



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
Κατεύθυνση «ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ & ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

***Εταιρικές πτωχεύσεις: Διερεύνηση περιπτώσεων στην
ελληνική οικονομία την περίοδο της κρίσης***

Φοιτήτρια: Σταυρίδη Μαρία

Επιβλέπων: Αναπληρωτής Καθηγητής Φίλος Ιωάννης

Τριμελής Επιτροπή:

Αναπλ. Καθ. Ιωάννης Φίλος

Καθ. Αναστάσιος Τσάμης

Καθ. Απόστολος Αποστόλου

ΑΘΗΝΑ

ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2018

Στην Οικογένειά μου,

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Ιωάννη Φίλο για όλη την καθοδήγηση και τη βοήθεια που μου παρείχε κατά τη διάρκεια συγγραφής της, όπως επίσης και την κ. Αγοράκη Μαρία Ελένη για τις συμβουλές της και την ολοπρόθυμη στάση της στην επίλυση αποριών. Επιπλέον, θεωρώ αναγκαίο να ευχαριστήσω και όλους τους καθηγητές του συγκεκριμένου μεταπτυχιακού προγράμματος για την ευκαιρία που είχα να τους γνωρίσω και να αποκομίσω πολύτιμες γνώσεις από την εμπειρία τους.

Τέλος ευχαριστώ τους δικούς μου ανθρώπους και την οικογένειά μου που βρίσκονταν στο πλάι μου όλο αυτό το διάστημα και είναι αυτοί που μου δίνουν κίνητρο να εξελίσσομαι προσωπικά.

Πίνακας περιεχομένων

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΟΣ ΚΩΔΙΚΑΣ (Ν.3588/2007)	8
1.1 Ορισμός και σκοπός της πτώχευσης	8
1.2 Προϋποθέσεις της πτώχευσης	8
1.3 Τα όργανα της πτώχευσης	9
1.4 Διαδικασία της πτώχευσης	11
1.5 Συνέπειες της πτώχευσης	12
1.6 Προπτωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης	16
1.6.1 Ανάλυση της διαδικασίας	16
1.6.2 Αποτελεσματικότητα του άρθρου 99	19
1.6.3 Σύγκριση Άρθρου 99 – Εξωδικαστικού Συμβιβασμού	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΤΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ	22
2.1 Κλασικά – Παραμετρικά υποδείγματα πρόβλεψης της εταιρικής πτώχευσης	22
2.1.1 Μονομεταβλητή Στατιστική Ανάλυση (Univariate Analysis) - Υπόδειγμα του Beaver (1966)	22
2.1.2 Πολυμεταβλητή Στατιστική Ανάλυση (MDA)	25
2.1.3 Υπόδειγμα του Altman (1968)	27
2.1.4 Υπόδειγμα ZETA του Altman (1977)	31
2.2 Υποδείγματα Πιθανότητας	33
2.2.1 Γραμμικό Υπόδειγμα Πιθανότητας (Linear Probability Model)	33
2.3 Πολυμεταβλητά υπό συνθήκη Υποδείγματα Πιθανότητας (Multivariate Conditional Probability Models)	34
2.3.1 Λογαριθμική Ανάλυση (Logit)	34
2.3.2 Ανάλυση Probit – Υπόδειγμα Zmijewski (1984)	35
2.4 Νεότερες μέθοδοι-Σύγχρονα υποδείγματα – Μη Παραμετρικές / Στατιστικές τεχνικές	38
2.4.1 Τεχνητά Νευρωνικά Δίκτυα (Neural Networks)	38
2.4.2 Πολυκριτήρια Συστήματα υποστήριξης λήψης αποφάσεων	41
2.4.3 Μέθοδος Cusum	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	44
3.1 Παράγοντες εταιρικής αποτυχίας	44
3.1.1 Αιτίες Ενδοεπιχειρησιακές	45
3.1.2 Αιτίες Εξωεπιχειρησιακές	46

3.2 Πτωχεύσεις επιχειρήσεων στην Ευρώπη και στην Ελλάδα.....	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ.....	50
4.1 Μεθοδολογία της έρευνας	50
4.2 Η επιστήμη της Ελεγκτικής	51
4.2.1 Η ανάγκη για ελεγκτικές υπηρεσίες	51
4.2.2 Η έκθεση ελέγχου.....	51
4.2.3 Η έκθεση ελέγχου ως δείκτης πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας	53
4.3 Μελέτη περιπτώσεων πτωχεύσεων στην ελληνική οικονομία	54
4.3.1 ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	54
4.3.1.1 Ιστορική αναδρομή.....	54
4.3.1.2 Έκθεση ελεγκτή και παρατηρήσεις.....	64
4.3.1.3 Πορεία ιδιοκτητών μετά την πτώχευση.....	69
4.3.2 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.....	71
4.3.2.1 Ιστορική Αναδρομή.....	71
4.3.2.2 Έκθεση ελεγκτή και παρατηρήσεις.....	75
4.3.2.3 Πορεία ιδιοκτητών μετά την πτώχευση.....	76
4.3.3 SPRIDER STORES.....	78
4.3.3.1 Ιστορική Αναδρομή.....	78
4.3.3.2 Έκθεση ελεγκτή και παρατηρήσεις.....	81
4.3.3.3 Πορεία ιδιοκτητών μετά την πτώχευση.....	82
4.4 Χρηματοοικονομική Ανάλυση - Ανάλυση Αριθμοδεικτών.....	83
5.2 Περιορισμοί στη χρήση των αριθμοδεικτών	89
4.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών.....	90
4.5.1 Ανάλυση βραχυχρόνιας φερεγγυότητας.....	90
4.5.2 Ανάλυση Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	91
4.5.3 Ανάλυση Αποδοτικότητας.....	94
4.5.4 Ανάλυση διοικητικής επίδοσης.....	96
4.6 Επαλήθευση προβλεπτικής ικανότητας μοντέλων πτώχευσης.....	101
4.6.1 Υπόδειγμα Altman	101
4.6.2 Υπόδειγμα Zmijewski	103
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	105
Προτάσεις για μελλοντική έρευνα.....	107
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	116

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Τα τελευταία χρόνια η παρατεταμένη ύφεση που γνωρίζει η χώρα μας ως αποτέλεσμα της διεθνούς οικονομική κρίσης είχε ως αποτέλεσμα την πτώχευση μεγάλου αριθμού ελληνικών επιχειρήσεων σε σύντομο χρονικό διάστημα. Τα νέα δυσχερή οικονομικά δεδομένα δεν αφομοιώθηκαν γρήγορα από αυτές, ενώ παράλληλα τις αποθάρρυναν από την υλοποίηση νέων επιχειρηματικών ανοιγμάτων. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την απροθυμία των τραπεζών να τις χρηματοδοτήσουν, την έλλειψη επενδυτικού ενδιαφέροντος και την απουσία κρατικής ενίσχυσης δεν τους επέτρεψε να διατηρήσουν το κατάλληλο και απαιτούμενο επίπεδο ρευστότητας, με αποτέλεσμα να οδηγηθούν αργά ή γρήγορα στη χρεοκοπία.

Το φαινόμενο της εταιρικής αποτυχίας έχει απασχολήσει εδώ και δεκαετίες την ακαδημαϊκή κοινότητα. Στα πλαίσια αυτά έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές μελέτες και έχουν δημοσιευτεί σημαντικά άρθρα, που αναλύουν τη σημασία της έγκαιρης και ακριβούς πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας για το επιχειρηματικό περιβάλλον, που σε κάθε περίπτωση χαρακτηρίζεται από μεγάλη αβεβαιότητα. Κατά πόσο η απόκτηση έγκαιρης πληροφόρησης για μια ενδεχόμενη χρεοκοπία μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά στην εν τέλει αποτυχία της εταιρείας με τη λήψη των κατάλληλων αναδιαρθρωτικών μέτρων αποτελεί το κύριο ερώτημα που απασχολεί την παρούσα εργασία. Ως εκ τούτου προχωρά στη μελέτη πρόσφατων τέτοιων παραδειγμάτων, προκειμένου να διαπιστωθούν ποια ήταν τα λάθη που έπαιξαν και το σημαντικότερο ρόλο στη δυσμενή εξέλιξη των εν λόγω εταιρειών.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην παρούσα εργασία περιλαμβάνονται τέσσερα κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται προσδιορισμός του ορισμού της πτώχευσης μιας εταιρείας, του νομικού πλαισίου που διέπει τη διαδικασία στην οποία εισέρχεται μια εταιρεία μετά την αίτηση πτώχευσης, ενώ παράλληλα γίνεται αναφορά και στην προπτωχευτική διαδικασία εξυγίανσης, γνωστή και ως άρθρο 99.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναφορά σε παραμετρικά και μη υποδείγματα πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας, όπως τα έχουν προτείνει στη διάρκεια των χρόνων αναλυτές και επιστήμονες που ασχολήθηκαν με αντίστοιχες περιπτώσεις πτωχεύσεων, τα οποία χρησιμοποιούν τόσο ποσοτικά όσο και ποιοτικά χαρακτηριστικά.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση των βασικότερων παραγόντων, που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση σε χρεοκοπία, καθώς και ποια ήταν η πορεία των πτωχεύσεων τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα σε αντιστοιχία με την Ευρώπη το ίδιο χρονικό διάστημα, ώστε να διαπιστωθεί η έκταση των επιπτώσεων της διεθνούς οικονομικής κρίσης.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται λεπτομερής παρουσίαση της πορείας προς την πτώχευση τριών πρώην ισχυρών εταιρειών της ελληνικής αγοράς, με παράθεση των γεγονότων που προηγήθηκαν της χρεοκοπίας και αναφορά στις παρατηρήσεις που είχαν γίνει την τελευταία περίοδο λειτουργίας τους από τους αρμόδιους ελεγκτές. Τέλος πραγματοποιείται χρηματοοικονομική ανάλυση των παραπάνω εταιρειών με τη χρήση των κατάλληλων αριθμοδεικτών και γίνεται έλεγχος κατά πόσο αυτοί μπορούν να αξιοποιηθούν στην επαλήθευση της προβλεπτικής ικανότητας μοντέλων πρόβλεψης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΟΣ ΚΩΔΙΚΑΣ (Ν.3588/2007)

1.1 Ορισμός και σκοπός της πτώχευσης

Συχνά, στη βιβλιογραφία δημιουργείται σύγχυση όσον αφορά τις έννοιες πτώχευση (bankruptcy), αποτυχία (failure), χρηματοοικονομική δυσχέρεια (financial distress), αφερεγγυότητα (insolvency) και αθέτηση υποχρεώσεων προς τους πιστωτές (default), καθώς στα πλαίσια της καθημερινής ζωής ταυτίζεται πολλές φορές ο όρος πτώχευση με τις λοιπές έννοιες.

Για την πτώχευση έχουν δοθεί κατά καιρούς διάφοροι ορισμοί από διαφορετικούς ερευνητές. Γενικότερα, πτώχευση θεωρείται εκείνη η νομική κατάσταση στην οποία μεταπίπτει ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο όταν η εμπορική του ιδιότητα δεν του επιτρέπει να ικανοποιήσει μόνιμα και ολοσχερώς τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις του απέναντι στους δανειστές του και τους λοιπούς οφειλέτες. Η κήρυξή της πραγματοποιείται με δικαστική απόφαση και ρυθμίζεται από το Πτωχευτικό Δίκαιο, που αποτελεί ιδιαίτερο κλάδο του Εμπορικού Δικαίου. Σκοπός της πτώχευσης αποτελεί, σύμφωνα με το άρθρο 1 του Ν.3588/2007, η συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών του οφειλέτη με τη ρευστοποίηση της περιουσίας του ή με άλλο τρόπο που προβλέπεται από σχέδιο αναδιοργάνωσης και ιδίως με τη διατήρηση της επιχείρησής του.

1.2 Προϋποθέσεις της πτώχευσης

Για να κηρυχθεί η πτώχευση θα πρέπει σύμφωνα με το πτωχευτικό δίκαιο να συντρέχουν δύο τουλάχιστον βασικές προϋποθέσεις, μία υποκειμενική και μία αντικειμενική.

- **Υποκειμενικές Προϋποθέσεις**

Σε καθεστώς πτώχευσης μπορεί να τεθεί οποιοδήποτε πρόσωπο με νομική υπόσταση, που κατέχει πτωχευτική ικανότητα και επιδιώκει οικονομικό σκοπό, όπως οι έμποροι και οι ενώσεις προσώπων. Αντίθετα αποκλείονται αυτού του δικαιώματος τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, οι οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και οι δημόσιοι οργανισμοί. Επιπλέον, η παύση της εμπορίας ή της οικονομικής δραστηριότητας ή ο θάνατος δεν παρεμποδίζουν

την πτώχευση, εφόσον κατά το διάστημα που επήλθαν, ο οφειλέτης είχε παύσει τις πληρωμές του.

- **Αντικειμενικές Προϋποθέσεις**

Πτώχευση μπορεί να κηρυχθεί λόγω αδυναμίας εκπλήρωσης εκ μέρους του οφειλέτη των ληξιπρόθεσμων χρηματικών υποχρεώσεών του κατά τρόπο γενικό και μόνιμο (παύση πληρωμών). Ως εξαίρεση, κήρυξη πτώχευσης μπορεί να ζητήσει και ο ίδιος ο οφειλέτης μόνο σε περίπτωση επαπειλούμενης αδυναμίας εκπλήρωσης.

1.3 Τα όργανα της πτώχευσης

Σύμφωνα με το Τρίτο Κεφάλαιο του Νόμου 3588/2007 τα όργανα που συμμετέχουν στη διαδικασία της πτώχευσης είναι τα εξής:

- Το πτωχευτικό δικαστήριο: Πρόκειται για το Πολυμελές Πρωτοδικείο, στην έδρα του οποίου έχει το κέντρο των κύριων συμφερόντων του ο οφειλέτης. Εκτός από την κήρυξη της πτώχευσης είναι αρμόδιο για την εποπτεία των εργασιών της πτώχευσης και την εκδίκαση πτωχευτικών υποθέσεων για την επίλυση των σχετικών διαφορών.
- Ο εισηγητής: Ως εισηγητής ορίζεται ο πρωτοδίκης που υπηρετεί στο πτωχευτικό δικαστήριο. Κύρια αρμοδιότητά του ορίζεται η επιτήρηση και επιτάχυνση των εργασιών της πτώχευσης. Για το σκοπό αυτό, μετά την κήρυξη της πτώχευσης οφείλει να ειδοποιήσει τον σύνδικο για τον διορισμό του και παράλληλα να εποπτεύει το έργο του, έχοντας το δικαίωμα να ζητήσει την αντικατάστασή του αν συντρέχει σοβαρός λόγος. Μεταξύ των άλλων, ο εισηγητής ορίζεται πρόεδρος της συνέλευσης των πιστωτών και οφείλει να λαμβάνει κάθε φορά τα κατάλληλα μέτρα για τη διασφάλιση της πτωχευτικής διαδικασίας. Τέλος, του ανατίθενται και ανακριτικά καθήκοντα, καθώς μπορεί να εξετάσει ανωμοτί τον οφειλέτη και ενόρκως τους αντιπροσώπους και υπαλλήλους του σχετικά με τον ισολογισμό και τις αιτίες πτώχευσης.
- Ο σύνδικος: Ως σύνδικος διορίζεται δικηγόρος με τουλάχιστον πενταετή υπηρεσία, που κατοικεί στην έδρα του πτωχευτικού δικαστηρίου, ενώ

ταυτόχρονα δεν τον συνδέει κανενός είδους σχέση ή συγγένεια με τον οφειλέτη. Ο σύνδικος ενημερώνεται για τον διορισμό του από τον γραμματέα των πτωχεύσεων και είναι υπόχρεος να υποβάλει στη συνέλευση των πιστωτών έκθεση σχετικά με την οικονομική κατάσταση του οφειλέτη και τα αίτια της πτώχευσης, τις προοπτικές διατήρησης της επιχείρησης, τις δυνατότητες βιωσιμότητας και αναδιοργάνωσής της, καθώς και τις προβλεπόμενες συνέπειες ως προς την ικανοποίηση των πιστωτών. Σε κάθε περίπτωση ο σύνδικος αποτελεί το κεντρικό πρόσωπο της πτωχευτικής διαδικασίας και έχει την ελευθερία να προβεί σε οποιαδήποτε πράξη θεωρεί αναγκαία για την απόκτηση των αναγκαίων πληροφοριών. Για παράδειγμα, έχει το δικαίωμα να λαμβάνει γνώση των επιστολών και μηνυμάτων ηλεκτρονικού ταχυδρομείου του οφειλέτη, αν κατά την κρίση του συνδέονται με την πτώχευση, και ακόμα να προσλαμβάνει πρόσωπα με ειδικές γνώσεις που θα τον βοηθήσουν στην προώθηση των εργασιών.

- Η συνέλευση των πιστωτών: Αποτελείται από όλους τους πιστωτές της πτώχευσης, καθώς και από τους πιστωτές των οποίων οι απαιτήσεις τελούν υπό αίρεση. Η συνέλευση λαμβάνει αποφάσεις κατά πλειοψηφία των παρόντων μελών. Πρόεδρος των συνελεύσεων ορίζεται ο εισηγητής, ενώ ταυτόχρονα παρίστανται ο γραμματέας των πτωχεύσεων, ο σύνδικος και ο οφειλέτης. Κύρια αρμοδιότητά της συνέλευσης αποτελεί η σύνταξη πίνακα εικαζόμενων πιστωτών και η εκλογή της επιτροπής των πιστωτών, ενώ παράλληλα είναι αυτή που αποφασίζει για τη συνέχιση ή μη της εμπορικής δραστηριότητας της επιχείρησης.
- Η επιτροπή των πιστωτών: Αποτελεί αυτόνομο, ανεξάρτητο και προαιρετικό όργανο της πτώχευσης. Εκλέγεται από τη συνέλευση των πιστωτών και αποτελείται από τρία τακτικά και τρία αναπληρωματικά μέλη. Η επιτροπή παρακολουθεί την πορεία των εργασιών της πτώχευσης και συνδράμει τον σύνδικο κατά την εκτέλεση των καθηκόντων του.

1.4 Διαδικασία της πτώχευσης

Ως αρμόδιο πτωχευτικό δικαστήριο για την κήρυξη της πτώχευσης ορίζεται το πολυμελές πρωτοδικείο, στην περιφέρεια του οποίου ο οφειλέτης έχει το κέντρο των κύριων συμφερόντων του. Σύμφωνα με το άρθρο 5 του Ν.3588/2007 και τον Κοτσίρη (2008) η πτώχευση κηρύσσεται με δικαστική απόφαση με τους εξής τρόπους:

- Με αίτηση του πιστωτή: Ο πτωχευτικός πιστωτής έχει αναφαίρετο δικαίωμα να αιτηθεί την κήρυξη πτώχευσης σε περιπτώσεις που ο οφειλέτης προχωρήσει σε παύση πληρωμών. Ωστόσο σύμφωνα και με το άρθρο 6 του Ν.3588/2007 θα πρέπει να συντρέχουν οι υποκειμενικές ή αντικειμενικές προϋποθέσεις για την κήρυξη της πτώχευσης, καθώς το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί να απορρίψει την αίτηση σε περιπτώσεις που αυτό κρίνει ότι ασκήθηκε καταχρηστικά.
- Με αίτηση του οφειλέτη: Ο οφειλέτης έχει δικαίωμα να καταθέσει ο ίδιος αίτηση πτώχευσης στο δικαστήριο μόνο στην περίπτωση της επαπειλούμενης αδυναμίας εκπλήρωσης. Την αίτηση αυτή οφείλει να την υποβάλλει μέσα σε 30 μέρες από την παύση πληρωμών, όπως ορίζεται στο τροποποιητικό άρθρο 19 του Ν. 4013/2011.
- Με αίτηση του εισαγγελέα πρωτοδικών: Κήρυξη πτώχευσης εκ μέρους του εισαγγελέα πρωτοδικών μπορεί να γίνει μόνο για λόγους δημοσίου συμφέροντος.

Σε κάθε περίπτωση στην αίτηση πρέπει να αναγράφονται το όνομα, επώνυμο, πατρώνυμο, η επωνυμία, η διεύθυνση, όπου ο οφειλέτης έχει την κατοικία του ή κατά περίπτωση το κέντρο των κύριων συμφερόντων του, καθώς και ο αριθμός του Εμπορικού Μητρώου του οφειλέτη. Ωστόσο η αίτηση κήρυξης πτώχευσης δεν γίνεται πάντα αποδεκτή από το πτωχευτικό δικαστήριο, καθώς μπορεί να την απορρίψει σε περιπτώσεις που οι υποκειμενικές και αντικειμενικές προϋποθέσεις δεν πληρούνται, η περιουσία του οφειλέτη δεν επαρκεί για την κάλυψη των εξόδων της διαδικασίας ή εάν αποδειχθεί καταχρηστική η άσκηση του δικαιώματος αίτησης πτώχευσης είτε από τον πιστωτή, αποσκοπώντας σε ατομικό συμφέρον, είτε από τον οφειλέτη, προκειμένου να πετύχει δόλια αποφυγή πληρωμής των χρεών του.

Μετά την κατάθεση της αίτησης για την υπαγωγή στις διατάξεις του Πτωχευτικού Κώδικα, το πτωχευτικό δικαστήριο διορίζει εισηγητή δικαστή, σύνδικο πτώχευσης και ταυτόχρονα διατάζει τη σφράγιση της πτωχευτικής περιουσίας. Η ίδια απόφαση ορίζει ρητά την ημέρα, την ώρα και τον τόπο κατά τον οποίο οι πιστωτές του οφειλέτη θα συνέλθουν για πρώτη φορά, απαρτίζοντας τη συνέλευση των πιστωτών, ώστε να προβούν στην εκλογή της επιτροπής των πιστωτών. Από την πλευρά του ο οφειλέτης οφείλει να παράσχει στον σύνδικο όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για την περιουσία και τη γενικότερη οικονομική του κατάσταση, καταθέτοντας πλήρη κατάλογο με το σύνολο των πιστωτών του και το ύψος των απαιτήσεών τους.

Ο σύνδικος, με τη σειρά του, προβαίνει στη συνέχεια σε ενδελεχή έλεγχο για την επαλήθευση των απαιτήσεων και εξετάζει τυχόν διαφορές που μπορεί να προκύψουν σχετικά με το ύψος και το είδος των οφειλών. Μετά την ολοκλήρωση της επαλήθευσης των απαιτήσεων επί της πτωχευτικής περιουσίας, προχωρά με τη συνδρομή του οφειλέτη στην κατάρτιση και σύνταξη ενός σχεδίου αναδιοργάνωσης.

Η ολοκλήρωση της πτωχευτικής διαδικασίας μπορεί να συμβεί με δύο τρόπους:

A) είτε με συμβιβαστική επίλυση, ακολουθώντας το σχέδιο αναδιοργάνωσης, με συμφωνία μεταξύ του οφειλέτη και των πιστωτών για την ικανοποίηση των τελευταίων,

B) είτε με ικανοποίηση των πιστωτών από το προϊόν της εκποίησης της πτωχευτικής περιουσίας, πρακτική που συναντάται περισσότερο. Σε αυτή την περίπτωση ο σύνδικος προβαίνει σε ρευστοποίηση της πτωχευτικής περιουσίας και το αποτέλεσμα της εκκαθάρισης αναδιανέμεται στους πιστωτές ανάλογα με το ύψος των απαιτήσεών τους.

1.5 Συνέπειες της πτώχευσης

Οι συνέπειες της πτώχευσης αναφέρονται αναλυτικά στον Πτωχευτικό Κώδικα από το άρθρο 15 έως το άρθρο 51 και διακρίνονται σε α) συνέπειες ως προς τον οφειλέτη, β) συνέπειες ως προς τους πιστωτές και γ) συνέπειες ως προς τις συμβάσεις.

1) Συνέπειες ως προς τον οφειλέτη

Στις συνέπειες που επωμίζεται ο οφειλέτης περιλαμβάνεται το γεγονός ότι περιορίζονται σημαντικά οι ατομικές ελευθερίες του, πράγμα που σημαίνει απώλεια του δικαιώματος να ασκήσει κάποιο δημόσιο λειτούργημα, όπως επίσης και να ασκήσει εμπορικό επάγγελμα. Παράλληλα, υπάρχει το ενδεχόμενο να του επιβληθεί προσωποκράτηση, αν και έχει καταργηθεί η προσωπική κράτηση του καλόπιστου οφειλέτη. Εξίσου σημαντική συνέπεια, που υφίσταται ο οφειλέτης και αξίζει να τονιστεί, είναι η δημοσιότητα της πτώχευσης κυρίως για λόγους προστασίας τρίτων, καθώς το όνομα του οφειλέτη, που έχει πτωχεύσει, καταχωρείται σε δημόσιο βιβλίο, που ονομάζεται «Μητρώο Πτωχευσάντων», ενώ η απόφαση δημοσιεύεται τόσο στο Δελτίο Δικαστικών Δημοσιεύσεων του Ταμείου Νομικών όσο και στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο.

Εξίσου βασική συνέπεια της πτώχευσης ως προς τον οφειλέτη, όταν πρόκειται για φυσικό πρόσωπο, είναι ότι στερείται αυτοδικαίως της διοίκησης της περιουσίας του και ως εκ τούτου κινείται αποκλειστικά και μόνο με τη σύμπραξη του συνδίκου της πτώχευσης. Η κατάσταση αυτή ονομάζεται «πτωχευτική απαλλοτρίωση» και αφορά το σύνολο της περιουσίας του οφειλέτη κατά την ημέρα κήρυξης της πτώχευσης. Επομένως δεν περιλαμβάνεται στην πτωχευτική περιουσία οποιαδήποτε περιουσία απέκτησε ο οφειλέτης μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία.

Αντίστοιχα, από τη στιγμή που ο οφειλέτης δεν νομιμοποιείται στις δίκες αναφορικά με την πτωχευτική περιουσία, εκπροσωπείται από τον σύνδικο, χωρίς όμως να χάνει το δικαίωμα συμμετοχής του σε αυτές. Για το σκοπό αυτό είναι υποχρεωμένος να ενημερώνει το σύνδικο και να συνεργάζεται μαζί του για οποιοδήποτε θέμα προκύψει, ώστε να επιτευχθεί η εύρυθμη λειτουργία της πτωχευτικής διαδικασίας. Στα πλαίσια αυτά, υποχρεούται να θέτει στη διάθεση του συνδίκου κάθε χρήσιμη πληροφορία σχετικά με τα τηρούμενα εμπορικά βιβλία και τα στοιχεία της επιχείρησής του. Παράλληλα, απαγορεύεται μόνος του ο οφειλέτης να διαθέσει στοιχεία ενεργητικού της επιχείρησης χωρίς την άδεια του εισηγητή.

2) Συνέπειες ως προς τους πιστωτές

Σύμφωνα με το άρθρο 21 του Πτωχευτικού Κώδικα, πτωχευτικοί πιστωτές είναι εκείνοι που κατά την κήρυξη της πτώχευσης έχουν κατά του οφειλέτη γεννημένη και

δικαστικώς επιδιώξιμη χρηματική ενοχική απαίτηση και ειδικότερα είναι εκείνοι των οποίων:

- η απαίτηση δε διασφαλίζεται με προνόμιο ή εμπράγματα εξασφάλιση (ανέγγυοι πιστωτές)
- η απαίτηση διασφαλίζεται προνομιακά (γενικοί προνομιούχοι πιστωτές)
- η απαίτηση εξασφαλίζεται εμπράγματα με συγκεκριμένο αντικείμενο της πτωχευτικής περιουσίας (ενέγγυοι πιστωτές)
- η απαίτηση ικανοποιείται μετά την ικανοποίηση των ανέγγυων πιστωτών (πιστωτές μειωμένης εξασφάλισης)

Ο πτωχευτικός πιστωτής μπορεί να επιδιώξει την ικανοποίηση των απαιτήσεών του μόνο μέσω της πτωχευτικής διαδικασίας και κυρίως μέσω της επιτροπής των πιστωτών που συγκροτείται για το σκοπό αυτό.

Η κήρυξη σε πτώχευση ενός οφειλέτη επιφέρει τις ακόλουθες συνέπειες στους πιστωτές:

- Πλασματική λήξη μη ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων, καθώς οι κατά την κήρυξη της πτώχευσης μη ληξιπρόθεσμες απαιτήσεις κατά του οφειλέτη, πλην εκείνων των ενέγγυων πιστωτών, θεωρούνται ότι έληξαν.
- Παύση της τοκογονίας, καθώς οι απαιτήσεις των πιστωτών που δεν είναι εξασφαλισμένες με ειδικό προνόμιο ή εμπράγματο δικαίωμα παύουν να παράγουν νόμιμους ή συμβατικούς τόκους.
- Αναστολή των ατομικών καταδιώξεων, καθώς από την κήρυξη της πτώχευσης αναστέλλονται αυτοδικαίως όλα τα ατομικά μέτρα των πιστωτών κατά του οφειλέτη για την ικανοποίηση ή εκπλήρωση των πτωχευτικών απαιτήσεών τους.

3) Συνέπειες ως προς τις συμβάσεις

Οι κατά την κήρυξη της πτώχευσης αμφοτεροβαρείς συμβάσεις, στις οποίες συμβαλλόμενος είναι ο οφειλέτης, διατηρούν την ισχύ τους.

Ειδικότερα όσον αφορά τις συμβάσεις εργασίας, ισχύει ότι δεν λύονται με την κήρυξη της πτώχευσης. Ωστόσο η πτώχευση αποτελεί σπουδαίο λόγο καταγγελίας της σύμβασης εργασίας ορισμένου χρόνου ή έργου. Συνεπώς, ο σύνδικος, εφόσον ο

οφειλέτης είναι εργοδότης, μπορεί να λύσει τη σύμβαση εργασίας αορίστου χρόνου, με καταγγελία.

Παράλληλα, οι απαιτήσεις των μισθωτών από μισθούς και λοιπές παροχές που γεννήθηκαν πριν την κήρυξη της πτώχευσης, καθώς και κάθε συναρτώμενη με την καταγγελία απαίτησή τους, όπως ιδίως αποζημίωση εκ του νόμου, αποτελούν πτωχευτικές απαιτήσεις, για τις οποίες οι μισθωτοί ικανοποιούνται ως πτωχευτικοί πιστωτές.

Σύμφωνα μάλιστα με το άρθρο 41 του Ν.3588/2007 περί πτωχευτικής ανάκλησης ισχύει ότι πράξεις του οφειλέτη, που διενεργήθηκαν εντός του χρόνου που περιλαμβάνεται από την παύση των πληρωμών μέχρι την κήρυξη της πτώχευσης (ύποπτη περίοδος) και είναι επιζήμιες για την ομάδα των πιστωτών, ανακαλούνται ή μπορούν να ανακληθούν από τον σύνδικο. Ως επιζήμιες πράξεις, που ανακαλούνται υποχρεωτικά από τον σύνδικο, θεωρούνται οι εξής:

- Δωρεές και χαριστικές γενικά δικαιιοπραξίες, καθώς και αυτές στις οποίες η αντιπαροχή που έλαβε ο οφειλέτης ήταν δυσανάλογα μικρή σε σχέση με τη δική του παροχή.
- Πληρωμές μη ληξιπρόθεσμων χρεών.
- Πληρωμές ληξιπρόθεσμων χρεών με άλλο τρόπο και όχι με μετρητά ή με τη συμφωνηθείσα παροχή.
- Σύσταση εμπράγματης ασφάλειας, συμπεριλαμβανόμενης και της εγγραφής προσημείωσης υποθήκης ή παροχή άλλων ασφαλειών ενοχικής φύσεως για προϋπάρχουσες υποχρεώσεις, για την εξασφάλιση των οποίων ο οφειλέτης δεν είχε αναλάβει αντίστοιχη υποχρέωση ή για την εξασφάλιση νέων υποχρεώσεων που αναλήφθηκαν από τον οφειλέτη σε αντικατάσταση εκείνων που προϋπήρχαν.

Επιπλέον, σύμφωνα με το άρθρο 43 του Κώδικα κάθε αμφοτεροβαρής πράξη του οφειλέτη ή πληρωμή από αυτόν ληξιπρόθεσμων χρεών του, που έγινε μετά την παύση των πληρωμών και πριν την κήρυξη της πτώχευσης, μπορεί να ανακληθεί εάν ο αντισυμβαλλόμενος κατά τη διενέργεια της πράξης γνώριζε ότι ο οφειλέτης είχε παύσει τις πληρωμές του και η πράξη ήταν επιζήμια για την ομάδα των πιστωτών.

Ακολούθως, το άρθρο 44 τονίζει ότι πράξεις του οφειλέτη που διενεργήθηκαν την τελευταία πενταετία πριν την κήρυξη της πτώχευσης, με δόλο αυτού να ζημιώσει τους πιστωτές του ή να ωφελήσει ορισμένους σε βάρος άλλων, ανακαλούνται, εάν ο τρίτος με τον οποίο συμβλήθηκε, κατά το χρόνο της διενέργειας της πράξης γνώριζε το δόλο του οφειλέτη.

1.6 Προπτωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης

1.6.1 Ανάλυση της διαδικασίας

Το έκτο κεφάλαιο «Διαδικασία Συνδιαλλαγής» του Πτωχευτικού Κώδικα αντικαταστάθηκε από το άρθρο 12 του νόμου 4013/2011 και μετέπειτα από το άρθρο 234 του νόμου 4072/2012. Κατά συνέπεια η διαδικασία συνδιαλλαγής (το γνωστό άρθρο 99) αντικαταστάθηκε από την προ-πτωχευτική διαδικασία εξυγίανσης.

Το νέο άρθρο 99 αφορά «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο με πτωχευτική ικανότητα, που έχει το κέντρο των κυρίων συμφερόντων του στην Ελλάδα και βρίσκεται σε παρούσα ή επαπειλούμενη αδυναμία εκπλήρωσης των ληξιπρόθεσμων χρηματικών υποχρεώσεών του κατά τρόπο γενικό». Τονίζεται, δηλαδή, ότι η διαδικασία εξυγίανσης ακολουθείται από όσες εταιρείες αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα οικονομικής ρευστότητας ή έχουν προχωρήσει σε παύση πληρωμών ώστε να αποφευχθεί η πτώχευσή τους. Αποκτούν με τον τρόπο αυτό ένα χρονικό περιθώριο εύρεσης μια βιώσιμης λύσης και τους δίνεται η δυνατότητα επαναδιαπραγμάτευσης με τους πιστωτές τους. Η διαδικασία εξυγίανσης αφορά όλες τις επιχειρήσεις ανεξαρτήτου μεγέθους και ύψους οφειλών και κύριος σκοπός της αποτελεί η διατήρηση, αξιοποίηση, αναδιάρθρωση και ανόρθωση της επιχείρησης, χωρίς να παραβλάπτεται η συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών.

Προκειμένου να ξεκινήσει η διαδικασία εξυγίανσης, κατατίθεται αρχικά αίτηση ανοίγματος της διαδικασίας στο πτωχευτικό δικαστήριο. Στην αίτηση αυτή πρέπει να περιγράφεται η επιχείρηση του οφειλέτη, η οικονομική του κατάσταση με παράθεση των πιο πρόσφατων οικονομικών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των τυχόν οφειλών του προς το Δημόσιο και τα ασφαλιστικά ταμεία, τα αίτια της οικονομικής του αδυναμίας, συγκεκριμένες προτάσεις αντιμετώπισης αυτής της κατάστασης και οι τυχόν διαπραγματεύσεις που έχουν ήδη λάβει χώρα με τους πιστωτές. Επιπλέον,

πρέπει να αναφέρεται το μέγεθος της επιχείρησης, το προσωπικό που απασχολεί, καθώς και η κατάσταση και οι προοπτικές της αγοράς, στην οποία ο οφειλέτης δραστηριοποιείται.

Μαζί με την αίτηση ο οφειλέτης οφείλει να καταθέσει τις οικονομικές καταστάσεις της τελευταίας χρήσης, βεβαίωση της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. για τα χρέη του οφειλέτη προς το Δημόσιο, παράβολο για την αμοιβή του εμπειρογνώμονα ή κάποιου άλλου διαμεσολαβητή και έκθεση του εμπειρογνώμονα στην οποία επισυνάπτεται κατάλογος των περιουσιακών στοιχείων και των πιστωτών του οφειλέτη, καθώς και η γνώμη του για τον οφειλέτη και την επιχείρησή του. Στην πορεία προκειμένου να συζητηθεί η αίτηση, ορίζεται δικάσιμος εντός διμήνου από την υποβολή της. Έως την ημερομηνία αυτή η επιχείρηση θα βρίσκεται υπό αναστολή. Μάλιστα το διάστημα μέσα στο οποίο πρέπει να επιτευχθεί συμφωνία εξυγίανσης, μειώθηκε από 4 σε 2 μήνες, σύμφωνα με τις τροποποιήσεις που επέφερε το άρθρο 234 του Ν. 4072/2012.

Στη συνέχεια εφόσον το πτωχευτικό δικαστήριο προβλέπει ότι υπάρχουν βάσιμες προσδοκίες επιτυχίας της προτεινόμενης εξυγίανσης και ότι δεν παραβλάπτεται η συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών, αποφασίζει το άνοιγμα της διαδικασίας εξυγίανσης και ορίζει μεσολαβητή. Ο μεσολαβητής αναλαμβάνει να επιτύχει τη σύναψη συμφωνίας μεταξύ του οφειλέτη και των πιστωτών του με σκοπό την άρση των οικονομικών δυσκολιών του οφειλέτη, τη συνέχιση της δραστηριότητάς του και τη διατήρηση των θέσεων εργασίας, καθώς και να προτείνει λύσεις για τη διάσωση της επιχείρησης, ιδίως με μείωση των απαιτήσεων, παράταση του ληξιπρόθεσμου αυτών, αναδιάρθρωση της επιχείρησης, μετοχοποίηση των απαιτήσεων, εκποίηση της επιχείρησης ή κάθε άλλο πρόσφορο μέτρο.

Η επικύρωση της συμφωνίας επιφέρει τα ακόλουθα αποτελέσματα:

- α) επέρχεται το πέρας της διαδικασίας συνδιαλλαγής και του έργου του μεσολαβητή
- β) προσωρινά, κατά τη διάρκεια ισχύος της συμφωνίας αναστέλλονται τα μέτρα, εκκρεμή ή μη, ατομικής αναγκαστικής εκτέλεσης κατά του οφειλέτη, για την ικανοποίηση απαιτήσεων που έχουν γεννηθεί πριν τη σύναψη της συμφωνίας συνδιαλλαγής. Η ίδια αναστολή ισχύει και ως προς τα μέτρα αυτά και σχετικά με τους εγγυητές και τους συνοφειλέτες εις ολόκληρον.

