



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
«Διοίκηση και Διαχείριση Οικονομικών Μονάδων
& Οργανισμών (ΔΔΟΜΟ)» με κατεύθυνση
«Στρατηγικό Management»

Διπλωματική Εργασία

Χρεοκοπία ή Βιωσιμότητα ;

Το Δίλλημα για Επιχειρήσεις που Βρίσκονται σε Δυσχέρεια
Οικονομικής Θέσης Εξαιτίας Υψηλού Δείκτη Δανειακής Επιβάρυνσης
Μελέτη περίπτωσης: NUTRIART ABEE

Αναστασία – Σουζάννα Χατζησαββίδου
Αρ. Μητρώου 152028



Επιβλέπων Καθηγητής: Δημήτρης Βασιλείου, ΕΚΠΑ

Αθήνα, 2017

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να δοθεί μία επαρκής απάντηση στο αν πρέπει μία επιχείρηση που βρίσκεται σε οικονομική δυσχέρεια εξαιτίας της υψηλής δανειακής επιβάρυνσης, να προβεί σε διάλυση της επιχείρησης μέσω του κανονιστικού ρυθμιστικού πλαισίου περί πτώχευσης και εκκαθάρισης ή αν θα πρέπει να συνεχίσει την επιχειρηματική δραστηριότητα με το υπάρχον ή νέο επιχειρηματικό μοντέλο. Η εξεταζόμενη μελέτη περίπτωσης για το ερευνητικό αντικείμενο αφορά στην εταιρία NUTRIAT ABEE.

Παρουσιάζονται καταρχήν οι αιτίες της οικονομικής δυσχέρειας, οι λόγοι για τους οποίους αυξάνεται η χρήση ξένων δανειακών κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και οι πολιτικές με τις οποίες επιχειρείται η βελτίωση της οικονομικής κατάστασης μίας επιχείρησης με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση. Η χρεοκοπία των επιχειρήσεων που οφείλεται σε λόγους οικονομικής δυσχέρειας μπορεί να προβλεφθεί εκ των προτέρων σύμφωνα με πλήθος μοντέλων πρόβλεψης χρεοκοπίας και βιωσιμότητας, τόσο από τις προβλεπόμενες εσωτερικές επιχειρησιακές διαδικασίες της χρηματοοικονομικής διαχείρισης από τον οφειλέτη όσο και από τους δανειστές (αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας κλπ).

Ωστόσο, γεννάται το ερώτημα ποιες ενέργειες λαμβάνονται από τη διοίκηση όταν διαπιστώνεται αυτή η πιθανότητα ώστε να αποφευχθεί η χρεοκοπία και ποιες είναι οι μελλοντικές προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών όταν πλέον η χρεοκοπία είναι πλέον μονόδρομος και σε μερικές περιπτώσεις, η περισσότερη συμφέρουσα λύση, τόσο για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που παρέχουν τα «μη εξυπηρετούμενα» τραπεζικά δάνεια, όσο και για τους ίδιους τους μετόχους που επενδύουν σημαντικά κεφάλαια σε δραστηριότητες που ex post αποδεικνύονται ως μη ανταποδοτικές.

Η χρεοκοπία δεν είναι μία γενικώς αποδεκτή απόφαση λόγω των κοινωνικών προβλημάτων που προκαλεί (ανεργία, μείωση της προσφοράς κ.ά.). Παρόλα αυτά, η χρεοκοπία είναι ένα παγκόσμιο φαινόμενο και ενωσιακές οργανώσεις προσπαθούν να στρέψουν την προσοχή στο ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης και στις ευθύνες των άμεσα εμπλεκόμενων ενδιαφερόμενων μερών (ελεγκτικές αρχές, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, πολιτική διακυβέρνηση). Το νέο οικονομικό περιβάλλον - κατά τη διάρκεια όσο και μετά την οικονομική κρίση - απαιτεί αποτελεσματικότητα, αποδοτικότητα και ανταποδοτικότητα σε όσες επιχειρήσεις συμμετέχουν στο «δούνε και λαβείν» επενδυτικών κεφαλαίων.



Abstract

The purpose of this paper is to provide an adequate answer to whether an enterprise with a high borrowing burden, where it is in financial difficulty, is to decide the running the firm through the regulatory bankruptcy and liquidation or whether it should continue business with existing or new business model. The case study for the research topic concerns the company NUTRIAT ABEE.

They are presented the reasons for the economic downturn, the reasons why the use of foreign loan capital in the capital structure of companies and the policies aimed at improving the financial situation of a company with high financial leverage are presented in the first place. Business bankruptcy due to economic downturns can be predicted ex ante according to a variety of bankruptcy and sustainability forecasting models, both from the internal financial management procedures by the borrower, also and by the lenders (credit rating etc).

However, the question is about what actions are taken by the administration when this strong possibility is likely to be happen, so as to avoid bankruptcy and what are the future expectations of the shareholders when bankruptcy is “one way” and in some cases the most advantageous solution for both, financial institutions that provide “debt which is not being repaid” loans, and for the shareholders who invest significant amount of funds in activities that ex post turn out to be not reciprocate.

Bankruptcy is not a generally acceptable decision because of the social problems that are caused (unemployment, reduction of supply). Nonetheless, bankruptcy is a global phenomenon and EU organizations are trying to focus on the role of corporate governance and the responsibilities of stakeholders directly (controlling authorities, financial institutions, political governance). The new economic environment - during and after the financial crisis - requires effectiveness, efficiency and matching to those companies participating in the "give-and-take 'equity.

Λέξεις – Κλειδιά: Υψηλή Δανειακή Επιβάρυνση, Χρεοκοπία, Βιωσιμότητα, Δύλλημα

Περιεχόμενα

ΕΝΟΤΗΤΑ 1. ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ	9
Οικονομική Αποτυχία	9
Βιβλιογραφική Επισκόπηση	9
Αιτίες Οικονομικής Αποτυχίας	10
Λόγοι Χρεοκοπίας	10
Εσωτερικές Δυσλειτουργίες	11
Ποιότητα εσόδων	11
Διοίκηση	12
Προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problem)	13
Ανάπτυξη μέσω Εξαγοράς ή Συγχώνευσης	13
Μείωση Παραγωγικότητας Συντελεστών Παραγωγής	14
Χαμηλή αποδοτικότητα	15
Μείωση Μεριδίων Αγοράς	16
Μέγεθος-Ρυθμός Ανάπτυξης-Ηλικία	16
Εξωτερικοί Λόγοι	17
Δομή και Χαρακτηριστικά του Κλάδου	17
Επενδυτές	18
Φάση του οικονομικού κύκλου	18
Μείωση της Ζήτησης	19
Εταιρική Διακυβέρνηση & Εσωτερικός Έλεγχος: Ο Ρόλος τους στην Αποτυχία	19
Ενδείξεις Προβληματικότητας	20
Συμπτώματα	20
Αντιμετώπιση Προβληματικών Επιχειρήσεων	21
Κεφαλαιακή Διάρθρωση	23
Σύντομη Ιστορική Αναδρομή	24
Κόστος Πτώχευσης και Φορολογία	24
Βέλτιστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση κατά Modigliani-Miller	24
Λύση Pareto	25
Επενδυτικές Ευκαιρίες	25
Χρονισμός Αγοράς	26
Εξωτερική Χρηματοδότηση	26
Επιπτώσεις Χρηματοδότησης από το Πιστωτικό Σύστημα	26
Κόστος Κεφαλαίου	27
Κόστος Δανεισμού	28
Κίνδυνοι που Αντιμετωπίζουν οι Μέτοχοι και Δανειστές	29
Αξία Επιχείρησης	30

Σκοπιμότητα Αποτίμησης της Αξίας.....	30
Ποιότητα Κερδών	31
<i>Σημασία της Ποιότητας Ταμειακών Ροών</i>	<i>31</i>
Μέτρηση Κινδύνου.....	33
<i>Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων</i>	<i>33</i>
<i>Άλλες Μεθόδους Αποτίμησης της Αξίας της Επιχείρησης</i>	<i>37</i>
<i>Αποτίμηση με τη Λογιστική Αξία</i>	<i>37</i>
<i>Αποτίμηση με βάση τη Χρηματιστηριακή Αξία</i>	<i>38</i>
Δανεισμός για Κεφάλαια Κίνησης	39
Βιωσιμότητα & Κεφάλαιο Κίνησης	39
<i>Χρηματοδότηση Κεφαλαίου Κίνησης</i>	<i>39</i>
<i>Επίδραση της Διοίκησης Κεφαλαίου Κίνησης στην Κερδοφορία</i>	<i>41</i>
ΕΝΟΤΗΤΑ 2. ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΠΟ ΥΨΗΛΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	42
Κίνδυνος και Επιχειρηματικότητα	42
Τι είναι Κίνδυνος;.....	42
<i>Επιχειρηματικός Κίνδυνος</i>	<i>42</i>
<i>Πιστωτικός Κίνδυνος</i>	<i>43</i>
<i>Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος</i>	<i>44</i>
Μόχλευση: Αιτίες, Οφέλη και Συνέπειες	44
Ορισμός Μόχλευσης.....	44
<i>Λειτουργική Μόχλευση</i>	<i>45</i>
<i>Χρηματοοικονομική Μόχλευση και Μετάθεση Αξίας</i>	<i>45</i>
Συνέπειες	46
<i>Τα Θετικά Αποτελέσματα της Μόχλευσης</i>	<i>46</i>
<i>Το «κόστος» της Μόχλευσης</i>	<i>46</i>
<i>Πως Απαντούν οι Επιχειρήσεις με Υψηλή Μόχλευση ;</i>	<i>48</i>
<i>Χρέος και Πληθωρισμός</i>	<i>49</i>
<i>Χρηματοδότηση από τον Ανώνυμο Επενδυτή</i>	<i>50</i>
Αξία Επιχείρησης	51
Δημιουργία, Μετάθεση και Καταστροφή Αξίας	51
<i>Στρατηγική Δημιουργίας Αξίας</i>	<i>52</i>
ΕΝΟΤΗΤΑ 3. ΓΙΑΤΙ ΥΠΑΡΧΕΙ ΔΙΛΛΗΜΑ ?.....	54
Χρεοκοπία ή Συνέχιση με Ανάκτηση Ποσοστού Χρέους	54
Παράγοντες που Επηρεάζουν την Απόφαση.....	54
Ο Ρόλος των Τραπεζών στη Σύναψη Συμβάσεων με Υψηλό Κίνδυνο	54
Βέλτιστη Διάρθρωση του Χρέους	57
<i>Κόστος Πτώχευσης</i>	<i>57</i>
<i>Προϋποθέσεις για τη Αναδιάρθρωση Χρέους</i>	<i>60</i>

Μαθηματικά Μοντέλα Πρόβλεψης Απάτης & Χρεοκοπίας	61
Υποδείγματα Πρόβλεψης Απάτης (Beneish)	62
Μοντέλο Πρόβλεψης Κινδύνου Χρεοκοπίας	63
Μοντέλο Αξιολόγησης Αποτελεσματικότητας και Αποδοτικότητας	67
Λογιστικοί Δείκτες	69
Αναδιάρθρωση Επιχειρησιακών Λειτουργιών	76
Η Πτώχευση ως Ευκαιρία Αποεπένδυσης	76
Στόχοι της Αναδιοργάνωσης	77
Προσέγγιση «Νιρβάνα» Σχετικά με το Δίλλημα	79
ΕΝΟΤΗΤΑ 4. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: NUTRIART ABEE	80
Ιστορικό	80
Αριθμοδείκτες	86
Ρευστότητα	86
<i>Μέση Περίοδο Είσπραξης και Πληρωμών</i>	<i>86</i>
<i>Ανακύκλωση Αποθεμάτων</i>	<i>88</i>
<i>Εμπορικός και Λειτουργικός Κύκλος</i>	<i>89</i>
<i>Γενική και Άμεση Ρευστότητα</i>	<i>90</i>
<i>Ανάπτυξη Πωλήσεων</i>	<i>92</i>
<i>Ποσοστό Συμμετοχής των Υποχρεώσεων στις Πωλήσεις</i>	<i>94</i>
<i>Ανάπτυξη Κερδοφορίας</i>	<i>95</i>
Κερδοφορία	95
<i>Δείκτης Μικτού Περιθωρίου</i>	<i>95</i>
Φερεγγυότητα	97
<i>Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών</i>	<i>97</i>
Κεφαλαιακή Διάρθρωση	98
<i>Ξένες Υποχρεώσεις</i>	<i>98</i>
<i>Χρηματοδότηση Παγίων</i>	<i>101</i>
Απόδοση	101
<i>Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων και Ιδίων Κεφαλαίων</i>	<i>101</i>
<i>Απόδοση Ενεργητικού</i>	<i>102</i>
Λειτουργική και Χρηματοοικονομική Μόχλευση	103
Χρηματιστηριακές Αποδόσεις	104
Πρόβλεψη Χρεοκοπίας	106
Altman Z-Score	106
Το Συμφέρον των Οφειλετών και των Πιστωτών	107
Επιτόκιο Κεφαλαιοποίησης Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων	107
Το Δίλλημα Σήμερα	108
<i>Από τη Θέση των Μετόχων</i>	<i>108</i>

Από τη Θέση των Δανειστών	108
Το Δίλλημα Αύριο	109
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	110
ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ	112
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ	114
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	123
ΠΠ1. Κλάδος	123
ΠΠ2: Ισολογισμοί 1995-2012, NUTRIART ABEE	125
ΠΠ3: Απλή γραμμική παλινδρόμηση πωλήσεων & βραχ. τραπεζικών δανείων	128
ΠΠ4: Μοντέλο Πρόβλεψης Χρεοκοπίας, NUTRIART ABEE: Altman-Z.....	129
ΠΠ5: Δείκτες Ρευστότητας	131
ΠΠ6: Δείκτες Ανάπτυξης.....	132
ΠΠ7: Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Φερεγγυότητα	133
ΠΠ8: Δείκτες Απόδοσης Κεφαλαίων	135
ΠΠ9: Διαχείριση περιουσίας	136
ΠΠ10: Δείκτες Κερδοφορίας	137
ΠΠ11: Δείκτες Αποτελεσματικότητας και Διαχείρισης Κόστους	138
ΠΠ12: Λογιστική και Χρηματοπιστηριακή Αξία NUTRIART	139
ΠΠ13: Πτωχευτικό Δίκαιο	140

Διαγράμματα (1995-2012)

1E: Μέση Περίοδος εισπραξης απαιτήσεων.....	86
2E: Μέση Περίοδος Πληρωμής σε ημέρες	87
3E: Δείκτης μεταβολής ημερών εισπρακτέων λογαριασμών από πωλήσεις.....	88
4E: Μέση Περίοδος Εξάντλησης Αποθεμάτων.....	88
5E: Ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης: Λειτουργικός και Εμπορικός Κύκλος	89
6E: Γενική και Άμεση Ρευστότητα	90
7E: Εξέλιξη ετήσιας ποσοστιαίας μεταβολής κύκλου εργασιών	93
8E: Ποσοστό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και δανείων επί των πωλήσεων	94
9E: Ποσοστό μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων επί των πωλήσεων.....	95
10E: Εξέλιξη δεικτών κερδοφορίας	96
11E: Κάλυψη Χρεωστικών Τόκων (α)	97
12E: Κάλυψη Χρεωστικών Τόκων (β)	98
13E: Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης.....	98
14E: Δείκτης Μόχλευσης	99
15E: Σύνθεση υποχρεώσεων.....	100
16E: Γενική Ρευστότητα και Δανειακή Εξάρτηση	100
17E: Παγιοποίηση και Χρηματοδότηση Παγίων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια	101
18E: Δείκτης Απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων (ROIC) και Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	102
19E: Εξέλιξη Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού (ROA).....	103

20E: Βαθμός Λειτουργικής και Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης.....	104
21E: Αποδόσεις στο Χρηματιστήριο	106
22E: Z-Score Analysis	107
23E: Απόδοση Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων	107
24E: Ολικό κόστος κεφαλαιοποίησης	108

Πίνακες

1Π: Ημέρες είσπραξης απαιτήσεων από πωλήσεις.....	87
2Π: Κύκλος Εργασιών και Μικτό Περιθώριο	93
3Π: Μικτό Περιθώριο.....	96
4Π: Μέση Μηνιαία Απόδοση Μετοχών (2006-2010).....	104
5Π: Τοπική Απόκλιση Ταμειακών Ροών	109

ΕΝΟΤΗΤΑ 1. ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ

Οικονομική Αποτυχία

Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Χρεοκοπία είναι ο πιο σοβαρός κίνδυνος που απειλεί μία οικονομική μονάδα όταν έχει αποτύχει να διαχειριστεί θέματα χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και αλλαγών στο εξωτερικό της περιβάλλον. Πολλοί ορισμοί υπάρχουν για το είναι οικονομική αποτυχία, είτε από την νομική προσέγγιση¹ είτε από την οικονομική προσέγγιση. Από πολλούς ερευνητές και Οργανισμούς η χρεοκοπία ή αλλιώς η οικονομική αποτυχία, ορίζεται ως η προσφυγή των επιχειρήσεων στο νομικό καθεστώς της πτώχευσης² (Altman 1968, Gloubos και Grammatikos 1988, Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2004), όπου απαιτείται η τήρηση των προϋποθέσεων όπως ορίζει ο Πτωχευτικός Κώδικας και η δικαστική αποδοχή της. Ο νομικός ορισμός της οικονομικής αποτυχίας, ωστόσο δεν ταυτίζεται με την οικονομική άποψη, αφού η πτώχευση είναι το τελευταίο στάδιο της οικονομικής δυσχέρειας όταν η επιβίωση είναι πλέον αδύνατη και ήδη έχει αντιμετωπίσει πολλά προβλήματα για καιρό πριν.

Από την οικονομική προσέγγιση, δίδονται αρκετοί ορισμοί. Η ύπαρξη ζημιών για δύο (2) διαδοχικά έτη (Youn & Gu, 2010) ή 3 συσσωρευτικά έτη (Gilbert et al. 1990), ορίζεται ως οικονομική δυσχέρεια. Οι Guthmann και Dougall (1952) διατύπωσαν ότι η οικονομική δυσχέρεια τα στάδια της προσωρινής αφερεγγυότητας, της επιβάρυνσης χρέους και την αναδιοργάνωση. Ο Beaver (1966) χαρακτήρισε την αποτυχία ως “χρεοκοπία” ή τη μη καταβολή μερίσματος σε προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο. Ο Newton (1975) αναφέρει ότι μία εταιρία πριν φτάσει στην πτώχευση, περνά τέσσερα στάδια υποβιβασμού που είναι το πρώιμο στάδιο «επώασης» της χρεοκοπίας (incubation), η έλλειψη ρευστότητας (cash shortage), η οικονομική αφερεγγυότητα (financial insolvency) και η ολική αφερεγγυότητα (total insolvency).

Οι περισσότεροι ερευνητές αναφέρονται στην σταδιακή εμφάνιση ενδείξεων οικονομικής δυσπραγίας πριν φτάσουν βαθμιαία στην οικονομική αποτυχία. Η χρονική περίοδος που διαρκεί το φαινόμενο αυτό μπορεί να διαρκέσει από μερικούς μήνες ή και αρκετά χρόνια (Zhang, et al. 2007), συνεπώς τα μοντέλα πρόβλεψης χρεοκοπίας είναι πολύτιμα εργαλεία για τους επενδυτές και

¹ Το καθεστώς της αφερεγγυότητας διαφέρει σε κάθε χώρα παγκοσμίως και επίσης δεν υπάρχει εναρμόνιση της νομοθεσίας σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης.

² Εφόσον πληροί τις προϋποθέσεις του εθνικού δικαίου που τη διέπει, υπάγεται στις διατάξεις της συλλογικής πτωχευτικής διαδικασίας.

δανειστές, ώστε να έχουν έγκυρες και έγκαιρες προβλέψεις πριν το ενδεχόμενο εμφάνισης της εταιρικής χρεοκοπίας με καταστροφικές οικονομικές συνέπειες, καθώς και κοινωνικές και πολιτικές επιπτώσεις. Η διάχυση των ωφελειών στην αγορά και στο ευρύτερο κοινωνικό περιβάλλον, από την ύπαρξη υγιών και ανταγωνιστικών επιχειρήσεων (Bartelsman et al. 2004) σε μία χώρα, έχει υποστηριχθεί από πλήθος ερευνητών.

Ως χρεοκοπία ορίζεται η εξασθένηση της πιστοληπτικής ικανότητας μίας εταιρίας, δηλ. η αδυναμία αποπληρωμής των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων³ δανείων ή άλλων χορηγήσεων προς τους πιστωτές που οφείλεται σε αξεπέραστα προβλήματα ρευστότητας. Ο Stiglitz (1972) αναφέρει ότι η πτώχευση επέρχεται όταν μία επιχείρηση δεν είναι ικανή να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της απέναντι στους πιστωτές. Η αδυναμία εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων προκαλεί τη συνεχή πτώση της απόδοσης κεφαλαίων που είναι χαμηλότερο από το κόστος κεφαλαίου (Altman & Hotchkiss, 2006) σε τέτοιο σημείο που δεν φαίνονται να υπάρχουν ουσιώδεις βελτιώσεις στο μέλλον.

Ως απόρροια της προβληματικής κατάστασης είναι να επηρεάζει τις προσδοκώμενες μελλοντικές αποδόσεις όπως εκφράζονται από τους ανώνυμους επενδυτές στο Χρηματιστήριο, ενώ το μετοχικό κεφάλαιο σταδιακά μειώνεται για την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων.

Αιτίες Οικονομικής Αποτυχίας

Λόγοι Χρεοκοπίας

Ο κίνδυνος χρεοκοπίας παρουσιάζεται από τη στιγμή που δεν είναι εφικτή η αναγκαία εισροή κεφαλαίων από τις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές για τη συνέχιση των δραστηριοτήτων της - είτε πρόκειται για τραπεζικό δανεισμό, έκδοση ομολογιακού δανείου, έκδοση νέων μετοχών, παρά μόνο με κρατική παρέμβαση. Η έλλειψη ρευστότητας συνεπάγεται την παύση πληρωμών που οδηγεί σε οριστική διακοπή της λειτουργίας της. Αυτό το γεγονός συνεπάγεται συνήθως απώλεια των (ιδίων) κεφαλαίων των μετόχων της και τις περισσότερες φορές και των δανειστών της.

Η χρεοκοπία από πλευράς οικονομικής προσέγγισης, ενδέχεται να συμβεί για τους εξής λόγους:

³ Ως σοβαρή αδυναμία εξυπηρέτησης υποχρεώσεων λογίζεται η σώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών, καθώς και η πραγματική αδυναμία εξόφλησης των υποχρεώσεων για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των 3 ετών (Βρανάς, Α. «ΣΠΟΥΔΑΙ», Τόμος 41, Τεύχος 4ο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς / «SPOUDAI», Vol. 41, No 4, University of Piraeus).

- 
- α) λόγω της μείωσης των ταμειακών ροών που οδηγούν σε ανεπάρκεια εσόδων κάλυψης των εξόδων και εκφράζονται σε απώλεια μεριδίων αγοράς, πτωτική τάση των πωλήσεων, απόκτηση υπερβάλλουσας παραγωγικής δυναμικότητας και αδυναμία εξόφλησης των υποχρεώσεων της προς τους πιστωτές (πιστωτικός κίνδυνος). Η ανανέωση του χρέους (Stiglitz, 1972) συγκαταλέγεται στους λόγους αποτυχίας.
- β) της μείωσης της χρηματιστηριακής αξίας, διότι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών είναι μικρότερη από την παρούσα αξία των συνολικών της υποχρεώσεων (Georgopoulos and Mouratidis, 2007), με επακόλουθο τη συνεχόμενη μείωση των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων επενδυτικών κεφαλαίων.
- γ) στους πόρους και στις ικανότητες της επιχείρησης και σε παράγοντες που συνδέονται με το εξωτερικό περιβάλλον λειτουργίας ή και τα δύο. Οι εσωτερικές αδυναμίες συμβάλουν στην αποτυχία σε ποσοστό 67% και οι εξωγενείς παράγοντες σε ποσοστό 33% αντίστοιχα (Argenti, 1976).

Εσωτερικές Δυσλειτουργίες

Ποιότητα εσόδων

Σε επιχειρήσεις με μεγάλη μεταβλητότητα (κίνδυνος) στις λειτουργικές ταμειακές ροές⁴ είναι δύσκολη η εκτίμηση των μελλοντικών κερδών όπου προσδιορίζουν την ποιότητα των προσδοκώμενων καθαρών εσόδων. Σε αυτές τις επιχειρήσεις, η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι μεγάλη, σε αντίθεση με επιχειρήσεις που εμφανίζουν σταθερότητα κερδών.

Η μόχλευση και η ποιότητα κερδών των προσδοκώμενων καθαρών εσόδων είναι αντιστρόφως ανάλογες, *ceteris paribus*. Η ποιότητα δε της ροής των λειτουργικών εσόδων επηρεάζονται τόσο από τον επιχειρηματικό κίνδυνο όσο και από τον χρηματοοικονομικό και αντανakλώνται από τα επιτόκια κεφαλαιοποίησης της αγοράς των κεφαλαίων (προσδοκίες επενδυτών). Ο Stiglitz (1972) αναφέρει ότι η ανανέωση του μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου χρέους είναι μία από τις αιτίες που οδηγούν σε πτώχευση και εκκαθάριση μία οικονομική μονάδα. Όταν ο βαθμός μόχλευσης μίας επιχείρησης είναι υψηλός και η επιχείρηση λειτουργεί σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, ο κίνδυνος χρεοκοπίας είναι μεγάλος.

⁴ Η διακύμανση των καθαρών ταμειακών ροών (cash flows) υπολογίζεται με την Τυπική Απόκλιση.

Διοίκηση

Ο ρόλος της διοίκησης και των διοικητικών στελεχών στη λήψη στρατηγικών αποφάσεων για τη μεγέθυνση της επιχείρησης, και την οικονομική διαχείριση και ταμειακού προγραμματισμού, είτε σε συλλογικό είτε σε ατομικό επίπεδο, θεωρείται ως επιπλέον κρίσιμος παράγοντας αποτυχίας ή επιτυχίας των επιχειρήσεων. Αρκετές επιχειρήσεις που λειτουργούν σε ώριμες αγορές και έχουν μακρόχρονη παρουσία στην αγορά, αρνούνται να μειώσουν το προσωπικό ή να διακόψουν κάποιες επιχειρησιακές μονάδες με υψηλό κόστος λειτουργίας για να ικανοποιήσουν τις ενδιαφερόμενες ομάδες εντός και εκτός επιχείρησης.

Πολλές φορές, η δημιουργία αξίας ως ο αντικειμενικός εταιρικός στόχος δεν γίνεται κατανοητός από τους managers και έτσι αντιστέκονται στην επιλογή της στρατηγικής εξόδου (Dial & Murphy, 1995). Στην προσπάθεια τους για διαφοροποίηση των προϊόντων τους, δαπανούν σημαντικά ποσά και αρνούνται την στρατηγική της εξόδου μακροπρόθεσμα, ακόμη και αν είναι προς όφελος των πιστωτών και των μετόχων (Blazy et al. 2012).

Επιπλέον, πολλές εταιρίες γίνονται ολοένα και λιγότερο βιώσιμες εξαιτίας της γνωστοποίησης εξαγοράς ή συγχώνευσης με άλλες εταιρίες (BCG, 2011). Η απουσία εσωτερικού ελέγχου και κατ' επέκταση η υπερβολική ανάληψη κινδύνου από επιχειρήσεις που αναπτύσσονται γρήγορα είτε με εξαγορές/συγχωνεύσεις ή λόγω ταχείας ανάπτυξης, αποτελεί έναν ακόμη λόγο αποτυχίας.

Ο τύπος ιδιοκτησίας (συγκεντρωτικός ή αποκεντρωμένος) σχετίζεται με το βαθμό προστασίας των επενδυτών έναντι των managers. Στο μοντέλο διακυβέρνησης που είναι επικεντρωμένο στους μετόχους (Shareholder Value) επιχειρείται η ευθυγράμμιση των ωφελειών των managers και των μετόχων και η διασφάλιση ροής ξένων κεφαλαίων στην επιχείρηση και ακολουθούν στρατηγικές που μεγιστοποιούν τα οφέλη της ομάδας των μετόχων (Freeman & McVea, 2001). Το μοντέλο αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι οι απαιτήσεις των μετόχων λαμβάνουν υπολειμματική αξία (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985), δοθέντος ότι πρώτα εξυπηρετούνται οι πιστωτές και οι άλλοι συμμετέχοντες σύμφωνα με τις προτεραιότητες, μετά την αφαίρεση των εξόδων και μετά ακολουθεί η εξαγγελία και η διανομή των μερισμάτων (EPS).

Η λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με την κεφαλαιακή διάρθρωση και ειδικότερα για το ύψος των δανειακών υποχρεώσεων, είναι αποκλειστικά ευθύνη της διοίκησης και των διοικητικών στελεχών της. Οι διευθυντές και οι μέτοχοι μίας εταιρίας που είναι αφερέγγυοι, μπορούν να υποκινήσουν την εκούσια εκκαθάριση, δηλ. τη διαδικασία εκκαθάρισης, χωρίς προηγούμενη δικαστική εμπλοκή,

ωστόσο δεν θα είναι αποτελεσματική χωρίς τη νόμιμη σύγκληση των πιστωτών (αναγκαστική εκκαθάριση από το δικαστήριο).

Προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problem)

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης αναφέρει ότι εάν η διοίκηση (managers) εφαρμόζει αναπτυξιακές στρατηγικές περιορισμένου οφέλους ή και υπέρμετρη διαφοροποίηση λειτουργιών (“over-diversified” businesses), που εξυπηρετούν προσωπικά κυρίως συμφέροντα και στόχους, σπαταλούν «ξένα» χρήματα ξοδεύοντας πολύτιμες ελεύθερες ταμειακές ροές (“free cash flow”) (Jensen, 1986) με συνέπεια να αντιδράσουν οι ιδιοκτήτες και να επιλέξουν την στρατηγική αποεπένδυσης (συρρίκνωση δραστηριοτήτων) (Haynes et al., 2003). Οι μέτοχοι για να επιλύσουν αυτό το πρόβλημα μπορούν να μεταβιβάσουν τα μερίδια ιδιοκτησίας τους και να αποχωρήσουν ή να αντικαταστήσουν τους managers (Γκουρογιάννης, 2003).

Το κόστος αντιπροσώπευσης - και ο κίνδυνος - δεν αφορά μόνο τις επιχειρήσεις που δανείζονται, αλλά και τους δανειστές, όπως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα⁵. Το κόστος αντιπροσώπευσης που συνδέεται με την υψηλή δανειακή επιβάρυνση (Jensen & Meckling, 1976) συνοψίζονται στα εξής:

- Την απώλεια ευκαιρίας αύξησης του πλούτου των μετόχων που προκαλείται από την επίδραση του χρέους
- Το κόστος πτώχευσης και το κόστος αναδιοργάνωσης. Συνήθως καταφεύγουν σε εξαγορές για να μειώσουν αυτό το κόστος.

Ανάπτυξη μέσω Εξαγοράς ή Συγχώνευσης

Η μεγέθυνση μίας εταιρίας από οριζόντια ή κάθετη συγχώνευση γίνεται με κίνητρο την απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης στην αγορά (Dewey, 1961), την απόκτηση ελέγχου μίας εταιρίας ως περιουσιακό στοιχείο ή για την αύξηση της αποτελεσματικότητας της διαχείρισης (Manne, 1965).

Η ολική ή μερική πώληση των μετοχών σε μία τρίτη εταιρία, συνδέεται με την αποεπένδυση. Η εταιρία συνεχίζει τη λειτουργία της υπό νέο ιδιοκτησιακό καθεστώς και νέα εταιρική διακυβέρνηση (Mata and Portugal, 2000), όπου είναι πιθανόν να επιζήσουν.

5 Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια [(debt-to-equity ratio (leverage))] για τις τράπεζες είναι υψηλότερος από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις, διότι αυτή είναι η κύρια δραστηριότητα τους και η πηγή εσόδων τους (Cai et al. 2010).

Σύμφωνα με τον Donald Dewey (1961), οι περισσότερες συγχωνεύσεις δεν οδηγούν ούτε σε αύξηση της δύναμης στην αγορά και ούτε σε οικονομίες κλίμακας. Αποτελούν μία τεχνική που αποσκοπεί σε ένα πιο «πολιτισμένο» εναλλακτικό τρόπο για να οδηγηθούν σε πτώχευση ή στην εθελοντική μεταφορά και ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού που φθίνουν από τη μία εταιρία προς την άλλη εταιρία.

Η δημιουργία μεγάλων δανειακών υποχρεώσεων, οδηγεί στην φόρμουλα της εξαγοράς⁶. Εξαγορά ή συγχώνευση που γίνεται εξαιτίας δυσμενών οικονομικών επιδόσεων της επιχείρησης ή για λόγους οικονομικών κλίμακας ή ανάπτυξης αγοράς, οδηγούν σε αντιοικονομίες κλίμακας.

Η χαμηλή απόδοση είναι ένα «σήμα» κινδύνου χρεοκοπίας. Η βιβλιογραφία αναφέρει ότι η στρατηγική εξαγορών και συγχωνεύσεων λόγω χαμηλής απόδοσης⁷, προκαλεί τελικά καταστροφή αξίας (Porter, 1987; Kaplan & Weisbach, 1992), επιφέροντας αρνητικές συνέπειες στην αξία της εταιρίας.

Η επιλογή της στρατηγικής εξαγοράς-συγχώνευσης ή κάποια άλλη μορφή αποεπένδυσης, εκλαμβάνεται από την αγορά ως αρνητικό σήμα, όταν το ιστορικό τόσο της πωλήτριας εταιρίας, όσο και της αγοράστριας παρουσιάζει χρηματοοικονομική δυσχέρεια και σοβαρά προβλήματα ρευστότητας (Tsetekos & Gombola, 1992). Σε αυτήν την περίπτωση, η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά αρνητικά, με την αυξημένη πιθανότητα μείωσης της δυναμικότητας (Chan et al., 1995). Και εδώ υπάρχει ετερογένεια στις απόψεις, όπου σύμφωνα με τη βιβλιογραφία η αποεπένδυση όταν αφορά στη μορφή της εξαγοράς ή συγχώνευσης, επηρεάζει θετικά τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών (Posnikoff, 1997) επειδή η αγορά την εκλαμβάνει ως πράξη προσαρμογής στις νέες συνθήκες της αγοράς.

Μείωση Παραγωγικότητας Συντελεστών Παραγωγής

⁶ <http://www.kathimerini.gr/898970/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/se-anadiar8rwseis-provhlmatikwn-etairikwn-daneiwn-yyoys-5-dis-proxwroyn-oi-trapezes>.

⁷ Οι λόγοι για τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις δεν είναι πάντοτε η χαμηλή απόδοση, αλλά η δημιουργία συνέργειας (Weston, 1989) ως μέρος της στρατηγικής ανάπτυξης (διαφοροποίηση) για την μεταφορά ικανοτήτων και πόρων από μία δραστηριότητα σε κάποια κλάση, οι οικονομίες εύρους και συνέργειας, και η αύξηση της δύναμης στην αγορά. Επιπλέον λόγοι εκτός από τις άμεσες ξένες επενδύσεις, είναι (Kaplan & Weisbach, 1992) η επανατοποθέτηση της στρατηγικής, η καλή τιμή πώλησης, η κάλυψη αναγκών για ρευστότητα, η αντιμονοπωλιακή πολιτική, η αποφυγή κινδύνου εξαγοράς και η μείωση του κόστους Williamson (1975).

Η μείωση της παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής (Εργασία, Υλικά, Ενέργεια, Κεφάλαιο) αυξάνουν το κόστος ανά μονάδα προϊόντος, με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών πώλησης⁸ προϊόντων και υπηρεσιών χωρίς αύξηση της προσφερόμενης ποσότητας (Δερβιτσιώτης, 1990).

Όταν αυξάνονται οι τιμές πώλησης σε σχέση με τους υπόλοιπους ανταγωνιστές, οι καταναλωτές επιλέγουν προϊόντα των ανταγωνιστών, αναγκάζοντας τις μη αποτελεσματικές επιχειρήσεις να μειώσουν περαιτέρω την τιμή πώλησης ή το κόστος πωλήσεων με αποτέλεσμα να μειώνουν το περιθώριο μικτού κέρδους ή να πωλούν κάτω από το κόστος (Γκλεζάκος, 2004), με συνέπεια τον αφανισμό τους και την έξοδο τους από τον κλάδο.

Οι ανωτέρω συνθήκες όταν διατηρούνται για μεγάλο χρονικό διάστημα, επέρχεται νέα μείωση της παραγωγικότητας με συνέπειες που λαμβάνουν τη μορφή φαύλου κύκλου. Η μέτρηση της διαχρονικής εξέλιξης της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων αποτελεί ένα μέσο για την επίτευξη των στρατηγικών στόχων της εταιρίας (Δερβιτσιώτης, 1990) και η σύγκριση τους σε σχέση με τους ανταγωνιστές.

Χαμηλή αποδοτικότητα

Οι κύριες αιτίες για να βρεθεί μία επιχείρηση σε οικονομική αποτυχία και σε πτώχευση, αποδίδονται κυρίως στη χαμηλή αποδοτικότητα εξαιτίας απρόσμενων και ραγδαίων μεταβολών του εξωτερικού περιβάλλοντος⁹ και στη μη έγκαιρη ανταπόκρισή της στις αλλαγές αυτές.

Η υπερβάλλουσα παραγωγική ικανότητα επίσης που προέρχεται από επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία ή από εξαγορές/συγχωνεύσεις, είναι η αιτία της χαμηλής απόδοσης διότι δεν είναι εύκολο να αξιοποιηθεί λόγω μείωσης του μεριδίου αγοράς. Το κόστος παραγωγής αυξάνεται εξαιτίας της ύπαρξης σταθερών εξόδων που καλύπτονται από λιγότερες μονάδες προϊόντος με αποτέλεσμα τη μείωση της αποδοτικότητας (κέρδη) δηλ. του μεριδίου αγοράς και τελικά της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων (Δερβιτσιώτης, 1990).

⁸ Ο Schumpeter (1943) “ it should not be forgotten that the profit due to keeping prices up may be the means of avoiding bankruptcy or at least the necessity of discontinuing operations, both of which might be much more effective in starting a downward “vicious spiral” than is a possible reduction in total expenditure» σελ. 94

⁹ Μείωση της ζήτησης από αλλαγές στη συμπεριφορά του καταναλωτή, δυσμενή μακροοικονομικά μεγέθη, πολεμικές συγκρούσεις, περιορισμένη χρηματοδότηση, παρωχημένη τεχνολογία, είσοδος πολλών ανταγωνισμών κ.ά.

Μείωση Μεριδίων Αγοράς

Η μείωση των μεριδίων αγοράς λόγω εισόδου νέων ανταγωνιστών που δεν εύκολο να προβλεφτούν, και ο υφιστάμενος ανταγωνισμός που διαμορφώνουν συνθήκες έντονου ανταγωνισμού, επιδεινώνουν την κατάσταση των λιγότερο ανταγωνιστικών επιχειρήσεων ή οριακών οικονομικών μονάδων (Γκλεζάκος, 2003). Το σχετικό μερίδιο αγοράς που συγκεντρώνει μία εταιρία παρέχει μία επαρκής ένδειξη σχετικά με την πρόγνωση της επιτυχίας ή αποτυχίας (Mata and Portugal, 2002).

Μέγεθος-Ρυθμός Ανάπτυξης-Ηλικία

Ποικίλες θεωρίες αναπτύχθηκαν σχετικά με τη δυναμική της επιβίωσης και της ανάπτυξης των επιχειρήσεων, οι οποίες χαρακτηρίζονται από ετερογένεια, όταν οι παράμετροι που εξετάζονται σχετίζονται με το μέγεθος, το ρυθμό ανάπτυξης και την ηλικία.

Σύμφωνα με τους Simon & Bonini (1958) η μεγέθυνση της επιχείρησης δεν σχετίζεται με το μέγεθος της εταιρίας, αλλά με την επίτευξη του ελάχιστου αποτελεσματικού μεγέθους λειτουργίας. Η οικονομική μεγέθυνση είναι αντιστρόφως ανάλογη με το μέγεθος της και την ηλικία (Evans, 1986), με κίνδυνο η εταιρία να μην έχει προοπτικές αύξησης του ρυθμού ανάπτυξης στην αγορά, να αντιμετωπίσει την πιθανότητα χρεοκοπίας και να αποχωρεί από την αγορά λόγω αντικοινομιών κλίμακας.

Μία άλλη ενδιαφέρουσα θεωρία σχετικά με τη δυναμική επιβίωσης και ανάπτυξης είναι η θεωρία της «ενεργητικής μάθησης» (active learning model), όπου σύμφωνα με αυτήν τα κέρδη μίας εταιρίας μεταβάλλονται με το πέρασμα του χρόνου ανάλογα τις επενδύσεις και την εξερεύνηση των αγορών, για να αντιμετωπίσει τον έντονο ανταγωνισμό. Εάν αποτύχει, συρρικνώνεται ή αποχωρεί από την αγορά (Ericson & Pakes, 1995).

Οι θεωρίες που αναπτύχθηκαν σχετικά με την ηλικία, αποδίδουν την αποτυχία τους στις ανεπαρκείς στρατηγικές για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού και της εμφάνισης οργανωτικών δυσχερειών που εμποδίζουν την ευελιξία και την προσαρμοστικότητα στις μεταβολές του περιβάλλοντος (Hannan, 1998). Οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης σχετίζονται άμεσα με την ικανότητα επιβίωσης και παρέχουν επαρκείς ενδείξεις σχετικά με την πρόγνωση της επιτυχίας ή αποτυχίας (Mata and Portugal, 2002).

Η πιθανότητα επιβίωσης μίας εταιρίας αυξάνεται με το μέγεθος, ωστόσο ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος (Evans, 1986, 1987; Dunne et al. 1988, 1989; Cabral¹⁰ & Mata, 2003). Υπάρχουν και αντίθετες μελέτες που συμπεραίνουν ότι η πιθανότητα επιβίωσης αυξάνεται με την ηλικία, (Evans 1986, Foster et al. 2001) παρά το μειωμένο ρυθμό αύξησης ανεξαρτήτου μεγέθους.

Συχνά παρατηρείται ότι στις εταιρίες με μεγάλο μέγεθος υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να δηλώνουν εσκεμμένα μεγάλα κέρδη (Deschow et al. 2007), ύστερα από χειρισμό των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και η εξήγηση που μπορεί να δοθεί για αυτήν την παραποίηση είναι η αντίστροφη σχέση μεταξύ μεγέθους και ρυθμούς ανάπτυξης, σύμφωνα με τα συμπεράσματα μελετών.

Εξωτερικοί Λόγοι

Δομή και Χαρακτηριστικά του Κλάδου

Οι παράμετροι που επηρεάζουν την επιχειρηματική αποτελεσματικότητα δεν εξαρτώνται αποκλειστικά από την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά και από το συστηματικό κίνδυνο που δεν μπορεί να επηρεάσει. Μία επιχείρηση ενδέχεται να μην επιβιώσει στον κλάδο που δραστηριοποιείται ακόμη και όταν όλες οι εξεταζόμενες μεταβλητές στη διαδικασία πρόβλεψης χρεοκοπίας ή βιωσιμότητας είναι ικανοποιητικές (Τράπεζα της Ελλάδος, 2008) και να βρεθεί σε κατάσταση αφερεγγυότητας και «μη αποτελεσματικής λειτουργίας».

Τα χαρακτηριστικά του κλάδου, όπως ο αριθμός των επιχειρήσεων που παράγουν ίδιο προϊόν ή στενά υποκατάστατα προϊόντα που καλύπτουν τις ίδιες ανάγκες των καταναλωτών, επηρεάζουν την πιθανότητα επιβίωσης. Σύμφωνα με τους Hensler et al. (1997), όλες ανεξαρτήτως οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε έναν κλάδο αντιμετωπίζουν τις ίδιες πιθανότητες επιβίωσης, για το λόγο ότι χρησιμοποιούν παρόμοιους παραγωγικούς συντελεστές και μεθόδους παραγωγής.

Τα εμπόδια εισόδου σε μία ώριμη αγορά είναι μικρότερα (Klepper and Simons, 1993) και επιχειρήσεις με μακρόχρονη παρουσία στην αγορά όπως δείχνει η πραγματικότητα, τελικά κινδυνεύουν (Altman & Hotchkiss, 2006) να αποτύχουν και αυτές έχοντας τις ίδιες πιθανότητες που έχουν οι νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις σε έναν κλάδο, δείχνοντας ότι δεν ισχύει πια το παλιό γνωμικό «too big to fail». Τα πλεονάσματα κερδών σε μερικές εταιρίες οφείλονται στην ύπαρξη εμποδίων εισόδου από ανταγωνιστές (Stewart, 2010), παραμερίζοντας την αναγκαιότητα

¹⁰ Αποκαλείται ως Νόμος του Gibrat (Gibrat's law).

σχεδιασμού νέων και ποιοτικά βελτιωμένων προϊόντων και τη δημιουργία αξίας προς τους πελάτες και τα ενδιαφερόμενα μέρη¹¹. Μία επιχείρηση έχει μικρότερες πιθανότητες επιβίωσης όταν ο δείκτης νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων και ο υφιστάμενος ανταγωνισμός¹² είναι υψηλός (Audretsch et al., 2000).

Όταν εισέρχονται στον κλάδο νέοι ανταγωνιστές, από αλλαγές που προέρχονται από το θεσμικό πλαίσιο, ή τεχνολογικές εξελίξεις, αλλάζουν «οι κανόνες του παιχνιδιού». Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των επιχειρήσεων που προέρχεται από την ίδια τη δομή της αγοράς και τους φραγμούς εισόδου στον κλάδο ειδικότερα από την θεσμοθέτηση των «κανόνων του παιχνιδιού» από κυβερνητικές παρεμβάσεις, μία μεταβολή σε αυτό το status quo είναι βέβαιο ότι θα προκαλέσει ετερογένεια και αστάθεια στην αγορά, κυρίως στις ολιγοπωλιακές αγορές.

Οι αλλαγές που συμβαίνουν στη δομή της αγοράς, δεν είναι εύκολο να αναγνωριστούν στον χρόνο που γίνονται, παρά μόνο μετά την παρέλευση 5 ετών, επηρεάζοντας κατά την διάρκεια αυτή την κερδοφορία των επιχειρήσεων (Singh, 1972; Cowling, 1976). Σύμφωνα με τους Kaplan και Weisbach (1992), η μείωση των πωλήσεων που προέρχονται από τις μεταβολές του εξωτερικού περιβάλλοντος ενδέχεται να συμβεί εντός 7 ετών.

Επενδυτές

Οι επενδυτές συνήθως δεν γνωρίζουν αν τα κέρδη προέρχονται από βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών, από μείωση της ποιότητας ή την αύξηση της αποδοτικότητας (McKinsey, 2015). Λόγω περιορισμένης ορθολογικότητας και πληροφόρησης και μόνο με τη γνώση του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών ανά μετοχή, υπερεκτιμούν την τρέχουσα αξία της μετοχής, παρά το φθίνοντα ρυθμό αύξησης των εσόδων, και αργά ή γρήγορα φτάνουν στο σημείο εξόδου.

Φάση του οικονομικού κύκλου

Μελέτες δείχνουν ότι σε περίοδο οικονομικής κρίσης, είναι περισσότερο πιθανό να πλήξει μία start-up επιχείρηση, αντί μία εταιρία με αρκετά έτη παρουσίας στην αγορά και ότι στην ανοδική φάση του

¹¹ Οι θεωρίες σχετικά με τη δυναμική των επιχειρήσεων στηρίζεται γενικά στην αρχή της «δημιουργικής καταστροφής» του Schumpeter (1943), που βασίζεται καταρχήν στις διαφορές μεταξύ των παραγωγών και στην συνεχή μεταβολή στη σύνθεση του αριθμού των επιχειρήσεων που οφείλεται στην είσοδο και στην έξοδο των επιχειρήσεων σε ένα κλάδο, απαραίτητη διαδικασία για την ανάπτυξη, επέκταση και βελτίωση των προϊόντων και υπηρεσιών, των διαδικασιών και των αγορών εν γένει.

¹² Ο βαθμός ανταγωνισμού σε κάθε κλάδο, μπορεί να προσεγγισθεί με ένα δείκτη συγκέντρωσης (π.χ. Herfindahl).

οικονομική κύκλου αυξάνεται η πιθανότητα επιβίωσης (Buehler et al. 2006), επιτρέποντας την είσοδο των start-up χωρίς οι υφιστάμενες να εφαρμόσουν «αντίποινα».

Μείωση της Ζήτησης

Η μείωση της ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών μίας επιχείρησης μπορεί να προέρχεται από μεταβολές στα μακροοικονομικά μεγέθη (ανεργία, πληθωρισμός κ.ά.).

Εταιρική Διακυβέρνηση & Εσωτερικός Έλεγχος: Ο Ρόλος τους στην Αποτυχία

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι συνυφασμένη με τη σχέση εντολέα-εντολοδόχου (agency problem). Αποτελείται από ένα σύστημα σχέσεων μεταξύ των μετόχων, του διοικητικού συμβουλίου και άλλων ενδιαφερόμενων μερών, μέσα από το οποίο καθορίζεται το πλαίσιο με το οποίο η ιδιοκτησία (ownership) διαχωρίζεται από την εταιρική δομή, δηλ. από τη διοίκηση και τον έλεγχο (control)¹³, προκειμένου να μειωθεί το κόστος αντιπροσώπευσης. Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις είναι υποχρεωτική¹⁴ η τήρηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης για την μακροπρόθεσμη επιτυχία και ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων (Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2013) και απαιτεί τον ενδεδειγμένο έλεγχο των διαμορφωτών αξίας, όπως είναι της ανάπτυξης, της αποτελεσματικότητας και της ανταγωνιστικής θέσης.

Ο εσωτερικός έλεγχος είναι το μέσο που προσθέτει αξία και βελτιώνει τις λειτουργίες της οικονομικής μονάδας (Karagiorgos et al., 2009) και αφορά στη διενέργεια λογιστικών και διοικητικών ελέγχων (Τσακλάγκανος, 2005) με συστηματική και πειθαρχημένη προσέγγιση για την αποτελεσματικότερη διαχείριση των κινδύνων και των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης (Savcuk, 2007) με στόχο τη βέλτιστη αξιοποίηση των οικονομικών πόρων και την προώθηση της αποτελεσματικότητας της οικονομικής μονάδας (Karagiorgos et al., 2009), διατυπώνοντας αιτιολογημένα πορίσματα και μέτρα βελτίωσης και διόρθωσης.

Ο εσωτερικός έλεγχος όμως δεν είναι σε θέση να παράγει τη βέλτιστη απόδοση, χωρίς την συμμετοχή των μετόχων και οραματιστών της επιχείρησης και τις ικανότητες των εργαζομένων. Τα βασικά χαρακτηριστικά του Εσωτερικού Ελέγχου (internal Audit), σύμφωνα με την PWC (2014) είναι μεταξύ άλλων η ευθυγράμμιση ξεκάθαρων επιχειρησιακών στόχων με τα αποτελέσματα και η

¹³ Ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας από τους επαγγελματίες διευθυντές ονομάστηκε «διευθυντικός καπιταλισμός» (Chandler, A. (1968). Scale and Scope. Harvard University Press (1990).

¹⁴ Ν. 3016/2002, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης ΟΟΣΑ (2004), σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2005/162/EC), Ν. 3873/2010.

διαχείριση των προσδοκιών των ενδιαφερόμενων μερών και ο εντοπισμός και η επίλυση των κινδύνων.

Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών¹⁵ στην εταιρική διακυβέρνηση φαίνεται σημαντικός, αφού τις περισσότερες φορές συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εισηγμένων επιχειρήσεων. Η άσκηση εταιρικού ελέγχου, όπως για παράδειγμα από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επιτυγχάνεται με την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης μίας επιχείρησης δηλ. την αποτύπωση του συνολικού χρέους προς ίδια κεφάλαια (total debt to equity) για τη χορήγηση τραπεζικού δανείου. (Γκουρογιάννης, 2003). Επίσης, συμμετέχουν ενεργά στο διοικητικό συμβούλιο και ζητούν ενημέρωση για την πορεία της επιχείρησης σε τακτά χρονικά διαστήματα, παρέχοντας παράλληλα συμβουλευτικές υπηρεσίες σε θέματα επιχειρησιακής στρατηγικής (Τράπεζα της Ελλάδος, 2008) και πιέζουν για αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής όταν συμμετέχουν στο κεφάλαιο. Η νομοθεσία σχετικά με τη χρεοκοπία μίας επιχείρησης, τονίζει τον ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης κατά τη διάρκεια της πτώχευσης, όσον αφορά στον έλεγχο των θεσμικών επενδυτών (Γκουρογιάννης, 2003).

