

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

«Βιωσιμότητα εισηγμένων στο Χ.Α.Α.
ξενοδοχειακών επιχειρήσεων 2007-2011»

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική
από τον

Τζαγκαράκη Ελευθέριο

Ηράκλειο
Δεκέμβριος 2013

Δήλωση αυθεντικότητας

Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λ.π.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.

Τζαγκαράκης Ελευθέριος

Σελίδα τριμελούς εξεταστικής επιτροπής

Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Καθηγητής Γεώργιος Θάνος(Επιβλέπων)
- Επίκ.Καθηγητής Αρβανίτης Σταύρος.....(Μέλος)
- Καθηγητής Τερζάκης Δημήτριος.....(Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.

Πρόλογος

Με την παρούσα μελέτη επιχειρείται μια θεωρητική και εμπειρική προσέγγιση της βιωσιμότητας των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, για την περίοδο από το έτος 2007 έως το 2011. Η προσέγγιση γίνεται μέσω της χρήσης χρηματοοικονομικών δεικτών και του μοντέλου Altman's z-score.

Στην αρχή της παρούσας μελέτης γίνεται μια σύντομη περιγραφή του περιβάλλοντος που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι επιχειρήσεις, δεδομένου ότι το τουριστικό προϊόν και η πορεία του εξαρτώνται άμεσα από την κοινωνικοοικονομική κατάσταση που επικρατεί κάθε φορά.

Εν συνεχεία παρουσιάζονται θεωρητικά επιλεγμένοι αριθμοδείκτες και ακολουθεί η εφαρμογή των αριθμοδεικτών στα οικονομικά στοιχεία των υπό εξέταση επιχειρήσεων. Σημαντικά συμπεράσματα για την βιωσιμότητα τους προκύπτουν τόσο από την ξεχωριστή παρουσίαση της κάθε επιχείρησης, όσο και από την σύγκριση μεταξύ τους.

Μετά την ανάλυση και παρουσίαση των αριθμοδεικτών, γίνεται αναφορά σε μεθόδους πρόβλεψης πτώχευσης ή βιωσιμότητας και παρουσιάζεται το μοντέλο Altman's z-score. Υπό το πρίσμα του μοντέλου Altman's z-score, εξετάζεται εκ νέου η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων.

Η συμβολή της παρούσας μελέτης έγκειται στην παρουσίαση της πορείας του πολύ σημαντικού για την χώρα μας τουριστικού κλάδου. Το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα ξεκινάει πριν την εκδήλωση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα και παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η εικόνα της πορείας των επιχειρήσεων μέσα σε ασταθές οικονομικό περιβάλλον, πριν και κατά την εκδήλωση της κρίσης.

Οι θερμότερες ευχαριστίες μου εκφράζονται στον επιβλέποντα Καθηγητή κ. Γεώργιο Θάνο, για την συνεχή και υπομονετική παρακολούθηση και την άψογη συνεργασία.

Θέλω επίσης να ευχαριστήσω τα μέλη της τριμελούς επιτροπής, για τις παρατηρήσεις και υποδείξεις τους, οι οποίες συνέβαλαν στην ολοκλήρωση της παρούσας μελέτης.

Περιττό, τέλος, να σημειωθεί ότι για κάθε παράλειψη ή όποιας μορφής ατέλεια της εργασίας αυτής, την αποκλειστική ευθύνη έχει ο συντάκτης της εργασίας αυτής και μόνο.