γ) αναστέλλεται για την ίδια περίοδο η λήψη οποιουδήποτε ασφαλιστικού μέτρου κατά του οφειλέτη, εκτός αν με αυτό επιδιώκεται η αποτροπή της απομάκρυνσης ή αφαίρεσης ή μετακίνησης κινητών πραγμάτων της επιχείρησης, τεχνολογικού ή μηχανολογικού εν γένει εξοπλισμού της που δεν έχει συμφωνηθεί και ενέχει τον κίνδυνο απαξίωσης της επιχείρησης του οφειλέτη

δ) αίρεται αυτοδικαίως, για την ίδια διάρκεια, η απαγόρευση ή κώλυμα έκδοσης επιταγών που είχε επιβληθεί στον οφειλέτη πριν την έναρξη της διαδικασίας συνδιαλλαγής

ε) για την ίδια διάρκεια αναστέλλονται οι αποκλειστικές προθεσμίες άσκησης και παραγραφής, υπό τις οποίες τελούν οι απαιτήσεις των συμβαλλόμενων πιστωτών και τα δικαιώματα των υπέρ του οφειλέτη εγγυητών και συνοφειλετών του εις ολόκληρον, καθώς και οι προθεσμίες και η άσκηση διαδικαστικών πράξεων

στ) αναστέλλεται, για περίοδο έξι (6) μηνών από την έκδοση της απόφασης που επικύρωσε τη συμφωνία, η λήψη κάθε μέτρου συλλογικής αναγκαστικής εκτέλεσης, συμπεριλαμβανομένης της κήρυξης της πτώχευσης

ζ) η συμφωνία δεσμεύει μόνο τον οφειλέτη και τους πιστωτές που την υπέγραψαν.

Ωστόσο εάν δεν μπορεί να επιτευχθεί συμφωνία, ο μεσολαβητής ενημερώνει, χωρίς καθυστέρηση, τον πρόεδρο του δικαστηρίου, ο οποίος εισάγει αμέσως την υπόθεση στο πτωχευτικό δικαστήριο, προκειμένου να θέσει τέλος σ' αυτήν και στην αποστολή του μεσολαβητή.

Με βάση τις αλλαγές που επήλθαν στον Πτωχευτικό Κώδικα από τον Ν. 4446/2016 ισχύει ότι:

- Σύμφωνα με το άρθρο 100, παρ.1, προκειμένου να επικυρωθεί συμφωνία εξυγίανσης, θα πρέπει να έχει συναφθεί από τον οφειλέτη και από πιστωτές του που εκπροσωπούν το εξήντα τοις εκατό (60%) του συνόλου των απαιτήσεων στο οποίο περιλαμβάνεται το σαράντα τοις εκατό (40%) των τυχόν εμπραγμάτων ή με προσημείωση υποθήκης εξασφαλισμένων απαιτήσεων. Η επικύρωση συμφωνίας, η οποία έχει συναφθεί μόνον από πιστωτές, που συγκεντρώνουν το ποσοστό του παραπάνω εδαφίου, χωρίς τη σύμπραξη του οφειλέτη, είναι δυνατή εφόσον ο οφειλέτης βρίσκεται, κατά το

χρόνο σύναψης της συμφωνίας, σε παύση πληρωμών. Στην περίπτωση του προηγούμενου εδαφίου δεν εφαρμόζονται οι παράγραφοι 3 έως 5 του άρθρου 99.

- Επιπλέον το άρθρο 106B σχετικά με την επικύρωση της συμφωνίας εξυγίανσης αντικαθίσταται και ορίζει ότι το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί να επικυρώνει τη συμφωνία εξυγίανσης, εφόσον έχει υπογραφεί από τον οφειλέτη και από την απαιτούμενη κατά την παρ. 1 του άρθρου 100 πλειοψηφία του συνόλου των πιστωτών, ή μόνον από πιστωτές του που συγκεντρώνουν την ανωτέρω πλειοψηφία. Παράλληλα η συμφωνία εξυγίανσης δεν πρέπει: **1)** να είναι αποτέλεσμα δόλου ή άλλης αθέμιτης πράξης ή κακόπιστης συμπεριφοράς του οφειλέτη, πιστωτή ή τρίτου, **2)** να παραβιάζει διατάξεις αναγκαστικού δικαίου, ιδίως του δικαίου του ανταγωνισμού, **3)** να παραβιάζει την αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών που βρίσκονται στην ίδια θέση, *(αποκλίσεις από την Αρχή της ίσης μεταχείρισης μεταξύ των πιστωτών επιτρέπονται για σπουδαίο επιχειρηματικό ή κοινωνικό λόγο που εκτίθεται ειδικά στην Απόφαση του πτωχευτικού δικαστηρίου ή αν ο θιγόμενος πιστωτής συναινεί στην απόκλιση)*, **4)** να παραβιάζει τη συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών, *(αν δηλαδή προβλέπει ότι οι μη συμβαλλόμενοι στη συμφωνία πιστωτές θα βρεθούν σε χειρότερη οικονομική θέση από αυτήν στην οποία θα βρίσκονταν με βάση αναγκαστική εκτέλεση)*.

1.6.2 Αποτελεσματικότητα του άρθρου 99

Αναλογιζόμενοι τη δυσμενή πορεία πτωχευμένων εταιρειών, που είχαν ωστόσο προχωρήσει στην υπαγωγή τους σε καθεστώς πτώχευσης και είχαν ενταχθεί στο άρθρο 99, γεννιούνται εύλογα ερωτήματα σχετικά με την αποτελεσματικότητα του εν λόγω μηχανισμού εξυγίανσης των επιχειρήσεων και την αξιοπιστία του. Το ερώτημα αυτό κρίνεται ιδιαίτερα σημαντικό για τη χώρα μας, που λόγω της πολυετούς παραμονής της σε καθεστώς οικονομικής ύφεσης, μεγάλο μέρος πρώην υγιών επιχειρήσεων οδηγήθηκε στη χρεοκοπία, παρά την αίτηση υπαγωγής τους στο άρθρο 99.

Συγκεκριμένα, όπως προκύπτει από στοιχεία των υπουργείων Οικονομικών και Δικαιοσύνης, καθώς και της Γενικής Γραμματείας Εμπορίου και Προστασίας Καταναλωτή από το 2012 μέχρι σήμερα συνολικά έχουν ενταχθεί σε καθεστώς προπτωχευτικής διαδικασίας 1.940 επιχειρήσεις. Σύμφωνα μάλιστα με στοιχεία που δόθηκαν στη Βουλή από τα συναρμόδια υπουργεία, μετά από ερώτημα του βουλευτή της Νέας Δημοκρατίας Λ. Αυγενάκη, από τις επιχειρήσεις αυτές:

- 534 πτώχευσαν
- 783 γύρισαν σε ενεργές
- 513 διεγράφησαν
- 54 παρέμειναν σε καθεστώς συνδιαλλαγής
- 51 σε καθεστώς λύσης και εκκαθάρισης
- Για πέντε εταιρείες δεν προσδιορίζεται αποτέλεσμα

Με βάση τα παραπάνω στοιχεία προκύπτει ότι το 27,5% των εν λόγω εταιρειών οδηγήθηκε σε πτώχευση, ενώ μόλις το 40% κατάφερε να διαφύγει τον κίνδυνο χρεοκοπίας και με συστηματικές προσπάθειες αναδιάρθρωσης να συνεχίσουν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα. Αν και στην αντίληψη πολλών το άρθρο 99 φαντάζει ως η μοναδική λύση διάσωσης σε τελικό στάδιο, τα παραπάνω στοιχεία αποδεικνύουν πως η υπαγωγή στο άρθρο 99 δεν εγγυάται την αποτροπή της χρεοκοπίας ούτε του 50% των επιχειρήσεων που καταφεύγουν σε αυτή, με αποτέλεσμα η ένταξη στην προπτωχευτική διαδικασία να θεωρείται ως αρχική ένδειξη και προπομπός αρνητικής εξέλιξης για την πορεία της επιχείρησης στην πλειονότητα των περιπτώσεων.

Ο αριθμός, μάλιστα, των αιτήσεων δεν αντιπροσωπεύει το μέγεθος της δυσμενούς κατάστασης στη χώρα μας. Όπως επισημαίνουν δικαστικές πηγές, δεκάδες ήταν οι εταιρείες που έβαλαν λουκέτο την περίοδο της κρίσης χωρίς να προλάβουν καν να μπουν σε καθεστώς δικαστικής προστασίας ή να το επιχειρήσουν. Χαρακτηριστικά, μόνο το 2011 ο αριθμός των επιχειρήσεων που έκαναν αίτηση για υπαγωγή τους στο άρθρο 99 ανήλθε στις 975, ενώ σε όλα τα επόμενα χρόνια μέχρι και το 2016 ο αριθμός τους σχεδόν διπλασιάστηκε, φτάνοντας τις 1940. Το γεγονός αυτό δεν υποδηλώνει καμία βελτίωση της οικονομικής κατάστασης της χώρας, αλλά αντίθετα

καταδεικνύει τις συνέπειες από την αλλαγή του νόμου, που επέβαλε αυστηρότερα κριτήρια για την ένταξη μιας εταιρείας στο άρθρο 99 και παραχώρησε περισσότερες εξουσίες στις τράπεζες όσον αφορά τη διαχείριση των «κόκκινων» επιχειρηματικών δανείων.

1.6.3 Σύγκριση Άρθρου 99 – Εξωδικαστικού Συμβιβασμού

Στο ερώτημα αν κρίνεται αποτελεσματικότερος τυχόν εξωδικαστικός συμβιβασμός σε σχέση με τις διατάξεις του άρθρου 99, τα αποτελέσματα που προέκυψαν από «crash test» που πραγματοποίησε ο Ελεύθερος Τύπος με τη συμβολή νομικών πηγών, καταδεικνύουν την υπεροχή του άρθρου 99. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι ο εξωδικαστικός συμβιβασμός περιλαμβάνει εξαιρετικά αυστηρά κριτήρια ένταξης ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, καθώς για να ενταχθεί μια εταιρεία θα πρέπει να έχει σε μία τουλάχιστον από τις τρεις τελευταίες χρήσεις πριν από την υποβολή της αίτησης θετικό καθαρό αποτέλεσμα εάν τηρεί απλογραφικό λογιστικό σύστημα και θετικό λειτουργικό αποτέλεσμα εάν τηρεί διπλογραφικό σύστημα. Αντίθετα, τα πράγματα είναι πολύ πιο απλά στο άρθρο 99, όπου μπορούν να υποβάλουν αίτηση επιχειρήσεις οποιασδήποτε νομικής μορφής, οι οποίες βρίσκονται σε αποδεδειγμένη οικονομική αδυναμία, αλλά δεν έχουν προχωρήσει σε παύση πληρωμών.

Καταλήγοντας, αν και ο εξωδικαστικός μηχανισμός καλλιέργησε πολλές προσδοκίες για τη γρήγορη και ευέλικτη επίλυση των οφειλών των επιχειρήσεων, τελικά αυτές δεν επαληθεύτηκαν. Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία, μέχρι τις 29/9/2017 πέρασαν επιτυχώς τα κριτήρια 1.269 αιτήσεις τη στιγμή που οι προσδοκίες αφορούσαν την ένταξη 400.000 επιχειρήσεων μέχρι τις 31.12.2018. Κυριότερη αιτία θεωρείται η έντονη γραφειοκρατική διαδικασία και η δυσκολία στην αναδιάρθρωση των εταιρικών οφειλών, που λειτουργούν αποτρεπτικά για μια επιχείρηση στο να συνεχίσει την επιχειρηματική της δράση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΤΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ

2.1 Κλασικά – Παραμετρικά υποδείγματα πρόβλεψης της εταιρικής πτώχευσης

Τα κλασικά υποδείγματα συντελούν κατά κύριο λόγο στο να εντοπίζουν ποια είναι τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά (μέγεθος, ρευστότητα, αποδοτικότητα, δραστηριότητα, κεφαλαιακή διάρθρωση) που είναι σημαντικά στη διαδικασία πιστοληπτικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων. Στη συγκεκριμένη τεχνική υπολογίζονται οι κατάλληλοι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες κι έπειτα εφαρμόζονται στατιστικές τεχνικές ή μέθοδοι ποσοτικής ανάλυσης που εκτιμούν τη στατιστική σημαντικότητά τους και παράγουν ένα σκορ κινδύνου.

2.1.1 Μονομεταβλητή Στατιστική Ανάλυση (Univariate Analysis) - Υπόδειγμα του Beaver (1966)

Ο William Beaver το 1966 δημιούργησε το πρώτο υπόδειγμα πρόβλεψης της πτώχευσης μιας επιχείρησης. Στη μελέτη του υποστήριξε πως οι αριθμοδείκτες, που στηρίζονται στα λογιστικά μεγέθη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, μπορούν να προβλέψουν σε σημαντικό βαθμό μια πιθανή εταιρική αποτυχία. Σύμφωνα με τον ίδιο ως εταιρική αποτυχία ορίζεται *«η ανικανότητα της επιχείρησης να καλύψει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Συγκεκριμένα, αποτυχημένη θεωρείται μια επιχείρηση όταν πτωχεύει, όταν επέρχεται κατάπτωση ομολογιών – λογαριασμών υπεραναλήψεων και αδυναμία καταβολής μερισμάτων στις προνομιούχες μετοχές»*.

Προκειμένου να καταλήξει στα κατάλληλα συμπεράσματα, ο Beaver βασίστηκε στη μονομεταβλητή στατιστική ανάλυση. Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποίησε ένα δείγμα προβληματικών και υγιών εταιρειών και εφάρμοσε την κατά ζεύγη ανάλυση (pair sample design). Δηλαδή σε κάθε εξεταζόμενη επιχείρηση που είχε πτωχεύσει αντιστοίχισε μία υγιή, του ίδιου κλάδου και με αντίστοιχο μέγεθος για να είναι τα μεγέθη συγκρίσιμα. Ο ίδιος αιτιολόγησε την μέθοδο επιλογής κατά ζεύγη, αναφέροντας πως μέσω αυτής αντιμετωπίζονταν καλύτερα ενδεχόμενοι παράγοντες, οι οποίοι θα επισκίαζαν την ικανότητα των αριθμοδεικτών να προβλέπουν την πτώχευση.

Συγκεκριμένα επέλεξε ένα δείγμα από 158 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν στην Αμερική την χρονική περίοδο 1954-1964 και προέρχονται από 38 διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους της αμερικανικής οικονομίας. Από αυτές επιλέχθηκαν 79 αποτυχημένες εταιρίες από το βιομηχανικό εγχειρίδιο της Moodys και τον κατάλογο των Dun and Bradstreet (παγκόσμιο ηγέτη στην παροχή υπηρεσιών Διαχείρισης Πιστωτικού Κινδύνου και Επιχειρηματικής Πληροφόρησης) και σε αυτές αντιστοιχίστηκαν 79 μη αποτυχημένες από μια βάση δεδομένων 12.000 εταιρειών, βάσει **α)** του μεγέθους του ενεργητικού τους και **β)** του βιομηχανικού κλάδου στον οποίο ανήκαν. Βασιζόμενος στη συγκεκριμένη μέθοδο, προχώρησε έπειτα στον υπολογισμό 30 αριθμοδεικτών για καθεμιά από τις πτώχευμένες επιχειρήσεις για μια περίοδο 5 ετών που προηγείται της πτώχευσης, ορίζοντας ως 1^ο έτος το έτος δημοσίευσης του τελευταίου ισολογισμού της κάθε εταιρείας, μελετώντας παράλληλα τις αντίστοιχες υγιείς για την ίδια περίοδο. Στη συνέχεια συνέκρινε την τιμή του κάθε αριθμοδείκτη με μια τιμή αναφοράς και ταξινόμησε τις επιχειρήσεις σε δύο ομάδες.

Για την ανάλυση αυτή χρησιμοποιήθηκαν στο σύνολό τους 30 χρηματοοικονομικοί δείκτες. Τα κριτήρια επιλογής αυτών των δεικτών ήταν: **α)** η συχνότητα εμφάνισης και χρησιμοποίησής τους σε αντίστοιχες έρευνες, αναγνωρίζοντας πως οι πιο δημοφιλείς εκ των δεικτών τύγχαναν συχνά παραποίησης από το management των εταιριών (window dressing) για ευνόητους λόγους **β)** πόσο ικανοποιητικοί αποδείχθηκαν σε προηγούμενες μελέτες και αναλύσεις και **γ)** κατά πόσο σχετίζονταν με το κύκλωμα των ταμειακών ροών, που σύμφωνα με τον Beaver παίζει σημαντικό ρόλο στην πτώχευση μιας εταιρείας. Στη συνέχεια προτίμησε να εξετάσει τους 30 επιλεγμένους αριθμοδείκτες κατατάσσοντάς τους σε 6 κατηγορίες, ώστε να καταλήξει στο δείκτη με τη μεγαλύτερη σημαντικότητα από κάθε κατηγορία. Οι 6 βασικότεροι αριθμοδείκτες στους οποίους τελικά βασίστηκε ήταν οι εξής:

1. Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets)
2. Δανειακή Επιβάρυνση (Debt Ratio)
3. Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού (Net Working Capital / Total Asset)
4. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)
5. Ταμειακές Ροές / Σύνολο Υποχρεώσεων (Cash Flow / Total Liabilities)

6. Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity)

Για να καταλήξει στα συμπεράσματά του ο Beaver υπολόγισε τη μέση τιμή κάθε δείκτη για καθεμιά από τις υγιείς και πτωχευμένες επιχειρήσεις (profile analysis) και τις συνέκρινε μεταξύ τους. Επιπλέον υπολόγισε τη διχοτόμο ταξινόμησης (dichotomous classification test) ή κριτική τιμή (critical value), που μπορεί να ταξινομή τις εταιρείες σε υγιείς και αποτυχημένες ανάλογα με το αν οι δείκτες μιας εταιρείας υπερβαίνουν ή όχι την κριτική τιμή, περιορίζοντας ταυτόχρονα την εμφάνιση λαθών τύπου I και τύπου II.

Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε ήταν τα εξής:

- Οι αριθμοδείκτες δεν μπορούν να ταξινομήσουν τις εταιρείες σε αποτυχημένες ή μη εξίσου ικανοποιητικά, από τη στιγμή που κάθε αριθμοδείκτης παρουσιάζει διαφορετική ικανότητα πρόβλεψης, με τις υγιείς να ταξινομούνται με μεγαλύτερη επιτυχία.
- Ο Δείκτης *Ταμειακές Ροές προς Σύνολο Υποχρεώσεων* παρουσιάζει την μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα αποτυχίας με ποσοστό (87%), επιβεβαιώνοντας τη σχέση των ταμειακών ροών με την εταιρική αποτυχία, ενώ ο δείκτης *αποδοτικότητα ενεργητικού* (Return on Assets) κατατάσσεται δεύτερος (πιθανώς λόγω της συσχέτισής του με τον πρώτο δείκτη).
- Ακόμη και με την χρήση των αριθμοδεικτών δεν ελαχιστοποιείται πλήρως η πιθανότητα ένας επενδυτής να επενδύσει σε μια εταιρία, η οποία θα πτωχεύσει.

Το σημαντικότερο πλεονέκτημα της Μονομεταβλητής ανάλυσης είναι η απλότητα στην εφαρμογή της και ότι δεν απαιτεί εξειδικευμένες στατιστικές γνώσεις. Από την άλλη, σε έρευνά τους οι Balcaen and Ooghe (2006), ασκώντας κριτική στο υπόδειγμα του Beaver, ανέφεραν ως μειονέκτημα το γεγονός ότι οι τιμές των μεταβλητών θα πρέπει να λάβουν πολύ ακραίες τιμές (είτε πολύ υψηλές είτε πολύ χαμηλές), προκειμένου να αποδειχθεί η οικονομική δυσχέρεια. Συνεπώς η τιμή ενός μεμονωμένου δείκτη δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως κριτήριο προκειμένου να κριθεί η χρηματοοικονομική της υγεία, μόνο επειδή υπολογίστηκε ως μεγαλύτερη ή μικρότερη από ένα συγκεκριμένο σημείο πρόκρισης – απόρριψης (cut off point). Επιπλέον, σύμφωνα και με τον Altman (1968), το γεγονός πως η ταξινόμηση

βασίζεται σε ένα δείκτη κάθε φορά μπορεί να οδηγήσει τον ερευνητή σε αντιφατικά αποτελέσματα με βάση διαφορετικούς αριθμοδείκτες της ίδιας εταιρείας (inconsistency problem). Άλλωστε, ο ίδιος ο Beaver (1966) ανέφερε ότι η ταυτόχρονη εξέταση πολλών αριθμοδεικτών ενδεχομένως θα ενίσχυε την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου του.

Επομένως μπορεί η ανάλυση του Beaver να μην αποτελεί ένα πλήρως αξιόπιστο υπόδειγμα πρόβλεψης αποτυχίας, αλλά μπορεί να θεωρηθεί τυχόν προειδοποιητικό σημάδι σε μια επιχείρηση, ώστε να θορυβηθεί και να αντιστρέψει την πορεία της άμεσα. Δεν είναι τυχαίο άλλωστε πως αυτή η ανάλυση αποτέλεσε τη βάση για πολλές παρόμοιες μελέτες πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας που ακολούθησαν στο μέλλον.

2.1.2 Πολυμεταβλητή Στατιστική Ανάλυση (MDA)

Στην ανάλυση αυτή, αντίθετα από τη μονομεταβλητή, εξετάζεται ένα γενικότερο σύνολο χρηματοοικονομικών δεικτών ταυτόχρονα, ώστε να εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα σχετικά με την πιθανότητα πρόβλεψης της πτώχευσης μιας επιχείρησης. Ο Fischer (1936) ήταν ο πρώτος που ασχολήθηκε με τις πολυδιάστατες στατιστικές μεθόδους και δημιούργησε την Γραμμική Διακριτική Ανάλυση (LDA), που αποτελεί και την πρώτη πολυδιάστατη μέθοδο ταξινόμησης. Στη συνέχεια ο Altman (1968) βασιζόμενος σε αυτή τη μελέτη, εφάρμοσε την πολυμεταβλητή ανάλυση διαχωρισμού (Multiple Discriminant Analysis), μία στατιστική τεχνική που ήταν ευρέως διαδεδομένη στη Βιολογία ήδη από το 1930. Σύμφωνα με τον ίδιο «*Η MDA αποτελεί στατιστική τεχνική η οποία χρησιμοποιείται για να κατηγοριοποιήσει μια παρατήρηση ανάμεσα σε 2 ή περισσότερες ομάδες οι οποίες έχουν εκ των προτέρων οριστεί με βάση κοινά χαρακτηριστικά (a priori grouping). Χρησιμοποιείται κυρίως για να ταξινομήσει ποιοτικής μορφής εξαρτημένες μεταβλητές σε δυο κατηγορίες (πτωχευμένες – υγιείς)*».

Στόχος της μεθόδου είναι ο γραμμικός συνδυασμός των ανεξάρτητων μεταβλητών με τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιείται η διακύμανση ανάμεσα στις δύο ομάδες και να ελαχιστοποιείται η διακύμανση εντός των ίδιων ομάδων.

Τα πλεονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου εντοπίζονται στην απλότητά της, στο γρήγορο τρόπο εφαρμογής της με την ταυτόχρονη εξέταση αρκετών αριθμοδεικτών για την πρόβλεψη της πορείας μιας επιχείρησης, ενώ εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων διαδικασιών ταξινόμησης αποτελεί το γεγονός πως ο γραμμικός συνδυασμός και οι επιμέρους συντελεστές μπορούν να ερμηνευθούν άμεσα σε οικονομικούς όρους.

Επιπλέον, τα στοιχεία, που χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό ορισμένων δεικτών, αφορούν πληροφορίες που σχετίζονται με τη ρευστότητα, τη φερεγγυότητα και την κερδοφορία της εταιρείας, στοιχεία που λόγω της σημαντικότητάς τους δεν είναι σίγουρο ότι αντιπροσωπεύουν πάντα την πραγματική εικόνα της εταιρείας, με αποτέλεσμα να οδηγούν σε αποτελέσματα, που πιθανώς να είναι παραποιημένα.

Το βασικότερο, όμως, μειονέκτημα της MDA ανάλυσης είναι ότι βασίζεται σε τέσσερις αυστηρές υποθέσεις (Balcaen and Ooghe, 2006), οι οποίες, όταν δεν ικανοποιούνται, μπορεί να οδηγήσουν σε αποτελέσματα μεροληπτικά ή περιορισμένης προβλεπτικής εφαρμογής και ικανότητας. Για παράδειγμα:

α) η κατανομή των τιμών των ανεξαρτήτων μεταβλητών σε κάθε ομάδα πρέπει να ακολουθεί την πολυμεταβλητή κανονική κατανομή

β) ο γραμμικός συνδυασμός των ανεξάρτητων μεταβλητών πρέπει να είναι τέτοιος, ώστε «να μεγιστοποιείται η διακύμανση ανάμεσα στις δυο ομάδες και να ελαχιστοποιείται η διακύμανση εντός των ίδιων των ομάδων» (Dimitras et al., 1996)

γ) πρέπει να προσδιορίζεται προγενέστερα η πιθανότητα αποτυχίας και το σφάλμα λαθών ταξινόμησης τύπου I και II

δ) πρέπει να μην εμφανίζεται πολυσυγγραμμικότητα (multicollinearity) ανάμεσα στις ανεξάρτητες μεταβλητές, καθώς διαφορετικά δε λαμβάνεται σοβαρά υπόψη η διάσταση του χρόνου με αποτέλεσμα η πτώχευση να θεωρείται ως μια σταθερή κατάσταση, ενώ στην πραγματικότητα πρόκειται για μία κατάσταση που περνάει από διάφορες φάσεις (Balcaen, et al., 2006).

2.1.3 Υπόδειγμα του Altman (1968)

Η πρώτη μορφή διακριτικής ανάλυσης με τη χρήση της MDA, που επιχείρησε να προβλέψει μια εταιρική πτώχευση βασισμένη σε ένα δείγμα μεγάλων κατασκευαστικών επιχειρήσεων, ήταν αυτή του Altman (1968). Το μοντέλο του Altman έχει τη μορφή γραμμικής συνάρτησης:

$$Z = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + \dots + a_nx_n$$

Όπου x_1, x_2, \dots, x_n : οι ανεξάρτητες μεταβλητές δηλαδή οι αριθμοδείκτες

a_1, a_2, \dots, a_n : οι συντελεστές στάθμισης των δεικτών

Z: το συνολικό σκορ διαχωρισμού για την επιχείρηση

Επομένως με το συνδυασμό περισσοτέρων του ενός αριθμοδεικτών το παραπάνω μοντέλο καταλήγει σε ένα συνδυαστικό Z score για την επιχείρηση σύμφωνα με το οποίο κατηγοριοποιείται είτε στις πτωχευμένες είτε στις υγιείς επιχειρήσεις.

Προκειμένου ο Altman να καταλήξει στο υπόδειγμά του, επέλεξε ένα αρχικό δείγμα που αποτελούνταν από 66 βιομηχανικές μεταποιητικές εταιρείες, οι οποίες ταξινομήθηκαν σε δύο ομάδες των 33, ακολουθώντας τεχνική παρόμοια με αυτή του Beaver (1966), δηλαδή κατά ζεύγη. Η πρώτη ομάδα αποτελούνταν από 33 πτωχευμένες επιχειρήσεις, που είχαν υποβάλει αίτηση πτώχευσης την περίοδο 1946-1965. Το εύρος του ενεργητικού τους κυμαίνονταν μεταξύ \$0,7 και \$25,9 εκατομμυρίων με μέσο όρο ενεργητικού τα \$6,4 εκατομμύρια. Σε αυτές αντιστοίχησε 33 άλλες μη αποτυχημένες επιχειρήσεις με παρόμοιο μέγεθος ενεργητικού, που κυμαίνονταν από \$1 έως \$25 εκ. και αντίστοιχου κλάδου.

Τις εταιρείες αυτές τις μελέτησε για μία χρονική περίοδο 5 ετών πριν την πτώχευση, ορίζοντας ως πρώτο έτος προ της πτώχευσης το έτος δημοσίευσης του τελευταίου ισολογισμού της κάθε εταιρείας, με την προϋπόθεση αυτός να έχει δημοσιευθεί το πολύ 7,5 μήνες πριν από το γεγονός της πτώχευσης. Ανάλογα ορίστηκαν και τα υπόλοιπα έτη. Για την συλλογή των χρηματοοικονομικών δεδομένων κάθε εταιρείας χρησιμοποίησε το εγχειρίδιο της Moodys.

Ολοκληρώνοντας την επιλογή του δείγματος, κατέληξε σε μια ομάδα 22 χρηματοοικονομικών δεικτών, με κριτήρια α) τη συχνότητα παρουσίας στην

βιβλιογραφία, β) τη δυνητική χρησιμότητά τους στην εκπονούμενη μελέτη γ) καθώς και μερικούς «νέους» δείκτες τους οποίους προέκρινε εμπειρικά ο Altman.

Τους δείκτες αυτούς τους κατέταξε σε 5 κατηγορίες:

- Ρευστότητας (Liquidity),
- Αποδοτικότητα (Profitability),
- Μόχλευσης (Leverage),
- Βιωσιμότητας (Solvency)
- Δραστηριότητας (Activity)

Στο σημείο αυτό αξίζει να τονιστεί πως δείκτες που σε επίπεδο μονομεταβλητής ανάλυσης δεν παρουσίαζαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, σε επίπεδο MDA η συνεισφορά τους ήταν πολύ σημαντική και το αντίστροφο (Balcaen, Ooghe). Αξιολογώντας, λοιπόν, τους δείκτες με τη μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα, ο Altman κατέληξε στην τελική συνάρτηση του μοντέλου του που έλαβε την παρακάτω μορφή:

$$Z = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,0006 X_4 + 0,999 X_5$$

Όπου:

X_1 = Κεφάλαιο κίνησης / Σύνολο ενεργητικού (Working Capital / Total Assets)

X_2 = Παρακρατηθέντα κέρδη / Σύνολο ενεργητικού (Retaining Earnings / Total Assets)

X_3 = Κέρδη προ τόκων και φόρων / Σύνολο ενεργητικού (Earnings before interest and Taxes/ Total Assets)

X_4 = Τρέχουσα αξία μετοχών / Λογιστική αξία Συνολικών Υποχρεώσεων (Market Value Equity / Total Debt)

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού (Sales / Total Assets)

Z = Συνδυαστικός δείκτης (Score)

Στη συνέχεια, για να ελέγξει τα αποτελέσματα εφαρμογής του μοντέλου του και να επαληθεύσει την σημαντικότητα των μεταβλητών του χρησιμοποίησε για την περίοδο 1958 – 1961 διαφορετικά δείγματα και τεστ σημαντικότητας (F-value, T- test) προκειμένου να επαληθεύσει τη σημαντικότητα των μεταβλητών. Τα αποτελέσματα

ήταν εντυπωσιακά και το υπόδειγμα αποδείχθηκε εξαιρετικά ακριβές, καθώς κατάφερε να ταξινομήσει σωστά το 95% των εταιρειών του αρχικού δείγματος, ενώ τα σφάλματα τύπου I και τύπου II βρέθηκαν να είναι αντίστοιχα μόλις 6% και 3%. Ασφαλής πρόβλεψη μπορεί να γίνει έως 2 έτη προ της αποτυχίας, ωστόσο η πιθανότητα λάθους ταξινόμησης αυξάνεται ραγδαία μετά τα 2 έτη (έως και τα 5 έτη). Το διάστημα στο οποίο η εξαρτημένη μεταβλητή Z λαμβάνει τιμές είναι το [1,81-2,67]. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής Z, τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος αθέτησης από τον εν λόγω δανειολήπτη.

Ο ίδιος ο Altman προχώρησε αργότερα στη δημιουργία ορισμένων παραλλαγών του αρχικού του υποδείγματος, προκειμένου να συμπεριλάβει και άλλες παραμέτρους και να το καταστήσει περισσότερο πρακτικό, όπως έκανε για την περίπτωση των εισηγμένων επιχειρήσεων. Έπειτα από επισημάνσεις διαφόρων μελετητών σχετικά με το υπόδειγμα που προτάθηκε από τον Altman το 1968, το 2000 ο Altman πρότεινε μια πιο βολική μορφή του συγκεκριμένου μοντέλου, η οποία απεικονίζεται ως εξής:

$$Z = 1.2(X1) + 1.4(X2) + 3.3(X3) + 0.6(X4) + 1.0(X5)$$

Στην ουσία, το παραπάνω μοντέλο είναι το ίδιο με την αρχική μορφή του μοντέλου με τη διαφορά ότι οι συντελεστές των δεικτών X1 έως X4 έχουν πολλαπλασιαστεί με το εκατό, ενώ η τελευταία μεταβλητή στρογγυλοποιείται. Επιπλέον, αυτή η μορφή προϋποθέτει ότι όλοι οι δείκτες εκφράζονται σε δεκαδική μορφή και όχι ως απόλυτη ποσοστιαία τιμή.

Επιπλέον, προκειμένου να γίνει το μοντέλο εφαρμόσιμο και σε επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αντικατέστησε στη μεταβλητή X4 την Αγοραία Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων με την Λογιστική αξία τους. Τέλος, ο Altman έκανε και μια τελευταία επιπλέον τροποποίηση στο συγκεκριμένο μοντέλο, αφαιρώντας τη μεταβλητή X5=Πωλήσεις/Σύνολο Ενεργητικού, ώστε να ελαχιστοποιηθεί πιθανή επίδραση από τον κλάδο (industry effect). Έτσι, το γενικευμένο αυτό υπόδειγμα απέκτησε τέσσερις ανεξάρτητες μεταβλητές και απεικονίζεται ως εξής:

$$Z = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Παράλληλα το υπόδειγμα του Altman κρίνεται ιδιαίτερος σημαντικό, καθώς απασχόλησε μετέπειτα πολλούς ερευνητές και έδωσε το έναυσμα για τη δημιουργία νεότερων υποδειγμάτων, βασισμένων στη πολυμεταβλητή στατιστική ανάλυση.

A) Με βάση το εξειδικευμένο μοντέλο ισχύουν οι κριτικές τιμές:

Επίδοση (Score)	Πιθανότητα Αποτυχίας (likelihood of failure)
... < 1,1	Υψηλή (high)
1,2 < ... < 2,5	Πιθανή (possible)
2,6 < ...	Χαμηλή (low)

Κρίσιμες τιμές πτώχευσης (mean Z-score)	
Πτώχευση (bankruptcy)	-4,06
Μη πτώχευση (non bankruptcy)	7,70

B) Με βάση το γενικευμένο μοντέλο ισχύουν οι κριτικές τιμές:

Επίδοση (score)	Πιθανότητα Αποτυχίας (likelihood of failure)
... < 1,80	Πολύ υψηλή (very high)
1,81 < ... < 2,67	Υψηλή (high)
2,68 < ... < 2,99	Πιθανή (possible)
3,00 < ...	Χαμηλή (low)

Κριτικές τιμές πτώχευσης (mean Z-score)	
Πτώχευση (bankruptcy)	1,62
Μη πτώχευση (non bankruptcy)	4,45

Το υπόδειγμα του Altman αποτέλεσε ουσιαστικά την αφετηρία για την χρησιμοποίηση της Πολυμεταβλητής Διακριτικής Ανάλυσης (MDA) στην μελέτη πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας. Ωστόσο, του ασκήθηκε σοβαρή κριτική από πλειάδα μελετητών στη στατιστική μεθοδολογία που εφάρμοσε. Για παράδειγμα, ο Moyer (1977) αμφισβήτησε την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου και ο Deakin (1976) στάθηκε στην υπόθεση της πολυμεταβλητής κανονικότητας, που συνήθως παραβιαζόταν. Παρόλα αυτά δεν αμφισβητήθηκε το θεωρητικό της πλαίσιο, το οποίο και αποτέλεσε τη βάση πολλών ανάλογων μελετών μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1980. Αξίζει να αναφερθεί ότι το υπόδειγμα Z-Score χρησιμοποιήθηκε συμπληρωματικά και σε έρευνες με περιεχόμενο διαφορετικό της πρόβλεψης της

εταιρικής αποτυχίας, όπως η διάγνωση των παραπονημένων Χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Spathis,2002).

2.1.4 Υπόδειγμα ZETA του Altman (1977)

Το υπόδειγμα Zeta δημιουργήθηκε το 1977 από τη συνεργασία των Altman, Haldeman και Narayanan(1977). Σκοπός του συγκεκριμένου υποδείγματος ήταν η βελτίωση του αρχικού υποδείγματος z-score του Altman, ώστε να αποφευχθούν ορισμένες αδυναμίες που επισήμαναν προηγούμενοι μελετητές και σχετίζονταν με προβληματικά σημεία της MDA. Στη δημιουργία του zeta - model συνέβαλε **α)** η ανάγκη ύπαρξης ενός μοντέλου με άμεση εφαρμογή και σε άλλους κλάδους εκτός της βιομηχανίας, που να επεξεργάζεται όσο το δυνατόν πιο πρωτογενή δεδομένα και να ερμηνεύει τα αποτελέσματα σε πτωχευμένες επιχειρήσεις με μεγαλύτερο πλέον μέσο ύψος ενεργητικού, καθώς **β)** και η ανάγκη προσαρμογής του αρχικού μοντέλου στις αλλαγές που επήλθαν στα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRS) και στις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Πρακτικές (GAAP).

Η κατασκευή του νέου υποδείγματος από τον Altman (1983) μοιάζει αρκετά σε αυτή του z-score με το νέο δείγμα που επιλέχθηκε να ανέρχεται τώρα στις 53 πτωχευμένες και στις 58 μη πτωχευμένες επιχειρήσεις που ανήκαν στον κλάδο των κατασκευών και του λιανεμπορίου και είχαν παρόμοια χαρακτηριστικά. Η συγκεκριμένη μελέτη αφορούσε την περίοδο 1969-1975 και το μέσο ύψος ενεργητικού για τις πτωχευμένες ανερχόταν στα \$100 εκ.

Στη διαδικασία κατασκευής του υποδείγματος Zeta χρησιμοποιήθηκαν 27 χρηματοοικονομικοί δείκτες εκ των οποίων επτά (7) αξιολογήθηκαν ως οι πιο σημαντικοί και σε αυτούς στηρίχθηκε το νέο υπόδειγμα. Αυτοί οι αριθμοδείκτες είναι οι εξής:

X1 = Κέρδη προ φόρων και τόκων/ Σύνολο ενεργητικού (Return on Assets : EBIT / Total Assets)

Ο δείκτης αυτός αν και παρουσιάζει τη μικρότερη σημαντικότητα σε σύγκριση με τις άλλες μεταβλητές θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης.