Ενδείξεις Προβληματικότητας

Συμπτώματα

Οι προβληματικές επιχειρήσεις εμφανίζουν μία ή περισσότερες ενδείξεις προβληματικότητας, όπως αύξηση ζημιών, αύξηση δανειακής επιβάρυνσης, μείωση του κύκλου εργασιών, αύξηση των αποθεμάτων, πλεονάζουσα παραγωγική δυναμικότητα, φθίνουσα ταμειακή ροή και μείωση της αξίας του καθαρού ενεργητικού. Ορισμένες ενδείξεις στη λειτουργία μιας επιχείρησης μπορεί να αποτελέσουν το σημείο για τους τρόπους αντιμετώπισης των προβλημάτων και θεραπείας των εσωτερικών αδυναμιών (Παπαδάκης, 2012) που εύκολα εντοπίζονται στον ισολογισμό και στα αποτελέσματα χρήσης.

Οι συνήθεις λόγοι αποτυχίας και «συμπτώματα» είναι:

- Η έλλειψη ρευστότητας

¹⁵ Με τον όρο «Θεσμικοί επενδυτές» περιλαμβάνονται εμπορικές επιχειρήσεις, οργανισμοί και πλούσια άτομα που έχουν την ικανότητα ανάλυσης των κινδύνων που εμπεριέχονται στα χρεόγραφα και τις γνώσεις παροχής επενδυτικών συμβουλών (Markham, 1995). Σε αυτές περιλαμβάνονται επενδυτικές τράπεζες, εταιρίες αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), εταιρείες ασφαλειών, ταμεία κοινωνικής ασφάλισης, και εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds).

- Η υψηλή δανειακή επιβάρυνση. Πλήθος μελετών σχετικά με τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, αποδεικνύουν ότι η τρέχουσα αξία της επιχείρησης αυξάνει με τον δανεισμό λόγω φορολογικής εξοικονόμησης¹⁶. Η φορολογική εξοικονόμηση λόγω χρεωστικών τόκων είναι το μόνο όφελος από την ύπαρξη χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση (Almeida & Phillippon, 2008) εφόσον υπάρχουν κέρδη. Οι θετικές επιπτώσεις στα Κέρδη Ανά Μετοχή από τοκοφόρα χρεόγραφα σταθερού κόστους (προνομιούχες μετοχές και ομόλογα) και η αύξηση των προσδοκώμενων αποδόσεων των μετοχών λόγω μακροπρόθεσμου δανεισμού, γίνονται με κόστος.

Αντιμετώπιση Προβληματικών Επιχειρήσεων

Για την προληπτική αντιμετώπιση «προβληματικών» επιχειρήσεων και την αποφυγή της χρεοκοπίας, απαιτούσε μία ex ante συμπεριφορά των θεσμών. Η εξυγίανση και η ανόρθωση αυτών των επιχειρήσεων ως στάδιο προηγείται της εκκαθάρισης, εφόσον κρίνονται ad hoc οικονομικά βιώσιμες¹⁷, για την αποφυγή του κινδύνου απώλειας υλικών και άυλων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού (Μάζης, 1998), και η παροχή «δεύτερης ευκαιρίας»¹⁸. Ωστόσο, η διαδικασία εξυγίανσης δεν είναι πάντα επιτυχής και υπάρχουν σοβαρά ενδεχόμενα να αποτύχει και δεύτερη και τρίτη φορά (Altman & Hotchkiss, 2006).

¹⁶ Η φορολογική αντιμετώπιση των δανείων και οι ατέλειες της αγοράς, οδηγούν στην αύξηση της τρέχουσας αξίας* της επιχείρησης και σε χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου για συγκεκριμένα επίπεδα κινδύνου, όταν «η διοίκηση της επιχείρησης υιοθετεί ένα συνετό χρηματοδοτικό σχήμα» [* Τρέχουσα αξία: Καθαρά λειτουργικά έσοδα προς κόστους κεφαλαίου ή συντελεστή απόδοσης του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (Φιλίππατος, Αθανασόπουλος, 1986)].

¹⁷ Στο άρθρο 106ζ παρ. 2 ΠτΚ αναλύονται οι λόγοι για τους οποίους το δικαστήριο δεν επικυρώνει τη συμφωνία εξυγίανσης και οι οποίοι αφορούν: α) τη μη βιωσιμότητα της επιχείρησης, β) τη βλάβη της συλλογικής ικανοποίησης των πιστωτών, γ) την ύπαρξη δόλου ή άλλης αθέμιτης πράξης ή κακόπιστης συμπεριφοράς του οφειλέτη, πιστωτή ή τρίτου και δ) την παράβαση της αρχής της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών. Ειδικά ως προς τη συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών, το άρθρο 99 παρ. 2 ΠτΚ ορίζει ότι αυτή παραβιάζεται όταν προβλέπεται ότι οι μη συμβαλλόμενοι στη συμφωνία πιστωτές θα βρεθούν σε χειρότερη οικονομική θέση από αυτήν στην οποία θα βρίσκονταν με βάση αναγκαστική εκτέλεση ή σε περίπτωση κήρυξης του οφειλέτη σε κατάσταση πτώχευσης.

¹⁸ Αιτιολογική έκθεση του άρθρου 235 ν. 4072/2012: «Με τον ν. 4013/2011 επιδιώχθηκε όχι η αθρόα υπαγωγή επιχειρήσεων στα αρ. 99 επ., με συνέπεια το «πάγωμα» των δικαιωμάτων των πιστωτών και με μικρές πιθανότητες σύναψης συμφωνίας, αλλά η επίτευξη μικρότερου μεν αριθμού υπαγωγών, περισσότερων όμως συμφωνιών».

Η διάσωση της επιχείρησης και η προστασία των συμφερόντων των ενδιαφερόμενων ομάδων, είναι συμβατοί στόχοι (Περάκης, 2012), αφού το όφελος είναι μεγαλύτερο από μία λειτουργούσα επιχείρηση¹⁹.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο θεωρεί τη διάσωση και αναδιάρθρωση επιχειρήσεων [Rescue and restructuring (R&R)] μέσω της κρατικής ενίσχυσης, ως σημαντικό εργαλείο αποτροπής της διάλυσης αυτών των επιχειρήσεων με αρνητικές συνέπειες στην κοινωνία και στην οικονομία, όπως η ανεργία, απώλεια τεχνογνωσίας, και διατάραξη της πειθαρχίας της αγοράς. Ωστόσο, οι στρατηγικές διάσωσης προβληματικών επιχειρήσεων δεν είναι πάντοτε επιτυχείς, εξαιτίας διοικητικών σφαλμάτων που εντοπίζονται κυρίως στην επιτάχυνση των διαδικασιών σμίκρυνσης, στον υπερβολικό βαθμό περικοπής δαπανών και σε ασυμβίβαστες κινήσεις (Παπαδάκης, 2012, Heenan 1989).

Οι στόχοι της εξυγίανσης είναι:

- Αποφυγή δημιουργίας κοινωνικών προβλημάτων και μείωση των αρνητικών εξωτερικοτήτων (European Commission, 2005) με την εξασφάλιση της απασχόλησης των εργαζομένων, την αντιμετώπιση της ανεργίας και κατ' επέκταση και την προστασία της εθνικής οικονομίας (Κοτσίρης & Χατζηνικολάου, 2006)
- Διασφάλιση συνέχεια των κύριων λειτουργιών της
- Αποφυγή μετάδοσης των επιπτώσεων στην αγορά και η διατήρησης της πειθαρχίας της αγοράς.
- Αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις και τόνωση εν γένει της προσέλκυσης επενδυτικών κεφαλαίων (Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2013)
- Προστασία των δημόσιων πόρων με την ελαχιστοποίηση της εξάρτησης από έκτακτη δημόσια χρηματοπιστωτική στήριξη και από την απώλεια δημοσίων εσόδων²⁰
- Προστασία των κεφαλαίων και των περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών

¹⁹ Οι κρίσιμοι παράγοντες που επηρεάζουν το «επιχειρείν» σύμφωνα την Παγκόσμια Τράπεζα είναι μεταξύ άλλων η πληρωμή φόρων, η χρηματοδότηση και η προστασία των επενδυτών (Word Bank, 2017).

²⁰ Εγκύκλιος ΠΟΛ.1188/24.9.2012 Ανάλυση διατάξεων του Έκτου Κεφαλαίου του Πτωχευτικού Κώδικα «Προπτωχευτική διαδικασία εξυγίανσης»

- Μείωση των συνεπειών στην αγορά εξαιτίας του συστημικού ρόλου που έχει στις προμήθειες ή στην προσφορά προϊόντων (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2014)
- Εξάλειψη κρίσεων στις κεφαλαιαγορές, στα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού και στο σύστημα γενικά (Γκόρτσος, 2011),

εφόσον αποδειχτεί ότι είναι οικονομικά βιώσιμη επιχείρηση.

Εάν η εταιρία είναι «προβληματική» δύναται να ενταχθεί στις διατάξεις για κρατικές ενισχύσεις διάσωσης ή αναδιάρθρωσης, εφόσον δεν αποτελεί μέρος ενός ευρύτερου επιχειρηματικού Ομίλου, όπου απαιτείται τεκμηρίωση της δυνατότητας αναδιοργάνωσης και της αποκατάστασης της βιωσιμότητας μακροπρόθεσμα, μέσω ενός ρεαλιστικού επιχειρηματικού σχεδίου. Στον επιχειρηματικό σχέδιο λαμβάνονται υπόψη τα εσωτερικά διορθωτικά μέτρα που θα υλοποιηθούν και εξωγενείς παράγοντες ως προϋπόθεση για την ένταξη στο σχέδιο διάσωσης και αναδιάρθρωσης.

Τα σχέδια διάσωσης και αναδιάρθρωσης τις περισσότερες φορές συνεπάγονται τη ρευστοποίηση της περιουσίας για την ικανοποίηση των πιστωτών της επιχείρησης, τον περιορισμό ή τη διακοπή ζημιογόνων επιχειρησιακών λειτουργιών και τη μείωση του παραγωγικού δυναμικού εξαιτίας του διαρθρωτικού πλεονάσματος παραγωγικής ικανότητας.

Προτού μία επιχείρηση φτάσει σε σημείο που να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της μπορεί να διαπραγματευτεί και να εξετάσει εναλλακτικούς τρόπους διάσωσης, με την προϋπόθεση ότι είναι εφικτό να αξιολογηθεί η ποιότητα και το ύψος των μελλοντικών ταμειακών ροών της.

Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Η εύρεση της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης (optimal capital structure), δηλ. η επιλογή του ποσοστού χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια και με ίδια κεφάλαια, έχει θετική συσχέτιση τόσο στην αξία της επιχείρησης όσο και στο κόστος κεφαλαίου, σύμφωνα με την παραδοσιακή άποψη.

Η σύνθεση των κεφαλαίων όμως, επηρεάζει κατά κόρον την απόφαση της συνέχισης ή της εκκαθάρισης μίας εταιρίας κατά την άποψη των Bergström, Eiseberg & Sundgren (2002) και Morrison (2007), όπου η δύναμη των πιστωτών σηματοδοτεί εν τέλει το αν θα αποφασιστεί η συνέχιση μίας εταιρίας που βρίσκεται σε οικονομική δυσχέρεια, σε συνάρτηση πάντα το πτωχευτικό δίκαιο που διέπει τη χώρα (Blazy et al. 2012).

Σύντομη Ιστορική Αναδρομή

Κόστος Πτώχευσης και Φορολογία

Σε έναν κόσμο χωρίς φόρους, το χρέος θα ήταν βιώσιμο, εάν δεν υπήρχαν φόροι και εάν το κόστος πτώχευσης ήταν μηδενικό. Όταν εξωγενείς παράγοντες διαταράσσουν την ισορροπία, για παράδειγμα από την κυβέρνηση για ανατίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, τότε ο δανειστής για να προστατεύσει το συμφέρον του, παρέχει στον δανειζόμενο λιγότερα χρήματα. Για να εξισορροπήσει το έλλειμμα ο δανειζόμενος εκδίδει ομολογιακά δάνεια ή προνομιούχες μετοχές, δίδοντας τη βέλτιστη λύση στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Οι Fama και Miller (1972), καθώς και ο Stiglitz (1972), έδειξαν ότι σε αυτήν την περίπτωση οι επιχειρήσεις δημιουργούν «επικίνδυνο χρέος» και δεν είναι η βέλτιστη λύση αφού το κόστος πτώχευσης είναι δαπανηρό.

Η συνετή προσθήκη χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να οδηγήσει στην αύξηση της τρέχουσας αξίας²¹ της επιχείρησης (Wipperfurth, 1966), κυρίως σε ώριμες επιχειρήσεις με μικρές δυνατότητες ανάπτυξης, λόγω της αφαίρεσης των χρεωστικών τόκων από τον υπολογισμό του φορολογητέου εισοδήματος (Almeida & Philippon, 2008). Το ύψος της χρηματοδότησης με κεφάλαια εξωτερικής προέλευσης μία δεδομένη χρονική στιγμή επηρεάζει το κόστος ιδίων κεφαλαίων, που είναι ευθέως και γραμμικά ανάλογος με τη μόχλευση, καθώς και το συνολικό κόστος κεφαλαίο.

Εφόσον η φορολογική νομοθεσία εταιριών εκλαμβάνει τους τόκους δανείων ως έξοδα τα οποία αφαιρούνται για τον προσδιορισμό του φορολογητέου εισοδήματος, τόσο περισσότερο θα αυξάνεται το χρέος στην κεφαλαιακή διάρθρωση και τόσο θα μειώνεται η φορολογική ευθύνη (Modigliani & Miller, 1963). Αυτή η «φορολογική ασπίδα» συνεπάγεται την αύξηση της αξίας της επιχείρησης κατά το ίδιο ποσό του χρέους που αποτελεί τη «βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση».

Σημειώνεται, ότι το κόστος πτώχευσης αναφέρεται στα έκδηλα κόστη που περιλαμβάνουν νομικές διαδικασίες και δαπάνες εκκαθάρισης.

Βέλτιστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση κατά Modigliani-Miller

²¹ Τρέχουσα αξία επιχείρησης: Καθαρά Λειτουργικά Έσοδα δια κόστος κεφαλαίου ($A_0 = KLE/ko$) ή $ko = KLE/A_0$. Σύμφωνα με το Θεώρημα των M-M, το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ίσο με το άθροισμα του μέσου κόστους κεφαλαίου και της «προσαρμογής» για τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.



Σύμφωνα με τη νεοκλασική θεωρία που αναπτύχθηκε το 1958 από τους Modigliani F. & Miller M., η τιμή της μετοχής μίας επιχείρησης ή το συνολικό κόστος κεφαλαίου δεν επηρεάζεται από τη κεφαλαιακή διάρθρωση, δηλ. από το ύψος των πηγών κεφαλαίων (συνδυασμός μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων). Σύμφωνα με τους M-M το κόστος των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης δεν μεταβάλλεται και συνεπώς δεν υπάρχει επιπλέον καιροσκοπικό κέρδος από την εναλλαγή μεταξύ έκδοσης μετοχών και δανεισμού από ξένα κεφάλαια. Επίσης, οι M-M (1963) υποστήριξαν ότι εφόσον η φορολογική νομοθεσία εταιριών εκλαμβάνει τους τόκους δανείων ως έξοδα τα οποία αφαιρούνται για τον προσδιορισμό του φορολογητέου εισοδήματος, τόσο περισσότερο θα αυξάνεται το χρέος στην κεφαλαιακή διάρθρωση και τόσο θα μειώνεται η φορολογική ευθύνη. Αυτή η «φορολογική ασπίδα» συνεπάγεται την αύξηση της αξίας της επιχείρησης κατά το ίδιο ποσό του χρέους που αποτελεί τη «βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση».

Λύση Pareto

Το «πάζλ» της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης και τη «σύγκρουση» ανάμεσα στους κατόχους μετοχών και στους δανειστές εξηγείται από τη βέλτιστη λύση κατά Pareto (Ebrahim & Mathur, 2001). Σύμφωνα με αυτήν την μαθηματική προσέγγιση, οι οφειλέτες και οι δανειστές, μεγιστοποιούν τον πλούτο τους σε έναν δεδομένο χρόνο ($t=0$). Τα λειτουργικά έσοδα της εταιρίας (x) και η αξία της ρευστοποίησης (y) είναι θετικά (βασική προϋπόθεση για τη συνδιαλλαγή αυτή).

Επενδυτικές Ευκαιρίες

Ο Stulz (1990) συσχετίζει το ύψος του χρέους με την αξία της εταιρίας και τις επενδυτικές ευκαιρίες των μετόχων. Η αξία της επιχείρησης ισούται με την καθαρή αξία των ταμειακών ροών τον χρόνο $t=1$ (ο χρόνος πληρωμής του χρέους) συν τις καθαρές παρούσες αξίες των προσδοκώμενων ταμειακών ροών νέων επενδύσεων (θετικών ή αρνητικών). Το ύψος του χρέους εξαρτάται από το ενδεχόμενο διανομής των ταμειακών ροών και τις επενδυτικές ευκαιρίες με θετική καθαρή παρούσα αξία (NPV).

Όταν οι μέτοχοι δεν προσδοκούν υψηλές ταμειακές ροές και σε συνδυασμό με τις φτωχές επενδυτικές ευκαιρίες, μπορεί να επιθυμούν να αυξήσουν το χρέος, ώστε η διοίκηση να έχει λιγότερο έλεγχο. Σε αντίθετη περίπτωση (υψηλές ταμειακές ροές και πολλές επενδυτικές ευκαιρίες)

μπορεί να επιθυμούν να αυξήσουν το μετοχικό κεφάλαιο²² για να μειώσουν την πιθανότητα της μη εκμετάλλευσης επενδυτικών ευκαιριών.

Όταν αυξάνεται όμως η χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια (το χρόνο $t=0$), υπάρχει πιθανότητα να μην εξοφλήσει το χρέος ($t=1$), να χαθούν επενδυτικές ευκαιρίες (investment opportunities) από τον κίνδυνο πτώχευσης. Όσο μικρότερο είναι το ποσό της καθαρής παρούσας αξίας επενδυτικών ευκαιριών που χάνεται από το χρέος και την ρευστοποίηση, τόσο μεγαλώνει το ποσό του χρέους τον χρόνο $t=1$.

Χρονισμός Αγοράς

Μια νεότερη θεώρηση για την κεφαλαιακή διάρθρωση, η θεωρία του «χρονισμού της αγοράς» (market timing theory of capital structure) (Baker & Wurgler, 2002) αναφέρει ότι η εκάστοτε κεφαλαιακή διάρθρωση είναι το σωρευτικό αποτέλεσμα των προηγούμενων ετών σε μια προσπάθεια να συγχρονιστεί με την αγορά (equity market), εκδίδοντας νέες μετοχές για την υποτίμηση των μετοχών της (όταν τις θεωρεί υπερτιμημένες) και επαναγοράζοντας τις υποτιμημένες. Σε αναποτελεσματικές αγορές, οι επενδυτές εκμεταλλεύονται τον χρονισμό της αγοράς (market timing) και τις προσωρινές διακυμάνσεις στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και στο κόστος δανεισμού. Όταν η αξία της αγοράς είναι υψηλή, επιλέγουν την έκδοση νέων μετοχών από το δανεισμό, λαμβάνοντας υπόψη τη λογιστική αξία (book value) της αγοράς του παρελθόντος και επαναγοράζοντας μετοχές όταν μειώνεται η αξία της αγοράς.

Εξωτερική Χρηματοδότηση

Επιπτώσεις Χρηματοδότησης από το Πιστωτικό Σύστημα

Η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων μίας εταιρίας μπορεί να προέλθει με ποικίλους τρόπους. Οι πιο συνηθισμένοι είναι από τους ιδιοκτήτες της με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, από τη δημιουργία κεφαλαίων από κέρδη και αποσβέσεις, από τις αγορές κεφαλαίου με πώληση μετοχών ή με δανεισμό π.χ. με έκδοση ομολόγων και από τις αγορές χρήματος δηλ. από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985).

²² Η εταιρία εκδίδει νέες μετοχές για να μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης διότι η καθαρή παρούσα αξία των νέων επενδύσεων είναι θετικές και ισούται με την παρούσα αξία του χρέους, ενώ παράλληλα μειώνεται η μεταβλητότητα.



Η απόφαση για την κεφαλαιακή διάρθρωση στηρίζεται στη διαθεσιμότητα των πιστωτών για χρηματοδότηση και επηρεάζεται από τις «ατέλειες» της αγοράς όπως είναι οι διαφορές στην ατομική και εταιρική φορολογία εισοδημάτων, οι διαφορές επιτοκίων και το κόστος πτώχευσης.

Οι κεφαλαιαγορές σε αντίθεση με τις άλλες μορφές χρηματοδότησης περιέχουν τον κίνδυνο εμφάνισης επισφαλών απαιτήσεων και από τον κίνδυνο μεταβολής της αξίας των κεφαλαίων (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985). Η αξία της επιχείρησης στις κεφαλαιαγορές καθορίζεται από την τιμή της μετοχής επί τον αριθμό μετοχών (κάθε είδους) που κυκλοφορούν στην κεφαλαιαγορά.

Οι διακυμάνσεις στις τιμές της αγοράς και της λογιστικής αξίας της επιχείρησης, επιφέρουν μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, που διαρκούν τουλάχιστον 10 χρόνια και ενδέχεται να είναι χαρακτηριστικό της ίδιας της επιχείρησης. Αντικατοπτρίζουν ένα σταθμισμένο μέσο όρο από τις επιλογές ξένων αντί ιδίων κεφαλαίων από τα προηγούμενα έτη, δηλ. από ένα σημείο και μετά δεν μπορούν να μειώσουν το επίπεδο μόχλευσης όταν παρουσιάζονται διακυμάνσεις στις τρέχουσες τιμές της αγοράς σε σχέση με τη λογιστική αξία του χρέους (Baker & Wurgler, 2002), με αποτέλεσμα να μην μπορούν να επαναφέρουν την «άριστη» κεφαλαιακή διάρθρωση επιφέροντας μία «σταθερή φθορά».

Κόστος Κεφαλαίου

Η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης (εσωτερική και εξωτερική χρηματοδότηση) επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου προκαλώντας συγκρούσεις όταν δεν υπάρχει ισορροπία. Η έννοια του κόστους κεφαλαίου έχει ιδιαίτερη βαρύτητα για τη διαδικασία κατανομής των περιορισμένων πόρων της επιχείρησης, μεταξύ ανταγωνιστικών επενδύσεων και την προσδοκώμενη καθαρή παρούσα αξία.

Το κόστος κεφαλαίου (cost of capital) είναι το κόστος ευκαιρίας²³ των κεφαλαίων δηλ. η απόδοση της καλύτερης εναλλακτικής διαθέσιμης επένδυσης, (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015) που έχουν όλοι όσοι συνεισφέρουν κεφάλαια στην επιχείρηση, δηλ. οι μέτοχοι και οι πιστωτές μόνιμης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985).

²³ Το κόστος κεφαλαίου ή αλλιώς ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης χρησιμοποιείται ως ο δείκτης προεξόφλησης των ταμειακών ροών μίας επιχείρησης ή επένδυσης για την εύρεση της καθαρής παρούσας αξίας ή του δείκτη Ωφέλειας-Κόστους. Βέβαια, το κόστος κεφαλαίου στην πράξη δεν παραμένει σταθερό λόγω μεταβολής των ξένων και ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση μίας επιχείρησης.



Η τρέχουσα αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από την κεφαλαιακή διάρθρωση και εξαρτάται από τις μεταβλητές που δημιουργούν, μεταθέτουν ή καταστρέφουν αξίες. Η δημιουργία αξίας επιτυγχάνεται εκτός από την αύξηση των ταμειακών εισροών, από την μείωση του κόστους κεφαλαίου και του οικονομικού κινδύνου της επιχείρησης. Συνεπώς, εάν έχει υψηλή δανειακή επιβάρυνση εκτός από την οικονομική δυσχέρεια, επιφέρονται επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης που μεταθέτουν την αξία ή ακόμη και την καταστρέφουν. Ο δανεισμός ή ο υπερδανεισμός, ως μία βασική χρηματοδοτική πηγή, παρουσιάζει σοβαρές επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης καθώς και στο μέγεθος και την ποιότητα των καθαρών κερδών που συσσωρεύονται για λογαριασμό των μετόχων.

Όσο μικρότερο είναι το κόστος κεφαλαίου ή ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης για την επένδυση κεφαλαίων, τόσο μικρότερος είναι και ο οικονομικός κίνδυνος των επενδυτών (μετόχων και πιστωτών μακροχρόνιας χρηματοδότησης). Στις επιχειρήσεις με υψηλή δανειακή επιβάρυνση, το κόστος κεφαλαίου είναι υψηλό και συνεπώς και ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης για τους πιστωτές και επενδυτές σε αυτήν την εταιρία.

Ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου είναι το πρώτο βήμα για την εκτίμηση των προσδοκώμενων μελλοντικών αποδόσεων μίας επιχείρησης ή μίας επένδυσης που αποτυπώνουν την αβεβαιότητα που προκαλεί ο επιχειρηματικός κίνδυνος από την μεταβλητότητα αυτών. Το κόστος κεφαλαίου είναι ο ελάχιστος απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης, με τον οποίο ο πλούτος των ιδιοκτητών της επιχείρησης διατηρείται στα παρόντα επίπεδα και αντιπροσωπεύει το κόστος ανά μονάδα μόνιμης χρηματοδότησης.

Οι προσδοκώμενες αποδόσεις είναι αβέβαιες εξαιτίας του επιχειρηματικού κινδύνου, σε αντίθεση με τις συμβατικές δαπάνες ενός έργου, όπως είναι οι τόκοι και τα χρεολύσια που είναι βέβαιες (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1986).

Κόστος Δανεισμού

Το κόστος των ξένων ή αλλιώς δανειακών κεφαλαίων ισούται (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1986) με τον συντελεστή απόδοσης που πρέπει να εξασφαλιστεί από την επιχειρηματική δραστηριότητα η οποία χρηματοδοτείται με αυτά τα κεφάλαια, έτσι ώστε η αξία της μετοχής της επιχείρησης να παραμείνει αμετάβλητη.

Για να είναι αμετάβλητη η αξία της μετοχής, ο συντελεστής αυτός θα πρέπει να είναι **τουλάχιστον ίσος με το επιτόκιο δανεισμού** και ίσως ακόμη μεγαλύτερος για να ανταμειφτούν οι μέτοχοι για τον κίνδυνο που εκτίθενται εξαιτίας της χρηματοδότησης με ξένα δανειακά κεφάλαια.

Από πλευράς επενδυτών, το ενδιαφέρον εστιάζεται στο ποσοστό συμμετοχής των μετόχων στο σχηματισμό του συνολικού κεφαλαίου. Όσο μικρότερος είναι ο λόγος ιδίων κεφαλαίων και σύνολο παθητικού, τόσο περισσότερη κακή ένδειξη παρέχει για τη δυναμικότητα της επιχείρησης και κυρίως της αντοχής της σε ενδεχόμενες δυσμενείς συνθήκες της αγοράς και το αντίστροφο. Παρόλα αυτά, οι επενδυτές κρίνουν ως πιο ενδεδειγμένη τη μείωση του ποσοστού ιδίων κεφαλαίων στο σχηματισμό κεφαλαίου, αν και μόνο αν η αποδοτικότητα του κεφαλαίου είναι ανώτερη από το κόστος ξένων κεφαλαίων (Σαρσέντης, 1993), με στόχο την αύξηση των κερδών ανά μετοχή.

Κίνδυνοι που Αντιμετωπίζουν οι Μέτοχοι και Δανειστές

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος προσδιορίζει τον «επιτρεπτό βαθμό μόχλευσης» (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985), το ύψος δηλ. χρηματοδότησης με κεφάλαια εξωτερικής προέλευσης χωρίς να αυξήσει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Η τιμή του βήτα²⁴ των περιουσιακών στοιχείων ή ο συστηματικός κίνδυνος μίας εταιρίας αυξάνει με το δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια, εξαιτίας του πρόσθετου κινδύνου που υφίστανται οι μέτοχοι εξαιτίας της λειτουργικής μόχλευσης²⁵.

Ο προγραμματισμός και ο έλεγχος του ύψους δανεισμού και του προσδιορισμού του χρόνου αποπληρωμής είναι αναγκαίος, αφού η πολιτική αύξησης της δανειακής επιβάρυνσης (υπερδανεισμός), ακόμη και σε περιόδους οικονομικής άνθησης, είναι πιθανό να οδηγήσει σε οικονομικά αδιέξοδα

Όταν τα κέρδη είναι μικρότερα από τους τόκους, βλάπτει τους μετόχους. Αντίθετα, εάν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από το ποσό της συμβατικής υποχρέωσης καταβολής των τόκων, οι μέτοχοι δέχονται να «παραχωρήσουν» προνομιακά δικαιώματα στους πιστωτές, αφού στο τέλος έχουν όφελος από τη συνδιαλλαγή αυτή δηλ. αύξηση των προσδοκώμενων αποδόσεων. Όμως, εκτίθενται

²⁴ Ο συντελεστής βήτα είναι εργαλείο μέτρησης των αποδόσεων μίας μετοχής που επηρεάζεται από τη συνολική διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς ή αλλιώς τον συστηματικό κίνδυνο ή κίνδυνο της αγοράς.

²⁵ Με τον όρο λειτουργική μόχλευση ορίζεται η «αντικατάσταση μεθόδων παραγωγής μεταβλητού κόστους με μέθοδο σταθερού κόστους» (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015, σε. 50). Η ύπαρξη σταθερού κόστους αυξάνει τη λειτουργική μόχλευση.

σε σοβαρό κίνδυνο εξαιτίας της αβεβαιότητας πραγματοποίησης αυτών των αποδόσεων, χωρίς να λάβουμε υπόψη και τη μετάθεση αξίας προς τους πιστωτές.

Οι κοινοί μέτοχοι και οι κάτοχοι ομολογιών επιβαρύνονται επιπλέον εκτός από τον ολικό κίνδυνο και με τα έξοδα πτώχευσης. Οι δανειστές σε ατελείς κεφαλαιαγορές λόγω της υψηλής μόχλευσης, θα μεταβιβάσουν το κόστος «πτώχευσης» στους μετόχους με τη μορφή υψηλότερων επιτοκίων (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1986) ή αλλιώς απαιτούμενων συντελεστών απόδοσης για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

Αξία Επιχείρησης

Σκοπιμότητα Αποτίμησης της Αξίας

Ο υπολογισμός ή αλλιώς η αποτίμηση της εμπορικής αξίας της επιχείρησης ή των περιουσιακών στοιχείων της, είναι μία σημαντική διαδικασία για τη λήψη αποφάσεων στρατηγικής σημασίας για την ανάπτυξη αλλά και για την απόφαση εξόδου από την αγορά λόγω χρεοκοπίας.

Για την αποτίμηση της αξίας της εταιρίας κατά τη διαδικασία της πτώχευσης απαιτείται η **αποτίμηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης** τη δεδομένη χρονική στιγμή, δηλ. των περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν στην κυριότητα της επιχείρησης και των υποχρεώσεων της προς τρίτους. Δεν υπάρχουν τις περισσότερες φορές υποχρεώσεις προς τον φορέα της επιχείρησης, αφού προκύπτουν από την διαφορά της αξίας του ενεργητικού και της αξίας των υποχρεώσεων προς τρίτους και το Ενεργητικό είναι μικρότερο από το Παθητικό²⁶.

Η ποιότητα των κερδών είναι ο πυλώνας της αξιολόγησης-αποτίμησης της αξίας μίας επιχείρησης. Θεωρείται ότι είναι αναγκαία διαδικασία στη λήψη αποφάσεων στις περιπτώσεις εκμετάλλευσης οικονομικών πόρων μέσω εξαγορών, επενδύσεων, ακόμα και συμμαχιών, δεδομένου ότι αποτυπώνει την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης «στόχος» και επιχειρείται πρωτίστως η διερεύνηση της ικανότητας της εταιρικής βιωσιμότητας της για μεγάλο χρονικό διάστημα.

²⁶ Α) Αύξηση Καθαρής Θέσης: Όταν το Ενεργητικό είναι μεγαλύτερο από το Παθητικό, ή δεν υπάρχει Παθητικό, τότε υπάρχει πλεόνασμα και αυξάνει την καθαρή θέση. Β) Μείωση ΚΘ: Όταν το Ενεργητικό είναι μικρότερο από το Παθητικό ή δεν υπάρχει καθόλου ενεργητικό, τότε υπάρχει έλλειμμα, το οποίο πρέπει να καλυφθεί. Γ) Σταθερή ΚΘ: όταν το Ενεργητικό είναι ίσο με το Παθητικό, τότε η καθαρή θέση παραμένει ουδέτερη. Όταν από το αποτέλεσμα της εκμετάλλευσης (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) προστεθούν τα μη λειτουργικά έσοδα και αφαιρεθούν τα μη λειτουργικά έξοδα, τότε προκύπτει το αποτέλεσμα της χρήσης.



Ο κεντρικός πυλώνας για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης είναι ο κίνδυνος που την χαρακτηρίζει σήμερα και αύριο, η αναγνώριση του ρυθμού ανάπτυξης κερδών, οι αναμενόμενες αποδόσεις και το κόστος κεφαλαίου. Σημειώνεται ότι η λήψη απόφασης για επενδύσεις δεν αρκεί να στηρίζεται στην εξέταση μόνο της αναμενόμενης απόδοσης της επένδυσης έναντι του κόστους κεφαλαίου, όταν η επένδυση μειώνει τη γενική αποδοτικότητα της μονάδας σε σχέση με το παρελθόν (Σαρσέντης.1993).

Ποιότητα Κερδών

Τα κέρδη επί σειρά ετών, υποδεικνύουν την ποιότητα των εσόδων ως ένδειξη υγιούς επιχείρησης (Calegari & Maretno, 2005). Παρόλα αυτά, η δυναμική των κερδών στο μέλλον θα μετριάσουν την ποιότητα αυτών, δηλ. την τρέχουσα απόδοση κερδών, με αυξανόμενες τόσο τις ταμειακές ροές όσο και των δεδουλευμένων εσόδων (Sloan, 1996). Η δυνατότητα αξιολόγησης μελλοντικών εσόδων στηρίζεται ως επί το πλείστον στην ποιότητα των λογιστικών πληροφοριών (τρέχουσες αξίες, αυτοτέλεια χρήσεων), ενώ τα κέρδη αναμένεται να κρατήσουν από 5-10 έτη (Graham et al. 1962).

Δανειστές και δανειολήπτες στηρίζονται στην ποιότητα αυτών των οικονομικών πληροφοριών για τη λήψη αποφάσεων χορήγησης επενδυτικών δανείων και βραχυπρόθεσμων δανείων για κεφάλαιο κίνησης τόσο στις πρωτογενείς όσο και στις δευτερογενείς αγορές κεφαλαίων. Οι πληροφορίες αυτές, που προέρχονται από τον Ισολογισμό και τα Αποτελέσματα Χρήσεως, μπορούν να οδηγήσουν σε λανθασμένες αποφάσεις τους πιστωτές (επενδυτές, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα) λόγω σκοπίμου «χειρισμού» των λογιστικών καταστάσεων, με σκοπό την εισροή επενδυτικών κεφαλαίων με μορφή μετοχών ή ομολόγων ή/και την αύξηση της αξίας της μετοχής (Kellogg & Kellogg, 1991).

Η μελέτη των ταμειακών ροών από την επιχειρηματική δραστηριότητα (cash flow from operations/CFO), θεωρείται ότι είναι μία τεχνική που υπόκεινται σε μικρότερο βαθμό σε παραποιήσεις, σε σχέση με τα καθαρά κέρδη και αυτό γιατί το σύστημα των δεδουλευμένων κερδών (accrual system) χαρακτηρίζεται από υποκειμενικότητα, αφού στηρίζεται στην κατηγοριοποίηση των δεδουλευμένων εσόδων, στις επιχορηγήσεις, στις μεθόδους αποτίμησης αποθεμάτων κá (Sloan, 1996). Η σύγκριση του δείκτη CFO σε σχέση με το δείκτη καθαρών κερδών είναι περισσότερο αξιόπιστο, κατά πολλούς.

Σημασία της Ποιότητας Ταμειακών Ροών



Η δημιουργία αξίας της επιχείρησης, είναι ο στόχος κάθε επιχείρησης, που επιτυγχάνεται με την αύξηση των ταμειακών εισροών, τη μείωση του κόστους κεφαλαίου και τη μείωση του οικονομικού κινδύνου. Από την ποιότητα των κερδών εξαρτάται το κόστος κεφαλαίου, το οποίο επηρεάζεται από την ικανότητα της επιχείρησης να επιτύχει τα εξής:

- το επιθυμητό μίγμα χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της
- να μειώσει το κόστος ιδίων κεφαλαίων
- να μειώσει το κόστος χρηματοδότησης
- να μειώσει τον οικονομικό κίνδυνο

Ο κίνδυνος αναφέρεται στην ποιότητα των εσόδων, στο κατά πόσο υπάρχει σημαντική ή όχι μεταβλητότητα κατά τη διάρκεια λειτουργίας της στις ταμειακές ροές (κέρδη μετά φόρων συν αποσβέσεις) και είναι ένα μέτρο της ικανότητας κάλυψης τρεχουσών υποχρεώσεων. Όσο πιο σταθερές είναι, τόσο υψηλότερη ποιότητα εμφανίζουν και τόσο μικρότερο οικονομικό κίνδυνο έχουν.

Η καθαρή παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών είναι το μέτρο αποτίμησης της οικονομικής αξίας της επιχείρησης ή της οικονομικής αξίας των χορηγών μόνιμου κεφαλαίου. Οι χρηματαγορές για την χορήγηση νέων ή επιπλέον δανείων εξετάζουν την ικανότητα εξόφλησης χρεών (capacity) της επιχείρησης, η οποία προέρχεται από την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015), από την ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών (financial analysis ratio) της επιχείρησης και από την ανάλυση πηγών και διάθεσης κεφαλαίων (source & use of funds analysis).

Οι εισοδηματικές ροές δείχνουν το κατά πόσο συμφέρει να κατέχει κάποιος μετοχές ή ομόλογα αυτής της εταιρίας, αφού αξιολογήσει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ως ο λόγος των καθαρών κερδών μετά φόρων προς την καθαρή θέση. Οι ταμειακές ροές²⁷ που δημιουργούνται από τις δραστηριότητες της εταιρίας, είναι ένα μέτρο αξιολόγησης της ικανότητάς της να καλύψει τη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και τις τρέχουσες υποχρεώσεις της απέναντι στους πιστωτές, καθώς και στους μετόχους (Βασιλείου & Ηρειώτης 2015), υπολογίζοντας στη συνέχεια το καθαρό κεφάλαιο κίνησης.

²⁷ Ταμειακές ροές: Κέρδη μετά από φόρους συν αποσβέσεις και άλλα μη χρηματικά έξοδα (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985)

Μέτρηση Κινδύνου

Η ποσοτικοποίηση του επιχειρηματικού κινδύνου έγινε αντικείμενο έρευνας από μεγάλο αριθμό ακαδημαϊκών και αναλυτών, οι οποίοι πρότειναν πλήθος μεθοδολογιών και μέτρων μέτρησής του. Για την εκτίμηση της απαιτούμενης απόδοσης του επενδυτή μίας μετοχής ή και οποιαδήποτε άλλου χρεογράφου που βρίσκεται στην αγορά απαιτείται η γνώση των βασικών χαρακτηριστικών αυτού του χρεογράφου και τις αναμενόμενες οικονομικές αποδόσεις.

Υπάρχουν διάφορα ποσοτικά μοντέλα αποτίμησης των περιουσιακών υλικών και άυλων στοιχείων της επιχείρησης, με αρκετά ωστόσο υποκειμενικά κριτήρια και αποτελέσματα, που προκύπτουν από την ανάλυση ειδικών στοιχείων και πληροφοριών που αφορούν στην επιχείρηση, στον κλάδο και στις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν όταν λαμβάνει χώρα η αποτίμηση.

Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

Ένα από αυτά τα μοντέλα είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων που ανέπτυξαν οι Sharpe (1965), Linter (1965) και Black (1972). Ο επενδυτής αξιολογεί τον κίνδυνο που ενέχει κάποιο χρεόγραφο προτού το αγοράσει. Πρώτα, θα πρέπει να συγκρίνει τις διακυμάνσεις ενός χρεογράφου, με την διακύμανση της συνολικής αγοράς. για να είναι σε θέση να αποκτήσει ένα αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο και να έχει μία εικόνα για τις προσδοκώμενες αποδόσεις. Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model - CAPM), η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών για να αγοράσουν μία μετοχή εξαρτάται από την απόδοση που θα είχαν από μία άλλη εναλλακτική επένδυση χωρίς κίνδυνο και από την ανταμοιβή που απαιτούν για τον κίνδυνο που εκτίθενται. Το υπόδειγμα προσδιορίζει την προσδοκώμενη απόδοση ενός χρεογράφου ή μίας επένδυσης, συσχετίζοντας την προσδοκώμενη μέση απόδοση όλων των επενδύσεων της Αγοράς και την απόδοση των επενδύσεων που δεν έχουν κίνδυνο. Ο μαθηματικός τύπος του υποδείγματος είναι: $k_s = r_F + (r_M - r_F) \beta$,

όπου:

k_s η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής (ή αλλιώς το κόστος της κοινής μετοχής),

r_F η απόδοση επένδυσης χωρίς κίνδυνο (συνήθως τα Ελληνικά Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου) ,

r_M η αναμενόμενη απόδοση όλης της αγοράς, και β ο συντελεστής βήτα²⁸ της μετοχής.

β η μεταβλητότητα δηλ. ο συστηματικός κίνδυνος μίας μετοχής (ή ενός έργου ή μίας επιχείρησης)

Η διαφορά ($r_M - r_F$) ονομάζεται «πριμ κινδύνου» (risk premium) και εκφράζει την επιπλέον απόδοση που ζητά κάποιος για να αναλάβει μία επένδυση που φέρει τον μέσο κίνδυνο της Αγοράς, με δεδομένο ότι μπορεί να αποκομίσει απόδοση r_F χωρίς κίνδυνο (π.χ. κρατικά ομόλογα). Συνεπώς είναι απαραίτητο να αμειφθεί με κάτι παραπάνω για τον κίνδυνο που θα αναλαμβάνει.

Η ανταμοιβή για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο εξαρτάται από τον συντελεστή βήτα της μετοχής, και από τον κίνδυνο αγοράς. Ο συντελεστής βήτα²⁹ (beta coefficient- β) της επένδυσης ή μίας μετοχής μίας μετοχής είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο για τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου που ενέχει. Το αποτέλεσμα που δίνει δείχνει πόσες φορές μπορεί να μεταβληθεί προς τα πάνω ή προς τα κάτω, πόσο ευαίσθητη είναι η τιμή του χρεογράφου, για κάθε ποσοστιαία μεταβολή της τάξεως 1% της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς (Brealey & Myers, 2003).

Επίσης, υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ β και E/P (Basu, 1983). Η υψηλή (χαμηλή) τιμή E/P των κοινών μετοχών έχει υψηλό συντελεστή β σε αντίθεση με χαμηλές τιμές και συνδέεται με την ετήσια απόδοση κερδών, το ύψος των προσδοκώμενων μελλοντικών αποδόσεων και το μέγεθος της επιχείρησης. Οι εταιρίες με χαμηλό E/P εμφανίζουν συστηματικό κίνδυνο τουλάχιστον 25% περισσότερο από επιχειρήσεις που έχουν υψηλό δείκτη

Για την εκτίμηση του β απαιτούνται οι αποδόσεις του μεμονωμένου χρεογράφου που συγκρίνονται με τις αποδόσεις της συνολικής αγοράς³⁰ και εν συνεχεία υπολογίζονται οι διακυμάνσεις τους. Εκτός από τη μέτρηση της συμβολής της μετοχής στον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου, ο βήτα μετρά επίσης τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με εκείνη της αγοράς.

²⁸ Ένας τρόπος υπολογισμού του συντελεστή βήτα είναι η εύρεση του ιστορικού βήτα, δηλ. του συντελεστή παλινδρόμησης μίας γραμμής παλινδρόμησης των αποδόσεων της μετοχής παλαιότερων ετών επί των αποδόσεων ενός χρηματιστηριακού δείκτη της ίδιας χρονικής περιόδου.

²⁹ Αν για παράδειγμα ο $\beta=0,5$, η επένδυση θα κινηθεί ανοδικά ή καθοδικά κατά το 50% σε σχέση με την αντίστοιχη ανοδική ή καθοδική πορεία της αγοράς και θα εμφανίζει μισό κίνδυνο από ένα μέσο χαρτοφυλάκιο. Παράδειγμα: αν $\beta=2$ σημαίνει ότι κάθε φορά που όλη τη αγορά μεταβάλλεται κατά 1% με βάση έστω τις τιμές κλεισίματος, η μετοχή θα μεταβληθεί κατά 2%.

³⁰ Οι διακυμάνσεις των τιμών της αγοράς, εκφράζουν συνήθως τις μεταβολές της αγοράς.

Η προσδοκώμενη απόδοση ενός χρεογράφου θα είναι μεγαλύτερη όταν εμφανίζει μεγαλύτερες αποκλίσεις, δηλ. κίνδυνο, από τη συνολική αγορά και συνεπώς ο επενδυτής θα απαιτήσει μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

Ένας τρόπος εκτίμησης του συντελεστή b της εξίσωσης (1) είναι η εύρεση της ιστορικής του τιμής, που προκύπτει από την απλή γραμμική παλινδρόμηση της μορφής $Y_t = a + b \cdot X_t + u_t$ παρελθουσών αποδόσεων r της μετοχής i στις παρελθούσες αποδόσεις της αγοράς r_M , όπως για παράδειγμα του γενικού δείκτη τιμών μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

X : Ανεξάρτητη μεταβλητή, Y : Εξαρτημένη μεταβλητή, u : Κατάλοιπα (σφάλμα) κάτω από τις υποθέσεις του CAPM³¹.

Η ευθεία της παλινδρόμησης (χαρακτηριστική γραμμή) εκτιμάται μέσω της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS)³², δηλ. οι συντελεστές a, b , με την υπόθεση ότι τα κατάλοιπα ακολουθούν την κανονική κατανομή, με μέσο μηδέν και σταθερή διακύμανση $u \sim N(0, \sigma^2)$.

Αν $b = 1$, η μετοχή έχει κίνδυνο μέσου μεγέθους³³. Αν $b > 1$, η μετοχή έχει κίνδυνο μεγαλύτερο του μέσου και χαρακτηρίζονται ως «επιθετικά». Αν $b < 1$, η μετοχή είναι λιγότερο επικίνδυνη από τον μέσο και χαρακτηρίζονται ως «αμυντικά».

Ο συντελεστής βήτα³⁴ ή συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς εκφράζεται από τον τύπο

$$\beta = \frac{\text{cov}(i, M)}{\sigma_M^2}$$

όπου:

$\text{cov}(I, M)$ είναι η συνδιακύμανση του χρεογράφου i με την αγορά,

³¹ Το σφάλμα εκφράζει τον ειδικό κίνδυνο μίας μετοχής που αφορά μία συγκεκριμένη εταιρία λόγω τυχαίων παραγόντων.

³² Με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (ordinary least squares) υπολογίζονται βασικά στατιστικά μέτρα περιγραφής των υπό εξέταση κατανομών όπως ο μέσος όρος, η τυπική απόκλιση, η διάμεσος, τα δεκατημόρια, οι συντελεστές ασυμμετρίας και κύρτωσης. Με τη μέθοδο OLS ελαχιστοποιείται το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων (SSE). Εφόσον, τα κατάλοιπα ακολουθούν μια μη κανονική κατανομή, αλλά ούτε και την προσεγγίζει, τότε καταφεύγουμε σε άλλες τεχνικές ανάλυσης.

³³ Ο συντελεστής β του χαρτοφυλακίου ολόκληρης της αγοράς ισούται εξ' ορισμού με τη μονάδα.

³⁴ Πολλοί ερευνητές συμπεραίνουν ότι οι εκτιμήσεις του συντελεστή β για τα χρεόγραφα παρέχουν ανακριβείς πληροφορίες, προκαλώντας σφάλματα μέτρησης (Fama & MacBeth, 1973).

σ_M^2 η διακύμανση (συνολικός κίνδυνος) απόδοσης της αγοράς.

Ο συστηματικός κίνδυνος³⁵ επηρεάζει την επένδυση (στην αγορά των μετοχών). Οι μέσες αποδόσεις των μετοχών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών, δεν συνδέονται με τον κίνδυνο της αγοράς (συντελεστής β).

Συνδιακύμανση και η Διακύμανση (Covariance and Variance)

Μία άλλη μέθοδος εκτίμησης του συντελεστή βι ενός χρεογράφου είναι η Συνδιακύμανση και η Διακύμανση (Covariance and Variance). Ο συντελεστής β ενός δίνεται από την εξίσωση:

$$\beta_i = \text{COV}(r_i, r_M) / \sigma_M^2 \text{ ή } \beta_i = (\sigma_i / \sigma_M) \rho_{i,M} \quad (2)$$

όπου,

$\text{COV}(r_i, r_M)$ είναι η συνδιακύμανση των αποδόσεων του χρεογράφου i με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς M ,

σ_M^2 και σ_M είναι η διακύμανση και η τυπική απόκλιση αντίστοιχα, των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου της αγοράς M ,

σ_i είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του χρεογράφου i

$\rho_{i,M}$ είναι ο συντελεστής συσχέτισης των αποδόσεων του i και του M . της αγοράς M .

Τυπική απόκλιση

Η τυπική απόκλιση είναι ένα στατιστικό μέτρο μέτρησης του συνολικού κινδύνου για επενδύσεις. Πιο συγκεκριμένα είναι η απόκλιση των εξεταζόμενων πραγματικών τιμών των παραμέτρων της επιχείρησης από την μέση προσδοκώμενη τιμή τους. Ο κίνδυνος αυξάνεται, όταν αυξάνεται η τιμή της τυπικής απόκλισης όσο αυξάνονται οι αποκλίσεις.

Για τη μέτρηση κινδύνου της μελλοντικής απόδοσης μίας επένδυσης χρησιμοποιούνται ιστορικά δεδομένα προηγούμενων χρήσεων, για τον προσδιορισμό της τυπικής απόκλισης των μελλοντικών εισροών της επένδυσης, στο πλαίσιο της λογικής ότι οι αιτίες που προκαλούν τις διακυμάνσεις της δραστηριότητας της επιχείρησης παραμένουν αναλλοίωτες για αρκετό χρονικό διάστημα (ισχύει για κανονική κατανομή). Η χρήση **λογιστικών κερδών** αντί των αποδόσεων της μετοχής επιτρέπουν την μέτρηση του

³⁵ Ο συστηματικός κίνδυνος μετριέται με τον συντελεστή βήτα με βάση το μοντέλο του «απλού δείκτη». Ο συντελεστής βήτα της αγοράς είναι ίσος με τη μονάδα ($B_M=1$), δηλ. όποιο χρεόγραφο ισούται με τη μονάδα, σημαίνει ότι η τιμή τείνει να είναι όμοια με αυτήν της κεφαλαιαγοράς της αγοράς. Συγκρίνεται, ο βήτα της μετοχής με τον βήτα της αγοράς ($\beta_i > 1$ ή $\beta_i < 1$, επιθετικό ή αμυντικό χρεόγραφο αντίστοιχα).

■

συστηματικού κινδύνου της επιχείρησης, με τον οποίο υπάρχει ισχυρή συσχέτιση με την τυπική απόκλιση (Γκλεζάκος, 2003).

Άλλες Μεθόδους Αποτίμησης της Αξίας της Επιχείρησης

Η αποτίμηση στην εύλογη αξία (fair value) εφαρμόζεται από 1.1.2005, με την εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ). Η αποτίμηση των μετοχών από τους επενδυτές, καθορίζεται από την εύλογη τιμή ή δίκαιη τιμή με δύο τρόπους (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009):

- A)** Προεξόφληση μερισμάτων (dividend discount model): Η τιμή μίας μετοχής είναι ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων προεξοφλημένα με τον απαιτούμενο συντελεστή απόδοσης που ζητούν οι επενδυτές. Η απόδοση που απαιτείται επηρεάζεται από το βαθμό κινδύνου της μετοχής.
- B)** Πολλαπλασιαστής κερδών (δείκτης τρέχουσας τιμής μετοχής³⁶ προς ετήσια κέρδη ανά μετοχή (price-to-earnings (P/E ratio). Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να αγοράσουν μία μετοχή και πόσα χρόνια χρειάζεται για να ανακτήσει την επένδυση που έκανε.

Αποτίμηση με τη Λογιστική Αξία

Η αξία της επιχείρησης μπορεί να αποδοθεί με τη **λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων**. Η λογιστική αξία μίας επιχείρησης, δείχνει την αξία της περιουσίας που ανήκει στην κυριότητα των ιδιοκτητών της, εάν ρευστοποιηθεί σήμερα και αποτελείται από τα ίδια κεφάλαια, όπως προκύπτει από τον ισολογισμό³⁷.