Δεκέμβριος 2013

Τζαγκαράκης Ελευθέριος

Περιεχόμενα

| | |
|---|----|
| Δήλωση αυθεντικότητας | 2 |
| Σελίδα τριμελούς εξεταστικής επιτροπής..... | 3 |
| Πρόλογος..... | 4 |
| Περιεχόμενα | 6 |
| Περιεχόμενα πινάκων..... | 9 |
| Περιεχόμενα διαγραμμάτων | 13 |
| Abstract..... | 14 |
| Κεφάλαιο 1: Εισαγωγικά στοιχεία για τις τουριστικές επιχειρήσεις | 15 |
| 1.1 Εισαγωγή και σκοπός της εργασίας | 15 |
| 1.2 Το περιβάλλον που αντιμετωπίζουν οι τουριστικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα | 17 |
| 1.3 Γενική περιγραφή της Ελλάδας ως τουριστικός προορισμός..... | 20 |
| 1.4 Περιγραφή στατιστικών στοιχείων..... | 22 |
| 1.5 Περιγραφή της γενικότερης οικονομικής συγκυρίας στην Ελλάδα | 24 |
| Κεφάλαιο 2: Η ανάλυση αριθμοδεικτών | 28 |
| 2.1 Εισαγωγή στους αριθμοδείκτες..... | 28 |
| 2.2 Η σημασία της ανάλυσης αριθμοδεικτών | 29 |
| 2.3 Οι κατηγορίες των αριθμοδεικτών | 32 |
| 2.3.1 Γενικά στοιχεία..... | 32 |
| 2.3.2 Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας..... | 33 |
| 2.3.3 Οι αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή Κυκλοφοριακής ταχύτητας | 34 |
| 2.3.4 Οι αριθμοδείκτες Οικονομικής Διάρθρωσης..... | 37 |
| 2.3.5 Οι αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας..... | 39 |
| 2.4 Σύνοψη | 41 |
| Κεφάλαιο 3: Ανάλυση αριθμοδεικτών για τις εξεταζόμενες εταιρίες..... | 43 |

| | |
|---|----|
| 3.1 Οι εταιρίες που εξετάζονται | 43 |
| 3.2 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε..... | 43 |
| 3.2.1 Γενικά χαρακτηριστικά | 43 |
| 3.2.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας | 45 |
| 3.2.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας | 47 |
| 3.2.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης | 50 |
| 3.2.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας | 52 |
| 3.3 ΓΕΚΕ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟΝ PRESIDENT | 55 |
| 3.3.1 Γενικά χαρακτηριστικά | 55 |
| 3.3.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας | 56 |
| 3.3.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας | 58 |
| 3.3.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης | 61 |
| 3.3.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας | 63 |
| 3.4 ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε..... | 66 |
| 3.4.1 Γενικά χαρακτηριστικά | 66 |
| 3.4.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας | 66 |
| 3.4.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας | 69 |
| 3.4.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης | 71 |
| 3.4.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας | 74 |
| 3.5 ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ | 76 |
| 3.5.1 Γενικά χαρακτηριστικά | 76 |
| 3.5.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας | 77 |
| 3.5.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας | 78 |
| 3.5.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης | 81 |
| 3.5.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας | 83 |
| Κεφάλαιο 4: Σύγκριση των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων που εξετάστηκαν | 86 |

| | |
|---|-----|
| 4.1 Σύγκριση των αριθμοδεικτών ρευστότητας | 86 |
| 4.2 Σύγκριση των αριθμοδεικτών Δραστηριότητας | 89 |
| 4.3 Σύγκριση των αριθμοδεικτών Οικονομικής διάρθρωσης..... | 92 |
| 4.4 Σύγκριση των Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας | 96 |
| 4.5 Σύνοψη των αποτελεσμάτων | 99 |
| Κεφάλαιο 5: Εμπειρική διερεύνηση | 101 |
| 5.1 Δεδομένα και μεθοδολογία..... | 101 |
| 5.2 Περιγραφικά στοιχεία δεδομένων | 102 |
| 5.3 Αποτέλεσμα παλινδρόμησης | 104 |
| Κεφάλαιο 6: Σύγχρονες μέθοδοι πρόβλεψης της πτώχευσης ή βιωσιμότητας των επιχειρήσεων | 105 |
| 6.1 Σύγχρονες μέθοδοι πρόβλεψης της πτώχευσης των επιχειρήσεων | 105 |
| 6.2 Κριτική στο μοντέλο Altman's z-score..... | 109 |
| 6.3 Άλλες μέθοδοι πρόβλεψης της πτώχευσης ή βιωσιμότητας των επιχειρήσεων... | 112 |
| Κεφάλαιο 7: Το μοντέλο Altman's z-score | 114 |
| 7.1 Η περιγραφή του μοντέλου Altman's z-score..... | 114 |
| 7.2 Οι τιμές του μοντέλου για τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις..... | 116 |
| 7.2.1 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε..... | 116 |
| 7.2.2 ΓΕΚΕ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟΝ PRESIDENT | 117 |
| 7.2.3 ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε..... | 118 |
| 7.2.4 ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ | 119 |
| 7.3 Σύνοψη των αποτελεσμάτων | 120 |
| Κεφάλαιο 8: Συμπεράσματα..... | 121 |
| Βιβλιογραφία | 126 |