X2 = Σταθερότητα Κερδών (Stability of earnings)

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται με βάση τις διακυμάνσεις του δείκτη X1 για μια περίοδο 10 ετών, καθώς η μεταβολή των κερδών σε μια δεκαετία αποτελεί ένδειξη του επιχειρηματικού κινδύνου μιας επιχείρησης. Συνεπώς θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός δείκτης για την πρόβλεψη της πτώχευσης.

X3 = Κέρδη προ Τόκων και Φόρων / Χρηματοοικονομικά Έξοδα (E.B.I.T / Total Interest Payment)

Για να βελτιωθεί η κανονικότητα αυτού του δείκτη έχει γίνει λογαρίθμηση.

X4 = Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)

Πρόκειται για τον πιο αποτελεσματικό δείκτη για την πρόβλεψη της πτώχευσης, καθώς συνεισφέρει κατά 25% στην ικανότητα διαχωρισμού και προσμετρά παράγοντες όπως η ηλικία της επιχείρησης, η μερισματική πολιτική και η κερδοφορία της.

X5 = Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Assets / Current Liabilities)

Στην ουσία πρόκειται για τον δείκτη γενικής ρευστότητας, που σύμφωνα με μελέτες αποδείχθηκε πιο αποτελεσματικός.

X6 = Τρέχουσα αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Διαρκή Κεφάλαια (Common equity / Total Capital)

Πρόκειται για δείκτη κεφαλαιοποίησης, όπου ο αριθμητής περιλαμβάνει τον μέσο όρο της τρέχουσας αξίας των ιδίων κεφαλαίων για χρονική περίοδο 5 ετών, ώστε να εξομαλυνθούν πιθανές έντονες διακυμάνσεις της αγοράς.

X7 = Συντελεστής μεταβλητότητας του ενεργητικού για μια σειρά ετών (size)

Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει υποστεί λογαριθμικό μετασχηματισμό ώστε να προσαρμοστεί στις μεταβολές των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (FRS) και των γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών (GAAP) και να ομαλοποιηθεί η κανονικότητά του λόγω της ύπαρξης ακραίων παρατηρήσεων.

Με βάση το παραπάνω υπόδειγμα ισχύει ότι:

- Αν $Z > 0$ (θετικό), η εταιρεία κατατάσσεται στις υγιείς
- Αν $Z < 0$ (αρνητικό), η εταιρεία κατατάσσεται στις προβληματικές

Συγκριτικά με το αρχικό μοντέλο z-score το νέο μοντέλο zeta, σύμφωνα με μελέτη του ίδιου του Altman (2000) αποδείχτηκε πιο αξιόπιστο στην πρόβλεψη της πτώχευσης, καθώς βασίζεται σε δεδομένα πιο κοντά στις τρέχουσες συνθήκες και σε ένα μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα για ένα έτος πριν την πτώχευση και τα δύο μοντέλα παρουσίαζαν την ίδια ακρίβεια. Ωστόσο για 2 έως 5 έτη πριν την πτώχευση το υπόδειγμα zeta προέβλεπε με ακρίβεια 70% το γεγονός της πτώχευσης έναντι μόλις 36% του z-score. Παράλληλα δύο από τους επτά δείκτες είναι κοινοί στα δύο μοντέλα, ενώ ο δείκτης «Τρέχουσα αξία Ιδίων κεφαλαίων/Λογιστική αξία Συνολικών Υποχρεώσεων» αφορά στο zeta model το μέσο όρο της πενταετίας και όχι μόνο της εξεταζόμενης χρήσης.

2.2 Υποδείγματα Πιθανότητας

Σε αυτά τα υποδείγματα το αποτέλεσμα της συνάρτησης δεν είναι κάποιο σκορ, όπως ισχύει σε προηγούμενα υποδείγματα, αλλά μία πιθανότητα πτώχευσης.

2.2.1 Γραμμικό Υπόδειγμα Πιθανότητας (Linear Probability Model)

Το γραμμικό υπόδειγμα πιθανότητας (Linear Probability Model) θεωρείται μία παραλλαγή του υποδείματος του Altman και πρόκειται για μία οικονομετρική μέθοδο αφού λειτουργεί όπως μία απλή παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων. Η εξαρτημένη μεταβλητή y μπορεί να πάρει δύο τιμές και συγκεκριμένα την τιμή **0** αν η εταιρεία πτωχεύσει και την τιμή **1** αν προβλέπεται ότι τελικά η εταιρεία δε θα πτωχεύσει. Η πιθανότητα πτώχευσης μίας επιχείρησης είναι γραμμική συνάρτηση των χαρακτηριστικών της και δίνεται μαθηματικά από την εξής σχέση :

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \dots + \alpha_n X_n + \varepsilon_i$$

όπου α_i είναι οι εκτιμήσεις της παλινδρόμησης των ελαχίστων τετραγώνων και X_i είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές και συγκεκριμένα οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που αφορούν την επιχείρηση i και ε_i τα κατάλοιπα σφάλματος.

Οι Meyer και Pifer στο άρθρο τους «Prediction of Bank Failures» το 1970, ήταν οι πρώτοι που χρησιμοποίησαν αυτό το υπόδειγμα για την πρόβλεψη πτωχεύσεων στον κλάδο των τραπεζών. Στη μελέτη τους, χρησιμοποίησαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές τους αριθμοδείκτες που είχαν υπολογίσει από τα στοιχεία της χρήσης ένα έτος πριν από την πτώχευση.

Η συγκεκριμένη τεχνική εφαρμόστηκε από τους Γλούμπο και Γραμματικό το 1984 και από τους Παπούλια και Θεοδοσίου το 1992, καθώς την έκριναν καλύτερη από την MDA και τις Logit και Probit, επειδή δίνει καλύτερα αποτελέσματα πρόγνωσης σε διάστημα 3 ετών και παρέχει διάφορα στατιστικά κριτήρια επιλογής του καλύτερου προφίλ μεταβλητών. Ωστόσο διαθέτει και ορισμένα μειονεκτήματα, καθώς οι τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής P_i πρέπει να κυμαίνονται αυστηρά στο διάστημα $[0,1]$, με αποτέλεσμα αν αυτές ξεφύγουν να δημιουργούνται ερμηνευτικά προβλήματα. Επιπλέον τα κατάλοιπα της εξίσωσης δεν είναι ομοσκεδαστικά, δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή και δεν έχουν ίσες διασπορές (Γαγάνης κ.α., 2006). Συνεπώς για να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα του γραμμικού υποδείγματος πιθανότητας και κυρίως το πρόβλημα του διαστήματος $[0,1]$ γίνεται χρήση των υπό συνθήκη υποδειγμάτων πιθανότητας (Logit & Probit) που αναλύονται παρακάτω.

2.3 Πολυμεταβλητά υπό συνθήκη Υποδείγματα Πιθανότητας (Multivariate Conditional Probability Models)

2.3.1 Λογαριθμική Ανάλυση (Logit)

Ο Ohlson (1980) χρησιμοποίησε πρώτος την Logit ανάλυση για τη μελέτη πρόβλεψης πτώχευσης των επιχειρήσεων και κατέληξε σε ένα Score που το ονόμασε O-Score. Το υπόδειγμα Logit είναι ένα γραμμικό υπόδειγμα πιθανότητας (LPM) και βασίζεται σε μία αθροιστική πιθανότητα πτώχευσης που υπολογίζεται από τον τύπο:

$$P(X_i, b) = F(a + bX_i) = \frac{1}{1 + e^{-(a + bX_i)}}$$

Με βάση αυτή την πιθανότητα και ένα σημείο πρόκρισης – απόρριψης (cut off point) η εταιρεία κατατάσσεται ως πτωχευμένη ή μη. Όσο η τιμή του υποδείγματος πλησιάζει προς τη μονάδα υπάρχει πιθανότητα επιβίωσης για την επιχείρηση, ενώ όσο πλησιάζει προς το μηδέν υπάρχει κίνδυνος πτώχευσης.

Η μέθοδος που ακολούθησε ο Ohlson (1980), ήταν να εφαρμόσει λογιστική παλινδρόμηση σε 105 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες, που οδηγήθηκαν σε πτώχευση την περίοδο 1970-1976, μελετώντας τα τρία τελευταία έτη προ της πτώχευσης, χωρίς όμως να εφαρμόσει την κατά ζεύγη ανάλυση, με την οποία διαφωνούσε.

Αν και μετά το 1981 σε πολλές μελέτες πρόγνωσης της εταιρικής αποτυχίας χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος Logit έναντι της μεθόδου MDA, δεν θεωρήθηκε πάντα ως η αποτελεσματικότερη στην ταξινόμηση των εταιριών (Dimitras et al., 1996). Συγκεκριμένα η MDA είναι πιο αποτελεσματική στις περιπτώσεις όπου οι ανεξάρτητες μεταβλητές ακολουθούν κανονική κατανομή, καθώς δεν υπόκειται σε στατιστικούς περιορισμούς ούτε απαιτεί οι πίνακες διακύμανσης - συνδιακύμανσης να είναι ίσοι. Σε κάθε αντίθετη περίπτωση, που είναι και η πλέον συνηθέστερη, η Logit αποδεικνύεται περισσότερο συνεπής και κατάλληλη. Μάλιστα στην Ελλάδα το λογαριθμικό υπόδειγμα πιθανότητας είναι αυτό που χρησιμοποιείται από την Icar στην αξιολόγηση των ελληνικών επιχειρήσεων (Icar 2013).

2.3.2 Ανάλυση Probit – Υπόδειγμα Zmijewski (1984)

Ο Zmijewski (1984) εφάρμοσε πρώτος το κανονικό υπόδειγμα πιθανότητας για την πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης, ενσωματώνοντας σε αυτό δείκτες που μετράνε μόνο α) την κερδοφορία, β) την αφερεγγυότητα και γ) τη ρευστότητα μιας επιχείρησης. Η ανάλυση Probit, που ανέπτυξε ο Zmijewski, είναι παρόμοια με την Logit και η μοναδική τους διαφορά έγκειται στο γεγονός πως η Probit χρησιμοποιεί την αθροιστική τυπική κανονική κατανομή για να υπολογίσει την πιθανότητα πτώχευσης και όχι τη λογαριθμική όπως γίνεται στη Logit.

Αρχικά ο Zmijewski στη μελέτη του το 1983 πήρε ως δείγμα 3880 μη πτωχευμένες και 96 πτωχευμένες εταιρείες ανεξαρτήτως κλάδου, ενώ αργότερα το 1984, επικεντρώθηκε στον βιομηχανικό τομέα και πήρε ως δείγμα 40 πτωχευμένες και 800 υγιείς επιχειρήσεις. Το μοντέλο, που ανέπτυξε, περιλαμβάνει τρεις αριθμοδείκτες για κάθε μία από τις τρεις παραπάνω κατηγορίες. Οι δείκτες αυτοί είναι οι εξής:

- **Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)** = Καθαρά Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

- Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόγλευσης (FNL) = Συνολικό Χρέος / Σύνολο Ενεργητικού
- Δείκτης ρευστότητας (LIQ) = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Στη συνέχεια χρησιμοποίησε την παρακάτω εξίσωση:

$$P(B = 1) = P(B^* > 0) \quad (1a)$$

$$B^* = a_0 + a_1ROA + a_2FINL + a_3LIQ + u \quad (1b)$$

$$P(B^* > 0) = P(-u < a_0 + a_1ROA + a_2FINL + a_3LIQ) \quad (1c)$$

Όπου u : το σφάλμα της κανονικής κατανομής

Ο Zmijewski κατέληξε στην παρακάτω συνάρτηση, α) όσον αφορά το γενικευμένο του μοντέλο πρόβλεψης εταιρικής αποτυχίας:

$$B^* = -4,336 - 4,513(ROA) + 5,679(FNL) - 0,004(LIQ)$$

Και β) όσον αφορά το μοντέλο που αναπτύχθηκε για τον βιομηχανικό κλάδο:

$$B^* = -4.803 - 3.6(ROA) + 5.4(FNL) - 0.1(LIQ)$$

Το B^* που προκύπτει από αυτό το μοντέλο θεωρείται υποκατάστατο της πιθανότητας πτώχευσης, συνεπώς μια υψηλή τιμή του B^* υποδηλώνει και υψηλότερη πιθανότητα πτώχευσης.

Ωστόσο παρά την ομοιότητα της συγκεκριμένης μεθόδου με την ανάλυση Logit, δεν χρησιμοποιείται αρκετά συχνά, καθώς δεν είναι εύχρηστη λόγω των πολύπλοκων υπολογισμών των μη-γραμμικών εκτιμητών (Zorounidis and Dimitras, 1998). Σε σχέση όμως με το Γραμμικό Υπόδειγμα Πιθανότητας (LPM) τα μοντέλα Logit και Probit χρησιμοποιούνται περισσότερο, διότι αυτά τα υποδείγματα περιορίζουν την πιθανότητα πτώχευσης στο διάστημα $[0, 1]$.

Στη συνέχεια παρατίθενται σε έναν συγκεντρωτικό πίνακα ενδεικτικές μελέτες, που έχουν τη βάση τους στις κλασικές τεχνικές και προέρχονται από τον αντίστοιχο πίνακα της μελέτης των Ooghe & Balcaen με τίτλο «35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems» (2006).

ΜΕΘΟΔΟΣ	ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΓΝΩΣΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ
ΜΟΝΟΜΕΤΑΒΑΗΤΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	Beaver (1967)
ΜΟΝΤΕΛΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	Tamari (1966)
	Moses & Liao (1987)
ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΑΗΤΗΣ ΔΙΑΚΡΙΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	Altman (1968)
	Deakin (1972)
	Edmister (1972)
	Blum (1974)
	Altman et al. (1977)
	Deakin (1977)
	Taffler & Tisshaw (1977)
	van Frederikslust (1978)
	Bilderbeek (1979)
	Dambolena & Houry (1980)
	Taffler (1982), model from 1974
	Ooghe & Verbaere (1985)
	Taffler (1983)
	Micha (1984)
	Betts & Belhoul (1987)
	Gombola & Grammatikos (1988)
	Declere et al. (1991)
	Laitinen (1992)
	Lussier & Cornan (1994)
	Altman et al. (1995)
ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΥΠΟ ΣΥΝΘΗΚΗ	Ohlson (1980)
	Swanson & Tybout (1988)
	Zavgren (1983)
	Zmijewski (1984)
	Gentry et al. (1985a)
	Zavgren (1985)
	Keasey & Watson (1987)
	Peel & Peel (1987)
	Aziz et al. (1988)
	Gloubos & Grammatikos (1988)
	Keasey & MacGuinness (1990)
	Plat & Plat (1990)
	Ooghe et al. (1993)
	Sheppard (1994)
	Lussier (1995)
	Mossman et al. (1998)
	Charitou and Trigeorgis (2000)
	Becchetti & Sierra (2002)
	Charitou et al. (2004)

2.4 Νεότερες μέθοδοι-Σύγχρονα υποδείγματα – Μη Παραμετρικές / Στατιστικές τεχνικές

Αρκετοί ερευνητές, βασιζόμενοι στην μελέτη του Altman (1968), πρότειναν πολυάριθμα μοντέλα πρόβλεψης, τα οποία όμως είχαν προγραμματιστεί σε «κανονικές συνθήκες» οικονομίας, με αποτέλεσμα να μην έχουν άμεση εφαρμογή και πολλές επιχειρήσεις να οδηγηθούν στην πτώχευση απότομα μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Προκειμένου λοιπόν να αντιμετωπιστεί η αυξημένη αβεβαιότητα και η καθυστερημένη αντίδραση στις αλλαγές δημιουργήθηκαν οι τεχνικές data mining. Οι τεχνικές data mining (AIES μοντέλα, Artificially Intelligent Expert System models) θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν ως πρόσφατες ανεπτυγμένες μεθοδολογίες και θεωρούνται καταλληλότερες στη συλλογή και μοντελοποίηση μεγάλου αριθμού δεδομένων. Η τεράστια επιτυχία τους έγκειται στο γεγονός ότι δεν επηρεάζονται από ενέργειες εξαπάτησης και απόκρυψης δυσμενών οικονομικών γεγονότων, που μπορεί να υπάρχουν στις οικονομικές καταστάσεις και καταλήγουν στα συμπεράσματά τους συνυπολογίζοντας όλες τις πιθανές παραμέτρους.

Στα μοντέλα AIES ανήκουν: α) τα Τεχνητά Νευρωνικά Δίκτυα και β) τα Συστήματα Υποστήριξης Αποφάσεων (Decision Support Systems, DSS).

2.4.1 Τεχνητά Νευρωνικά Δίκτυα (Neural Networks)

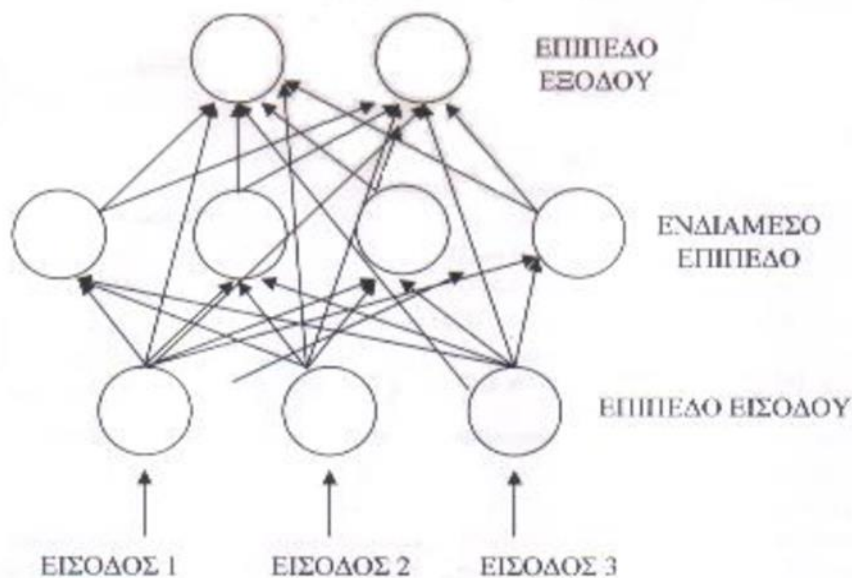
Τα νευρωνικά δίκτυα αποτελούν ένα μη γραμμικό και μη παραμετρικό μοντέλο πρόβλεψης της πτώχευσης και αποτελούν ένα αναδυόμενο καινοτόμο και πολλά υποσχόμενο εργαλείο ανάλυσης μέσω H/Y, συνδυάζοντας την τεχνητή νοημοσύνη με τα διαθέσιμα ιστορικά εταιρικά στοιχεία. Η τεχνική αυτή γνώρισε σημαντική αναγνώριση με τη ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας των Ηλεκτρονικών Υπολογιστών, ενώ πλέον θεωρείται από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους σε πτωχευτικά ζητήματα.

Το υπόδειγμα αυτό αναπτύχθηκε στηριγμένο σε έρευνες σχετικές με τη λειτουργία του ανθρώπινου εγκεφάλου (Summers and Riding, 1996). Συγκεκριμένα ο ανθρώπινος εγκέφαλος αποτελείται από ένα μεγάλο αριθμό νευρωνικών κυττάρων, τους νευρώνες, που λαμβάνουν ερεθίσματα από το περιβάλλον, τα επεξεργάζονται και στη συνέχεια τα προωθούν μέσω ενός πολύπλοκου συστήματος συνδέσμων στους

επόμενους νευρώνες με τους οποίους αλληλεπιδρούν. Με άλλα λόγια τα τεχνητά νευρωνικά δίκτυα προσπαθούν να μοντελοποιήσουν αυτή τη διαδικασία και μιμούνται την ανθρώπινη διαδικασία μάθησης, καθώς και την ανθρώπινη διαίσθηση. Η ακριβής διαδικασία εξαγωγής του αποτελέσματος σε ένα νευρωνικό δίκτυο θεωρείται ακόμα άγνωστη, γι'αυτό και η συγκεκριμένη διαδικασία παρομοιάζεται πολλές φορές με το «μαύρο» κουτί ενός αεροσκάφους (Kumar and Bhattacharya, 2006).

Ένα τυπικό νευρωνικό δίκτυο αποτελείται από στρώματα (layers) και συγκεκριμένα από ένα επίπεδο εισόδου (input layer), όπου εισάγεται ένα σύνολο αριθμητικών εισόδων από το περιβάλλον ή από άλλους νευρώνες, ένα ενδιάμεσο επίπεδο εσωτερικής επεξεργασίας (hidden layer) και τέλος ένα επίπεδο εξόδου (output layer) για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Συγκεκριμένα, ο χρήστης εισάγει τα κατάλληλα δεδομένα για την επιχείρηση και οι νευρώνες, οι οποίοι επικοινωνούν μεταξύ τους και ανταλλάσσουν πληροφορίες, στη συνέχεια τα επεξεργάζονται, καταλήγοντας τελικά στην κατηγοριοποίηση της συγκεκριμένης επιχείρησης ως πτωχευμένη ή υγιή.



Διάγραμμα: Απεικόνιση Νευρωνικού Δικτύου

Πηγή: Ζοπουνίδης και Λεμονάκης (2009)

Βασικό χαρακτηριστικό των νευρωνικών δικτύων είναι η ικανότητα τους να μαθαίνουν μέσα από αρκετές επαναλήψεις της διαδικασίας ανάλυσης σε ζεύγη παρατηρήσεων (τιμές αριθμοδεικτών για πτωχευμένες και μη επιχειρήσεις) παρά να προγραμματίζονται, αναπτύσσοντας έτσι κατά μία έννοια ένα είδος κρίσης. Για να γίνει ένα νευρωνικό δίκτυο χρειάζεται ένα δείγμα εκμάθησης (training data), ώστε μετά από μια πληθώρα επαναλήψεων στα δεδομένα πάνω στο δείγμα να καταλήξει σε ένα βέλτιστο γενικευμένο μοντέλο.

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιήθηκε πρώτη φορά το 1990 από τους Odom & Sharda, οι οποίοι συνέκριναν τα αποτελέσματα ενός υποδείγματος νευρωνικών δικτύων με τα αντίστοιχα που προέκυψαν από τη χρήση της διακριτικής ανάλυσης, καταλήγοντας στην υπεροχή των νευρωνικών δικτύων. Παρόμοια μάλιστα συγκριτική μελέτη, που έγινε αργότερα από τους Zhang, Hu, Patuwo και Indro το 1999, μεταξύ των νευρωνικών δικτύων και του υποδείγματος logit, κατέδειξε τη μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα των νευρωνικών δικτύων έναντι και αυτής του logit. Επιπλέον, ο Atiya (2001) πέτυχε με το υπόδειγμα των νευρωνικών δικτύων υψηλότερη ακρίβεια στην πρόβλεψη της πτώχευσης συγκριτικά με τα στατιστικά υποδείγματα. Επιβεβαιώνοντας τα παραπάνω, η μελέτη των Kotsiantis, Koumanakos, Tzelepis, Tampakas (2006) κατέληξε στο ίδιο συμπέρασμα όσον αφορά την πρόβλεψη της πτώχευσης σε συνδυασμό μάλιστα και με τη δυνατότητα εντοπισμού παραποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων (falsified financial statements).

Μεταγενέστερες μελέτες, που έγιναν για την αξιολόγηση των νευρωνικών δικτύων, κατέληξαν πως οι μεταβλητές που προβλέπουν πιο αποτελεσματικά μια πτώχευση είναι οι εξής:

- Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού (Working capital / Total Assets)
- Ίδια Κεφάλαια / Απασχολούμενα κεφάλαια (Equity / Capital Employed)
- Ποσοστό αύξησης καθαρού εισοδήματος (Growth rate of net income)

Ως συμπέρασμα των παραπάνω μελετών προέκυψε πως το συγκεκριμένο υπόδειγμα μπορούσε να προβλέψει την πτώχευση έως και 3 έτη πριν την πτώχευση με ακρίβεια πάνω από 68%, ενώ το τελευταίο έτος πριν την πτώχευση με ακρίβεια πάνω από 72%.

Τα πλεονεκτήματα αυτού του μοντέλου, που το κάνουν να υπερτερεί έναντι των υπολοίπων, σύμφωνα με τον Παπαγεωργίου (2008) συνοψίζονται ως εξής:

- Δεν εξαρτώνται από αυστηρές υποθέσεις που πρέπει να θέσει ο ερευνητής, αλλά προσαρμόζονται στα δεδομένα
- Είναι κατάλληλα για περίπλοκους υπολογισμούς
- Δίνουν την δυνατότητα χρησιμοποίησης και ποιοτικών μεταβλητών
- Αντιμετωπίζουν την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών
- Έχουν ευρύ πεδίο εφαρμογών
- Είναι φιλικά προς τον χρήστη

Ωστόσο χαρακτηρίζονται και από βασικές αδυναμίες και μειονεκτήματα όπως:

- Η προσεκτική εκ των προτέρων (a priori) επιλογή των μεταβλητών
- Μακρά χρονική περίοδο επεξεργασίας
- Απαίτηση για υψηλής ποιότητας δεδομένα.
- Κίνδυνος για overfitting models στα οποία οι τεχνητοί νευρώνες αποδίδουν εξαιρετικά καλά σε ορισμένα σετ δεδομένων και καθόλου καλά σε κάποια άλλα είδη δεδομένων.
- Πιθανότητα το μοντέλο να συμπεριφέρεται παράλογα

2.4.2 Πολυκριτήρια Συστήματα υποστήριξης λήψης αποφάσεων

Τα πολυκριτήρια συστήματα λήψης αποφάσεων (DSS), πρωτοεμφανίστηκαν το 1977 (Roy & Vincke, 1981; Zorounidis, 1997). Η ύπαρξή τους συνέβαλε σημαντικά στην αξιοποίηση όχι μόνο ποσοτικών αλλά και ποιοτικών χαρακτηριστικών, όπως η εμπειρία της διοίκησης και το μερίδιο της επιχείρησης στην αγορά, τα οποία μέχρι τότε δεν συμπεριλαμβάνονταν στις αντίστοιχες μελέτες πρόγνωσης της πρόβλεψης.

Τα DSS είναι αρκετά ευέλικτα και επιτρέπουν στο χρήστη να αλληλεπιδρά με το σύστημα, καθώς προσαρμόζονται εύκολα στις μεταβολές των προτιμήσεών του. Όλα τα πολυκριτήρια συστήματα λήψης αποφάσεων (DSS) αρχικά περιγράφουν, στη

συνέχεια διαφοροποιούν και τελικά βαθμολογούν την εταιρία. Αυτού του είδους η ανάλυση καλείται τριχοτομική και αποτελεί βασικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου έναντι των λοιπών κλασικών υποδειγμάτων πτώχευσης.

Παρακάτω παρατίθεται πίνακας με τα βασικά μέρη ενός πολυκριτηρίου συστήματος λήψης αποφάσεων:

Βασικά Μέρη Πολυκριτηρίου Συστήματος - D.S.S. (Παπαγεωργίου, 2008)	
ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ (DATE BASE)	ΒΑΣΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ (MODEL BASE)
Χρηματοοικονομικές καταστάσεις	Χρηματοοικονομική ανάλυση
Ισολογισμός	Ανάλυση αριθμοδεικτών
Αποτελέσματα Χρήσης	Διαγράμματα
Ποιοτικά χαρακτηριστικά	Πολυμεταβλητές στατιστικές τεχνικές ανάλυσης
Ποιότητα του Μάνατζμεντ	Ανάλυση παραγόντων (Factor Analysis)
Τάση της αγοράς	Ανάλυση διαφοροποίησης (Discriminant Analysis)
Θέση στην αγορά	Υποδείγματα πιστοληπτικής διαβάθμισης (Credit Scoring)
Ασφάλεια Πληροφόρησης	Πολυκριτήρια υποδείγματα για την αξιολόγηση του υποδείγματος (Multicriteria interactive ordinal regression analysis model)

Σε αυτή την κατηγορία υπάγεται η μέθοδος ELECTRE (ELimination Et Choix Traduisant la REalité) που προτάθηκε από τον Bernard Roy (1991) και ανήκει στην κατηγορία των Σχέσεων Υπεροχής (Outranking relations) που αντιπροσωπεύουν την Γαλλική σχολή σκέψης. Ο πρώτος που εφάρμοσε τη συγκεκριμένη μέθοδο ήταν ο Zollinger (1982) προκειμένου να εκτιμήσει τον κίνδυνο αποτυχίας και να ταξινομήσει τις εταιρείες σε κατηγορίες επιχειρηματικού κινδύνου. Γενικά η ειδική μεθοδολογία ELECTRE καλείται να δώσει λύση σε περιπτώσεις όπου τα κριτήρια δεν είναι

συγκρίσιμα, ή όταν δεν είναι ποσοτικά προσδιορίσιμα. Οι Ζοπουνίδης, Δημητράς και Hurson (1995) χρησιμοποίησαν τη μέθοδο ELECTRE TRI για λογαριασμό χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, προκειμένου να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα μιας δανειοδοτούμενης επιχείρησης.

2.4.3 Μέθοδος Cusum

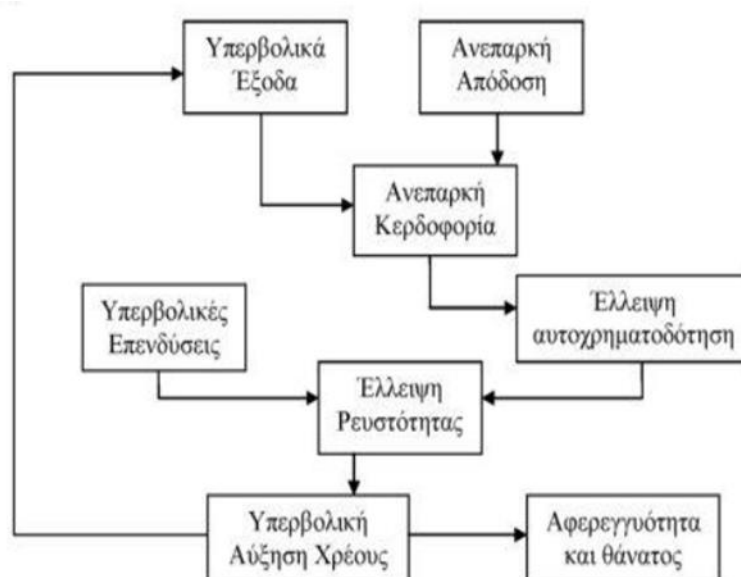
Το 1996 οι Θεοδοσίου et al. ανέπτυξαν τη μέθοδο CUSUM, που αποτελεί μια δυναμική επέκταση της διακριτικής ανάλυσης και λαμβάνει υπόψη τη συμπεριφορά των χρονοσειρών, γεγονός που το καθιστά ένα από τα κυριότερα εργαλεία εντοπισμού μεταβολών στα λογιστικά μεγέθη μιας εταιρείας. Η ίδια μέθοδος εφαρμόστηκε το 1999 από τους Kahya και Θεοδοσίου σε βιομηχανικές και λιανικού εμπορίου επιχειρήσεις. Στην ουσία πρόκειται για μία πολυκριτήριο μέθοδο πρόβλεψης, που μέσα από την ανάλυση της συμπεριφοράς χρηματοοικονομικών δεικτών για μία σειρά ετών, μπορεί να εντοπίσει με μεγάλη ακρίβεια το σημείο όπου η επίδοση της εταιρείας αποκτά καθοδική πορεία και κατά συνέπεια εισέρχεται στο στάδιο της πτώχευσης.

Σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου αποτελεί η ικανότητά της να αναλύει τη χρηματοοικονομική κατάσταση της υπό εξέταση εταιρείας με βάση τις αποδόσεις της τόσο στο παρελθόν όσο και στο παρόν, λαμβάνοντας υπόψη τόσο τις καλές όσο και τις κακές επιδόσεις της για μεγάλο χρονικό διάστημα (Balcaen & Ooghe, 2004).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Παράγοντες εταιρικής αποτυχίας

Οι αιτίες στις οποίες μπορεί να οφείλεται η πτώχευση μιας εταιρείας είναι πολλές και ο εντοπισμός τους θεωρείται απαραίτητος για τη δημιουργία κατάλληλων υποδειγμάτων πρόβλεψης μιας πτώχευσης. Για το σκοπό αυτό έχουν πραγματοποιηθεί έρευνες, που απεικονίζουν τα αίτια αυτά να ακολουθούν μια διαδρομή προς την πτώχευση της επιχείρησης, με κάθε βήμα στην πορεία αυτή να αποτελεί ένα αίτιο που οδηγεί τελικά στην εταιρική αποτυχία. Η διαδρομή αυτή απεικονίζεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Διάγραμμα: Πορεία προς την πτώχευση

Πηγή: Ooghe and Van Wymeersch (1995)

Συγκεκριμένα η ύπαρξη υπερβολικών εξόδων, σε περιπτώσεις μάλιστα που η επιχείρηση χαρακτηρίζεται από χαμηλή απόδοση, καταλήγει συχνά στην ανεπαρκή κερδοφορία της. Η κατάληξη αυτή συνεπάγεται αυτομάτως έλλειψη αυτοχρηματοδότησης, ενώ αν συνδυαστεί και με υπερβολικές επενδύσεις οδηγεί την επιχείρηση σε έλλειψη ρευστότητας. Στο σημείο αυτό η επιχείρηση καλείται να βρει άμεσα πηγές χρηματοδότησης, καθώς σε αντίθετη περίπτωση η υπερβολική αύξηση του χρέους μπορεί να την οδηγήσει στο τελευταίο στάδιο της πτώχευσης, αυτό της αφερεγγυότητας και του θανάτου.

Ωστόσο τα αίτια αυτά μπορούν να κατηγοριοποιηθούν και με βάση τα χαρακτηριστικά τους, όπως για παράδειγμα σε εσωτερικά και εξωτερικά αίτια, σε στρατηγικά και λειτουργικά ή σε ενδοεπιχειρησιακά και εξωεπιχειρησιακά (Stokes and Blackburn, 2002). Γενικότερα, οι εσωτερικοί παράγοντες μπορούν να προβλεφθούν σε μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με τους εξωτερικούς.

3.1.1 Αιτίες Ενδοεπιχειρησιακές

A) ΑΝΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Σύμφωνα με τους Charan και Useem (2002) σοβαρή αιτία για πιθανή αποτυχία της εταιρείας αποτελούν τα λάθη της διοίκησης, καθώς μια αναποτελεσματική διοίκηση αποτελεί σημαντικό παράγοντα που μπορεί να οδηγήσει μια επιχείρηση άμεσα στην πτώχευση. Στα λάθη αυτά συγκαταλέγονται τα λανθασμένα κίνητρα ηγεσίας, η λανθασμένη εκτίμηση των αναγκών της εταιρείας και ο σχεδιασμός ενός μη ρεαλιστικού πλάνου εταιρικής στρατηγικής. Παράλληλα, ιδιαίτερα σοβαρό αντίκτυπο στην οικονομική πορεία μιας επιχείρησης μπορεί να προκαλέσει η διάπραξη αδικημάτων εκ μέρους των μελών της διοίκησης, όπως η εσκεμμένη παύση πληρωμών, ώστε να δικαιολογήσει τον τερματισμό των εμπορικών δραστηριοτήτων της στο παρόν επιχειρηματικό της περιβάλλον και αντίστοιχα την εσκεμμένη μεταφορά τους στο εξωτερικό. Εξίσου αρνητικές συνέπειες μπορεί να επιφέρει η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας εισηγμένης εταιρείας μέσω της έκδοσης μετοχών για την άντληση κεφαλαίων, που ωστόσο αναμένεται να επενδυθούν σε δραστηριότητες άσχετες με το αντικείμενο λειτουργίας της επιχείρησης. Το γεγονός αυτό μπορεί να οδηγήσει την μετοχή σε επιτήρηση, να κλονίσει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και τελικά να καταλήξει στη χρεοκοπία της εταιρείας, παρά τις όποιες εξαγγελίες της διοίκησης για το αντίθετο και για τη σπουδαιότητα δημιουργίας των συγκεκριμένων επενδύσεων.

Επιπλέον, ανεπαρκής διοίκηση παρατηρείται και σε περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει επικοινωνία και διάθεση για συνεργασία μεταξύ των ανωτέρων και κατωτέρων στρωμάτων μιας επιχείρησης, με αποτέλεσμα να μη μεταφέρονται τα προβλήματα του προσωπικού στη διοίκηση και αντίστοιχα να μην μεταφέρονται οι εντολές της διοίκησης στο προσωπικό. Μη ικανά στελέχη που διαθέτουν ανεπαρκείς γνώσεις σχετικά με την απαιτούμενη τεχνογνωσία και τις συνθήκες της αγοράς μπορούν να

οδηγήσουν την εταιρεία σε λανθασμένες αποφάσεις, επηρεάζοντας έτσι αρνητικά το μέλλον της. Από την άλλη, ακόμα κι όταν η διοίκηση της εταιρείας χαρακτηρίζεται από πολυετή επιτυχία, υπάρχει κίνδυνος εφησυχασμού, με αποτέλεσμα να μη συνεχίσει να λαμβάνει τις σωστές αποφάσεις. Ακόμη τα φιλόδοξα επενδυτικά σχέδια ορισμένων διοικητικών στελεχών μπορεί να τους οδηγήσουν στην ανάληψη υπέρμετρου κινδύνου χωρίς να υφίσταται κάποιος ιδιαίτερος λόγος. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την απουσία επίβλεψης των υψηλόβαθμων στελεχών κατά την επιτέλεση των καθηκόντων τους σε ορισμένες επιχειρήσεις, συνεπάγεται σε πολλές περιπτώσεις την εταιρική αποτυχία.

B) ΑΔΥΝΑΜΙΑ ΚΑΛΥΨΗΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ

Εξίσου σημαντική αιτία, που μπορεί να οδηγήσει μία επιχείρηση στην πτώχευση, θεωρείται η αδυναμία κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Το φαινόμενο αυτό το συναντάμε κυρίως σε περιπτώσεις όπου δεν γίνεται αποτελεσματική διαχείριση και ορθή κατανομή των εταιρικών κεφαλαίων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα σε περιπτώσεις όπου παρατηρείται αυξημένος κύκλος εργασιών η εταιρεία να αναγκαστεί να προβεί σε δανεισμό με επαχθείς συνήθως όρους, προκειμένου να επιβιώσει.