Μία επιχείρηση που έχει υψηλή Λογιστική Αξία (Ιδια κεφάλαια), εάν δεν έχει ικανή διοίκηση ή παραγωγικότητα, ενδέχεται να είναι λιγότερο ελκυστική από μία επιχείρηση που έχει χαμηλή λογιστική αξία αλλά είναι αποτελεσματική στη διαχείριση των απασχολούμενων κεφαλαίων που προμηνύει έτσι και τις μελλοντικές προοπτικές αύξησης των κεφαλαίων. Επίσης, μία επιχείρηση που

³⁶ Η τιμή της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, μεταξύ των οποίων είναι η αποδοτικότητα, η κεφαλαιακή διάρθρωση, η ρευστότητα, και ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης. Οι διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής συνδέεται με τον κίνδυνο (συστηματικός κίνδυνος) και τη μεταβλητότητα των κερδών της εταιρίας.

³⁷ Αρκετοί αναλυτές, στην λογιστική αξία της επιχείρησης περιλαμβάνουν και την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων (το brand name για παράδειγμα), αλλά είναι αρκετά δύσκολο να εκτιμηθεί.

έχει υψηλή λογιστική αξία αλλά χωρίς χρηματοοικονομική μόχλευση συγκριτικά με κάποια άλλη με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, ενδέχεται να είναι σε πιο άσχημη κατάσταση λόγω της φύσης των υποχρεώσεων της, δηλ. εάν έχει ως επί το πλείστον βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ενώ οι απαιτήσεις και το υπόλοιπο κυκλοφορούν ενεργητικό βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα και θα αντιμετωπίσει σύντομα πρόβλημα.

Η μελλοντική λογιστική αξία αυξάνεται όταν αυξάνονται τα παρακρατηθέντα κέρδη (κέρδη εις νέον), διότι προορίζονται για νέες επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ μειώνεται κατά το ύψος των πραγματοποιηθεισών ζημιών. Για την εκτίμηση της μελλοντικής Λογιστικής Αξίας χρειάζεται να εκτιμηθούν τα μελλοντικά κέρδη. Ο επενδυτής χρειάζεται να γνωρίζει ή να εκτιμήσει τόσο τα μελλοντικά κέρδη μετά φόρων και τόκων, όσο και το ποσοστό διανομής μερισμάτων και το ποσοστό παρακράτησης κερδών. Εάν εμφανίζει η επιχείρηση μία σταθερή συμπεριφορά στην πολιτική παρακράτησης κερδών, το ίδιο συμπεραίνεται θα συμβεί και στο μέλλον και το αντίστροφο³⁸.

Όσον αφορά στην **λογιστική αξία Ενεργητικού** (αντί των ιδίων κεφαλαίων), παρουσιάζει αδυναμίες, διότι παραβλέπει την χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης, αφού λαμβάνει υπόψη μόνο την αξία του Ενεργητικού.

Αποτίμηση με βάση τη Χρηματιστηριακή Αξία

Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ της λογιστικής και της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρίας - εφόσον πρόκειται για εισηγμένη στο χρηματιστήριο - οφείλεται στις διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης της περιουσίας, από πλευράς κινδύνου που εκτίθεται ο επενδυτής.

Η αξία της επιχείρησης δεν είναι σε συνάρτηση μόνο με τη Λογιστική Αξία, αλλά και με τον κίνδυνο, που οδηγεί σε διαφοροποίηση της Λογιστικής και της Χρηματιστηριακής Αξίας. Ο κίνδυνος (επιχειρηματικός και χρηματοοικονομικός κίνδυνος), μπορεί να οδηγήσουν την εταιρία σε πρόβλημα ρευστότητας, εφόσον δεν μπορεί να προσελκύσει κεφάλαια, αναγκαία για την εύρυθμη λειτουργία της, είτε πρόκειται για επενδυτικά για ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της, είτε κεφάλαια κίνησης. Συνεπώς, όσο υψηλότερος είναι ο επιχειρηματικός και χρηματοοικονομικός κίνδυνος μίας εταιρίας, τόσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά της λογιστικής και χρηματιστηριακής αξίας και τόσο μειώνεται και η ικανότητα να προσελκύσει κεφάλαια.

38 Αναλυτές και επενδυτές χρησιμοποιούν διάφορες στατιστικές μεθόδους όπως τα υποδείγματα χρονολογικών σειρών, για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών ανά μετοχή, υποθέτοντας ότι το μέλλον θα είναι ίδιο με το παρελθόν (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2005).

Το κύριο ενδιαφέρον των επενδυτών προκειμένου να προβούν σε αγορά της μετοχής της εταιρίας είναι οι εισοδηματικές ροές και η τιμή της μετοχής και ενδεχομένως οι φόροι, και τα μερίσματα και εκφράζονται από τον πολλαπλασιαστή κερδών. Τα μερίσματα εξαρτώνται από τα κέρδη της επιχείρησης, την απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων και την Λογιστική Αξία. Ο δείκτης P/B συνδέεται με τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών (ROE).

Δανεισμός για Κεφάλαια Κίνησης

Βιωσιμότητα & Κεφάλαιο Κίνησης

Η πρόληψη είναι προτιμότερη από τη θεραπεία, ένας «κανόνας» που ισχύει και στην περίπτωση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Πολλές από τις πρακτικές που εφαρμόζονται στην πράξη για την αποφυγή χρεοκοπίας εξαιτίας εμφάνισης «κακών» χρηματοοικονομικών δεικτών ρευστότητας και δανειακής επιβάρυνσης, είναι οι εξής:

- Μόνιμο Κεφάλαιο Κίνησης: Η αύξηση του μεγέθους του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης μπορεί να είναι μία αποδεκτή λύση για την αποφυγή χρεοκοπίας. Το πρόβλημα είναι εάν υπάρχουν διαθέσιμα κεφάλαια
- Διοίκηση εισπρακτέων και πληρωτέων λογαριασμών: Η αύξηση της ταχύτητας εισπρακτέων λογαριασμών βοηθά την επιχείρηση να αποφύγει προβλήματα ρευστότητας και τον κίνδυνο να μην μπορεί να εκπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η πιστοληπτική της ικανότητα βελτιώνεται, ενώ παράλληλα είναι σε θέση να επενδύσει ρευστά και ταμειακά διαθέσιμα σε συμμετοχές.

Χρηματοδότηση Κεφαλαίου Κίνησης

Η ορθολογική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης³⁹ μίας οικονομικής μονάδας είναι μείζονος σημασία για τον κύκλο μετατροπής μετρητών, της ρευστότητας με άλλα λόγια, που απαιτείται ώστε να διασφαλίσει την εύρυθμη λειτουργία της, η οποία επιτυγχάνεται με δύο τρόπους: α) από τη διατήρηση ορθής αναλογίας ανάμεσα στα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία (Κυκλοφορούν Ενεργητικό) και β) από το ύψος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων.

³⁹ Κεφάλαιο Κίνησης ή Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης: Κυκλοφορούν Ενεργητικό μείον Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις



Η διαχείριση των ποσοτικών μεγεθών των άμεσα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων απαιτεί να είναι μεγαλύτερα των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (θετικό κεφάλαιο κίνησης), διαφορετικά θα υπάρξει έλλειμμα μετρητών (αρνητικό κεφάλαιο κίνησης). Στην περίπτωση που το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι μικρότερο, μπορεί να διασφαλίζει ταχεία κυκλοφορία των στοιχείων του ενεργητικού, όμως υπάρχει ο κίνδυνος εξυπηρέτησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από οριακές μεταβολές είτε των συνθηκών της αγοράς, είτε των πωλήσεων είτε και τα δύο μαζί.

Η κατάσταση αυτή επιφέρει το δυσάρεστο γεγονός της χρεοκοπίας ή πτώχευσης, για το οποίο ευθύνη έχει η διοίκηση της επιχείρησης για τον τρόπο που ασκεί την πιστοληπτική της πολιτική, από την στρατηγική παραγωγής που ακολουθεί στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου και την ικανότητα να λαμβάνει σωστές αποφάσεις σχετικά με το άριστο ύψος του κυκλοφορούντος ενεργητικού και την πολιτική χρηματοδότησης του (δηλ. με ίδια ή δανειακά κεφάλαια).

Ακόμη και αν η επιλογή είναι η χρηματοδότηση του με δανειακά κεφάλαια, το ζητούμενο είναι αν θα είναι με βραχυπρόθεσμο ή με μακροπρόθεσμο δανεισμό. Το βραχυπρόθεσμο χρέος⁴⁰ ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο καταρχήν λόγω μεταβλητότητας του επιτοκίου δανεισμού σε αντίθεση με το μακροπρόθεσμο χρέος που είναι σχετικά σταθερό, και επιπλέον σε περίοδο οικονομικής ύφεσης εκτίθεται σε κίνδυνο να μην μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της απέναντι στους πιστωτές.

Για να αυξηθεί το κεφάλαιο κίνησης, η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το κυκλοφορούν ενεργητικό για την υποστήριξη της παραγωγής και των πωλήσεων ή να μειώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η μείωση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να δημιουργήσει ενδεχομένως προβλήματα ρευστότητας, ωστόσο η μείωση του έχει συγκρουόμενους στόχους (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015). Η μείωση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης, μόνιμου και προσωρινού⁴¹, συντελεί να μην στην αύξηση της απόδοσης της επιχείρησης, αλλά ταυτόχρονα αυξάνει και τον κίνδυνο έλλειψης

⁴⁰ Πολλές φορές, επιλέγεται το βραχυπρόθεσμο χρέος λόγω της ευελιξίας που παρέχεται στις επιχειρήσεις αλλάζοντας το συμβόλαιο με τους όρους δανείου (Brigham & Houston, 2009, σελ. 494).

⁴¹ Μόνιμο κεφάλαιο κίνησης είναι το τμήμα του κυκλοφορούντος ενεργητικού που χρειάζεται για την κάλυψη των τρεχουσών λειτουργικών αναγκών βραχυπρόθεσμης διάρκειας όπως είναι για παράδειγμα τα πάγια έξοδα π.χ. η μισθοδοσία προσωπικού, τα ενοίκια κλπ. Η χρηματοδότηση του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης γίνεται με κεφάλαια μακράς διάρκειας, όπως ίδια κεφάλαια και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, ωστόσο όταν γίνεται με ίδια κεφάλαια δείχνει αυξημένη πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Το προσωρινό κεφάλαιο κίνησης, καλύπτει τις λοιπές λειτουργικές ανάγκες (μη πάγια έξοδα) και καλύπτεται συνήθως από βραχυπρόθεσμες πιστώσεις και βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό.

ρευστότητας⁴² αντιμετωπίζοντας σοβαρό πρόβλημα αφερεγγυότητας ή / και πτώχευσης (Raheman & Nasr, 2007, σελ. 280).

Η αποτελεσματικότητα άσκησης της χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού και η επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης του - με ίδια κεφάλαια ή με εξωτερικό βραχυπρόθεσμο - μακροπρόθεσμο δανεισμό - για την αύξηση των πωλήσεων, γίνεται φανερό ότι είναι καίριας σημασίας για την κερδοφορία και τη βιωσιμότητα της επιχείρησης.

Επίδραση της Διοίκησης Κεφαλαίου Κίνησης στην Κερδοφορία

Ο τρόπος διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης επιδρά στην κερδοφορία των επιχειρήσεων (DeLoof, 2013). Σύμφωνα με τα εμπειρικά δεδομένα, συμπεραίνεται ότι η δημιουργία αξίας απέναντι στους μετόχους επιτυγχάνεται με τη μείωση των ημερών είσπραξης, καθώς και των αποθεμάτων σε ένα λογικό ελάχιστο επίπεδο. Η αρνητική συσχέτιση μεταξύ πληρωτέων λογαριασμών και κερδοφορίας, αποδίδεται στο ότι οι λιγότερο επικερδείς επιχειρήσεις καθυστερούν να πληρώσουν τις υποχρεώσεις τους.

⁴² Η ρευστότητα (liquidity) δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις τρέχουσες βραχυπρόθεσμες και ενδιαφέρει τους πιστωτές της (τράπεζες, προμηθευτές κá) και τους μετόχους της εταιρείας.

ΕΝΟΤΗΤΑ 2. ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΠΟ ΥΨΗΛΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Κίνδυνος και Επιχειρηματικότητα

Τι είναι Κίνδυνος;

Ο κίνδυνος να μην πραγματοποιηθεί το αναμενόμενο αποτέλεσμα μίας ενέργειας, είναι ένα καθολικό φαινόμενο που υπάρχει σε κάθε μορφή επιχειρηματικής δραστηριότητας εξαιτίας της αλληλεξάρτησης των αποφάσεων της διοίκησης με το εξωτερικό περιβάλλον και τις συνθήκες του οικονομικού και βιολογικού κύκλου της επιχείρησης, ο οποίος με τη σειρά του αυξάνει και την αβεβαιότητα (Williams et al. 1997). Ως κίνδυνο ορίζεται η πιθανότητα να συμβεί ένα γεγονός, το οποίο είναι γνωστό εκ των προτέρων και η πιθανότητα εμφάνισης του θα είναι επιβλαβής στην επίτευξη των στόχων. Η εκτίμηση του κινδύνου συνεπάγεται και τον προσδιορισμό για τη διαχείριση αυτών των κινδύνων. Πιο συγκεκριμένα, ο κίνδυνος ορίζεται ως η διακύμανση ή η μεταβλητότητα των προσδοκώμενων ταμειακών ροών γύρω από τον μέσο όρο ως μέτρο της κεντρικής τάσης (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015).

Οι κίνδυνοι είναι πολλοί σε μία επιχειρηματική δραστηριότητα, ανάλογα το μέγεθος και το εύρος δραστηριοτήτων, όπως ο «επιχειρηματικός», ο «χρηματοοικονομικός», ο «κίνδυνος της αγοράς», ο «κίνδυνος του πληθωρισμού» και ο «κίνδυνος του επιτοκίου». Όλοι οι όροι εκφράζουν γενικότερα το ενδεχόμενο μη εκπλήρωσης κάποιων προσδοκιών, την πιθανότητα αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων μίας εταιρίας αλλά ακόμη και το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας (Φιλίππατος & Αθανασόπουλος, 1985) και συμβαδίζουν με τις συνθήκες του οικονομικού κύκλου.

Η λήψη αποφάσεων από τους υπευθύνους λαμβάνεται με δύο τρόπους: α) κατόπιν αποδοχής των υποκειμενικών κατανομών πιθανοτήτων και θα χρησιμοποιηθεί ως μεθοδολογία εκτίμησης της έκβασης μίας πράξης η στατιστική θεωρία των αποφάσεων και β) με αντικειμενικές κατανομές και θα χρησιμοποιηθεί η μεθοδολογία της θεωρίας των παιγνίων (Farrar, 1962). Όπως και να αξιολογηθεί ο κίνδυνος, η εκτίμηση του απαιτεί από τη διοίκηση την εξέταση των επιπτώσεων στο επιχειρηματικό μοντέλο.

Επιχειρηματικός Κίνδυνος

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος συνδέεται με την αβεβαιότητα της πραγματοποίησης των προβλεπόμενων ταμειακών ροών καθώς και την αβεβαιότητα που προκαλούν οι ανταγωνιστικές αγορές και εκφράζει τον κίνδυνο απώλειας λειτουργικών κερδών και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων του επενδυμένου κεφαλαίου (return on invested capital-ROIC) (Βασιλείου & Ηρειώτης,

2015; Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985). Ο επιχειρηματικός κίνδυνος υπολογίζεται από την τυπική απόκλιση ή μέση απόκλιση τετραγώνου (standard deviation) ⁴³ της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου (σ_{ROIC}) (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015).

Πιστωτικός Κίνδυνος

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος οδηγεί επίσης στην αύξηση του πιστωτικού κινδύνου (credit risk) που είναι ένας σοβαρός κίνδυνος που απειλεί επιχειρήσεις και τράπεζες. Ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά στην έλλειψη ικανότητας αποπληρωμής των υποχρεώσεων τους απέναντι στους πιστωτές – δανειστές, λόγω της μείωσης της πιστοληπτικής τους ικανότητας, που πολύ συχνά οδηγεί σε χρεοκοπία⁴⁴. Τα κριτήρια για τη λήψη επιχειρηματικών δανείων από τις τράπεζες είναι το κριτήριο της φερεγγυότητας ή εξασφάλισης (προσωπικές, ενοχικές ή εμπράγματα εξασφαλίσεις των οφειλετών), το κριτήριο της ρευστότητας που «εξασφαλίζεται» από τις ταμειακές ροές της επιχειρηματικής δραστηριότητας και κυρίως από την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών εσόδων και το κριτήριο της αποδοτικότητας που σημαίνει η επίτευξη του μέγιστου κέρδους των δανειστών από την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους (Ρεπούσης, 2004).

Η διαδικασία αξιολόγησης επιχειρήσεων, οργανισμών και χωρών από διάφορους οίκους αξιολόγησης⁴⁵ σχετικά με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητάς τους βασίζεται στην εκτίμηση επιχειρηματικού του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Επιπλέον, εξετάζονται οι δείκτες άμεσης ρευστότητας, η κυκλοφοριακή ταχύτητα εισπρακτέων, η μέση περίοδος πληρωμής, τα ίδια προς ξένα κεφάλαια, ο βαθμός κάλυψης υποχρεώσεων με ταμειακά διαθέσιμα και το περιθώριο κέρδους (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015).

⁴³ Η τυπική απόκλιση είναι ένα στατιστικό μέτρο της διασποράς των τιμών γύρω από τον αριθμητικό μέσο. Αποτελεί μέτρο σύγκρισης των τιμών από τη μέση τιμή και εκφράζεται ως η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Τύπος:

$$s = \sqrt{s^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n - 1}}, \text{ όπου } s = \text{η τυπική απόκλιση των αποδόσεων, } X_i = \text{οι αποδόσεις του δείγματος, } \bar{X} = \text{αριθμητικός μέσος των αποδόσεων, } n = \text{ο αριθμός των αποδόσεων του δείγματος.}$$

⁴⁴ Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν και υποκατηγορίες του πιστωτικού κινδύνου, όπως ο κίνδυνος αθέτησης (default risk) όπου οι οφειλέτες δεν μπορούν να αποπληρώσουν το δάνειο, ο κίνδυνος πιστωτικής ποιότητας (credit deterioration) όπου προκαλείται όταν ο οφειλέτης έχει χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα και υψηλό κίνδυνο αθέτησης με κυριότερους παράγοντες επηρεασμού τη διαθεσιμότητα περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη και το ύψος των οφειλών.

⁴⁵ Οι σημαντικότεροι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι οι Moody's Investors Service, Standard & Poor's (S&P) και Fitch Ratings.

Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος απορρέει από τις πηγές χρήσεων κεφαλαίων και συγκεκριμένα από την έκδοση χρεογράφων σταθερού κόστους από την επιχείρηση, δηλ. προνομιούχων μετοχών και δανείων στην κεφαλαιακή της διάρθρωση (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985). Σύμφωνα με την παραδοσιακή άποψη, εκφράζεται με τη μορφή αποκλίσεων από τους αποδεκτούς δείκτες αναφοράς σε συγκεκριμένους κλάδους.

Συνήθως, η ex ante καταγραφή των ταμειακών ροών στηρίζεται στην ποιότητα των προβλέψεων των μελλοντικών ταμειακών ροών και σε παραδοχές σχετικά με τις εξαρτημένες κρίσιμες μεταβλητές τους.

Μόχλευση: Αιτίες, Οφέλη και Συνέπειες

Ορισμός Μόχλευσης

Η έννοια της μόχλευσης (leverage) εμφανίζεται εξαιτίας της ύπαρξης μερικών σταθερών εξόδων, που προέρχονται είτε από τις μεταβολές της παραγωγής και των πωλήσεων είτε από τις πηγές χρηματοδότησης⁴⁶, αυξάνοντας τον επιχειρηματικό κίνδυνο και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο αντίστοιχα. Ο λόγος ύπαρξης της μόχλευσης είναι η αύξηση της απόδοσης της επένδυσης ή αλλιώς η αύξηση των κερδών μίας εμπορικής ή παραγωγικής επιχείρησης (συμπεριλαμβανομένων και των τραπεζών⁴⁷), που της επιτρέπει να «εκτεθεί στην αγορά» με επενδύσεις μεγαλύτερου ύψους από αυτά που πραγματικά διαθέτει.

Η σύνθεση των πηγών κεφαλαίων θα καθορίσει ανά περιόδους το ύψος των κερδών ανά μετοχή στο μέγιστο (τον πλούτο της εταιρίας) ή αλλιώς ελαχιστοποιεί το κόστος κεφαλαίου. Το ύψος χρηματοδότησης από εξωτερικές πηγές επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου και το κόστος πτώχευσης.

⁴⁶ Πηγές κεφαλαίων: Α) Χωρίς συμβατικές υποχρεώσεις: • αδιανέμητα κέρδη και • έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να επιτυγχάνεται η προσδοκώμενη απόδοση για την ενθάρρυνση των επενδυτών να χρηματοδοτούν την επιχείρηση και στο μέλλον. Β) Με συμβατικές υποχρεώσεις: • μακροπρόθεσμος και βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός, • έκδοση ομολογιακών δανείων από το ανώνυμο κοινό.

⁴⁷ Ο κίνδυνος αυτός αφορά και τις Τράπεζες. Σύμφωνα με την Βασιλεία III, οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν το δείκτη μόχλευσης (Ενεργητικό / [(Ενεργητικό – Παθητικό)] στο 3%, οι οποίες υπολογίζουν την λεγόμενη Προσαρμοσμένη αξία πίστωσης (CVA-Credit value adjustment).

Ο πιο δημοφιλής τρόπος μέτρησης της μόχλευσης είναι ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων (βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων) προς τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια (Ενεργητικό).

Λειτουργική Μόχλευση

Ο τρόπος με τον οποίο έχει δομηθεί το κόστος της επιχείρησης, ανάμεσα στο σταθερό και στο συνολικό κόστος, εκφράζεται από την λειτουργική μόχλευση. Η λειτουργική μόχλευση ορίζεται ως η «αντικατάσταση μεθόδων παραγωγής μεταβλητού κόστους με μεθόδους σταθερού κόστους, με σκοπό διάφορες μεταβολές στις πωλήσεων να οδηγούν σε μεγαλύτερες μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μίας επιχείρησης»⁴⁸ και αναφέρεται στο φαινόμενο επίδρασης των μεταβολών των πωλήσεων πάνω στα καθαρά λειτουργικά κέρδη εξαιτίας της ύπαρξης σταθερών εξόδων.

Η υψηλή λειτουργική μόχλευση (operating leverage) αυξάνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο ή λειτουργικό κίνδυνο λόγω της ύπαρξης σταθερού λειτουργικού κόστους και της αδυναμίας πρόβλεψης της μεταβλητότητας του προσδοκώμενου λειτουργικού εσόδου (αξία πωλήσεων) και λειτουργικού κόστους, και κατ' επέκταση των καθαρών λειτουργικών κερδών, δηλ. τα κέρδη πριν από τόκους και φόρους (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015, Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985).

Θα πρέπει να σημειωθεί στο σημείο αυτό, ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος αφορά στην απόκλιση ή αλλιώς στην μεταβλητότητα των καθαρών ταμειακών ροών που οφείλεται στις ιδιάζουσες συνθήκες της αγοράς, όπως για παράδειγμα η ανάπτυξη της ζήτησης, και οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες. Ο κίνδυνος αυτός μεγεθύνεται από τον τρόπο διάθεσης των κεφαλαίων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία σταθερού κόστους, με αποτέλεσμα την αύξηση της λειτουργικής μόχλευσης. Όσο υψηλότερη είναι η λειτουργική μόχλευση, λόγω των σταθερών δαπανών όπως είναι οι χρηματοοικονομικές δαπάνες (οι χρεωστικοί τόκοι και χρεολύσια), τόσο αυξάνεται ο συντελεστής β της επιχείρησης. Η λειτουργική μόχλευση μπορεί να μειωθεί εφόσον μειωθεί η αναλογία των σταθερών δαπανών (τόκοι, αποσβέσεις κá) έναντι του συνολικού κόστους.

Χρηματοοικονομική Μόχλευση και Μετάθεση Αξίας

Η μόχλευση μπορεί να προέλθει επίσης και από την ύπαρξη σταθερών εξόδων (τόκοι) που προέρχονται από τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας από ξένα κεφάλαια

⁴⁸ Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015, σελ. 203

(μακροπρόθεσμος και βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός, έκδοση προνομιούχων μετοχών και ομολόγων) που ονομάζεται χρηματοοικονομική μόχλευση.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση εξαιτίας ξένων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας αυξάνει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι ιδιοκτήτες-κοινοί μέτοχοι, αλλά επιπλέον πολλαπλασιάζει τον «υποβόσκοντα» επιχειρηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

Συνεπώς, ο συντελεστής βήτα της επιχείρησης αυξάνεται όσο αυξάνεται η χρηματοοικονομική μόχλευση που αποδίδεται από το λόγο «Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια» (dept to equity ration), εάν όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά δηλ. σταθερές δραστηριότητες της επιχείρησης, σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον και άλλοι εξωγενείς παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομική μονάδα. Σημειώνεται, ότι ο θεμελιώδης συντελεστής β υπολογίζεται με τις τρέχουσες τιμές του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, «Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια» (dept to equity ration).

Συνέπειες

Τα Θετικά Αποτελέσματα της Μόχλευσης

Ο στόχος της εισαγωγής χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι η αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015) που εξασφαλίζεται ωστόσο με κάποια κόστη (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1986).

Όταν το μέγεθος των χρηματοοικονομικών δαπανών που αφορούν στις ξένες υποχρεώσεις, ξεπερνά τα κέρδη προ τόκων και φόρων, η επιχείρηση εμφανίζει ζημιές. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες δείχνουν αρνητική συσχέτιση της μόχλευσης και της κερδοφορίας (Hayajeh and Yassine, 2011; Mathuva, 2010, Chatterjee, 2010).

Τα οφέλη από την αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) ισχύει όταν τα κέρδη της επιχείρησης είναι μεγαλύτερα από τις χρηματοοικονομικές δαπάνες (Brigham and Houston, 2009). Μέχρι ένα σημείο η απόδοση τόσο των ιδίων κεφαλαίων όσο και της επένδυσης αυξάνεται, η υπέρβαση ωστόσο πέραν αυτού του σημείου συνεπάγεται κίνδυνο, που αν δεν εκτιμηθεί σωστά εκ των προτέρων μπορεί να επιφέρει βλαβερές συνέπειες στα καθαρά κέρδη.

Το «κόστος» της Μόχλευσης

Ένα από τα αποτελέσματα της μόχλευσης είναι η «μετάθεση αξίας» από τους μετόχους στους πιστωτές λόγω προτεραιότητας στο εισόδημα, για την εξυπηρέτηση πρώτα του χρέους και συνδέεται

με τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Προτεραιότητα επίσης έχουν οι πιστωτές και στα περιουσιακά στοιχεία στην περίπτωση χρεοκοπίας και διάλυσης της επιχείρησης (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1986).

Ένα επιπλέον κόστος από πλευράς των ιδιοκτητών-μετόχων, είναι ότι ναι μεν τα κέρδη ανά μετοχή είναι μεγαλύτερα, ωστόσο με τη χρήση ξένων κεφαλαίων, αν δεν αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών, οι μέτοχοι αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο της δυσανάλογης μεταβολής των EPS από τη μεταβολή των EBIT. Το φαινόμενο επίδρασης των μεταβολών των καθαρών λειτουργικών εξόδων πάνω στα κέρδη ανά μετοχή (earnings per share-EPS) που επηρεάζει τους μετόχους, ονομάζεται χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage).

Η αιτία για την αύξηση του κόστους κεφαλαίου και του κόστους πτώχευσης είναι η μετάθεση αξίας που μειώνουν την συνολική αξία της επιχείρησης για να αυξήσουν τα οφέλη των μετόχων. Το άριστο όριο χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση είναι το σημείο εκείνο που μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης, πέραν του οποίου το οριακό κόστος χρέους είναι μεγαλύτερο του οριακού εσόδου. Με την υπερβάλλουσα μόχλευση, η επιχείρηση δεν μπορεί να συνεχίζει να υπάρχει υπό το ίδιο νομικό καθεστώς.

Συμπερασματικά, **ο επενδυτής** έχει κάθε λόγο να προτιμά τη μη μοχλευμένη επιχείρηση ή τη λιγότερο μοχλευμένη από μία άλλη μοχλευμένη ή περισσότερο μοχλευμένη επιχείρηση, εξαιτίας των προτεραιοτήτων στο εισόδημα και στο ενεργητικό από τους πιστωτές. Οι **πιστωτές** αντιμετωπίζουν επίσης τον επιχειρηματικό κίνδυνο, αφού κινδυνεύουν να μην εισπράξουν το κεφάλαιο και την αμοιβή τους από την παροχή πιστώσεων, αλλά και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο για τον ίδιο λόγο.

Όσο αυξάνονται τα ξένα κεφάλαια, τόσο αυξάνεται ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009), ο κίνδυνος απόδοσης των μετοχών (Φιλιππάτος, Αθανασόπουλος, 1986), το κόστος «χρηματοοικονομικής κρίσης» που συνδέονται με την αύξηση της πιθανότητας αθέτησης των υποχρεώσεων δημιουργώντας “κόστος πτώχευσης” (Altman, 1984).

Μελέτες έδειξαν ότι το κόστος της «οικονομικής δυσχέρειας» ή χρεοκοπίας υπολογίζεται σε 3-5% (Almeida & Phillippon, 2008) της συνολικής αξίας της επιχείρησης κατά το χρόνο που εμφανίζεται η οικονομική δυσχέρεια, ενώ λαμβάνοντας υπόψη τις «χαμένες επενδυτικές ευκαιρίες» και άλλα μη έκδηλα κόστη, όπως τη δυσχέρεια άντλησης κεφαλαίων λόγω μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας, υπολογίζεται σε 10-23% της αξίας της επιχείρησης πριν από την «κρίση».

Ο Bhandari (1988) υποστηρίζει ότι ο υψηλός δείκτης χρέους προς ίδια Κεφάλαια (μακροπρόθεσμο χρέος προς ίδια κεφάλαια συν αποθεματικά) συνδέεται με υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις συγκριτικά με τους συντελεστές β της αγοράς, γιατί περιλαμβάνουν μια πρόσθετη αμοιβή (risk premium) των επενδυτών (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015) που εξαρτάται από διάφορες παράγοντες αβεβαιότητες (επιχειρηματικός κίνδυνος, χρηματοοικονομικός κίνδυνος, κίνδυνος ρευστότητας, συναλλαγματικός και πολιτικός).

Επίσης, ο δείκτης μόχλευσης (leverage) είναι άλλος ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής. Η υψηλή δανειακή επιβάρυνση, αντιμετωπίζει τον κίνδυνο της μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων απέναντι στους δανειστές. Μπορεί μεν να αυξάνει τις αναμενόμενες αποδόσεις των μετόχων, αυξάνει δε και την μεταβλητότητά τους, τον κίνδυνο με άλλα λόγια. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αυξάνεται από την εισαγωγή ή την προσθήκη ξένων δανείων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Οι μέτοχοι απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για τα κεφάλαια τους σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο και η επιχείρηση υπόσχεται υψηλότερους συντελεστές απόδοσης, οδηγώντας τελικά στην πτώση της τιμής της μετοχής, αντί της μεγιστοποίησης της τιμής της μετοχής. Ο συντελεστής βήτα μίας εταιρίας αυξάνει με το δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια, εξαιτίας του πρόσθετου κινδύνου που υφίστανται οι μέτοχοι.

Οι δείκτες μόχλευσης παρέχουν πληροφορίες στον αναλυτή για θέματα όπως (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985): α) για το περιθώριο ασφαλείας απέναντι στους πιστωτές που εκφράζεται από την καθαρή θέση της εταιρίας, β) το βαθμό ελέγχου των ιδιοκτητών απέναντι στις απαιτήσεις των πιστωτών, γ) τα προσδοκώμενα κέρδη από τα ξένα κεφάλαια.

Η διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής επηρεάζεται από το ύψος των υποχρεώσεων της επιχείρησης, την πιστοληπτική πολιτική που ακολουθεί, τους ρυθμούς αύξησης των πωλήσεων και τη ρευστότητα. Οι κρίσιμοι παράγοντες που διαμορφώνουν την μερισματική πολιτική είναι δύο: (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1986): α) η αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της, και β) η πραγματική αξία των υποχρεώσεων (παθητικό) είναι μεγαλύτερη από την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικό). Σε αυτές τις δύο περιπτώσεις, η επιχείρηση βρίσκεται σε κατάσταση αφερεγγυότητας.

Πως Απαντούν οι Επιχειρήσεις με Υψηλή Μόχλευση ;

Επιχειρήσεις με υψηλή δανειακή επιβάρυνση, παρακρατούν κέρδη ή/και εκδίδουν νέες μετοχές προκειμένου να διασφαλίσουν την πιστοληπτική τους ικανότητα και να μειώσουν το κόστος ξένων κεφαλαίων (Miller, 1997; Bradford, 1977). Όμως η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (υψηλός δανεισμός) συνδέεται με μειωμένη ικανότητα απόκτησης επιπλέον κεφαλαίων μέσω δανεισμού (Dalnial et al. 2014). Αυτός είναι ένας πολύ σοβαρός κίνδυνος χρεοκοπίας, από τη στιγμή που οι μέτοχοι δεν έχουν άλλα κεφάλαια να επενδύσουν στην εταιρία.

Μελετούν το οριακό κόστος, δηλ. εάν το οριακό κόστος του χρέους υπερβαίνει το επιτόκιο δανεισμού και εάν το οριακό κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το δείκτη E/P (earning/price ration). Το οριακό κόστος αυξάνεται, όσο περισσότερα κεφάλαια αντλούνται. Η απόφαση για το βέλτιστο ύψος χρέους εξαρτάται από το κόστος πτώχευσης (Bulow & Shoven, 1978) και την πιθανότητα χρεοκοπίας με περισσότερο χρέος στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Οι δύο αυτοί παράγοντες καθορίζουν την εκτίμηση του κόστους πτώχευσης και το πότε είναι πιο συμφέρον κάποια εταιρία να βρεθεί στο στάδιο της πτώχευσης και της εκκαθάρισης.

Όταν αυξάνεται η πιθανότητα πτώχευσης, μειώνονται τα έσοδα (όταν αφορά κυρίως διαρκή αγαθά) και αυξάνονται τα λειτουργικά έξοδα (π.χ. από αυξήσεις μισθών για διατήρηση του προσωπικού) (Jensen & Meckling, 1976).

Το κόστος πτώχευσης μπορεί να αποφευχθεί ύστερα από «άτυπη» αναδιοργάνωση της επιχείρησης πουλώντας μετοχές για να εξοφλήσει τα χρέη της (Haugen & Senbet, 1978), σύμφωνα με τη θεωρία Trade Off⁴⁹, με την υπόθεση ότι η «τυπική» αναδιοργάνωση έχει υψηλότερο κόστος.

Χρέος και Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός ευνοεί τους οφειλέτες, δηλ. τους μετόχους εις βάρος των δανειστών, γιατί μεταβιβάζει πλούτο από τους δανειστές προς τους οφειλέτες. Το μακροπρόθεσμο χρέος στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης συμβάλει σημαντικά στην αύξηση του πληθωρισμού,

⁴⁹ Η θεωρία Trade Off, αφορά την εσωτερική απόφαση των διοικούντων σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση που ισορροπούν το οριακό κόστος και το οριακό όφελος, όπου οι φόροι και το κόστος πτώχευσης μετρούνται (Luigi & Sorin, 2009). Η θεωρία αυτή, έχει λογική όταν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και υπάρχει συμμετρική πληροφόρηση. Σχετικά με τις διακυμάνσεις των τιμών της αγοράς, συμπεραίνεται ότι έχει προσωρινές επιπτώσεις στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Υψηλή αυτοχρηματοδότηση (αποθεματικά προς μετοχοποιημένα κεφάλαια) προκαλεί συγκρούσεις διοίκησης με ιδιοκτησία λόγω μείωσης των μερισμάτων και κατ' επέκταση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών τους. (Jensen (1986). Υψηλή δανειακή επιβάρυνση σημαίνει επίσης συγκρούσεις μεταξύ διοίκησης και μετόχων (Fama and Miller, 1972; Jensen and Meckling, 1976).



εφόσον υπάρχει πληθωρισμός, γιατί ως οφειλέτης, ωφελείται από την ύπαρξη πληθωρισμού. Οι χρηματοοικονομικές δαπάνες για την εξυπηρέτηση των οφειλών αφαιρούνται από τα καθαρά κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων για τον υπολογισμό των κερδών προ φόρων και αποσβέσεων. Λαμβάνοντας δε υπόψη ότι σύμφωνα με την αρχή της «Λογιστικής Δεδουλευμένων» (Accrual Accounting), ακόμη και οι αποσβέσεις που παρακρατούνται για τον προσδιορισμό του φορολογητέου εισοδήματος, παρόλο που δεν αποτελούν πραγματική ταμειακή ροή, υπολογίζονται στο ιστορικό ή πραγματικό κόστος ύστερα από προσαρμογή τους σύμφωνα με τον πληθωρισμό, και αλλοιώνει σοβαρά την αξιολόγηση της ροής των πραγματικών κερδών (stream of earnings) της επιχείρησης.

Χρηματοδότηση από τον Ανώνυμο Επενδυτή

Οι παράγοντες κινδύνων που επηρεάζουν την αρχική τιμή προσφοράς της μετοχής, μπορούν να διαχωριστούν σε αρκετούς τομείς όπως κίνδυνοι που αφορούν στη διοίκηση και επιχειρησιακά θέματα, χρηματοοικονομικά θέματα κ.ά. Οι κίνδυνοι ή η απουσία κινδύνων παρουσιάζονται προς το επενδυτικό κοινό (Abdou & Dicle, 2006) στο ενημερωτικό δελτίο της εισηγμένης εταιρίας απευθυνόμενοι στους επενδυτές.

Η ασυμμετρία πληροφόρησης φαίνεται ότι δεν είναι η αιτία για την υπερεκτίμηση ή υποτίμηση της μετοχής (Ritter and Welch, 2002), αλλά από το βαθμό αβεβαιότητας που προκαλούν οι κίνδυνοι στους επενδυτές (Abdou & Dicle, 2006). Ωστόσο, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η πληροφορία που δίνεται στους ανώνυμους και μη επενδυτές, για παράδειγμα τυχόν συγχώνευση μίας εταιρίας με κάποια άλλη είναι ότι η πρόταση για εξαγορά δίνει το «σήμα» ότι η μετοχής της εταιρίας στόχου είναι υποτιμημένη και πρόκειται να επανεκτιμηθεί προς τα πάνω στο μέλλον (Bradley et al. 1983), ενώ από την πλευρά της εταιρίας που κάνει την πρόταση, η μετοχή της θα έχει αρνητική απόδοση, εάν δεν είναι επιτυχής και το αντίστροφο. Η πληροφορία για συγχώνευση μίας εταιρίας με μία άλλη, υποδηλώνει ότι το όφελος είναι θετικό εάν η διαφορά της καθαρής παρούσας αξίας της νέας εταιρίας είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της καθαρής παρούσας των μεμονωμένων εταιριών. Εξαιρετικής σημασίας για την επιτυχία της στρατηγικής ανάπτυξης εν γένει, είναι η προστασία των μετόχων σύμφωνα με την οικονομική θεωρία της μεγιστοποίησης του κέρδους (Manne, 1965).

Η επιχειρηματική στρατηγική απαιτεί τη δέσμευση πόρων και χρόνου από τους διευθύνοντες την εταιρία, με στόχο την απόκτηση και διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (Ferguson et al. 1993), αλλά και την προστασία των θεμελιωδών ικανοτήτων της από τους υφιστάμενους και

δυναμικούς ανταγωνιστές σε μακροχρόνια βάση. Οι «κυβερνήτες του πλοίου» έχουν το θεσμικό και διοικητικό δικαίωμα να ασκούν την επιχειρηματική στρατηγική και να αποφασίζουν για την κατανομή των περιορισμένων πόρων με ορθολογικό τρόπο με στόχο την μεγιστοποίηση της κερδοφορίας. Οφείλουν επίσης, η λήψη στρατηγικών αποφάσεων να λαμβάνει υπόψη τόσο το εσωτερικό όσο και το εξωτερικό περιβάλλον, προσαρμόζοντας την εταιρική στρατηγική στους στόχους της εταιρίας.

Ο δείκτης «λογιστική αξία προς χρηματιστηριακή αξία» (Book to Market Equity-BE/ME) εξηγεί την επίδραση της μόχλευσης (Fama & French, 2004). Είναι ένα μέτρο για την αξία που αποδίδει η αγορά σε μία μετοχή στο Χρηματιστήριο και συνδέεται με την εύλογη ή δίκαιη τιμή. Η αξία αυτή μπορεί να είναι υποτιμημένη ($BE/ME < 1$), υποτιμημένη ($BE/ME > 1$) ή να έχει αποτιμηθεί σωστά ($BE/ME=1$). Η αξία που αποδίδει η αγορά σε αυτήν μετοχή επηρεάζει την απόδοση τόσο της μετοχής όσο και του δείκτη και αντανakλά τις αναμενόμενες απαιτήσεις των επενδυτών για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν εξαιτίας της εισαγωγής ή προσθήκης ξένων δανείων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Η τιμή μίας μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά, αποτελεί την «εύλογη τιμή» των επενδυτών, αφού η πλειοψηφία αυτών έχει αξιολογήσει την τιμή της⁵⁰.

Αξία Επιχείρησης

Δημιουργία, Μετάθεση και Καταστροφή Αξίας

Η βιωσιμότητα μίας επιχείρησης εξαρτάται από το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον, δηλ. από τις ικανότητες των ιδιοκτητών και των διοικούντων, καθώς και από τις σχέσεις των ενδιαφερόμενων ομάδων (stakeholder relationships). Ο στόχος της ύπαρξής της είναι η δημιουργία αξίας (value creation) (Jensen, 2001; Rappaport, 1986), μία δύσκολη υπόθεση για τα ηγετικά στελέχη. Η επιτυχία της δημιουργίας αξίας εξαρτάται από την εφαρμογή ενός ολιστικού επιχειρηματικού μοντέλου που αποτελείται από την γενική επιχειρηματική στρατηγική και την αλληλεπίδραση με τους επενδυτές (BCG, 2017), και ασφαλώς και με τους πιστωτές εφόσον και αυτοί συμμετέχουν στη βιωσιμότητά της.

⁵⁰ Η εύλογη αξία δεν στηρίζεται σε γεγονότα, αλλά σε υποθέσεις-σενάρια «what - if - accounting» για τα αποτελέσματα.



Ο τρόπος χρηματοδότησης μίας επιχείρησης εξαρτάται από το κόστος κεφαλαίου των πηγών χρηματοδότησης, που βασικός στόχος των επιλογών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας ή αλλιώς η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, με άλλα λόγια η δημιουργία αξίας. Υπενθυμίζεται ότι ο στόχος της διοίκησης της εταιρίας είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Brigham and Houston, 2009).

Οι μεταβλητές μετασχηματισμού της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης, δημιουργούν, μεταθέτουν αλλά και καταστρέφουν αξίες. Αυτές οι μεταβλητές είναι οι καθαρές ταμειακές ροές (cash flow) και το κόστος κεφαλαίου.

Σύμφωνα με τη θεωρία της επιχειρησιακής συμπεριφοράς, οι διαδικασίες μετασχηματισμού της αξίας περνάει από διάφορα στάδια κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου και βιολογικού κύκλου της επιχείρησης (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985) και είναι οι εξής:

- A) Διαδικασίες δημιουργίας αξίας: Στόχος κάθε επιχείρησης είναι να δημιουργεί αξία, δηλ. η τρέχουσα αξία των εταιρίας αυξάνεται ως αποτέλεσμα της στρατηγικής της. Η καθαρή παρουσία αξία της επιχείρησης (Chandler 1962) αυξάνεται όταν η διοίκηση προσπαθήσει να βελτιώσει την ποιότητα των ταμειακών ροών, να επηρεάσει δηλ. το ρυθμό της ταμειακής ροής όπως τα λειτουργικά κέρδη, το λειτουργικό κόστος και τον συντελεστή προεξόφλησης (κόστος κεφαλαίου).
- B) Διαδικασίας μετάθεσης αξίας: Η τρέχουσα αξία μίας ομάδας χορηγών κεφαλαίων αυξάνεται εις βάρος κάποιας άλλης αντίστοιχης ομάδας. Συνήθως γίνεται με έκδοση νέων μετοχών ή ομολόγων για την εξεύρεση κεφαλαίων για επενδυτικούς σκοπούς, όπου μετατίθεται η αξία από τους παλιούς μετόχους στους πιστωτές.
- Γ) Διαδικασίες καταστροφής αξίας: Η τρέχουσα αξία της επιχείρησης μειώνεται ως αποτέλεσμα των στρατηγικών αποφάσεων χρηματοοικονομικής φύσεως που οδηγούν στον αφανισμό του ανταγωνισμού με τον «αφανισμό» της.

Στρατηγικές που στοχεύουν στην αύξηση της δύναμης στην αγορά ή στην εξασθένιση του ανταγωνισμού προκαλούν σταδιακά όχι δημιουργία ή μετάθεση αξίας, αλλά καταστροφή της αξίας, αφού συχνά στο τέλος γίνονται προβληματικές και οδηγούνται οι ίδιες στην εξασθένιση, αντιμετωπίζοντας τον κίνδυνο πτώχευσης και της οριστικής εκκαθάρισης (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985).

Στρατηγική Δημιουργίας Αξίας



Η στρατηγική δημιουργίας αξίας εξαρτάται από την αποτελεσματική εκτέλεση τουλάχιστον τριών βασικών λειτουργιών, της παραγωγής, του μάρκετινγκ και της χρηματοοικονομικής διοίκησης, ευθυγραμμίζοντας την επιχειρηματική στρατηγική, τη χρηματοοικονομική στρατηγική και τη στρατηγική των επενδυτών. Η λειτουργία της παραγωγής στοχεύει στην έγκαιρη ικανοποίηση της ζήτησης, η λειτουργία του μάρκετινγκ στη διάγνωση των αναγκών των αγοραστών, και της χρηματοοικονομικής στρατηγική την ευθύνη από την ανώτατη διοίκηση της εξασφάλισης της ορθής κατανομής κεφαλαίων για επενδύσεις και κεφάλαιο κίνησης (Δερβιτσιώτης, 1990).

Σύμφωνα με τον Rappaport (2006), επιχειρήσεις που δεν καταφέρνουν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των επενδυτών, καταστρέφουν την αξία της επιχείρησης, επικεντρώνοντας την προσοχή τους στη δημιουργία βραχυπρόθεσμων κερδών, ακόμη και όταν το κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερα από τα επιτόκια (υπερεπένδυση). Τα στελέχη πρέπει να εξετάζουν τις επιπτώσεις που έχει η ακολουθούμενη στρατηγική στη δημιουργία αξίας όταν για την υλοποίηση της απαιτούνται πρόσθετα κεφάλαια, και να διερευνάται κατά πόσο είναι αναγκαία η αναδιάρθρωση λόγω της μείωσης της δημιουργίας αξίας ή επαναγορά των μετοχών της.

Η αποτελεσματική χρηματοοικονομική στρατηγική διακρίνεται από την σαφήνεια των στόχων στους κύριους τομείς λειτουργίας που είναι η παραγωγή και το μάρκετινγκ και την ισορροπημένη χρήση των ιδίων κεφαλαίων, του χρέους και των ταμειακών ροών. Η κεφαλαιακή διάρθρωση, η πιστοληπτική και η πολιτική μερισμάτων απέναντι στους επενδυτές είναι τα στοιχεία εκείνα που αποτελούν μέρος της στρατηγικής δημιουργίας αξίας. Αξίζει να αναφερθεί στο σημείο αυτό, ότι η πληροφόρηση των επενδυτών για την αξία της επιχείρησης (Rappaport, 2006) είναι βασική προϋπόθεση για την μείωση της αβεβαιότητας των επενδυτών και κατ' επέκταση του κόστους κεφαλαίου, της αύξησης της τιμής της μετοχής και της έμμεσης επίπτωσης στην Αποτίμηση της Αξίας της.

ΕΝΟΤΗΤΑ 3. ΓΙΑΤΙ ΥΠΑΡΧΕΙ ΔΙΛΛΗΜΑ ?

Χρεοκοπία ή Συνέχιση με Ανάκτηση Ποσοστού Χρέους

Παράγοντες που Επηρεάζουν την Απόφαση

Η πραγματικότητα, αναγκάζει τη διοίκηση και τα στελέχη να επανεξετάσουν το εάν πρέπει να συνεχίσουν ή να διακόψουν τη λειτουργία της οικονομικής μονάδας ⁵¹ όταν εμφανίζονται προβλήματα ρευστότητας. Εξετάζεται το κατά πόσο η καθαρή παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που προέρχεται από ένα ή από το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων για το υπόλοιπο του χρόνου ζωής αυτών, είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την τιμή «εγκαταλείψεως». Συνήθως, χρησιμοποιείται το στατιστικό πείραμα της προσομοίωσης εγκατάλειψης ενός έργου, παρά το γεγονός ότι η μέθοδος αυτή δεν προσδιορίζει τον βέλτιστο χρόνο για την απόφαση διακοπής.

Όταν η λογιστική αξία της μόχλευσης (λογιστική αξία χρέους προς σύνολο κεφαλαίων) είναι μεγαλύτερη από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (σύνολο κεφαλαίων μείον συνολικές υποχρεώσεις), δηλ. η διαφορά (Jensen & Meckling, 1976) της ονομαστικής αξίας των αξιώσεων (οφειλών) και της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, τότε βαρύνει τους οφειλέτες και καταλήγουν στην απόφαση της πτώχευσης.

Ο κίνδυνος της πτώχευσης αυξάνεται όταν είναι δύσκολο να ρευστοποιήσει μία επιχείρηση τα περιουσιακά στοιχεία και όταν το κόστος αύξησης κεφαλαίου είναι υψηλό (Almeida & Phillippon, 2008). Με δεδομένο τη δυσκολία εκτίμησης του κόστους πτώχευσης, οι υπεύθυνοι λήψης αποφάσεων της επιχείρησης υποτιμούν συνήθως το κόστος πτώχευσης και μπορεί να διακόψουν τη λειτουργία της όταν πια το χρέος είναι υπερβολικά υψηλό.

Ο Ρόλος των Τραπεζών στη Σύναψη Συμβάσεων με Υψηλό Κίνδυνο

Η προσέγγιση «Νιρβάνα» παρατηρείται και στις αποφάσεις τραπεζών για τη χορήγηση δανείων ή την απόφαση να συνεχίσει τη λειτουργία μία επιχείρηση με υψηλή δανειακή επιβάρυνση με την υπόθεση της αύξησης της υποτιθέμενης αποτελεσματικότητας της αγοράς που επιτυγχάνεται με την εκπλήρωση των βραχυπρόθεσμων στόχων των «πωλήσεων» (Εθνική Τράπεζα, 2010).

⁵¹ Ακόμα και για ένα επενδυτικό σχέδιο.

Η οικονομία έχει ένα πεπερασμένο σύνολο επενδυτικών ευκαιριών που έχουν απολύτως θετική καθαρή παρούσα αξία (NPV). Όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανταγωνίζονται μεταξύ τους για τη διεκδίκηση πελατών με οικονομικές δυνατότητες. Ακόμη και αν η σημερινή καθαρή αξία είναι μηδενική ή αρνητική, προσδοκούν ότι η επιχείρηση μελλοντικά θα παράγει κέρδη, συνάπτοντας συμβάσεις με «ρίσκο». Όταν υπάρχει πρόβλημα στην ποιότητα των πραγματοποιηθέντων ταμειακών ροών, τότε συνάπτονται συμβάσεις χρέους με κίνδυνο.

Οι χορηγοί κεφαλαίων σχεδιάζουν τις συμβάσεις τους έτσι ώστε να μην αντιμετωπίσουν ανεπιθύμητες εκβάσεις από τις επενδύσεις τους με τις επιχειρήσεις. Παρόλα αυτά, προχωρούν σε συμβάσεις (Ravid & Spiegel, 1997) με κίνδυνο. Τα συμβαλλόμενα μέρη μπορούν να «ελέγχουν» ή αλλιώς να προβλέπουν την καθαρή παρούσα των μελλοντικών ροών της επιχείρησης, αλλά δεν μπορούν να εκτιμήσουν τον τρόπο που διανέμονται αυτές οι ροές.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα «at the end of the game» προσδοκούν μία ελάχιστη απόδοση για τα κεφάλαια που επενδύουν. Η τράπεζα συμφωνεί να χορηγήσει κεφάλαια σε μία επιχείρηση από ένα σύνολο διαθέσιμων επιλογών $M(k) \subseteq A$, όπου A είναι ένα σύνολο διαθέσιμων επιλογών ή συμβολαίων. Η σύμβαση ορίζεται ως $m(x,k)$, με τον περιορισμό της περιορισμένης φερεγγυότητας. $0 \leq m(x,k) \leq x$ για όλα τα $m \in A$ και τα κέρδη της επιχείρησης να μην εμφανίζουν γραμμική και συνεχή κατανομή.