Περιεχόμενα πινάκων

| | |
|--|----|
| Πίνακας 1: Βασικά μεγέθη του ελληνικού τουρισμού (περίοδος 2006-2011)..... | 24 |
| Πίνακας 2: Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών | 42 |
| Πίνακας 3: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Γενική ρευστότητα..... | 45 |
| Πίνακας 4: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Ειδική ρευστότητα | 46 |
| Πίνακας 5: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Ταμειακή ρευστότητα | 46 |
| Πίνακας 6: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού | 47 |
| Πίνακας 7: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων | 48 |
| Πίνακας 8: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων | 48 |
| Πίνακας 9: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων | 49 |
| Πίνακας 10: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων | 50 |
| Πίνακας 11: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια | 51 |
| Πίνακας 12: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας | 51 |
| Πίνακας 13: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Παγιοποίηση περιουσίας..... | 52 |
| Πίνακας 14: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια..... | 52 |
| Πίνακας 15: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών | 53 |
| Πίνακας 16: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)..... | 54 |
| Πίνακας 17: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό) | 54 |
| Πίνακας 18: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό)..... | 55 |
| Πίνακας 19: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)..... | 55 |
| Πίνακας 20: PRESIDENT - Γενική ρευστότητα..... | 57 |

| | |
|---|----|
| Πίνακας 21: PRESIDENT - Ειδική ρευστότητα | 57 |
| Πίνακας 22: PRESIDENT - Ταμειακή ρευστότητα | 58 |
| Πίνακας 23: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού..... | 59 |
| Πίνακας 24: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων | 59 |
| Πίνακας 25: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων | 60 |
| Πίνακας 26: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων | 60 |
| Πίνακας 27: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων | 61 |
| Πίνακας 28: PRESIDENT - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια | 62 |
| Πίνακας 29: PRESIDENT - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας..... | 62 |
| Πίνακας 30: PRESIDENT - Παγιοποίηση περιουσίας..... | 62 |
| Πίνακας 31: PRESIDENT - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια..... | 63 |
| Πίνακας 32: PRESIDENT - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών | 63 |
| Πίνακας 33: PRESIDENT - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)..... | 64 |
| Πίνακας 34: PRESIDENT - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό) | 64 |
| Πίνακας 35: PRESIDENT - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό)..... | 65 |
| Πίνακας 36: PRESIDENT - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)..... | 65 |
| Πίνακας 37: IONIKH - Γενική ρευστότητα | 67 |
| Πίνακας 38: IONIKH - Ειδική ρευστότητα | 68 |
| Πίνακας 39: IONIKH - Ταμειακή ρευστότητα | 68 |
| Πίνακας 40: IONIKH - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού..... | 69 |
| Πίνακας 41: IONIKH - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων | 70 |
| Πίνακας 42: IONIKH - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων..... | 70 |

| | |
|--|----|
| Πίνακας 43: ΙΟΝΙΚΗ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων | 70 |
| Πίνακας 44: ΙΟΝΙΚΗ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων | 71 |
| Πίνακας 45: ΙΟΝΙΚΗ - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια..... | 72 |
| Πίνακας 46: ΙΟΝΙΚΗ - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας | 72 |
| Πίνακας 47: ΙΟΝΙΚΗ - Παγιοποίηση περιουσίας..... | 73 |
| Πίνακας 48: ΙΟΝΙΚΗ - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια | 73 |
| Πίνακας 49: ΙΟΝΙΚΗ - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών..... | 74 |
| Πίνακας 50: ΙΟΝΙΚΗ - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)..... | 75 |
| Πίνακας 51: ΙΟΝΙΚΗ - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό)..... | 75 |
| Πίνακας 52: ΙΟΝΙΚΗ - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό) | 75 |
| Πίνακας 53: ΙΟΝΙΚΗ - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)..... | 76 |
| Πίνακας 54: ΛΑΜΨΑ - Γενική ρευστότητα | 77 |
| Πίνακας 55: ΛΑΜΨΑ - Ειδική ρευστότητα..... | 78 |
| Πίνακας 56: ΛΑΜΨΑ - Ταμειακή ρευστότητα | 78 |
| Πίνακας 57: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού | 79 |
| Πίνακας 58: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων | 79 |
| Πίνακας 59: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων..... | 80 |
| Πίνακας 60: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων | 80 |
| Πίνακας 61: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων..... | 81 |
| Πίνακας 62: ΛΑΜΨΑ - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια..... | 82 |
| Πίνακας 63: ΛΑΜΨΑ - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας | 82 |
| Πίνακας 64: ΛΑΜΨΑ - Παγιοποίηση περιουσίας..... | 82 |