3.1.2 Αιτίες Εξωεπιχειρησιακές

Οι εξωτερικοί παράγοντες που μπορεί να οδηγήσουν στην εταιρική πτώχευση προέρχονται κατά βάση από το μακροοικονομικό περιβάλλον της. Πιο συγκεκριμένα, στο οικονομικό της περιβάλλον σημαντικό ρόλο παίζει ο ρυθμός αύξησης/ μείωσης του ΑΕΠ, που αντικατοπτρίζει τις οικονομικές συγκυρίες μέσα στις οποίες καλείται να πορευτεί η επιχείρηση τόσο σε κρατικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Γεγονότα που συμβαίνουν στον κόσμο, όπως ένοπλες συγκρούσεις, πετρελαϊκές κρίσεις, δημοσιονομικές κρίσεις των οικονομικά ισχυρών και ανεπτυγμένων χωρών του πλανήτη και γενικά μια κρίση στην παγκόσμια αλλά και την εγχώρια οικονομία μπορούν να προκαλέσουν αρνητικό αντίκτυπο στην επιχειρηματική εξέλιξη των εταιρειών. Επιπλέον, μια επιχείρηση χρειάζεται να παρακολουθεί την πορεία του πληθωρισμού, καθώς κάθε αλλαγή του επιφέρει αντίστοιχες μεταβολές στους χρηματοοικονομικούς της δείκτες. Τέλος, ο κλάδος στον οποίο ανήκει μια επιχείρηση, ο ανταγωνισμός που τον χαρακτηρίζει, η είσοδος νέων επιχειρήσεων

στον κλάδο, η εφαρμογή εκ μέρους της πολιτείας μέτρων δυσμενών στον κλάδο δραστηριοποίησής της, αλλά και τα εισοδήματα και οι τάσεις στις προτιμήσεις των καταναλωτών χρήζουν έγκαιρης ενημέρωσης και αντιμετώπισης από τη διοίκηση, για να τους συνυπολογίσει ως παράγοντες στη χάραξη της πολιτικής της. (Θάνος et al. 2002).

Σε κοινωνικό επίπεδο η επιθυμία των εργαζομένων να προχωρήσουν σε μείωση των ωρών εργασίας, προκειμένου να αυξήσουν τον ελεύθερο χρόνο τους, είναι κάτι που πρέπει να απασχολήσει σοβαρά τη διοίκηση. Για το σκοπό αυτό προτείνεται να υπάρχει κατάλληλη συνεργασία και άμεση επικοινωνία ανάμεσα στους εργαζόμενους και τους εργοδότες, προκειμένου να αποτραπεί πιθανός αρνητικός αντίκτυπος στην κερδοφορία και να επιτευχθεί η εύρυθμη πορεία της επιχείρησης. (Κάτσος, 1988).

3.2 Πτωχεύσεις επιχειρήσεων στην Ευρώπη και στην Ελλάδα

Οι πτωχεύσεις επιχειρήσεων αποτελούν μέρος της σύγχρονης οικονομίας και συνιστούν σύνηθες φαινόμενο στον επιχειρηματικό κόσμο της Ευρώπης και ως εκ τούτου και της Ελλάδας.

Πίνακας: Πτωχεύσεις στη Δυτική Ευρώπη

ΧΩΡΑ	2016	2015	2014	2013	2012	ΜΕΤΑΒΟΛΗ 2015/16 (%)
Αυστρία	5.534	5.422	5.600	5.626	6.266	+2,1
Βέλγιο	9.170	9.762	10.736	11.739	10.587	-6,1
Δανία	6.674	4.029	4.049	4.993	5.456	+65,6
Φινλανδία	2.408	2.574	2.954	3.131	2.956	-6,4
Γαλλία	56.288	61.429	60.853	60.980	59.556	-8,4
Γερμανία	21.560	23.180	24.030	26.120	28.720	-7,0
Ελλάδα	108	189	330	392	415	-42,9
Ιρλανδία	1.032	1.049	1.164	1.365	1.684	-1,6
Ιταλία	15.057	16.015	16.101	14.272	12.311	-6,0
Λουξεμβούργο	983	873	845	1.016	1.033	+12,6
Ολλανδία	4.399	5.271	6.645	8.375	7.373	-16,5
Νορβηγία	4.544	4.462	4.803	4.564	3.814	+1,8
Πορτογαλία	7.168	7.288	6.773	8.131	7.763	-1,6
Ισπανία	4.080	5.097	6.564	8.934	7.799	-20,0
Σουηδία	6.019	6.433	7.158	7.701	7.737	-6,4

Ελβετία	6.504	6.098	5.867	6.495	6.841	+6,7
Ηνωμένο Βασίλειο	17.927	15.983	17.660	18.935	21.252	+12,2
Σύνολο	169.455	175.154	182.132	192.769	191.563	-3,3

Πηγή: Insolvencies in Europe 2015/16. A survey by the Credit Reform Economic Research Unit

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στον παραπάνω πίνακα, κάθε ευρωπαϊκή χώρα έχει μεταβάλει ξεχωριστά την πορεία των πτωχεύσεων στο εσωτερικό της. Το γεγονός ότι οι περισσότερες από αυτές έχουν καταφέρει να μειώσουν τις εταιρικές πτωχεύσεις στο εσωτερικό τους συγκριτικά με τις προηγούμενες χρονιές καταδεικνύει την οικονομική πρόοδο που σταδιακά επέρχεται στην ευρωπαϊκή οικονομία, αντικαθιστώντας τις συνέπειες της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Συγκεκριμένα το 2016, 169.455 εταιρείες κατέθεσαν αίτηση πτώχευσης, λιγότερες κατά 3,3% σε σχέση με το 2015. Αξίζει να τονιστεί πως ο αριθμός των πτωχευμένων επιχειρήσεων σε ευρωπαϊκή κλίμακα βαίνει μειούμενος ήδη από το 2014, ωστόσο μακροπρόθεσμα συνεχίζει ακόμα να παραμένει σε υψηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα που παρουσιάζονταν πριν την οικονομική κρίση του 2008/2009.

Αναλύοντας τα στοιχεία του πίνακα, μόνο 6 από τις συνολικά 17 ευρωπαϊκές χώρες παρουσίασαν αύξηση στον αριθμό των πτωχεύσεων μέσα στο 2016, με τη Δανία να σημειώνει σημαντική αύξηση κατά 65,6%. Επιπλέον χώρες όπως το Λουξεμβούργο και το Ηνωμένο Βασίλειο σημείωσαν επίσης αύξηση των εταιρικών πτωχεύσεων σε μικρότερη όμως κλίμακα, που έφτανε το 12%.

Από την άλλη μεριά, η Ελλάδα φαίνεται πως σημείωσε ραγδαία μείωση των πτωχεύσεων της τάξης των 42,9%. Ωστόσο η έρευνα της γερμανικής Creditreform Economic Research Unit επισημαίνει πως η μείωση των πτωχεύσεων που παρατηρήθηκε σε χώρες όπως η Ελλάδα και η Ισπανία δεν θεωρείται αντιπροσωπευτική, από τη στιγμή που οι χώρες αυτές υφίστανται ακόμα σε μεγάλο βαθμό τις συνέπειες της οικονομικής κρίσης στο εσωτερικό τους. Γενικότερα, η βελτιωμένη εικόνα που παρουσιάζουν οι χώρες της Νότιας Ευρώπης (Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία, Πορτογαλία) οφείλεται σε μεγάλο βαθμό και στο γεγονός πως στις χώρες αυτές σημαντικό ποσοστό του συνολικού αριθμού των επιχειρήσεων αντιστοιχεί σε μικρούς εμπόρους και ελεύθερους επιχειρηματίες, οι οποίοι σπάνια

ακολουθούν τη νόμιμη διαδικασία της πτώχευσης και συνήθως εγκαταλείπουν την επιχείρησή τους οικειοθελώς.

Με βάση και τα στοιχεία του παρακάτω Πίνακα παρατηρούμε πως η Ελλάδα βρίσκεται σε πλεονεκτικότερη θέση σε σχέση με άλλα ανεπτυγμένα και ισχυρά κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, γεγονός που πρέπει ωστόσο να αντιμετωπιστεί με επιφύλαξη, αναλογιζόμενοι τις εθνικές ιδιαιτερότητες και κατά συνέπεια την ενσωμάτωση μη συγκρίσιμων μεγεθών από χώρα σε χώρα στον τρόπο υπολογισμού του δείκτη πτώχευσης.

Πίνακας: Δείκτης πτωχεύσεων στην Ευρώπη (2015)

ΧΩΡΑ	ΠΤΩΧΕΥΣΕΙΣ ΑΝΑ 10.000 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ
Λουξεμβούργο	251
Ελβετία	180
Δανία	155
Γαλλία	151
Βέλγιο	149
Νορβηγία	121
Αυστρία	93
Σουηδία	87
Φινλανδία	73
Πορτογαλία	72
Ηνωμένο Βασίλειο	65
Γερμανία	64
Ιρλανδία	57
Ολλανδία	37
Ιταλία	36
Ισπανία	14
Ελλάδα	3
Σύνολο	71

Πηγή: Insolvencies in Europe 2015/16. A survey by the Credit Reform Economic Research Unit

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

4.1 Μεθοδολογία της έρευνας

Η ελληνική πραγματικότητα έχει να παραθέσει πλήθος παραδειγμάτων από εταιρείες που τα τελευταία χρόνια οδηγήθηκαν σε χρεοκοπία λόγω της δύσκολης οικονομικής συγκυρίας. Ως εκ τούτου θα ασχοληθούμε με την ανάλυση τριών τέτοιων μεγάλων επιχειρήσεων της χώρας μας, που τα τελευταία χρόνια κατέθεσαν αίτηση πτώχευσης, ως αποτέλεσμα των αυστηρών οικονομικών μέτρων που επιβλήθηκαν εγχώρια και της δυσκολίας αφομοίωσης των απότομων αλλαγών που παρουσιάστηκαν στην επιχειρηματική πραγματικότητα. Τέτοια παραδείγματα εταιρειών, που για μεγάλο χρονικό διάστημα διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην ελληνική οικονομία και τα ονόματά τους ήταν άμεσα συνυφασμένα με την ελληνική επιχειρηματικότητα πριν την έλευση της οικονομικής κρίσης του 2008, είναι μεταξύ των άλλων η εταιρεία Μαρινόπουλος, η Ηλεκτρονική Αθηνών και η Sprider stores. Πρόκειται για εταιρείες ελληνικές, που αντιπροσωπεύουν διαφορετικό κομμάτι της αγοράς η καθεμία και έχουν ως κοινό παρονομαστή το γεγονός πως οδηγήθηκαν σε πτώχευση την τελευταία πενταετία στη χώρα μας.

Μετά την ανάλυση των γεγονότων που οδήγησαν τις τρεις παραπάνω εταιρείες σε οικονομικό αδιέξοδο και εν τέλει στην πτώχευση, θα προχωρήσουμε στη μελέτη ορισμένων αριθμοδεικτών για την εξαγωγή συμπερασμάτων, αναλύοντας βασικά στοιχεία των ισολογισμών τους κατά τις τελευταίες χρήσεις λειτουργίας τους. Παράλληλα, θα ανατρέξουμε στις αντίστοιχες εκθέσεις ελέγχου των αρμόδιων ελεγκτικών εταιρειών για τις τρεις παραπάνω εταιρείες, ώστε να προχωρήσουμε στη συλλογή δεδομένων, που να επεξηγούν την κατάσταση στην οποία είχαν περιέλθει κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Για το σκοπό αυτό χρειάζεται να επισημάνουμε επιγραμματικά τη σημασία της Ελεγκτικής στον επιχειρηματικό κόσμο τη σύγχρονη εποχή.

4.2 Η επιστήμη της Ελεγκτικής

4.2.1 Η ανάγκη για ελεγκτικές υπηρεσίες

Τα τελευταία χρόνια έχουν παρατηρηθεί ταχύτατες και έντονες αλλαγές στην οικονομία, που πηγάζουν από τις διαρκείς εξελίξεις στο ευρύτερο θεσμικό και οικονομικό πλαίσιο τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι αλλαγές αυτές έχουν επηρεάσει και το χώρο της Ελεγκτικής, καθώς η αποκάλυψη παγκόσμιων εταιρικών σκανδάλων και η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση οδήγησαν σε μια άνευ προηγουμένου επέκταση του ελέγχου ως αποτέλεσμα της ανάγκης για διαφάνεια και λογοδοσία. Τις τελευταίες δεκαετίες, μάλιστα, παρατηρείται μια πλημμυρίδα πάσης φύσεως ελέγχων και μια αντίστοιχη θεαματική αύξηση του αριθμού των ελεγκτών που τους διενεργούν, ως ειδικοί επαγγελματίες (Power, 1999). Η ανάγκη για ελεγκτικές υπηρεσίες έγκειται στη διασφάλιση της εύλογης παρουσίασης της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό ικανοποιείται η προστασία των ενδιαφερόμενων μερών για αξιόπιστη λογιστική πληροφόρηση, καθώς σύμφωνα και με τον Καραμάνη (2008) ο έλεγχος προσδίδει ιδιαίτερη αξιοπιστία στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων.

4.2.2 Η έκθεση ελέγχου

Η έκδοση της έκθεσης ελέγχου αποτελεί το καταληκτικό στάδιο του ελέγχου. Η έκθεση ελέγχου συγκεντρώνει και κωδικοποιεί τα ουσιώδη συμπεράσματα, που εξάγονται από τα ελεγκτικά τεκμήρια που έχει συγκεντρώσει ο ελεγκτής, και αποτελούν τη βάση για την επαγγελματική του γνώμη, την οποία και διατυπώνει στην έκθεση αυτή. Πιο αναλυτικά, οι εκθέσεις ελέγχου του ελεγκτή κατατάσσονται σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα (ΔΕΠ) στις παρακάτω κατηγορίες:

- I. Απλή σύμφωνη γνώμη
- II. Διαφοροποιημένες εκθέσεις (modified audit reports) χωρίς επηρεασμό της γνώμης του ελεγκτή (θέμα έμφασης)
 - Θέματα δυνατότητας ομαλής συνέχισης δραστηριότητας
 - Άλλα θέματα ουσιώδους αβεβαιότητας
 - Θέματα που δεν επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις

III. Διαφοροποιημένες εκθέσεις (modified audit reports) με επηρεασμό της γνώμης του ελεγκτή

- Γνώμη με εξαίρεση ή εξαιρέσεις (qualifications)
- Άρνηση γνώμης
- Αρνητική γνώμη

Στην έκθεση ελέγχου με σύμφωνη γνώμη (standard unqualified report) ο ελεγκτής δηλώνει ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχουν καταρτιστεί και παρουσιάζονται εύλογα από κάθε ουσιώδη άποψη.

Στην έκθεση ελέγχου με σύμφωνη γνώμη με θέμα έμφασης ο ελεγκτής διευκρινίζει ένα θέμα που θεωρεί ότι οι αναγνώστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων πρέπει να γνωρίζουν, καθώς μπορεί να επηρεάσει στο άμεσο μέλλον την επιχείρηση. Οι δύο σημαντικότερες περιπτώσεις τέτοιων θεμάτων είναι η ενδεχόμενη αδυναμία ομαλής συνέχισης δραστηριότητας (going concern) και άλλα θέματα ουσιώδους αβεβαιότητας, ενώ υπάρχουν και θέματα έμφασης που εκ φύσεως δεν επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Στην έκθεση ελέγχου με σύμφωνη γνώμη με εξαίρεση/ εξαιρέσεις, οι ελεγκτικές διαδικασίες μπορεί να εντοπίσουν ουσιώδη σφάλματα ή παραλείψεις στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, αλλά ο ελεγκτής θεωρεί ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις μπορούν να συνεχίσουν να παρουσιάζουν εύλογα την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης εφόσον ληφθούν υπόψη τα σφάλματα, τα οποία και γνωστοποιεί με τη μορφή παρατήρησης στην έκθεση ελέγχου.

Ο ελεγκτής προβαίνει σε άρνηση γνώμης, όταν οι προσαρμογές στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι εκτεταμένες και δεν έχει καταφέρει να συγκεντρώσει κατάλληλα και επαρκή ελεγκτικά τεκμήρια, που να θεμελιώνουν τη γνώμη του για αρκετούς λογαριασμούς.

Ο ελεγκτής διατυπώνει αρνητική γνώμη, όταν οι διαφωνίες του ελεγκτή με τη διοίκηση για την επιλογή ή την εφαρμογή λογιστικών πολιτικών έχει άμεση επίπτωση στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, με αποτέλεσμα παρά την παράθεση εξαιρέσεων στην έκθεση ελέγχου, να συνεχίσουν να μην αποδίδουν εύλογα την κατάσταση της οικονομικής μονάδας.

4.2.3 Η έκθεση ελέγχου ως δείκτης πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας

Κατά καιρούς έχουν πραγματοποιηθεί έρευνες που επιχειρούν να εντοπίσουν πιθανή συσχέτιση μεταξύ του είδους έκθεσης ελέγχου και της επίπτωσης που αυτή μπορεί να έχει στη συνέχιση δραστηριότητας της επιχείρησης. Με το συγκεκριμένο θέμα ασχολήθηκε στη διδακτορική της διατριβή η Γκούμα Ολυμπία (2017), στην οποία και κάνει αναφορά σε σχετικές μελέτες που έχουν γίνει κατά καιρούς και αναλύουν τον πιθανό αντίκτυπο της έκθεσης ελέγχου στην πορεία μιας επιχείρησης. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει, έρευνα που διεξήχθη σε εταιρείες στις ΗΠΑ από τους Feldmann και Read (2010) τονίζει πως οι μισές εταιρείες που πτώχευσαν (ποσοστό 50%) κατά την περίοδο 2000-2009 δεν είχαν θέμα ικανότητας συνέχισης δραστηριότητας στην έκθεση ελέγχου τους το έτος που προηγήθηκε της πτώχευσης.

Ωστόσο, ο έλεγχος δε θεωρείται αποτυχημένος αν ο ελεγκτής δεν εκδώσει έκθεση ελέγχου με αμφιβολία για τη δυνατότητα συνέχισης της δραστηριότητας της επιχείρησης προτού επέλθει η εταιρική πτώχευση. Κι αυτό γιατί η ικανότητα της επιχείρησης να συνεχίσει τη δραστηριότητά της επηρεάζεται από ενδογενώς αβέβαιες μελλοντικές συνθήκες και γεγονότα, τα οποία ο ελεγκτής δεν γίνεται να είναι σε θέση να προβλέψει με απόλυτη ακρίβεια. Για παράδειγμα υπάρχει η περίπτωση κατά την οποία μια επιχείρηση πτωχεύει σε σύντομο χρονικό διάστημα μετά την έκδοση έκθεσης ελέγχου, παρόλο που δεν εμπεριέχει θέμα συνέχισης της δραστηριότητας (Weil, 2001).

Αντίστοιχα, έχουν εκπονηθεί πολυάριθμες έρευνες που στο σύνολό τους κατέληξαν να υποστηρίζουν την άποψη ότι το 80% - 90% των εισηγμένων εταιρειών που μπορεί να έχουν θέμα συνέχισης δραστηριότητας στην έκθεση ελέγχου τους δεν πτωχεύουν τον αμέσως επόμενο χρόνο. Επομένως, προκύπτει ότι η σχέση της εταιρικής αποτυχίας και της ικανότητας του ελεγκτή να προβλέψει μια ενδεχόμενη εταιρική αποτυχία εξαρτάται σημαντικά από το χρονικό ορίζοντα που εξετάζουμε.

4.3 Μελέτη περιπτώσεων πτωχεύσεων στην ελληνική οικονομία

4.3.1 ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

4.3.1.1 Ιστορική αναδρομή

Η εταιρεία Μαρινόπουλος Α.Ε. ιδρύθηκε το 1962 και υπήρξε η μεγαλύτερη αλυσίδα καταστημάτων λιανικού εμπορίου στην Ελλάδα. Η ιστορία της ωστόσο ξεκινά από το 1893 όταν ο Δημήτριος Μαρινόπουλος με καταγωγή από την Ελίκη Αιγιαλείας ανοίγει το πρώτο φαρμακείο που έφερε το όνομά του στη Νεάπολη της Αθήνας. Στην αλλαγή του αιώνα, μεταφέρει το κατάστημά του σε μεγαλύτερες εγκαταστάσεις, στη συμβολή των οδών Σόλωνος και Ζωοδόχου Πηγής, ενώ το 1905, μαζί με τον αδερφό του Πάνο, ανοίγουν ένα ακόμη φαρμακείο στην οδό Φιλελλήνων, το οποίο χαρακτηριζόταν για την πολυτελή του επίπλωση και τον «ευρωπαϊκό αέρα» σύμφωνα με τον Τύπο της εποχής. Το 1908 προχώρησαν στη δημιουργία του περίφημου φαρμακείου στην πλατεία Ομοιοίας, το οποίο στελεχώνεται με επιστημονικό προσωπικό και διαθέτει πλούσια συλλογή καλλυντικών και παιδικών ειδών. Μεταπολεμικά, η οικογένεια Μαρινόπουλου, έχοντας αντιληφθεί τη σημασία της συνεργασίας με ξένες εταιρείες, αποφασίζει ότι έχει έρθει η ώρα να περάσει στη βιομηχανική παραγωγή φαρμάκων, ιδρύοντας το 1949 τη φαρμακοβιομηχανία ΦΑΜΑΡ με αντικείμενο την παραγωγή φαρμάκων και καλλυντικών για λογαριασμό τρίτων στην Ευρώπη.

Αργότερα η οικογένεια παρακολουθώντας τις διεθνείς εξελίξεις, αποφασίζει να εμπλακεί στον κλάδο του λιανεμπορίου, δημιουργώντας το 1962 τα πρώτα καταστήματα αυτοεξυπηρέτησης στην Ελλάδα, δηλαδή αυτά που σήμερα γνωρίζουμε ως σουπερμάρκετ, με την επωνυμία “Self Service Μαρινόπουλος”. Σταδιακά προχωρεί σε συμφωνία με το γαλλικό όμιλο Le Printemps, συμφωνία που έφερε περαιτέρω ανάπτυξη και διεύρυνση δικτύου πωλήσεων, καθώς τα καταστήματα μετονομάζονται πλέον σε Prisunic Μαρινόπουλος ή αλλιώς ΡΜ, όπως έγιναν γνωστά για περίπου 20 χρόνια. Στη συνέχεια, το 1982, δημιουργούνται τα Beauty Shops, αλυσίδα καταστημάτων καλλυντικών και ειδών αισθητικής, το 1990 προχώρησε σε συνεργασία με την επιχείρηση Marks & Spencer, ενώ αργότερα προχώρησε σε συμφωνία με τη Starbucks Coffee International μέσω της οποίας απέκτησε τα δικαιώματα για την Ελλάδα και όλα τα Βαλκάνια, φθάνοντας μάλιστα στο απόγειο

της να διαθέτει με τη μέθοδο franchise πάνω από 60 Starbucks στην Ελλάδα και σε χώρες όπως η Βουλγαρία και η Ρουμανία. Τα δικαιώματα αυτά πλέον έχουν πουληθεί για τις ξένες χώρες, ενώ και στην Ελλάδα ο αριθμός αυτών των καταστημάτων έχει περιοριστεί σημαντικά. Ταυτόχρονα την ίδια περίοδο η Μαρινόπουλος έφερε στην Ελλάδα τα GAP, τα Grand Optical και την αλυσίδα καλλυντικών Sephora, ενώ είχε φέρει και τη γαλλική φίρμα FNAC, η οποία όμως αργότερα έκλεισε. Το 1999 αποφασίστηκε η δημιουργία του ομίλου Carrefour-Μαρινόπουλος, με τη συμμετοχή ανάμεσα στο γαλλικό και τον ελληνικό όμιλο να είναι στο 50% - 50%.

Χρονιά ορόσημο για την εταιρεία αποτελεί το 2012 οπότε η Μαρινόπουλος Α.Ε. κατέστη αποκλειστική δικαιούχος των σημάτων Carrefour στην Ελλάδα, την Κύπρο και τα Βαλκάνια, καθώς οι Γάλλοι αποφασίζουν να αποχωρήσουν από το σχήμα Carrefour-Μαρινόπουλος και να αποσυρθούν ως επενδυτές από τη δοκιμαζόμενη, λόγω της ύφεσης, ελληνική αγορά, πουλώντας τη συμμετοχή τους στην ελληνική οικογένεια που ανέλαβε κατ' επέκταση όλη την ευθύνη, τα οφέλη και τα ρίσκα. Η απόφαση αυτή ωστόσο ήρθε σε μια συγκυρία που η κρίση είχε επηρεάσει σημαντικά το λιανεμπόριο στην Ελλάδα.

Το διάστημα εκείνο η Μαρινόπουλος Α.Ε. διαθέτει δίκτυο περισσότερων από 823 καταστημάτων (31.3.2016) και διατηρεί ισχυρή παρουσία στην Ελλάδα, την Κύπρο και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Μέχρι τη συγκεκριμένη περίοδο θεωρείται ένας από τους μεγαλύτερους εργοδότες στην Ελλάδα, καθώς στο δυναμικό της εντάσσονται πάνω από 12.500 εργαζόμενοι. Ταυτόχρονα διατηρεί πολυετείς συνεργασίες με περισσότερους από 2.000 Έλληνες προμηθευτές και παραγωγούς από πολλά σημεία της Ελλάδας.

Ωστόσο, με την έλευση της οικονομικής κρίσης, η εταιρεία ψάχνοντας να βρει τις κατάλληλες απαντήσεις, ακολούθησε μια διαφορετική εμπορική πολιτική που όμως αργότερα αποδείχτηκε καταστροφική. Όπως υποστηρίζεται, η εταιρεία αντιμετώπισε προβλήματα ρευστότητας, καθώς καθυστερούσε σημαντικά στην είσπραξη απαιτήσεων. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι «*οι πιστώσεις των franchise δημιούργησαν τεράστιο ποσό μη εισπράξιμων απαιτήσεων*». Καθυστερώντας, λοιπόν, τις πληρωμές των προμηθευτών της, ξεκίνησε να «*χτυπάει*» τις τιμές της σε σημείο που της προκαλούσαν υψηλές ζημιές, αποβλέποντας στη συγκέντρωση της αγοράς. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στο κείμενο της αίτησης προστασίας, οι

διευθυντές των καταστημάτων, «είχαν πάρει άδεια να προσφέρουν **μεγάλες εκπτώσεις** σε χονδρικές πωλήσεις (προκειμένου να αυξήσουν τον τζίρο), εκμεταλλεόμενοι το γεγονός ότι η εταιρική πολιτική δεν ήταν αυστηρή». Έτσι, σε μια απέλπιδα προσπάθεια εξασφάλισης μετρητών, και ενίσχυσης της ρευστότητας, στόχευε στη δημιουργία ισχυρού προβλήματος στους ανταγωνιστές της, ώστε να τους εξαναγκάσει να πουληθούν στην ίδια ή να κλείσουν. Πέρα από αυτά, αξίζει να τονιστεί πως οι συνεχείς εναλλαγές του μανατζμεντ ήδη από το 1999 αποτελούσαν ισχυρή ένδειξη ότι υπάρχει σοβαρό πρόβλημα στο εσωτερικό της εταιρείας.

Παρά τις γενικότερες προσπάθειες και τα φιλόδοξα επιχειρηματικά σχέδια η πορεία της εταιρείας άρχισε να αντιστρέφεται και να παρουσιάζει μειωμένο κύκλο εργασιών, χωρίς να καταφέρνει να βρει απαντήσεις, εμφανίζοντας μάλιστα στο πρώτο τρίμηνο του 2012 πωλήσεις 521 εκατ. ευρώ, έναντι 625 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο τρίμηνο του 2011 και 676 εκατ. ευρώ το 2010. Κατά συνέπεια, από το 2012 και έπειτα η εταιρεία άρχισε να παρουσιάζει αρνητικά λειτουργικά αποτελέσματα (αρνητικό EBIT), τα οποία σταδιακά αυξάνονταν, με αποκορύφωμα το 2015. Συγκεκριμένα τον Ιούλιο του 2015 με την επιβολή των capital controls το πρόβλημα οξύνθηκε, καθώς για ένα διάστημα σταμάτησαν οι πληρωμές των προμηθευτών της, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί τεράστιος προβληματισμός στην αγορά.

Η μείωση των πωλήσεων της Carrefour - Μαρινόπουλος και τα αρνητικά αποτελέσματά της ώθησαν τους μετόχους της να αντιδράσουν. Χρειαζόταν η χάραξη εκ νέου επιχειρησιακής στρατηγικής, ώσπου στις 17 Φεβρουαρίου 2016 ο όμιλος Μαρινόπουλος προχώρησε στην υπογραφή συμφωνίας συνεργασίας με τον όμιλο Σκλαβενίτη, ώστε να δημιουργηθεί μια κοινή εταιρεία στην οποία θα εισφερθούν τα 33 υπερκαταστήματα της πρώτης, με κάλυψη της χρηματοδότησης από τη δεύτερη. Τα καταστήματα αυτά απασχολούσαν την περίοδο εκείνη πάνω από 3.000 εργαζόμενους και ο κύκλος εργασιών τους ανερχόταν το 2015 σε €325 εκατ. περίπου. Αυτή η καθοριστικής σημασίας συμφωνία συνάφθηκε με σκοπό τη λειτουργία και ανάπτυξη hypermarkets σε όλη την Ελλάδα. Σύμφωνα δε με τον όμιλο Μαρινόπουλος, «η συμφωνία αναμένεται να ενισχύσει τις χρηματοροές της Μαρινόπουλος, γεγονός που αποτελεί μέρος του ολοκληρωμένου σχεδίου που έχει καταρτιστεί για την επιστροφή της εταιρείας στην ανάπτυξη».

Η συμμετοχή των δύο Ομίλων στο μετοχικό κεφάλαιο και το Δ.Σ. της νέας εταιρείας συμφωνήθηκε να είναι ισοβαρής, με τον Όμιλο Μαρινόπουλο να επιλέγει τον εκάστοτε μη εκτελεστικό Πρόεδρο του Δ.Σ. και ο Όμιλος Σκλαβενίτης τον Διευθύνοντα Σύμβουλο. Ωστόσο τον αποκλειστικό έλεγχο της κοινής εταιρείας που θα συστηνόταν με τη Μαρινόπουλος, είχε συμφωνηθεί να έχει η εταιρεία Σκλαβενίτης. Η έναρξη λειτουργίας της νέας εταιρείας είχε οριστεί τον Ιούνιο του 2016. Σε κοινή τους δήλωση οι δύο ισχυροί όμιλοι στο χώρο του λιανεμπορίου είχαν δηλώσει σχετικά ότι: *«Δύο ελληνικές οικογένειες που δραστηριοποιούνται χρόνια στον χώρο του λιανεμπορίου ενώνουν τις δυνάμεις τους προς όφελος των καταναλωτών, των Ελλήνων παραγωγών και των εργαζομένων τους. Ευελπιστούμε ότι και με το νέο σχήμα θα συμβάλλουμε θετικά στη στήριξη της ελληνικής οικονομίας».*

Παρ'όλες τις προσπάθειες που έγιναν για τη στήριξη και αναδιοργάνωση του ομίλου Μαρινόπουλος, τελικά στις 28 Ιουνίου 2016 κατατέθηκε αίτηση υπαγωγής στο άρθρο 99 προς το δικαστήριο και η υποβολή σχετικού σχεδίου εξυγίανσης. Στα πλαίσια αυτά, η αρχική συμφωνία με τη Σκλαβενίτης ΑΕ άρχισε να παγώνει και πλέον να μην ισχύει, κάτι το οποίο εμμέσως φάνερωνε και η ανακοίνωση που εξέδωσε η διοίκηση της Μαρινόπουλος, η οποία έκανε λόγο για *«συνεχείς συζητήσεις με τις τράπεζες»*. Όπως αναφέρεται στην αίτηση προληπτικών μέτρων που κατέθεσε η εταιρεία, ισχύει ότι: *"Η εισαγωγή της στη Διαδικασία Εξυγίανσης θα δώσει τη δυνατότητα στην εταιρεία να διαπραγματευτεί με τους πιστωτές που έχουν αξιώσεις κατά της εταιρείας και να ρυθμίσει έτσι τις οφειλές της, ώστε να μπορεί να αντεπεξέλθει έναντι των οικονομικών της υποχρεώσεων και να αποδειχθεί βιώσιμη*». Ενώ σε άλλο σημείο στο έγγραφο των 106 σελίδων σημειώνεται πως *"η μοναδική λύση για να συνεχίσει η εταιρεία να είναι όχι μόνο βιώσιμη αλλά και να μπορέσει να αντεπεξέλθει εξ' ολοκλήρου στις υποχρεώσεις της είναι να εισαχθεί στις ευεργετικές διατάξεις του νέου Πτωχευτικού Νόμου για το άνοιγμα της Διαδικασίας Εξυγίανσης"*.

Ειδικότερα όπως αναφέρεται στο σχέδιο που κατατέθηκε στο δικαστήριο το σχέδιο εξυγίανσης της Μαρινόπουλος προέβλεπε τα εξής:

- Αποπληρωμή των εργαζομένων σε 1 έτος
- Αποπληρωμή των Ασφαλιστικών Οργανισμών (ΙΚΑ) σε 180 μηνιαίες δόσεις

- Αποπληρωμή των Ασφαλιστικών Οργανισμών (Λοιπά Ταμεία) σε 180 μηνιαίες δόσεις
- Ελληνικό Δημόσιο σε 180 μηνιαίες δόσεις
- Προμηθευτές / λοιποί πιστωτές, σε 15 έτη
- Αντίστοιχα οι οφειλές προς τις τράπεζες, με βάση το σχέδιο είναι να αποπληρωθούν σε βάθος 15ετίας με τριμηνιαίες χρεολυτικές δόσεις, επιτόκιο Eur 3M + 3%.
- Μηδενικό κούρεμα οφειλών

Η αίτηση προσωρινής προστασίας (διαδικασία ασφαλιστικών μέτρων) από τους πιστωτές έγινε αποδεκτή από το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών και την 1/7/2016 το δικαστήριο εξέδωσε προσωρινή διαταγή αναστολής των ατομικών καταδιωκτικών μέτρων των πιστωτών σε βάρος της περιουσίας της εταιρείας. Ωστόσο της προστασίας εξαιρέθηκαν οι εργαζόμενοι (όπως είχαν ζητήσει) αλλά και οι μισθώσεις. Επιπλέον αξίζει να σημειωθεί πως το 45% των πιστωτών της εταιρείας Μαρινόπουλος ΑΕ τάχθηκαν υπέρ του αιτήματός της για υπαγωγή της στο άρθρο 99 (ποσοστό το οποίο με τη συμφωνία των εγγραφών των ορκωτών λογιστών θα ανερχόταν σε ποσοστό άνω του 50%). Μεταξύ των βασικών πιστωτών που τάχθηκαν υπέρ του αιτήματος της αλυσίδας ήταν το ΙΚΑ, οι τράπεζες και δεκάδες προμηθευτές της εταιρείας, ενώ κατά τάχθηκε το δημόσιο.

Όπως προκύπτει από το ισοζύγιο της εταιρείας (Δεκέμβριος του 2015) οι υποχρεώσεις της προς όλους του πιστωτές της και προς το ελληνικό δημόσιο ανέρχονται συνολικά στα 1,324 δισ. Ευρώ. Τα ποσά αυτά εκφρασμένα ως ποσοστά επί του συνόλου των υποχρεώσεων της εταιρείας παρουσιάστηκαν στην αίτηση πτώχευσης ως εξής:

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (ΣΥΝΟΛΙΚΑ) - ΙΣΟΖΥΓΙΟ 31/12/2015		
ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΠΙΣΤΩΤΩΝ	ΠΟΣΟ	% ΕΠΙ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ
Ελληνικό Δημόσιο (ΔΟΥ)	49.073.451,52	3,70%
Ασφαλιστικοί Οργανισμοί	51.765.861,44	3,91%
Εργαζόμενοι	4.289.639,58	0,32%
Δάνεια	337.751.589,84	25,50%
Leasing	159.018.990,38	12,00%
Προμηθευτές & Λοιποί Πιστωτές (χωρίς εμπράγματα εξασφαλίσεις)	722.783.755,41	54,56%
ΣΥΝΟΛΟ	1.324.683.288,17	100,00%

Αντίστοιχα στο έγγραφο που κατατέθηκε στο δικαστήριο, διευκρινιζόταν πως σε περίπτωση που δεν επικυρωθεί η διαδικασία εξυγίανσης και η εταιρεία Μαρινόπουλος οδηγηθεί αναγκαστικά σε διαδικασία βίαιης εκποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, το συνολικό ποσό που θα διέθετε προκειμένου να ικανοποιήσει τους πιστωτές της θα ανερχόταν στα 279,145 εκατ. ευρώ, ποσοστό δηλαδή 21,07% επί των συνολικών απαιτήσεων των πιστωτών της. Η εκδίκαση της κύριας αίτησης υπαγωγής της Μαρινόπουλος Α.Ε. στο άρθρο 99 του Πτωχευτικού Κώδικα αν και ορίστηκε αρχικά για τις 21 Σεπτεμβρίου 2016 στη συνέχεια αναβλήθηκε για τις 14 Δεκεμβρίου 2016. Το γεγονός αυτό, όπως αναφέρει και ο ελεγκτής στην έκθεση γνώμης του την τελευταία χρήση, ερμηνεύτηκε ως ένδειξη ουσιώδους αβεβαιότητας ως προς τη δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει τη δραστηριότητά της. Παράλληλα η εταιρεία ζήτησε εν τέλει να ενεργοποιηθεί η διαδικασία που προβλέπει το άρθρο 106B – πτώχευση εν λειτουργία-, αντί αυτής του άρθρου 99. Τελικά στις 18 Ιανουαρίου 2017 γνωστοποιήθηκε το κείμενο της απόφασης του Πρωτοδικείου, με την οποία επικυρώθηκε η συμφωνία εξυγίανσης της Μαρινόπουλος και η μεταβίβασή της στην “Ελληνικές Υπεραγορές Σκλαβενίτης”, συμφωνία που εγκρίθηκε υπό όρους από την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

Όπως αποκαλύφθηκε μετά την κατάθεση αίτησης πτώχευσης, η εταιρεία Μαρινόπουλος δεν είχε δημοσιεύσει ισολογισμό από τη χρήση του 2012, γεγονός που είχε προκαλέσει από νωρίς κλίμα ανασφάλειας στην αγορά μη έχοντας ακριβή εικόνα για τα πραγματικά οικονομικά δεδομένα της εταιρείας. Συγκεκριμένα, λίγο πριν καταθέσει την αίτηση υπαγωγής στο άρθρο 99, η «Μαρινόπουλος» προσκόμισε στο Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθήνας (ΕΒΕΑ) τους ισολογισμούς της για τα έτη 2012, 2013 και 2014, προκειμένου να δημοσιευθούν στο ΓΕΜΗ. Μάλιστα για τη μη κατάθεση στοιχείων για τις τρεις ετήσιες χρήσεις, της επιβλήθηκε αναδρομικά ως πρόστιμο στο δημόσιο το ποσό μόλις των 1.350 ευρώ.