Όπου

m το κέρδος της τράπεζας

x οι τόκοι που πληρώνει η επιχείρηση

k το κεφάλαιο της τράπεζας

Εάν το $k \leq C$ και το $x < C$ (C = συνολικό ποσό χωρίς τόκους), τότε η τράπεζα πραγματοποιεί τη σύμβαση $m(x,k) \in M(k)$, αν και μόνο αν

$$m(x,k) \geq (x-\underline{x}) \frac{k - m(\underline{x},k)}{C-\underline{x}} + m(\underline{x},k)$$

Πως υπολογίζεται η καθαρή παρούσα του κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας;

Εάν υποθέσουμε ως p την πιθανότητα η επιχείρηση να εισέρχεται ανά χρονική περίοδο σε χρηματοοικονομική δυσχέρεια, ϕ η απώλεια σε αξία λόγω δυσχέρειας (υπολογίζεται από 10-23% δια 2=16,5%), r_f το κόστος προεξόφλησης των δαπανών χρηματοοικονομικής δυσχέρειας, και Φ η

καθαρή παρούσα αξία (NPV) του κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας,. Για τον υπολογισμό της καθαρής παρούσας αξίας συμπεραίνουν ότι

$$\Phi = \frac{p\phi + (1-p)\Phi}{1+r_\phi} \Rightarrow$$

$$\Phi = \frac{p}{p+r_\phi} \phi$$

$$1 = \frac{(1-p+p\rho)(1+y)}{(1+r_D)}$$

risk-adjusted probability

$$q = \frac{y-r_F}{(1+y)(1-\rho)}$$

$$\Phi = \frac{q}{q+r_F} \phi$$

Σύμφωνα με ακαδημαϊκές έρευνες, χρησιμοποιούνται ιστορικά στοιχεία για την εκτίμηση της πιθανότητας (p) και ένα ποσοστό απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk-free rate) για την προεξόφληση του κόστους. Η απόδοση σε επένδυση χωρίς κίνδυνο είναι 5% και το ποσοστό αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας για θέση BBB ισούνται με 0,53% (σύμφωνα με στοιχεία της Moody's).

Για παράδειγμα, εάν η αξία της επιχείρησης είναι €5 δις εκ. και τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας €500 εκ., τότε $\Phi = 10\%$.

Η αγοραία αξία της εταιρίας ισούται με το άθροισμα της καθαρής θέσης και του χρέους και η αξία καθαρής θέσης από το άθροισμα των ίδιων κεφαλαίων από τους μετόχους και τους κεφαλαιούχους εκτός των μετόχων. Το κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης ισούται από το άθροισμα του χρέους και της αξίας των κεφαλαίων που είναι διαθέσιμα στην επιχείρηση από άλλους πλην των μετόχων της.

Αγοραία αξία εταιρίας $V = S + B$.

Αξία καθαρής θέσης $S = S_i + S_o$

Εξωτερική χρηματοδότηση $B + S_o$

Όπου

Si : Καθαρή θέση [inside equity (held by the manager)]

So : Ξένα κεφάλαια [outside equity (held by anyone outside of the firm)]

B : Χρέος [debt (held by anyone outside of the firm)]

Οι πιστωτές στην περίπτωση της αναδιοργάνωσης έχουν «στρατηγικό» συμφέρον η αξία της επιχείρησης να είναι μικρή, ενώ στην περίπτωση των μετόχων ισχύει το αντίθετο. Η διαδικασία της αναδιοργάνωσης διαρκεί μερικά χρόνια με συνέπεια τη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας υπέρ των πιστωτών (senior creditors) με την εταιρία με οικονομική δυσπραγία, που συνήθως είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο (Bebchuk, 2000)⁵².

Βέλτιστη Διάρθρωση του Χρέους

Υποστηρίζεται ότι η λήψη απόφασης για την σύνθεση της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης δεν είναι τυχαία. Οι επιχειρήσεις που εκτιμούν ότι η **αναμενόμενη αξία εκκαθάρισης** θα είναι χαμηλή, χρησιμοποιούν μεγαλύτερη μόχλευση όταν το πτωχευτικό δίκαιο της χώρας τους ευνοεί τους «κατόχους μετοχών» παρά τους «κατόχους χρέους» (Viral et al. 2011).

Η διάρθρωση χρέους έναντι της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια, επηρεάζει καταρχήν την αποτίμηση της περιουσιακής κατάστασης όταν η επιχείρηση βρεθεί στο στάδιο της εκκαθάρισης, όσο και την αξία της ρευστοποίησης (liquidation value), αλλά και τον αριθμό των πιστωτών που επιλέγει να συνεργαστεί⁵³. Με την ορθολογική κατανομή του χρέους εξασφαλίζεται ότι η επιχείρηση θα είναι συνεπής στις υποχρεώσεις της απέναντι στους πιστωτές και δεν θα αθετήσει τις υποχρεώσεις της. Επιλέγεται ένας πιστωτής όταν ο κίνδυνος αθέτησης είναι υψηλός, για παράδειγμα λόγω κυκλικότητας της ζήτησης, εξασφαλίζοντας υψηλή αξία ρευστοποίησης, χαμηλή αξία εκκαθάρισης λόγω μεγαλύτερης χρονικής παραμονής στις διατάξεις του πτωχευτικού δικαίου και δυνατότητα επαναδιαπραγμάτευσης (τα αντίθετα ισχύουν όταν ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων είναι χαμηλός) (Bolton & Scharfstein, 1996).

Κόστος Πτώχευσης

⁵² Ο πτωχευτικός κώδικας στηρίζεται στην συλλογιστική αυτή, δηλ. ότι η κατάσταση της επιχείρησης ενδέχεται να είναι αντιστρέψιμη που να της επιτρέπει ουσιώδη βελτίωση στο μέλλον Σχετικά με τον πτωχευτικό κώδικα, βλ. ΠΠ13, ΕΝΟΤΗΤΑ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.

⁵³ Επιχειρήσεις με εύκολη ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων, θα επιλέξουν έναν πιστωτή, εξασφαλίζοντας υψηλή αξία εκκαθάρισης και δυνατότητα διαπραγματεύσεων.

Το κόστος πτώχευσης (Bankruptcy Cost/BC) είναι η διαφορά μεταξύ της παρούσας αξίας των προσδοκώμενων κερδών της επιχείρησης (P) και της αξίας της επιχείρησης κατά τη διαδικασία της εκκαθάρισης (L) (Bulow & Shoven, 1978).

P: παρούσα αξία των αναμενόμενων καθαρών κερδών (present expected value of future earnings)

L: αξία εκκαθάρισης (liquidation value)

$$BC = P - L.$$

Το P μπορεί να είναι μικρότερο ή μεγαλύτερο του L. Η πτώχευση συμβαίνει όταν τα διαπραγματευόμενα μέρη έχουν μεγαλύτερο όφελος.

Εάν

$$Eb + Bb > EC + BC, (4) \text{ τότε επέρχεται η πτώχευση.}$$

$$\text{Επειδή όμως } Eb = 0, \text{ η ανισότητα γράφεται ως } EC < Bb - BC. (5)$$

Η αποφυγή χρεοκοπίας είναι πάντα προς το συμφέρον των πιστωτών και η εκκαθάριση των παγίων της εταιρίας, συμβαίνει μόνο όταν υπάρχει ασυμμετρία στη διαπραγματευτική δύναμη και σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των διαφόρων εναγόντων της. Η αγοραία αξία των σημερινών προσδοκώμενων κερδών της (P) επιχείρησης είναι μικρότερη από την αξία της οικονομικής μονάδας κατά την εκκαθάριση. (Bulow & Shoven, 1978).

Το κόστος της εκκαθάρισης μπορεί να είναι μεγαλύτερο από τα μελλοντικά κέρδη στην περίπτωση που επιτρέπεται στην επιχείρηση που βρίσκεται σε οικονομική δυσχέρεια να πουλήσει την οικονομική μονάδα σε έναν ανταγωνιστή αποκτώντας μονοπωλιακή δύναμη. Εάν ήταν υγιείς και οι δύο επιχειρήσεις (πωλητής-αγοραστής), η κυβέρνηση θα πρέπει να είχε απαγορεύσει αυτήν την πώληση.

Η χρεοκοπία ή πτώχευση συμβαίνει όταν τα δύο διαπραγματευόμενα μέρη, δηλ. τράπεζες και ιδιοκτήτες κεφαλαίου έχουν περισσότερα οφέλη από ότι αν συνέχιζε η λειτουργία της επιχείρησης, δηλ. η διαφορά της παρούσας αξίας του δανείου με τη συνέχιση της λειτουργίας από την αξία του δανείου κατά τη διάρκεια της πτώχευσης, είναι μεγαλύτερη από την προσδοκώμενη παρούσα αξία των ιδίων κεφαλαίων των ιδιοκτητών κεφαλαίου με τη συνέχιση.

$$Bb - BC > Ec \text{ ή } Ec < Bb - BC$$

Για την αποπληρωμή των οφειλών θα χρειαστεί να δοθούν ταμειακά διαθέσιμα, που δεν υπάρχουν όμως. Η πηγή για νέα επιπλέον κεφάλαια είναι η Τράπεζα $(1 + r_B)B_1 + r_1 + D_1 - C$,

Αυτό προϋποθέτει ότι η πώληση μετοχών ή έκδοση ομολογιών για την αύξηση των διαθεσίμων, δεν είναι πιθανόν να μπορούν να εμποδίσουν την πτώχευση. Συμφέρει να συνεχίσει όταν

$$B_c + E_c > B_b$$

Όπου:

E_c: Παρούσα αξία προσδοκώμενων ιδίων κεφαλαίων με συνέχιση (present expected value of the equity holders' claim with continuance)

B_c: Παρούσα αξία τραπεζικού δανείου με συνέχιση (« present expected value of the claim of the (large loan) bank if the firm is allowed to continue one more period with the additional loans granted at the same interest rate»)

B_b: Παρούσα αξία τραπεζικού δανείου με διακοπή (πτώχευση) («value of the (large loan) bank's claim under immediate bankruptcy»)

Η χρεοκοπία είναι συμφέρουσα όταν το κόστος πτώχευσης ($P - L$) είναι μικρότερο από το κέρδος των ομολογιούχων από τη συνέχιση, δηλ. το συνολικό κέρδος από τη συνέχιση (τα διαφυγόντα έξοδα πτώχευσης) είναι μικρότερο από το κέρδος ομολογιούχων.

Η χρηματοοικονομική κρίση παρουσιάζεται από τις παρακάτω τρεις συνθήκες:

- Όταν το άθροισμα της τιμής (αξίας) του κυκλοφορούντος ενεργητικού και της παρούσας αξίας των μελλοντικών κερδών είναι μικρότερη από την τρέχουσα αξία των δανείων
- Όταν το άθροισμα της τιμής (αξίας) του κυκλοφορούντος ενεργητικού και της αξίας των παγίων στοιχείων είναι μικρότερη από την τρέχουσα αξία των δανείων
- Όταν το άθροισμα της τιμής (αξίας) του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι μικρότερη από την τρέχουσα αξία των δανείων

$$C + P < (1 + r_B)B_1 + r_1 + D_1 + D_2 \left(\frac{1 + r_D}{1 + i} \right)$$

$$C + L < (1 + r_B)B_1 + r_1 + D_1 + D_2$$

$$C < (1 + r_B)B_1 + r_1 + D_1.$$

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

C, P, L

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Τραπεζικός δανεισμός $(1 + R_B)B_1$

Ομολογιακό δάνειο $R_1 + D_1 + D_2$

Όπου:

C cash or liquid assets of the firm;

P = present expected value of future earnings of the plant;

L = liquidation value of the plant;

$(1 + R_B)B_1$: τόκοι τραπεζικών δανείων σε μία δεδομένη χρονική στιγμή

$R_1 + D_1 + D_2$: τόκοι ομολογιακών δανείων και η ονομαστική αξία αυτών στο χρόνο λήξης τους σε δύο χρονικές περιόδους

Η πτώχευση θεωρείται ως καλή λύση και ευκαιρία όταν είτε η αξία της καθαρής θέσης είναι μηδέν ή αρνητική. Η δύναμη των χρηματοπιστωτικών οργανισμών έγκειται στην απόφαση της τράπεζας όταν το κριτήριο της πτώχευσης είναι ή δεν είναι σε σύγκρουση με τη διαπραγματευτική δύναμη των δανειστών της επιχείρησης για άμεση εκκαθάριση

Η απόφαση της πτώχευσης εξαρτάται από πολλούς παράγοντες σε συνδυασμό με την κατάσταση της καθαρής θέσης της επιχείρησης και του κόστους της πτώχευσης. Ο αποφασίζων μπορεί να είναι η τράπεζα ή ακόμη και η ίδια η εταιρία (εκούσια πτώχευση). Αυτός τελικά που αποφασίζει να γίνει πτώχευση λαμβάνει επίσης υπόψη τη δομή των προτεραιοτήτων, την ωριμότητα των δομών και το ύψος χρέους των ιδιοκτητών. Ακόμη, η απόφαση του αν πρέπει να παραμείνει βιώσιμη ή να χρεοκοπήσει, επηρεάζεται από τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων και από την μεταβλητότητα των αποδόσεων αυτού του χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων. Όλοι αυτοί οι παράγοντες επηρεάζουν την κατανομή των εσόδων της επιχείρησης στο στάδιο της διαπραγμάτευσης μεταξύ του «συνασπισμού» τράπεζας-ιδιοκτητών και ομολογιούχων.

Η μακροπρόθεσμη δομή χρέους και ένα χαρτοφυλάκιο με υψηλή δυνατότητα ρευστοποίησης και μία ακόμη περισσότερη μεταβλητότητα μελλοντικών εσόδων, αυξάνουν τις υποθέσεις για το αν η εταιρία θα παραμείνει σε λειτουργία, ακόμη και όταν η πτώχευση είναι λιγότερο ή περισσότερο πιθανό να συμβεί (Bulow & Shoven, 1978) όταν η τράπεζα έχει ένα λιγότερο ή περισσότερο μέρος.

Προϋποθέσεις για τη Αναδιάρθρωση Χρέους

Σχετικά με την αναδιάρθρωση του χρέους, υποστηρίζεται ότι επιχειρήσεις στις ΗΠΑ που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικές δυσχέρειες και έχουν πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία (intangible assets) και μακροπρόθεσμα δάνεια κυρίως απέναντι σε Τράπεζες, προβαίνουν σε ιδιωτικές διαπραγματεύσεις εξωδικαστικά. Η επιλογή της άτυπης-ιδιωτικής διαπραγμάτευσης αντί της υπαγωγής της στον πτωχευτικό κώδικα για την αντιμετώπιση της δυσχέρειας πληρωμών, έδειξε

ότι η αναδιάρθρωση του χρέους είναι επιτυχής τις περισσότερες φορές (Gilson, et al. 1990), όταν οι δανειστές είναι Τράπεζες. Η έρευνα ωστόσο έδειξε ότι η ιδιωτική διαπραγμάτευση αποτυγχάνει για άλλες κατηγορίες οφειλών πλην των μακροπρόθεσμων τραπεζικών δανείων. Ένας σημαντικός παράγοντας που εξετάζεται στην εν λόγω διαπραγμάτευση είναι **η ανάλυση της απόδοσης των μετοχών** της προβληματικής επιχείρησης επιχειρώντας την πρόβλεψη της μελλοντικής επιτυχίας στην αναδιάρθρωση του χρέους.

Οι αφερέγγυες επιχειρήσεις με «κακή» διοίκηση, οι οποίες έχουν υψηλό χρέος σύντομα αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας. Στην προσπάθειά τους για διατήρηση της (υψηλής) αξίας της επιχείρησης, προβαίνουν σε διορθωτικές αλλαγές στην εταιρική πολιτική τους (Jensen 1989a, b) και επιλέγουν ως εναλλακτική λύση την αναδιάρθρωση του χρέους σε ιδιωτικό επίπεδο (εκτός του πτωχευτικού κώδικα) με τους πιστωτές κυρίως τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες (Gilson, et al. 1990).

Μαθηματικά Μοντέλα Πρόβλεψης Απάτης & Χρεοκοπίας

Πολλοί οικονομολόγοι εδώ και δεκαετίες, αναζητούν τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιβίωση των επιχειρήσεων. Οι περισσότερες μελέτες επικεντρώνονται στη χρήση υποδειγμάτων για την εκτίμηση της πιθανότητας εμφάνισης οικονομικής δυσχέρειας (financial distress) ή πτώχευσης, χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικά δεδομένα από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις επιχειρήσεων, ενώ σε πρόσφατη βιβλιογραφία εφαρμόζονται υποδείγματα επιβίωσης, σχεδόν όμοια με τα «υποδείγματα πτώχευσης» επειδή απαιτείται η εκτίμηση μιας συνάρτησης κινδύνου (hazard function).

Η πτώχευση είναι το στάδιο εκείνο στο οποίο μία επιχείρηση φτάνει πλέον σε αδιέξοδο. Η οικονομική κατάσταση χειροτερεύει, παρόλο που έχει λάβει μέτρα για τη μείωση των ζημιών. Τα μοντέλα πρόβλεψης του τελικού σταδίου της οικονομικής αποτυχίας χρησιμοποιούν μονομεταβλητή προσέγγιση ή πολυμεταβλητές μεθόδους (παραμετρικές τεχνικές)⁵⁴.

⁵⁴ Η ανάπτυξη των μοντέλων πρόβλεψης πτώχευσης χρησιμοποιεί τόσο παραμετρικές, όσο και μη παραμετρικές τεχνικές. Οι μη παραμετρικές τεχνικές σχετίζονται με την επίλυση προβλημάτων και περιλαμβάνουν την ανθρώπινη λογική υπό προϋποθέσεις με στόχο την βελτιστοποίηση των λύσεων. Επίσης, υπάρχουν και τα θεωρητικά μοντέλα όπου καταγράφονται οι λόγοι που οδήγησαν μία επιχείρηση σε πτώχευση.

Τα πιο γνωστά μοντέλα μέτρησης της απάτης και της επικείμενης χρεοκοπίας είναι το Beneish M-Score μοντέλο του Beneish (1999), το μοντέλο Z-score του Altam (1968) και το τροποποιημένο μοντέλο Z-Score του Taffler (1983) για εντοπιστούν έγκαιρα τα «red flags».

Η ακαδημαϊκή έρευνα σχετικά με την πρόβλεψη οικονομικής εταιρικής αποτυχίας εντείνεται εξαιτίας των δυσμενών οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών επιπτώσεων στην κοινωνία (Jones & Hensher, 2008) και της σύνδεσης της με την αποφυγή χρεοκοπίας.

Υποδείγματα Πρόβλεψης Απάτης (Beneish)

Η ενημέρωση της διοίκησης και των επενδυτών, αξιοποιώντας μία ποικιλία από εναλλακτικά μοντέλα αξιολόγησης της οικονομικής απόδοσης, είναι ιδιαίτερα σημαντική για την λήψη αποφάσεων για επενδύσεις ή ακόμη και για αλλαγή της ακολουθούμενης στρατηγικής στον τομέα της παραγωγής, της διανομής και της χρηματοοικονομικής διοίκησης.

Η πρόβλεψη της πιθανότητας «cook the books» των οικονομικών καταστάσεων ή της χρεοκοπίας επιχειρήσεων, μπορεί να γίνει με τη χρήση διαφόρων στατιστικών μοντέλων, καθώς και με τη συνδυαστική χρήση μοντέλων μέτρησης των ενδείξεων περί χρεοκοπίας ή απάτης.

Οι επεμβάσεις στα λογιστικά βιβλία “cook the books”, ανεξαρτήτου μεγέθους επιχειρήσεων, γίνονταν για φορολογικούς λόγους με την «σκοπίμη» μείωση των εσόδων ή/και τη μεγέθυνση των εξόδων. Για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, οι παραποιήσεις αφορούν στην αύξηση των εσόδων με αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών (Σπάθης, 2002). Μία ένδειξη επίσης για παρερμηνεία των λογιστικών καταστάσεων είναι η επαναδιατύπωση οικονομικών καταστάσεων όταν βρεθούν λάθη μετά τον χρόνο δημοσίευσης τους (Nia 2015).

Έρευνες (Beasley et al., 1999) έδειξαν ότι οι εταιρίες εμφανίζουν καταστάσεις οικονομικής δυσχέρειας (financial distress) και αρκετές από αυτές οδηγήθηκαν σε χρεοκοπία. Στις ίδιες εταιρίες υπήρχαν σημαντικές αλλαγές στη μετοχική σύνθεση και «παιχνίδια» με τις μετοχές της εταιρείας στο Χρηματιστήριο και εμφάνιζαν υψηλή δανειακή επιβάρυνση και χαμηλές τιμές του σύνθετου δείκτη z-score. Παρόλα αυτά, υποστηρίζεται ότι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης επηρεάζεται σχεδόν καθόλου από τις πρακτικές της «δημιουργικής λογιστικής» (Τράπεζα της Ελλάδος, 2008).

Παρόμοιο μοντέλο με του Altam είναι του Beneish (M-score) με το οποίο εκτιμάται η πιθανότητα χειραγώγησης των οικονομικών καταστάσεων παρά η χρεοκοπία με κάποια score και παροτρύνει τον εξωτερικό αναλυτή για περαιτέρω ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων. Λόγω ύπαρξης ωστόσο πιθανοτήτων υπάρχει σοβαρός κίνδυνος σφάλματος.

Εάν η βαθμολογία που συγκεντρώνει είναι μεγαλύτερη του -2,22, τότε υπάρχει σοβαρή ένδειξη για χειραγώγηση και κυρίως όταν παρατηρούνται αξιόλογες αυξήσεις σε μεγέθη όπως οι λογαριασμοί εισπρακτέοι, μείωση του μικτού κέρδους, του ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων και των δεδουλευμένων. Σημειώνεται, ότι το υπόδειγμα M-score υποστηρίζει ότι δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της πιθανότητας χειραγώγησης των οικονομικών αποτελεσμάτων και των αποδόσεων των μετοχών.

Εάν ο λόγος του μικτού περιθωρίου του προηγούμενου έτους ($t-1$) με το μικτό περιθώριο (%) του τρέχοντος έτους (t) [Gross Margin Index (GMI)], είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα, τότε υποδηλώνει ότι το μικτό περιθώριο επιδεινώνεται. Η ένδειξη αυτή λαμβάνεται ως αρνητική για τις προοπτικές εξέλιξης της εταιρίας (Lev and Thiagarajan, 1993) και έτσι είναι περισσότερο πιθανό να προβεί σε λογιστικά τεχνάσματα και επιδέξιους χειρισμούς των λογιστικών της καταστάσεων, ενώ υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του GMI και του «μαγειρέματος» των βιβλίων της (Beneish 1999).

Η αύξηση των πωλήσεων δεν αποδεικνύει κατ' ανάγκη την χειραγώγηση των οικονομικών πληροφοριών, αλλά να προέρχεται από αλλαγή στους όρους πίστωσης (π.χ. εκπτώσεις) και κατ' επέκταση στους εισπρακτέους λογαριασμούς. Παρόλα αυτά υπάρχει κίνητρο να ασκήσουν πίεση στους διευθυντές για επίτευξη των στόχων λόγω των υψηλών αναγκών σε κεφάλαια. Όταν μία εταιρία δεν θέλει να δείξει επιβράδυνση ανάπτυξης που θα τη ζημιώσει απέναντι στους επενδυτές, είναι βέβαιο ότι θα προσπαθήσει να χειραγωγήσει τα κέρδη. Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης πωλήσεων και της χειραγώγησης κερδών (Beinesh, 1999).

Ο δείκτης LVGI είναι ο λόγος της δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας το τρέχον έτος προς το λόγο της δανειακής επιβάρυνσης του προηγούμενου έτους. Εάν ο εν λόγω δείκτης είναι μεγαλύτερος του 1 δείχνει αύξηση της μόχλευσης και εμμέσως ένα κίνητρο για χειραγώγηση των κερδών. Οι αλλαγές στο βαθμό μόχλευσης συνδέονται με την επίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Όταν ο λόγος των αποσβέσεων της προηγούμενης χρήσης προς τις αποσβέσεις του τρέχοντος έτους είναι μεγαλύτερος του 1, αυτό υποδηλώνει ότι η εταιρία είτε αναθεώρησε προς τα πάνω τις εκτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων της ωφέλιμης ζωής, είτε ενέκρινε μια νέα μέθοδο που αυξάνει τα εισοδήματα προ φόρων.

Μοντέλο Πρόβλεψης Κινδύνου Χρεοκοπίας

Στη δεκαετία του 1960 αναπτύχθηκαν με επιτυχία εμπειρικά μοντέλα πρόβλεψης της χρεοκοπίας επιχειρήσεων όπου διακρίθηκαν οι πρωτοποριακές έρευνες των Beaver (1966) και Altman (1968) οι

οποίοι χρησιμοποίησαν μονομεταβλητή και πολυπαραγοντική ανάλυση για την ταξινόμηση επιχειρήσεων βάσει της βαθμολογίας που συγκέντρωναν, υπό παραδοχές. Το μοντέλο Altman-Z είναι ένα από τα περισσότερο χρησιμοποιούμενα μοντέλα πρόβλεψης των πιθανοτήτων εταιρικής χρεοκοπίας. Ο μαθηματικός τύπος του Altman (1968, 1977) περιλαμβάνει στατιστικούς δείκτες ή αλλιώς αριθμοδείκτες και είναι:

Για εισηγμένες στο χρηματιστήριο βιομηχανικές επιχειρήσεις⁵⁵:

$$Z=1,2x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 1,0 x_5$$

Για ιδιωτικές μεταποιητικές επιχειρήσεις:

$$Z=0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5$$

Όπου:

Z = συνολικός δείκτης

x_1 = Κεφάλαιο κίνησης/Ενεργητικό/Working Capital/Total Assets (WC/TA): Ο λόγος του κεφαλαίου κίνησης με το σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων.

x_2 = Κέρδη εις νέον/Ενεργητικό/Retained Earnings/Total Assets (RE/TA): Ο λόγος των κερδών εις νέον με το σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων.

x_3 = Λειτουργικό Αποτέλεσμα/Σύνολο Ενεργητικού/Earnings before interest and taxes/Total Assets (EBIT/TA): Ο λόγος EBIT με το σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων.

x_4 = Χρηματιστηριακή Αξία Ιδίων Κεφαλαίων/ Λογιστική αξία συνολικών υποχρεώσεων/Market Value of Equity/Book Value of Total Liabilities (MVE/TL)): Ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο των υποχρεώσεων.

x_5 = Πωλήσεις/Ενεργητικό/Sales/Total Assets (S/TA): ο λόγος των ακαθάριστων πωλήσεων με το σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τον Altman (1968), οι πιθανότητες χρεοκοπίας για εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο αυξάνονται όταν η βαθμολογία είναι 1,80 ($Z < 1,80$) ή και λιγότερο οι οποίες κατατάσσονται «ζώνη οικονομικής δυσχέρειας), από 1,81 έως και 2,99 ($1,81 < Z < 2,99$) («γκρίζα ζώνη») (Razali & Arshad, 2014) και για να είναι σχετικά ασφαλής πρέπει να είναι από 3,0 και άνω ($Z > 3,0$). Αντίστοιχα, οι πιθανότητες χρεοκοπίας για μη εισηγμένες είναι αυξημένες όταν η βαθμολογία είναι 1,23 ($Z < 1,23$) ή και λιγότερο και βρίσκεται στη «ζώνη οικονομικής δυσχέρειας),

⁵⁵ Ο τύπος Z-score για τις μη μεταποιητικές επιχειρήσεις, κατασκευαστικές και τις νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις είναι $Z = 6,56 * X_1 + 3,26 * X_2 + 6,72 * X_3 + 1,05 * X_4$, όπου X_1 : Κεφάλαιο κίνησης / Ενεργητικό, X_2 : Αδιανέμητα κέρδη / Ενεργητικό, X_3 : Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Ενεργητικό, X_4 : Λογιστική αξία Ιδίων κεφαλαίων (Σύνολο Ι.Κ από ισολογισμούς) / Συνολικές υποχρεώσεις.

από 1,23 έως και 2,99 ($1,23 < Z < 2,99$) («γκρίζα ζώνη») και για να είναι σχετικά ασφαλής πρέπει να είναι από 2,9 και άνω ($Z > 2,9$).

Οι χαμηλές τιμές του δείκτη οικονομικής δυσχέρειας (z-score), φανερώουν ότι αν η εταιρεία συνεχίζει να έχει χαμηλές τιμές, είναι πιθανόν να οδηγηθεί στη χρεοκοπία (Σπάθης, 2002).

Κατηγορία	Περιγραφή	Διαβάθμιση Z-Score για εισηγμένες εταιρίες	Διαβάθμιση Z-Score για μη εισηγμένες εταιρίες
1	Ανεπαρκής οικονομική βιωσιμότητα (επικίνδυνη ζώνη)	$Z < 1,81$	$Z < 1,23$
2	Κανονική οικονομική βιωσιμότητα (γκρίζα ζώνη)	$1,81 < Z < 2,99$	$1,23 < Z < 2,9$
3	Υψηλή βιωσιμότητα (ασφαλής ζώνη)	$Z > 2,99$	$Z > 2,9$

Τονίζεται, ότι οι τιμές που μπορεί να προκαλέσουν πανικό, δεν ισχύει σε όλες τις χώρες. Μία τιμή του $Z < 3$ μπορεί να δημιουργήσει πανικό στην Αμερική, αλλά όχι στην Ελλάδα γιατί το νομικό, θεσμικό και οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα ενθαρρύνει διαφορετικές πραγματικές τιμές για τους παράγωγους συντελεστές, εξαιτίας (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985).

Οι Altman et al. (1977) βελτίωσαν το αρχικό υπόδειγμα του 1968 κατασκευάζοντας το μοντέλο πολυμεταβλητής ανάλυσης δεύτερης γενιάς (γνωστό ως μοντέλο Zeta) με ικανότητα αξιόπιστης πρόβλεψης⁵⁶ έως και πέντε έτη πριν τη πτώχευση σε μεταποιητικές επιχειρήσεις και επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου, μικρού, μεσαίου και μεγάλου μεγέθους. Το μοντέλο Zeta χρησιμοποιεί 7 μεταβλητές που είναι:

$X1$ = Κέρδη προ τόκων και φόρων/ Σύνολο Ενεργητικού (ROA)

$X2$ = Σταθερότητα των Κερδών (stability of earnings)

$X3$ = Κέρδη προ τόκων και φόρων/ Χρηματοοικονομικά Έξοδα

$X4$ = Παρακρατηθέντα Κέρδη/ Σύνολο Ενεργητικού

$X5$ = Κυκλοφορούν Ενεργητικό/ Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

$X6$ = Τρέχουσα αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Συνολικά Κεφάλαια

$X7$ = Μεταβολή Ενεργητικού (Μέγεθος)

⁵⁶ Το μοντέλο Z-Score έχει ακρίβεια 94%, σε αντίθεση με το νέο μοντέλο που έχει 96% για προβλέψεις έως και 1 έτος πριν τη πτώχευση. Για προβλέψεις διάρκειας 2-5 έτη το Z-score έχει ακρίβεια 36% και το νέο μοντέλο (Zeta) 70%.

Η ιδανική τιμή ορίου (cut off score) προκύπτει από τον τύπο:

$$ZETA = \ln \frac{Q1 * Ci}{Q2 * Cii}$$

Όπου

Q1, Q2 η εκ των προτέρων πιθανότητα πτώχευσης (*Q1*) ή της μη πτώχευσης (*Q2*)

Ci, Cii τα κόστη λαθών τύπου *I* και τύπου *II* αντίστοιχα⁵⁷.

Ο Taffler (1983) χρησιμοποίησε το μοντέλο Z-score για τη μέτρηση της αφερεγγυότητας της εταιρίας με τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$Z = C0 + 0.053 * PBT/CL + 0.13 * CA/TL + 0.18 * CL/TA + 0.16 NCI.$$

Όπου:

Z: Z-score

C0 μία σταθερά

PBT/CL Κέρδη προ φόρων προς τρέχουσες υποχρεώσεις

CA/TL Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς συνολικές υποχρεώσεις

CL/TA Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια (ενεργητικό)

NCI: Αριθμός ημερών βιωσιμότητα ή χρηματοδότησης, όταν η επιχείρηση δεν παράγει έσοδα⁵⁸

Εάν ο δείκτης Z-score της επιχείρησης είναι πάνω από το μηδέν, τότε δεν προβλέπεται να αποτύχει για τον επόμενο χρόνο.

Ακολούθησαν πλήθος προσεγγίσεων για την πρόβλεψη οικονομικής αποτυχίας που περιλαμβάνουν την εφαρμογή του νευρικού δικτύου για την υποστήριξη της ταξινόμησης κινδύνου, όπως το μοντέλο ποσοστού θνησιμότητας του Altman (1989) που βασίζεται στην κεφαλαιαγορά και το μοντέλο με τη μέθοδο γήρανσης των Asquith, Mullins και Wolff (1989). Τις επόμενες δύο δεκαετίες μετά το μοντέλο Z-Score, αναπτύχθηκαν πολλές έρευνες σχετικά με τον τρόπο που μία επιχείρηση

⁵⁷ Το τύπου I λάθος είναι το τραπεζικό δάνειο που δίνει μία Τράπεζα εκτιμώντας ότι η επιχείρηση έχει την ικανότητα εξόφλησης των υποχρεώσεων, ωστόσο η εκτίμηση είναι λάθος εκ των υστέρων. Το τύπου II λάθος είναι το αντίθετο, δηλ. η τράπεζα βασιζόμενη στο μοντέλο δεν χορηγεί δάνειο, ενώ θα μπορούσε να εξοφλείται κανονικά.

⁵⁸ Ένα κριτήριο της συνολικής ρευστότητας και εν γένει της αντοχής της εταιρίας σε ακραίες συνθήκες, είναι το διάστημα βιωσιμότητας της επιχείρησης, που εκφράζει τις ημέρες που μπορεί να λειτουργήσει χωρίς εισροές μετρητών (είτε από πωλήσεις ή άλλες πηγές), βασιζόμενη στο ρευστοποιήσιμο ενεργητικό, χωρίς τα αποθέματα. (Φιλιππάτος & Αθανασόπουλος, 1985). Το βασικό διάστημα βιωσιμότητας υπολογίζεται από τον τύπο: «[Μετρητά+εμπορεύσιμα χρεόγραφα+εισπρακτέα γραμμάτια+απαιτήσεις] / [(κόστος πωλήσεων+έξοδα πωλήσεων+γενικά και διοικητικά έξοδα)/365]».

χρεοκοπεί όταν η αξία της κεφαλαιοποίησης [market (liquidation) value] των περιουσιακών της στοιχείων είναι μικρότερη από το ύψος των δανειακών της υποχρεώσεων, με πιο διαδεδομένη χρήση να είναι το μοντέλο KMV model (1995).

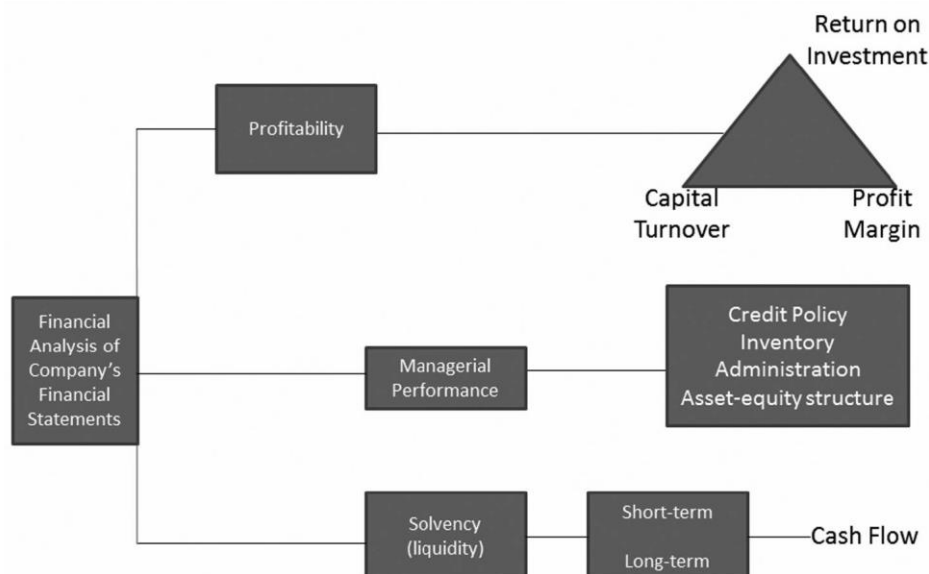
Παρά την ποικιλία των προσεγγίσεων που χρησιμοποιούνται στην πρόβλεψη των αποτυχιών, οι στατιστικές μέθοδοι, όπως η ανάλυση των διακρίσεων, εξακολουθούν να κυριαρχούν λόγω της απλότητας τους και παραμένουν το κύριο ρεύμα της περιγραφικής σχολής σκέψης. Τα μοντέλα που παρουσιάστηκαν έχουν με υψηλή ακρίβεια ταξινομήσης και είναι εύκολα στην εφαρμογή τους .

Μοντέλο Αξιολόγησης Αποτελεσματικότητας και Αποδοτικότητας

Η οικονομική αξιολόγηση της απόδοσης μίας επιχείρησης αφορά στην ανάλυση για την εξακρίβωση του βαθμού που η επιχείρηση είναι τεχνικά και χρηματοοικονομικά βιώσιμη με επιστημονικό τρόπο. Ειδικότερα, αξιολογείται το κατά πόσο οι οικονομικοί πόροι της επιχείρησης ή αλλιώς τα συνολικά κεφάλαια [ίδια και ξένα] χρησιμοποιούνται με αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα.

Η αποτελεσματικότητα αφορά στο βαθμό επίτευξης των προβλεπόμενων στόχων της οικονομικής μονάδας. Η αποδοτικότητα συνδέεται με την παραγωγικότητα που μετρά την εσωτερική απόδοση στην αξιοποίηση των οικονομικών πόρων που χρησιμοποιεί (Δερβιτσιώτης, 1990).

Η παραγωγικότητα για παράδειγμα του κεφαλαίου, αυξάνεται με την αύξηση της απόδοσης ή με την αύξηση του ποσοστού απασχόλησής του. Στο βαθμό που η αύξηση (μείωση) της αξίας του κεφαλαίου μία χρονική περίοδος είναι μικρότερη της αξίας του προϊόντος υπό την έννοια των πωλήσεων, σημαίνει ότι η επιχείρηση έκανε υποανάκτηση του κόστους (υπερανάκτηση), αφού δεν έγινε πλήρη απορρόφηση της αύξησης του κόστους συντελεστή «κεφάλαιο», με επιπτώσεις στο κόστος παραγωγής και αναπόφευκτα στο κέρδος. Τα συστατικά της απόδοσης μίας οικονομικής μονάδας είναι η κερδοφορία, η διοικητική αποτελεσματικότητα και η φερεγγυότητα (ρευστότητα) (Courtis, 1978), όπως φαίνεται στο παρακάτω σχήμα



Πηγή: Financial Ratios Category Framework, Courtis, 1978, p.373

Η οικονομική απόδοση αποδίδεται με τον παρακάτω μαθηματικό τύπο: $FP = \Sigma(P + MP + L)$ (1)

Όπου:

FP = οικονομική απόδοση (financial performance)

P = μέσος όρος σχετικών δεικτών⁵⁹ κερδοφορίας (average of relevant profitability ratios)

MP = μέσος όρος δεικτών διοικητικής απόδοσης (average of relevant managerial performance ratios)

L = μέσος όρος δεικτών ρευστότητας (average of relevant liquidity ratios)

Η εξίσωση (1) αναλύεται περαιτέρω ως εξής: $FP = c_1 * r_1 + c_2 * r_2 + c_3 * r_3 + \dots + c_n * r_n + C_0$ (2)

Όπου:

FP = Οικονομική απόδοση επιχείρησης (financial performance of a company)

C_1 = συντελεστής για τον αριθμοδείκτη 1 (raw coefficient score for ratio 1)

r_1 = δείκτης 1

n = αριθμός δεικτών κατηγορίας

C_0 = σταθερά (constant)

Οι δείκτες κερδοφορίας, θα μπορούσαν να είναι

R1 EBIT/TA = Earnings before Tax scaled by total assets

R2 NP/TA = Net Profit scaled by total assets

R3 NP/NW = Net Profit scaled by net worth

R4 NP/Sales = Net Profit scaled by sales

⁵⁹ Σχετικός δείκτης ή σχετική τιμή είναι ο λόγος της τιμής του δείκτη σε μια χρονική περίοδο, προς την τιμή του ίδιου δείκτη σε μια άλλη χρονική περίοδο (περίοδος βάσης).

Οι δείκτες αποτελεσματικότητας θα μπορούσαν να είναι

- R5 $\text{Sales/TA} = \text{Return on Sales computed as Sales scaled by total assets}$
- R6 $\text{Sales/NW} = \text{Sales scaled by net worth}$
- R7 $\text{Sales/WC} = \text{Sales scaled by working capital}$
- R8 $\text{Sales/AR} = \text{Sales scaled by accounts receivable (AR Turnover)}$
- R9 $\text{INV/COGS} = \text{Inventory scaled by the cost of goods sold}$
- R10 $\text{INV/WC} = \text{Inventory scaled by working capital}$
- R11 $\text{INV/Sales} = \text{Inventory scaled by sales}$
- R12 $\text{Op. Exp./TA} = \text{Operating Expenses scaled by total assets}$
- R13 $\text{COGS/Sales} = \text{Cost of goods sold scaled by sales}$
- R14 $\text{NW/TA} = \text{Net Worth scaled by total assets}$

Οι δείκτες ρευστότητας-φερεγγυότητας θα μπορούσαν να είναι

- R15 $\text{Debt/WC} = \text{Debt scaled by working capital}$
- R16 $\text{LTA/NW} = \text{Long-term assets scaled by new worth}$
- R17 $\text{LTA/TA} = \text{Long-term assets scaled by total assets}$
- R18 $\text{WC/SALES} = \text{Working capital scaled by sales}$
- R19 $\text{CA/CL} = \text{Current assets scaled by current liabilities (Current Ratio)}$
- R20 $\text{WC/TA} = \text{Working capital scaled by total assets}$
- R21 $\text{Quick Assets/CL} = \text{Quick assets scaled by current liabilities (Quick Ratio)}$
- R22 $\text{Debt/NW} = \text{Total debt scaled by net worth}$
- R23 $\text{CF/CL} = \text{Cash flows from operations scaled by current liabilities}$
- R24 $\text{CF/TA} = \text{Cash flows from operations scaled by total assets}$
- R25 $\text{CF/WC} = \text{Cash flows from operations scaled by working capital}$

Λογιστικοί Δείκτες

Οι συσχετίσεις λογιστικών μεγεθών (λογιστικοί δείκτες) παρέχουν ποσοτικές πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο, μέτρησης και πρόβλεψης λογισμικών μεγεθών για την κατάρτιση προϋπολογισμών, διάγνωσης της χρεοκοπίας και ερμηνείας αυτών για τις αιτίες θετικής ή αρνητικής πορείας των εργασιών και ενίσχυσης της εταιρικής διακυβέρνησης και την προστασία των ενδιαφερόμενων μερών (European Commission (2014)).

Τα σύγχρονα και κλασικά μοντέλα πρόβλεψης χρεοκοπίας, βασίζονται σε χρηματοοικονομικούς δείκτες και ειδικότερα σε έναν συγκεκριμένο αριθμό δεικτών (Libby, 1975). Οι δείκτες που συνήθως χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της πιθανότητας χρεοκοπίας είναι της κερδοφορίας, της ρευστότητας, της αυτοχρηματοδότησης, της ικανότητας κάλυψης χρεωστικών τόκων και εξόφλησης χρεολυσίων. Ειδικότερα, όσον αφορά στον κίνδυνο χρεοκοπίας, απαιτείται ορθολογική αξιολόγηση των πληροφοριών για τις οποιασδήποτε επιλογές. Η ποιότητα της πληροφορίας που παρέχουν είναι πολύ σημαντική για την πρόβλεψη του κινδύνου χρεοκοπίας γιατί επηρεάζουν την ακρίβεια αυτής της πρόβλεψης

Η χρησιμότητα των χρηματοοικονομικών δεικτών έγκειται στην παροχή πληροφοριών που επηρεάζουν τη συμπεριφορά στην λήψη αποφάσεων που συμβάλουν στην επίτευξη των οργανωτικών στόχων (Gerdin, 2005) προκειμένου να προβλεφθούν και να προετοιμαστούν σχέδια αλλαγής στρατηγικής και να ληφθούν τα αναγκαία υποστηρικτικά ή/και διορθωτικά μέτρα για την επίτευξη του στόχου, που είναι η αναδιάρθρωση και η επαναφορά της επιχείρησης στην αποτελεσματικότητα.

Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων της οικονομικής αξιολόγησης με τη μέθοδο της χρήσης αριθμοδεικτών θα πρέπει να στηρίζεται σε αντικειμενικά στοιχεία και όχι σε προσωπικές εκτιμήσεις ή προκαταλήψεις⁶⁰ (Al-Kassar & Soileau, 2012) για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο και να λαμβάνονται υπόψη και άλλοι παράγοντες που είναι κρίσιμοι για την βελτίωση της συνολικής απόδοσης της επιχείρησης (Kaplan & Norton, 1996), όπως οι συμβατικές μεθοδολογίες μέτρησης της αξίας ορισμένων μεγεθών, γνωστές ως «**λογιστικές πολιτικές**» που επηρεάζουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων και των αποτελεσμάτων της επιχείρησης (Arbel – Khalik, 1981).

Οι δείκτες που συνήθως χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της πιθανότητας χρεοκοπίας είναι της κερδοφορίας, της ρευστότητας, της αυτοχρηματοδότησης, της ικανότητας κάλυψης χρεωστικών τόκων και εξόφλησης χρεολυσίων. Η μέθοδος αυτή υπόκειται γενικώς σε κάποιους περιορισμούς. Για παράδειγμα, η ένδειξη βελτίωσης μίας αριθμητικής σχέσης μπορεί να είναι συνέπεια βελτίωσης του εξωτερικού περιβάλλοντος και όχι των συνθηκών λειτουργίας. Ακόμη οι αριθμοδείκτες εμφανίζουν προβλήματα ερμηνείας τους όταν για παράδειγμα υπάρχουν ακραίες τιμές το οποίο μπορεί να αντιμετωπιστεί⁶¹. Για τις αδυναμίες αυτές χρησιμοποιούνται πιο εξειδικευμένες στατιστικές μέθοδοι για την πρόβλεψη της οικονομικής αποτυχίας.

Οι λογιστικοί δείκτες αποδίδονται από τις λογιστικές ενδείξεις που προέρχονται από τις οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμός και αποτελέσματα χρήσης) με ιστορικά δεδομένα⁶².

⁶⁰ Τα παραδοσιακά μέτρα λογιστικής απόδοσης μπορεί να κατευθύνει την προσοχή της διοίκησης να επικεντρωθεί σε παραπλανητικές στόχους και αδυνατούν να παρέχουν μια σχετική δέσμη μέτρων που αντικατοπτρίζει κατάλληλα την τεχνολογία, το προϊόν, διαδικασιών και των κρίσιμων παραγόντων επιτυχίας στην οργανώσεις ανταγωνιστικό περιβάλλον (Johnson & Kaplan, 1987)

⁶¹ Με απαλοιφή των ακραίων τιμών ή με απαλοιφή των δεικτών που παρουσιάζουν ακραίες τιμές.

⁶² Τα ιστορικά δεδομένα μιας οικονομικής μονάδας αποτελούν μια ικανοποιητική μεθοδολογία αξιολόγησης που προδιαγράφουν τη μελλοντική εξέλιξη, με την προϋπόθεση ότι υπάρχει μία σχετική σταθερότητα,

Οι κατηγορίες ενοποίησης των λογιστικών δεικτών είναι (Σαρσέντης, 1993):

1. Δείκτες Απασχόλησης Κεφαλαίου και Αποτελεσματικότητας:

Εκφράζουν την αποδοτικότητα της χρήσης των κεφαλαίων του παθητικού και το δυναμικό κερδοφόρας απασχόλησης κεφαλαίων. Ο τυχόν μικρός βαθμός απασχόλησης του συνολικού κεφαλαίου σε συγκριτική ανάλυση με προηγούμενα έτη μπορεί να οφείλεται είτε σε νέες επενδύσεις παγίων είτε σε υποαπασχόληση παγίων περιουσιακών στοιχείων. Οι πιθανές λύσεις για την αύξηση της αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων είναι η σημαντική αύξηση του κύκλου εργασιών, η αποδέσμευση κεφαλαίων (εφόσον έχει κάνει υπερεπενδύσεις) και η τοποθέτηση σε πιο αποδοτικές δραστηριότητες, η αλλαγή της πιστωτικής πολιτικής και των αποθεμάτων όταν αυξάνεται ο ανταγωνισμός, οι τιμές των πρώτων υλών κ.ά.

Ενδεικτικοί δείκτες

☒ Απόδοσης κεφαλαίων

Απασχολ. Κεφαλαίου (return on assets) $\frac{\text{Κέρδη προ τόκων, φόρων \& αποσβέσεων (EBITDA)}}{\text{Απασχολούμενο Κεφάλαιο (Ενεργητικό)}} (\%)$

Απασχολούμενου Κεφαλαίου (return on assets) $\frac{\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)}}{\text{Απασχολούμενο Κεφάλαιο (Ενεργητικό)}} (\%)$

Απασχολούμενου Κεφαλαίου (return on assets) $\frac{\text{Κέρδη προ φόρων (EBT)}}{\text{Απασχ. Κεφάλαιο (Ενεργητικό)}} (\%)$

Απασχολούμενου Κεφαλαίου (return on assets-ROA)⁶³ $\frac{\text{Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Ενεργητικό}} (\%)$

Επενδυμένου κεφαλαίου (return on investment capital-ROIC)⁶⁴

αποκαλύπτοντας τις δομές και τους περιορισμούς της από την πρόβλεψη των εσωτερικών και εξωτερικών μεταβολών του περιβάλλοντος της (Γκλεζάκος, 2003).

⁶³ Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) εκφράζεται επίσης ως το γινόμενο του περιθωρίου καθαρού κέρδους (προ ή μετά φόρων) επί την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015).

⁶⁴ Στον αριθμητή είναι τα λειτουργικά κέρδη δηλ. τα κέρδη προ τόκων και φόρων μείον οι φόροι συν οι χρεωστικοί τόκοι. Στον παρονομαστή είναι το ενεργητικό που ορίζεται ως συνολικό απασχολούμενο κεφάλαιο ή επενδυμένο κεφάλαιο που ισούται με το παθητικό δηλαδή ξένα και ίδια κεφάλαια. Ο δείκτης αυτός μπορεί να μετρήσει εναλλακτικά τον επιχειρηματικό κίνδυνο από την τυπική απόκλιση της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου. Εάν στη σύνθεση της κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν υπάρχουν ξένα κεφάλαια, τότε ο δείκτης ROIC ισούται με το δείκτη ROE (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015).

$$\frac{\text{Κέρδη μετά φόρων συν Χρηματοοικονομικές δαπάνες} \times (1 - \Phi)}{\text{Ενεργητικό}}^{65}$$

$$\text{Ιδίων Κεφαλαίων}^{66} (\text{return on equity-ROE}) = \frac{\text{Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Ιδια Κεφάλαια}} (\%)$$

ή

$$\text{Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \text{ROA} \times \text{Πολλαπλασιαστής μόχλευσης}^{67} (\%)$$

☒ Βαθμός έντασης απασχόλησης των μέσων

$$\text{Συνολικού κεφαλαίου} = \frac{\text{Αξία Πωλήσεων}}{\text{Απασχολώμενα Κεφάλαια}} (\%)$$

$$\text{Παγίου Κεφαλαίου (fixed assets turnover)} = \frac{\text{Αξία Πωλήσεων}}{\text{Καθαρά Πάγια}} (\text{φορές})$$

$$\text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Κυκλοφοριακού Ενεργητικού} = \frac{\text{Αξία Πωλήσεων}}{\text{Κυκλοφορών Ενεργητικό}} (\text{φορές})$$

$$\text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού (total assets turnover)} = \frac{\text{Αξία Πωλήσεων}}{\text{Ενεργητικό}} (\text{φορές})$$

$$\text{Αποθεμάτων (inventory turnover)} = \frac{\text{Πωλήσεις ή Κόστος Πωλήσεων}}{\text{Αποθέματα}} (\text{φορές})$$

$$\text{Ταχύτητα Εισπρακτ. Απαιτήσεων (accounts receivables turnover)} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Εισπρακτέοι Λογαριασμοί}} (\varphi)$$

⁶⁵ Όπου Φ ο φορολογικός συντελεστής. Εξαιτίας της φορολογικής εξοικονόμησης από τους χρεωστικούς τόκους ξένων κεφαλαίων, αφού μειώνεται το φορολογητέο κέρδος, το όφελος αυτό από το φόρο, «θα πρέπει να αφαιρείται από τα χρηματοοικονομικά έξοδα και συνεπώς να αυξάνουν αντίστοιχα τα καθαρά κέρδη που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη» (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015, σελ. 56, 202).