| | |
|--|-----|
| Πίνακας 65: ΛΑΜΨΑ - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια | 82 |
| Πίνακας 66: ΛΑΜΨΑ - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών..... | 83 |
| Πίνακας 67: ΛΑΜΨΑ - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)..... | 84 |
| Πίνακας 68: ΛΑΜΨΑ - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό)..... | 84 |
| Πίνακας 69: ΛΑΜΨΑ - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό) | 84 |
| Πίνακας 70: ΛΑΜΨΑ - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)..... | 85 |
| Πίνακας 71: Σύγκριση αριθμοδεικτών ρευστότητας..... | 88 |
| Πίνακας 72: Σύγκριση αριθμοδεικτών Κυκλοφοριακής ταχύτητας..... | 92 |
| Πίνακας 73: Σύγκριση αριθμοδεικτών Οικονομικής διάρθρωσης..... | 96 |
| Πίνακας 74: Σύγκριση αριθμοδεικτών αποδοτικότητας | 99 |
| Πίνακας 75: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία – Συσχέτιση μεταβλητών | 103 |
| Πίνακας 76: Αποτέλεσμα παλινδρόμησης | 104 |
| Πίνακας 77: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ – Z-score..... | 116 |
| Πίνακας 78: ΓΕΚΕ ΑΕ – Z-score..... | 117 |
| Πίνακας 79: ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ – Z-score..... | 118 |
| Πίνακας 80: ΛΑΜΨΑ ΑΕ – Z-score..... | 119 |

Περιεχόμενα διαγραμμάτων

| | |
|---|-----|
| Διάγραμμα 1: Σύγκριση του Δείκτη Γενικής Ρευστότητας..... | 87 |
| Διάγραμμα 2: Σύγκριση του Δείκτη Ειδικής Ρευστότητας | 87 |
| Διάγραμμα 3: Σύγκριση του Δείκτη Ταμειακής Ρευστότητας | 88 |
| Διάγραμμα 4: Σύγκριση κυκλοφοριακής ταχύτητας συνολικού ενεργητικού | 89 |
| Διάγραμμα 5: Σύγκριση του δείκτη Κυκλοφοριακής ταχύτητας των παγίων | 90 |
| Διάγραμμα 6: Σύγκριση του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων | 90 |
| Διάγραμμα 7: Σύγκριση του δείκτη Κυκλοφοριακής ταχύτητας των απαιτήσεων | 91 |
| Διάγραμμα 8: Σύγκριση του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας Ιδίων Κεφαλαίων..... | 91 |
| Διάγραμμα 9: Σύγκριση του δείκτη Κάλυψης παγίων με ίδια κεφάλαια..... | 93 |
| Διάγραμμα 10: Σύγκριση του δείκτη κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας . | 93 |
| Διάγραμμα 11: Σύγκριση του δείκτη Παγιοποίησης περιούσιας | 94 |
| Διάγραμμα 12: Σύγκριση του δείκτη Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια | 95 |
| Διάγραμμα 13: Σύγκριση του δείκτη κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών..... | 95 |
| Διάγραμμα 14: Σύγκριση του δείκτη Απόδοσης συνολικού ενεργητικού | 97 |
| Διάγραμμα 15: Σύγκριση του Δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων | 97 |
| Διάγραμμα 16: Σύγκριση του δείκτη περιθωρίου καθαρού κέρδους..... | 98 |
| Διάγραμμα 17: Σύγκριση του δείκτη περιθωρίου μικτού κέρδους..... | 99 |
| Διάγραμμα 18: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ – Z-score | 116 |
| Διάγραμμα 19: ΓΕΚΕ ΑΕ – Z-score | 117 |
| Διάγραμμα 20: ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ – Z-score | 118 |
| Διάγραμμα 21: ΛΑΜΨΑ ΑΕ – Z-score | 119 |