Συγκεντρώνοντας λοιπόν στοιχεία από τις πρόσφατα αναρτημένες οικονομικές της καταστάσεις προκύπτουν ορισμένες ενδείξεις που προειδοποιούν για την επερχόμενη οικονομική κατάρρευση της εταιρείας και συνοψίζονται ως εξής:

- Συχνές εναλλαγές ορκωτών ελεγκτών: Απόδειξη της ύπαρξης έντονου κλίματος αβεβαιότητας στο εσωτερικό της εταιρείας και της λανθασμένης επιχειρησιακής στρατηγικής, αποτελεί το γεγονός πως οι ορκωτοί ελεγκτές, που όριζε η διοίκηση της εταιρείας, εναλλάσσονταν σε τακτικό επίπεδο, σχεδόν ανά χρόνο κατά την περίοδο 2011-2014. Συγκεκριμένα, μέχρι το 2008 είχε αναλάβει τον οικονομικό έλεγχο η ελεγκτική εταιρεία Deloitte, από το 2009 μέχρι το 2011 νόμιμος ορκωτός ελεγκτής της εταιρείας είχε οριστεί η KPMG σε όλες τις εταιρείες του ομίλου, ενώ η PWC ανέλαβε για την περίοδο 2012-2013 και η Grant Thornton για το 2014 και την τελευταία χρήση 2015. Χαρακτηριστικό της γενικότερης προσπάθειας απόκρυψης της οικονομικής πραγματικότητας της εταιρείας αποτελεί και η μη δημοσίευση των οικονομικών της καταστάσεων ήδη από το 2012, τη στιγμή μάλιστα που διέθετε τζίρο της τάξης των 1,8–2 δις ευρώ. Συνοπτικά, η πορεία των εκθέσεων γνώμης από την πλευρά των ορκωτών ελεγκτών μέχρι τον τερματισμό λειτουργίας της εταιρείας Μαρινόπουλος μπορεί να παρουσιαστεί ως εξής:

ΕΤΟΣ	ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΙΔΟΣ ΓΝΩΜΗΣ
2007	Deloitte	Σύμφωνη γνώμη με θέμα έμφασης
2008	Deloitte	Απλή σύμφωνη γνώμη
2009	KPMG	Απλή σύμφωνη γνώμη
2010	KPMG	Γνώμη με επιφύλαξη
2011	KPMG	Γνώμη με επιφύλαξη
2012	PWC	(Αδυναμία εύρεσης στοιχείων)
2013	PWC	(Αδυναμία εύρεσης στοιχείων)
2014	Grant Thornton	(Αδυναμία εύρεσης στοιχείων)
2015	Grant Thornton	Αρνητική γνώμη

- Τεράστιες αμοιβές μελών του Δ.Σ.: Στο σημείο αυτό αξίζει να τονιστεί πως η εταιρεία Μαρινόπουλος μέχρι και τη χρήση 2009 χαρακτηριζόταν ως οικονομικά εύρωστη. Μέχρι το 2011, μάλιστα, κατείχε το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στο λιανικό εμπόριο που ανερχόταν περίπου στο 28%. Το γεγονός αυτό της επέτρεπε να υλοποιήσει μεγάλη γκάμα επενδυτικών σχεδίων, εφαρμόζοντας την κατάλληλη στρατηγική. Ωστόσο η στρατηγική που τελικά ακολουθήθηκε, εκ του αποτελέσματος αποδείχτηκε μη αποτελεσματική και ανεπιτυχής. Πιο συγκεκριμένα, αξίζει να αναφερθούμε στα υπέρογκα ποσά που η εταιρεία δαπανούσε σε αμοιβές και μισθούς των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου με το ύψος τους να φτάνει τα 26 εκ. το 2008, ενώ το 2009 υπερδιπλασιάστηκε φτάνοντας τα 51,5 εκ. ευρώ, ποσό που για πολλούς κρίθηκε υπερβολικό στην ελληνική πραγματικότητα. Κατά συνέπεια η μητρική Carrefour S.A. λάμβανε ένα περιθώριο κέρδους μόλις 3% επί του συνόλου των πωλήσεων στην Ελλάδα, λόγω των πολύ μεγάλων αμοιβών των διοικητικών στελεχών του, που στην ουσία προέρχονταν από τα κέρδη. Αυτή η πολιτική της εταιρείας συνεχίστηκε, αν και με μειούμενο ρυθμό, και στα επόμενα έτη με τις αμοιβές προς τα μέλη του Δ.Σ. να ανέρχονται σε 50.2 εκ. το 2010, 16 εκ. το 2011, 5.4 εκ το 2012, 7.97 εκ. το 2013 και 7.92 εκ. το 2014.

- Πραγματοποίηση επιθετικών εξαγορών: Την ίδια περίοδο η εταιρεία προχώρησε σε πολλές εξαγορές, ακολουθώντας έντονη επιθετική στρατηγική από τα πρώτα κίολας χρόνια λειτουργίας της. Πριν την συγχώνευσή της με την Carrefour η οικογένεια Μαρινόπουλου είχε προχωρήσει κατά τη δεκαετία του '90 σε δυναμικές εξαγορές, με σκοπό να μεγιστοποιήσει το μερίδιο αγοράς της. Πρόκειται για την αθηναϊκή ΤΡΕΣΚΟ το 1990, την ΠΑΣΧΑΛΙΑΣ στην Κεντρική Μακεδονία, ΚΡΕΤΑ MARKET στα Χανιά, ΡΕΘΥΜΝΟ MARKET, ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ στο Ηράκλειο και ΚΟΚΚΙΝΙΔΗΣ στην Ρόδο. Μετά τη δημιουργία του ομίλου Carrefour-Μαρινόπουλος προχώρησε και στην εξαγορά της CONTINENT (της πρώτης ξένης αλυσίδας που άνοιξε υπερμάρκετ στην Ελλάδα), γεγονός που αποτέλεσε και την πρώτη μεγάλη εξαφάνιση αλυσίδας που έγινε στην Ελλάδα από ξένο παράγοντα. Η γαλλική αλυσίδα μαζί με την οικογένεια Μαρινόπουλου εξαγόρασαν παράλληλα την αλυσίδα ΞΥΝΟΣ στην Αθήνα και ΠΕΙΡΑΪΚΟΝ στον Πειραιά, καθώς και τις αλυσίδες ΛΑΛΙΩΤΗΣ στην Βοιωτία και αργότερα την ΚΡΟΝΟΣ στην Πάτρα, η οποία όμως παρέμεινε στην αγορά με την επωνυμία της.
- Εξαγορά προβληματικών επιχειρήσεων: Πολλές ωστόσο από τις εξαγοραζόμενες αυτές επιχειρήσεις εμφάνιζαν σταθερά αρνητική καθαρή θέση στο μεγαλύτερο τμήμα της πορείας τους, με χαρακτηριστικό παράδειγμα τη θυγατρική Πειραιϊκόν ΑΕ. Το 2010, οπότε και ξεκίνησε η πτωτική οικονομική πορεία της, η εταιρεία προχώρησε στην εξαγορά της DIA Hellas, κινούμενη στα ίδια πλαίσια επιθετικής στρατηγικής. Σκοπός του Πάνου Μαρινόπουλου, που πρότεινε την εξαγορά, ήταν η εταιρεία να αποκτήσει μια νέα δυναμική στο ανταγωνιστικό της περιβάλλον, ικανή να ανατρέψει την αρνητική πορεία των πωλήσεων. Ωστόσο, αυτή η επιχειρηματική κίνηση αποδείχτηκε καταστροφική, κυρίως αν αναλογιστούμε πως η εκπτωτική αλυσίδα DIA εμφάνιζε αυξανόμενες ζημιές ήδη από το 2008 και την περίοδο της εξαγοράς είχε αρνητική καθαρή θέση -39 εκ., ενώ το τίμημα της εξαγοράς της ήταν 120 εκατ. ευρώ. Αξιοσημείωτο θεωρείται το γεγονός πως η Carrefour Μαρινόπουλος χρηματοδοτήθηκε από την Carrefour Finance με ασυνήθιστα υψηλά δάνεια, προκειμένου να ολοκληρωθεί η εξαγορά της

συγκεκριμένης αλυσίδας. Επιπλέον, το γεγονός στη συνέχεια πως η απορρόφηση και ενσωμάτωση των καταστημάτων γινόταν με εξαιρετικά αργό ρυθμό, προξένησε σοβαρές αμφιβολίες στη μητρική εταιρεία για το αν τελικά η εξαγορά της Dia Hellas θα αποφέρει τα αποτελέσματα που ανέμεναν όταν προχώρησε σ' αυτή, αποδεχόμενη την εισήγηση του Πάνου Μαρινόπουλου. Κατά συνέπεια και οι δύο πλευρές (μητρική Carrefour και Μαρινόπουλος) κατέληξαν να θεωρούν η μια την άλλη υπεύθυνες για αστοχίες στην εταιρική στρατηγική.

- Υπέρογκες πωλήσεις εμπορευμάτων στη χονδρική: Το 2012 μετά την αποχώρηση της γαλλικής Carrefour, η Μαρινόπουλος ΑΕ, όπως μετονομάστηκε, ανήκει πλέον στον όμιλο Μαρινόπουλου κατά 100%. Έχοντας πλέον μηδενικό ποσό στα δάνεια του Ομίλου, φαίνεται πως η συγκεκριμένη χρήση θα μπορούσε να αποτελέσει την αρχή για την εξυγίανση του ομίλου και την έναρξη επίτευξης μεγάλων κερδών. Αντί αυτού η επιλογή της διοίκησης να προχωρήσει σε καταχρηστικές και προβληματικές για την ίδια στρατηγικές λύσεις, της επέφερε καταστροφικά αποτελέσματα που τελικά έπληξαν τη βιωσιμότητά της. Καταρχάς, η ύπαρξη πολλών συνδεδεμένων επιχειρήσεων στο δίκτυο της εταιρείας Μαρινόπουλος, τις οποίες προηγουμένως είχε εξαγοράσει, την ώθησε στην εφαρμογή μιας ιδιαίτερης στρατηγικής. Συγκεκριμένα, η ίδια αγόραζε εμπορεύματα, τα οποία στη συνέχεια άρχισε να πουλάει στις δικές της θυγατρικές – συνδεδεμένες μέσω χονδρικής, χωρίς ωστόσο οι τελευταίες να καταβάλουν το αντίτιμο όσων εισέπρατταν στη μητρική, δημιουργώντας της έτσι τεράστιο πρόβλημα ρευστότητας.
- Υποπτες μεταβιβάσεις ακινήτων: Εξίσου αρνητική επίδραση στην οικονομική πορεία της επιχείρησης προκάλεσαν υποπτες συναλλαγές με μεταβιβάσεις ακινήτων, που πραγματοποιήθηκαν σε εταιρείες συνδεδεμένες ή μη του ομίλου, οι οποίες με τη σειρά τους νοίκιαζαν έπειτα τα ακίνητα αυτά στην εταιρεία. Όπως αποδείχτηκε, πρόκειται για τέσσερις πιστωτές του ομίλου Μαρινόπουλου, με κεφάλαιο 24.000 ευρώ ο καθένας, που έκαναν συμβάσεις sale and leaseback ύψους 116.000.000 ευρώ. Μάλιστα με βάση τις

οικονομικές καταστάσεις του 2014 διαπιστώνει κανείς ότι η εταιρεία στις 27/03/2014 σύναψε συμβάσεις sale and leaseback με τις εταιρίες Helens RE I, Helens RE IV, Helens RE III και Helens RE II για τέσσερα ακίνητα, συνολικού ποσού 116.000.000 ευρώ. Έρευνα που πραγματοποιήθηκε για καθεμία από τις παραπάνω τέσσερις εταιρίες δείχνει ότι ιδρύθηκαν στις 14 Μαρτίου 2014, δηλαδή μόλις 13 ημέρες πριν ο όμιλος Μαρινόπουλος υπογράψει τις τέσσερις συμβάσεις των 116.000.000 ευρώ. Επιπρόσθετες πληροφορίες αναφέρουν πως βασικός μέτοχος και στις τέσσερις εταιρείες εμφανίζεται η Helens Re SA, μια εταιρεία που έχει την έδρα της στο Λουξεμβούργο, όπως ακριβώς και η μητρική του Ομίλου Μαρινόπουλος, η Marinopoulos Holdings. Ανατρέχοντας μάλιστα κανείς στο καταστατικό των παραπάνω τεσσάρων εταιρειών μπορεί να διαπιστώσει πως δεν φαίνεται να διαθέτουν το δικαίωμα να συνάπτουν συμβάσεις sale and leaseback, γεγονός που προκάλεσε σοβαρές αμφιβολίες όσον αφορά την ταυτότητα των πιστωτών της Μαρινόπουλος.

4.3.1.2 Έκθεση ελεγκτή και παρατηρήσεις

Αναλύοντας τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας Μαρινόπουλος, που δημοσιεύτηκαν κατά την αίτηση υπαγωγής της στο άρθρο 99, προκύπτουν ορισμένες σημαντικές πληροφορίες που δημιουργούν έντονο προβληματισμό ως προς την αξιοπιστία των απεικονιζόμενων χρηματοοικονομικών στοιχείων.

- Μη ταύτιση των αναμορφωμένων ισολογισμών με τους αρχικούς:
Συγκεκριμένα, οι διαφορές που εμφανίζονται μεταξύ των αρχικώς δημοσιευμένων και των μετέπειτα αναμορφωμένων οικονομικών καταστάσεων είναι πραγματικά εντυπωσιακές. Για παράδειγμα, στη χρήση 2013, τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας στο δημοσιευμένο ισολογισμό εμφανίζονται να είναι 314 εκατ. ευρώ, ενώ στον αναμορφωμένο είναι 271 εκατ. ευρώ. Στην περίπτωση αυτή παρατηρείται αξιοσημείωτη απόκλιση σε ουσιώδη στοιχεία της εταιρείας, γεγονός που δημιουργεί αμφιβολίες ως προς τον τρόπο που έκαναν τη δουλειά τους οι ορκωτοί ελεγκτές των εταιρειών του ομίλου και την αποτελεσματικότητα των ελεγκτικών μεθόδων τους.

- Απουσία φορολογικού ελέγχου: Ένα επιπρόσθετο στοιχείο που εγείρει σοβαρά ερωτήματα ως προς την εγκυρότητα της παρεχόμενης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, αποτελεί το γεγονός ότι ενώ η Μαρινόπουλος εμφανιζόταν για τρία συνεχόμενα έτη να παρουσιάζει ληξιπρόθεσμες οφειλές από υποχρεώσεις για φόρους και ασφαλιστικές εισφορές, την ίδια στιγμή η εταιρεία προχωρούσε στην πραγματοποίηση πολλαπλών συμβάσεων sale and leaseback και πωλήσεων ακινήτων. Καθώς όμως πρόκειται για συμβάσεις που θέτουν ως προαπαιτούμενο την ασφαλιστική και φορολογική ενημερότητα της εταιρείας, προκύπτει σοβαρό ερώτημα σχετικά με το αν αλλά και τον τρόπο απόκτησης της προαπαιτούμενης φορολογικής έγκρισης, παρά τις όποιες φορολογικές της εκκρεμότητες.

Από τη διερεύνηση των εκθέσεων των ελεγκτών προκύπτουν σημαντικά στοιχεία που ενισχύουν τις παραπάνω υποψίες για τη μη νόμιμη πραγματοποίηση των παραπάνω συμβάσεων λόγω έλλειψης φορολογικής ενημερότητας. Συγκεκριμένα, ανατρέχοντας κανείς στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις της εταιρείας, παρατηρεί πως ήδη από το 2007 ο ορκωτός ελεγκτής εγείρει θέμα έμφασης και επιστά την προσοχή στο γεγονός πως «*οι φορολογικές δηλώσεις για τις χρήσεις που έληξαν 31.12.2006 και 31.12.2007 δεν έχουν εξετασθεί από τις Φορολογικές Αρχές, με συνέπεια να υπάρχει το ενδεχόμενο επιβολής πρόσθετων φόρων και προσανζήσεων κατά το χρόνο που θα εξετασθούν και θα οριστικοποιηθούν*». Σε αντίστοιχη παρατήρηση προβαίνει αργότερα και η ελεγκτική εταιρεία KPMG για τις χρήσεις 2010, 2011, αναφέροντας χαρακτηριστικά στην έκθεση ελέγχου ότι: «*Από τον έλεγχό μας προέκυψε ότι οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρείας για την χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2010 δεν έχουν εξεταστεί από τις φορολογικές αρχές με συνέπεια να μην έχουν καταστεί οριστικές για τη χρήση αυτή. Επίσης, για τις φορολογικές υποχρεώσεις της Εταιρείας για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2011, βρίσκεται σε εξέλιξη η εργασία διασφάλισης φορολογικής συμμόρφωσης από τον νόμιμο ελεγκτή βάση των διατάξεων του άρθρου 82 παρ. 5 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος. Η εταιρεία δεν έχει προβεί σε εκτίμηση των πρόσθετων φόρων και των προσανζήσεων που πιθανόν να προκύψουν για τις χρήσεις αυτές και δεν έχει σχηματίσει σχετική πρόβλεψη για το σκοπό αυτό*». Συνεπώς, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η εταιρεία

πιθανώς να μην πληρούσε όλες τις απαραίτητες προϋποθέσεις για τη σύναψη των σχετικών συμβάσεων sale and leaseback, που πραγματοποιούσε τις αντίστοιχες περιόδους.

- Επιθετικές εξαγορές και μείωση προβλέψεων: Έντονο προβληματισμό δημιουργεί το γεγονός πως η εταιρεία την περίοδο 2011-2014 παρά τη δυσμενή οικονομική κατάσταση στην οποία είχε περιέλθει, προχωράει με αμείωτο ρυθμό σε εξαγορές μεγάλου αριθμού εταιρειών. Στα ίδια πλαίσια, ενώ την ίδια περίοδο επισημαίνεται η ανάγκη για μεγάλες αναχρηματοδοτήσεις δανείων και συνεχώς επιδεινώνονται τα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας, οι προβλέψεις της μειώνονται σημαντικά από τα 8,4 εκατ. ευρώ το 2012 στα 2,6 εκατ. στα τέλη του 2014.

Αναλύοντας στη συνέχεια τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών σε κάθε χρήση, καταλήγουμε στις εξής διαπιστώσεις:

- Στη χρήση **2010** σε μία ακόμα παρατήρηση ο ορκωτός ελεγκτής εκφράζει γνώμη με επιφύλαξη και για το γεγονός πως η εταιρεία απεικονίζει τις συμμετοχές της σε θυγατρικές και συγγενείς επιχειρήσεις σε αξία κτήσης, χωρίς να εξετάζει την ύπαρξη ενδεχόμενης απομείωσης, όπως ορίζει το ΔΛΠ 36.
- Το **2012** ο ελεγκτής της KPMG σε σημείωσή του αναφέρει πως η εταιρεία αποφάσισε την μη ενοποίηση του ισολογισμού της MarinopoulosSarl, 100% θυγατρικής της στη Βουλγαρία, στη μητρική, ύστερα από δήλωση μάλιστα του μετόχου Marinopoulos. Στη συνέχεια βέβαια δεν δημοσιεύτηκαν ποτέ οι ισολογισμοί της Βουλγάρικης εταιρείας, κυρίως για να μην φανεί και η διόγκωση των αγορών από τη Μαρινόπουλος ΑΕ και το ύψος των οφειλόμενων έπειτα χρημάτων.
- Το **2013**, ο ορκωτός ελεγκτής της PWC τονίζει ότι: **α)** Η καθαρή θέση της εταιρείας εμφανίζεται κατά 33 εκατ. ευρώ αυξημένη, λόγω παρέκκλισης του σχετικού ΔΛΠ περί μισθώσεων **β)** Η αξία των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων, τα αποτελέσματα χρήσεως και τα ίδια κεφάλαια εμφανίζονται αυξημένα κατά 14 εκατ. ευρώ **γ)** ενώ στις απαιτήσεις, ποσό ύψους 11 εκατ.

ευρώ δεν θεωρείται ανακτήσιμο. Τελικά ο ελεγκτής, προτείνοντας γνώμη με θέμα έμφασης για τη συγκεκριμένη χρήση, επισημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό υπολείπεται των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 343 εκ. ευρώ, στοιχείο το οποίο μαζί με τις ζημίες της χρήσης του 2013 καθιστούν αμφίβολη τη συνέχιση της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας.

- Στη χρήση **2014**, στην οποία παρατηρείται μια έντονη βελτιωμένη εικόνα της εταιρείας, ο ορκωτός ελεγκτής επισημαίνει στην έκθεση επί των οικονομικών καταστάσεων ότι η εταιρεία προέβη σε αποαναγνώριση δανειακών υποχρεώσεων ποσού 54 εκατ. ευρώ, με συνέπεια τα αποτελέσματα χρήσεως και τα ίδια κεφάλαια να εμφανίζονται αυξημένα κατά το ποσό αυτό, ενώ τα δάνεια εμφανίζονται ισόποσα μειωμένα. Στα πλαίσια αυτά, ο ορκωτός ελεγκτής τονίζει ότι οι συνθήκες, που έχουν δημιουργηθεί, υποδηλώνουν την ύπαρξη ουσιώδους αβεβαιότητας που ενδεχομένως δημιουργεί σημαντική αμφιβολία για τη βιωσιμότητα της εταιρείας και την ικανότητά της να συνεχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα.
- Φτάνοντας στην τελευταία χρήση **2015**, οι ορκωτοί ελεγκτές της Grant Thornton εκφράζουν αρνητική γνώμη για την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας Μαρινόπουλος, αναφέροντας χαρακτηριστικά: *«Οι συνημμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις δεν παρουσιάζουν εύλογα την οικονομική θέση της Μαρινόπουλος Α.Ε. κατά την 31η Δεκεμβρίου 2015, τη χρηματοοικονομική της επίδοση και τις ταμειακές της ροές για τη χρήση που έληξε την ημερομηνία αυτή σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση».*

Ορισμένα επιχειρήματα στα οποία ο ορκωτός βασίστηκε για την έκφραση **αρνητικής γνώμης** αποτελούν τα παρακάτω:

- Στο κονδύλι «*Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις*» περιλαμβάνονται εμπορικές υποχρεώσεις ποσού 728 εκατ. ευρώ, για τις οποίες δεν κατέστη εφικτή η επιβεβαίωσή τους, λόγω της διατάραξης των εμπορικών σχέσεων της εταιρείας με τους προμηθευτές της καθώς και λόγω του ότι η ελεγκτική εταιρεία δεν έλαβε απαντητικές επιστολές επιβεβαίωσης υπολοίπων

προμηθευτών για μέρος τους επιλεχθέντος δείγματος. Ως εκ τούτου οι εμπορικές υποχρεώσεις της εταιρείας καθώς και οι λογαριασμοί των αποτελεσμάτων που σχετίζονται με αγορές και εκπτώσεις από τους προμηθευτές δεν δύνανται να επιβεβαιωθούν.

- Επί των μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων δεν έχει διενεργηθεί καμία προσαρμογή απομείωσης της αξίας τους, προκειμένου αυτά να παρουσιαστούν σε ρευστοποιήσιμες αξίες. Παράλληλα στο κονδύλι «Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις» περιλαμβάνεται ποσό 56 εκατ. ευρώ που αφορά στη λογιστική αξία θυγατρικών εταιρειών, οι οποίες έχουν υποβάλει αίτημα για την υπαγωγή τους σε διαδικασία εξυγίανσης. Ως εκ τούτου η λογιστική τους αξία δεν θεωρείται ανακτήσιμη, ενώ σε περίπτωση που διενεργούνταν σχετικές διαδικασίες προσδιορισμού της ρευστοποιήσιμης αξίας τους, θα προέκυπταν επιπρόσθετες ζημίες που θα επιβάρυναν τα αποτελέσματα χρήσης και το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας.
- Από τον έλεγχο έχουν ανακύψει λογιστικοποιημένες διαφορές προσαρμογής της ανακτησιμότητας του κονδυλίου «Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις» συνολικού ποσού 283 εκ. ευρώ. Το εν λόγω ποσό περιλαμβάνει απαιτήσεις επισφαλούς ανακτησιμότητας από συνδεδεμένες εταιρείες ύψους 252 εκατ. ευρώ και από τρίτους ύψους 31 εκατ. ευρώ. Για το υπολειπόμενο ποσό του κονδυλίου «Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις» ύψους 92 εκατ. ευρώ και για το κονδύλι «Αποθέματα» ύψους 76 εκατ. ευρώ η ελεγκτική εταιρεία δεν διενήργησε καμία διαδικασία αναφορικά με τον προσδιορισμό των ρευστοποιήσιμων αξιών τους, καθώς σε μια τέτοια περίπτωση θα προέκυπταν επιπρόσθετες ζημίες που θα επιβάρυναν τόσο τα αποτελέσματα της χρήσης όσο και το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας.
- Παράλληλα, ο ορκωτός ελεγκτής στην έκθεσή του αναφέρει ότι δεν έχει λάβει ελεγκτικά τεκμήρια ολοκλήρωσης της συναλλαγής για την επιστροφή του 45% των τίτλων της Κρόνος Ν. Καρακίτσος ΑΕΒΕ στους παλαιούς μετόχους της, ύστερα από τη μερική κατάργηση της αρχικής συμφωνίας απόκτησης του συνόλου 100% των μετοχών της συγκεκριμένης εταιρείας.

- Τέλος, η Grant Thornton επισημαίνει ότι δόθηκαν, εντός της χρήσης του 2015, 800.000 ευρώ από την εταιρεία σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι το ποσό αυτό είχε συμπεριληφθεί στο κονδύλι «Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις» και αποπληρώθηκε τον Ιανουάριο του 2016, αποτελεί παράβαση του νόμου 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών, καθώς γενικότερα απαγορεύεται μια εταιρεία να δίνει δάνεια σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου, σε πρόσωπα που ασκούν έλεγχο επί της εταιρείας, στους συζύγους και στους συγγενείς των προσώπων εξ αίματος ή εξ αγχιστείας έως τρίτου βαθμού.

4.3.1.3 Πορεία ιδιοκτητών μετά την πτώχευση

Η οικογένεια Μαρινόπουλου είχε δραστηριοποιηθεί και σε τομείς πλην του λιανεμπορίου, ιδρύοντας την τεράστια φαρμακοβιομηχανία ΦΑΜΑΡ, που συνεχίζει μέχρι σήμερα να κατέχει σημαντικό μερίδιο της αγοράς. Το 2014 η ΦΑΜΑΡ είχε καταταγεί στην 43η θέση στη λίστα των 500 επιχειρήσεων της χώρας με τις μεγαλύτερες πωλήσεις και με καθαρά κέρδη 7,6 εκατ. ευρώ. Σήμερα το ΔΣ της εταιρείας απαρτίζεται από τους Στέφανο Ι. Μαρινόπουλο, Παναγιώτη Δ. Μαρινόπουλο, Παναγιώτη Ι. Μαρινόπουλο, Ρέγγη Κωνσταντίνο και την Κατερίνα Καλοπίση, ενώ παλαιότερα παρουσία είχε και η οικογένεια του Λεωνίδα Μαρινόπουλου, που πλέον θεωρείται ως βασική μέτοχος της χρεοκοπημένης αλυσίδας σούπερ μάρκετ. Συγκεκριμένα, μέχρι τα τέλη του 2015 παρουσία στην αλυσίδα σούπερ μάρκετ Μαρινόπουλος είχαν και οι Πάνος Δ. Μαρινόπουλος, Πάνος Ι. Μαρινόπουλος και Στέφανος Ι. Μαρινόπουλος, οι οποίοι ωστόσο αποχώρησαν από το διοικητικό συμβούλιο τον Δεκέμβριο του 2015, όταν πλέον άρχισαν να υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις για ενδεχόμενη χρεοκοπία των σούπερ μάρκετ, επιρρίπτοντας μάλιστα εξ ολοκλήρου ευθύνες στον Λεωνίδα Μαρινόπουλο, ως μοναδικό υπαίτιο των αρνητικών εξελίξεων, παρά την αρμονική έως τότε συνεργασία τους.

Παράλληλα, αξίζει να αναφερθούν και ορισμένες καταγγελίες, που προέκυψαν σε βάρος της διοίκησης του Ομίλου Μαρινόπουλου μετά τη διερεύνηση στοιχείων για ύποπτες μεταβιβάσεις περιουσιακών στοιχείων σε fund του Κατάρ. Συγκεκριμένα, η δικηγορική εταιρεία "Κωνσταντίνου & Βρέττας", που είχε αναλάβει να εκπροσωπήσει τους πιστωτές της Μαρινόπουλος, τονίζει ότι είχε προειδοποιήσει και

είχε ζητήσει να τεθεί η εταιρεία σε καθεστώς πτώχευσης ήδη από το 2011, οπότε και άρχισαν να εμφανίζονται τεράστιες ζημιές και δημοσιεύτηκε ο τελευταίος επίσημος ισολογισμός της. Με βάση πρόσφατο έλεγχο τίτλων που διενέργησαν στα υποθηκοφυλακεία, προέκυψε ότι από την ακίνητη περιουσία ύψους τουλάχιστον 750 εκατομμυρίων (αντικειμενική αξία) που είχε η εταιρεία το έτος 2010, σήμερα δεν υπάρχει παρά ένα πολύ μικρό μέρος αυτής, καθώς ένα τμήμα έχει μεταβιβαστεί σε τράπεζες έναντι χρεών, ενώ το μεγαλύτερο τμήμα της μεταβιβάστηκε στο ανωτέρω fund στο Κατάρ. Αποτέλεσμα αυτής της τακτικής ήταν αφενός η εταιρεία να επιβαρυνθεί με μεγάλα λειτουργικά έξοδα, αφετέρου να χάσουν οι πιστωτές τη δυνατότητα ικανοποίησης των απαιτήσεών τους.

Τέλος τον Απρίλιο του 2018 συνελήφθη ο Δημήτρης Μαρινόπουλος για διαφορές με τον Θεόδωρο Καρυπίδη σχετικά με τη συμφωνία δικαιόχρησης ανάμεσα στην Μαρινόπουλος Α.Ε. και την Karipidis Bros, που είχε συμφωνηθεί στις 12 Μαρτίου 2014 και βάσει της οποίας τα σούπερ μάρκετ Αρβανιτίδης θα μετονομάζονταν άμεσα σε Carrefour Μαρινόπουλος και Carrefour Express. Σχετική απόφαση σε βάρος του Μαρινόπουλου εκδόθηκε από το Ειρηνοδικείο Αθηνών τον Μάρτιο του 2017 και υποχρέωνε τον Δημήτρη Μαρινόπουλο και άλλα μέλη της διοίκησης της εταιρείας να προσέλθουν για να δώσουν βεβαιωτικό όρκο για τα περιουσιακά τους στοιχεία. Στην εν λόγω απόφαση αναφέρεται ότι η πλευρά Καρυπίδη διεκδικεί απαίτηση ύψους 27,78 εκατ. ευρώ από την “Μαρινόπουλος”, με βάση συμφωνίες που είχαν υπογράψει οι δύο πλευρές τον Φεβρουάριο και τον Μάιο του 2016, όταν έληξε η σύμβαση δικαιόχρησης. Ωστόσο από τη στιγμή που η “Μαρινόπουλος” μπήκε σε καθεστώς προστασίας από τους πιστωτές της, η πλευρά Καρυπίδη επιχείρησε να ακυρώσει τη συμφωνία Μαρινόπουλου – Σκλαβενίτη – τραπεζών. Τον Μάιο του 2017 άσκησε τριτανακοπή επί της απόφασης του δικαστηρίου με την οποία επικυρώθηκε η συμφωνία εξυγίανσης της “Μαρινόπουλος”, την οποία έκανε δεκτή το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών και ζήτησε να περιληφθεί στη συμφωνία εξυγίανσης χρηματική απαίτηση της «Αφοί Καρυπίδη» ύψους 7.483.000 ευρώ με διαγραφή κατά 50% και μεταφορά του υπολοίπου 50% στην «Ελληνικές Υπεραγορές Σκλαβενίτης» προκειμένου να πληρωθεί τελικό ποσό ύψους 3,74 εκατ. ευρώ. εκ μέρους της εντός 60 ημερών.

4.3.2 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.

4.3.2.1 Ιστορική Αναδρομή

Ο Όμιλος της Ηλεκτρονικής Αθηνών αποτέλεσε τη μεγαλύτερη ελληνική αλυσίδα στον κλάδο του λιανικού εμπορίου ηλεκτρονικών ειδών και κατά τη διάρκεια της λειτουργίας του είχε σημειώσει τεράστια επιτυχία και μάλιστα κατείχε το 13% του μεριδίου αγοράς στην Ελλάδα, το 6 % στην Κύπρο και το 3% στη Σερβία. Η ιστορία της εταιρείας ξεκίνησε το 1966, ως κατάστημα ηλεκτρικών ειδών στην οδό Δραγατσανίου στο κέντρο της Αθήνας, εκεί όπου βρίσκονταν την εποχή εκείνη και τα περισσότερα καταστήματα ηλεκτρονικών. Την μετέπειτα νομική της μορφή την απέκτησε το 1989. Οι τομείς δραστηριοποίησης της Ηλεκτρονικής περιλάμβαναν ηλεκτρικές οικιακές συσκευές, συσκευές εικόνας και ήχου, είδη τηλεφωνίας, κλιματιστικών, μικροσυσκευών, multimedia κ.α. Στον Όμιλο της Ηλεκτρονικής συμπεριλαμβανόταν και το 100% της Σαραφίδης Α.Ε., ενώ παράλληλα διέθετε και δύο θυγατρικές σε Κύπρο και Σερβία.

Στα τέλη του 1990, η εταιρεία εισέρχεται στο Χρηματιστήριο, όπου σημείωσε σημαντικές αποδόσεις για τους μετόχους και τους εργαζομένους της. Πρόκειται για μια οικογενειακή επιχείρηση, με σφιχτή διοικητική δομή, χωρίς εξάρσεις σε αποφάσεις και κινήσεις, με μεγάλο ανταγωνισμό και προσιτή στους καταναλωτές. Βασικός μέτοχος της εταιρείας θεωρείται η οικογένεια Στρούτση, η οποία έφθανε να ελέγχει σχεδόν το 90% της εισηγμένης εταιρείας.

Η εταιρεία μέχρι το 2008 δρούσε με βάση την προτροπή του ιδρυτή της Παναγιώτη Στρούτση, σύμφωνα με τον οποίο κύριος στόχος είναι ο έμπορος να κατακτά πρώτα την καρδιά του καταναλωτή και μετά το πορτοφόλι του, να πληρώνει τους πιστωτές του νωρίτερα και να μην έχει σχέση με τις τράπεζες. Βασισόμενη σε αυτή την πολιτική και για μεγάλο χρονικό διάστημα η εταιρεία σημείωνε ικανοποιητική πρόοδο. Συγκεκριμένα, το 2008 ο τζίρος της εταιρείας έφτανε τα 227,06 εκ. ευρώ, 25 εκ. ευρώ cash flow, ακίνητη περιουσία ύψους 25 εκ. ευρώ, μηδενικό τραπεζικό δανεισμό και μετοχολόγιο με ξένους επενδυτές. Μέχρι το 2009 οι ισολογισμοί της εταιρείας ήταν ιδιαίτερα κερδοφόροι και η ίδια ήταν σε θέση να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της και να θεωρείται αξιόπιστη στην αγορά.

Ωστόσο από το 2009 μέχρι το 2015 η εταιρεία άρχισε να παρουσιάζει σημαντική μείωση στον τζίρο και τα κέρδη της και να αυξάνει τις υποχρεώσεις της. Οι κυριότεροι παράγοντες που οδήγησαν τελικά και στην κατάρρευση της εταιρείας συνοψίζονται ως εξής:

- Έντονος ανταγωνισμός: Συγκεκριμένα, η επιθετική πολιτική που ακολούθησαν την ίδια περίοδο μεγάλες ξένες αλυσίδες ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών ειδών, όπως η Dixons (Κωτσόβολος) και η Media Markt, οι οποίες λάμβαναν την υποστήριξη των μητρικών τους, είχε ως αποτέλεσμα η εταιρεία να αρχίσει να επιβαρύνεται από συσσωρευμένες ζημιές και αρνητικά ίδια κεφάλαια. Ο τότε επικεφαλής της εταιρείας, Γιάννης Στρούτσης, προκειμένου να αντιμετωπίσει την επικείμενη κυριαρχία των πολυεθνικών, εκπόνησε ένα εκτεταμένο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης που περιλάμβανε κινήσεις μείωσης του λειτουργικού κόστους, αναδιαπραγμάτευση των μισθωμάτων σε σειρά καταστημάτων, μείωση του κόστους προσωπικού, διακοπή της λειτουργίας σημείων πώλησης και ανακαίνιση άλλων. Παράλληλα συμφώνησε την αναχρηματοδότηση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού της Ηλεκτρονικής Αθηνών και την κεφαλαιακή της ενίσχυση μέσω sale and leaseback ακινήτων της και Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου, δεσμευόμενος να καταβάλει προσωπικά κεφάλαια. Υπολογίζεται ότι ο κ. Στρούτσης χρηματοδότησε -μέσω αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου- με πάνω από 7 εκατ. ευρώ την Ηλεκτρονική Αθηνών. Με τον τρόπο αυτό απέκτησε την υποστήριξη των τραπεζών, οι οποίες μόλις το 2015 του έδωσαν σημαντική ανάσα ρευστότητας ύψους 3 εκατ. ευρώ με αντάλλαγμα διαδοχικές αναδιαρθρώσεις, που επέβαλαν το κλείσιμο 12 καταστημάτων και περικοπές μισθών έως 20%, κινήσεις που όπως αποδείχτηκε δε στάθηκαν αρκετές για να θέσουν ξανά σε πορεία κερδοφορίας τον Όμιλο.
- Επιβολή capital controls: Το επιχειρηματικό πλάνο, το οποίο συναποφασίστηκε από τις τράπεζες, τους προμηθευτές και τους μετόχους τον Απρίλιο του 2015 είχε αρχικά δημιουργήσει ισχυρές προοπτικές για πιθανή ανάκαμψη της εταιρείας. Συγκεκριμένα, υπεγράφη μνημόνιο μεταξύ των πιστωτριών τραπεζών της εταιρείας και του βασικού μετόχου κ. Στρούτση για

κούρεμα των δανείων της Ηλεκτρονικής κατά 50% (τα 50 εκατ. ευρώ βραχυπρόθεσμου δανεισμού θα γίνονταν 25 εκατ. ευρώ), μετατροπής του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο με πιο ευνοϊκούς όρους και χαμηλά επιτόκια, παράλληλα με την εισροή νέων κεφαλαίων στο ταμείο της εταιρείας ύψους 6 εκατ. ευρώ και πέρασμα της εταιρείας σε θετικά ίδια κεφάλαια. Ωστόσο, από τον Ιούνιο του 2015 και μετά, με την επιβολή των capital controls υπονομεύτηκε κάθε προσπάθεια εξυγίανσης και κατά συνέπεια ακυρώθηκαν τα προτεινόμενα σχέδια αναδιάρθρωσης.