⁶⁶ Περιλαμβάνει το λογιστικό αποτέλεσμα της περιόδου, το οποίο συσχετίζεται με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων έναντι της τρέχουσας αξίας δηλ. του Δείκτη Συνολικής Απόδοσης. Ο δείκτης ΔΣΚ συγκρίνεται με την «θεωρητικά» απαιτούμενη αποδοτικότητα [Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (Capital Assets Pricing Model or CAPM)] συμπεραίνοντας το βαθμό ικανοποίησης των προσδοκιών των μετόχων (Γκλεζάκος, 2003).

⁶⁷ Ο πολλαπλασιαστής μόχλευσης είναι ο λόγος του ενεργητικού προς τα ίδια κεφάλαια. Όσο αυξάνεται υποδηλώνει την εισαγωγή ή προσθήκη ξένων κεφαλαίων (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015).

Μέση περίοδο πληρωμής (average payable period) $\frac{\text{Πληρωτέοι Λογαριασμοί Χ365}}{\text{Κόστος Πωλήσεων}}$ (ημέρες)

☒ Απόδοσης (profitability ration)

Περιθωρίου μικτού κέρδους (gross profit margin) $\frac{\text{Μικτό Περιθώριο}}{\text{Πωλήσεις}}$ (%)

Περιθωρίου καθαρού κέρδους (net profit margin) $\frac{\text{Κέρδη μετέφρων}}{\text{Πωλήσεις}}$ (%)

2. Δείκτες Φερεγγυότητας

Οι δείκτες φερεγγυότητας παρουσιάζουν το βαθμό διατήρησης της φερεγγυότητας της επιχείρησης από την αξιοποίηση των πόρων και τη διάρθρωση των κεφαλαίων. Αποβλέπουν στην μέτρηση της προσφοράς των ιδιοκτητών της επιχείρησης, έναντι της προσφοράς των δανειστών της, παρέχοντας πληροφορίες σχετικά με το περιθώριο ασφαλείας που δίδεται στους δανειστές, το οποίο εκφράζεται από την καθαρή θέση της επιχείρησης, σχετικά με το βαθμό ελέγχου που προσφέρεται στους ιδιοκτήτες ως έμμεση πληροφόρηση από τις απαιτήσεις των πιστωτών και τέλος, την διαφορά απόδοσης της επένδυσης από το κόστος δανεισμού, που εκφράζονται από τα προσδοκώμενα κέρδη από τη χρήση ξένων κεφαλαίων.

Αποδίδουν τη σχετική ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην εξόφληση των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της, καθώς και τη σχετική διάρθρωση των κεφαλαίων. Ειδικότερα, παρέχουν μία ένδειξη για τυχόν προβλήματα ρευστότητας, τον τρόπο χρηματοδότησης παγίων κεφαλαίων, το επίπεδο κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών, το ποσοστό χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της από δάνεια σταθερού επιτοκίου⁶⁸, το βαθμό αυτοχρηματοδότησης.

Ένας υψηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης υποδηλώνει την πιθανή χρηματοοικονομική προβληματικότητα της επιχείρησης, συγκρινόμενος ωστόσο με το δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών (εάν είναι σε θέση να ανταποκρίνεται στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων της, τότε η άποψη ότι ο υψηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης φανερώνει

⁶⁸ Μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια και έκδοση ομολογιακών τίτλων.

προβληματικότητα δεν είναι απόλυτα ορθή). Το κόστος ξένων κεφαλαίων αυξάνεται όταν υπάρχει ο κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής των υποχρεώσεων στους δανειστές, συμπεριλαμβανομένου και της διαφοράς απόδοσης επιτοκίων (default spread), και γενικά απαιτείται η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρίας που δανείζεται ξένα κεφάλαια.

Εάν το ποσοστό ιδίων κεφαλαίων προς το σύνολο παθητικού είναι αυξημένο, θεωρείται ως καλή ένδειξη προς τους δανειστές της επιχείρησης φανερώνοντας το βαθμό αντοχής σε τυχόν μελλοντικές δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Για τους επενδυτές, ωστόσο, ως πιο ενδεδειγμένη λύση είναι η μείωση του δείκτη αυτού μόνο όταν η αποδοτικότητα του κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη από το κόστος ξένων κεφαλαίων (τόκοι), εξαιτίας των θετικών συνεπειών, δηλ. αύξηση των κερδών ανά μετοχή και ενδεχομένως και αύξηση της αγοραίας (χρηματιστηριακής) τιμής της μετοχής.

Κρίσιμο σημείο ωστόσο είναι το ποσοστό αύξησης των ξένων κεφαλαίων ως αντιστάθμιση των ωφελειών προς τους μετόχους. Ακόμη και σε πολύ ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες και όχι μόνο σε περιόδους οικονομικής κρίσης ή ύφεσης, καθώς και σε ευνοϊκές συνθήκες δανεισμού, η απόφαση για την πολιτική αύξησης της δανειακής επιβάρυνσης, ενέχει κινδύνους και απαιτείται να προγραμματίζεται και να ελέγχεται.

Ο υπερδανεισμός μπορεί να προέρχεται για την απόκτηση παγίων περιουσιακών στοιχείων. Τυχόν πλεονάζουσα παραγωγική δυναμικότητα που προέρχεται από την αύξηση των παγίων, θεωρείται «υπερεπένδυση» με αποτέλεσμα την διόγκωση των σταθερών δαπανών και των χρηματοοικονομικών εξόδων. Ο υπερδανεισμός μπορεί να οδηγήσει σε δυσάρεστες καταστάσεις, που προκαλούνται σωρευτικά, από την δυσμενή οικονομική φάση του κύκλου ή/και από το ρυθμό ροής κεφαλαίων με αποτέλεσμα να αντιμετωπίσει σοβαρή αδυναμία εξυπηρέτησης του χρέους. Οι τόκοι δανείων συμπεριφέρονται συνήθως ως σταθερές δαπάνες και επηρεάζουν άμεσα το ύψος του νεκρού σημείου κυκλοφορίας⁶⁹.

⁶⁹ Νεκρό σημείο κυκλοφορίας ονομάζεται το σημείο του κύκλου πωλήσεων στο οποίο η επιχείρηση δεν πραγματοποιεί ούτε κέρδος, ούτε ζημιά. Μέρος του κύκλου εργασιών καλύπτει τα σταθερά έξοδα και το υπόλοιπο του κύκλου εργασιών καλύπτει εξ ολοκλήρου τα μεταβλητά έξοδα της χρονικής περιόδου. Μία μείωση των εσόδων ή/και μία αύξηση των σταθερών δαπανών (όπως είναι οι χρεωστικοί τόκοι) και των μεταβλητών δαπανών αυξάνει το νεκρό σημείο και το αντίστροφο. Όσον αφορά στις υπολογιστικές ταμειακές σταθερές δαπάνες (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015), όπως είναι οι αποσβέσεις και οι προπληρωμένες δαπάνες δεν συνυπολογίζονται συνήθως για τον καθορισμό του ύψους του νεκρού σημείου.

Ο λόγος συνολικού χρέους προς ίδια κεφάλαια δεν αποτελεί αμιγώς αρνητική παράμετρος, αφού ενδεχομένως να αντικατοπτρίζει διαφορές στην πιστοληπτική ικανότητα αλλά και την στρατηγική στη διόρθωση των πηγών κεφαλαίων των επιχειρήσεων.

Ενδεικτικοί δείκτες

☑ Ρευστότητας

Γενικής ρευστότητας (current ration) $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$ (φορές)

Άμεσης ρευστότητας (acid-test ration)⁷⁰ $\frac{\text{Ευχερώς Ρευστοποιούμενα Στοιχεία του ΚΕ}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$ (φορές)

☑ Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (financial leverage)

Δανειακής επιβάρυνσης (debt ration or debt-to-assets ration) $\frac{\text{Συνολικές Υποχρεώσεις}}{\text{Συνολικό Κεφάλαιο}}$ (%) ή

Δανειακής επιβάρυνσης⁷¹ $\frac{\text{Δάνεια σταθερού επιτοκίου}}{\text{Ιδια και σταθερού επιτοκίου κεφάλαια}}$ (%)

Παγιοποίησης περιουσίας $\frac{\text{Πάγια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$ (%)

Χρηματοδότησης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας $\frac{\text{Ιδια κεφάλαια \& Μακροπρ. Υποχρ.}}{\text{Αναπρόσβεστη αξία παγίων}}$ (%)

Μακροπρόθεσμου δανεισμού $\frac{\text{Μακροπρόθεσμο Χρέος}}{\text{Ιδια Κεφάλαια}}$ (%) ή $\frac{\text{Μακροπρόθεσμο Χρέος}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$ (%)

Ξένων προς ίδια κεφάλαια (debt-to-equity ration) $\frac{\text{Συνολικές Υποχρεώσεις}}{\text{Ιδια Κεφάλαια}}$ (%)

⁷⁰ Κυκλοφορούν ενεργητικό μείον αποθέματα προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

⁷¹ Ως δάνεια σταθερού επιτοκίου ορίζονται τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια, και τα δάνεια με έκδοση ομολογιακών τίτλων. Σταθερού επιτοκίου κεφάλαια είναι το προνομιακό μετοχικό κεφάλαιο με σταθερό μέρισμα. Ίδιο κεφάλαιο είναι το υπόλοιπο μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τα παρακρατηθέντα κέρδη.

☒ Οικονομικής κάλυψης (coverage ratios)

Κάλυψης χρεωστικών τόκων $\frac{\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)}}{\text{Χρεωστικό τόκοι}}$ (%)

Κάλυψης τοκοχρεολυσίων και φόρων $\frac{\text{Κέρδη μετά φόρων συν χρ.τόκοι}}{\text{Τοκοχρεολύσια και φόροι}}$ (φορές)

3. Δείκτες Αγοράς Κεφαλαίων

Εκφράζουν την εκτίμηση των δυνατοτήτων απόδοσης και σταθερότητας των μετοχικών τίτλων της επιχείρησης στα πλαίσια της αγοράς κεφαλαίων. Δείχνουν τη δυναμική αύξησης της αγοραίας (χρηματιστηριακής) αξίας της μετοχής. Οι δείκτες αυτοί επηρεάζονται από τις προηγούμενες δύο κατηγορίες.

Εάν η αποδοτικότητα χρήσης των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων και των μακροπρόθεσμων δανείων, είναι σχετικά μικρή, αυτό μπορεί να επηρεάσει τα λειτουργικά κέρδη και την ρευστότητα.

Ενδεικτικοί δείκτες

Πολλαπλασιαστής κερδών (price-to-earnings-P/E ration) $\frac{\text{Χρημαστ. τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$ (φορές)

Τιμή μετοχής προς λογιστική αξία (market-to-book-ratio)⁷² $\frac{\text{Χρημαστ. τιμή μετοχής}}{\text{Λογιστική αξία μετοχής}}$ (φορές)

Αναδιάρθρωση Επιχειρησιακών Λειτουργιών

Η Πτώχευση ως Ευκαιρία Αποεπένδυσης

Η πτώχευση παρά τα αρνητικά αποτελέσματα που εμφανίζει, μπορεί να είναι ευκαιρία για επιλογή της στρατηγικής της αποεπένδυσης (Clark and Wrigley, 1997). Τις περισσότερες φορές η

⁷² Η λογιστική αξία ή εσωτερική αξία μετοχής είναι ο λόγος των ιδίων κεφαλαίων προς τον αριθμό των κυκλοφορούντων μετοχών της.

αποεπένδυση συνεπάγεται εταιρική επανατοποθέτηση (corporate refocusing) και είναι συνώνυμη της αναδιοργάνωσης (Markides, 1995), που ωστόσο δεν επιφέρει βελτίωση κερδοφορίας (Shleifer & Vishny 1991).

Με τον όρο «αποεπένδυση»⁷³ σύμφωνα με την χρηματοοικονομική προσέγγιση, ορίζεται ως η συρρίκνωση των δραστηριοτήτων που συνεπάγεται αναδιάταξη των επιχειρηματικών λειτουργιών (Haynes et al., 2003), διαφοροποίηση (Markides, 1995) και ισχύει τόσο για υγιείς όσο και μη υγιείς επιχειρήσεις.

Από την προσέγγιση του στρατηγικού μάνατζμεντ σημαίνει διαφοροποίηση όπου σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, μερικές επιχειρήσεις επενδύουν συστηματικά σε διαφοροποίηση σε έναν ώριμο κλάδο (Jensen, 1986) όταν οι managers επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση των κερδών (Williamson, 1964) και τον πλούτο των μετόχων. Από την χρηματοοικονομική προσέγγιση σημαίνει απελευθέρωση οικονομικών πόρων, ενώ με τη θεωρία βιομηχανικής οργάνωσης ως τα εμπόδια εισόδου και εξόδου από ένα κλάδο.

Στόχοι της Αναδιοργάνωσης

Η αναδιοργάνωση είναι η απάντηση σε ανεπιθύμητες καταστάσεις που διαρκούν για ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα. Η εταιρική αναδιάρθρωση σχετίζεται με την ουσιαστική αλλαγή στο χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης ή στην κεφαλαιακή της διάρθρωση, που στοχεύουν στην μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής (Altman & Hotchkiss, 2006).

Ο σκοπός είναι η συνέχιση της λειτουργίας με το ίδιο ιδιοκτησιακό καθεστώς και όχι σε άλλο. Αυτός είναι άλλωστε ο λόγος που γίνεται. Τα αναμενόμενα επιθυμητά αποτελέσματα είναι εκτός από την μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής και της επιχείρησης προς όφελος των διεκδικητών χρέους απέναντι στην εταιρία – οφειλέτη (Bebchuk, 2000), η κάλυψη των αναγκών ρευστότητας (Chow and Hamilton, 1993), η εξάλειψη της απειλής εξαγοράς (Markides, 1995), η επιβίωση λόγω αλλαγών στη δομή του κλάδου και η αποφυγή της εξόδου από την αγορά (χρεοκοπία) ή την εκκαθάριση (Bebchuk, 2000).

⁷³ Στην αποεπένδυση επίσης περιλαμβάνεται η μετεγκατάσταση παραγωγικών μονάδων σε γεωγραφικές περιοχές χαμηλότερου κόστους παραγωγικών συντελεστών (Benito, 1997a), η συνέχιση της λειτουργίας της μονάδας μέσω πώλησης σε τρίτους (Simoes, 2005), η πώληση παγίων στοιχείων που υπολειτουργούν ή το κλείσιμο τμημάτων που λειτουργούν με ζημιά με σκοπό την αύξηση της απόδοσης και την τροφοδότηση της επιχείρησης με τα αναγκαία κεφάλαια.



Παρά τις επαναλαμβανόμενες χρεοκοπίες, πολλές επιχειρήσεις μειώνουν το επίπεδο του χρέους και επιδιώκουν την επιτυχία, ειδικά όταν έχουν ισχυρό παρελθόν, και μπορούν να συνεχίσουν αποτελεσματικά με λιγότερο χρέος (Altman & Hotchkiss, 2006). Σχετίζεται με το μέγεθος της εταιρίας, τις διαστάσεις της ανταμοιβής κινδύνου και τις στρατηγικές επενδύσεων.

Η κατάσταση της χρεοκοπίας είναι αναστρέψιμη, εφόσον γίνει έγκαιρος εντοπισμός των συμπτωμάτων χρεοκοπίας προ της διαμόρφωσης μη αντιστρέψιμης πλέον κατάστασης ελλειπούς ρευστότητας και προ της προσφυγής στην τυπική χρεοκοπία από δικονομική προσέγγιση.

Οι τρόποι για την αναδιοργάνωση ή την εξυγίανση της επιχείρησης ξεκινούν από τη βελτίωση της επιχειρησιακής αποδοτικότητας, από τα φορολογικά πλεονεκτήματα ή/και την επανατοποθέτηση περιουσιακών στοιχείων. Οι μέθοδοι για την επίτευξη της αναδιοργάνωσης είναι (Altman & Hotchkiss, 2006):

- Μεγάλες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση
- Απόκτηση άλλων επιχειρήσεων
- Μοχλευμένες εξαγορές
- Ανακεφαλαιοποιήσεις, δηλαδή, επαναγορές μετοχών.
- Συμφωνίες ανταλλαγής χρέους με μετοχές της εταιρείας (swaps of debt for equity) προς τους πιστωτές που συμφωνούν να ακυρώσουν μέρος ή το σύνολο του χρέους με αντάλλαγμα μετοχές της.
- Ανταλλαγή χρέους με ακίνητα ή μετατροπή δανείων σε μετοχές (απόκτηση ελέγχου της εταιρείας και αλλαγή του management) και αναδιάρθρωση του δανεισμού με την έκδοση μετατρέψιμου δανείου ή άλλου τύπου τροποποίηση των όρων αποπληρωμής δανείων (μερική ή ολική διαγραφή μέρους του χρέους).
- Σημαντικές οργανωτικές μεταβολές και μεταβολές εταιρικής διακυβέρνησης. Για παράδειγμα με την είσοδο στρατηγικού επενδυτή, με μεταφορά μέρους του ενεργητικού και των υποχρεώσεων του οφειλέτη μέσω υπαγωγής στον προπτωχευτικό κώδικα.

Προσέγγιση «Νιρβάνα» Σχετικά με το Δίλλημα

Γιατί οι ιδιοκτήτες και οι πιστωτές δεν διαπραγματεύονται σε ιδιωτικό επίπεδο ώστε να αποφευχθεί η πτώχευση, αφού η πτώχευση έχει ένα κόστος; Πότε θέλουν οι πιστωτές να έχει μικρή αξία η επιχείρηση;

Οι πιστωτές έχουν συμφέρον η αξία της επιχείρησης να είναι μικρή στην περίπτωση της αναδιοργάνωσης που διαρκεί χρόνια με συνέπεια τη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας υπέρ των πιστωτών (senior creditors) (Bebchuk, 2000). Εάν δεν υπήρχε το κόστος πτώχευσης (Cost of Solvency), τότε η επιχείρηση θα μπορούσε να αναδιοργανωθεί ή εξυγιανθεί πιθανόν κάτω από μία νέα διοίκηση (Jensen & Meckling, 1976). Ο Coase (1960) υποστηρίζει ότι αν δεν υπήρχε κόστος συναλλαγών (εδώ υποθέτουμε το κόστος της πτώχευσης), τότε θα υπήρχε το κίνητρο σύναψης συναλλαγών για μία αποτελεσματική λύση στο δίλλημα μεταξύ χρεοκοπίας και βιωσιμότητας. Από τα εμπειρικά στοιχεία, κάποιοι το προσπάθησαν και πέτυχαν και κάποιοι όχι.

Η επίλυση του προβλήματος της μη οικονομικής απόδοσης μίας οικονομικής μονάδας εμπεριέχει ωστόσο, ασάφειες εξαιτίας των ατελειών της αγοράς και της «προσέγγισης νιρβάνα» (Demsetz, 1969). Σε όλες τις διαπραγματεύσεις και συζητήσεις αναζητούνται οι αποκλίσεις μεταξύ της ιδεατής κατάστασης και της «αληθινής» πραγματικότητας. Τις περισσότερες φορές υπάρχουν αποκλίσεις και αφού αξιολογηθούν, συμπεραίνεται ότι η πραγματικότητα είναι ανεπαρκής γιατί η λύση του οικονομικού προβλήματος εκείνη δηλ. που φαίνεται ότι μπορεί να ελαχιστοποιήσει την απόκλιση, τελικά είναι ανέφικτη και αναποτελεσματική. Δημιουργώντας μία λανθασμένη διχοτομία που παρουσιάζονται δύο επιλογές, η οποία η μία είναι σαφώς πιο συμφέρουσα, ενώ στην πραγματικότητα είναι εντελώς αδύνατη να συμβεί, τότε πρόκειται για πλάνη.

Το δίλλημα «χρεοκοπία ή βιωσιμότητα» θα πρέπει να διατυπώνεται «αν και μόνο αν» η μία ή η άλλη έκβαση είναι ρεαλιστική και περισσότερο πιθανή να συμβεί από τη μη ρεαλιστική και λιγότερο πιθανή να συμβεί, το οποίο στην ατελή πραγματικότητα είναι η «καλύτερη λύση».

ΕΝΟΤΗΤΑ 4. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: NUTRIART ABEE

Ιστορικό

Η εταιρεία με την αρχική επωνυμία «ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΤΟΠΟΙΪΑΣ – ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ – ΤΡΟΦΙΜΩΝ “ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ”»⁷⁴ ξεκίνησε ως οικογενειακή επιχείρηση το 1978 από τους αδερφούς Νικόλαο και Γεώργιο Κατσέλη αγοράζοντας το εργοστάσιο του Χριστόφορου Χριστοδούλου (Chris Chris). Το 2008 ύστερα από συγχώνευση άλλαξε την επωνυμία σε ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΑΡΤΟΠΟΙΪΑΣ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΑΒΕΕ με διακριτικό τίτλο NUTRIART ΑΒΕΕ. Η κύρια δραστηριότητα της εταιρείας είναι η παραγωγή αλεύρων και προϊόντων αρτοποιίας και κατεψυγμένων προϊόντων ζύμης.

Αναλυτικά:

Το 1990 εισήχθη για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο Αξιών. Αρχικά απασχολούσε 70 άτομα προσωπικό και έφτασε τα 850 άτομα στην περίοδο ανάπτυξης. Ο καινοτόμος επιχειρηματίας Νίκος Κατσέλης στράφηκε στο λιανεμπόριο με τη δημιουργία της εταιρείας La Frianderie Francaise και συνεργάστηκε και με τα δίκτυα των BP και McDonalds.

Διαδρομή

- 1978 Ίδρυση
- 1980 Μεταφορά εγκαταστάσεων σε ιδιόκτητες μονάδες 16.000 τμ από την Ήπειρο στην Αθήνα
- 1990 Είσοδος στο Χρηματιστήριο
- 1995 Χρηματοδότηση από το Υπουργείο Βιομηχανία με τριετές επιχειρηματικό πρόγραμμα, ύψους 2,9 εκ. ευρώ (1.021 εκ. δρχ)
- 1995 Επιχορηγούμενο επενδυτικό σχέδιο ύψους 2,2 εκ. ευρώ για τη δημιουργία νέας γραμμής παραγωγής ψωμιού, δυναμικότητας 6.000 τεμαχίων την ώρα.
- 2000 Συμμαχία με την Tinola Holding (συμφερόντων του Ομίλου Δαβίδ-Λεβέντη) για τη δημιουργία κοινής παραγωγικής μονάδας άρτου και αρτοσκευασμάτων στη Νιγηρία.
- 2000 Ο Όμιλος Κατσέλη συμμετέχει με τον όμιλο Λούλη, σε ποσοστό 10%, στην εταιρεία Loulis Romania.
- 2002 Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ, (θυγατρική του ομίλου ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ), αποκτά το 24,6% των μετοχών της εισηγμένης εταιρείας

⁷⁴ Στοιχεία της εξεταζόμενης εταιρείας: Διακριτικός Τίτλος NUTRIART ΑΒΕΕ, αριθμ. ΜΑΕ 13492/006/Β/92/0015, αρ. ΓΕΜΗ 000313401000, ΑΦΜ 094070573. Έδρα: ΑΧΑΡΝΕΣ. Τα οικονομικά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν την εν λόγω εταιρία και όχι τον Όμιλο. Η συντριπτική πλειοψηφία των δανειακών κεφαλαίων αφορούν στην εξεταζόμενη εταιρία που σημαίνει ότι οι υπόλοιπες συνδεδεμένες επιχειρήσεις του ομίλου έχουν σχεδόν αμελητέα επίδραση στην βιωσιμότητα της επιχειρηματικότητας της.

- 2002 Εξαγορά του εμπορικού σήματος «Mr Bread» από την «Chipita International SA» και μηχανημάτων παραγωγής άρτου για να χρησιμοποιηθεί στις εγκαταστάσεις της Leventis Foods στη Νιγηρία.
- 2005 Έναρξη λειτουργίας της νέας γραμμής toast δυναμικότητας 4.500 φορμών την ώρα.
- 2006
 - Η εταιρεία διαψεύδει τις φήμες για συγχώνευση με την εταιρία ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ.
 - Διορθώνεται αριθμητικό σφάλμα αναφορικά με τα αποτελέσματα του β' τριμήνου 2005 τόσο στις οικονομικές καταστάσεις όσο και στα στοιχεία και πληροφορίες περιόδου 1/1-30/6/2006.
 - Έκδοση Μη Μετατρέψιμου Ομολογιακού δανείου⁷⁵ έως 35 εκ. Ευρώ, που αποσκοπεί στην αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου ομολογιακού δανείου (20,5 εκ. ευρώ), την κάλυψη του τραπεζικού δανεισμού για την χρηματοδότηση του τετραετούς επιδοτούμενου επενδυτικού σχεδίου της επιχείρησης (4,5 εκ. ευρώ) και για μελλοντική χρήση για εξαγορές ή/και επενδύσεις (10 εκ. ευρώ)
 - Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών "από αναπροσαρμογή αξίας γηπέδων βάσει Ν. 3229 άρθρο 15" και αποθεματικού μερίσματος ιδίων μετοχών) συνολικού ύψους 2.880.000,00 Ευρώ, και έκδοση 3.000.000 νέων κοινών ονομαστικής αξίας €0,96 εκάστη με διανομή 1 νέας μετοχής δωρεάν για κάθε 6 παλαιές. Το συνολικό κεφάλαιο της εταιρίας ανέρχεται πλέον σε 20.160.000 ευρώ (21.000.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας €0,96/μετοχή).
 - Διατέθηκαν 566.000 μετοχές σε Έλληνες και ξένους θεσμικούς επενδυτές (€3,28 ανά μετοχή)
- 2007 Η ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ υποβάλλει προαιρετική δημόσια πρόταση⁷⁶ για την απόκτηση κοινών, ονομαστικών μετοχών της που δεν κατέχει η ίδια ή πρόσωπα που δρουν σε συντονισμό με αυτήν, 3,70€ ανά μετοχή και αφορά το 65,68% του καταβεβλημένου κεφαλαίου.
- 2007 Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ προέβη σε πώληση 18.588.336 μετοχών της εταιρείας που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 88,516% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας, προς την ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ, έναντι συνολικού τιμήματος 55.765.008 ευρώ.
- 2008 ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ ⁷⁷. Αποκτά επιπλέον μετοχές της εταιρίας και συγκεντρώνει συνολικά το 88,684% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρίας
- 2008 Συγχώνευση με απορρόφηση από την ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗΣ ΑΒΕΕ των ΑΛΛΑΤΙΝΗ-ΕΛΒΙΠΕΤ, ως μέρος της ενιαίας στρατηγικής για την προώθηση νέων προϊόντων, της διείσδυσης σε νέες αγορές στο εξωτερικό και την ανάπτυξη ενός νέου επιχειρηματικού μοντέλου με την επωνυμία NUTRIART ΑΒΕΕ

⁷⁵ 2009: Υπόλοιπο ομολογιακού δανείου € 19,375 εκ.. Εμφανίζεται στο σύνολό του ως βραχυπρόθεσμη υποχρέωση στις οικονομικές καταστάσεις της. <http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Prospectus/>, <http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Prospectus/>

⁷⁶ Ν. 3461/2006 (ΦΕΚ 106/Α'/30).

⁷⁷ Το 1987 η ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ δημιουργεί δύο θυγατρικές εταιρείες, την «ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ» με συμμετοχή 99,99% και την «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ». Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ μεταβιβάζεται στον όμιλο Φιλίππου.

- 2009 Διακοπή της γραμμής παραγωγής της στη Θεσσαλονίκη και μεταφορά της στην Αθήνα, για μείωση του λειτουργικού κόστους.
- 2010 Η διοίκηση αποφάσισε τη μεταφορά της παραγωγής της από την Θεσσαλονίκη στην Αθήνα για μείωση του λειτουργικού κόστους.
- 2010 Εισέρχονται ανταγωνιστές όπως η Ε. Ι. ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ και η CHIPITA και απελευθερώνεται η αγορά ψωμιού (bake-off).
- 2011 Συμφωνία Χρηματοοικονομικής Αναδιάρθρωσης (02-08-2011) μεταξύ της NUTRIART, του μετόχου Tinola Holdings SA και των δανειστριών τραπεζών της.
- 2012 Τα δάνεια ανήλθαν σε 120 εκ. ευρώ. Οι πιστώτριες Τράπεζες πρότειναν την αναδιάρθρωση της εταιρίας με υπόσχεση χρηματοδότησης ύψους 30 εκ. ευρώ.
- 2013 Τροποποίηση συμφωνίας Χρηματοοικονομικής διάρθρωσης ⁷⁸ (21-01-2013). Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3α του Κ.Ν 2190/1920 και του ν.3156/2003 μεταξύ της NUTRIART και των τραπεζών (Νέα Proton Τράπεζα Α.Ε., Attica Bank, HSBC Bank plc, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Τράπεζα Πειραιώς, FBB, Cyprus Popular Bank, Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος, Eurobank Ergasias, Alpha Bank) και της εταιρείας Valeband. Κεφαλαιοποίηση ⁷⁹ υποχρεώσεων της εταιρείας έναντι των δανειστριών (€62.842.000,20).
- 2013 Η KIKIZAS ζήτησε να εξαγοράσει έναντι 4,8 εκατ. ευρώ τη μονάδα της ΑΛΛΑΤΙΝΗ στη βόρεια Ελλάδα και καμία τράπεζα δεν έδωσε την έγκρισή της.
- 2013 Αίτηση κήρυξης σε πτώχευση κατά το άρθρο 10 του ν. 3588/2007⁸⁰

Η συμμαχία με τον Όμιλο Δανίδ το 2000, είχε ως στόχο την εξυγίανση της εταιρίας ΥΙΟΙ ΚΑΤΣΕΛΗΣ ΑΒΕΕ, με στόχο τη μείωση του κόστους λειτουργίας με μεταφορά κάποιων δραστηριοτήτων της αλυσίδας αξίας σε χώρες με χαμηλότερο κόστος λειτουργίας, όπως η Νιγηρία. Η μετοχή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο το 2000 σημείωσε σημαντική αύξηση μετά την πώληση μετοχών της ποσοστού 22% στην οικογένεια Δανίδ.

Το 2006 η εταιρία διέψευσε τη φήμη για συγχώνευση με την εταιρία ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ. Το ίδιο έτος, για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της απέναντι στις Τράπεζες και στις προσδοκίες των

⁷⁸ Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας ύψους €62.842.000,20 (έκδοση 209.473.334 νέων κοινών μετά ψήφου μετοχών, ονομαστικής αξίας €0,30 και τιμή διάθεσης €0,30/μετοχή. Η αύξηση πραγματοποιήθηκε με κεφαλαιοποίηση υποχρεώσεων της εταιρείας έναντι των δανειστριών. Πηγές: <http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Prospectus/>, http://www.hcmc.gr/aweb/files/enimerotikadeltia/files/Nutriart_060809.pdf.

⁷⁹ Η κεφαλαιοποίηση χρέους, αφορά στη μείωση των υποχρεώσεων της εταιρίας και στην συμμετοχή του δανειστή στο μετοχικό κεφάλαιο για δύο λόγους: **α)** στην καταχώρηση για την εξόφληση του υπολοίπου χρέους του και **β)** στην υποστήριξη για την εύρυθμη λειτουργία της εταιρίας. Πρόκειται για μεταστοιχείωση/μεταβολή των στοιχείων του παθητικού με ισόποση αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στο ποσό της μείωσης υποχρεώσεων.

⁸⁰ ΦΕΚ 153/Α'/10.7.2007.

επενδυτών, ανακοίνωσε την έκδοση Μη Μετατρέψιμου Ομολογιακού δανείου ύψους έως 35 εκ. ευρώ, την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ύψους 2.880.000,00 Ευρώ, έκδοση 3.000.000 νέων κοινωνών ονομαστικής αξίας €0,96 εκάστη και τη διάθεση μετοχών σε Έλληνες και Ξένους Θεσμικούς Επενδυτές.

Η εταιρία ήταν η μεγαλύτερη δύναμη στον κλάδο του ψωμιού *bake off*⁸¹. Το 2007 διέθετε 9 γραμμές παραγωγής προϊόντων, 300 είδη και ποικιλίες αρτοσκευασμάτων, ιδιόκτητο στόλο 180 φορτηγών αυτοκινήτων και περισσότερα από 40 αποκλειστικά σημεία λιανικής πώλησης των προϊόντων της μέσα από θυγατρικές επιχειρήσεις και franchisees.

Το 2007 η ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΒΕΕ (θυγατρική της ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ)⁸² του Ομίλου Δαυίδ συμμετείχε με ποσοστό 88,51% επί του καταβεβλημένου κεφαλαίου της ΚΑΤΣΕΛΗΣ, και ζητούσε αρχικά προαιρετική και εν συνεχεία υποχρεωτική δημόσια πρόταση προς την ΚΑΤΣΕΛΗ. Ο κ. Νίκος Κατσέλης πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της εταιρίας συμμετείχε με 18,22% και η εταιρία ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε με 5,02%.

Το 2007 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε την μετατροπή της προαιρετικής δημόσιας πρότασης σε υποχρεωτική, που είχε απευθύνει η ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΒΕΕ προς τους μετόχους της Κατσέλης. Ο κ. Νικόλαος Κατσέλης, αισθάνθηκε αιφνιδιασμένος από την κίνηση της δημόσιας υποχρεωτικής πρότασης, που έγινε χωρίς τη θέλησή του όπου τελικά με δημόσια ανακοίνωσή του τη δέχθηκε τον Απρίλιο 2007 και ευχήθηκε η εταιρία «να συνεχίσει τη μέχρι σήμερα πορεία της και να διατηρήσει την ηγετική θέση που κατέλαβε και διατηρεί».

Αργότερα, ωστόσο τον Ιούλιο 2007 άλλαξε τη στάση του και δεν ενέκρινε την συμφωνία προχωρώντας σε αγωγή για επιθετική εξαγορά κατά της θυγατρικής εταιρείας ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΒΕΕ, της εταιρείας ΠΛΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ, και του Χαραλάμπους Δαυΐδ (προέδρου της ΠΛΙΑΣ ΑΕ και αντιπροέδρου της ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ κ. Δαυΐδ). Η απαίτηση του Νίκου Κατσέλη ανέρχονταν συνολικά στο ποσό των 12 εκ. ευρώ και κατά

⁸¹ Τον Ιανουάριο του 2007, ψηφίστηκε ο Νόμος 3526/2007 που επιτρέπει στα καταστήματα τροφίμων (super markets) την παραγωγή και πώληση προϊόντων με τη μέθοδο «bake off», δηλ. «την έψηση ενδιάμεσων προϊόντων αρτοποιίας ή την ολοκλήρωση της έψησης μερικώς ψημένου-κατεψυγμένου άρτου και των διατηρημένων με κατάψυξη προϊόντων αρτοποιίας». Η νέα αγορά εντείνει τον ήδη αυξημένο ανταγωνισμό μεταξύ των αρτοποιιομηχανιών.

⁸² Η εμπειρία της εταιρίας ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΒΕΕ έχει μακρά ιστορία από το 1802 με ρίζες από την Ιταλία.

τους ισχυρισμούς του, τα ανωτέρω ποσά του οφείλονταν διότι δεν του επετράπη να ασκήσει δικαίωμα προτίμησης για την απόκτηση μετοχών της ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ, τις οποίες απέκτησε αντ' αυτού η θυγατρική εταιρεία ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΒΕΕ και η οποία ακολούθως μέσω δημόσιας πρότασης κατέστη πλειοψηφούσα μέτοχος της ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ. Ο παλιός ιδιοκτήτης αποζημιώθηκε στο τέλος.

Τον Δεκέμβριο του 2007 η θυγατρική ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΒΕΕ μεταβιβάζει στην ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ το 88,52% των μετοχών ΚΑΤΣΕΛΗ. Το 2008 η ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ συγκεντρώνει το 88,68% του καταβεβλημένου κεφαλαίου.

Σύμφωνα με δημοσιεύματα, το 2007 ο Ομίλος δανείστηκε περίπου 42 εκ. ευρώ για να χρηματοδοτήσει την δημόσια πρόταση της ΚΑΤΣΕΛΗΣ, [δανεισμός για εξαγορά επιχειρήσεων (leverage buy out)], με σκοπό να ενισχύσει τις πωλήσεις και τα κέρδη της εταιρείας και να δημιουργήσει συνέργειες και οικονομίες κλίμακας μέσω της συγχώνευσης με απορρόφηση των εταιριών ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗΣ ΑΒΕΕ-ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΒΕΕ-ΕΒΙΠΕΤ ΑΕ⁸³ που έγινε το 2008.

Η νέα επωνυμία της εταιρείας ήταν ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΑΡΤΟΠΟΙΪΑΣ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΑΒΕΕ με διακριτικό τίτλο NUTRIART ΑΒΕΕ⁸⁴. Οι εταιρείες κατείχαν ηγετική θέση στον χώρο καλύπτοντας τις ανάγκες του χώρου της αρτοποιίας & ζαχαροπλαστικής με α' ύλες και προϊόντα ειδών αρτοποιίας, φρέσκιας και κατεψυγμένης ζύμης και άλλων αρτοσκευασμάτων. Η Nutriart διαχειρίζονταν στο χαρτοφυλάκιο της τρία ιστορικά brand names ΚΑΤΣΕΛΗΣ, ΑΛΛΑΤΙΝΗ, PLAZA. Ο στόχος για το 2009 ήταν να φτάσουν οι πωλήσεις τα 138-140 εκ. ευρώ και οι στρατηγικοί στόχοι ήταν η ισχυροποίηση των εταιριών αυτών στην ελληνική αγορά, η ανάπτυξη του δικτύου πωλήσεων σε νέες αγορές του εξωτερικού και η ανάπτυξη οικονομιών κλίμακας.

Η εταιρεία αγοράστηκε 45 εκ. ευρώ περίπου. Οι αγοραστές ισχυρίζονται ότι τα κέρδη που εμφανίζονταν στους ισολογισμούς πριν την αγορά, μετατράπηκαν σε ζημιές αμέσως μετά την εξαγορά σε διορθωμένο ισολογισμό.

⁸³ Η εταιρία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε» (ΕΛ.Β.Π.Ε.Τ.), θυγατρική της ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ, ιδρύθηκε το 1997 με αντικείμενο δραστηριότητας την παραγωγή και εμπορία προϊόντων κατεψυγμένης ζύμης.

⁸⁴ Αριθμός Μ.Α.Ε.: 13492/006/Β/92/0015. Αριθμός ΓΕΜΗ: 000313401000 Α.Φ.Μ.: 094070573.



Τα πρώτα αρνητικά σημάδια εμφανίστηκαν από τα τέλη του ιδίου έτους, όταν αποφασίστηκε η πώληση του δικτύου καταστημάτων λιανικής Κατσέλης στην Everest. Από το 2009 η εταιρεία χαρακτηρίζεται από επιδείνωση της οικονομικής της κατάστασης, με κύριο χαρακτηριστικό την έλλειψη ρευστότητα με επακόλουθο την αδυναμία εξυπηρέτησης των υψηλών δανειακών υποχρεώσεων καθώς και την ανάγκη κεφαλαιακής ενίσχυσης. Το 2010 η διοίκηση αποφάσισε τη μεταφορά της παραγωγής της από την Θεσσαλονίκη στην Αθήνα σε μια προσπάθεια συρρίκνωσης των λειτουργικών σταθερών δαπανών.

Η καθυστέρηση της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης της εταιρίας για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της απέναντι στους πιστωτές της και των αναγκαίων κεφαλαίων κίνησης για την εξόφληση των λειτουργικών της δαπανών, σε συνδυασμό με τις αυξήσεις στις τιμές των πρώτων υλών, οδήγησαν στη σταδιακή συρρίκνωση της παραγωγής. Το 2013 υπέβαλε αίτηση πτώχευσης.

Η εξεταζόμενη εταιρία χαρακτηρίζεται ως προς το μέγεθος της ως μεγάλη σύμφωνα με τον ορισμό των Μικρομεσαίων επιχειρήσεων ⁸⁵.

⁸⁵ Σύσταση 2003/361/EK της Επιτροπής, της 6ης Μαΐου 2003. Ως μεγάλη χαρακτηρίζεται η εταιρία που απασχολεί περισσότερα από 250 άτομα προσωπικό, ο ετήσιος κύκλος εργασιών της υπερβαίνει τα 50 εκ. ή ο ετήσιος ισολογισμός της υπερβαίνει τα 43 εκ. €.

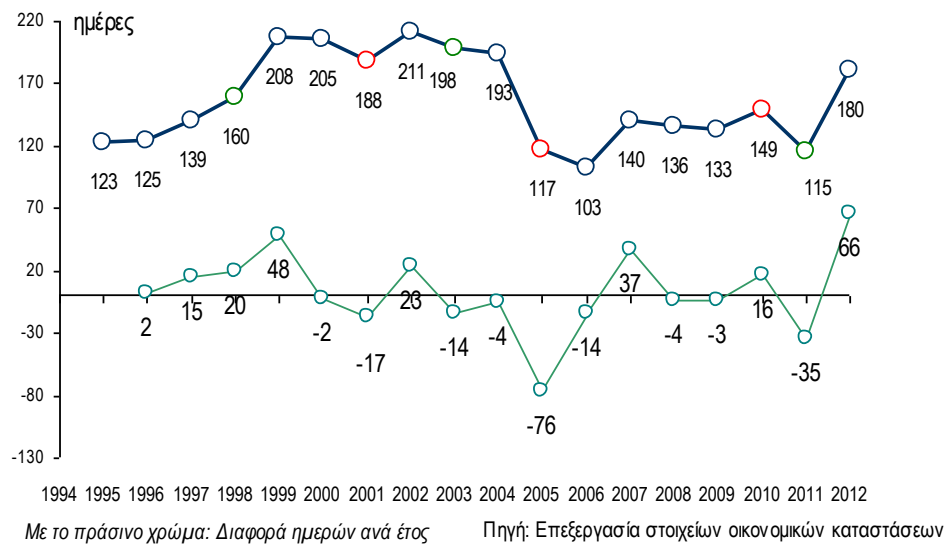
Αριθμοδείκτες

Ρευστότητα

Μέση Περίοδο Είσπραξης και Πληρωμών

Ο αριθμός ημερών είσπραξης των εισπρακτέων λογαριασμών εμφανίζει σημαντικές μεταβολές ανά έτος κατά το χρονικό διάστημα 1995-2012 (διάγραμμα 1Ε)⁸⁶. Η μέση περίοδος είσπραξης, η οποία δείχνει πόσες ημέρες χρειάζεται να περιμένει η εταιρία για να εισπράξει τις απαιτήσεις από πωλήσεις (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015), το 2011 λίγο πριν την απόφασή της εταιρίας να ενταχθεί στις διατάξεις του πτωχευτικού δικαίου ήταν στον μικρότερο αριθμό ημερών όλης της περιόδου (115 ημέρες) λίγο παραπάνω από το 2006 (103 ημέρες), με εμφανή την ανάγκη για επίσπευση εισπράξεων. Εκείνο το έτος, ανακοίνωσε την έκδοση ομολογιακού δανείου.

1Ε: Μέση Περίοδος είσπραξης απαιτήσεων

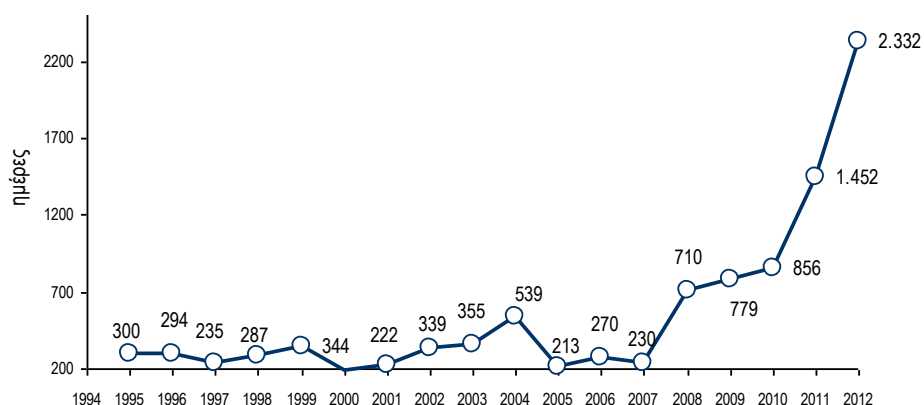


Αύξηση ή μείωση του αριθμού ημερών, ενδέχεται να οφείλεται σε αλλαγή της πιστοληπτικής πολιτικής της εταιρίας ή επίσης και στην ύπαρξη πληθωρισμού. Σύμφωνα με τον Beneish (1999), **μεγάλες μεταβολές στη μέση περίοδο είσπραξης, μπορεί να σημαίνει υπερεκτίμηση των εσόδων και των κερδών**. Εξαιρετικά μεγάλες μεταβολές παρατηρούνται τα έτη 2005, 2011 και 2012.

⁸⁶ Εάν λάβουμε υπόψη το μέσο όρο διετίας των εισπρακτέων λογαριασμών για τον υπολογισμό της μέσης περιόδου είσπραξης, τότε οι ημέρες είσπραξης είναι τετραπλάσιες.

Η μέση περίοδος πληρωμής των πληρωτέων λογαριασμών⁸⁷ για το χρονικό διάστημα 1995-2007 είναι κοντά στα όρια της αγοράς, περίπου 6-9 μήνες, με εξαίρεση το 2004 (πάνω από 1 έτος). Για τα επόμενα έτη, οι πληρωμές προς τους πιστωτές βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων γίνονται κάθε 2 χρόνια περίπου από το 2008 έως το 2010, ενώ έπειτα οι πληρωμές γίνονταν κάθε 4-6 χρόνια (διάγραμμα 2Ε).

2Ε: Μέση Περίοδος Πληρωμής σε ημέρες



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων οικονομικών καταστάσεων

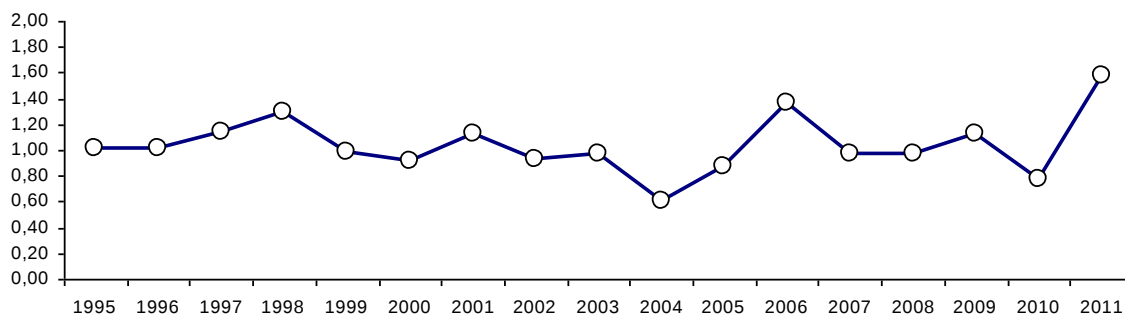
1Π: Ημέρες είσπραξης απαιτήσεων από πωλήσεις

Έτος	Λόγος DSRt/t-1	Χειρισμός
1995		-
1996	1,015	ΜΑΛΛΟΝ
1997	1,017	ΜΑΛΛΟΝ
1998	1,145	ΝΑΙ
1999	1,300	ΝΑΙ
2000	0,989	ΟΧΙ
2001	0,915	ΟΧΙ
2002	1,125	ΜΑΛΛΟΝ
2003	0,936	ΟΧΙ
2004	0,978	ΟΧΙ
2005	0,605	ΟΧΙ
2006	0,880	ΟΧΙ
2007	1,361	ΝΑΙ
2008	0,973	ΟΧΙ
2009	0,977	ΟΧΙ
2010	1,121	ΝΑΙ
2011	0,769	ΟΧΙ

⁸⁷ Η μέση περίοδος πληρωμής φανερώνει τον χρόνο που πρέπει να περιμένουν οι πιστωτές της εταιρίας για να πληρωθούν τις απαιτήσεις από τις πωλήσεις τους προς την εταιρία (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015).

2012	1,572	NAI
Πηγή: Επεξεργασία ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσεων		

3E: Δείκτης μεταβολής ημερών εισπρακτέων λογαριασμών από πωλήσεις



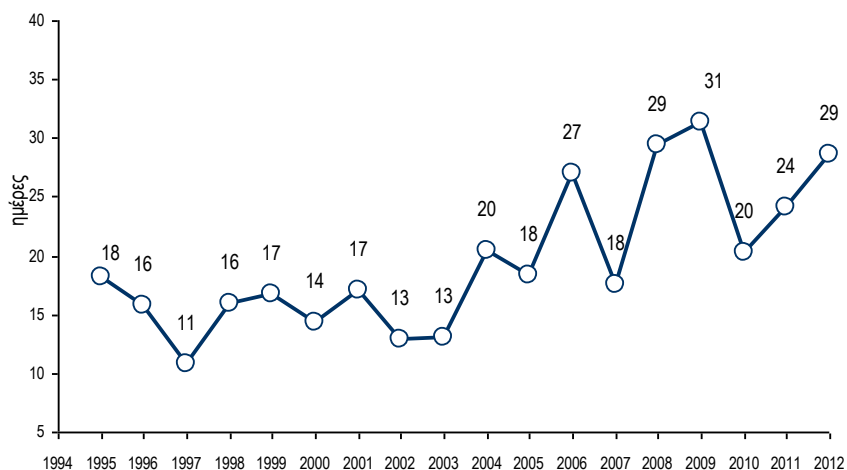
Πηγή: Επεξεργασία οικονομικών στοιχείων

Ανακύκλωση Αποθεμάτων

Η μέση περίοδος ανακύκλωσης αποθεμάτων ή αλλιώς η μέση περίοδος μετατροπής των αποθεμάτων σε τελικά προϊόντα προς πώληση, κυμαίνεται από 11 (1997) έως 31 ημέρες (2009). Η αύξηση των ημερών των αποθηκών στις αποθήκες είναι σε χαμηλά επίπεδα για το διάστημα 1995-2003 (διάγραμμα 4^E), διότι ο στόχος όλων των επιχειρήσεων είναι η διάρκεια των δεσμευμένων κεφαλαίων να είναι όσο γίνεται μικρότερη για την αύξηση της κερδοφορίας⁸⁸ και η μέση περίοδος εξόφλησης να είναι όσο το δυνατόν υψηλότερη. Ωστόσο, από το 2004 παρατηρείται μία αύξηση που επανέρχεται το 2005 και 2007. Για τα επόμενα πέντε έτη (2008-2012) υπάρχει συνεχή αύξηση, δείχνοντας ότι τα δεσμευμένα κεφάλαια είναι αισθητά μεγαλύτερα από τα προηγούμενα έτη. Τέλος, υπάρχει αρνητική συσχέτιση με την κερδοφορία (ROA).

4E: Μέση Περίοδος Εξάντλησης Αποθεμάτων

⁸⁸ Chatterjee, 2010.



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων οικονομικών καταστάσεων

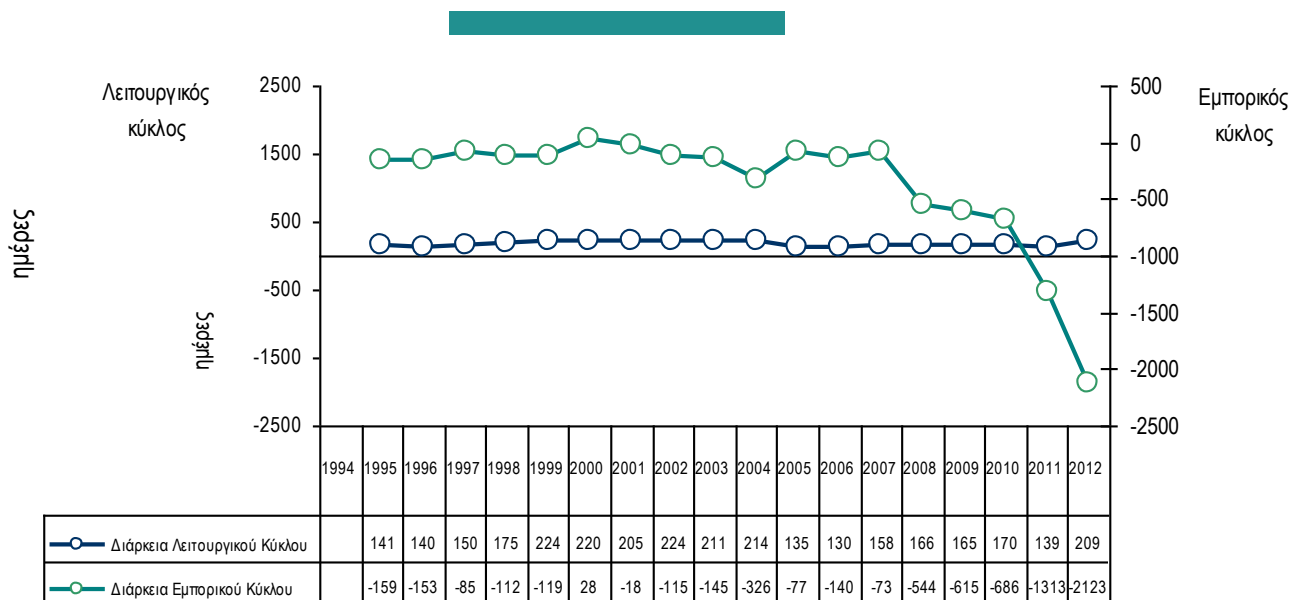
Εμπορικός και Λειτουργικός Κύκλος

Η μέση περίοδος είσπραξης της εταιρίας είναι αδιαμφισβήτητα σε πολύ καλύτερη θέση σε αντίθεση με τους πιστωτές της, αφού εισπράττει τις απαιτήσεις όχι περισσότερο από έτος και είναι σε πλεονεκτική θέση σε αντιδιαστολή με τους πιστωτές της. Ο λειτουργικός κύκλος, ο οποίος δείχνει τη χρονική διάρκεια που μεσολαβεί από την αγορά αποθεμάτων για το μετασχηματισμό τους σε προϊόντα και την είσπραξη των απαιτήσεων από τις πωλήσεις κυμαίνεται από 141 ημέρες (1995) έως 227 (2004).