Περίληψη

Με την παρούσα μελέτη εξετάζεται η βιωσιμότητα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, βάσει των οικονομικών τους καταστάσεων για την περίοδο από το έτος 2007 έως το 2011. Επιπλέον, διερευνήθηκε η συμπεριφορά του χρέους των εταιρειών με τη χρήση του υποδείγματος γραμμικής παλινδρόμησης. Η βιωσιμότητα εξετάστηκε μέσω της ανάλυσης χρηματοοικονομικών δεικτών και μέσω του μοντέλου Altman's z-score. Όλες οι επιχειρήσεις επηρεάστηκαν αρνητικά από την οικονομική αστάθεια της χώρας και παρουσίασαν ζημία τουλάχιστον για ένα έτος. Βάσει των δεικτών εξάγεται αρνητικό συμπέρασμα βιωσιμότητας μόνο για την «Αστήρ Παλλάς Βουλιαγμένης Α.Ε.Ε.», αφού παρουσιάζει ζημία για όλα τα έτη και μη ικανοποιητική ρευστότητα. Βάσει του μοντέλου Altman's z-score για την «ΓΕΚΕ Α.Ε.» προβλέπεται πτώχευση σύμφωνα με τα αποτελέσματα της χρήσης 2010, ενώ για την «Ιονική Ξενοδοχεία και Επιχειρήσεις Α.Ε.» μπορεί να γίνει ασφαλής πρόβλεψη πτώχευσης σε όλα τα εξεταζόμενα έτη.

Λέξεις κλειδιά: βιωσιμότητα, ξενοδοχείο, χρηματοοικονομικοί δείκτες, Altman z-score, παλινδρόμηση

Abstract

The present study examines the viability of the listed hotel firms in the Athens Stock Exchange according to their financial statements of the period 2007-2011. Furthermore, the behavior of the debt of the companies was examined using the model of linear regression. The viability was examined through the analysis of the financial ratios and via Altman's z-score model. Every firm was negatively affected by the economic instability of the country and all the examined firms appeared to have losses for at least one year. According to the financial ratios, a negative viability conclusion can only be extracted for the "Astir Palace Vouliagmeni S.A.", which appears to have losses and unsatisfactory liquidity during the whole examined period. According to the Altman's z-score model, the "GEKE S.A." is predicted to reach bankruptcy according to the results of 2010 period, whilst for the "Ionian Hotel Enterprises S.A" there can be safely forecasted bankruptcy during the examined period.

Key words: viability, hotel, financial ratios, Altman z-score model, regression

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγικά στοιχεία για τις τουριστικές επιχειρήσεις

1.1 Εισαγωγή και σκοπός της εργασίας

Η Ελλάδα αποτελεί ένα από τους πλέον ελκυστικούς τουριστικούς προορισμούς παγκοσμίως, γεγονός που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα φυσικά της στοιχεία, όπως οι παραλίες, αλλά και στον πολιτισμό της. Το γεγονός αυτό καθιστά ενδιαφέρον να εξεταστεί η πορεία των τουριστικών επιχειρήσεων της χώρας, ειδικά σε μια περίοδο που η ελληνική οικονομία πλήττεται από μια πρωτοφανή σε ένταση και διάρκεια οικονομική κρίση.