- Έλλειψη ρευστότητας: Η έλλειψη ρευστότητας στο ταμείο της εταιρείας, ως αποτέλεσμα των αυστηρών οικονομικών μέτρων που επιβλήθηκαν εγχώρια, αποδυνάμωσε τις σχέσεις συνεργασίας με τους προμηθευτές της, που διαμαρτυρόμενοι για την καθυστέρηση πληρωμών, σταμάτησαν την προμήθεια εμπορευμάτων στην εταιρεία. Με τη σειρά τους οι τράπεζες αρνούσαν την παροχή οποιασδήποτε πρόσθετης οικονομική βοήθειας, λόγω των δανειακών συμβάσεων που είχαν ήδη συναφθεί αλλά και της αδυναμίας της εταιρείας να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, με αποτέλεσμα να ακυρωθεί το προτεινόμενο σχέδιο αναδιάρθρωσης που είχε συμφωνηθεί.
- Επιβολή προστίμου για συμμετοχή σε φορολογική απάτη: Στα τέλη Ιανουαρίου του 2012 οι ελεγκτικές φορολογικές αρχές ανακοινώνουν ότι στην Ηλεκτρονική Αθηνών εντοπίστηκαν συναλλαγές με εικονικά τιμολόγια την περίοδο 2006-2009, οι οποίες ανέρχονται σε 40.000.000 ευρώ. Το αποτέλεσμα ήταν να της επιβληθεί πρόστιμο ύψους 79,5 εκατ. ευρώ από τη φορολογική αρχή, με την κατηγορία ότι εμπλέκεται σε φορολογική απάτη μέσω ενός οργανωμένου συστήματος υπεξαίρεσης ΦΠΑ, γνωστή διεθνώς ως μέθοδος «Carousel» ή «Missing Trader», η οποία στηρίζεται στην εισαγωγή προϊόντων ελεύθερων ΦΠΑ και την εικονική μεταπώληση τους σε τρίτους (με είσπραξη ΦΠΑ) ή και την επανεξαγωγή τους τελικά σε τρίτες χώρες, ενώ ο αρχικός εισαγωγέας κάποια στιγμή «εξαφανίζεται». Λόγω του υπέρογκου ποσού που της επιβλήθηκε, η εταιρεία προσέφυγε εναντίον του προστίμου και στις 18 Ιουλίου 2012 αποφασίζεται να ανατεθεί η υπόθεση στη ΔΟΥ Μεγάλων

Επιχειρήσεων. Τελικά κατάφερε και αθωώθηκε ως «παγιδευμένη» σε ευρύτερο κύκλωμα που υπεξαιρούσε ΦΠΑ, με το πρόστιμο να ανέρχεται πλέον μόλις σε 1,5 εκατ. ευρώ. Κατόπιν αυτού, το Διοικητικό Δικαστήριο απελευθέρωσε και το 50% των λογαριασμών της εταιρείας που είχαν δεσμευτεί. Ωστόσο το πλήγμα στην εταιρεία ήταν ιδιαίτερα σοβαρό τόσο σε χρήμα, χρόνο όσο και σε αξιοπιστία.

- Αποτυχημένες επιλογές στρατηγικής: Ο πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος, Γιάννης Στρούτσης, ήταν εκείνος που επιθυμούσε μια τεράστια πρόοδο για την εταιρεία και για το σκοπό αυτό προχώρησε στο εγχείρημα να επεκτείνει τις δραστηριότητές της και εκτός συνόρων. Έτσι, το 2006 προσπάθησε να επεκταθεί στην Σερβία, χωρίς ωστόσο να καταφέρει να επιτύχει τα αναμενόμενα αποτελέσματα, ενώ άνθρωποι από το περιβάλλον της επιχείρησης ισχυρίζονται ότι ίσως αυτή η επιχειρηματική κίνηση να ήταν και η απαρχή των μεγάλων προβλημάτων για την Ηλεκτρονική.

Η σταθερή πτωτική πορεία της εταιρείας απεικονιζόταν ξεκάθαρα στα οικονομικά της μεγέθη. Αρχικά οι υποχρεώσεις της από 72,04 εκ. ευρώ το 2009, όταν ξεκινούσε η οικονομική κρίση, έφτασε τα 85,69 εκ. ευρώ τον Ιούνιο του 2015. Το ίδιο διάστημα ο τζίρος της από τα 151,45 εκατ. ευρώ την περίοδο 2008-2009 μειώθηκε στα 65,37 εκατ. ευρώ, σύμφωνα με τον τελευταίο της ισολογισμό (1/7/2014–30/06/2015), εμφανίζοντας κατά συνέπεια ζημιογόνο λειτουργικό αποτέλεσμα 3 εκατ. ευρώ και αρνητικά ίδια κεφάλαια. Κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της η Ηλεκτρονική διέθετε 44 καταστήματα πανελλαδικά και 3 καταστήματα στην Κύπρο, ενώ απασχολούσε συνολικά 450 εργαζομένους. Καθώς, λοιπόν, τα πιθανά σενάρια σωτηρίας της εταιρείας δεν ολοκληρώνονταν, γινόταν ολοένα και περισσότερο αντιληπτή η δυσμενής οικονομική θέση της εταιρείας, με αποτέλεσμα η κατάρρευση της εταιρείας να θεωρείται πλέον αναπόφευκτη.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, η εταιρεία τέθηκε σε καθεστώς πτώχευσης στις 13/4/2016 από το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών. Στην απόφαση που εξέδωσε το δικαστήριο, οι δυσκολίες που είχε να αντιμετωπίσει η Ηλεκτρονική Αθηνών το εν λόγω χρονικό διάστημα, σε συνδυασμό με τις δυσμενείς οικονομικές συγκυρίες,

έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην αρνητική εξέλιξη της επιχειρηματικής πορείας της. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά και η διοίκηση της εταιρείας, η πορεία της οικονομίας, η περαιτέρω αποδυνάμωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών, τα capital controls που εκτός των άλλων ενίσχυσαν την καχυποψία των ξένων προμηθευτών προς τις ελληνικές επιχειρήσεις, σε συνδυασμό με την αρνητική στάση των δανειστριών τραπεζών αποτέλεσαν σημαντικούς παράγοντες για τη μη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρείας.

4.3.2.2 Έκθεση ελεγκτή και παρατηρήσεις

Ανατρέχοντας στις οικονομικές εκθέσεις της Ηλεκτρονικής Αθηνών, παρατηρούμε πως οι αντίστοιχες εκθέσεις των ελεγκτών, που αφορούν την τελευταία περίοδο λειτουργίας, φανερόνουν σημαντικά στοιχεία για την εξέλιξη της πορείας της εταιρείας και τους παράγοντες που την οδήγησαν στην κατάρρευση.

- Κατά την περίοδο 2009-2011, ως αρμόδια ελεγκτική εταιρεία είχε οριστεί η Grant Thornton και για καθένα από τα παραπάνω έτη είχε εκφράσει απλή σύμφωνη γνώμη, μη έχοντας να επισημάνει παρατηρήσεις ή ανησυχητικά σημάδια που μπορεί να προμήνυαν σημαντικό κίνδυνο για το μέλλον της εταιρείας.
- Στη χρήση 2012 παρατηρούμε πως η στάση της Grant Thornton αλλάζει. Πιο συγκεκριμένα προχωρά σε άρνηση γνώμης, καθώς υποστηρίζει πως δεν κατέστη εφικτό να συγκεντρώσει επαρκή και κατάλληλα ελεγκτικά τεκμήρια εξαιτίας σοβαρών γεγονότων που θέτουν υπό αμφισβήτηση τη συνέχιση της πορείας της Ηλεκτρονικής. Στη βάση για αδυναμία έκφρασης γνώμης, που παραθέτει, συμπεριλαμβάνεται αρχικά το πρόστιμο ύψους 79 εκ. ευρώ, που της επιβλήθηκε για υποτιθέμενη συμμετοχή σε φορολογική απάτη και επιβάρυνε σε μεγάλο βαθμό τη ρευστότητα και αξιοπιστία της εταιρείας. Η εταιρεία εμφάνισε το πρόστιμο αυτό ως ενδεχόμενη φορολογική υποχρέωση και καθώς μέχρι την ημερομηνία υπογραφής της έκθεσης ελέγχου δεν είχε εκδοθεί οριστική απόφαση από την εκδίκαση της υπόθεσης, οι ελεγκτές τόνισαν πως δεν δύνανται να προσδιορίσουν το ακριβές ποσό των υποχρεώσεων ως την τελική διευθέτηση της κατάστασης. Επιπρόσθετα, η εμφάνιση αρνητικών ιδίων κεφαλαίων στις οικονομικές καταστάσεις και το

γεγονός πως στη συγκεκριμένη χρήση οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις υπερέβαιναν κατά πολύ το κυκλοφορούν ενεργητικό, ενίσχυσαν τις επιφυλάξεις των ελεγκτών σχετικά με τη δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει απρόσκοπτα τις δραστηριότητές της.

- Στη χρήση 2013 η αρμόδια ελεγκτική εταιρεία αλλάζει και αναλαμβάνει η PKF Ευρωελεγκτική. Η ίδια στην έκθεση ελέγχου εξέφρασε σύμφωνη γνώμη με θέμα έμφασης και όχι επιφύλαξης, επισημαίνοντας και αυτή με τη σειρά της την ύπαρξη αρνητικών ιδίων κεφαλαίων στον ισολογισμό του Ομίλου, που συνεχίστηκαν και σε αυτή τη χρήση, καθώς και την ανάγκη λήψης μέτρων κατάλληλων για κεφαλαιακή αναδιάρθρωση.
- Στη χρήση 2014 οι ελεγκτές της PKF διατύπωσαν εκ νέου σύμφωνη γνώμη με θέμα έμφασης. Στις παρατηρήσεις τους ανέφεραν το γεγονός πως τα ίδια κεφάλαια του ομίλου και της εταιρείας έχουν καταστεί αρνητικά και πως οι υπάρχουσες διαφορές φορολογικού ελέγχου για τις οποίες είχαν προσφύγει στα αρμόδια φορολογικά δικαστήρια δεν έχουν ακόμα οριστικοποιηθεί, δυσχεραίνοντας την ακριβή εκτίμηση του τελικού αποτελέσματος.

4.3.2.3 Πορεία ιδιοκτητών μετά την πτώχευση

Παρά το γεγονός ότι η εταιρεία αντιμετώπιζε σημαντικά προβλήματα, που άρχισαν να διαφαίνονται ήδη από το 2015, η οικογένεια Στρούτση φαινόταν να αυξάνει τα περιουσιακά στοιχεία της στον Παρνασσό, στις Κεχριές και στα βόρεια προάστια. Το Πάσχα του 2016 η εταιρεία πλήρωσε κανονικά τους εργαζομένους στα καταστήματά της μαζί με το δώρο του Πάσχα, αλλά ξαφνικά κατέθεσε αίτηση πτώχευσης. Στην υπόθεση πτώχευσης του ομίλου Ηλεκτρονικής Αθηνών εντύπωση προκαλεί η ταχύτητα με την οποία κινήθηκε η όλη διαδικασία της πτώχευσης.

Για το σκοπό αυτό, αξίζει να σταθούμε σε τρεις ημερομηνίες: Στις 11 Μαρτίου 2016 κατατίθεται η αίτηση πτώχευσης και στις 16 Μαρτίου 2016, δηλαδή μετά από έξι μέρες, παρότι μεσολαβεί Σαββατοκύριακο, το δικαστήριο συνεδριάζει για να βγάλει απόφαση υπέρ του αιτήματος πτώχευσης της Ηλεκτρονικής. Έπειτα στις 6 Απριλίου 2016 δημοσιεύεται η απόφαση και μέχρι τις 13 Απριλίου του 2016, δηλαδή μέσα σε έναν μήνα καθαρογράφεται και η απόφαση. Πρόκειται για χρόνους πρωτόγνωρους για την ελληνική πραγματικότητα και εκδίκαση απόφασης από τη Δικαιοσύνη σε

χρόνο ρεκόρ, αφού συνήθως οι διαδικασίες πτώχευσης στην πλειοψηφία τους απαιτούν χρόνο πάνω από έξι μήνες. Αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν οι εργαζόμενοι και οι πιστωτές της να μην προλάβουν να αντιδράσουν, αφού η αίτηση πτώχευσης κατατέθηκε και εκδικάστηκε μετά από πέντε μέρες. Το παράδοξο στην όλη υπόθεση βρίσκεται στο γεγονός πως την ίδια περίοδο ο δικηγορικός σύλλογος βρισκόταν σε απεργία με αποτέλεσμα να εκδικάζονται μόνο συγκεκριμένες υποθέσεις. Ωστόσο αξίζει να σημειωθεί πως μέλος της διοίκησης της Ηλεκτρονικής υπήρξε ο αρεοπαγίτης Λουκάς Λυμπερόπουλος, σύζυγος της μετόχου της εταιρείας Παρασκευής Στρούτση και αντιπρόεδρος της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων.

4.3.3 SPRIDER STORES

4.3.3.1 Ιστορική Αναδρομή

Η εταιρεία Sprider Stores αποτέλεσε ένα ισχυρό δίκτυο λιανικής πώλησης ειδών ένδυσης και υπόδησης. Ιδρύθηκε το 1971 από την οικογένεια Αργυρού, έχοντας αρχικά ως κύριο αντικείμενο την παράγωγή και διανομή μαγιό και ειδών θαλάσσης, ενώ το 1999 το 80% εξαγοράστηκε από τον όμιλο Χατζηιωάννου. Από το σημείο αυτό και έπειτα η εταιρεία γνώρισε ιδιαίτερη ανάπτυξη, αφού από τα 20 καταστήματα που διέθετε το 1999, έφτασε στο απόγειό της να διαθέτει 110 στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια και να απασχολεί συνολικά περίπου 890 εργαζόμενους. Οι ανοδικές τάσεις στην πορεία της την οδήγησαν μάλιστα το 2004 να εισέλθει στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η Sprider χάρη στις στρατηγικές εμπορικές συνεργασίες της αναδείχθηκε γρήγορα σε μια από τις ισχυρότερες και πιο αναγνωρίσιμες αλυσίδες ολοκληρωμένης ένδυσης και υπόδησης για όλη την οικογένεια στην Ελλάδα. Όπως αναφερόταν και στην ιστοσελίδα της, γρήγορα έγινε η μεγαλύτερη ελληνική πολυεθνική αλυσίδα «Οικονομικής Μόδας», με πολλούς να την παρομοιάζουν ως ελληνική πτυχή της επιτυχημένης συνταγής «ZARA».

Ωστόσο σταδιακά άρχισε να επέρχεται σημαντική μείωση στα έσοδα της εταιρείας και να εμφανίζονται ζημιές, που με τον καιρό συσσωρεύονταν. Τελικά η Sprider την 1^η Οκτωβρίου 2013 ανακοίνωσε την αναστολή λειτουργίας των καταστημάτων της και τον Ιανουάριο του 2014 οδηγήθηκε σε οριστική πτώχευση. Στην αρνητική αυτή εξέλιξη, που έπληξε παράλληλα σημαντικό τμήμα της ελληνικής αγοράς, καθοριστικό ρόλο έπαιξαν οι εξής παράγοντες:

- Διεθνής οικονομική ύφεση: Η εταιρεία στην αναγγελία της πτώχευσής της ανέφερε ως μείζονα παράγοντα, που συνετέλεσε στην αρνητική εξέλιξη της πορείας της, την παρατεταμένη ύφεση της ελληνικής οικονομίας ως αποτέλεσμα γενικότερα των αρνητικών διεθνών συγκυριών. Το γεγονός αυτό, που ερμηνεύτηκε με τον περιορισμό του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών και την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης, έπληξε σημαντικότερα ολόκληρο τον κλάδο του λιανεμπορίου. Από την πλευρά της η Sprider αποδείχθηκε περισσότερο ευάλωτη λόγω της υπερβολικής επέκτασης των δραστηριοτήτων της τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Αυτό είχε

ως αποτέλεσμα η εταιρεία να εμφανίζει, ήδη από την αρχή της κρίσης το 2009, μειωμένο κύκλο εργασιών και τελικά να καταστεί ζημιογόνος. Η διαφορά μάλιστα σε σχέση με την προηγούμενη προσοδοφόρο πενταετία (2004-2008), στη διάρκεια της οποίας η Sprider Stores κατάφερε να υπερδιπλασιάσει τον κύκλο εργασιών της από τα 65 εκατ. ευρώ στα 163 εκατ. ευρώ και να παραγάγει προς όφελος των μετόχων της συνολικά κέρδη 55 εκατ. ευρώ, ήταν εμφανής και φανερώνει το βαθμό στον οποίο υπέστη πλήγμα από την οικονομική κρίση.

- Αρνητική στάση τραπεζών: Η Sprider ακολούθησε μία έντονα επεκτατική στρατηγική εντός κι εκτός Ελλάδας, βασιζόμενη σε μεγάλο βαθμό σε δανειακές συμβάσεις που είχε συνάψει με μεγάλες τράπεζες. Υπολογίζεται ότι από το σύνολο των 96 εκ. που της καταλογίστηκε ως τελικό ποσό οφειλών, τα 60 εκ. αντιστοιχούσαν σε τραπεζικό δανεισμό. Σύμφωνα λοιπόν με την ίδια, η αδιάλλακτη και αρνητική στάση των τραπεζών να συνεχίσουν την υφιστάμενη έως τότε χρηματοδότηση αποτέλεσε και τον βασικότερο λόγο αυτής της δυσμενούς εξέλιξης.
- Καταστροφή ιδιόκτητων εγκαταστάσεων από πυρκαγιά: Τον Φεβρουάριο του 2012 η εταιρεία υπέστη ολοσχερή καταστροφή από καταστροφική φωτιά που ξέσπασε στα κεντρικά γραφεία και τις αποθήκες της επιχείρησης στην Ανθούσα. Το γεγονός αυτό αποτέλεσε ισχυρό πλήγμα για την εταιρεία και σύμφωνα με πολλούς σηματοδότησε και την αρχή της κατάρρευσής της. Σύμφωνα με την διοίκηση, αιτία θεωρήθηκε η άρνηση των ασφαλιστικών να την αποζημιώσουν μετά την αποκάλυψη του εισαγγελικού πορίσματος, που ανέφερε ότι η φωτιά προκλήθηκε από προσχεδιασμένο εμπρησμό των εγκαταστάσεών της με σκοπό την είσπραξη του ασφαλιζόμενου κεφαλαίου, ύψους 16.000.000 ευρώ. Στα πλαίσια αυτά, τον Δεκέμβριο του 2012 ο εισαγγελέας Πρωτοδικών άσκησε ποινική δίωξη κατά των Σάββα και Αθανασίου Χατζηγιωάννου καθώς και κατά των υπολοίπων πρώην μελών του Δ.Σ. της αλυσίδας για το αδίκημα της ηθικής αυτουργίας σε εμπρησμό, της απάτης σε βάρος ασφαλιστικών εταιριών, καθώς και της απόπειρας απάτης. Η συγκεκριμένη ήταν η τέταρτη πυρκαγιά που εκδηλωνόταν σε εγκαταστάσεις

της Sprider Stores, καθώς είχε προηγηθεί η φωτιά το 2004 στην τότε κεντρική της αποθήκη, καθώς επίσης και η καταστροφή τριών ακόμα καταστημάτων της από πυρκαγιά στη Δάφνη και τη Λυκόβρυση, αλλά και στο κατάστημά της στην Ερμού τον Δεκέμβριο του 2008.

- Ανεπιτυχής προσπάθεια ένταξης στο άρθρο 99: Τα παραπάνω γεγονότα είχαν ως αποτέλεσμα τον Ιανουάριο του 2013 η Sprider να υποβάλει αίτημα υπαγωγής στο άρθρο 99. Ωστόσο τον Μάιο του ίδιου έτους η αίτηση απορρίφθηκε από το Πολυμελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης, γεγονός που επιδείνωσε πρόσθετα την κατάσταση και ενίσχυσε τη δυσπιστία των τραπεζών απέναντί της. Η εταιρεία άσκησε κατόπιν αυτού έφεση, καταφέροντας να εξασφαλίσει παράταση χρόνου, ενώ ταυτόχρονα παρέτεινε την ισχύ προσωρινής διαταγής με την οποία αναστέλλονταν τα ατομικά καταδιωκτικά μέτρα των πιστωτών. Παρ' όλες όμως τις προσπάθειες που έγιναν, η εταιρεία προχώρησε τελικά την 1^η Οκτωβρίου σε αναστολή της λειτουργίας όλων των καταστημάτων της.

Το κλείσιμο των καταστημάτων της και κατά συνέπεια η εκμνησίση των εσόδων της εταιρείας οδήγησαν τελικά το δικαστήριο να κηρύξει σε κατάσταση πτώχευσης την αλυσίδα Sprider τον Ιανουάριο του 2014. Συγκεκριμένα, η απόφαση αυτή προήλθε ύστερα από αίτηση πτώχευσης που είχε καταθέσει προηγουμένως κατά της εταιρείας προμηθευτής της, που της μίσθωνε συστήματα πληροφορικής. Το δικαστήριο ενέκρινε τελικά την αίτηση πτώχευσης λόγω και του ότι η Sprider έφτασε να χρωστά συνολικά 95,5 εκατ. ευρώ σε τρίτους (Δημόσιο, προμηθευτές κτλ) και είχε περιέλθει σε μόνιμη αδυναμία να αντιμετωπίσει τα ληξιπρόθεσμα και απαιτητά χρέη της. Στα πλαίσια αυτά, οι πιστωτές κλήθηκαν σε συνέλευση ώστε να εξετάσουν τις προοπτικές συνέχισης της επιχείρησης και να προτείνουν πιθανά σχέδια αναδιοργάνωσης. Από τη στιγμή, μάλιστα, που η επιχείρηση κηρύχθηκε σε κατάσταση πτώχευσης, ξεκίνησε η διαδικασία εκκαθάρισης κατά την οποία σύμφωνα με τον σύνδικο, πρώτα αποφασίστηκε να αποζημιωθεί το Δημόσιο για είσπραξη του Φ.Π.Α. κι αμέσως μετά οι εργαζόμενοι, ώστε να λάβουν τα δεδουλευμένα και τις αποζημιώσεις τους.

4.3.3.2 Έκθεση ελεγκτή και παρατηρήσεις

Οι εκθέσεις ελέγχου, που δημοσιεύτηκαν από την αρμόδια ελεγκτική εταιρεία Grant Thornton την τελευταία πενταετία πριν το κλείσιμο της επιχείρησης, παραθέτουν σημαντικά στοιχεία σχετικά με τη βιωσιμότητα της επιχείρησης και τα πιθανά αίτια που δυσχέραιναν την ομαλή λειτουργία της. Κάνοντας μια χρονολογική ανασκόπηση, διαπιστώνουμε ότι:

- Τα έτη 2008-2010 οι ελεγκτές εκφράζουν απλή σύμφωνη γνώμη, δηλώνοντας πως οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας Sprider εκφράζουν εύλογα και από κάθε ουσιώδη άποψη την οικονομική κατάσταση της Εταιρείας.
- Στη χρήση 2011 ο αρμόδιος ορκωτός ελεγκτής εκφράζει σύμφωνη γνώμη με θέμα έμφασης, επιστώντας την προσοχή των ενδιαφερομένων σε ένα κοινοπρακτικό ομολογιακό δάνειο συνολικού ποσού € 22.600.000 για το οποίο η εταιρεία βρίσκεται σε διαδικασία διαπραγμάτευσης με τα πιστωτικά ιδρύματα με σκοπό τον επανακαθορισμό των δανειακών όρων. Επιπλέον ο ελεγκτής επισημαίνει το γεγονός πως οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της υπερβαίνουν κατά πολύ το κυκλοφορούν ενεργητικό, με τη διαφορά να φτάνει τα € 25.386.000 και € 28.457.000 σε επίπεδο Εταιρείας και Ομίλου αντίστοιχα. Ωστόσο αναφέρει πως η διαφορά αυτή μπορεί να εξαιρεωθεί με την κατάλληλη επαναδιαπραγμάτευση του υφιστάμενου δανεισμού της μητρικής εταιρείας και τη λήψη αναδιαρθρωτικών μέτρων από την πλευρά της διοίκησης.
- Όσον αφορά τη χρήση 2012 η ορκωτή ελέγκτρια προχωρά σε άρνηση γνώμης, σημειώνοντας ως βάση για την αδυναμία έκφρασης γνώμης τους εξής παράγοντες: α) την αναμονή για την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου κοινοπρακτικού δανείου της μητρικής Εταιρείας συνολικού ποσού € 26.200.000, β) την ύπαρξη αρνητικού κεφαλαίου κίνησης στην Εταιρεία, γ) τα αρνητικά ίδια κεφάλαια της μητρικής Εταιρείας και του Ομίλου, δ) τη χρηματοοικονομική επιβάρυνση του Ομίλου από συγγενή της επιχείρηση, την FASHION LOGISTICS A.E., από την οποία ζητείται η επιστροφή ποσού επιχορήγησης ποσού ύψους 2.045.000€ που είχε λάβει στα πλαίσια αναπτυξιακού νόμου για την πραγματοποίηση επένδυσης. Εν τέλει κρίθηκε πως δεν δικαιούταν το ποσό αυτό, καθώς χαρακτηρίζεται ως μεγάλου

μεγέθους επιχείρηση από τη στιγμή που τα αποτελέσματά της ενοποιούνταν στα αποτελέσματα του ομίλου Sprider Stores. Τέλος, ε) εγείρεται αμφιβολία σχετικά με τον σχηματισμό επαρκούς πρόβλεψης που απαιτείται για την εύλογη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας εξαιτίας της καταστροφής των βιβλίων και στοιχείων της εταιρείας από την πυρκαγιά της 13/2/2012. Κατά συνέπεια απαιτήθηκε η εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 32 του νόμου 2238/1994 περί εξωλογιστικού προσδιορισμού του καθαρού εισοδήματος της επιχείρησης για τις ανέλεγκτες χρήσεις 2009 έως 2011, χωρίς τον οποίο δεν δύναται να καταστεί εφικτή η απόκτηση επαρκών και κατάλληλων ελεγκτικών τεκμηρίων για τη θεμελίωση ελεγκτικής γνώμης.

4.3.3.3 Πορεία ιδιοκτητών μετά την πτώχευση

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι ο πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της εισηγμένης Sprider Νικόλαος Βαρσάμης, συνελήφθη στις 28 Ιανουαρίου 2014 λόγω χρεών της εταιρείας προς το δημόσιο ύψους 1,15 εκατ. ευρώ. Ο ίδιος μπήκε στο διοικητικό συμβούλιο μόλις στις 28 Ιουνίου 2013 χωρίς ουσιαστικά να κατέχει ούτε μία μετοχή, ενώ την ίδια ώρα είχαν αποσυρθεί από τη διοίκηση όλα τα μέλη της οικογένειας των βασικών μετόχων, δηλαδή της οικογένειας Χατζηγιωάννου. Εξίσου παράδοξο φαίνεται το γεγονός πως ο ίδιος δεν είχε καμιά προηγούμενη προϋπηρεσία στο αντικείμενο της εισηγμένης (ένδυση, λιανικό εμπόριο).

Παράλληλα, ο κ. Γιάννης Κομνηνός, μέλος της Ομοσπονδίας Ιδιωτικών Υπαλλήλων, είχε καταφερθεί ενάντια στη διοίκηση της Sprider όσο και της Ηλεκτρονικής Αθηνών πως από τα bazaar της εταιρείας που έγιναν πριν το κλείσιμό της, πραγματοποιήθηκαν μεγάλες μεταφορές χρημάτων σε προσωπικούς λογαριασμούς των ιδιοκτητών.

4.4 Χρηματοοικονομική Ανάλυση - Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διαπιστωθεί εάν μέσα από την ανάλυση αριθμοδεικτών το διάστημα πριν την οριστική κατάρρευση των προαναφερθέντων τριών επιχειρήσεων προκύπτουν ισχυρές ενδείξεις που να θέτουν υπό αμφισβήτηση την πορεία των επιχειρήσεων, γεγονός που θα μπορούσε να προϊδέασει τους εκάστοτε ιθύνοντες και να προβληματίσει τα ενδιαφερόμενα μέρη, ώστε να λάβουν έγκαιρα τα κατάλληλα αναδιαρθρωτικά μέτρα.

Στα πλαίσια αυτά επιλέχθηκαν να εξεταστούν αριθμοδείκτες για τις τρεις παραπάνω πτωχευμένες εταιρείες που να καλύπτουν όλα τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης, όπως η ρευστότητα, η αποδοτικότητα των κεφαλαίων, η κεφαλαιακή διάρθρωση και η φερεγγυότητα. Για τον υπολογισμό των συγκεκριμένων αριθμοδεικτών χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία που αντλήθηκαν από τους ετήσιους Ισολογισμούς και τις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης κάθε επιχείρησης.

Όσον αφορά την επιλογή των κατάλληλων αριθμοδεικτών, δόθηκε ιδιαίτερη έμφαση στις έρευνες των Mutchler (1984) και LaSalle and Anandarajan (1996), που καταδεικνύουν πως οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες, όπως τους συμβουλεύονται και οι ορκωτοί ελεγκτές στην εκτίμησή τους για την ικανότητα της επιχείρησης να συνεχίσει τη δραστηριότητά της είναι οι εξής πέντε δείκτες:

1. Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες / Σύνολο Υποχρεώσεων
2. Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
3. Ίδια Κεφάλαια / Ξένα Κεφάλαια
4. Ξένα Κεφάλαια / Σύνολο Ενεργητικού
5. Σύνολο Υποχρεώσεων / Σύνολο Ενεργητικού

Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης στους παραπάνω αριθμοδείκτες προστέθηκαν ορισμένοι ακόμα και οι τελικοί αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν αναλύονται ως εξής:

1. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Ο αριθμοδείκτης αυτός καλείται Current Ratio ή και έμμεση ρευστότητα και ιστορικά είναι ο πρώτος αριθμοδείκτης που χρησιμοποιήθηκε από τους αναλυτές, καθώς θεωρήθηκε ως ο πλέον σημαντικός. Παράλληλα δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Φυσιολογική θεωρείται η σχέση, όταν το Κυκλοφορούν Ενεργητικό είναι διπλάσιο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, όταν δηλαδή ο αριθμοδείκτης είναι ίσος με 2. Συγκριμένα, εάν ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας είναι 2 ή μεγαλύτερος θεωρείται ότι η επιχείρηση έχει ικανοποιητική ρευστότητα και κατά συνέπεια ικανοποιητικό περιθώριο ασφάλειας των πιστωτών, ώστε να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις της.

2. Δείκτης Άμεσης Ταμειακής Ρευστότητας II = Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας είναι ένας δυναμικός δείκτης, καθώς λαμβάνει υπόψη τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης που αφορούν ολόκληρη τη χρήση, σε αντίθεση με τον δείκτη γενικής ρευστότητας που εξετάζει τη ρευστότητα μόνο στο τέλος της χρήσης. Με ιδανικότερο σενάριο την τιμή 1 υποδηλώνει σε τι βαθμό η επιχείρηση μπορεί να αποπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από τα μετρητά που παράγει, εξαιρώντας δηλαδή την εξωτερική χρηματοδότηση.

3. Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

Ο δείκτης κεφαλαίου κίνησης χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της ρευστότητας μιας επιχείρησης, διαιρώντας το Κεφάλαιο Κίνησης με το Σύνολο Ενεργητικού. Το Κεφάλαιο Κίνησης ισοδυναμεί με τη διαφορά μεταξύ του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και του συνόλου των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων και απεικονίζει το περιθώριο ασφάλειας των βραχυπρόθεσμων πιστωτών και δανειστών αλλά και της ίδιας της επιχείρησης. Όπως ισχύει και με τους υπόλοιπους αριθμοδείκτες ρευστότητας, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης.

4. Αριθμοδείκτης Μόγλευσης = Ίδια Κεφάλαια / Ξένα Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης Ίδια προς Ξένα κεφάλαια χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί εάν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση. Συγκεκριμένα, όταν ο αριθμοδείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας η δανειακή επιβάρυνση είναι μικρή, καθώς η καθαρή θέση καλύπτει το ξένο κεφάλαιο. Αντίθετα, όταν ο αριθμοδείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, η δανειακή επιβάρυνση είναι μεγάλη. Γενικά, θεωρείται ότι το κατώτατο ανεκτό όριο αναλογίας του Ιδίου Κεφαλαίου επί του συνολικού ύψους του Παθητικού είναι 25%. Η πτώση αυτής της αναλογίας κάτω του 25% κρίνεται επικίνδυνη, γιατί οποιαδήποτε και αν είναι η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων, μια υποτίμησή τους λόγω νομισματικών κρίσεων κ.λπ., μπορεί να εκμηδενίσει τα Ίδια Κεφάλαια, με συνέπεια την αδυναμία αποπληρωμής των υποχρεώσεών της. Έτσι, η επιχείρηση περιέρχεται στους πιστωτές. Μία υψηλή εξάλλου αναλογία των Ιδίων Κεφαλαίων εξασφαλίζει την ανεξαρτησία της επιχείρησης και εγγυάται τη σταθερότητά της.

5. Ξένα Κεφάλαια / Σύνολο Ενεργητικού

Ο δείκτης αυτός δείχνει τι ποσοστό του συνόλου των κεφαλαίων ή του ενεργητικού αποτελούν τα ξένα κεφάλαια και παρέχει πληροφόρηση για το βαθμό προστασίας που παρέχεται στους πιστωτές από το σύνολο των κεφαλαίων της επιχείρησης. Ένας σχετικά χαμηλός αριθμοδείκτης είναι ενδεικτικός ενός υψηλού βαθμού προστασίας των πιστωτών σε περίπτωση χρεοκοπίας και επομένως δείχνει μια αυξημένη δυνατότητα της επιχείρησης να προβεί σε πρόσθετο δανεισμό.

6. Αριθμοδείκτης Μακροπρόθεσμου Δανεισμού προς Ίδια Κεφάλαια = Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (%)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τη σχετική σημασία του μακροπρόθεσμου χρέους προς τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας.

7. Αριθμοδείκτης Δανειακής – Τραπεζικής Επιβάρυνσης (Gearing Ratio) = Τραπεζικές Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης αυτός εκφράζει το ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων προς τραπεζικά ιδρύματα σχετικά με τα Ίδια Κεφάλαια της εταιρείας και δείχνει το βαθμό προστασίας των τραπεζικών δανείων από τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

8. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) = Καθαρά Κέρδη / Ίδια Κεφάλαια

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης συγκρίνει το ύψος των κερδών που είναι διαθέσιμο στους ιδιοκτήτες σε μία συγκεκριμένη χρήση με το κεφάλαιο των ιδιοκτητών στην επιχείρηση. Δείχνει την αποδοτικότητα των επενδύσεων των μετόχων, δηλαδή παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Παράλληλα προσδιορίζει το κατά πόσο οι επενδύσεις στην επιχείρηση είναι ή όχι ελκυστικές. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο αποτελεσματικότερη κρίνεται η διαχείριση των εταιρικών κεφαλαίων.

9. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Επενδύσεων (ROA) = Κέρδη προ φόρων / Συνολικά Κεφάλαια

Ο δείκτης αυτός συγκρίνει το ύψος των κερδών που είναι διαθέσιμο στους ιδιοκτήτες μια συγκεκριμένη περίοδο με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Χρησιμοποιείται ως μέτρο της επιτυχίας μιας επιχείρησης και αντανακλά την ικανότητά της να παράγει κέρδη. Επιπλέον παρέχει μια ένδειξη του κατά πόσο αποτελεσματικά η διοίκηση αξιοποιεί τα Συνολικά Κεφάλαια (Ίδια και Ξένα) για να παράγει κέρδη, ανεξάρτητα του τρόπου κατανομής της αποδοτικότητας αυτής μεταξύ των Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων.

10. Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

Τα παρακρατηθέντα κέρδη ή αλλιώς κέρδη εις νέον αποτελούν τα τελικά κέρδη (ή ζημίες) που αυξάνουν (ή μειώνουν) το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ύστερα από την πληρωμή των φόρων, των αμοιβών Δ.Σ. και των μερισμάτων. Αρνητικά παρακρατηθέντα κέρδη σημαίνει ότι η εταιρεία αντιμετωπίζει προβλήματα στη λειτουργία της, με αποτέλεσμα τη μείωση της περιουσίας των μετόχων. Αντίθετα μια υψηλή τιμή αυτού του δείκτη δείχνει ότι η χρηματοδότηση νέων επενδύσεων και των περιουσιακών στοιχείων έγινε με τη χρήση των παρακρατηθέντων κερδών, χωρίς η επιχείρηση να χρειαστεί να καταφύγει σε δανεισμό.

11. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Ο δείκτης αυτός παρέχει μια εκτίμηση για το βαθμό αξιοποίησης των καθαρών περιουσιακών στοιχείων από την επιχείρηση και τη συμβολή τους στη διενέργεια των πωλήσεων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης, τόσο καλύτερη κρίνεται η οργάνωση της επιχείρησης και αποδοτικότερη η χρησιμοποίηση του Ενεργητικού. Συνήθως σε επιχειρήσεις εντάσεως κεφαλαίου ο αριθμοδείκτης προκύπτει μικρότερος της μονάδας, ενώ σε επιχειρήσεις εντάσεως κυκλοφορούντων μέσων μεγαλύτερος της μονάδας. Επιπλέον, μια χαμηλή τιμή του δείκτη υποδηλώνει μη αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης από τη διοίκηση, ενώ ένα υπερβολικά υψηλό ποσοστό υποδηλώνει υπεραυξημένη επιχειρηματική δραστηριότητα και υπερεπένδυση σε στοιχεία του Ενεργητικού.

12. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων = Ετήσιες Πωλήσεις / Μέσες Απαιτήσεις

$$\text{Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων} = 365 / \text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Απαιτήσεων}$$

Ο δείκτης αυτός μετρά πόσο γρήγορα μια επιχείρηση εισπράττει μετρητά ή το πόσες φορές κατά μέσο όρο εισπράττονται οι απαιτήσεις μέσα στη χρήση. Ένας σχετικά υψηλός αριθμοδείκτης μπορεί να δείχνει αυστηρή πιστωτική πολιτική ή ακόμα και αδυναμία χορήγησης πιστώσεων. Αντίθετα, ένας σχετικά χαμηλός δείκτης μπορεί να οφείλεται σε υπερβολική χορήγηση πιστώσεων, δηλαδή χαλαρή πιστωτική πολιτική με σκοπό την αύξηση των πωλήσεων ή αδυναμία πληρωμής εκ μέρους των πελατών ή ανικανότητα είσπραξης εκ μέρους της επιχείρησης. Με βάση τον αριθμοδείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας των απαιτήσεων υπολογίζεται η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων, που αντιπροσωπεύει το μέσο αριθμό ημερών για τις οποίες η εταιρεία πρέπει να αναμένει, ώσπου οι απαιτήσεις της να μετατραπούν σε μετρητά.

13. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων = Κόστος Πωληθέντων / Μέσα Αποθέματα

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων} = 365 / \text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Αποθεμάτων}$$

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει πόσες φορές μέσα στη συγκεκριμένη εξεταζόμενη περίοδο έχουν πουληθεί τα αποθέματα. Στα αποθέματα μιας εμπορικής επιχείρησης λαμβάνονται υπόψη μόνο τα εμπορεύματα, ενώ σε μια βιομηχανική επιχείρηση περιλαμβάνονται οι πρώτες ύλες, τα ημικατεργασμένα και τα έτοιμα

προϊόντα. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο αποτελεσματικότερη θα εμφανίζεται η επιχείρηση στην αγορά και την πώληση αγαθών, με μικρή επένδυση σε αποθέματα, που μπορεί να οφείλεται σε μεθόδους αποτελεσματικής διαχείρισης των αποθεμάτων, όπως “just-in-time”. Όσο μικρότερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο τα σταθερά έξοδα επιμερίζονται σε περισσότερες μονάδες προϊόντων και συνεπώς μειώνεται το κατά μονάδα κόστος, δηλαδή τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Για τον λόγο αυτό οι επιχειρήσεις θα πρέπει να τηρούν το ελάχιστο ποσό αποθεμάτων που χρειάζονται, διότι έτσι ελαχιστοποιούν το κόστος κεφαλαίων που δεσμεύουν σε αποθέματα, μειώνουν τις δαπάνες αποθήκευσης και μειώνουν τον κίνδυνο μη πώλησης ή αλλοίωσης των αποθεμάτων. Εάν διαιρέσουμε την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων με τον αριθμό των ημερών του ημερολογιακού έτους προκύπτει πόσες ημέρες χρειάζονται για να πουληθούν τα αποθέματα.

14. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Υποχρεώσεων = Ετήσιες Αγορές / Μέσο υπόλοιπο Προμηθευτών
Μέση Διάρκεια Εξόφλησης Προμηθευτών = 365 / Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Υποχρεώσεων (προς Προμηθευτές)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τον μέσο όρο προθεσμίας εξόφλησης των υποχρεώσεων προς τους Προμηθευτές, δηλαδή για πόσες μέρες κατά μέσο όρο οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις παραμένουν απλήρωτες. Ωστόσο ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης πρέπει να εκτιμάται σε σχέση με τον αριθμοδείκτη Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων και με τη φύση της επιχείρησης. Έτσι, λοιπόν, αν προκύψει μεγαλύτερος ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων δημιουργούνται αρνητικές συνέπειες για την εταιρεία, καθώς δεν είναι σε θέση να αποπληρώνει έγκαιρα τις υποχρεώσεις της, λόγω χαμηλής ρευστότητας. Σε αντίθετη περίπτωση η επιχείρηση αποτελεί πολύ σημαντικός πελάτης για τους προμηθευτές της, που ανταγωνιζόμενοι μεταξύ τους προσφέρουν πολύ μεγάλα χρονικά περιθώρια για την πληρωμή των υποχρεώσεών της.

15. Μέση Διάρκεια Λειτουργικού Κύκλου = Μέση Διάρκεια Εισπράξεων Απαιτήσεων + Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων

Λειτουργικός κύκλος καλείται ο χρόνος που απαιτείται και μεσολαβεί από την απόκτηση εμπορευμάτων ή πρώτων υλών και τη μετατροπή αυτών σε προϊόντα μέχρι

την πώληση των εμπορευμάτων / προϊόντων και την είσπραξη του αντίστοιχου τιμήματος.

16. Μέση Διάρκεια Εμπορικού Κύκλου = Μέση Διάρκεια Λειτουργικού Κύκλου – Μέση Διάρκεια Αποπληρωμής Προμηθευτών

Ο Εμπορικός Κύκλος απεικονίζει τις ημέρες δέσμευσης του Κεφαλαίου Κίνησης και προκύπτει εάν από τον Λειτουργικό Κύκλο αφαιρεθεί η Μέση Διάρκεια Αποπληρωμής των Προμηθευτών. Όσο μεγαλύτερος είναι ο εμπορικός κύκλος τόσο υψηλότερες επενδύσεις σε κεφάλαια κίνησης απαιτούνται.

5.2 Περιορισμοί στη χρήση των αριθμοδεικτών

Ωστόσο, προτού προχωρήσουμε στην χρηματοοικονομική ανάλυση των στοιχείων των Ισολογισμών από τις παραπάνω περιπτώσεις εταιρειών που αναφέρθηκαν, χρειάζεται να τονιστούν και ορισμένες ιδιαιτερότητες που διέπουν το συγκεκριμένο είδος ανάλυσης και μπορούν να αποτελέσουν αδυναμία για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Συγκεκριμένα, οι Harrison, Horngren, Thomas (2015) αναφέρουν πως οι αριθμοδείκτες είναι μεν χρήσιμοι αλλά δεν μπορούν να θεραπεύσουν τα πάντα και αυτό γιατί οι επιχειρηματικές αποφάσεις λαμβάνονται σε έναν αβέβαιο κόσμο. Για παράδειγμα, στη χρηματοοικονομική ανάλυση μια ξαφνική μείωση του δείκτη γενικής ρευστότητας σηματοδοτεί ένα πρόβλημα αλλά δεν προσδιορίζει τη φύση του προβλήματος. Στην περίπτωση αυτή τα αρμόδια στελέχη της επιχείρησης πρέπει να αναλύσουν τα δεδομένα για να κατανοήσουν τα αίτια της μεταβολής του δείκτη και γενικότερα να αξιολογούν όλους τους δείκτες της εταιρίας υπό το πρίσμα πρόσθετων παραγόντων, όπως η επιβράδυνση της οικονομίας, η νομοθεσία, οι διεθνείς εξελίξεις, τα οικονομικά σκάνδαλα και άλλοι παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν το οικονομικό αποτέλεσμα.

Επιπρόσθετα, για να φανούν χρήσιμοι οι αριθμοδείκτες πρέπει να αναλύονται για μια περίοδο πολλών ετών και να λαμβάνονται υπόψη όλοι οι σχετικοί παράγοντες. Κι αυτό γιατί η αξιοπιστία των δεικτών επηρεάζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τον παράγοντα του χρόνου, γεγονός που επιβεβαιώνεται μέσα από τα φαινόμενα του πληθωρισμού, της εποχικότητας και της μεταβολής των γενικότερων χρηματοοικονομικών συνθηκών.

4.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

4.5.1 Ανάλυση βραχυχρόνιας φερεγγυότητας

Αναλύοντας τη βραχυχρόνια φερεγγυότητα των τριών παραπάνω εταιρειών, που οδηγήθηκαν σε πτώχευση κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης στη χώρα μας, παρατηρούμε πως και οι τρεις εταιρείες χαρακτηρίζονται από χαμηλή και ανεπαρκή ρευστότητα ακόμα και πέντε χρόνια πριν την κατάρρευσή τους, η οποία επιδεινώθηκε αισθητά με το πέρασμα των χρόνων και τελικά τις οδήγησε σε αδιέξοδο.

1. ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					0.5609	0.6313	0.5815	0.8110	0.4485
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ		1.0114	0.9293	0.7579	0.6225	0.5267	1.1206	0.9007	
SPRIDER STORES	1.1709	1.5243	1.2306	1.0317	0.6375	0.4017			
2. ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ II									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					-0.0525	-0.1864	-0.0609	-0.1326	-0.0730
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ		0.0579	-0.1694	-0.1622	-0.1881	-0.1228	-0.2729	-0.1278	
SPRIDER STORES	0.4271	0.1988	0.1598	0.0986	0.0583	-0.1112			
3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦ. ΚΙΝ.									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					-0.2332	-0.1886	-0.2613	-0.1088	-0.4458
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ		0.0083	-0.0536	-0.1901	-0.3222	-0.4590	0.0518	-0.0513	
SPRIDER STORES	0.0673	0.1742	0.0914	0.0138	-0.2469	-0.6894			

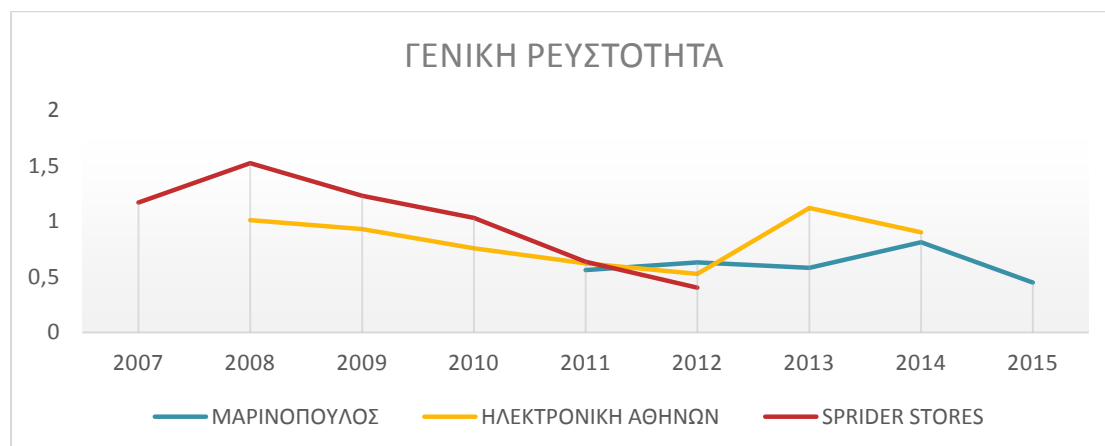
Συγκεκριμένα ο *δείκτης γενικής ρευστότητας* είναι χαμηλότερος της τιμής 2, που θεωρείται ιδανική και στις τρεις περιπτώσεις, αν και εμφανίζεται τα πρώτα χρόνια της κρίσης καλύτερος στις εταιρείες *Ηλεκτρονική Αθηνών* και *Sprider stores* σε σχέση με την *Μαρινόπουλος*.

Αντίστοιχη και ίσως πιο ξεκάθαρη εικόνα δείχνει και ο αριθμοδείκτης *Ταμειακής Ρευστότητας II* που παρουσιάζεται αρνητικός στο σύνολο σχεδόν της εξεταζόμενης περιόδου πριν την πτώχευση για τις εταιρείες *Μαρινόπουλος* και *Ηλεκτρονική Αθηνών*, ενώ καλύτερη αν και ανεπαρκής, φαίνεται να είναι η ρευστότητα της *Sprider stores* που διαφοροποιείται σε σύγκριση με τις άλλες.

Όσον αφορά τον δείκτη *Κεφαλαίου Κίνησης* διαπιστώνεται ότι κινείται επίσης σε χαμηλά επίπεδα, λαμβάνοντας αρνητικές τιμές σε όλη τη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας λειτουργίας των εταιρειών *Μαρινόπουλος* και *Ηλεκτρονική Αθηνών*, και

στη *Sprider stores* τον προτελευταίο χρόνο λειτουργίας της, όταν πια είχε αρχίσει να διαφαίνεται η προοπτική της πτώχευσης.

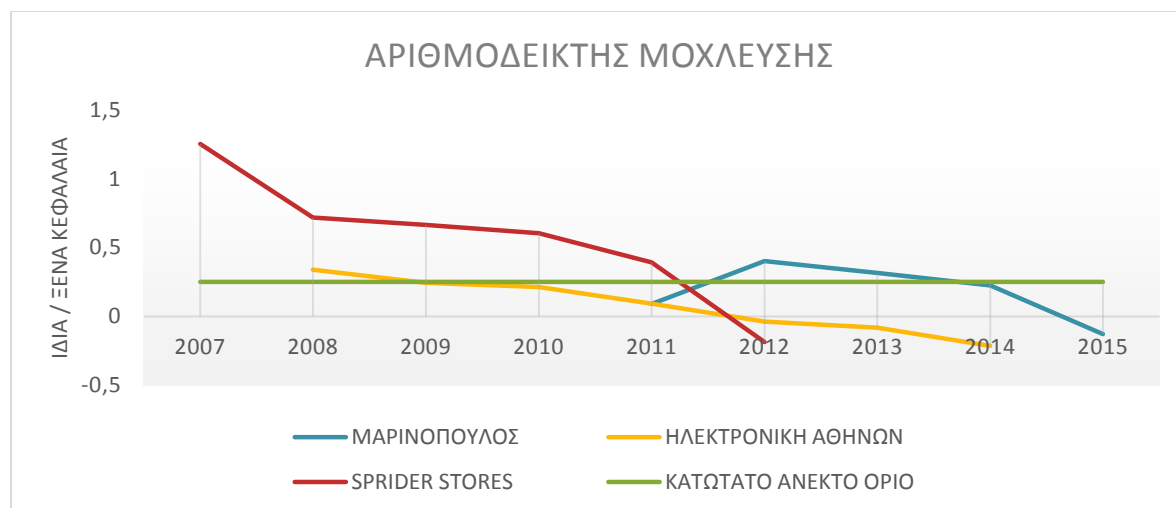
Η συγκριτική πορεία της ρευστότητας των παραπάνω εταιρειών απεικονίζεται και διαγραμματικά με τη βοήθεια του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας ως εξής:



4.5.2 Ανάλυση Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Αναλύοντας την κεφαλαιακή διάρθρωση ή τη μακροχρόνια φερεγγυότητα των τριών παραπάνω εταιρειών, προκύπτει ότι ο **δείκτης μόχλευσης** είναι κατά κύριο λόγο μικρότερος της μονάδας και στις τρεις περιπτώσεις, γεγονός που καταδεικνύει υψηλή δανειακή επιβάρυνση. Επιπλέον, ο αριθμοδείκτης αυτός συγκριτικά με το κατώτατο ανεκτό όριο αναλογίας του Ιδίου Κεφαλαίου επί του συνολικού ύψους του Παθητικού, που είναι 25%, παρατηρείται ότι είναι μικρότερος του 25% στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου για την *Ηλεκτρονική Αθηνών*, ενώ αντίθετα είναι μεγαλύτερος του 25% για τη *Sprider stores* με εξαίρεση την τελευταία περίοδο χρήσης. Όσον αφορά την εταιρεία *Μαρινόπουλος* ο δείκτης παρουσιάζει εμφανή βελτίωση στη χρήση 2012, που σηματοδοτήθηκε από την αποχώρηση της γαλλικής Carrefour και το μηδενισμό του χρέους για τον Όμιλο Μαρινόπουλο. Ωστόσο η επιθετική πολιτική εξαγορών που ακολούθησε και η λανθασμένη της στρατηγική την οδήγησαν σε περαιτέρω ύφεση και εν τέλει στην οικονομική της κατάρρευση.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ



1. Ι.Κ./Ξ.Κ.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					0.0902	0.4021	0.3155	0.2247	-0.1276
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		0.3382	0.2446	0.2145	0.0936	-0.0377	-0.0817	-0.2140	
SPRIDER STORES	1.2529	0.7185	0.6642	0.6055	0.3931	-0.1866			
2. Ξ.Κ./ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					0.9173	0.7132	0.7602	0.8166	1.1463
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		0.7360	0.8034	0.8234	0.9144	1.0392	1.0889	1.2722	
SPRIDER STORES	0.4439	0.5819	0.6009	0.6229	0.7178	1.2294			
3. ΜΑΚΡ. ΥΠ./Ι.Κ.									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					4.6675	0.7030	0.5661	1.3123	-2.3115
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		0.0462	0.2309	0.2158	0.7131	-1.7710	-7.4183	-2.7743	
SPRIDER STORES	0.0901	0.5973	0.5124	0.4947	0.1300	-0.3358			
4. ΔΑΝ. ΕΠΙΒΑΡ.									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					4.5598	0.8124	1.1242	1.6475	-3.1582*
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		0.1016	0.6996	1.5184	4.5620	-12.4776	-6.9628	-2.7295	
SPRIDER STORES	0.0232	0.5431	0.7160	0.8407	1.3991	-3.1303			

Ανάλογη είναι η εικόνα που προκύπτει από την ανάλυση του δείκτη **Ξένων Κεφαλαίων προς Σύνολο Ενεργητικού**, η τιμή του οποίου αυξάνεται και στις τρεις εταιρείες με το πέρασμα του χρόνου, γεγονός που καταδεικνύει μειωμένη προστασία των πιστωτών σε περίπτωση χρεοκοπίας. Ωστόσο στην εταιρεία *Μαρινόπουλος* αξίζει να τονιστεί πως η σχετική πτώση του αριθμοδείκτη, που εμφανίζεται στη χρήση 2012, είναι αποτέλεσμα της σχετικής αναδιάρθρωσης που επήλθε από την απόκτηση ολόκληρου του Ομίλου από τη μεριά της *Μαρινόπουλος*.

Προχωρώντας στην ανάλυση του αριθμοδείκτη **Μακροπρόθεσμου Δανεισμού προς Ίδια Κεφάλαια** διαπιστώνουμε πως στην εταιρεία *Μαρινόπουλος* παρουσιάζει πτωτική τάση στις χρήσεις 2012 και 2013, καθώς μέρος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων καθίσταται βραχυπρόθεσμο. Έτσι, λοιπόν, μπορούμε να ανατρέξουμε στο δείκτη **Τραπεζικής Επιβάρυνσης** που μας παρέχει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα και ο οποίος μετά το 2012, οπότε και αποχώρησε η μητρική Carrefour, βαίνει αυξανόμενος καθώς αντίστοιχα αυξάνεται ο δανεισμός της εταιρείας.

Ανάλογο φαινόμενο παρατηρούμε ότι συμβαίνει στην εταιρεία *Ηλεκτρονική Αθηνών* με τον αριθμοδείκτη **Μακροπρόθεσμου Δανεισμού προς Ίδια Κεφάλαια** να παρουσιάζει αισθητή μείωση τη χρήση 2010 λόγω μεταφοράς μέρους των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων σε κονδύλι των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Αντίθετα ο δείκτης **Τραπεζικής Επιβάρυνσης** αυξάνεται στο πέρασμα των ετών, ενώ στις τελευταίες χρήσεις τον ερμηνεύουμε σε απόλυτη τιμή, καθώς τα Ίδια Κεφάλαια της εταιρείας καταλήγουν να είναι αρνητικά με αποτέλεσμα ο αριθμοδείκτης να καθίσταται επίσης αρνητικός.

Παράλληλα στη *Sprider stores* ο δείκτης **Μακροπρόθεσμου Δανεισμού προς Ίδια Κεφάλαια** αυξάνεται κατακόρυφα στη χρήση 2008 με τη σύναψη ομολογιακού δανείου ύψους 35εκ.€, το οποίο στις επόμενες χρήσεις αποπληρώνεται και μέρος του καθίσταται βραχυπρόθεσμο, μειώνοντας έτσι την τιμή του δείκτη. Ωστόσο ο δείκτης **Τραπεζικής Επιβάρυνσης** φαίνεται να αυξάνεται στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου, καθώς η εταιρεία αναζητά πρόσθετο δανεισμό για να αποφύγει το αδιέξοδο.



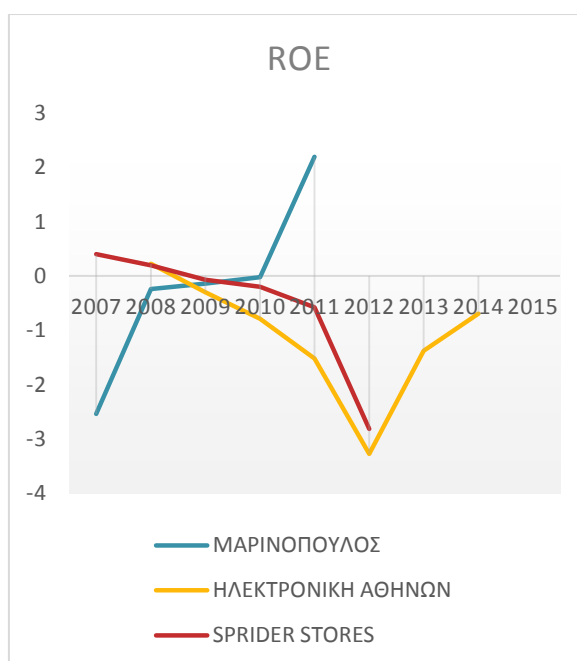
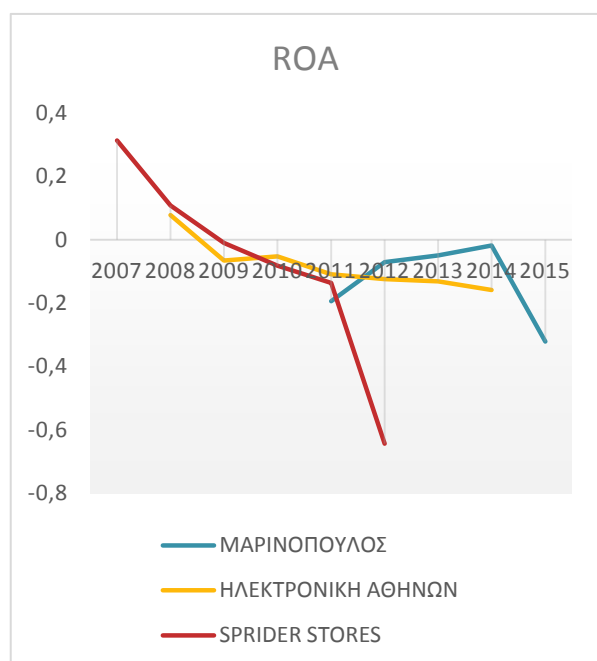
4.5.3 Ανάλυση Αποδοτικότητας

Αναλύοντας την αποδοτικότητα των παραπάνω τριών εταιρειών, παρατηρούμε πως την περίοδο πριν επέλθει η πτώχευση ο αριθμοδείκτης **Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)** και ο **Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Επενδύσεων (ROA)** βαίνουν μειούμενοι κάθε χρόνο, ενώ τα Ίδια Κεφάλαιά τους που καθίστανται αρνητικά τις τελευταίες χρήσεις λειτουργίας τους και η ανυπαρξία κερδών επηρεάζουν ανάλογα τις τιμές τους. Ειδικά στην εταιρεία *Μαρινόπουλος* και οι δύο αριθμοδείκτες προκύπτουν εξ αρχής αρνητικοί, φανερώνοντας ανικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη και μη ορθή αξιοποίηση των συνολικών κεφαλαίων από τη Διοίκηση, ενώ η αύξηση που παρατηρείται στο τέλος θεωρείται πλασματική λόγω της ύπαρξης αρνητικών Ιδίων Κεφαλαίων και Ζημιών μέσα στη χρήση. Αντίστοιχη είναι η εικόνα και στις εταιρείες *Ηλεκτρονική Αθηνών* και *Sprider stores* που έβλεπαν τις ζημίες τους να συσσωρεύονται λίγο πριν οδηγηθούν σε αδιέξοδο και τους βασικότερους δείκτες αποδοτικότητας να μειώνονται συνεχώς, αδυνατώντας να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα για να αποφευχθεί η επερχόμενη χρεοκοπία.

Αντίστοιχα ο δείκτης **Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού** φαίνεται επίσης να μειώνεται με αύξοντα ρυθμό και στις τρεις περιπτώσεις, καθώς τα Αποτελέσματα εις νέον ακολουθούν σταθερά πτωτική πορεία και οι ζημίες μεταφέρονται σε κάθε επόμενη χρήση, φανερώνοντας το αδιέξοδο στο οποίο είχαν περιέλθει οι παραπάνω εταιρείες.

Μια αντιπροσωπευτική εικόνα για την πορεία των εταιρειών και την εξέλιξη της αποδοτικότητάς τους την τελευταία περίοδο λειτουργίας τους φαίνεται από τον συγκριτικό πίνακα και τα σχετικά διαγράμματα, που παρατίθενται παρακάτω.

1. ROE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					-2.5352	-0.2412	-0.1406	-0.0187	2.1922
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		0.2249	-0.2994	-0.7862	-1.5190	-3.2739	-1.3775	-0.6912	
SPRIDER STORES	0.4040	0.1954	-0.0707	-0.1984	-0.5732	-2.8121			
2. ROA									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					-0.1938	-0.0692	-0.0332	-0.0034	-0.3206
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		0.0782	-0.0655	-0.0518	-0.1084	-0.1239	-0.1314	-0.1580	
SPRIDER STORES	0.3137	0.1079	-0.0094	-0.0812	-0.1356	-0.6426			
3. Παρακρατηθέντα κέρδη									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					-0,2535	-0,3224	-0,3332	-0,3267	-0,7476
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		0,0943	0,0169	-0,1218	-0,261	-0,4227	-0,6025	-0,8439	
SPRIDER STORES	0,3187	0,2435	0,2254	0,1794	0,0499	-0,5708			



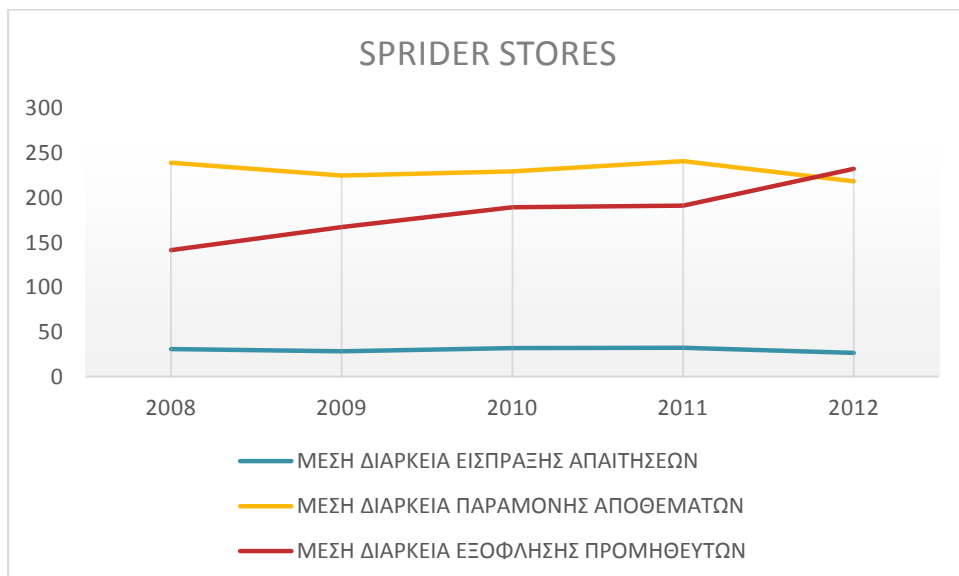
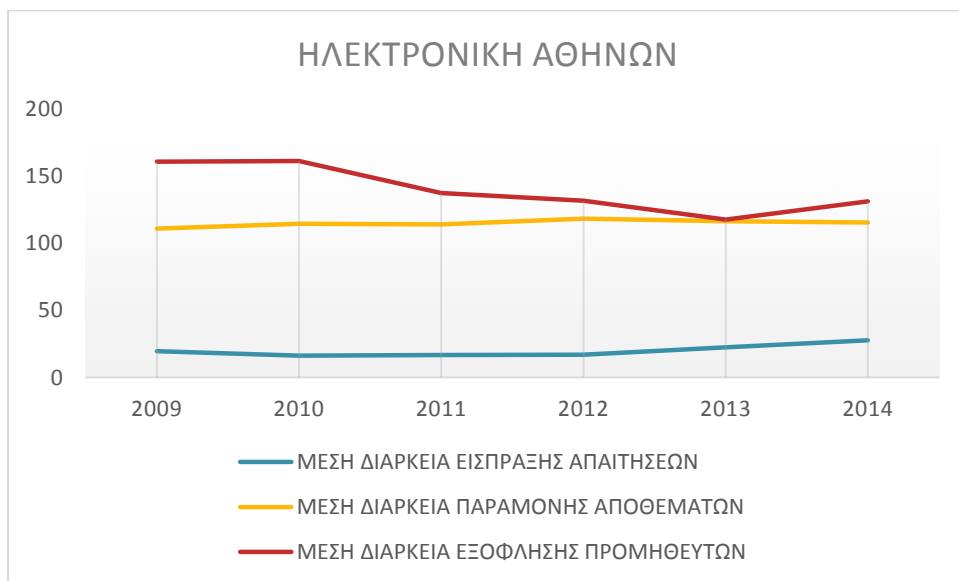
4.5.4 Ανάλυση διοικητικής επίδοσης

Προχωρώντας στην ανάλυση της διοικητικής επίδοσης των επιλεγμένων εταιρειών, παρατηρούμε αρχικά πως ο *Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων* παρουσιάζει ορισμένες αυξομειώσεις, συμπεραίνοντας πως οι εταιρείες ως τελευταία προσπάθεια εξυγίανσης επιδίωξαν την ικανοποίηση των απαιτήσεων τους με την επιβολή αυστηρότερης πολιτικής πιστώσεων. Η συγκεκριμένη διαπίστωση προήλθε κυρίως από την παρατήρηση των εταιρειών *Ηλεκτρονική Αθηνών* και *Sprider stores*, καθώς αντίθετα ο όμιλος *Μαρινόπουλος* παρουσιάζει πτωτική πορεία του δείκτη την τελευταία πενταετία λειτουργίας του με αντίστοιχη αύξηση της μέσης διάρκειας που απαιτείται για την είσπραξη των απαιτήσεων, λόγω των μεγάλων εκπτώσεων που παρείχε σε μια προσπάθεια συγκεντρωτισμού της αγοράς.

Όσον αφορά τον *Αριθμοδείκτη Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων* αξίζει να τονιστεί πως η τιμή του παραμένει σχεδόν σταθερή σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο και των τριών εταιρειών, γεγονός που δείχνει πως η πολιτική των εταιρειών σχετικά με τη διατήρηση των αποθεμάτων δεν μεταβλήθηκε παρά την ανησυχία που θα επικρατούσε στις επιχειρηματικές αποφάσεις για την αποφυγή του ενδεχομένου της χρεοκοπίας.

Επιπλέον, ο *Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Υποχρεώσεων* συμπεριφέρεται το ίδιο στις εταιρείες *Μαρινόπουλος* και *Sprider stores*, όπου εμφανίζει μειωτική πορεία, με αποτέλεσμα η *Μέση Διάρκεια Εξόφλησης Προμηθευτών* να αυξάνεται όσο οι εν λόγω εταιρείες οδηγούνται σε οικονομικό αδιέξοδο. Από την άλλη, στην εταιρεία *Ηλεκτρονική Αθηνών* ο παραπάνω αριθμοδείκτης διαφοροποιείται σε σχέση με τις υπόλοιπες και αυξάνεται με το πέρασμα των ετών, ενώ οι μέρες που απαιτούνται για την αποπληρωμή των προμηθευτών μειώνονται αντίστοιχα. Το γεγονός αυτό φανερώνει προσπάθεια εκ μέρους της διοίκησης να τακτοποιήσει όσο το δυνατόν ταχύτερα τις εκκρεμότητές της απέναντι στους προμηθευτές και να αποκαταστήσει τη συνεργασία μαζί τους στα πλαίσια της προσπάθειας που έκανε για τη διατήρηση της επιχειρηματικής λειτουργίας της.

Παρατηρώντας τις διακυμάνσεις των παραπάνω αριθμοδεικτών για κάθε εταιρεία ξεχωριστά μπορούμε να εξάγουμε σημαντικά συμπεράσματα για την πορεία που ακολούθησαν, η οποία αποτυπώνεται στα παρακάτω διαγράμματα, ως εξής:

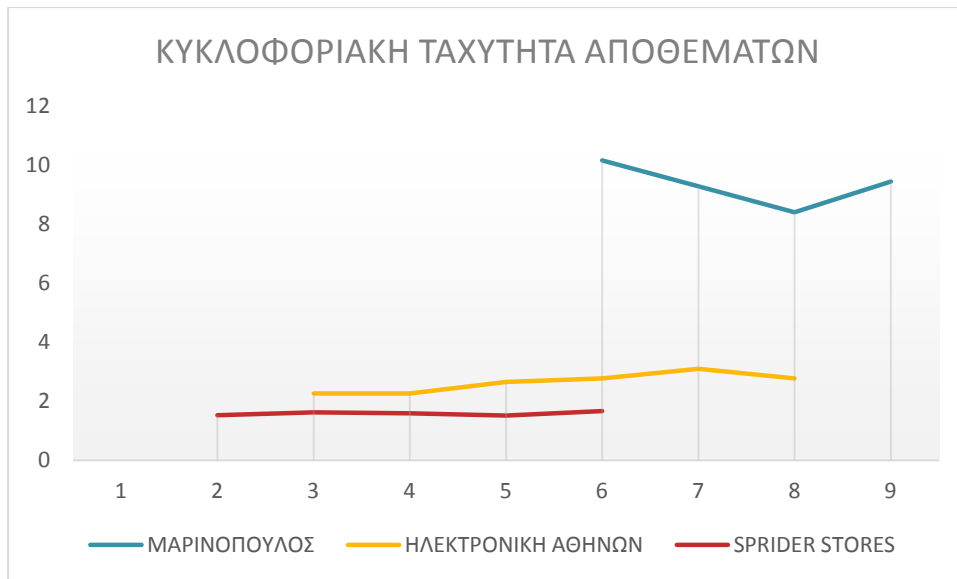


Και στις τρεις εταιρείες αξίζει να τονιστεί πως προκύπτει μικρότερη **μέση διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων** σε σχέση με την **μέση διάρκεια Πληρωμής Υποχρεώσεων**, γεγονός που από μόνο του αποτελεί θετικό στοιχείο για μία εταιρεία. Ωστόσο η δυσκολία στην αποπληρωμή των προμηθευτών σε διάστημα διπλάσιο για την Μαρινόπουλος και τέσσερις ή έξι φορές μεγαλύτερο στις άλλες δύο εταιρείες δείχνει πως η διοίκησή τους αξιοποιούσε την είσπραξη μετρητών από τους πελάτες της στην κάλυψη έκτακτων αναγκών της και όχι τόσο στην αποπληρωμή των προμηθευτών της, στρατηγική που τελικά δεν απέδωσε στην εξάλειψη κινδύνων.

Όσον αφορά τη **μέση διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων** δεν μπορούμε να προχωρήσουμε σε κάποια σημαντική διαπίστωση, καθώς ο σχετικός αριθμοδείκτης συμπεριφέρεται με διαφορετικό τρόπο σε κάθε εταιρεία. Πιο συγκεκριμένα:

- Στην εταιρεία *Μαρινόπουλος* βλέπουμε πως η μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων είναι μικρότερη τόσο από τη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων όσο και από τη μέση διάρκεια εξόφλησης προμηθευτών.
- Στην εταιρεία *Ηλεκτρονική Αθηνών* η μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων είναι μεταξύ της μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων και της μέσης διάρκειας εξόφλησης προμηθευτών.
- Από την άλλη, στην εταιρεία *Sprider stores* η μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων είναι μεγαλύτερη από τη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων αλλά και από τη μέση διάρκεια εξόφλησης προμηθευτών.

Προκειμένου να κατανοήσουμε ακόμη καλύτερα την πολιτική τήρησης αποθεμάτων από την πλευρά των εξεταζόμενων εταιρειών, χρειάζεται να αναλύσουμε παράλληλα και τον αριθμοδείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.



Όσον αφορά την *Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων* παρατηρούμε πως η *Sprider stores* έχει το μικρότερο αριθμοδείκτη σε σχέση με τις υπόλοιπες, πράγμα που υποδηλώνει πως είχε προχωρήσει σε μια πιο αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων της. Με τον τρόπο αυτό είχε τη δυνατότητα να ελαχιστοποιήσει σε μεγάλο βαθμό τις σχετικές δαπάνες και κατά συνέπεια το ανά μονάδα κόστος. Ωστόσο το συγκεκριμένο προνόμιο δεν αποδείχτηκε τελικά σωτήριο για την εταιρεία και την αποφυγή της μετέπειτα αποτυχίας. Ταυτόχρονα, το παραπάνω διάγραμμα αποτυπώνει ξεκάθαρα την ασυνέπεια της εταιρείας *Μαρινόπουλος* στη συνεργασία της με τους προμηθευτές της και την τεράστια καθυστέρηση στην αποπληρωμή των υποχρεώσεών της απέναντί τους.