Ο εμπορικός κύκλος⁸⁹ δείχνει τον απαιτούμενο χρόνο που δεν εισπράττει μία εταιρία και χρειάζεται να χρηματοδοτηθεί είτε με ίδια κεφάλαια είτε με εξωτερικό δανεισμό. Στην περίπτωση της εταιρίας, ο χρόνος αυτός είναι σημαντικά ευνοϊκός, θα λέγαμε ιδανικός, διότι πληρώνει τους προμηθευτές της πολύ αργότερα από την ανακύκλωση των αποθεμάτων και την είσπραξη των εισπρακτέων λογαριασμών (διάγραμμα 5Ε).

5Ε: Ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης: Λειτουργικός και Εμπορικός Κύκλος

⁸⁹ Ορισμός EOMMEX (<http://www.acsmi.gr/Portals/0/diafimisi.pdf>). Υπολογίζεται ως το άθροισμα των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και των ημερών ανακύκλωσης/διατήρησης των αποθεμάτων της μειωμένο κατά τον αριθμό ημερών πίστωσης από τους πιστωτές της.

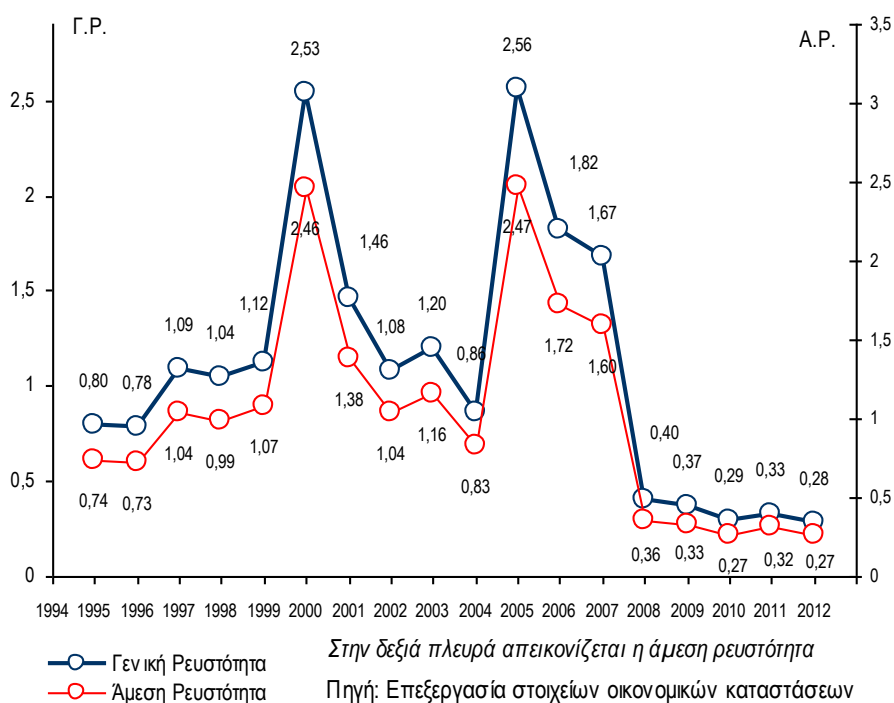


Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων οικονομικών καταστάσεων

Γενική και Άμεση Ρευστότητα

Η γενική ρευστότητα είναι ιδιαίτερα χαμηλή κυρίως στο διάστημα 2008-2012, όπως και η άμεση ρευστότητα. Παρατηρείται ότι τα προηγούμενα έτη η γενική ρευστότητα κινούνταν κοντά στη μονάδα ή πάνω από τη μονάδα με εξαίρεση τα έτη 1995, 1996 που ήταν κάτω από τη μονάδα ή ίσο το 2004. Τα έτη 2000 και 2005 εμφάνισε καλύτερη ένδειξη, δηλ. πάνω από 2 (διάγραμμα 6^E [ΠΠ2: Ισολογισμοί 1995-2012, NUTRIART ABEE, ΠΠ5: Δείκτες Ρευστότητας](#)).

6E: Γενική και Άμεση Ρευστότητα



Το 2001 η εταιρία αύξησε κατά €3,4 εκ. τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια, ενώ μείωσε κατά €-4,4 εκ. τα ίδια κεφάλαια. Σημαντική αύξηση εμφάνισε και το 2004 (€25 εκ. από €13 εκ.). Το 2008 μετά τη συγχώνευση, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξήθηκαν 8 φορές σε σχέση με το προηγούμενο έτος, εκ των οποίων το 75% αυτών αφορούσαν βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό (€110 εκ. από €6 εκ.) (Παράρτημα πίνακες ΠΠ2, ΠΠ3).

Από την απλή γραμμική παλινδρόμηση (Simple Linear Regression) που πραγματοποιήθηκε για τις πωλήσεις και τις βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις, προέκυψε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού είναι 0,35 όπου συμπεραίνεται ότι το 35% της μεταβλητότητας των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων επηρεάζει τις πωλήσεις και το 65% οφείλεται σε άλλους παράγοντες (ο βαθμός εξάρτησης των εσόδων από πωλήσεις και των βραχυπρόθεσμων δανείων είναι ασθενής).

Το κεφάλαιο κίνησης αποτελεί μία βασική παράμετρος για την χρηματοοικονομική ισορροπία μεταξύ του χρόνου μετατροπή των ενεργητικών στοιχείων σε μετρητά για την εξόφληση των υποχρεώσεων και την απαιτητικότητα των πηγών κεφαλαίων. Όταν το κεφάλαιο κίνησης (κυκλοφορούν ενεργητικό μείον βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ή ίδια κεφάλαια συν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μείον καθαρό πάγιο ενεργητικό) είναι αρνητικό που σημαίνει ότι το βραχυπρόθεσμο ενεργητικό είναι μικρότερο από το βραχυπρόθεσμο παθητικό, φανερώνει ότι η εταιρία εμφάνισε κίνδυνο πτώχευσης εξαιτίας μη ανταπόκρισης στην εξόφληση των βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων. Το πρόβλημα ρευστότητας είναι έντονο και η μόνη διέξοδος στο πρόβλημα αυτό είναι η ρευστοποίηση του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού στη λογιστική αξία τους. Οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης, εξαρτάται μεταξύ άλλων από το βαθμό εκμετάλλευσης του ενεργητικού, που όσο μικρότερος είναι, τόσο περισσότερες είναι οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης.

Το κεφάλαιο κίνησης (ΚΕ-BY) ήταν αρνητικό τα έτη 1995-1996 (αποδίδεται στην επένδυση που είχε πραγματοποιηθεί το 1995) και το 2004, ενώ από το 2008 και τα επόμενα έτη ήταν μονίμως αρνητικό. Το ίδιο ισχύει και για το μόνιμο κεφάλαιο κίνησης⁹⁰.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού ή βαθμός εκμετάλλευσης των περιουσιακών στοιχείων για την επίτευξη των πωλήσεων της εταιρίας είναι πολύ καλύτερος τα πρώτα χρόνια, 1995-1998 που κυμάνθηκε από 0,97 φορές (1998) έως 0,78 (1999) και το 2001 με 0,78. Τα επόμενα έτη παρουσιάζει μείωση και διακρίνεται ο βαθμός αποτελεσματικότητας της διοίκησης των

⁹⁰ Ίδια κεφάλαια και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μείον πάγια.

απασχολουμένων κεφαλαίων για τη δημιουργία πωλήσεων. Σημειώνεται ότι τα έτη που η κυκλοφοριακή ταχύτητα ήταν σε καλά επίπεδα δεν είχε υψηλή δανειακή επιβάρυνση (Μέσος όρος 1995-2001: 37,70%).

Το 2008 αυξήθηκε κατά 8 φορές περίπου έναντι του 2007, ο βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός για την αύξηση ρευστότητας και την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων. Από το 2008 έως το 2012 τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια ανήλθαν κατά μέσο όρο σε €100 εκ. περίπου ως μέρος των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης. Το κεφάλαιο κίνησης για την ίδια χρονική περίοδο ήταν αρνητικό, κατά μέσο όρο - €85 εκ.

Για την εκτίμηση των μελλοντικών χρηματοδοτικών αναγκών απαιτείται η πρόβλεψη των πωλήσεων. Η πρόβλεψη των μελλοντικών πωλήσεων, στηρίζεται στην παραδοχή ότι οι πωλήσεις της επιχείρησης θα ακολουθήσουν τις τάσεις του παρελθόντος ή αν θα μεταβληθούν σε σχέση με το παρελθόν θα οφείλεται σε συγκεκριμένους λόγους που γνωρίζει η επιχείρηση π.χ. λόγω διαφημιστικής καμπάνιας (Βασιλείου & Ηρειώτης, 20015). Εάν δεν γίνει σωστά, θα εμφανίσει είτε αυξημένο τραπεζικό δανεισμό για υπεραισιόδοξες προβλέψεις πωλήσεων, υψηλά κόστη λόγω χαμηλής ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (κόστος φθοράς αποθεμάτων, κόστος αποθήκευσης κά), μείωση κερδών και κατά συνέπεια μείωση συνολικής απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και συνολικών κεφαλαίων.

Ανάπτυξη Πωλήσεων

Από την χρονολογική σειρά των πωλήσεων της εταιρίας, προκύπτει ότι ο ανατοκιζόμενος ρυθμός μεγέθυνσης των πωλήσεων υπολογίζεται σε μόλις 0,49% για το χρονικό διάστημα 1995-2012, σε 8,19% για το χρονικό διάστημα 1995-2007 και σε 6,96% για το χρονικό διάστημα 2001-2007. Για τα τελευταία 5 έτη (2008-2012) ο ανατοκιζόμενος ρυθμός μεγέθυνσης υπολογίζεται σε -34,50% (Πίνακας 2Π, Γράφημα 7Ε).

Ο σταθερός ρυθμός μεγέθυνσης των πωλήσεων υπολογίζεται⁹¹ σε 6,18% για το διάστημα 1995-2012, σε 9,48% για το διάστημα 1995-2007 και σε 6,17% για το διάστημα 2001-2007. Για τα τελευταία 5 έτη (2008-2012) υπολογίζεται σε -34,66%.

⁹¹ Υπολογίζεται με την ανάλυση της απλής παλινδρόμησης, χρησιμοποιώντας τι εκθετικό υπόδειγμα.

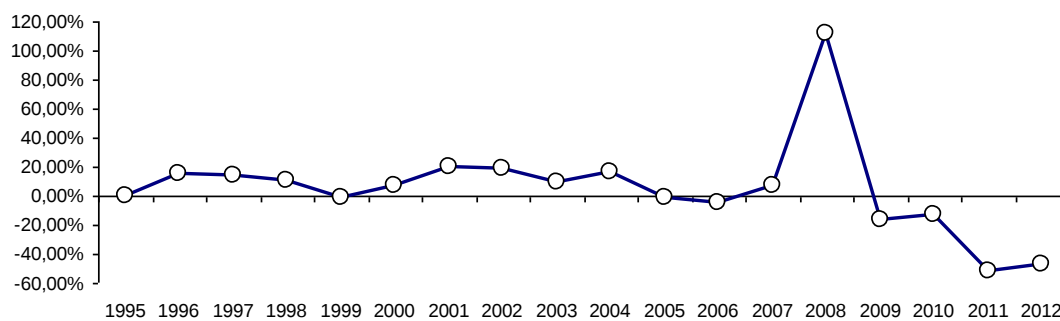
2Π: Κύκλος Εργασιών και Μικτό Περιθώριο

Έτος	Πωλήσεις		Κόστος πωλήσεων		Μικτό Περιθώριο		
	Αξία (€)	Ετήσια μεταβολή	Αξία (€)	Ετήσια μεταβολή	Αξία (€)	Ετήσια μεταβολή	Μικτό περιθώριο
1995	18.631.647	-	11.150.866	-	7.480.780	-	40,15%
1996	21.425.396	14,99%	12.791.835	14,72%	8.633.561	15,41%	40,30%
1997	24.485.711	14,28%	14.779.670	15,54%	9.706.041	12,42%	39,64%
1998	27.082.492	10,61%	15.369.961	3,99%	11.712.531	20,67%	43,25%
1999	26.838.241	-0,90%	16.515.890	7,46%	10.322.350	-11,87%	38,46%
2000	28.800.808	7,31%	17.867.041	8,18%	10.933.768	5,92%	37,96%
2001	34.632.353	20,25%	20.027.573	12,09%	14.604.780	33,57%	42,17%
2002	40.987.674	18,35%	23.719.423	18,43%	17.268.251	18,24%	42,13%
2003	44.785.468	9,27%	24.641.754	3,89%	20.143.715	16,65%	44,98%
2004	52.023.567	16,16%	25.820.695	4,78%	26.202.871	30,08%	50,37%
2005	51.112.005	-1,75%	26.789.564	3,75%	24.322.441	-7,18%	47,59%
2006	48.438.000	-5,23%	25.227.000	-5,83%	23.211.000	-4,57%	47,92%
2007	51.861.000	7,07%	30.323.000	20,20%	21.538.000	-7,21%	41,53%
2008 (1)	109.966.430	112,04%	75.708.128	149,67%	34.258.302	59,06%	31,15%
2009	91.438.434	-16,85%	56.247.596	-25,70%	35.190.838	2,72%	38,49%
2010	79.258.556	-13,32%	52.367.113	-6,90%	26.891.443	-23,58%	33,93%
2011	38.302.381	-51,67%	31.621.484	-39,62%	6.680.897	-75,16%	17,44%
2012	20.242.317	-47,15%	19.951.067	-36,91%	291.250	-95,64%	1,44%

(1) Το 2008 πραγματοποιήθηκε ολική ενοποίηση, συγχώνευση με απορρόφηση της μητρικής εταιρίας ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ και της κατά 100% θυγατρικής της τελευταίας ΕΛΒΙΠΕΤ ΑΕ.

Πηγή: Ισολογισμοί και αποτελέσματα χρήσης

7Ε: Εξέλιξη ετήσιας ποσοστιαίας μεταβολής κύκλου εργασιών



Πηγή: Επεξεργασία οικονομικών στοιχείων

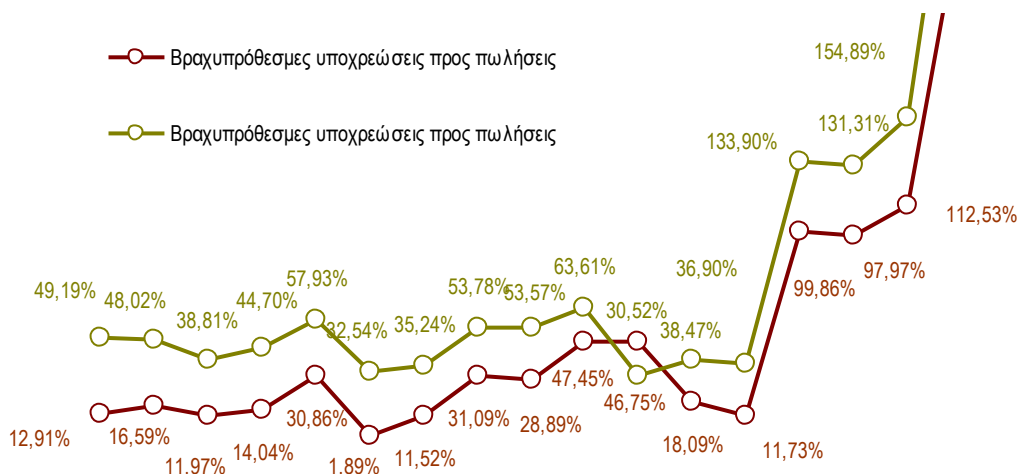
Ποσοστό Συμμετοχής των Υποχρεώσεων στις Πωλήσεις

Αυτό που παρατηρείται στην οικονομική κατάσταση της εταιρίας, είναι ότι τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί των πωλήσεων, αυξάνονται σημαντικά σε σχέση με την πραγματική αύξηση των πωλήσεων.

Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί των πωλήσεων, εμφάνισαν σημαντικές διακυμάνσεις κατά το διάστημα 1995-2012 (γράφημα 8Ε, 9Ε). Από την εκτίμηση απλής γραμμικής παλινδρόμησης (simple linear regression method) μεταξύ των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων και πωλήσεων προκύπτει ότι ο συντελεστής συσχέτισης είναι 0,606 και υπάρχει συσχέτιση των δύο αυτών μεταβλητών. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι μόλις 0,3669 που σημαίνει ότι μόλις το 36,69% της μεταβλητότητας των βραχυπρόθεσμων δανείων οφείλεται στην επίδραση των πωλήσεων και το υπόλοιπο 63,30% οφείλεται σε άλλους παράγοντες (Παράρτημα [ΠΠ3: Απλή γραμμική παλινδρόμηση πωλήσεων & βραχ. τραπεζικών δανείων](#)).

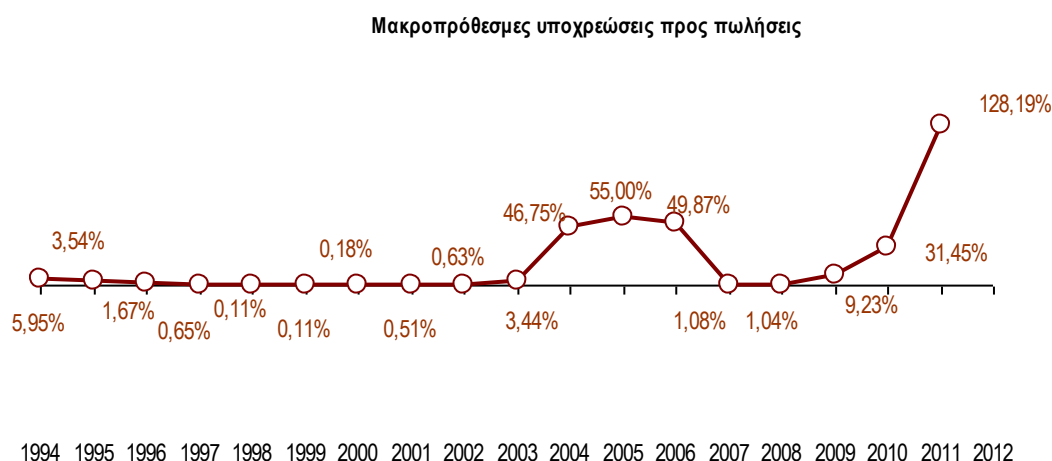
Όσον αφορά στο ύψος μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, διαπιστώθηκε ότι έχει ελάχιστη συσχέτιση με τις πωλήσεις (συντελεστής συσχέτισης 0,003).

8Ε: Ποσοστό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και δανείων επί των πωλήσεων



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων οικονομικών καταστάσεων

9Ε: Ποσοστό μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων επί των πωλήσεων



Ανάπτυξη Κερδοφορίας

Η διαχρονική εξέλιξη της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων αντικατοπτρίζει τον ρυθμό ανάπτυξης του καθαρού εισοδήματος και εκφράζεται από τη μεταβολή της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων ανά έτος (ROE).

$$\text{Total Expected Growth Rate} = (b)(ROE_t) + \frac{ROE_t - ROE_{t-1}}{ROE_{t-1}}$$

Ο μέσος όρος του ρυθμού ανάπτυξης κερδοφορίας σύμφωνα με την απόδοση ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται σε -19,4% για το διάστημα 1995-2001, σε -47,9% για το διάστημα 2002-2008 και σε -738,7% για το διάστημα 2009-2012 (Παράρτημα [ΠΠ6: Δείκτες Ανάπτυξης](#)).

Κερδοφορία

Δείκτης Μικτού Περιθωρίου

Το περιθώριο μικτού κέρδους διατηρήθηκε σχεδόν στα ίδια επίπεδα από το 1995 έως και το 2010, με μέσο όρο 41,20% (διάγραμμα 10^Ε, πίνακας 2Π, Παράρτημα πίνακας ΠΠ8). Η εταιρία προσπάθησε να εμφανίσει αποτελεσματικότητα έχοντας συγκεκριμένη και ευέλικτη πολιτική τιμών, προκειμένου να αντιμετωπίσει την αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της.

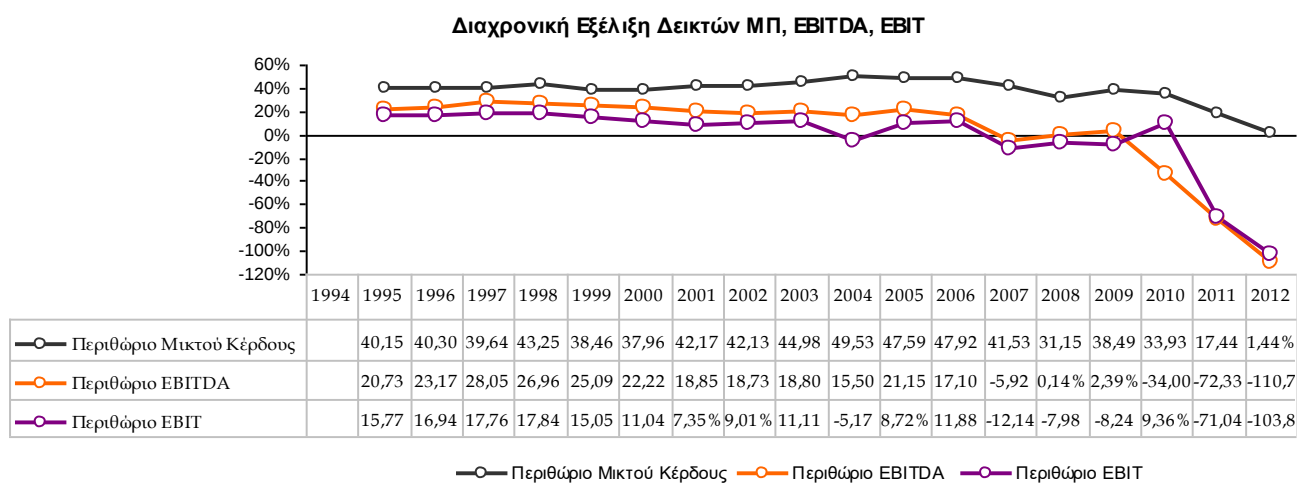
Η εταιρία εμφάνισε 3 φορές πιθανή ένδειξη για παρατυπίες⁹² και 6 φορές ένδειξη χειρισμού των οικονομικών πληροφοριών¹ (πίνακας 3Π).

3Π: Μικτό Περιθώριο

Έτος	Λόγος MK_{t-1} / MK_t	Χειρισμός
1995	-	-
1996	0,996	ΟΧΙ
1997	1,017	ΜΑΛΛΟΝ
1998	0,917	ΟΧΙ
1999	1,124	ΝΑΙ
2000	1,013	ΜΑΛΛΟΝ
2001	0,900	ΟΧΙ
2002	1,001	ΜΑΛΛΟΝ
2003	0,937	ΟΧΙ
2004	0,959	ΟΧΙ
2005	0,985	ΟΧΙ
2006	0,993	ΟΧΙ
2007	1,154	ΝΑΙ
2008	1,333	ΝΑΙ
2009	0,809	ΟΧΙ
2010	1,134	ΝΑΙ
2011	1,945	ΝΑΙ
2012	12,123	ΝΑΙ

Πηγή: Επεξεργασία ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσεων

10Ε: Εξέλιξη δεικτών κερδοφορίας



⁹² Αύξηση ή μείωση του μικτού περιθωρίου, μπορεί να προέλθει από τη διαχείριση των αποθεμάτων και άλλων συντελεστών παραγωγής. Σύμφωνα με τους Kellogg and Kellogg (1991, p. 10-16): "Barring unusual circumstances, the percentage of gross profit to sales should remain the same from year to year."

Φερεγγυότητα

Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών

Η ικανότητα εξόφλησης των δανειακών υποχρεώσεων (interest coverage ratio) και άλλων υποχρεώσεων προς τρίτους, προκύπτει από το καθαρό κέρδος συν τις υπολογιστικές δαπάνες (πχ. αποσβέσεις), που αποτελεί την απλούστερη μορφή ροών μίας επιχείρησης. Από το 2003 η εταιρία αρχίζει να παρουσιάζει προβλήματα κάλυψης των υποχρεώσεων από τα κέρδη, ενώ πιο εμφανής γίνεται από το 2006 και μετά (διάγραμμα 11E, 12E). Λόγω έλλειψης πληροφοριών δεν συμπεριλήφθηκαν τα χρεολύσια των δανείων.

Σημειώνεται ότι ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για την κατάταξη των επιχειρήσεων με βάση τον κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής και συγκρίνεται με αξιολογημένες εταιρίες από διάφορους οίκους αξιολόγησης⁹³.

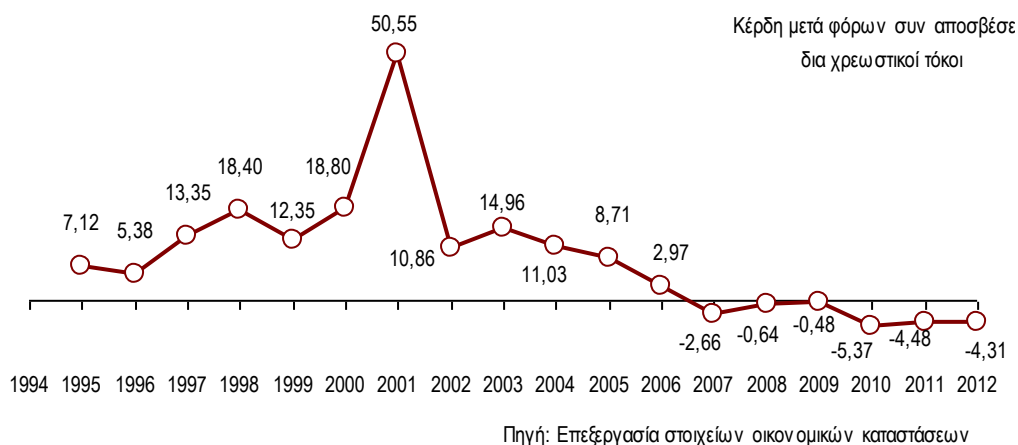
11E: Κάλυψη Χρεωστικών Τόκων (α)



⁹³ Ένας από τους τρόπους υπολογισμού του κόστους ξένων κεφαλαίων είναι η τεχνητή αξιολόγηση (synthetic rating), με την οποία συγκρίνεται ο δείκτης κάλυψης των τόκων με εταιρίες που έχουν αξιολογηθεί από οίκους τους εξωτερικού. Εάν έχουν ίδιο δείκτη, βρίσκεται η κατάταξη (AAA, AA, BBB κοκ) που έχει λάβει η αξιολογημένη εταιρία και η διαφορά του επιτοκίου που της αποδίδεται προστίθεται το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, όπου προκύπτει το κόστος δανεισμού. Το κόστος δανεισμού υπολογίζεται επίσης ως συνάρτηση του φορολογικού συντελεστή (φ) λόγω έκπτωσης από τους φόρους (κόστος δανεισμού μετά φόρων = κόστος δανεισμού προ φόρων * $(1-\varphi)$). Εάν η εταιρία έχει ζημιές το κόστος δανεισμού ισούται με το κόστος δανεισμού προ φόρων δηλ. μηδέν (κόστος δανεισμού μετά φόρων = κόστος δανεισμού προ φόρων * $(1-0)$).

12E: Κάλυψη Χρεωστικών Τόκων (β)

Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών (1995-2012)



Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Ξένες Υποχρεώσεις

Η δανειακή επιβάρυνση αυξάνεται σημαντικά από το 2005 και μετά, όπως προκύπτει από το λόγο ξένων υποχρεώσεων προς απασχολούμενα κεφάλαια και το δείκτη δανείων σταθερού επιτοκίου (μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις) προς το σύνολο των μακροπρόθεσμων δανείων (σταθερού επιτοκίου) και ιδίων κεφαλαίων (διάγραμμα 13E, 14E).

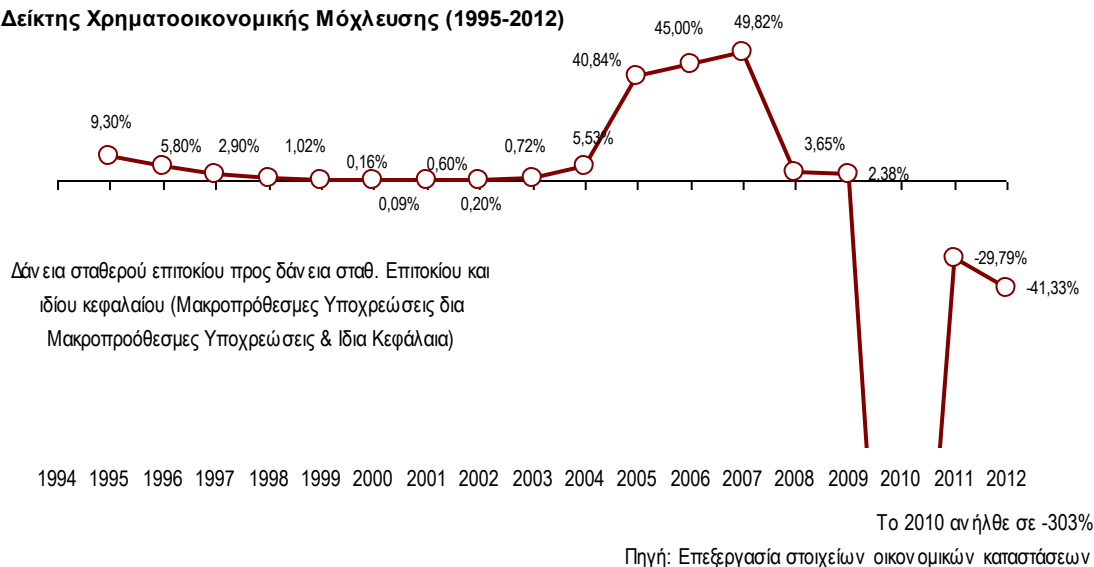
13E: Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης

Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης (1995-2012)



14Ε: Δείκτης Μόχλευσης

Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (1995-2012)



Το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων αφορά σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, με μέσο όρο 86,60% για το διάστημα 1995-2012, εκ των οποίων η συντριπτική πλειοψηφία αφορά σε βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια. Η σύνθεση αυτή επικρατεί σχεδόν σε όλη τη χρονική περίοδο 1995-2012, με έντονο τον κίνδυνο της μείωσης ρευστότητας, που επιβεβαιώνεται από τα ιστορικά στοιχεία της ρευστότητας.

Εάν ο στόχος της αυξημένης χρήσης βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων [ως καταλληλότερη χρηματοδότηση με χαμηλότερο ενδεχομένως επιτόκιο δανεισμού έναντι μακροπρόθεσμων δανείων υψηλότερου επιτοκίου], ήταν η αύξηση της απόδοσης του ενεργητικού για τη δημιουργία κέρδους (ROA)⁹⁴, συμπεραίνεται ότι ο στόχος δεν επιτεύχθηκε. Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού ανήλθε σε 8,37% κατά μέσο όρο για το χρονικό διάστημα 1995-2001 και 1,22% για το χρονικό διάστημα 2002-2008, ενώ για τα επόμενα έτη ήταν αρνητική η απόδοση (-29,93% μέσο όρο).

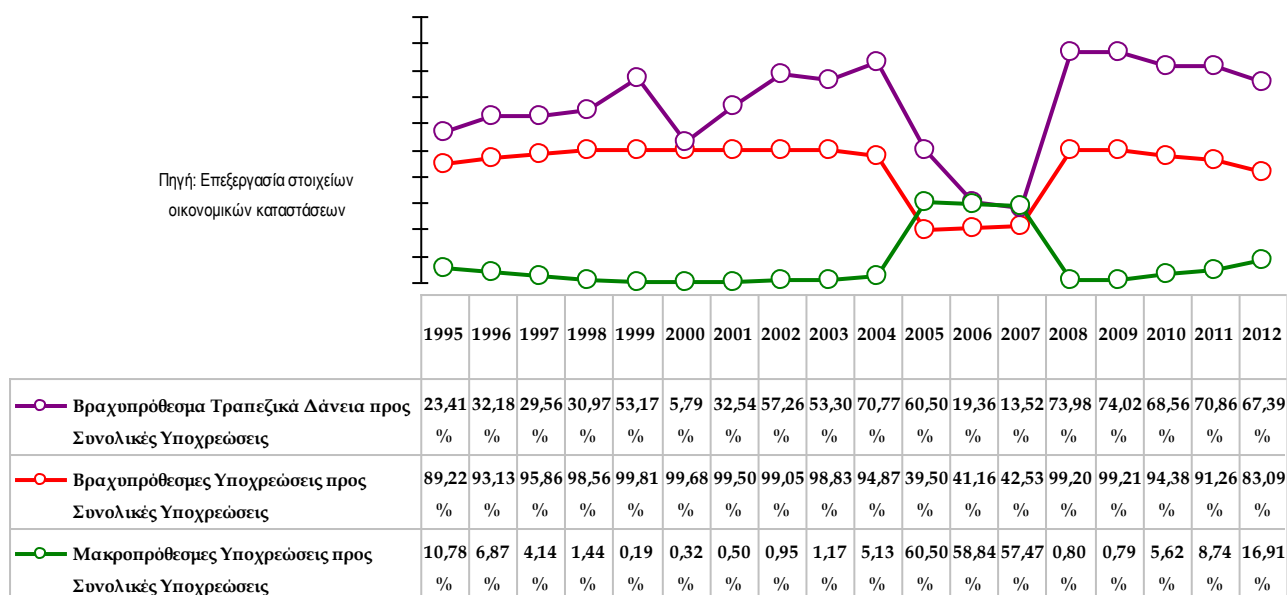
Οι τόκοι των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων μπορεί να μην παραμένουν σταθεροί κατά τη διάρκεια της σύμβασης (το επιτόκιο δανεισμού δεν είναι σταθερό) και αρκετές φορές να είναι υψηλότερο ανά έτος από τις Τράπεζες εξαιτίας της μειωμένης φερεγγυότητας του οφειλέτη. Επιπλέον, η υψηλή χρήση των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων από την εξεταζόμενη επιχείρηση, αύξησε τον κίνδυνο της μη ανανέωσης των πιστώσεων (λόγω αφερεγγυότητας) και σε

⁹⁴ Η αυξανόμενη χρήση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αυξάνει τον κίνδυνο ρευστότητας, αλλά «αυξάνει την απόδοση του ενεργητικού» (ROA) (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015, σελ. 345). [ROA: κέρδη μετά φόρων προς απασχολούμενα κεφάλαια (Ενεργητικό)].

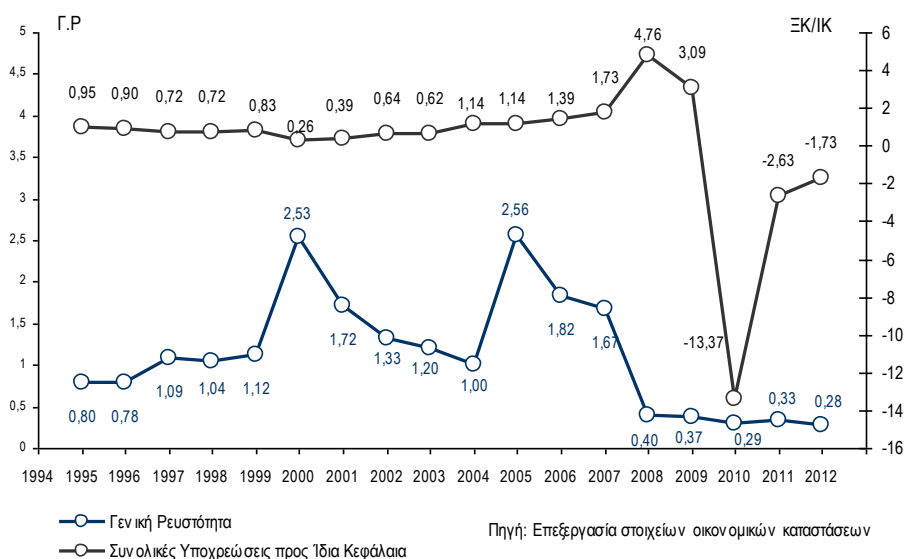
συνδυασμό με την οικονομική κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος λόγω μη διαθέσιμων οικονομικών πόρων, είχε ως επακόλουθο τον αυξημένο κίνδυνο χρεοκοπίας.

Η εταιρία για την εύρεση κεφαλαίων είχε προβεί σε έκδοση νέων μετοχών και σε έκδοση ομολογιακών δανείων. Το 2005 στράφηκε απότομα στο μακροπρόθεσμο δανεισμό αντί στο βραχυπρόθεσμο, σε αναλογία 60-40, από 5-95. Το 2007 στράφηκε ξανά στον υψηλό βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Η γενική ρευστότητα βελτιώθηκε το διάστημα αυτό, ωστόσο ο υπερδανεισμός οδήγησε σε αδιέξοδο (διάγραμμα 15E, 16E).

15E: Σύνθεση υποχρεώσεων



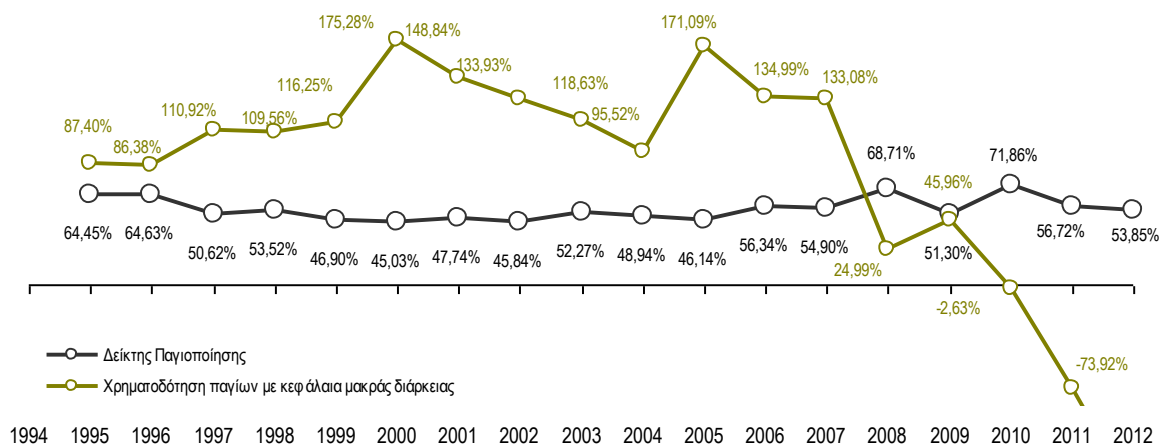
16E: Γενική Ρευστότητα και Δανειακή Εξάρτηση



Χρηματοδότηση Παγίων

Από το 2008 (έτος συγχώνευσης) και μετά, ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας ήταν υψηλότερος από το δείκτη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, ενώ θα έπρεπε να είναι χαμηλότερος γιατί τα ίδια κεφάλαια καλύπτουν και ανάγκες κεφαλαίου κίνησης (Διάγραμμα 17Ε). Αυτό υποδηλώνει ότι είτε τα πάγια χρηματοδοτήθηκαν «πολύ κακώς» με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, όπου φαίνεται και από το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης για την ίδια χρονική περίοδο, είτε ότι μειώθηκαν οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

17Ε: Παγιοποίηση και Χρηματοδότηση Παγίων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων οικονομικών καταστάσεων

Δείκτης παγιοποίησης: Πάγια προς απασχολούμενα κεφάλαια (Ενεργητικό)

Χρηματοδότηση παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας: Ιδία κεφάλαια και Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς συνολικά κεφάλαια

Απόδοση

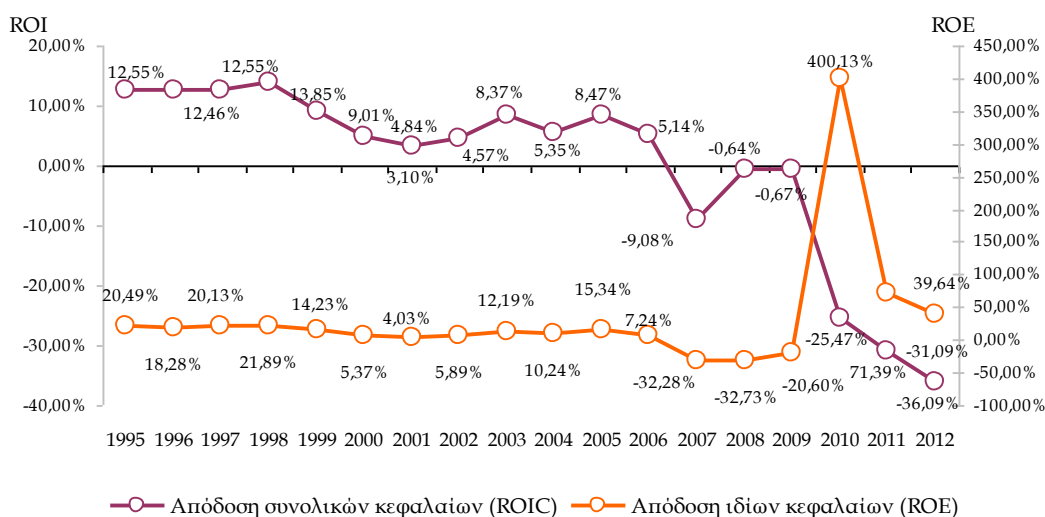
Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων και Ιδίων Κεφαλαίων

Η απόδοση συνολικών κεφαλαίων (return on invested capital-ROIC)⁹⁵ εμφανίζει έντονες διακυμάνσεις καθ' όλη τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 1995-2012. Τη χαμηλότερη απόδοση είχε το 2001 (3,10%) και από το 2007 και μετά ήταν αρνητική (Διάγραμμα 18Ε, Παράρτημα ΠΠ8).

Ο δείκτης ROIC δείχνει την απόδοση που προέκυψε από την αξιοποίηση κεφαλαίων από τις πηγές χρηματοδότησης (εσωτερική και εξωτερική) από τη Διοίκηση της επιχείρησης.

⁹⁵ ROIC: Καθαρά κέρδη συν χρηματοοικονομικές δαπάνες προς συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια (Ενεργητικό)

18E: Δείκτης Απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων (ROIC) και Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)



Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity-ROE)⁹⁶ επίσης εμφανίζει διακυμάνσεις για την ίδια εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Ο δείκτης ROE δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιήσει αποτελεσματικά τα κεφάλαια των μετόχων. Ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων⁹⁷ εμφανίζει αρνητικές τιμές τα 3 τελευταία έτη (2010-2012) και το 2008 ήταν 5,05, την υψηλότερη τιμή για το χρονικό διάστημα 1995-2012 όπου φανερώνει ότι τα ξένα κεφάλαια (κυρίως οι βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις) για τη χρηματοδότηση των στοιχείων του ενεργητικού ήταν σημαντική υψηλή.

Απόδοση Ενεργητικού

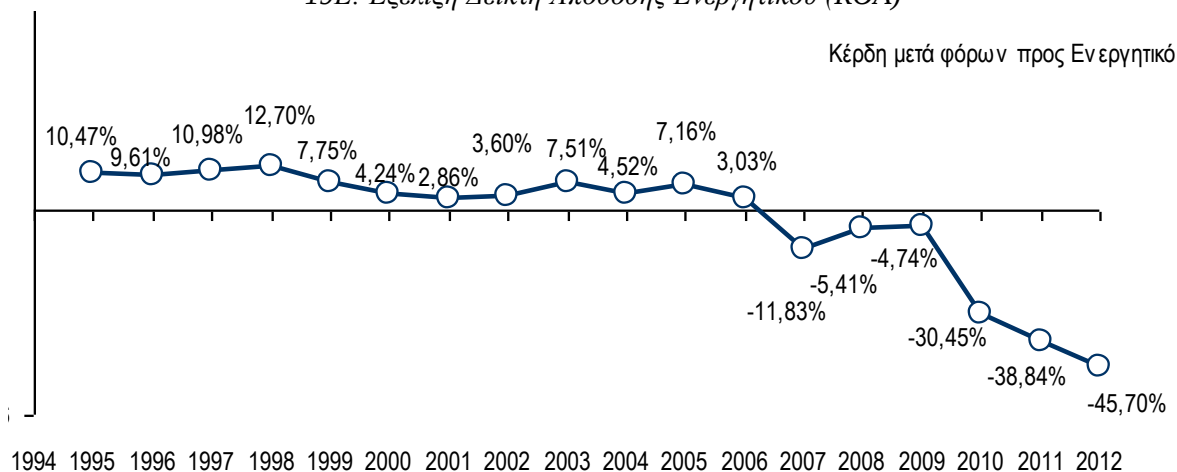
Ο δείκτης αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων εκφράζεται με τον δείκτη απόδοσης τους ενεργητικού (return on asset) και δείχνει την αποτελεσματικότητα της διοίκησης των οικονομικών πόρων της επιχείρησης και υποδεικνύει την ελκυστικότητα προσέλκυσης κεφαλαίων.

Ο μέσος ρυθμός απόδοσης του Ενεργητικού (ROA/Καθαρά κέρδη μετά φόρων / Συνολικό Ενεργητικό) της εξεταζόμενης εταιρίας υπολογίζεται σε 8,37% για το χρονικό διάστημα 1995-2001, σε 1,22% για το διάστημα 2002-2008 και σε -29,93% για το διάστημα 2009-2012. Εάν λάβουμε υπόψη τα κέρδη προ τόκων και φόρων αντί των κερδών μετά φόρων, οι μέσοι όροι είναι 12,52%, 1,46% και -16,57% αντίστοιχα για τις ίδιες χρονικές περιόδους (Διάγραμμα 19E, Παράρτημα [ΠΠ8: Δείκτες Απόδοσης Κεφαλαίων](#))

⁹⁶ ROE: Καθαρά κέρδη μετά φόρων προς ίδια κεφάλαια

⁹⁷ Ενεργητικό προς ίδια κεφάλαια

19Ε: Εξέλιξη Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων οικονομικών καταστάσεων

Λειτουργική και Χρηματοοικονομική Μόχλευση

Ο δείκτης λειτουργικής μόχλευσης⁹⁸ της εξεταζόμενης εταιρίας είναι σχεδόν αμετάβλητος για το διάστημα 1995-1999 και κυμάνθηκε από 2,23 έως 2,56. Από το 2000 έως και το 2006 (με εξαίρεση το 2004 και από το διάστημα 2007-2013 που οι τιμές είναι αρνητικές), ο βαθμός λειτουργικής μόχλευσης σημείωσε αύξηση και κυμάνθηκε από 4,03 έως 5,74.

Η υψηλή λειτουργική μόχλευση την εν λόγω περίοδο αποδίδεται στον υψηλό τραπεζικό δανεισμό και στην αύξηση των αποσβέσεων λόγω συγχώνευσης. Το ύψος παραγωγής και πωλήσεων δεν σημείωσαν σημαντική αύξηση, με αποτέλεσμα οι σταθερές δαπάνες (χρεωστικοί τόκοι και αποσβέσεις) να αποτελούν μεγάλο ποσοστό του συνολικού κόστους. Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης⁹⁹ ανήλθε σε 1,40 φορές το 2006.

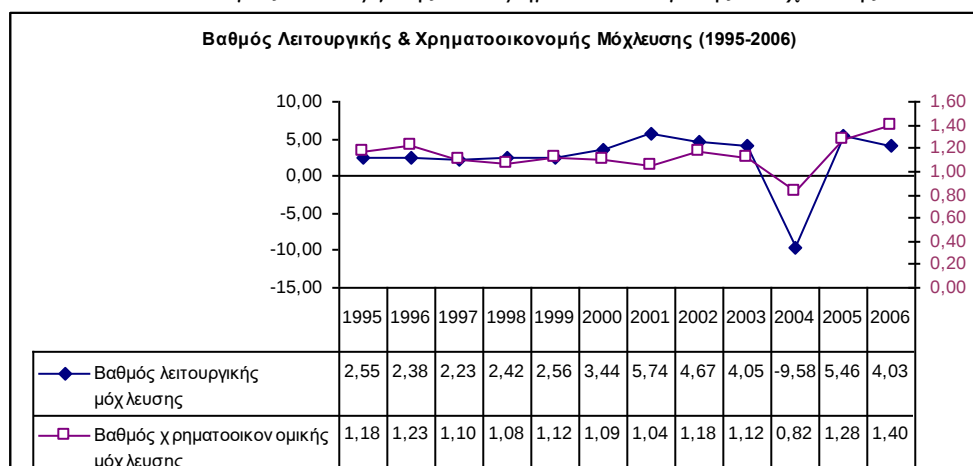
Η υψηλή λειτουργική μόχλευση συντέλεσε στην αύξηση του επιχειρηματικού κινδύνου (συντελεστής β) προκαλώντας επιπτώσεις εν συνεχεία στα κέρδη ανά μετοχή. Από το 2005 και μετά, η αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων συνέβαλε στη μείωση της τιμής της μετοχής εξαιτίας της επιβάρυνσης της εταιρίας με χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Αυτό φαίνεται και από τον πολλαπλασιαστή μόχλευσης (σύνολο ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια) αυξάνεται έντονα από το

⁹⁸ Βαθμός λειτουργικής μόχλευσης: Μικτό περιθώριο δια καθαρά λειτουργικά κέρδη (EBIT). Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη προκύπτουν από τη διαφορά EBITDA μείον αποσβέσεις. (πίνακας Παρατήματος ΠΠ2).

⁹⁹ Βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης: EBIT προς (EBIT - Τόκοι)

2006 και μετά (πίνακας Παραρτήματος ΠΠ8), χρηματοδοτώντας το ενεργητικό της με περισσότερα ξένα κεφάλαια αντί ίδια κεφάλαια). Παρά την αύξηση των ξένων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάθρωση, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων βαίνει αρνητική από το 2007 και μετά. (πίνακας Παραρτήματος ΠΠ8),

20Ε: Βαθμός Λειτουργικής και Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης



Χρηματιστηριακές Αποδόσεις

Για την κατανομή των αποδόσεων επιλέχθηκε ο Γενικός Δείκτης Τιμών Μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε ημερήσιες τιμές κλεισίματος μετοχών για το διάστημα 2/1/2006 έως 31/12/2010 (5 έτη) και η αντίστοιχη χρονολογική σειρά από ιστορικές ημερήσιες αποδόσεις της μετοχής NUTRIART για την ίδια περίοδο. Στη συνέχεια, μετατράπηκαν οι τιμές κλεισίματος σε αντίστοιχες ημερήσιες αποδόσεις, χρησιμοποιώντας τη σχέση.

$$\text{Απόδοση (X}_i\text{)} (\text{τελική τιμή προς αρχική τιμή}) \text{HPY} = \text{HPR} [(\text{Τελική τιμή μείον αρχική τιμή}) - 1]$$

Στη συνέχεια, από τις ημερήσιες αποδόσεις, βρέθηκαν οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις για τα έτη 2006-2010 (Πίνακας 4Π, Διάγραμμα 21Ε).