Προκειμένου να εξεταστεί το συγκεκριμένο ζήτημα, πραγματοποιήθηκε χρηματοοικονομική αξιολόγηση των μεγαλύτερων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων της χώρας. Η αξιολόγηση μιας επιχείρησης μπορεί να γίνει με μεγαλύτερη ακρίβεια με την χρήση αριθμοδεικτών, αφού η ανάλυση των δεικτών ερμηνεύει τις σχέσεις που υπάρχουν ανάμεσα στα διάφορα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007). Οι τέσσερις ξενοδοχειακές επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν για τη μελέτη είναι το Αστήρ Παλλάς, η ΓΕΚΕ ΑΕ, η Λάμψα ΑΕ και η Ιονική Ξενοδοχεία και Επιχειρήσεις ΑΕ.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών στοιχείων των τουριστικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα προϋποθέτει την παράθεση των ορισμών των βασικών εννοιών που θα χρησιμοποιηθούν:

Ο τουρισμός είναι μια ανθρώπινη δραστηριότητα που περιλαμβάνει πτυχές της ανθρώπινης συμπεριφοράς, τη χρήση ορισμένων πόρων, την επαφή και τις σχέσεις με άλλα άτομα και πολιτισμούς. Ταυτόχρονα, η έννοια του τουρισμού εμπεριέχει τη φυσική κίνηση τουριστών προς περιοχές διαφορετικές από τον τόπο διαμονής τους. Ο τουρισμός, τις περισσότερες φορές, λαμβάνει χώρα για λόγους αναψυχής, όμως μπορεί να γίνει και για επαγγελματικούς λόγους ή λόγους υγείας (Bull, 2002).

Συνεπώς, οι τουρίστες μπορούν να οριστούν ως «οι προσωρινοί επισκέπτες σε μια χώρα, οι οποίοι θα παραμείνουν σε αυτή τουλάχιστον 24 ώρες για αναψυχή ή επαγγελματικούς λόγους» (Bull, 2002).

Η αγορά του τουρισμού περιλαμβάνει κάθε επιχείρηση ή οργανισμό που παρέχει αγαθά ή υπηρεσίες στους τουρίστες και τους εκδρομείς, με στόχο την κάλυψη των τουριστικών τους αναγκών (Bull, 2002).

Οι κύριοι κλάδοι και τομείς του τουρισμού είναι οι εξής (Holloway, 1989):

- Τα μεταφορικά μέσα
- Ο χώροι διαμονής
- Οι πόλοι έλξης
- Οι υποστηρικτικές υπηρεσίες του δημόσιου τομέα
- Οι υποστηρικτικές υπηρεσίες του ιδιωτικού τομέα
- Οι τουριστικοί πράκτορες και οι τουριστικές επιχειρήσεις, που συχνά αποτελούν τους μεσάζοντες

Το τουριστικό προϊόν δεν αποτελείται αποκλειστικά από προϊόντα που ζητούν οι καταναλωτές, αλλά αποτελεί μια πιο γενική και σφαιρική έννοια, που περιλαμβάνει και μη εμπορεύσιμα αγαθά, όπως για παράδειγμα ο ήλιος (Bull, 2002).

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει το τουριστικό προϊόν της Ελλάδας, και πιο συγκεκριμένα τις υπηρεσίες που παρέχονται από τα ξενοδοχεία. Οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την εικόνα που έχει το κοινό για το τουριστικό προϊόν μιας χώρας, επομένως είναι χρήσιμο να διαπιστωθούν οι τρόποι με τους οποίους μπορούν να συμβάλλουν οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.

Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδας, που η οικονομική κρίση καθιστά τον τουρισμό μια από τις βασικές ελπίδες της χώρας για επαναφορά της οικονομίας και αποκατάσταση της αξιοπιστίας και της εικόνας της.

1.2 Το περιβάλλον που αντιμετωπίζουν οι τουριστικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα

Ο ξενοδοχειακός κλάδος έχει σαν κύριο χαρακτηριστικό την παροχή διαμονής και την προσφορά στους πελάτες υλικών αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον, με δεδομένο ότι πολλές φορές τα αγαθά και οι υπηρεσίες δεν είναι δυνατό να διαχωριστούν και να προσφερθούν ξεχωριστά, τα ξενοδοχεία θεωρείται πως παρέχουν ολοκληρωμένες εμπειρίες (Χυτήρης, 1996). Ο συγκεκριμένος κλάδος περιλαμβάνει το σύνολο των μονάδων που παρέχουν υπηρεσίες φιλοξενίας σε τουρίστες και αποτελείται από πολλές μικρές μονάδες, η επιτυχία των οποίων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη θέση και τη χωροταξική κατανομή των καταλυμάτων (Λαγός, 2005).