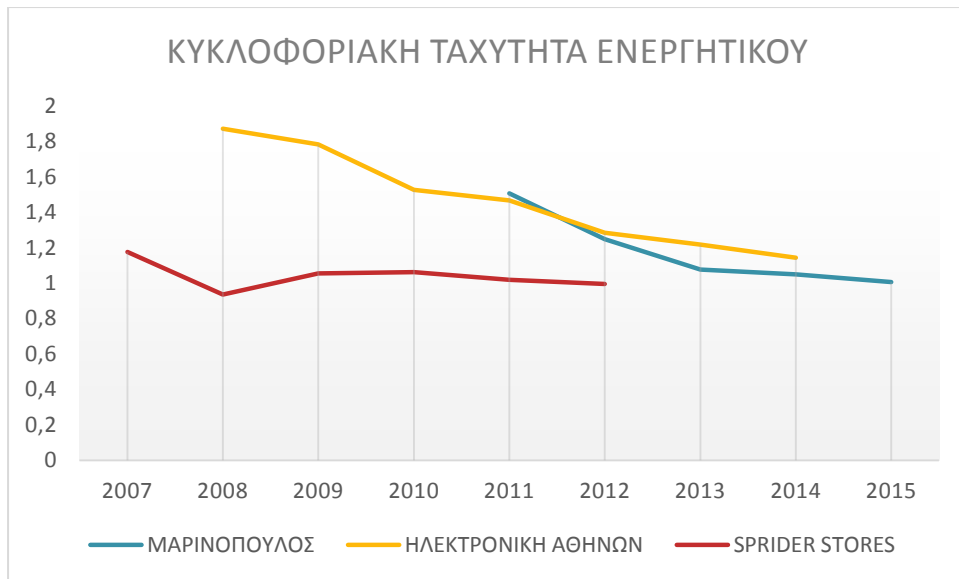
1. Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					33.57	56.83	74.19	92.34	121.28
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ			19.53	16.41	16.88	17.02	22.57	27.68	
SPRIDER STORES		30.73	28.49	31.88	32.45	26.56			
2. Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ						35.93	39.34	43.46	38.66
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ			111.04	114.51	114.21	118.34	116.42	115.52	

SPRIDER STORES		239.35	224.89	229.43	241.02	218.56			
3. Μέση Διάρκεια Εξόφλησης Προμηθευτών									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ						177.55	184.49	180.79	289.73
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ			160.85	161.40	137.62	131.68	117.63	131.37	
SPRIDER STORES		141.54	167.37	189.37	191.31	232.54			
4. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ						92.76	113.53	135.80	159.94
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ			130.57	130.92	131.09	135.36	138.99	143.20	
SPRIDER STORES		270.08	253.38	261.31	273.47	245.12			
5. ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ									
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ						-84.78	-70.95	-45.00	-129.79
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ			-30.28	-30.47	-6.53	3.67	21.36	11.84	
SPRIDER STORES		128.54	86.01	71.94	82.16	12.57			

Ολοκληρώνοντας την ανάλυση της διοικητικής επίδοσης των τριών εταιρειών, μπορούμε να αναφερθούμε στην *Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού*. Όπως προκύπτει και από το παρακάτω διάγραμμα, ο δείκτης παραμένει στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου και για τις τρεις εταιρείες πάνω από τη μονάδα, ως επιχειρήσεις εντάσεως κυκλοφορούντων μέσων. Ωστόσο περισσότερο αποδοτική στη χρησιμοποίηση των στοιχείων του Ενεργητικού της φαίνεται πως είναι η *Ηλεκτρονική Αθηνών* και λιγότερο η *Sprider stores*, αν και η πορεία του αριθμοδείκτη της πρώτης φαίνεται πως φθίνει με μεγαλύτερο ρυθμό όσο πλησιάζει η στιγμή της πτώχευσης σε σχέση με τη δεύτερη που ακολουθεί μια σχετικά πιο σταθερή πορεία.

Η πορεία που ακολούθησε η *Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού* φαίνεται στον παρακάτω συγκεντρωτικό πίνακα και το σχετικό διάγραμμα.

ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					1.5069	1.2492	1.0774	1.0500	1.0066
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		1.8727	1.7825	1.5275	1.4673	1.2842	1.2180	1.1445	
SPRIDER STORES	1.1769	0.9362	1.0559	1.0620	1.0188	0.9964			

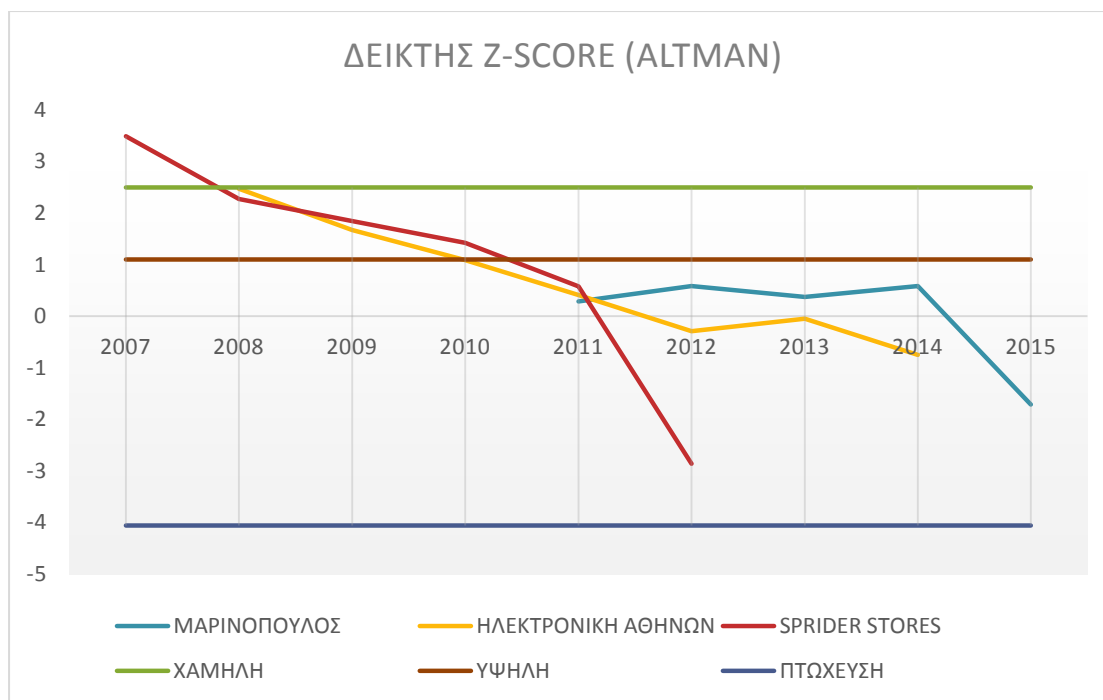


4.6 Επαλήθευση προβλεπτικής ικανότητας μοντέλων πτώχευσης

Με τη βοήθεια των αριθμοδεικτών που αναλύσαμε παραπάνω, μπορούν να χρησιμοποιηθούν ορισμένα από τα μοντέλα πτώχευσης, που προαναφέρθηκαν, ώστε να εξακριβωθεί η αξιοπιστία τους και το εάν η χρήση τους θα μπορούσε να δώσει ισχυρές ενδείξεις για την επερχόμενη πτώχευση των τριών εξεταζόμενων εταιρειών ακόμα και κάποια χρόνια πριν το οριστικό τους κλείσιμο. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να προιδεάσει τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών για τις αρνητικές συνέπειες που θα επακολουθούσαν και να τα κινητοποιήσει να δράσουν άμεσα για την ταχύτερη ανασυγκρότηση της επιχείρησής τους.

4.6.1 Υπόδειγμα Altman

Αρχικά, αναφερόμενοι στο υπόδειγμα του Altman και χρησιμοποιώντας το εξειδικευμένο μοντέλο πτώχευσης, μπορούμε να συμπεράνουμε αρκετά για την επιχειρηματική πορεία που ακολούθησαν οι τρεις εταιρείες τα τελευταία χρόνια λειτουργίας τους. Η πορεία αυτή φαίνεται από τις διακυμάνσεις που λαμβάνει η μεταβλητή z-score στις αντίστοιχες περιόδους για καθεμία εταιρεία ξεχωριστά και αποτυπώνεται στο παρακάτω διάγραμμα.



Συγκεκριμένα, παρατηρούμε πως και στις τρεις εταιρείες ο δείκτης z-score παρουσιάζει μειωτική τάση και απότομη πτώση μία χρονιά ακριβώς πριν την πτώχευση. Από τις τρεις εταιρείες, η *Μαρινόπουλος* βλέπουμε ότι χαρακτηρίζεται από υψηλή πιθανότητα πτώχευσης καθόλη την περίοδο ανάλυσής της. Επιπλέον, στην *Ηλεκτρονική Αθηνών* πέντε χρόνια πριν την πτώχευση υπήρχε το ενδεχόμενο της πτώχευσης, το οποίο όμως στη συνέχεια και για όλη την τελευταία πενταετία εξελίχθηκε σε υψηλή πιθανότητα αποτυχίας. Από την πλευρά της η *Sprider stores* βρισκόταν σε πιο ισχυρή θέση σε σχέση με τις υπόλοιπες πέντε χρόνια πριν την οικονομική της κατάρρευση, καθώς χαρακτηριζόταν από χαμηλή πιθανότητα πτώχευσης. Ωστόσο οι λανθασμένες στρατηγικές επιλογές της, την οδήγησαν σύντομα σε δυσμενή θέση, βλέποντας τον δείκτη z-score να μειώνεται συνεχώς και η πτώχευση από απλώς πιθανή για τα επόμενα τρία χρόνια εξελίχθηκε σε εξαιρετικά υψηλή τα τελευταία δύο χρόνια λειτουργίας της. Συγκεντρωτικά οι τιμές z-score των τριών παραπάνω εταιρειών κατά την εξεταζόμενη περίοδο προκύπτουν ως εξής:

Z-SCORE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					0.2866	0.5845	0.3768	0.5855	-1.7096
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		2.4758	1.6726	1.0866	0.4138	-0.2899	-0.0462	-0.7483	
SPRIDER STORES	3.4908	2.2734	1.8488	1.4249	0.5808	-2.8626			

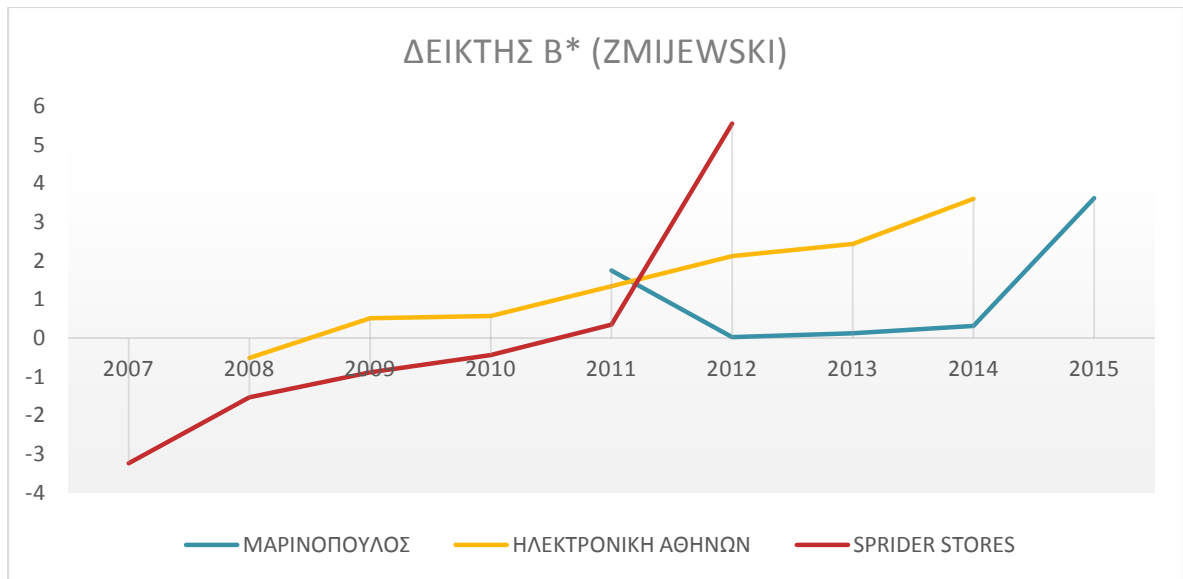
ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		ΠΙΘΑΝΗ	ΠΙΘΑΝΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ	
SPRIDER STORES	ΧΑΜΗΛΗ	ΠΙΘΑΝΗ	ΠΙΘΑΝΗ	ΠΙΘΑΝΗ	ΥΨΗΛΗ	ΥΨΗΛΗ			

Αξίζει να τονιστεί ότι και οι τρεις εταιρείες χαρακτηρίζονταν από υψηλή πιθανότητα πτώχευσης στις τελευταίες χρήσεις τους, αλλά σε καμία ο δείκτης z-score δεν ξεπέρασε την κριτική τιμή πτώχευσης που με βάση το υπόδειγμα του Altman είναι ίση με -4,06. Επομένως, η ένδειξη μιας υψηλής πιθανότητας αποτυχίας θα πρέπει να αποτελεί ικανό λόγο από μόνη της να θορυβηθούν οι ιθύνοντες σε μια εταιρεία, ώστε να λάβουν τα κατάλληλα αναδιαρθρωτικά μέτρα και να μην επαναπαύονται σε περιπτώσεις όπου ο δείκτης z-score είναι χαμηλός αλλά ταυτόχρονα απέχει κατά πολύ από την κριτική τιμή πτώχευσης.

4.6.2 Υπόδειγμα Zmijewski

Ένα επίσης αξιόπιστο υπόδειγμα πρόβλεψης της πτώχευσης είναι το γενικευμένο υπόδειγμα Zmijewski, που βασισμένο στην probit ανάλυση και με τη χρήση των κατάλληλων αριθμοδεικτών, μπορεί να δώσει μια ξεκάθαρη εικόνα για το επίπεδο ευημερίας σε μια εταιρεία. Τα αποτελέσματα από τη χρήση του συγκεκριμένου υποδείγματος φαίνονται στον παρακάτω συγκεντρωτικό πίνακα και το σχετικό διάγραμμα.

B*	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ					1.7454	0.0241	0.1288	0.3134	3.6188
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ		-0.5135	0.5185	0.5708	1.3435	2.1226	2.4368	3.5982	
SPRIDER STORES	-3.2356	-1.5245	-0.8862	-0.4362	0.3500	5.5444			



Σύμφωνα λοιπόν με το διάγραμμα παρατηρούμε πως ο δείκτης Β*, που εκφράζει την πιθανότητα πτώχευσης, αυξάνεται και για τις τρεις εταιρείες, επαληθεύοντας την πορεία τους προς την πτώχευση κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Στην *Ηλεκτρονική Αθηνών* φαίνεται πως η πιθανότητα πτώχευσης αυξάνεται αλλά με σταθερό ρυθμό, σε αντίθεση με τη *Sprider stores* όπου παρουσιάζει απότομη αύξηση λίγο πριν την πτώχευση. Από την πλευρά της, η *Μαρινόπουλος* δείχνει να έκανε προσπάθειες ανασυγκρότησής της, προκειμένου να μειώσει το ενδεχόμενο αποτυχίας, που όμως αυξήθηκε κατακόρυφα ένα χρόνο πριν την κατάρρευση και την οριστική της χρεοκοπία.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ολοκληρώνοντας τη χρηματοοικονομική ανάλυση και την ανάλυση των γεγονότων που προηγήθηκαν της πτώχευσης των τριών προαναφερθέντων εταιρειών μπορούμε να εξάγουμε πολύτιμα συμπεράσματα, όσον αφορά την ύπαρξη κοινών στοιχείων στην πορεία τους μέχρι την χρεοκοπία και τις δυσκολίες που είχαν να αντιμετωπίσουν. Συγκεκριμένα, και οι τρεις εταιρείες χαρακτηρίζονται από έλλειψη ρευστότητας ακόμα και μια πενταετία πριν την πτώχευση, γεγονός που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στις δύσκολες οικονομικές συγκυρίες των τελευταίων ετών, την επιβολή capital controls, την αρνητική στάση των τραπεζών στην παροχή πρόσθετων δανείων και τον έντονο ανταγωνισμό που είχαν να αντιμετωπίσουν από τις πολυεθνικές εταιρείες του κλάδου δραστηριοποίησής τους. Η διαπίστωση αυτή αποδεικνύεται και από τους σχετικούς αριθμοδείκτες της άμεσης και ταμειακής ρευστότητας αλλά και την ύπαρξη αρνητικού κεφαλαίου κίνησης. Ακόμα φαίνεται η αδυναμία και των τριών εταιρειών να αποπληρώσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, με αποτέλεσμα κάθε πρόσθετος δανεισμός που αποκτούν να προστίθεται στα ήδη υπάρχοντα ξένα κεφάλαιά τους, τα οποία και διογκώνονται κάθε χρόνο.

Όσον αφορά την ανάλυση αποδοτικότητας και στις τρεις εταιρείες φαίνεται πως η κατάσταση χειροτερεύει κάθε χρόνο, όσο οι ζημίες συσσωρεύονται χωρίς να υπάρχει πιθανότητα αναστρεψιμότητας της κατάστασης. Αντίστοιχα και η διοικητική τους επίδοση χαρακτηρίζεται από χαμηλές προοπτικές βελτίωσης, καθώς η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων είναι μικρότερη από την αντίστοιχη περίοδο πληρωμής των προμηθευτών, χωρίς όμως οι μέρες αυτές να συμπίπτουν απαραίτητα με τις ημέρες πίστωσης που εξ αρχής τους παρέχονται. Κατά συνέπεια τα ποσά που εισρέουν από την είσπραξη των απαιτήσεων διοχετεύονται σε άλλες δραστηριότητες πέραν της ικανοποίησης των προμηθευτών, που κρίνονται περισσότερο αναγκαίες, γεγονός που φανερώνει την απουσία στρατηγικής τα τελευταία χρόνια λειτουργίας των επιχειρήσεων και δείχνει το βαθμό σύγχυσης που επικρατούσε στο εσωτερικό τους, δυσχεραίνοντας τη λήψη των κατάλληλων αναδιαρθρωτικών μέτρων.

Επιπλέον, με τη χρήση ορισμένων μοντέλων πρόβλεψης, που χαρακτηρίζονται από ακρίβεια στην εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων, όπως το υπόδειγμα του Altman

και το υπόδειγμα του Zmijewski, παρατηρούμε πως το αποτέλεσμα στο οποίο καταλήγουν δίνει μια αρκετά ικανοποιητική προσέγγιση της δεδομένης κατάστασης. Ωστόσο η φιλόδοξη στάση των διευθυντικών στελεχών φαίνεται πως εμπόδισε τη διοίκηση των παραπάνω εταιρειών να αντιληφθεί την κρισιμότητα της κατάστασης, όπως επαληθεύεται από την απότομη επέλευση της χρεοκοπίας μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα στις παραπάνω εταιρείες. Κατά συνέπεια, μπορούμε ίσως να συμπεράνουμε πως σε αρκετές περιπτώσεις τα μοντέλα πρόβλεψης λειτουργούν εκ των υστέρων στην αξιολόγηση της επιχειρηματικής πορείας των επιχειρήσεων.

Τέλος, εξίσου σημαντική πληροφόρηση μας παρέχεται και από τις εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών, καθώς μέσα σε διάστημα μιας πενταετίας βλέπουμε πως η γνώμη τους από απλή σύμφωνη καταλήγει σε γνώμη με επιφύλαξη και σχεδόν πάντα σε άρνηση γνώμης την τελευταία χρήση. Το γεγονός αυτό συνδέεται συχνά με την εναλλαγή ελεγκτών την τελευταία περίοδο αστάθειας της επιχείρησης πριν την πτώχευση. Στα ίδια πλαίσια χρειάζεται να τονιστεί ότι προκύπτουν σοβαρές αμφιβολίες σχετικά με την αποτελεσματικότητα του άρθρου 99, καθώς σε καμία από τις παραπάνω τρεις εταιρείες δεν εγγυήθηκε την αποτροπή της εταιρικής αποτυχίας, αλλά αποτέλεσε το τελευταίο στάδιο πριν την τελική εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας για την αποζημίωση των πιστωτών.

Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Με την παρούσα εργασία εξετάστηκε αν ένας ικανός αριθμός αριθμοδεικτών συνδέεται με την πτώχευση σε τρεις περιπτώσεις ελληνικών επιχειρήσεων και σε ποιο βαθμό η πληροφόρηση που παρέχουν μπορεί να θεωρηθεί πολύτιμη για τις αποφάσεις που αναμένεται να λάβει η Διοίκηση. Πέρα από τη συγκεκριμένη μελέτη, προτείνεται η χρήση διαφορετικών αριθμοδεικτών και σε διάστημα περισσότερων ετών, αναλύοντας δεδομένα από μεγαλύτερο δείγμα ελληνικών εταιρειών που οδηγήθηκαν σε πτώχευση τα τελευταία χρόνια και ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους, ώστε να προκύψουν περισσότερο ασφαλή συμπεράσματα σχετικά με τους παράγοντες που παίζουν τον κυριότερο λόγο στην ομαλή λειτουργία μιας επιχείρησης. Εξίσου κατατοπιστική θα μπορούσε να θεωρηθεί μια επιπλέον έρευνα με στόχο την εύρεση κοινών σημείων αλλά και διαφορών μεταξύ εταιρειών Ελλάδας και εξωτερικού όσον αφορά την πτωχευτική διαδικασία που ακολουθείται και την αντίστοιχη αντιμετώπιση της κατάστασης της πτώχευσης που υπήρξε από την πλευρά της διοίκησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αποστόλου Α., Ανάλυση Λογιστικών – Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, (2015), ΣΥΝΔΕΣΜΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΩΝ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΩΝ
2. Γαγάνης Χ., Δούμπος Μ., και Ζουπουνίδης Κ., (2006), Συστήματα Πρόγνωσης της Χρηματοοικονομικής Αποτυχίας: Η Ελληνική Εμπειρία, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα
3. Γκίκας, Δ. Χ. (2002). Η Ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου
4. Γκίκας Δ., Παπαδάκη Α., Σιουγλέ Γ., (2010), Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα
5. Θάνος, Γ., Κιόχος. Π. και Παπανικολάου, Γ. (2002), “Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων”, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική Ε.Π.Ε., σελ. 464-467
6. Ζοπουνίδης Κ. και Λεμονάκης Χ. (2009), Διαχείριση Πιστωτικού Κινδύνου, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα
7. Καραμάνης Κ. (2008), Σύγχρονη Ελεγκτική: Θεωρία και Πρακτική σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα, 1^η έκδοση, Εκδόσεις ΟΠΑ
8. Κάτσου, Γ. (1988), Προβληματικές Επιχειρήσεις στην Ελλάδα: αίτια, πρόβλεψη, πρόληψη και εξυγίανση, Εκδόσεις Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, Αθήνα
9. Κοτσίρης Λ. (2008), Πτωχευτικό Δίκαιο, Έβδομη έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη

Διπλωματικές / Διδακτορικές διατριβές

1. Παπαγεωργίου Κων/νος (2008), Μοντέλα πρόβλεψης της πτώχευσης: κατασκευή υποδείγματος λογιστικής παλινδρόμησης στις εταιρείες εμπορίας ιατροτεχνολογικών προϊόντων. Διπλωματική εργασία. Πάντειο Πανεπιστήμιο Πολιτικών και Κοινωνικών Επιστημών
2. Γκούμα Ολυμπία (2016), Ο έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων από ορκωτούς ελεγκτές με έμφαση στην υπόθεση της συνέχισης της δραστηριότητας και ανάπτυξη μοντέλου διαβάθμισης του κινδύνου πτώχευσης. Διδακτορική διατριβή. Πάντειο Πανεπιστήμιο Πολιτικών και Κοινωνικών Επιστημών

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Altman, E.I. (1968), Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, Vol. 23, Iss. 4, p. 589-609
2. Altman E., Haldeman R.G. and Narayanan P. (1977), "ZETA Analysis A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations", Journal of Banking and Finance, Vol. 1, pp 29-54.
3. Altman E. (1983), "Corporate Financial Distress A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy", chapter 4 p.p. 128, 4th edition, New York, John Wiley and Sons
4. Altman E.I. (2000), Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z score and ZETA Models
5. Atiya, F. (2001), Bankruptcy Prediction for Credit Risk Using Neural Networks: A survey and new results., IEEE Transactions on Neural Networks, 12 ,4 p. 932

6. Balcaen and Ooghe (2006), 35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems, *The British Accounting Review*, Vol. 38, p. 81
7. Beaver (1966), Financial Ratios as Predictors of Failure, *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 4, p. 71
8. Charan. R., Useem, J. (2002, May 27). “Why Companies Fail CEOs offer every excuse but the right one: their own errors. Here are ten mistakes to avoid.”, *Fortune Magazine*
9. Deakin, E.B., 1976. “Distributions of Financial Accounting Ratios: some empirical evidence”, *Accounting Review* 51
10. Dimitras,A., Zopounidis ,C. and Hurson, C.(1995), A Multicriteria Decision aid method for the assessment of business failure risk. *Foundation of Computing and Decision Sciences*, 20, 99-112
11. Dimitras, Zanakis and Zopounidis (1996), A survey of business failures with an emphasis on prediction methods and industrial applications, *European Journal of Operational Research*, 90, p. 487-513
12. Feldmann D., Read W. (2010), Auditor Conservatism after Enron, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 29, Iss. 1, pp. 267-278
13. Fischer, R.A. (1936), “The use of multiple measure in taxonomic problems”, *Annals of Eugenics*, 7, 179-188
14. Gloubos G. and Grammatikos T. (1984), “Predicting Bankruptcy of Industrial Firms in Greece”, *University of Piraeus, Spoudai Journal of Economics Business, Statistics and Operation Research Greece*
15. Harrison W., Horngren C., Thomas W. (2015), *Financial Accounting*, Cyprus, Broken Hill Publishers LTD
16. Icap Group A.E. (2013), *Μεθοδολογία Απόδοσης Αξιολογήσεων Πιστοληπτικής Ικανότητας*

17. Kotsiantis S., Tzelepis D., Koumanakos E., and Tampakas V. (2006), "Financial Application of Neural Networks: Two case studies in Greece", Springer – Verlag Berlin Heidelberg, pp. 672-681
18. Kumar K. and S. Bhattacharya (2006), "Artificial Neural Network vs Linear Discriminant Analysis in Credit Ratings Forecast", *Review of Accounting and Finance*, Vol.5, No.3: pp 216-227
19. LaSalle, R., and A. Anandarajan. 1996. Auditors' views on the type of audit report issued to entities with going concern uncertainties. *Accounting Horizons*, pp 51–72.
20. Meyer, P. and Pifer H. (1970), "Prediction of Bank Failures", *Journal of Finance*, September 1970, pp. 853-868.
21. Moyer, R. Charles., 1977. "Forecasting Financial Failure: A Re-Examination", *Financial Management*, P. 11-17
22. Mutchler J.F. (1984), Auditors' perceptions of the going concern opinion decision, *Auditing: A journal of Practice and Theory*, (Spring), pp. 17-29
23. Odom, M. and Sharda, R. (1990), A Neural Network for Bankruptcy Prediction, *International Joint Conference on Neural Networks*, San Diego, pp 1163-1168
24. Ohlson, J.A (1980), Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy, *Journal of Accounting Research*, Spring 109-131
25. Ooghe, H. and Ch., Van Wymeersch (1995), *Traité d'analyse financière*, 6th edition, Kluwer Editions Juridiques
26. Papoulias, C., Theodossiou P. (1992), Analysis and Modeling of recent business failures in Greece, *Managerial and Decision Economics*, 13, p.165
27. Power, M. (1999), *The Audit Society: Rituals of Verification*, Oxford University Press, London
28. Roy, B., Vincke, Ph. (1981), 'Multicriteria Analysis: Survey and new directions'. *European Journal of Operating Research*. 8, pp.207-218

29. Roy, B. (1991). "The outranking approach and the foundation of ELECTRE method", *Theory and Decision.*, Vol. 31. Pp. 49 – 73
30. Spathis, C. (2002) "Detecting False Financial Statements Using Published Data: Some Evidence from Greece", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 17, No. 4, pp. 179-191
31. Stokes, D. and R., Blackburn (2002), "Learning the hard way; the lessons of owner – managers who have closed their businesses", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol.9, No 1, pp. 17-27
32. Summers B. & Riding A. (1996), "Networks That Learn and Credit Evaluation". Arkansas, USA: University of Central Arkansas
33. Theodossiou, P., Kahya, E., Saidi, R., Philippatos, G. (1996) 'Financial Distress Corporate Acquisitions: Further Empirical Evidence'. *Journal of Business, Finance and Accounting*. 23, pp. 699-719.
34. Weil J. (2001), *Going Concerns: Did accountants fail to flag problems at dot-com casualties?* *The Wall Street Journal*, C1
35. Zhang G., Hu M., Patuwo E. & Indro D. (1999), Artificial neural networks in bankruptcy prediction: general framework and cross-validation analysis, *European Journal of Operational Research*, Vol.116, No.1, pp. 16-32
36. Zmijewski, M.E. (1983), "Predicting Corporate Bankruptcy: An Empirical Comparison of the Extant Financial Distress Models", Working Paper State University of New York
37. Zmijewski, M.E. (1984), "Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models", *Journal of Accounting Research*, 22, pp. 59-82
38. Zollinger, M. (1982), "L' Analyse multicritere et le risqué de credit aux entreprises", *Revue Francaise de Gestion*, pp. 56-66.

39. Zopounidis, C. (1997), “New operational approaches for financial modeling”.
Berlin: Physica Verlag Heidelberg Editions

ΑΠΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

1. <http://www.liberal.gr/arthro/62007/oikonomia/epixeiriseis/marinopoulos-apo-to-mikro-farmakeio-stous-megaluterous-ergodotes-tis-choras.html>
2. <http://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/1398512/megalh-symfonia-marinopoyloy-sklavenith.html>
3. <http://www.fortunegreece.com/article/pos-tha-litourgi-to-neo-schima-sklavenitis-marinopoulos/>
4. <http://www.capital.gr/epixeiriseis/3137175/to-sxedio-exugiansis-pou-katethese-i-marinopoulos-gia-upagogi-sto-99>
5. <http://www.agronews.gr/news/companies/arthro/145466/to-aitima-gia-to-arthro-99-egrithike-to-kourema-ton-promitheuton-erhetai/>
6. <http://www.iefimerida.gr/news/289855/marinopoylos-anavlithike-i-ekdikasitis-aitisis-gia-arthro-99>
7. <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/1194897/i-apofasi-gia-ti-marinopoulos>
8. <http://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/1432109/h-marinopoylos-oi-hamenoi-isologismoi-kai-ta-gel.html>
9. <http://www.dealnews.gr/roi/item/17466-Μαρινopoulos-vs-Βασιλοπουλος?tmpl=component&print=1#.Wmr9Ink3HIV>
10. <http://news247.gr/eidiseis/oikonomia/epixeiriseis/aytes-einai-oi-74-alyssides-souper-market-poy-isws-pswnizes-kai-den-yparchoyn-pia.3909625.html>

11. <http://www.dealnews.gr/epixeiriseis/item/28285-Μπούμερανγκ-τα-Dia-για-τον-Μαρινόπουλο#.Wmr9s3k3HIV>
12. <http://www.bankingnews.gr/επιχειρήσεις/item/259007-άλλους-ισολογισμούς-δημοσίευσε-και-άλλους-επικαλείται-στο-άρθρο-99-η-μαρινόπουλος/259007-άλλους-ισολογισμούς-δημοσίευσε-και-άλλους-επικαλείται-στο-άρθρο-99-η-μαρινόπουλος.html>
13. <http://www.kathimerini.gr/877265/article/oikonomia/epixeirhseis/ploysios-se-eyrhmata-o-elegchos-ths-grant-thornton-gia-thn-marinopoylos>
14. <http://www.newsit.gr/oikonomia/ilektroniki-athinon-i-anodos-kai-i-ptosi-to-adokso-telos-mias-ellinikis-epixeirisis/1301942/>
15. <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/1094355/giati-i-sotiria-tis-ilektronikis-emeine-sta-xartia>
16. <http://www.capital.gr/epixeiriseis/3119034/oristiko-louketo-stin-ilektroniki-athinon>
17. <http://www.documentonews.gr/article/hlektronikh-athhnwn-h-oikogeneia-lymperopoyloy-kai-to-megalo-kanoni>
18. <https://www.newsit.gr/ellada/poia-einai-i-sprider-stores-poy-apo-simera-katevazei-rola/1668978/>
19. <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=532663>
20. <http://www.iefimerida.gr/news/124192/τίτλοι-τέλους-μετά-από-32-χρόνια-για-τη-sprider-stores-η-αλυσίδα-«οικονομικής-μόδας»-που>
21. <http://www.capital.gr/epixeiriseis/3178579/to-megalo-xepoulima-tis-sprider-stores>
22. <http://www.capital.gr/epixeiriseis/1941310/giati-to-dikastirio-apofasise-tin-ptoxeusi-tis-sprider>

23. <http://www.emprosnet.gr/article/54243-se-ptiheysi-i-sprider-stores>
24. <http://www.iefimerida.gr/news/249077/oi-epiheiriseis-poy-mpikan-sto-arthro-99-apo-2012-mehri-simera-stoiheia-ana-nomo>
25. <http://www.kathimerini.gr/894859/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/anergo-paramenei-to-oplo-toy-ar8roy-99-gia-tis-trapezes>
26. <http://www.real.gr/DefaultArthro.aspx?page=arthro&id=639465&catID=2>
27. <http://www.sofokleousin.gr/archives/306185.html>
28. www.presspublica.gr/μαρινόπουλοι-η-ζωή-συνεχίζεται-κανον/
29. www.euro2day.gr/chameleon/article-blog-chameleon/1178187/sprider-synelhftth-hthes-o-aneftynon-symvoylos.html
30. <http://www.koutipandoras.gr/article/kataggelia-gia-tsoybalia-me-lefta-a-la-spriders-diekoph-h-synenteyh-tytoy-toy-proedroy-ths-hlektronikhs>

NOMΟΘΕΣΙΑ

- N.3588/2007
- N.4446/2016

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	362,282,318	393,409,073	476,482,130	690,627,582	457,727,808
Απαιτήσεις	217,101,125	256,736,243	316,313,404	469,348,161	375,449,578
Αποθέματα	133,080,271	114,834,014	136,741,403	201,501,468	76,121,803
Σύνολο Ενεργητικού	1,216,379,121	1,218,023,422	1,312,215,185	1,478,880,038	1,262,922,825
Προμηθευτές	637,833,146	569,476,968	630,684,795	750,680,301	846,106,903
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	645,941,199	623,183,638	819,386,141	851,568,058	1,020,682,331
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	469,787,217	245,559,100	178,147,127	356,016,704	426,951,442
Τραπεζικές Υποχρεώσεις	458944256	283756638	353752089	446966704	583354526
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	100,650,705	349,280,684	314,681,917	271,295,276	-184,710,948
Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	-33,921,323	-116,149,968	-49,896,110	-112,898,261	-74,520,872
Πωλήσεις	1,832,940,025	1,521,544,049	1,413,723,786	1,552,848,747	1,271,233,871
Κόστος Πωλήσεων	1,511,089,845	1,259,249,303	1,166,978,804	1,301,296,516	1,082,973,610
Κέρδη προ φόρων	-235,728,342	-84,232,853	-43,604,007	-5,066,082	-404,926,122
Κέρδη μετά φόρων	-255,174,035	-84,232,853	-44,243,558	-5,066,082	-404,926,122
Αποτελέσματα εις νέον	-308,462,797	-392,695,650	-437,294,418	-483,157,683	-944,176,159

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	88,848,654.15	76,302,981.54	64,258,786	46,782,861	39,878,538	33,176,210	29,676,014
Απαιτήσεις	13,008,685.40	7,651,312.28	7,181,936	4,770,256	4,580,052	5,812,435	5,248,072
Αποθέματα	47,485,600.74	45,947,010.81	35,992,631	28,664,317	23,015,000	19,916,739	16,966,222
Σύνολο Ενεργητικού	121,251,432.96	108,310,514.15	107,967,320	88,072,224	78,071,752	68,983,767	63,723,364
Προμηθευτές	74,444,565.28	59,544,508.60	47,144,017	30,204,938	23,227,489	18,153,867	21,662,676
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	87,847,470.07	82,106,714.17	84,787,196	75,158,240	75,712,307	29,604,502	32,946,549
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1,393,013.89	4,914,959.12	4,114,643	5,375,478	5,419,794	45,514,705	48,122,607
Τραπεζικές Υποχρεώσεις	3,067,291.88	14,893,963.13	28,949,725	34,390,980	38,185,728	42,719,802	47,344,819
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	30,178,539.74	21,288,840.86	19,065,481	7,538,506	-3,060,349	-6,135,440	-17,345,792
Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5,086,562.09	-13,906,542.01	-13,755,084	-14,134,115	-9,297,231	-8,079,458	-4,209,830
Πωλήσεις	227,067,590.18	193,060,487.01	164,919,785	129,227,160	100,261,454	84,024,016	72,929,875
Κόστος Πωλήσεων	170,829,826.29	153,562,216.40	130,593,265	103,315,583	79,700,725	67,300,171	58,265,957
Κέρδη προ φόρων	9,487,587.54	-7,091,130.14	-5,590,318	-9,544,022	-9,672,490	-9,067,486	-10,067,214
Κέρδη μετά φόρων	6,787,281.09	-6,372,976.00	-14,988,941	-11,451,135	-10,019,351	-8,451,459	-11,989,548
Αποτελέσματα εις νέον	11,441,717.00	1,834,350.00	-13,154,591	-22,987,117	-33,006,468	-41,566,002	-53,776,355

Sprider Stores	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	50,192,000	83,330,000	75,710,000	61,219,000	50,050,000	35,811,000
Απαιτήσεις	11,988,000	13,957,000	11,625,000	13,609,000	7,272,000	4,221,000
Αποθέματα	24,438,000	47,941,000	43,822,000	36,427,000	35,124,000	17,985,000
Σύνολο Ενεργητικού	108,851,000	164,567,000	155,211,000	136,001,000	115,257,000	77,355,000
Προμηθευτές	26,985,000	34,043,000	30,472,000	28,092,000	27,336,000	10,923,000
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	42,865,000	54,667,000	61,524,000	59,336,000	78,508,000	89,143,000
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	5,452,000	41,097,000	31,743,000	25,375,000	4,228,000	5,959,000
Τραπεζικές Υποχρεώσεις	1,407,000	37,363,000	44,350,000	43,121,000	45,503,000	55,554,000
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	60,534,000	68,802,000	61,944,000	51,290,000	32,522,000	-17,747,000
Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	18,308,000	10,868,000	9,831,000	5,852,000	4,579,000	-9,912,000
Πωλήσεις	128,103,000	154,072,000	163,882,000	144,432,000	117,427,000	77,075,000
Κόστος Πωλήσεων	53,613,000	55,188,000	74,465,000	63,835,000	54,179,000	42,295,000
Κέρδη προ φόρων	34,147,000	17,763,000	-1,452,000	-11,050,000	-15,629,000	-49,709,000
Κέρδη μετά φόρων	24,457,000	13,442,000	-4,379,000	-10,177,000	-18,643,000	-49,907,000
Αποτελέσματα εις νέον	34,692,000	40,072,000	34,989,000	24,396,000	5,753,000	-44,154,000