Ο υπέρμετρος δανεισμός οδήγησε στην πτώση της τιμής της μετοχής εξαιτίας της επιβάρυνσης της εταιρίας με χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

4Π: Μέση Μηνιαία Απόδοση Μετοχών (2006-2010)

	Μέση μηνιαία απόδοση	
	ΓΑΤΜ	NUTRIART
Ιαν-06	0,004	0,006718199
Φεβ-06	0,002783935	0,007358807
Μαρ-06	-0,000940485	0,000109465
Απρ-06	0,000308395	-0,000120888
Μαϊ-06	0,001034301	-0,001410235

Ιουν-06	-0,000571595	-0,00231409
Ιουλ-06	0,000771904	-0,002568205
Αυγ-06	0,939200642	0,00083026
Σεπ-06	0,321322183	0,003326536
Οκτ-06	0,002257537	0,002001592
Νοε-06	0,001034333	0,000302425
Δεκ-06	0,486217146	0,002524966
Ιαν-07	0,003195897	-0,001595275
Φεβ-07	-0,001768958	0,007880192
Μαρ-07	0,001461825	7,65241E-05
Απρ-07	0,001794891	-0,006236806
Μαϊ-07	0,002332802	-6,69657E-05
Ιουν-07	-0,001226342	-0,000840224
Ιουλ-07	0,000733752	-0,000538103
Αυγ-07	5,70407E-05	-0,002886893
Σεπ-07	-0,006028325	-0,005075659
Οκτ-07	0,001783	-0,001906085
Νοε-07	-0,002377062	-0,001720704
Δεκ-07	0,001338075	0,000815875
Ιαν-08	-0,007399399	-0,008189521
Φεβ-08	-0,002477539	-0,009622221
Μαρ-08	-0,002202633	-0,015641464
Απρ-08	0,00289572	-0,008934183
Μαϊ-08	-0,000354978	-0,001016254
Ιουν-08	-0,009571775	-0,002581939
Ιουλ-08	-0,000254945	-0,008325189
Αυγ-08	-0,001457977	0,003337154
Σεπ-08	-0,006028325	-0,005075659
Οκτ-08	-0,013682574	-0,008272513
Νοε-08	-0,003181427	0,007873883
Δεκ-08	-0,003141767	0,000909143
Ιαν-09	0,000108624	-0,001264863
Φεβ-09	-0,007179412	-0,018896895
Μαρ-09	0,004821793	0,011386072
Απρ-09	0,011345326	0,009997052
Μαϊ-09	0,006450779	0,016365189
Ιουν-09	-0,002182909	-0,012300167
Ιουλ-09	0,003011173	0,004144247
Αυγ-09	-0,001457977	0,003337154
Σεπ-09	0,003560716	-0,007136385
Οκτ-09	0,000598948	-0,00050294
Νοε-09	-0,007917305	-0,004770702
Δεκ-09	-0,00097913	-0,003693612
Ιαν-10	-0,00338024	-0,008027927
Φεβ-10	-0,003308919	-0,000696178
Μαρ-10	0,003693937	0,000503393
Απρ-10	-0,004551385	-0,012291189
Μαϊ-10	-0,008832131	-0,011066956
Ιουν-10	-0,003246569	0,009182897
Ιουλ-10	0,007415118	0,000993716
Αυγ-10	-0,00338944	0,00268932
Σεπ-10	-0,002417304	-0,008034942
Οκτ-10	0,002654267	0,010638199
Νοε-10	-0,003824231	-0,025503108
Δεκ-10	-6,1312E-05	0,022439087
Μέση απόδοση	2,84%	-0,12%
Τυπική απόκλιση	14,11%	0,80%
Συντελεστής μεταβλητότητας	4,97	-6,57

21E: Αποδόσεις στο Χρηματιστήριο



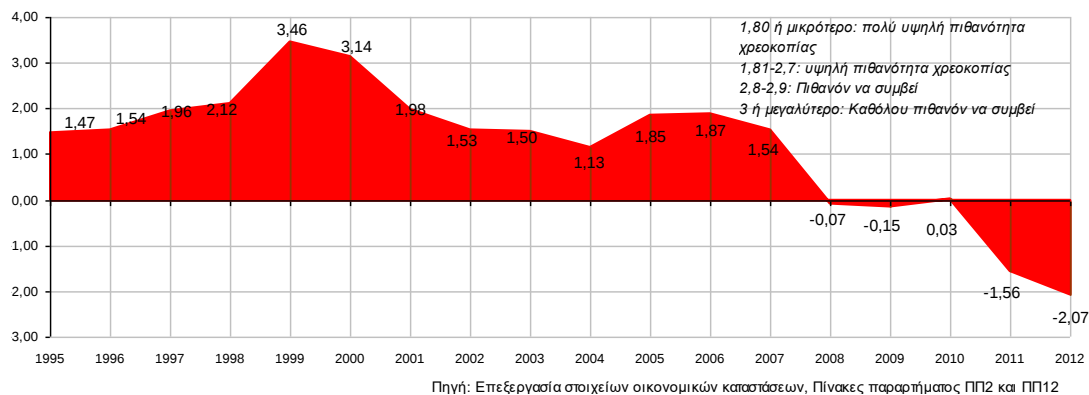
Πρόβλεψη Χρεοκοπίας

Altman Z-Score

Αγνοώντας, το νομικό, θεσμικό και οικονομικό περιβάλλον της χώρας, εξετάστηκαν τα διαθέσιμα δεδομένα της χρονικής περιόδου 1995-2005 της εταιρίας, σύμφωνα με το μοντέλο πρόβλεψης αποτυχίας Z-score, και προκύπτει ότι η εταιρία εμφάνιζε πολύ σοβαρές ενδείξεις για να βρεθεί στο

στάδιο της χρεοκοπίας ήδη από το 1995, με εξαίρεση τα έτη 1999-2000 (διάγραμμα 22E, Παράρτημα πίνακας [ΠΠ4: Μοντέλο Πρόβλεψης Χρεοκοπίας, NUTRIART ABEE: Altman-Z](#)).

22E: Z-Score Analysis

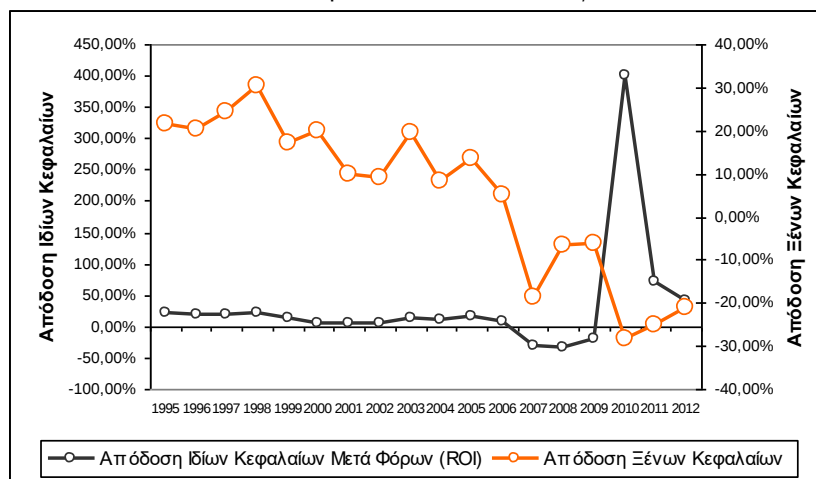


Το Συμφέρον των Οφειλετών και των Πιστωτών

Επιτόκιο Κεφαλαιοποίησης Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων

Η απόδοση ξένων κεφαλαίων (αποτελέσματα μετά φόρων δια σύνολο υποχρεώσεων) είναι μεγαλύτερη από την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (αποτελέσματα μετά φόρων δια σύνολο ιδίων κεφαλαίων) κατά το χρονικό διάστημα 1995-2003, ενώ για τα επόμενα έτη 2004-2012 είναι μικρότερη έως και αρνητική (διάγραμμα 23E, πίνακας παραρτήματος ΠΠ8).

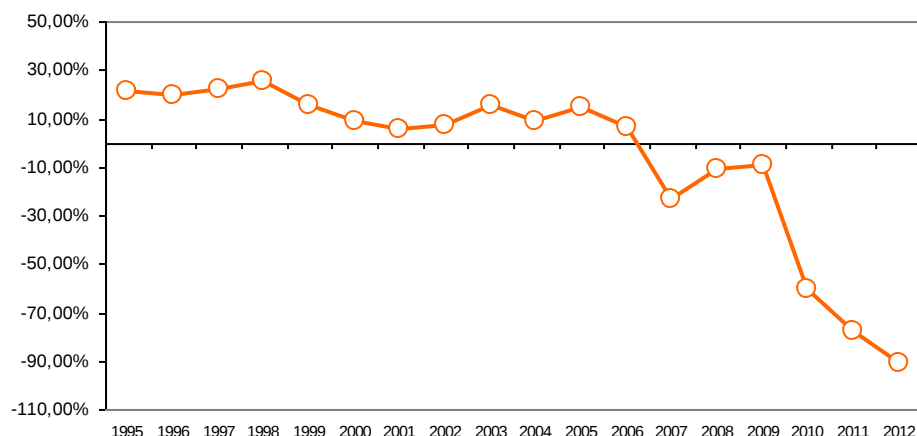
23E: Απόδοση Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων



Το ολικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης ως σταθμικός μέσος όρος των προηγούμενων δύο επιτοκίων κεφαλαιοποίησης (ιδίων και ξένων κεφαλαίων) είναι αρνητικό από το 2007 και μετά (διάγραμμα 24E, πίνακας παραρτήματος ΠΠ8).

24Ε: Ολικό κόστος κεφαλαιοποίησης

Ολικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης



Το Δύλλημα Σήμερα

Από τη Θέση των Μετόχων

	2008	2009	2010	2011	2012
Ιδια κεφάλαια (P1)	31.204.186	39.130.476	-9.725.774	-52.481.651	-88.734.011
Προβλέψεις (P2)	9.005.953	9.852.224	7.429.659	11.096.685	12.303.490
ΣΥΝΟΛΟ (Ec=P1+P2) (1)	40.210.139	48.982.700	-2.296.115	-41.384.966	-76.430.521
Πάγια και Κυκλοφορούν Ενεργητικό (L) (2)	188.343.380	131.210.489	127.785.904	96.445.554	76.983.286
Σύνολο Αξίας επιχείρησης (1+2)	228.553.519	180.193.189	125.489.789	55.060.588	552.765
Κόστος Πτώχευσης BC=Ec-L	-148.133.241	-82.227.789	-130.082.019	-137.830.520	-153.413.807
Α' περίπτωση					
Υφιστάμενα μακροπρόθεσμα δάνεια (Bb1)	1.182.969	953.675	7.314.932	12.045.736	25.949.300
Υφιστάμενα βραχυπρόθεσμα δάνεια (Bb2)	109.807.153	89.583.658	89.188.359	97.673.072	103.379.732
Αξία εκκαθάρισης προς διανομή στους οφειλέτες Bc = Bb1+Bb2 (α)	110.990.122	90.537.333	96.503.291	109.718.808	129.329.032
Εάν λάβουμε υπόψη το συμφέρον των μετόχων σε σχέση με το κόστος πτώχευσης και τις οφειλές	BC > Bc	BC < Bc	BC > Bc	BC > Bc	BC > Bc
Συμφέρει	ΣΥΝΕΧΙΣΗ	ΔΙΑΚΟΠΗ	ΣΥΝΕΧΙΣΗ	ΣΥΝΕΧΙΣΗ	ΣΥΝΕΧΙΣΗ

Υπενθυμίζεται ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την απόδοση ξένων κεφαλαίων εξετάζοντας μόνο τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από πλευράς δανειστών.

Από τη Θέση των Δανειστών

	2008	2009	2010	2011	2012
Β' περίπτωση					
Υφιστάμενα μακροπρόθεσμα δάνεια (Bb1)	1.182.969	953.675	7.314.932	12.045.736	25.949.300
Υφιστάμενα βραχυπρόθεσμα δάνεια (Bb2)	109.807.153	89.583.658	89.188.359	97.673.072	103.379.732
Αξία εκκαθάρισης προς διανομή στους	110.990.122	90.537.333	96.503.291	109.718.808	129.329.032

οφειλέτες $Bc = Bb1 + Bb2$ (1)

Πάγια και Κυκλοφορούν Ενεργητικό (L)	188.343.380	131.210.489	127.785.904	96.445.554	76.983.286
Ιδια κεφάλαια και προβλέψεις (Ec)	40.210.139	48.982.700	-2.296.115	-41.384.966	-76.430.521
Σύνολο Αξίας επιχείρησης (2)	228.553.519	180.193.189	125.489.789	55.060.588	552.765
Εάν λάβουμε υπόψη το συμφέρον της τράπεζας	1<2	1<2	1<2	1>2	1>2
Συμφέρει	ΣΥΝΕΧΙΣΗ	ΣΥΝΕΧΙΣΗ	ΣΥΝΕΧΙΣΗ	ΔΙΑΚΟΠΗ	ΔΙΑΚΟΠΗ

Το Δίλλημα Αύριο

Η τυπική απόκλιση ταμειακών ροών (κέρδη μετά φόρων συν αποσβέσεις) κρίνεται ότι είναι αρκετά υψηλή από τα πρώτα πέντε έτη της εξεταζόμενης περιόδου και είναι δύσκολο να βρει χρηματοδότες για τη συνέχιση της. Για το χρονικό διάστημα 1995-2003 κυμαίνεται από 16%-22%, ενώ από το 2004 και μετά είναι εξαιρετικά υψηλή (Πίνακας 5Π).

5Π: Τυπική Απόκλιση Ταμειακών Ροών

Ετος	Ταμειακές Ροές Μετά από φόρους συν αποσβέσεις	Σχετική Ετήσια Απόδοση	Ποσοστιαία απόδοση (%) (Xi)	Xi - AM	(Xi - AM) ²
1995	3.136.355	-			
1996	3.588.101	1,14	0,14	-0,02	0,0004
1997	5.284.623	1,47	0,47	0,31	0,0955
1998	6.212.776	1,18	0,18	0,01	0,0001
1999	5.361.192	0,86	-0,14	-0,30	0,0906
Αριθμητικός μέσος (AM)			0,1639	Άθροισμα (α)	0,1865
				Αρ. πληθυσμού (β)	4
				$\gamma = \alpha \text{ δια } \beta$	0,0466
				Τυπική απόκλιση ($\gamma^{1/2}$)	0,2160
Μέση απόδοση (1995-1999)			16,3854%	Τυπική απόκλιση	21,5955%
2000	5.126.608	0,96	-0,04	-0,17	0,0281
2001	5.235.043	1,02	0,02	-0,10	0,0106
2002	6.044.163	1,15	0,15	0,03	0,0009
2003	8.242.125	1,36	0,36	0,24	0,0575
Αριθμητικός μέσος (AM)			0,1239	Άθροισμα (α)	0,0971
				Αρ. πληθυσμού (β)	4
				$\gamma = \alpha \text{ δια } \beta$	0,0243
				Τυπική απόκλιση ($\gamma^{1/2}$)	0,1558
Μέση απόδοση (2000-2003)			12,3901%	Τυπική απόκλιση	15,5793%
2004	6.299.501	0,76	-0,24	0,36	0,1288
2005	8.478.361	1,35	0,35	0,94	0,8845
2006	4.880.000	0,58	-0,42	0,17	0,0290
2007	-5.193.000	-1,06	-2,06	-1,47	2,1596
Αριθμητικός μέσος (AM)			-0,5946	Άθροισμα (α)	3,2018
				Αρ. πληθυσμού (β)	4
				$\gamma = \alpha \text{ δια } \beta$	0,8005

				Τυπική απόκλιση ($\gamma^{1/2}$)	0,8947
Μέση απόδοση (2004-2007)				Τυπική απόκλιση	89,4682%
			-59,4593%		
2008	-5.748.190	-1,11	-2,11	1,67	2,7980
2009	-3.326.576	-0,58	-1,58	2,20	4,8440
2010	-34.200.037	-10,28	-11,28	-7,50	56,2685
2011	-33.511.942	-0,98	-1,98	1,80	3,2391
2012	-31.894.913	-0,95	-1,95	1,83	3,3411
Αριθμητικός μέσος (AM)				Αθροισμα (α)	70,4906
				Αρ. πληθυσμού (β)	5
				$\gamma = \alpha \text{ δια } \beta$	14,0981
				Τυπική απόκλιση ($\gamma^{1/2}$)	3,7547
Μέση απόδοση (2008-2012)				Τυπική απόκλιση	375,4746%
				-377,9622%	

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η χρεοκοπία των επιχειρήσεων συνεπάγεται υψηλό ατομικό και κοινωνικό κόστος και το πρόβλημα απόφασης ανάμεσα στην πτώχευση και την αλλαγή στρατηγικής προκειμένου να αποφευχθεί η χρεοκοπία παραμένει σοβαρό θέμα απόφασης μεταξύ της διοίκησης, των κυβερνητικών φορέων, των επενδυτών και των ελεγκτικών αρχών.

Είναι γεγονός ότι οι πτωχεύσεις εξαιτίας της υψηλής δανειακής επιβάρυνσης είναι ένα παγκόσμιο πρόβλημα που θεωρείται ως μία ένδειξη της ανθεκτικότητας των οικονομιών των μεμονωμένων χωρών. Πολλοί ακαδημαϊκοί και ερευνητές παρουσιάζουν ετερογένεια στις τεκμηριώσεις τους σχετικά με τα οφέλη της αναδιοργάνωσης π.χ. μέσω εξαγορών, αφού ιστορικά δεδομένα αποδεικνύουν ότι δεν είναι τελικά επιτυχής λύση στην υψηλή δανειακή επιβάρυνση.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση επέφερε σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στον ιδιωτικό αλλά και στον δημόσιο τομέα. Το νέο οικονομικό περιβάλλον απαιτεί την εφαρμογή του «3Α» Αποτελεσματικό, Αποδοτικότητα και Ανταποδοτικότητα. Η «πρότυπη» ωστόσο συμπεριφορά μπορεί να είναι εύθραυστη. Σε έναν κόσμο, όπου τα λάθη είναι συχνά, ακολουθώντας «επιστημονικές προσεγγίσεις», απαιτείται μία διαφορετική προσέγγιση για τη βελτίωση της αναποτελεσματικότητας της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψη τις διάφορες συμφωνίες. Όπως, αναφέρει ο Coase (1960), το δικαίωμα «να κάνεις κάτι που θα έχει ζημιογόνο αποτέλεσμα» στην παραγωγή, τότε είναι πρόβλημα της παραγωγής. Θα ήταν περισσότερο επιθυμητό να ενεργήσεις παράγοντας περισσότερα από αυτά που θα χάσεις.».



Η επιτυχημένη επιχειρηματικότητα επηρεάζει θετικά τους μετόχους άλλα και τις άμεσα ή έμμεσα εμπλεκόμενες ομάδες με την επιχείρηση ως ένα **οικοσύστημα πολλαπλών κατευθύνσεων εμπλοκής**. Δεν μπορεί να ζημιώσει κάποιον, χωρίς να επηρεαστεί και η ίδια. Η επιτυχία της υπολογίζεται με την μέτρηση της απόδοσης και της ανταγωνιστικότητας των ιστορικών στοιχείων αλλά και ως πρόβλεψη της μελλοντικής της πορείας.

Επιτυχημένες επιχειρήσεις στο μέλλον θα είναι εκείνες που προσανατολίζονται πέραν από το κέρδος που καταφέρνουν να ισορροπήσουν τις επιθυμίες όλων των stakeholders την ίδια, αν και αμφισβητείται ότι είναι εφικτή μία τέτοια “win-win” προσέγγιση (Freeman & McVea, 2001). Ο λόγος ύπαρξης των επιχειρήσεων είναι η εξυπηρέτηση της κοινωνίας, προσφέροντας ασφαλώς ποιοτικά προϊόντα και υπηρεσίες, χωρίς όμως να προκαλεί κοινωνικά και οικονομικά προβλήματα (μείωση θέσεων εργασίας, ανεξόφλητες οφειλές).

Η εταιρική Διακυβέρνηση μαζί με τη βιώσιμη ανάπτυξη αποτελούν τους θεμελιώδεις πυλώνες της σύγχρονης επιχειρηματικότητας, για μία επιχείρηση που θέλει να αναπτύσσεται σε στέρεο οικονομικό και κοινωνικό έδαφος και να περιλαμβάνονται όλοι οι άμεσα ενδιαφερόμενοι (stakeholder). Με τον τρόπο αυτό αντιμετωπίζονται προβλήματα συνδεδεμένα με ευκαιριακές συμπεριφορές, καθώς και η ενθάρρυνση για άμεση και στενή συνεργασία ανάμεσα στους stakeholders για τη διασφάλιση της μακροχρόνιας κερδοφορίας (Γκουρογιάννης, 2003). Παρόλα αυτά, θεωρείται δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να διασφαλιστεί ότι η εταιρία ικανοποιεί τους ευρύτερους στόχους, δηλ. ότι κάθε επιχείρηση είναι υπεύθυνη για ένα ευρύτερο σώμα ανθρώπων εκτός από τους μετόχους.

Ο κλάδος που συμμετέχει μία επιχείρηση με υψηλή δανειακή επιβάρυνση και συγκεκριμένα η δομή και διάρθρωση του κλάδου, οι πολιτικές επεμβάσεις για τη ρύθμιση της λειτουργίας της αγοράς, αλλά και η οικονομική κατάσταση των τραπεζών, «προκαθορίζουν» την μελλοντική πορεία της επιχείρησης όσον αφορά στις διαπραγματεύσεις σχετικά με την αναδιάρθρωση του χρέους.

Η λήψη απόφασης μεταξύ χρεοκοπίας ή συνέχισης λειτουργίας μίας επιχείρησης με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, εξαρτάται από το χρόνο λήψης της απόφασης και το μέγεθος της ζημιάς των εμπλεκόμενων μερών (μέτοχοι, πιστωτές και τράπεζες) από τη στιγμή που αποφασίζεται η μία ή άλλη περίπτωση. Ακόμη και αν ισχυριστούμε ότι η εταιρία θα μπορούσε να διαφοροποιήσει την στρατηγική της με διεύθυνση σε νέες αγορές με υψηλή ανάπτυξη ώστε να δημιουργηθούν νέες ταμειακές εισροές από έσοδα από πωλήσεις, το ζητούμενο είναι η δυνατότητα χρηματοδότησης του

νέου επενδυτικού σχεδίου και πως αξιολογείται η πιστοληπτική ικανότητα αυτής της επιχείρησης και το σημαντικότερο, η ικανότητα χρηματοοικονομικής διαχείρισης της διοίκησης.

Η εταιρία λειτουργεί με ζημιές από το 2007 και έκτοτε με σοβαρή ένδειξη μη αποτελεσματικής λειτουργίας που την οδηγεί σε χρεοκοπία. Η αρνητική διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης και κόστους δεν μπορεί να καλύπτεται επ' αόριστο από τους μετόχους, εκτός αν αποκατασταθεί η αποτελεσματική λειτουργία της. Η απελευθέρωση της αγοράς (bake off) οδηγεί τις επιχειρήσεις στην αναθεώρηση του επιχειρηματικού μοντέλου κυρίως στη διαχείριση του κόστους ελαχιστοποιώντας τον επιχειρηματικό κίνδυνο, ώστε να της καταστήσει ανταγωνιστικές και βιώσιμες.

Η επιχείρηση ως ένα σύνθετο πλέγμα συμφερόντων δεν εξασφαλίζει ποιότητα στις μελλοντικές ταμειακές ροές, άρα δεν παρέχει ασφάλεια στους εργαζόμενους για το επίπεδο των αμοιβών τους, στο κράτος για την είσπραξη φόρων, στους πιστωτές και στους μετόχους για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου απώλειας των κεφαλαίων τους. Η εταιρία δεν παρέχει εμπιστοσύνη και υψηλές προσδοκίες στους πιστωτές και στο κράτος αρκετά χρόνια που είναι σε λειτουργία και ως εκ τούτου η χρεοκοπία είναι η μόνη λύση.

ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

Τα προτεινόμενα θέματα για περαιτέρω διερεύνηση είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ ιδιοκτητών μετοχών και ιδιοκτητών χρέους, η ευθύνη των διοικούντων για τη λήψη στρατηγικών χρηματοοικονομικών αποφάσεων, η πιθανότητα επαναδιαπραγμάτευσης της πτώχευσης, η ακρίβεια των ελέγχων για την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζόμενων και των μοντέλων πρόβλεψης πτώχευσης που χρησιμοποιούν, καθώς και η συμβολή του πτωχευτικού δικαίου στην αύξηση του μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού που επηρεάζει την ποσότητα χρήματος που διατίθεται στην αγορά.

Ένα παγκόσμιο ζήτημα είναι η μέτρηση και η αξιολόγηση των οικονομικών πόρων και αποδόσεων της τοπικής αυτοδιοίκησης, (Δήμοι) καθώς και των επιχειρήσεων κοινής ωφελείας με βασικούς μετόχους το κράτος και την απόδοση ευθύνης στη διοίκηση αυτών εξαιτίας της αυξανόμενης αποκέντρωσης στη λήψη αποφάσεων από την κεντρική στην τοπική αυτοδιοίκηση. Οι επιχειρήσεις με χαμηλή οικονομική απόδοση εμφανίζουν οικονομικές δυσχέρειες (Cohen et al. 2011) και παρέχουν χαμηλής ποιότητας υπηρεσίες προς τους πολίτες προκαλώντας σοβαρά κοινωνικά



προβλήματα. Σημειώνεται ότι τα τραπεζικά δάνεια στις επιχειρήσεις αυτές, δίδονται με εγγυήσεις δημοσίου (κυβέρνησης).

Ένα ζήτημα που μπορεί να γίνει αντικείμενο έρευνας, είναι το κατά πόσο υπάρχει και σε ποιο βαθμό όφελος ή κόστος από την προσπάθεια για την συνέχιση της λειτουργίας επιχειρήσεων με οικονομική δυσχέρεια σε αντιδιαστολή με το κόστος επιδομάτων ανεργίας των εργαζομένων της.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

- Abdou, K. & Dicle, M. (2006). Do Risks Factors Matter in The IPO Evaluation?
- Al-Kassar, T., & Soileau, J. (2012). Design and Applied Mathematical Model of Measuring Financial Performance *Evaluation: Jordan Results. Oil, Gas & Energy Quarterly*, 60(3) 621-636.
- Almeida, H. & Phillippon, T. (2008). Estimating Risk-Adjusted Costs of Financial Distress. <http://business.illinois.edu/halmeida/FDJACF.pdf>.
- Altaman, E. (1977). Predicting Financial Distress of Companies. Revisiting the Z-Score and ZETA Models. <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/PredFnclDistr.pdf>.
- Altman, E. & Hotchkiss, E. (2006). Corporate financial distress and bankruptcy. New Jersey: John Willeyand Sons. 368.
- Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of finance*, 23: 589-609.
- Altman, E. I., Haldeman R. G. and Narayanan P. (1977). Zeta Analysis, *Journal of Banking and Finance*. June 1977, pp. 29-54.
- Altman, E.I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39, 4, 1067-1089.
- Altman, E.I. (1989). Measuring Corporate Bond Mortality and Performance. *Journal of Finance September*, pp.909-922.
- Argenti, J. (1976). Corporate Collapse: The Causes and Symptoms. New York, John Wiley and Sons, pp.40.
- Asquith, P., Mullins, D. W., and Woff, E. D. (1989). Original Issue High Yield Bonds: Aging Analysis of Defaults, Exchanges and Calls. *Journal of Finance*. pp.923-953.
- Audretsch, D.B., P. Houweling and A.R. Thurick (2000). Firm survival in the Netherlands. *Review of Industrial Organization*, 16, 1-11.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Volume 57, Issue 1.
- Bartelsman, E., Haltiwanger, J., Scarpetta, S. (2004). Microeconomic Evidence of Creative Destruction in Industrial and Developing Countries. *IZA Discussion Paper No. 1374, The World Bank Policy Research Working Paper No. 3464*.
- Basu, S. (1983). The relationship between earnings; yield market value and return for NYSE common stock. *Journal of Financial Economics* 12 (1983) 129-156. North-Holland.
- BCG (2011). The art of planning. *The Boston Consulting Group*. <https://www.bcg.com/documents/file75267.pdf>.
- BCG (2017). Value Creation Strategy. <https://www.bcg.com/expertise/capabilities/corporate-development-finance/value-creation-strategy.aspx> (Ημερομηνία ανάκτησης 10-05-17).
- Beasley, S. M., Carcello, J. V. and Hermanson, D. R. (1999). Fraudulent Financial Reporting: 1987- 1997: An Analysis of U.S. *Public Companies. Research Report, COSO*.
- Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research* 4 (suppl.) pp.71-111.
- Beneish, M. (1999). The Detection of Earnings Manipulation. Beneish, M. D. (1999). Financial Analysts Journal, 24-36. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.3676&rep=rep1&type=pdf>.

Beneish, M., (1997). Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management Among Firms with Extreme Financial Performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol:16, No: 3, pp: 271-309.

Benito, G. (1997b). De-Internationalization. *Management International Review*, special issue, 2, 7-25.

Bergström, C., T. Eisenberg, S. Sundgren, (2002). Secured debt and the likelihood of reorganization. *International Review of Law and Economics*, 21, 359-372.

Bhandari, L. C. (1988). Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance*. 43:2, pp. 507-28.

Bolton, P. and D. Scharfstein (1996). Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*, 104, 1-25.

Bradford, D. F., (1977). The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions. *Discussion Paper No. 7738*.

Bradley, M., Desai, A. Kim, A. (1983). The rationale behind interfirm tender offers. Information or synergy? *Journal of Financial Economics*, vol. 11.

Brealey, R. A., and Myers, S. C. (2003). Principles of Corporate Finance. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Brigham, E.E., and Houston J. F. (2009). Fundamental of Financial Management. 12th Edition, South-Western Cengage Learning, Mason, OH, USA.

Buehler, S., F. Kaiser and F. Jaeger (2006). The determinants of mergers and bankruptcies in Switzerland 1995-2000. *Economics Letters*, 90, 88-95.

Bebchuk, L. A. (2000). Using options to divide value in corporate bankruptcy. *European Economic Review*, 44, 829-843.

Bulow, J. I., and Shoven, J. B. (1978). The Bankruptcy Decision. *The Bell Journal of Economics* Vol. 9, No. 2, pp. 437-456.

Cabral, L. & Mata, J. (2003). On the Evolution of the Firm Size Distribution: Facts and Theory. *American Economic Review* 93:4 (September), pp. 1075-90.

Cai, J., Cherny, K., Milbourn, T. (2010). Compensation and Risk Incentives in Banking and Finance. <https://www.clevelandfed.org/en/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/economic-commentary-archives/2010-economic-commentaries/ec-201013-compensation-and-risk-incentives-in-banking-and-finance.aspx>

Calegari, M., Maretno, H. (2005). The Persistence of Earnings and Corporate Governance in IPO Firms. *Accounting and Finance*.

Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1): 85-105.

Chan, S.H., Gau, G.W. and Wang, K. (1995). Stock market reaction to capital investment decisions: evidence from business relocations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(1), 81-100.

Chandler, A. (1962). Strategy & Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise. Cambridge, Mass.: The M.I.T. Press, pages 1-20

Chang, S.J. and Singh, H.(1999). The impact of modes of entry and resource firm on modes of exit by multibusiness firms. *Strategic Management Journal*, 20, 1019-1035.

Chatterjee, S. (2010). The Impact of Working Capital Management on the Profitability of the Listed Companies in the London Stock Exchange. <https://ssrn.com/abstract=1587249>.

Chow, Y.K. and Hamilton, R.T. (1993). Corporate divestment: an overview. *Journal of Managerial Psychology*, 8, 9-13.

- Chandler, A. (1968). Scale and Scope. Harvard University Press (1990).
- Clark G.L. and N. Wrigley (1997). Exit, the firm and sunk costs: reconceptualizing the corporate geography of divestment and plant closure. *Progress in Human Geography*, Vol. 21, no. 3, 338-358.
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost Source. *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 , pp. 1-44.
- Cohen, S., Doumpos M., Neophytou, E., Zopounidis, C. (2011). Assessing Financial Distress Where Bankruptcy is not an option.: An Alternative Approach For Local Municipalities. http://www.fel.tuc.gr/Working%20papers/2011_02.pdf.
- Comrey, A. L. (1993). A first course in factor analysis. Academic Press Inc., USA.
- Courtis, J. K. (1978). Modeling a financial ratios categoric framework. *Journal of Business Finance and Accounting*, 5(4), 371–386.
- Dalnial, H. Kmaluddin, A., Sanusi, ZM, Khairuddin, KS (2014). Accountability in Financial Reporting: Detecting Fraudulent Firms. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 145: 61-69
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, p.p. 573-587.
- Demsetz, H. (1969). Information and Efficiency: Another Viewpoint. Harold Demsetz. *Journal of Law and Economics*, vol. 12, issue 1, pages 1-22.
- Deschow, R., Ge, W., Larson, C. & Sloan. R. (2007). Predicting Material Accounting Manipulations. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=997483.
- Dewey, D. (1961). Mergers and Cartels: Some Reservations about Policy. *The American Economic Review* Vol. 51, No. 2, *Papers and Proceedings of the Seventy-Third Annual Meeting of the American Economic Association*, pp. 255-262.
- Dial, J. & Murphy, K. (1995). Incentives, downsizing, and value creation at General Dynamics. *Journal of Financial Economics* 37 (1995) 261-314.
- Duhaime, I.M. and Grant, J.H. (1984). Factors influencing divestment making: evidence from a field study. *Strategic Management Journal*, 5 (4), 301-318.
- Dunne, T., M. Roberts and L. Samuelson (1988). Patterns of Firm Entry and Exit in US Manufacturing Industries. *Rand Journal of Economics* 19:4, pp. 495-515.
- Dunne, T., M. Roberts and L. Samuelson (1989). The Growth and Failure of U.S. Manufacturing Plants. *Quarterly Journal of Economics* 104, pp. 671-98.
- Ebrahim, S. and Ike Mathur, I. (2001). The pricing of debt and Pareto optimal financing under endogenous bankruptcy. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*.
- European Commission (2005), State Aid Action Plan – Less and Better Targeted State Aid: A Roadmap for State Aid. *Reform 2005–2009, COM(2005) 107 final, Brussels*.
- European Commission (2014). You Can't Improve What You Can't Measure: State Aid Evaluation, Competition Policy Brief. *Issue 7, Brussels*.
- Evans, D. (1986). Test of Alternative Theories of Firm Growth. *Journal of Political Economy*.
- Evans, David (1987). The relationship between firm growth, size and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *Journal of Industrial Economics* 35:4 (June), pp. 567-581.
- Fama, E. E. and MacBeth, J. D. (1973). Risk, return and equilibrium: empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81, 607-36.
- Fama, E. F. and French K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives—Volume 18, Number 3—Summer 2004—Pages 25–46*.
- Fama, E. F., & Miller, M. (1972). The Theory of Finance . *Holt, Rinehart and Winston, New York*.

- Farrar, D. (1962). *The Investment Decision under Uncertainty*. Englewood Cliffs, N. J: Prentice-Hall, Inc.
- Ferguson, P., Ferguson, G., Rothschild, R. (1993). Corporate Strategy: Acquiring and Sustaining Competitive Advantage. *Macmillan Texts in Economics* pp 219-248. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-1-349-22696-2_12.
- Ferragina, A., Mazzotta, F. (2014). Local agglomeration economies: what impact on multinational and national Italian firms' survival? *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 110 8 – 19.
- Foster, Lucia, Haltiwanger, John, and C.J. Krizan (2001). Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence. in Edward Dean, Michael Harper and Charles Hulten eds. *New Developments in Productivity Analysis*, Chicago: University of Chicago Press.
- Freeman, E. & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.26351.
- Freeman, E. & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.26351.
- Freeman, E. & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.26351.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*. highereducation.mheducation.com/sites/dl/.../Appendices.pdf.
- Georgopoulos, A. and Mouratidis, K. (2007). Managerial and financial-accounting elements of International divestment: A literature review. *School of Business and Economics Working Paper SBE 2007/1*.
- Gerdin, J. (2005). Managing accounting system design in manufacturing departments: an empirical investigation using a multiple contingencies approach. *Accounting, Organizations and Society*, 30 (1), pp. 99–126.
- Gilbert, L.R., K. Menon, and K.B. Schwartz (1990). Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress. *Journal of Business Finance and Accounting*. Spring. pp.161-171.
- Gilson, S. C., Kose, J. and Lang, L.H.P (1990). Troubled debt restructurings An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27, 315-353, North-Holland.
- Gloubos, G. & Grammatikos, T. (1988). The Success of Bankruptcy Prediction Models in Greece. *Studies in Banking and Finance Vol. 7 (1988)*, pp. 37-46, *International Business Failure Prediction Models*, Editor E. I. Altman, North-Holland.
- Graham, B., Dodd D., Cottle S. (1962). *Security Analysis: Principles and Techniques*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Guthman, H.G and H.E. Dougall (1952). *Corporate Financial Policy*. New York: Prentice-Hall, Inc.
- Hannan, M. (1998). Rethinking age dependence in organizational mortality: logical formalizations. *American Journal of Sociology*, 104, 126-164.
- Haugen, R. & Senbet, L. (1978). The Irrelevance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, pp. 383-394.
- Hayajenh, O.S. and Yassine, G. L. A. (2011). The Impact of Working Capital Efficiency on Profitability-an Empirical Analysis on Jordanian Manufacturing Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 66, p.p. 67-76.
- Haynes M., Thompson S. and Wright, M. (2003). The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52, 147-166.
- Haynes, M., Thompson, S. and Wright, M. (2002). The impact of divestment on firm performance: empirical evidence from a panel data of UK companies. *Journal of Industrial Economics*, 50, 173-196.
- Heenan, D. (1989). The Downside of Downsize. *The Journal of Business Strategy*, pp. 18-23.

- Hennart, J.-F., Kim, D.-J. and Zeng, M. (1998). The impact of joint ventures status on the longevity of Japanese stakes in U.S. manufacturing affiliates. *Organization Science*, Vol. 9, No. 3, May – June, 382-395.
- Jensen, M .C. (1986). The agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M. (1989a). Active investors, LBOs and the privatization of bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance* 2, 35-44.
- Jensen, M. (1989b). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, Sept./Ott., 61-74.
- Jensen, M.C., (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance* 14(3): 8–21.
- Jones, S. and Hensher, D. A. (2008). Advances in Credit Risk Modelling and Corporate Bankruptcy Prediction. *Cambridge University Press*.
- Kaplan, S. and Weisbach, M. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *Journal of Finance*, 47, 107-138. <http://u.osu.edu/weisbach.2/files/2015/01/kaplanweisbach-pys5qx.pdf>
- Karagiorgos, T., Drogalas, G., Gotzamanis E. and Tampakoudis, I. (2009). The Contribution of Internal Auditing to Management. *International Journal of Management Research and Technology*, 3(2), *Serials Publications*, pp. 417- 427.
- Kellogg, I., and L. B. Kellogg (1991). Fraud, Window Dressing, and Negligence in Financial Statements. *Commercial Law Series*, McGraw-Hill.
- Klepper, S. and Kenneth, S. (1993). Technological Change and Industry Shakehouts. *Working Paper, Carnegie Mellon, U. Pittsburgh*.
- KMV Corporation 1995. Introducing Credit monitor. Version 4.San Francisco: KMV Corporation
- Kose J., Padma K. (2012). Debt Structure and the Protections offered by Bankruptcy Law to Creditors, Debtors and the Firm. *Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=2024345*.
- Lev, B. and S. R. Thiagarajan (1993). Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*, vol. 31, no. 2 (Autumn):190-215.
- Libby, R. (1975). Accounting Ratios and the Prediction of Failure: Some Behavioral Evidence. *Journal of Accounting Research*, 13, 1, 150-161.
- Luigi, P. & Sorin, V. (2009). A review of the capital structure theories. <http://steconomice.uoradea.ro/anale/volume/2009/v3-finances-banks-and-accountancy/53.pdf>.
- Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, vol. 3, pp. 110-120.
- Markham, J. (1995). Protecting the Institutional Investor- Jungle Predator or Shorn Lamb. *Yale Journal on Regulation*, vol. 12, issue 2.
- Markides, C. (1995). Diversification, restructuring and economic performance. *Strategic Management Journal*, 16, 101-118.
- Mata, J. and Portugal, P. (2000). Closure and divestiture by foreign entrants: the impact of entry and post-entry strategies. *Strategic Management Journal*, 21, 549-562.
- Mata, J. and Portugal, P. (2002). The survival of new domestic and foreign-owned firms. *Strategic Management Journal*, 23, 323-343.
- Mathuva, D. M. (2010). The influence of working capital management components on corporate profitability: a survey on Kenyan listed firms. *Research Journal of Business Management*, vol. 4, No. 1, p.p. 1-11.

- 
- McKinsey (2015). The real business of business. *McKinsey on Finance* Number 53.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 261–275.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48 (1958) 261–297.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. *American Economic Review* 53 (1963) 433–443.
- Morrison, E.R. (2007). Bankruptcy decision making: an empirical study of continuation bias in small-business bankruptcies. *Journal of law and Economics*, 50, 381-419.
- Newton, G.W. (1975). Bankruptcy and Insolvency Accounting. *New York: The Ronald Press*.
- Nia, S. (2015). Financial ratios between fraudulent and non-fraudulent firms: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Taxation*, Vol. 7(3), pp.38-44.
- Porter, M. E. (1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review* 65, no. 3.
- PWC (2014). Annual Survey 2014 state of the internal audit profession study Higher performance by design: A blueprint for change. <http://www.pwc.com/gr/en/publications/assets/state-of-internal-audit2014.pdf>.
- Raheman, A. and Nasr, M. (2007). Working Capital Management And Profitability Case of Pacistani Firms. *International Review of Business Resaerch Papers*, vol. 3, No. 1, p.p.279-300.
- Rappaport, A. (1986). Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. *Free Press: New York*
- Rappaport, A. (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2006/09/ten-ways-to-create-shareholder-value>.
- Razali, W., Arshad, R. (2014). Disclosure of corporate governance structure and the likelihood of fraudulent financial reporting. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 145 (2014) 243 – 253.
- Ritter, J. R., Welch, I. (2002). A Review Of IPO Activity, Pricing, And Allocations. *Journal of Finance*, Vol 57 (4 Aug), pp. 1795-1828.
- Schumpeter, J. (1943). Creative Destruction: From Capitalism, Socialism and Democracy. *New York: Harper, 1975) [orig. pub. 1942], pp. 82-85*.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1991). Takeovers in the ‘60s and the ‘80s: Evidence and implications. *Strategic Management Journal*, Winter Special Issue, 12, pp.51-59.
- Simoës, V.C. (2005). Disinvestment by foreign-owned (firms?): Factors in a general framework, in: L. Guyver and F. de Beule (eds.), *Transnational corporations and economic development: from internationalization to globalization*. *Palgrave Macmillan, Basingstoke*.
- Simon, Herbert A. and Bonini, Charles Pius, The Size Distribution of Business Firms (1958). *American Economic Review*, Vol. 48, Issue 4, p. 607-617.
- Singh, A. (1972). Takeovers: The Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm. *Cambridge University Press, London*.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *The Accounting Review*, 71: 289-315.
- Spiegel Der (1997). Primärziel ist cash – Alfred Rappaport entwickelte das Shareholder . *Value-Konzept*, Nr. 12.
- Stewart, M. (2010). The Management Myth: Debunking Modern Business Philosophy.
- Stiglitz, J. E. (1972). Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers. *The Bell Journal of Economics and Management Science* , Vol.3, No. 2.

- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 3-27.
- Svendsen, A. (1998). The Stakeholder Strategy.
- Taffler, R. J. (1983). The Z-Score Approach to Measuring Company Solvency. *The Accountant's Magazine*, March, 22-24.
- Tsetkos, G.P. and Gombola, M.J. (1992). Foreign and domestic divestments: Evidence on valuation effects of plant closings. *Journal of International Business Studies*, second quarter, 203-223.
- Viral, A. V., Rangarajan, K. and Kose, J. (2011). Cross-country variations in capital structures: The role of bankruptcy codes. *Journal of Financial Intermediation, Elsevier*, vol. 20(1), pages 25-54, January.
- Visser, W. (2011). The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business. *Journal of Business Systems, Governance and Ethics Vol 5, No 3*.
- Weston, J. F. (1989). Divestitures: Mistakes or Learning. *Journal of Applied Corporate Finance* 2, 68-76.
- Williams Jr., A. C., P. C. Young, και M. L. Smith. 1997. Risk Management and Insurance. *The McGraw - Hill Companies*.
- Williamson, O. E. (1964). The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm. *Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ*.
- Williamson, O.E. (1975). Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications.
- Wipperfurth, R.F. (1966). Financial Structure and the Value of the Firm. *Journal of Finance*.
- Word Bank (2017). Doing Business 2017. Equal Opportunity for all. 14th edition.
- Youn, H. & Gu, Z. (2010). Predicting Korea lodging firm failures: An artificial neural network model along with a logistic regression model. *International Journal of Hospitality Management*, 29, 120-12.
- Zhang, L., Chen, S., Yen, J., Altaman, E. (2007). Corporate Financial Distress Diagnosis in China. <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/WP-China.pdf>
- Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. (2009). Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου. Εκδοτικός οίκος Rosini.
- Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση, θεωρία και πρακτική. Εκδοτικός οίκος Rosini.
- Βρανάς, Α. Υποδείγματα Πιθανότητας για την Πρόγνωση της οικονομικής αποτυχίας Ελληνικών Βιομηχανικών Επιχειρήσεων. «ΣΠΟΥΔΑΙ», Τόμος 41, Τεύχος 4ο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς / «SPOUDAI», Vol. 41, No 4, University of Piraeus).
- Γεωργακόπουλος, Α. (1997). Εγχειρίδιο εμπορικού δικαίου, τομ. 1, τεύχ. 3.
- Γκλεζάκος, Μ. (2004). Εισαγωγή στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάστασης των Επιχειρήσεων. Πανεπιστήμιο Πειραιά.
- Γκόρτσος, Χ. (2011). Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο. Το διεθνές τραπεζικό δίκαιο μέσα στο σύστημα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού δικαίου. *Νομική Βιβλιοθήκη*.
- Γκουρογιάννης, Κ. (2003). Εισαγωγή στις Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Πανεπιστήμιο Πειραιά.
- Δερβιτσιώτης, Κ. (1990). Ανταγωνιστικότητα των Επιχειρήσεων. Πανεπιστήμιο Πειραιά.
- Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2013). Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις Εισηγμένες Εταιρείες. <https://www.helex.gr/documents/10180/2227277/ESED+Kodikas>.
- Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, (2013). Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) για τις Εισηγμένες Εταιρείες.

EOMMEX. Ανάκτηση 28-2-2017. Εμπορικός κύκλος. <http://www.acsmi.gr/Portals/0/diafimisi.pdf>.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2004). Κοινοτικές κατευθυντήριες γραμμές όσον αφορά τις κρατικές ενισχύσεις για τη διάσωση και την αναδιάρθρωση προβληματικών επιχειρήσεων (2004/C 244/02).

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2014). Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις κρατικές ενισχύσεις για τη διάσωση και αναδιάρθρωση μη χρηματοπιστωτικών προβληματικών επιχειρήσεων.

IOBE (2013). Βιομηχανία Τροφίμων & Ποτών FACTS & FIGURES http://iobe.gr/docs/research/res_05_b_01032013rep_gr.pdf.

Κοτσίρης, Α. Χατζηνικολάου, Ρ. (2006). Δίκαιο εξυγίανσης και εκκαθάρισης προβληματικών επιχειρήσεων.

Μάζης, Π. (1998). Η ειδική εκκαθάριση των προβληματικών επιχειρήσεων.

Παπαδάκης, Μ. (2012). Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία. *Τόμος Α'. Θεωρία. Εκδόσεις Ε. Μπένου*.

Περάκης, Ε. (2012). Πτωχευτικό Δίκαιο.

Ρεπούσης, Σ. (2004). Τραπεζικές πιστοδοτήσεις. *Εκδόσεις «Σάκκουλας ΑΕ»*.

Σαρσέντης, Β. Ν. (1993). Διοικητική Λογιστική. Σχεδιασμός, έλεγχος, λήψη αποφάσεων. *Εκδόσεις Α. Σταμούλης*.

Σπάθης, Χ. (2002). Εμπειρική διερεύνηση της παραποίησης οικονομικών καταστάσεων. *Λογιστής, τεύχος 570, σελ. 1286-1294*.

Τράπεζα της Ελλάδος (2008). Οι Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Επιβίωσης των Επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οικονομικό δελτίο, τεύχος 31.

Τσακλάγκανος, Α. (2005). Ελεγκτική. Εκδόσεις Αδελφοί Κυριακίδη ΑΕ, Θεσσαλονίκη. ISBN 960-343-140-0.

Φιλίππατος, Γ. & Αθανασόπουλος, Π. (1985). Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική. *Εκδόσεις Παπαζήση*.

Φιλίππατος, Γ. & Αθανασόπουλος, Π. (1986). Κόστος Κεφαλαίου-Πολιτική Μερισμάτων. & Χαρτοφυλακίου. *Εκδόσεις Παπαζήση*.

Ιστοσελίδες

<http://docplayer.gr/3041521-Enimerotiko-eltio-nutriart-a-v-e-e.html>

<http://legacy.capital.gr/news.asp?id=274756>

<http://news247.gr/eidiseis/kosmos/Business-World/katselhs-oi-logoi-poy-odhghsan-sthn-ptwxeysh.2310466.html>

<http://www.ase.gr>

<http://www.bluewavemag.com/blueart030.htm>

<http://www.capital.gr/story/5115/xrimatistirio-axion-athinon-a-e-anakoinoseis>

<http://www.epr.gr/company/13428/>

<http://www.euro2day.gr/chameleon/article-blog-chameleon/593605/nutriart-anapanthta-erothmata.html>

<http://www.fortunegreece.com/article/pikro-psomi-gia-tin-katselis/>

<http://www.kathimerini.gr/278521/article/oikonomia/epixeirhseis/epixeirhmatiko-8riler-h-maxh-katselhdayid-gia-tziro-2-dis-eyrw-ths-agoras-ywmioy>

<http://www.kathimerini.gr/491529/article/oikonomia/epixeirhseis/pros-oristiko-loyketo-odeyei-h-etaireia-artoskeyasmatwn-katselhs>

<http://www.kathimerini.gr/492662/article/oikonomia/epixeirhseis/pws-h-katselhs-ptwxeyse-gia-deyterh-fora-sthn-istoria-ths>



http://www.stockwatch.com.cy/nqcontent.cfm?a_nameEIIIXE=announce_ase&code=KATSK

<https://vorla.gr/article/aitisi-ptoxeosis-katethese-i-nutriart>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΠ1. Κλάδος

Ο κλάδος των αλεύρων και αρτοπαρασκευασμάτων εξαρτάται άμεσα από τις τιμές των πρώτων υλών δηλ. των σιτηρών, που διαμορφώνονται από τις συνθήκες της πρωτογενούς παραγωγής και των αποθεμάτων, με αποτέλεσμα οι τιμές να παρουσιάζουν συχνές μεταβολές, προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Η αγορά των τυποποιημένων αρτοσκευασμάτων χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό μεταξύ λίγων μεγάλων μεταποιητικών επιχειρήσεων που ελέγχουν σημαντικό τμήμα της αγοράς, και αντιμετωπίζει την υψηλή διαπραγματευτική δύναμη των μεγάλων αλυσίδων λιανεμπορίου (super-markets) που ελέγχουν το 90% της συνολικών πωλήσεων του κλάδου¹⁰⁰.

Ο ρυθμός μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας της ελληνικής οικονομίας επιταχύνθηκε το έτος 2011, με αποτέλεσμα η ύφεση να συνεχιστεί για τέταρτη συνεχόμενη χρονιά. Η παρατεταμένη ύφεση οφείλεται στη μεγάλη πτώση όλων των συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης (-9% το 2011 από -7% το 2010. Στην αγορά των τυποποιημένων αρτοπαρασκευασμάτων επικρατούν ολιγοπωλιακές συνθήκες ανταγωνισμού σύμφωνα με στοιχεία της ICAP ΑΕ. Το μέγεθος της αγοράς το 2005 ξεπερνούσε τα 150 εκ. ευρώ σε τιμές χονδρικής. Η σημαντικότερη κατηγορία στα τυποποιημένα αρτοπαρασκευάσματα είναι το ψωμί για τοστ, όπου το μέγεθος της αγοράς το 2005 ανέρχονταν σε 67 εκ. ευρώ. Οι κυρίαρχες επιχειρήσεις στην παραγωγή ψωμιού για τοστ ήταν οι εταιρίες Κατσέλης ΑΒΕΕ, Καραμολέγκος ΑΕ και Elite Αρτοβιομηχανία ΑΕ.

Υποκλάδος: Τυποποιημένα αρτοπαρασκευάσματα

	1995-2004
Μέσος ρυθμός αύξησης: Ψωμί για τοστ	5,3%
Μέσος ρυθμός αύξησης: Συσκευασμένο ψωμί	5,8%
Μέγεθος αγοράς ψωμί για τοστ (εκ. €)	67
Μέγεθος αγοράς συσκευασμένο ψωμί (εκ. €)	14
Κυρίαρχες Εταιρίες παραγωγής ψωμί για τοστ ¹⁰¹	Κατσέλης ΑΒΕΕ Καραμολέγκος ΑΕ Elite Αρτοβιομηχανία ΑΕ
Κυρίαρχες Εταιρίες παραγωγής συσκευασμένου ψωμιού	Κατσέλης ΑΒΕΕ Καραμολέγκος ΑΕ

¹⁰⁰ Πηγή: Ενημερωτικό δελτίο εταιρίας (2008).

¹⁰¹ Το 2006 το ψωμί για τοστ συγκέντρωσε το 59% της εν λόγω αγοράς, το ψωμί σε μορφή φρατζόλας ή καρβελιού το 29%, τα rolls για hamburgers και sandwiches και το ψωμί γερμανικού τύπου το 6% περίπου το καθένα (Πηγή: ICAP).



Κυρίαρχες Εταιρίες παραγωγής φρυγανιάς	Elite Αρτοποιηχανία ΑΕ, Παπαδόπουλος ΑΕ, Ν. Βοσινάκης
Κυρίαρχες Εταιρίες παραγωγής κριτσίνια	Παπαδόπουλος ΑΕ, Κατσέλης ΑΒΕΕ, Αθηναϊκή Αρτοποιία
1995-2010	
Μέσος ρυθμός αύξησης: Συσκευασμένο ψωμί, παξιμάδια, κριτσίνια	5,0%

Πηγή: 1995-2004 <http://www.kathimerini.gr/> (ICAP)

2006/2005		2009/2008
Σύνολο Ενεργητικού	Αύξηση 12,4%	-
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Αύξηση 44%	-
Συνολικά ίδια κεφάλαια	Δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά	-
Πωλήσεις	Αύξηση 4,5%	Μείωση 6,5%
Μικτά κέρδη	-	Αύξηση 2,2%
Λειτουργικό περιθώριο	Μείωση 27%	
Καθαρό αποτέλεσμα	Κερδοφόρο και τα δύο έτη, Μείωση 27%	Θετικό το 2009. Ζημιογόνο αποτέλεσμα το 2008

Πηγή: 2006, 2009 ICAP ΑΕ

ΠΠ2: Ισολογισμοί 1995-2012, NUTRIART ABEE

Στοιχεία Κατάστασης Οικονομικής Θέσης. Ποσά σε ευρώ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Καθαρά Πάγια (PPE Net)	13.622.582	15.154.359	12.757.071	15.762.602	16.143.981	20.256.262	20.906.578	26.287.972	33.411.038	33.871.490
Αποσβέσεις παγίων (Depreciation)	3.629.135	5.284.836	8.477.589	9.273.757	11.323.088	14.520.947	17.201.719	19.927.345	22.613.248	28.135.645
Εισπρακτές Απαιτήσεις (καθαρές) (Acc. Receivable (Trade), Net)	6.274.640	7.321.777	9.351.443	11.840.715	15.258.982	16.190.252	17.820.960	23.723.973	24.255.288	27.547.375
Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	6.851	24.832	3.880	22.404	22.493	23.636	32.352	36.617	30.619	148.991
Αποθέματα	552.869	552.379	433.715	669.014	754.102	704.403	933.354	835.146	875.426	1.438.755
Απαιτήσεις (Net Receivables)	6.274.640	7.321.777	9.351.443	11.840.715	15.258.982	16.190.252	17.820.960	23.723.973	24.255.288	27.547.375
Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Current Assets)	7.293.527	8.023.354	10.317.478	12.630.416	17.464.913	23.754.293	20.929.316	29.239.921	28.806.831	32.999.927
Σύνολο Ενεργητικού (Total Assets)	21.137.422	23.448.893	25.200.507	29.450.596	34.419.933	44.986.440	43.789.185	57.344.845	63.915.448	69.217.038
Συνολικά Πάγια πλην Κυκλοφ. Ενεργ. + Καθαρά Πάγια (Other L/T Assets [TA-(CA+PPE)])	221.313	271.181	2.125.958	1.057.578	811.039	975.886	5.061.647	7.332.901	1.697.579	2.345.621
Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο (Market Value of Common Sock)	1.113.720	1.113.720	7.337.186	7.337.186	7.337.186	11.151.871	10.564.930	12.600.000	25.200.000	16.200.000
Κέρδη εις νέον (Retained Earnings)	-262.817	171.868	-1.702.406	-2.612.939	167.934	111.652	0		22.109	276.110
Ιδια κεφάλαια	10.798.707	12.332.024	13.739.804	17.091.995	18.736.751	35.475.873	31.056.869	34.997.268	39.353.147	30.565.797
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)	9.165.320	10.287.792	9.503.555	12.105.308	15.546.616	9.370.580	12.203.116	22.042.040	23.991.229	33.093.407
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (Long Term Debt)	1.107.674	758.944	410.096	176.977	30.242	30.242	60.763	210.498	283.869	373.216
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
Καθαρά Πάγια (PPE Net)	34.193.368	43.856.000	39.007.000	129.605.589	87.209.927	91.832.252	54.699.713	41.458.273		
Αποσβέσεις παγίων (Depreciation)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Εισπρακτές Απαιτήσεις (καθαρές) (Acc. Receivable (Trade), Net)	16.382.025	13.664.000	19.916.000	41.100.206	33.384.727	32.432.561	12.046.154	10.007.545		
Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	-	-	-	-	-	-	-	-		
Αποθέματα	1.342.754	1.868.000	1.454.000	6.112.610	4.832.648	2.899.677	2.091.974	1.564.093		
Απαιτήσεις (Net Receivables)	16.382.025	13.664.000	19.916.000	41.100.206	33.384.727	32.432.561	12.046.154	10.007.545		

Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Current Assets)	39.908.916	33.982.000	32.038.000	58.737.791	44.000.562	35.953.652	41.745.841	35.525.013		
Σύνολο Ενεργητικού (Total Assets)	74.102.284	77.838.000	71.045.000	188.637.797	170.001.989	127.785.706	96.445.554	76.983.286		
Συνολικά Πάγια πλην Κυκλοφ. Ενεργ. + Καθαρά Πάγια (Other L/T Assets [TA-(CA+PPE)])	0	0	0	294.417	38.791.500	-198	0	0		
Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο (Market Value of Common Stock)	17.280.000	20.160.000	20.160.000	31.204.188	39.130.478	40.801.222	40.801.222	12.750.382		
Κέρδη εις νέον (Retained Earnings)	276.110	-	-	-	-6.474.401	-8.803.207	-	-		
Ίδια κεφάλαια	34.607.030	32.564.000	26.048.000	31.204.186	39.130.476	-9.725.774	-52.481.651	-88.734.011		
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)	15.600.528	18.636.000	19.136.000	147.244.689	120.065.614	122.766.889	125.784.784	127.464.507		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (Long Term Debt)	23.894.726	26.639.000	25.861.000	1.182.969	953.675	7.314.932	12.045.736	25.949.300		
Κατάσταση συνολικών εσόδων. Ποσά σε ευρώ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Κύκλος Εργασιών (Sales)	18.631.647	21.425.396	24.485.711	27.082.492	26.838.241	28.800.808	34.632.353	40.987.674	44.785.468	52.023.567
Κόστος πωλήσεων [Cost of Goods (CGS)]	11.150.866	12.791.835	14.779.670	15.369.961	16.515.890	17.867.041	20.027.573	23.719.423	24.641.754	25.820.695
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	7.480.780	8.633.561	9.706.041	11.712.531	10.322.350	10.933.768	14.604.780	17.268.251	20.143.715	25.766.234
Διοικητικά έξοδα και έξοδα πωλήσεων	11.150.866	12.791.835	14.779.670	15.369.961	16.515.890	17.867.041	20.027.573	23.719.423	24.641.754	25.820.695
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ, ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	3.862.180	4.963.321	6.867.748	7.773.181	6.733.217	6.399.557	6.528.212	7.120.484	8.417.973	480.248
Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	440.765	667.360	395.864	337.633	434.092	272.700	103.567	556.761	550.826	571.343
Αποσβέσεις (οι ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος)	923.839	1.334.206	2.518.435	2.471.764	2.694.932	3.219.817	3.982.542	3.982.542	3.444.414	3.169.341
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	2.497.581	2.961.755	3.953.443	4.492.798	3.604.199	2.907.041	2.442.103	3.137.461	4.422.733	4.321.531
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	2.212.516	2.253.895	2.766.188	3.741.011	2.666.260	1.906.791	1.252.502	2.061.622	4.797.711	3.130.160
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
Κύκλος Εργασιών (Sales)	51.112.005	48.438.000	51.861.000	109.966.430	91.438.434	79.258.556	38.302.381	20.242.317		
Κόστος πωλήσεων [Cost of Goods (CGS)]	26.789.564	25.227.000	30.323.000	75.708.128	56.247.596	52.367.113	31.621.484	19.951.067		
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	24.322.441	23.211.000	21.538.000	34.258.302	35.190.838	26.891.443	6.680.897	291.250		
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	25.285.986	14.937.000	24.621.000	38.569.850	37.992.372	14.755.629	29.938.906	18.023.878		



ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ, ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	7.628.200	8.274.000	-3.083.000	-4.311.548	-2.801.534	12.135.814	-23.258.009	-17.732.628
Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	972.971	1.644.000	1.953.000	9.007.933	6.913.828	6.369.346	7.478.945	7.391.844
Αποσβέσεις (οι ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος)	3.171.262	2.521.000	3.214.000	4.464.858	4.732.631	4.715.864	3.952.125	3.283.487
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	6.666.429	4.117.000	-8.237.000	-13.319.481	-9.459.833	-38.030.945	-39.135.408	-33.090.062
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΧΡΗΣΗΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	5.307.099	2.359.000	-8.407.000	-10.213.048	-8.059.207	-38.915.901	-37.464.067	-35.178.400

(-): Μη διαθέσιμα

ΠΠ3: Απλή γραμμική παλινδρόμηση πωλήσεων & βραχ. τραπεζικών δανείων

Ποσά σε ευρώ

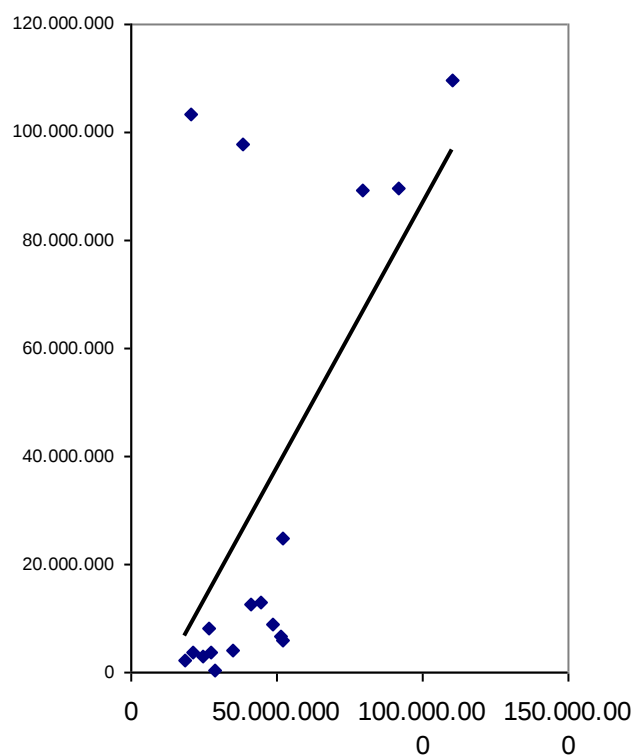
ΕΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,594006735
R Τετράγωνο	0,352844001
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,312396751
Τυπικό σφάλμα	21153448,22
Μέγεθος δείγματος	18

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντι- κότητα F
Παλινδρόμηση	1	3,90352E+15	3,9E+15	8,72356	0,009341
Υπόλοιπο	16	7,15949E+15	4,47E+14		
Σύνολο	17	1,1063E+16			

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	33316810,81	6368109,269	5,231821	8,22E-05	19817022	46816599	19817022	46816599
Βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός	0,358702541	0,121447222	2,953567	0,009341	0,101246	0,616159	0,101246	0,6161591



$$y = 0,9837x - 1E+07$$

$$R^2 = 0,3528$$

◆ Βραχυπρόθεσμες
τραπεζικές υποχρεώσεις

— Γραμμική
(Βραχυπρόθεσμες
τραπεζικές
υποχρεώσεις)

ΠΠ4: Μοντέλο Πρόβλεψης Χρεοκοπίας, NUTRIART ABEE: Altman-Z

"Z- score"	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Current Assets)	7.293.527	8.023.354	10.317.478	12.630.416	17.464.913	23.754.293	20.929.316	29.239.921	28.806.831	32.999.927	39.908.916	33.982.000
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)	9.165.320	10.287.792	9.503.555	12.105.308	15.546.616	9.370.580	12.203.116	22.042.040	23.991.229	33.093.407	15.600.528	18.636.000
Κεφάλαιο κίνησης (Working Capital)	-1.871.793	-2.264.438	813.924	525.107	1.918.297	14.383.713	8.726.200	7.197.881	4.815.602	-93.480	24.308.388	15.346.000
Συνολικά Κεφάλαια (Ενεργητικό/Total Assets)	21.137.422	23.448.893	25.200.507	29.450.596	34.419.933	44.986.440	43.789.185	57.344.845	63.915.448	69.217.038	74.102.284	77.838.000
Κέρδη εις νέον (Retained Earnings)	-262.817	171.868	-1.702.406	-2.612.939	167.934	111.652	0		22.109	276.110		
Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (Operating Income)	2.938.347	3.629.115	4.349.308	4.830.431	4.038.291	3.179.741	2.545.670	3.694.222	4.973.559	-2.689.093	4.456.938	5.753.000
Χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (Market Value Of Equity)	4.427.399	4.163.681	9.052.447	15.674.379	58.033.067	29.771.786	16.121.880	16.738.543	18.588.097	32.602.767	37.540.800	57.517.590
Συνολικές Υποχρεώσεις (Total Liabilities)	10.272.994	11.046.735	9.913.650	12.282.285	15.576.858	9.400.822	12.263.879	22.252.538	24.275.097	34.881.713	39.495.254	45.275.000
Πωλήσεις (Sales)	18.631.647	21.425.396	24.485.711	27.082.492	26.838.241	28.800.808	34.632.353	40.987.674	44.785.468	52.023.567	51.112.005	48.438.000
Formulas Used												
(Working Capital / Total Assets * 1.2)	-0,11	-0,12	0,04	0,02	0,07	0,38	0,24	0,15	0,09	0,00	0,39	0,24
+ (Retained Earnings/ Total Assets * 1.4)	-0,02	0,01	-0,09	-0,12	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
+ (EBIT/Total Assets * 3.3)	0,46	0,51	0,57	0,54	0,39	0,23	0,19	0,21	0,26	-0,13	0,20	0,24
+ (Market Value of Equity / Total Liabilities * 0,6)	0,26	0,22	0,47	0,76	2,22	1,88	0,76	0,45	0,45	0,51	0,57	0,76
+ (Sales / Total Assets * 1,0)	0,88	0,91	0,97	0,92	0,78	0,64	0,79	0,71	0,70	0,75	0,69	0,62
Score Probability of Short-term illiquidity	πολύ υψηλή 1,47	πολύ υψηλή 1,54	υψηλή 1,96	πιθανή 2,12	όχι πιθανή 3,46	όχι πιθανή 3,14	υψηλή 1,98	πολύ υψηλή 1,53	πολύ υψηλή 1,50	πολύ υψηλή 1,13	υψηλή 1,85	υψηλή 1,87



"Z- score"	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Data input						
Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Current Assets)	32.038.000	58.737.791	44.000.562	35.953.652	41.745.841	35.525.013
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)	19.136.000	147.244.689	120.065.614	122.766.889	125.784.784	127.464.507
Κεφάλαιο κίνησης (Working Capital)	12.902.000	-88.506.898	-76.065.052	-86.813.237	-84.038.943	-91.939.494
Συνολικά Κεφάλαια (Ενεργητικό/Total Assets)	71.045.000	188.637.797	170.001.989	127.785.706	96.445.554	76.983.286
Κέρδη εις νέον (Retained Earnings)		-6.474.401	-8.803.207			
Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (Operating Income)	-6.297.000	-8.776.406	-7.534.165	7.419.950	-27.210.134	-21.016.115
Χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (Market Value Of Equity)	66.274.167	30.273.605	15.446.021	6.988.269	3.694.384	2.080.000
Συνολικές Υποχρεώσεις (Total Liabilities)	44.997.000	148.427.658	121.019.289	130.081.821	137.830.520	153.413.807
Πωλήσεις (Sales)	51.861.000	109.966.430	91.438.434	79.258.556	38.302.381	20.242.317
Formulas Used						
(Working Capital / Total Assets * 1.2)	0,22	-0,56	-0,54	-0,82	-1,05	-1,43
+ (Retained Earnings/ Total Assets * 1.4)	0,00	-0,05	-0,07	0,00	0,00	0,00
+ (EBIT/Total Assets * 3.3)	-0,29	-0,15	-0,15	0,19	-0,93	-0,90
+ (Market Value of Equity / Total Liabilities * 0,6)	0,88	0,12	0,07	0,03	0,01	0,00
+ (Sales / Total Assets * 1,0)	0,73	0,58	0,54	0,62	0,40	0,26
Score Probability of Short-term illiquidity	πολύ υψηλή 1,54	πολύ υψηλή -0,07	πολύ υψηλή -0,15	πολύ υψηλή 0,03	πολύ υψηλή -1,56	πολύ υψηλή -2,07

Παρατήρηση: Χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης βλ. πίνακα παραρτήματος ΠΠ12.

ΠΠ5: Δείκτες Ρευστότητας

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ											
I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ											
Γενική Ρευστότητα	0,80	0,78	1,09	1,04	1,12	2,53	1,72	1,33	1,20	1,00	2,56
Άμεση Ρευστότητα	0,74	0,73	1,04	0,99	1,07	2,46	1,64	1,29	1,16	0,95	2,47
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ											
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων(ΜΟ)	-	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6
Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων (ΜΟ)		533	568	632	730	855	862	876	855	844	616
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	2,97	2,93	2,62	2,29	1,76	1,78	1,94	1,73	1,85	1,89	3,12
Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων	123	125	139	160	208	205	188	211	198	193	117
III. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ		2	15	20	48	-2	-17	23	-14	-4	-76
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	20,17	23,16	34,08	22,97	21,90	25,36	21,46	28,40	28,15	17,95	19,95
Μέση περίοδο εξάντλησης αποθεμάτων (ημέρες)	18	16	11	16	17	14	17	13	13	20	18
IV. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ											
Μέση περίοδος πληρωμής	300	294	235	287	344	191	222	339	355	468	213
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών(ΜΟ)	1,22	1,24	1,56	1,27	1,06	1,91	1,64	1,08	1,03	0,78	1,72
V. ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ											
Διάρκεια Λειτουργικού Κύκλου	141	140	150	175	224	220	205	224	211	214	135
Διάρκεια Εμπορικού Κύκλου	-159	-153	-85	-112	-119	28	-18	-115	-145	-254	-77
Κεφάλαιο κίνησης (σε χιλ. ευρώ)	-1.872	-2.264	814	525	1.918	14.384	8.726	7.198	4.816	-93	24.308
Κεφάλαιο κίνησης προς πωλήσεις	-0,10	-0,11	0,03	0,02	0,07	0,50	0,25	0,18	0,11	0,00	0,48
Κεφάλαιο κίνησης προς Συνολικό Ενεργητικό	-8,9%	-9,7%	3,2%	1,8%	5,6%	32,0%	19,9%	12,6%	7,5%	-0,1%	32,8%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Περιγραφή
I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ								
Γενική Ρευστότητα	1,82	1,67	0,40	0,37	0,29	0,33	0,28	Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Άμεση Ρευστότητα	1,72	1,60	0,36	0,33	0,27	0,32	0,27	(Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ								
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων(ΜΟ)	0,9	0,7	0,4	0,7	0,7	0,9	0,9	Πωλήσεις / Απαιτήσεις (ΜΟ διετίας)
Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων (ΜΟ)	429	506	859	494	525	410	420	365/ΚτΑπ
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	3,54	2,60	2,68	2,74	2,44	3,18	2,02	Πωλήσεις / Απαιτήσεις
Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων	103	140	136	133	149	115	180	365/ΚτΑπ ή Απαιτήσεις *365/ Πωλήσεις
III. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ								
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	13,50	20,85	12,39	11,64	18,06	15,12	12,76	Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα
Μέση περίοδος εξάντλησης αποθεμάτων (ημέρες)	27	18	29	31	20	24	29	365/ΚτΑπ ή Αποθέματα *365/ Κόστος πωλήσεων
IV. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ								
Μέση περίοδος πληρωμής	270	230	710	779	856	1452	2332	Πληρωτέοι Λογαριασμοί Χ 365 (Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μείον προκαταβολές πελατών) / Κόστος Πωλήσεων
V. ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ								
Διάρκεια Λειτουργικού Κύκλου	130	158	166	165	170	139	209	Ημέρες Απαιτήσεων + Ημέρες Αποθεμάτων
Διάρκεια Εμπορικού Κύκλου	-140	-73	-544	-615	-686	-1313	-2123	Ημέρες Απαιτήσεων + Ημέρες Αποθεμάτων - Ημέρες Υποχρεώσεων
Κεφάλαιο κίνησης (σε χιλ. ευρώ)	15.346	12.902	-88.507	-76.065	-86.813	-84.039	-91.939	Κυκλοφορούν ενεργητικό μείον βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
Κεφάλαιο κίνησης προς πωλήσεις	0,32	0,25	-0,80	-0,83	-1,10	-2,19	-4,54	
Κεφάλαιο κίνησης προς Συνολικό Ενεργητικό	19,7%	18,2%	-46,9%	-44,7%	-67,9%	-87,1%	-119,4%	

ΠΠ6: Δείκτες Ανάπτυξης

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Δείκτης ανάπτυξης πωλήσεων		15,0%	14,3%	10,6%	-0,9%	7,3%	20,2%	18,4%	9,3%	16,2%	-1,8%
Δείκτης Ανάπτυξης Ενεργητικού		10,9%	7,5%	16,9%	16,9%	30,7%	-2,7%	31,0%	11,5%	8,3%	7,1%

Δείκτης Ανάπτυξης Κερδοφορίας	-13,5%	5,7%	0,3%	-29,4%	-82,5%	3,2%	95,8%	104,1%	22,1%	42,9%
Δείκτης Ανάπτυξης Καθαρών Κερδών προ φόρων	18,6%	33,5%	13,6%	-19,8%	-19,3%	-16,0%	28,5%	41,0%	-2,3%	54,3%

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Περιγραφή
Δείκτης ανάπτυξης πωλήσεων	-5,2%	7,1%	112,0%	-16,8%	-13,3%	-51,7%	-47,2%	(Πt+1 / Πt) - 1
Δείκτης Ανάπτυξης Ενεργητικού	5,0%	-8,7%	165,5%	-9,9%	-24,8%	-24,5%	-20,2%	(ΣEt+1 / ΣEt) - 1
Δείκτης Ανάπτυξης Κερδοφορίας	-48,4%	-585,1%	33,6%	-42,0%	-2815,8%	-74,4%	-22,6%	(ROEt+1/ROEt)-1
Δείκτης Ανάπτυξης Καθαρών Κερδών προ φόρων	-38,2%	-300,1%	61,7%	-29,0%	302,0%	2,9%	-15,4%	(KKt+1 / KKt) - 1

ΠΠ7: Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Φερεγγυότητα

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Συνολικές Υποχρεώσεις προς Συνολικά Κεφάλαια (Δανειακή Επιβάρυνση)	48,60%	47,11%	39,34%	41,70%	45,26%	20,90%	28,01%	38,80%	37,98%	50,39%	53,30%
Δανειακή επιβάρυνση σταθερού επιτοκίου	9,30%	5,80%	2,90%	1,02%	0,16%	0,09%	0,20%	0,60%	0,72%	5,53%	40,84%
Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια (dept to equity ration)	94,56%	89,07%	64,85%	71,54%	82,67%	26,42%	38,90%	63,41%	61,24%	101,59%	114,12%
Μακροπρόθεσμο χρέος προς ίδια κεφάλαια	10,26%	6,15%	2,98%	1,04%	0,16%	0,09%	0,20%	0,60%	0,72%	5,85%	69,05%
Μακροπρόθεσμο χρέος προς συνολικά κεφάλαια	5,24%	3,24%	1,63%	0,60%	0,09%	0,07%	0,14%	0,37%	0,44%	2,58%	32,25%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Συνολικές Υποχρεώσεις	89,22%	93,13%	95,86%	98,56%	99,81%	99,68%	99,50%	99,05%	98,83%	94,87%	39,50%
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια προς Συνολικές Υποχρεώσεις	23,26%	31,97%	25,57%	30,77%	52,81%	5,72%	31,34%	57,02%	52,68%	63,86%	23,26%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Συνολικές Υποχρεώσεις	10,78%	6,87%	4,14%	1,44%	0,19%	0,32%	0,50%	0,95%	1,17%	5,13%	60,50%
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό	125,66%	128,22%	92,11%	95,84%	89,02%	39,45%	58,31%	75,38%	83,28%	100,28%	39,09%
Κάλυψης χρεωστικών τόκων	6,67	5,44	10,99	14,31	9,30	11,66	24,58	6,64	9,03	-4,71	4,58



Κάλυψης τόκων	7,12	5,38	13,35	18,40	12,35	18,80	50,55	10,86	14,96	11,03	8,71
Κάλυψη Τόκων και Φόρων	3,66	2,12	2,00	3,74	2,26	1,71	1,05	1,60	30,42	2,10	2,69
Κεφάλαιο κίνησης προς Συνολικό Ενεργητικό	-0,09	-0,10	0,03	0,02	0,06	0,32	0,20	0,13	0,08	0,00	0,33

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Περιγραφή
Συνολικές Υποχρεώσεις προς Συνολικά Κεφάλαια (Δανειακή Επιβάρυνση)	58,17%	63,34%	78,68%	71,19%	101,80%	142,91%	199,28%	Συνολικές Υποχρεώσεις / Συνολικό Ενεργητικό
Δανειακή επιβάρυνση σταθερού επιτοκίου	45,00%	49,82%	3,65%	2,38%	-303,42%	-29,79%	-41,33%	Μακροπρόθεσμα δάνεια δια Ιδια κεφάλαια & Μακροπρόθεσμα δάνεια
Ξένα προς Ιδια Κεφάλαια (dept to equity ration)	139,04%	172,75%	504,53%	334,45%	-1413,89%	-283,77%	-186,76%	Συνολικές Υποχρεώσεις (Μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) / Ιδια Κεφάλαια
Μακροπρόθεσμο χρέος προς ίδια κεφάλαια	81,81%	99,28%	3,79%	2,44%	-75,21%	-22,95%	-29,24%	Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις / Ιδια κεφάλαια
Μακροπρόθεσμο χρέος προς συνολικά κεφάλαια	34,22%	36,40%	0,63%	0,56%	5,72%	12,49%	33,71%	Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις / Συνολικά κεφάλαια
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Συνολικές Υποχρεώσεις	41,16%	42,53%	99,20%	99,21%	94,38%	91,26%	83,09%	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Συνολικές Υποχρεώσεις
Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια προς Συνολικές Υποχρεώσεις	17,19%	19,36%	13,52%	69,75%	68,45%	64,86%	65,58%	
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Συνολικές Υποχρεώσεις	58,84%	57,47%	0,80%	0,79%	5,62%	8,74%	16,91%	
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό	54,84%	59,73%	250,68%	272,87%	341,46%	301,31%	358,80%	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Κυκλοφορούν Ενεργητικό
Κάλυψης χρεωστικών τόκων	3,50	-3,22	-0,97	-1,09	1,16	-3,64	-2,84	Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT) προς χρεωστικοί τόκοι
Κάλυψης τόκων	2,97	-2,66	-0,64	-0,48	-5,37	-4,48	-4,31	Κέρδη μετά φόρων συν αποσβέσεις δια χρηματοπιστωτικά έξοδα (τόκοι)
Κάλυψη Τόκων και Φόρων	1,18	-3,04	-0,20	-0,21	-4,49	-5,16	-2,93	Κέρδη μετά φόρων συν χρεωστικοί τόκοι προς τόκοι και φόροι
Κεφάλαιο κίνησης προς Συνολικό Ενεργητικό	0,20	0,18	-0,47	-0,45	-0,68	-0,87	-1,19	

ΠΠ8: Δείκτες Απόδοσης Κεφαλαίων

ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Απόδοση συνολικών κεφαλαίων (ROIC)	12,55%	12,46%	12,55%	13,85%	9,01%	4,84%	3,10%	4,57%	8,37%	5,35%	8,47%
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	20,49%	18,28%	20,13%	21,89%	14,23%	5,37%	4,03%	5,89%	12,19%	10,24%	15,34%
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	10,02%	8,66%	9,16%	9,18%	6,48%	1,14%	1,17%	2,30%	4,69%	5,72%	8,17%
Απόδοση Απασχολουμένων Κεφαλαίων (ROA)	10,47%	9,61%	10,98%	12,70%	7,75%	4,24%	2,86%	3,60%	7,51%	4,52%	7,16%
Απόδοση Απασχολουμένων Κεφαλαίων (ROA) προ τόκων και φόρων	13,90%	15,48%	17,26%	16,40%	11,73%	7,07%	5,81%	6,44%	7,78%	-3,89%	6,01%
Απόδοση Ξένων Κεφαλαίων	21,40%	20,27%	24,14%	30,27%	17,00%	20,05%	9,84%	9,23%	19,53%	8,10%	13,44%
Ολικό κόστος κεφαλαιοποίησης	20,93%	19,22%	21,95%	25,41%	15,49%	8,48%	5,72%	7,19%	15,01%	9,04%	14,32%
Κέρδη προ τόκων και φόρων (ταμειακές ροές από επιχ. δραστηριότητα) προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	32,06%	35,28%	45,77%	39,90%	25,98%	33,93%	20,86%	16,76%	20,73%	-8,13%	28,57%
Πολλαπλασιαστής μόχλευσης	0,96	0,90	0,83	0,72	0,84	0,27	0,41	0,64	0,62	1,26	1,14
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Μετά Φόρων (ROI)	20,49%	18,28%	20,13%	21,89%	14,23%	5,37%	4,03%	5,89%	12,19%	10,24%	15,34%
Απόδοση Μακροπρόθεσμων Κεφαλαίων	20,98%	22,62%	27,94%	26,02%	19,20%	8,19%	7,85%	8,91%	11,16%	13,36%	11,40%
Απόδοση ξένων κεφαλαίων	12,55%	15,47%	11,85%	8,48%	5,22%	47,47%	2,56%	4,30%	4,17%	2,16%	2,04%

ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Περιγραφή
Απόδοση συνολικών κεφαλαίων (ROIC)	5,14%	-9,08%	-0,64%	-0,67%	-25,47%	-31,09%	-36,09%	Αποτελέσματα μετά φόρων συν χρεωστικοί τόκοι δια Ενεργητικό (ROIC)
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	7,24%	-32,28%	-32,73%	-20,60%	400,13%	71,39%	39,64%	Αποτελέσματα μετά φόρων δια Ιδια κεφάλαια
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	4,21%	-20,44%	-27,32%	-15,86%	430,59%	110,23%	85,34%	ROA (κέρδη μετά φόρων δια ενεργητικό) Χ Πολλαπλασιαστής μόχλευσης
Απόδοση Απασχολουμένων Κεφαλαίων (ROA)	3,03%	-11,83%	-5,41%	-4,74%	-30,45%	-38,84%	-45,70%	Αποτελέσματα μετά φόρων / Συνολικό Ενεργητικό ή (Πωλήσεις προς συνολικά κεφάλαια) Χ (Κέρδη μετά φόρων προς πωλήσεις)
Απόδοση Απασχολουμένων Κεφαλαίων (ROA) προ τόκων και φόρων	7,39%	-8,86%	-4,65%	-4,43%	5,81%	-28,21%	-27,30%	Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων (EBIT) / Συνολικό Ενεργητικό, (EBIT/TA = Earnings before Tax scaled by total assets)

Απόδοση Ξένων Κεφαλαίων	5,21%	-18,68%	-6,49%	-6,16%	-28,30%	-25,16%	-21,23%	Αποτελέσματα μετά φόρων / Ξένα Κεφάλαια (Υποχρεώσεις)
Ολικό κόστος κεφαλαιοποίησης	6,06%	-23,67%	-10,83%	-9,48%	-60,91%	-77,69%	-91,39%	Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (κέρδη μετά φόρων προς ΙΚ)*Ποσοστό ΙΚ επί της συνολικής τρέχουσας αξίας + Απόδοση Ξένων Κεφαλαίων * Ποσοστό ξένων κεφαλαίων επί της συνολικής τρέχουσας αξίας
Κέρδη προ τόκων και φόρων (ταμειακές ροές από επιχ. δραστηριότητα) προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	30,87%	-32,91%	-5,96%	-6,28%	6,04%	-21,63%	-16,49%	
Πολλαπλασιαστής μόχλευσης	1,39	1,73	5,05	3,34	-14,14	-2,84	-1,87	Ενεργητικό προς ίδια κεφάλαια
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Μετά Φόρων (ROI)	7,24%	-32,28%	-32,73%	-20,60%	400,13%	71,39%	39,64%	Αποτελέσματα Μετά Φόρων / Ίδια Κεφάλαια
Απόδοση Μακροπρόθεσμων Κεφαλαίων	6,95%	-15,87%	-41,13%	-23,60%	1577,50%	96,78%	52,70%	Κέρδη Προ Φόρων / (Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις + Ίδια Κεφάλαια)
Απόδοση ξένων κεφαλαίων	4,64%	6,11%	8,12%	7,64%	6,60%	6,82%	5,72%	Τόκοι / Μακροπρόθεσμα κεφάλαια και βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός * δεν λαμβάνεται η φορολογία

ΠΠ9: Διαχείριση περιουσίας

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Δείκτης Παγιοποίησης	64,45%	64,63%	50,62%	53,52%	46,90%	45,03%	47,74%	45,84%	52,27%	48,94%	46,14%
Χρηματοδότηση παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας	87,40%	86,38%	110,92%	109,56%	116,25%	175,28%	148,84%	133,93%	118,63%	95,52%	171,09%
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού	1,37	1,41	1,92	1,72	1,66	1,42	1,66	1,56	1,34	1,54	1,49
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Επενδυμένων Κεφαλαίων	0,88	0,91	0,97	0,92	0,78	0,64	0,79	0,71	0,70	0,75	0,69
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούν Ενεργητικού	2,55	2,67	2,37	2,14	1,54	1,21	1,65	1,40	1,55	1,58	1,28

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Περιγραφή
Δείκτης Παγιοποίησης	46,14%	56,34%	54,90%	68,71%	51,30%	71,86%	56,72%	53,85%	Πάγια προς Σύνολο Ενεργητικού

Χρηματοδότηση παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας	171,09%	134,99%	133,08%	24,99%	45,96%	-2,63%	-73,92%	-151,44%	Ιδια κεφάλαια και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια αναπόσβαστη αξία παγίων
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού	1,49	1,10	1,33	0,85	1,05	0,86	0,70	0,49	Πωλήσεις / Πάγιο Ενεργητικό
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Επενδυμένων Κεφαλαίων	0,69	0,62	0,73	0,58	0,54	0,62	0,40	0,26	Πωλήσεις / Επενδυμένα Κεφάλαια (Ενεργητικό)
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούν Ενεργητικού	1,28	1,43	1,62	1,87	2,08	2,20	0,92	0,57	Πωλήσεις/Κυκλοφορούν Ενεργητικό

ΠΠ10: Δείκτες Κερδοφορίας

ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΚΕΡΔΟΥΣ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Περιθώριο Μικτού Κέρδους	40,15%	40,30%	39,64%	43,25%	38,46%	37,96%	42,17%	42,13%	44,98%	49,53%	47,59%
Περιθώριο EBITDA	20,73%	23,17%	28,05%	26,96%	25,09%	22,22%	18,85%	18,73%	18,80%	15,50%	21,15%
Περιθώριο EBIT	15,77%	16,94%	17,76%	17,84%	15,05%	11,04%	7,35%	9,01%	11,11%	-5,17%	8,72%
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Μετά Φόρων)	11,88%	10,52%	11,30%	13,81%	9,93%	6,62%	3,62%	5,03%	10,71%	6,02%	10,38%
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Προ Φόρων)	13,41%	13,82%	16,15%	16,59%	13,43%	10,09%	7,05%	7,65%	9,88%	8,31%	13,04%
Καθαρές ταμειακές ροές (ποιότητα κερδών)	1,42	1,59	1,91	1,66	2,01	2,69	4,18	2,93	1,72	2,01	1,60

ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΚΕΡΔΟΥΣ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Περιγραφή
Περιθώριο Μικτού Κέρδους	47,92%	41,53%	31,15%	38,49%	33,93%	17,44%	1,44%	Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις
Περιθώριο EBITDA	17,10%	-5,92%	0,14%	2,39%	-34,00%	-72,33%	-110,73%	Κέρδη Προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων ΚΠΤΦΑ / Πωλήσεις
Περιθώριο EBIT	11,88%	-12,14%	-7,98%	-8,24%	9,36%	-71,04%	-103,82%	Κέρδη προ φόρων και τόκων προς πωλήσεις
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Μετά Φόρων)	4,87%	-16,21%	-9,29%	-8,81%	-49,10%	-97,81%	-173,79%	Κέρδη Μετά Φόρων / Πωλήσεις

Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Προ Φόρων)	8,50%	-15,88%	-12,11%	-10,35%	-47,98%	-102,17%	-163,47%	Κέρδη Προ Φόρων ΚΠΦ / Πωλήσεις
Καθαρές ταμειακές ροές (ποιότητα κερδών)	2,07	0,62	0,56	0,41	0,88	0,89	0,91	Λειτουργικές Ταμειακές ροές (Κέρδη μετά φόρων συν αποσβέσεις) / Καθαρά κέρδη μετά φόρων

ΠΠ11: Δείκτες Αποτελεσματικότητας και Διαχείρισης Κόστους

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Κόστος Πωλήσεων προς κύκλο εργασιών	0,60	0,60	0,60	0,57	0,62	0,62	0,58	0,58	0,55	0,50	0,52
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα προς κύκλο εργασιών	0,02	0,03	0,02	0,01	0,02	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς πωλήσεις	49,19%	48,02%	38,81%	44,70%	57,93%	32,54%	35,24%	53,78%	53,57%	63,61%	30,52%
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς πωλήσεις	5,95%	3,54%	1,67%	0,65%	0,11%	0,11%	0,18%	0,51%	0,63%	3,44%	46,75%
Κύκλος εργασιών προς σύνολο ενεργητικού	0,88	0,91	0,97	0,92	0,78	0,64	0,79	0,71	0,70	0,75	0,69
Κύκλος εργασιών προς δανειακές υποχρεώσεις	1,81	1,94	2,47	2,21	1,72	3,06	2,82	1,84	1,84	1,49	1,29
Κύκλος εργασιών προς απαιτήσεις	2,97	2,93	2,62	2,29	1,76	1,78	1,94	1,73	1,85	1,89	3,12
Αποθέματα προς πωλήσεις	0,03	0,03	0,02	0,02	0,03	0,02	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03
Αποθέματα προς κόστος πωλήσεων	0,05	0,04	0,03	0,04	0,05	0,04	0,05	0,04	0,04	0,06	0,05

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Κόστος Πωλήσεων προς κύκλο εργασιών	0,52	0,58	0,69	0,62	0,66	0,83	0,99
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα προς κύκλο εργασιών	0,03	0,04	0,08	0,08	0,08	0,20	0,37
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς πωλήσεις	38,47%	36,90%	133,90%	131,31%	154,89%	328,40%	629,69%
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς πωλήσεις	55,00%	49,87%	1,08%	1,04%	9,23%	31,45%	128,19%
Κύκλος εργασιών προς σύνολο ενεργητικού	0,62	0,73	0,58	0,54	0,62	0,40	0,26
Κύκλος εργασιών προς δανειακές υποχρεώσεις	1,07	1,15	0,74	0,76	0,61	0,28	0,13
Κύκλος εργασιών προς απαιτήσεις	3,54	2,60	2,68	2,74	2,44	3,18	2,02
Αποθέματα προς πωλήσεις	0,04	0,03	0,06	0,05	0,04	0,05	0,08

Αποθέματα προς κόστος πωλήσεων	0,07	0,05	0,08	0,09	0,06	0,07	0,08
--------------------------------	------	------	------	------	------	------	------

ΠΠ12: Λογιστική και Χρηματιστηριακή Αξία NUTRIART

Ετος	Αριθμός Μετοχών (1)	Λογιστική Αξία (σύνολο ιδίων κεφαλαίων) (2)	Λογιστική αξία μετοχής (3=2/1)		Μέση Τιμή κλεισίματος μετοχής (4)	Χρηματιστηριακή αξία κεφαλαιοποίησης (Market Capitalization) (5=1X4)
1995	3.795.000	10.354.341,10	2,73	ΛΑ > ΟΑ	1,17	4.427.399
1996	3.795.000	12.332.023,82	3,25	ΛΑ > ΟΑ	1,10	4.163.681
1997	8.250.365	13.739.803,96	1,67	ΛΑ > ΟΑ	1,10	9.052.447
1998	8.250.365	17.091.995,17	2,07	ΛΑ > ΟΑ	1,90	15.674.379
1999	8.250.365	18.736.751,42	2,27	ΛΑ > ΟΑ	7,03	58.033.067
2000	9.000.000	35.475.872,59	3,94	ΛΑ > ΟΑ	3,31	29.771.786
2001	9.000.000	31.056.868,93	3,45	ΛΑ > ΟΑ	1,79	16.121.880
2002	9.000.000	34.997.267,64	3,89	ΛΑ > ΟΑ	1,86	16.738.543
2003	9.000.000	39.353.147,30	4,37	ΛΑ > ΟΑ	2,07	18.588.097
2004	18.000.000	30.565.796,64	1,70	ΛΑ > ΟΑ	1,81	32.602.767
2005	18.000.000	34.607.030,46	1,92	ΛΑ > ΟΑ	2,09	37.540.800
2006	18.000.000	32.564.000,00	1,81	ΛΑ > ΟΑ	3,20	57.517.590
2007	21.000.000	26.048.000,00	1,24	ΛΑ > ΟΑ	3,16	66.274.167
2008	24.486.150	31.204.186,00	1,27	ΛΑ =ΟΑ	1,24	30.273.605
2009	24.486.150	39.130.476,00	1,60	ΛΑ =ΟΑ	0,63	15.446.021
2010	ΜΔ	-9.725.774,00	-0,40	-	0,29	6.988.269
2011	ΜΔ	-52.481.651,00	-2,14	-	0,15	3.694.384
2012	ΜΔ	-88.734.011,00	-	-	-	-

Διευκρινίσεις:

α. Ως αγοράία κεφαλαιοποίηση (market capitalization) μίας επιχείρησης ορίζεται ως το γινόμενο της χρηματιστηριακής αξίας μίας μετοχής επί τον αριθμό κυκλοφορούντων μετοχών (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2015) σελ. 261, β. ΜΔ: Μη διαθέσιμα στοιχεία

Πηγές:

(1) Δημοσιευμένοι ισολογισμοί ΦΕΚ, (2) Αριθμός μετοχών: 1995-2002 Δημοσιευμένοι ισολογισμοί ΦΕΚ.

2003 http://www.ase.gr/content/gr/announcements/dailypress/Daily_Announcements.asp?announ_id=3206,

2005 <http://www.kerdos.gr/oldarticles.aspx?artid=324177>,

2007 http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/prospectus/infopress/KATSELIS_Ekthesi%20DS_14112008.pdf,

2008 http://www.hcmc.gr/aweb/files/enimerotikadeltia/files/Nutriart_060809.pdf,

2009 <http://www.capital.gr/xrim-anakoinoseis/679552/x-a-anakoinosi-gia-katselis>,

2010-2011 www.marfininvestmentgroup.com/gr/1419.2.

(4) Μέρισμα ανά μετοχή, ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ <http://www.ase.gr/>, (5) Υπολογισμός από στήλες 1 και 4 για τα έτη 1995-2011 και 2012 , <https://www.gurufocus.com/term/forwardPE/ATH:NUTRIART/Forward-PE-Ratio/Nutriart-SA>

ΠΠ13: Πτωχευτικό Δίκαιο

Παρουσίαση

Η νομοθεσία περί αφερεγγυότητας αφορά στην ισορρόπηση των αντικρουόμενων συμφερόντων όπως των πιστωτών, των μετόχων και των πελατών, καθώς και η προστασία του γενικού συμφέροντος, με στόχο την αποφυγή της εκκαθάρισης των εταιριών που εξακολουθούν να είναι βιώσιμες.

Η νομοθεσία της αφερεγγυότητας δεν είναι εναρμονισμένη σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης και σε όλο τον κόσμο. Ο πτωχευτικός κώδικας διαφέρει ανάμεσα σε χώρες στον τομέα της προτεραιότητας των πιστωτών για την ικανοποίηση των αξιώσεων τους απέναντι στον οφειλέτη. Οι πιστωτές, ανάλογα τη χώρα και το νομικό καθεστώς, μπορεί να κατηγοριοποιούνται σε χαμηλής προτεραιότητας (Junior claims), υψηλής προτεραιότητας (κυρίως οι τράπεζες) και μέσης προτεραιότητας (κυρίως το κράτος και οι εργαζόμενοι) (Bulow & Shoven, 1978). Επίσης, η αναδιάρθρωση της αφερέγγυας επιχείρησης διαφέρει ανά χώρα.

Τα εμπειρικά δεδομένα μελετών, έδειξαν ότι μία οικονομική μονάδα, ενώ βρίσκεται ήδη σε οικονομική αποτυχία (το κόστος κεφαλαίου είναι υψηλότερο από τις πραγματικές αποδόσεις επενδυμένων κεφαλαίων), εντούτοις καταφέρνει να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις τους απέναντι στους πιστωτές λόγω του εκάστοτε νομικού πλαισίου (Altman & Hotchkiss, 2006). Επίσης, η συμβολή του εκάστοτε πτωχευτικού δικαίου μίας χώρας επηρεάζει το ύψος των τραπεζικών δανείων, διότι αν ο νόμος ευνοεί τις ιδιωτικές διαπραγματεύσεις μεταξύ δανειστών και δανειζόμενων, τότε αυξάνεται ο συνολικός δανεισμός και συγκεκριμένα ο τραπεζικός δανεισμός (Kose & Padma, 2012). Ακόμη, η απόφαση για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης έχει σχέση με την εκτίμηση του ύψους της **αναμενόμενης αξίας εκκαθάρισης**. Όσο χαμηλότερη είναι, τόσο μεγαλύτερη μόχλευση χρησιμοποιούν, εφόσον το πτωχευτικό δίκαιο ευνοεί τους «κατόχους μετοχών» (Viral et al. 2011).

Το Πτωχευτικό Δίκαιο στην Ελλάδα

Σύμφωνα με τον Πτωχευτικό Κώδικα, οι προϋποθέσεις κήρυξης ενός οφειλέτη σε πτώχευση είναι όταν παύει τις πληρωμές τους λόγω πραγματικής αδυναμίας εξόφλησης των ληξιπρόθεσμων οικονομικών υποχρεώσεων «κατά τρόπο γενικό και μόνιμο» και όταν υπάρχει «επαπειλούμενη» αδυναμία εκπλήρωσης και την κήρυξη την ζητά ο ίδιος ο οφειλέτης. Από τα πορίσματα της νομολογίας προκύπτει ότι η αδυναμία πληρωμής αποδίδεται στην έλλειψη ρευστότητας.

Το Πτωχευτικό Δίκαιο στην Ελλάδα εμφάνιζε σημαντικά κενά και δεν προέβλεπε ζητήματα εξυγίανσης των προβληματικών επιχειρήσεων¹⁰². Ο Ν. 1386/1983 αποτελούσε ένα σύστημα εξυγίανσης (Γεωργακόπουλος, 1997), δηλ. η επιχείρηση υπάγονταν στις διατάξεις του αυτοδίκαια, χωρίς τη συγκατάθεση όλων των πιστωτών ή ακόμη και του οφειλέτη.

Προέβλεπε ζητήματα όπως την εξασφάλιση της εφαρμογής μέτρων εξυγίανσης ad hoc που θα συμβάλουν στη διάσωση επιχειρήσεων που κρίνονται βιώσιμες. Ο εν λόγω νόμος απέβλεπε στην αντιμετώπιση της οικονομικής δυσχέρειας πολλών επιχειρήσεων εκείνης της εποχής οι οποίες είχαν σημαντική σημασία για την οικονομία λόγω του μεγάλου αριθμού απασχολούμενου εργατικού δυναμικού στις εν λόγω επιχειρήσεις και την μεγάλη συμβολή τους στην ανάπτυξη της οικονομίας. Παρόλα αυτά υπήρξαν ένθερμοι υποστηρικτές που διατύπωναν ιδέες περί «εσωτερικής θεραπείας», κάτι σαν το εργαλείο διάσωσης με ίδια μέσα της Οδηγίας 2014/59/ΕΕ, άρθρο 53¹⁰³.

Ο ν. 3588/2007 «Πτωχευτικός Κώδικας» (Α' 153) προέβλεπε για πρώτη φορά τη διάσωση υπερχρεωμένων επιχειρήσεων μέσω της θέσπισης της διαδικασίας συνδιαλλαγής, με σημαντικές ωστόσο αδυναμίες που δεν συνέβαλαν τελικά στη διάσωση αυτών. Η αποτυχία του απέρρευε από τη δυνατότητα αναστολής λήψης καταδιωκτικών μέτρων από τους πιστωτές και στη δυνατότητα πίστωσης χρόνου προς τον οφειλέτη για τη μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων του (άρθρο 99, Ν. 3588/07) μέσω της παράτασης χρόνου με την εφαρμογή στρατηγικών διάσωσης/εξυγίανσης με στόχο την ανάκαμψη (Παπαδάκης, 2012).

Θεσμικό πλαίσιο εξυγίανσης

Ο Ν. 3299/2004, άρθρο 9, προέβλεπε την υποβολή πολυετών (2-3 ετών) επιχειρηματικών σχεδίων δάσωσης και αναδιάρθρωσης¹⁰⁴ για τον τεχνολογικό, διοικητικό, οργανωτικό και επιχειρησιακό εκσυγχρονισμό, την εξυγίανση και ανάπτυξη και πιθανόν και απαραίτητες ενέργειες κατάρτισης των

¹⁰² Το πτωχευτικό δίκαιο που αφορά σε επιχειρήσεις διέπεται από τις εφαρμογές και τους νόμους του Εμπορικού Δικαίου, ενώ για τα φυσικά πρόσωπα και τις ατομικές επιχειρήσεις από το Αστικό Δίκαιο. Ανάλογα τη νομική μορφή των επιχειρήσεων ακολουθείται ο εμπορικός νόμος που τις διέπει (για παράδειγμα τις ΑΕ και ΕΠΕ ο 2190/20, οι ατομικές επιχειρήσεις από τον νόμο 4072/2012).

¹⁰³ Οδηγία 2014/59 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΫ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ της 15ης Μαΐου 2014 για τη θέσπιση πλαισίου για την ανάκαμψη και την εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων και για την τροποποίηση της οδηγίας 82/891/ΕΟΚ του Συμβουλίου, και των οδηγιών 2001/24/ΕΚ, 2002/47/ΕΚ, 2004/25/ΕΚ, 2005/56/ΕΚ, 2007/36/ΕΚ, 2011/35/ΕΕ, 2012/30/ΕΕ και 2013/36/ΕΕ, καθώς και των κανονισμών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 και (ΕΕ) αριθ. 648/2012.

¹⁰⁴ https://www.ependyseis.gr/sub/nomos3299/files/n3299_F261A_2004.pdf

εργαζομένων. Το άρθρο 9 του ν. 3299/2004 δεν είχε επιτυχία¹⁰⁵. Επίσης, ο αναπτυξιακός νόμος 3908/2011, δεν περιέλαβε στις ρυθμίσεις του επιχειρηματικά σχέδια διάσωσης και αναδιάρθρωσης¹⁰⁶.

Το 2014 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις κρατικές ενισχύσεις προς τις προβληματικές επιχειρήσεις για την αποκατάσταση μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας τους. Ο στόχοι της διάσωσης και αποκατάστασης αυτών μέσω των κρατικών ενισχύσεων είναι η διευθέτηση αστοχιών της αγοράς και η διασφάλιση της οικονομικής και κοινωνικής συνοχής (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2014). Τα μακρόπνοα επιχειρηματικά σχέδια χρηματοδοτούνται με ποσοστιαίο καταμερισμό του κόστους τόσο από ίδια κεφάλαια του δικαιούχου, όσο και με κρατική ενίσχυση, περιορίζοντας έτσι τις στρεβλώσεις του ανταγωνισμού, δηλ. τον ηθικό κίνδυνο ¹⁰⁷. Η Οδηγία 2366/2015 (ΕΕ) σχετικά με υπηρεσίες ηλεκτρονικών πληρωμών στην εσωτερική αγορά και η Εναρμόνιση της Οδηγίας 2011/7/ΕΕ στην εθνική νομοθεσία (Νόμος 4152/2013) για την καταπολέμηση των καθυστερήσεων πληρωμών στις εμπορικές συναλλαγές, επαναπροσδιορίζει τους όρους ηλεκτρονικών πληρωμών και τον χρόνο εξόφλησης των τιμολογίων (εντός 60 ημερολογιακών ημερών), μειώνοντας το κόστος συγκέντρωσης των οφειλών.

¹⁰⁵ Οι εκκρεμούσες αιτήσεις για την ενίσχυση επιχειρηματικών σχεδίων διάσωσης και αναδιάρθρωσης ήταν, μέχρι τις 29-1-2010, μόλις δυο. <https://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/17953>.

¹⁰⁶ Ν.3908/2011 "Ενίσχυση Ιδιωτικών Επενδύσεων για την Οικονομική Ανάπτυξη, την Επιχειρηματικότητα και την Περιφερειακή Συνοχή", ΦΕΚ Α 8/1.2.2011).

¹⁰⁷ Ως ηθικό κίνδυνο λογίζεται η ανισορροπία προστασίας επενδυτών-μετόχων και πιστωτών, όταν ενδέχεται η κρατική στήριξη να χορηγείται με μορφή που ενισχύει την καθαρή κεφαλαιακή θέση των μετόχων ή μειώνει το χρέος, εις βάρος των πιστωτών λόγω μειωμένης εξασφάλισης από τις συνέπειες της επιλογής τους να επενδύσουν στον δικαιούχο.