Η μελέτη των επιχειρήσεων του τουριστικού κλάδου στην Ελλάδα της κρίσης δεν θα μπορούσε να θεωρηθεί ολοκληρωμένη χωρίς την ανάλυση του περιβάλλοντος που καλούνται αυτές οι επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν. Η ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος στην περίπτωση των τουριστικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα, αποτελείται από τα κάτωθι στοιχεία (Τσάρτας και συν., 2010):

Πολιτικοί παράγοντες. Η πρώτη κατηγορία παραγόντων που θα εξεταστούν είναι οι πολιτικοί παράγοντες, οι οποίοι σχετίζονται με την πολιτική κατάσταση στη χώρα, τις νομοθετικές ρυθμίσεις που προωθούνται κτλ. Η τουριστική πολιτική στην Ελλάδα ασκείται από το Υπουργείο Τουρισμού, το οποίο έχει υπό τον έλεγχό τους φορείς και νομικά πρόσωπα δημοσίου και ιδιωτικού δικαίου όπως ο Ε.Ο.Τ., ενώ η αποστολή του περιλαμβάνει τον προγραμματισμό και τη χάραξη της τουριστικής πολιτικής ανάπτυξης σύμφωνα με την κυβερνητική πολιτική. Ένα πρόβλημα που επηρεάζει αρνητικά το τουριστικό προϊόν στην Ελλάδα είναι οι περιορισμοί και τα μονοπώλια που εξακολουθούν να υπάρχουν παρά τις προσπάθειες που γίνονται. Όσον αφορά στις αερομεταφορές, η Ελλάδα, κατ' εφαρμογή της ευρωπαϊκής πολιτικής έχει απελευθερώσει το πλαίσιο λειτουργίας τους επιτρέποντας (τουλάχιστον θεωρητικά) την ελεύθερη και ανταγωνιστική ανάπτυξη του αεροπορικού δικτύου. Απελευθέρωση επιτεύχθηκε και στην ελληνική ακτοπλοΐα με στόχο την ενίσχυση του ανταγωνισμού και την αναβάθμιση του επιπέδου ποιότητας των υπηρεσιών. Εξακολουθούν, ωστόσο, να υπάρχουν προβλήματα, λόγω των επαναδρομολογήσεων. Όσον αφορά τις

κρουαζιέρες, ο αριθμός των κρουαζιέρων στην Ελλάδα είναι μικρός λόγω του προστατευτισμού, αφού το ελληνικό κράτος αρνείται την εκχώρηση δικαιωμάτων cabotage σε πλοία νηολογημένα εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τέλος, ένα παράδειγμα μονοπωλίου είναι εκείνο των ΚΤΕΛ, που παρατάθηκε ως το 2019, παρά την αντίθετη νομοθεσία στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Επιπλέον, οι πολιτικοί παράγοντες σχετίζονται και με την προώθηση των εναλλακτικών μορφών τουρισμού. Για παράδειγμα, ο συνεδριακός τουρισμός εμφανίζει ανάπτυξη, καθώς ο τελευταίος αναπτυξιακός νόμος δίνει κίνητρα για την επένδυση σε συνεδριακές υποδομές και έτσι, μέσω του Ε.Σ.Π.Α. προωθείται η δημιουργία συνεδριακών κέντρων.

Οικονομικοί παράγοντες. Η οικονομική κρίση είναι ο κυριότερος παράγοντας που επηρεάζει το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις. Μάλιστα αποτελεί μια απειλή, αφού έχει προκαλέσει σημαντικά προβλήματα ρευστότητας στην αγορά, ενώ έχει μειώσει και τη ζήτηση αφού έχει μειωθεί σημαντικά το εισόδημα των καταναλωτών.

Κοινωνικοί παράγοντες. Οι κοινωνικοί παράγοντες που σχετίζονται με το τουριστικό προϊόν της χώρας αφορούν τον σημαντικό ελληνικό πολιτισμό και μπορούν να αποτελέσουν ευκαιρία για τις ξενοδοχειακές επιχειρήσεις. Η Ελλάδα έχει σε όλη της την επικράτεια σημαντικούς αρχαιολογικούς χώρους και μουσεία, ενώ ταυτόχρονα, διοργανώνονται φεστιβάλ και άλλες εκδηλώσεις, που μπορούν να αποτελέσουν πόλο έλξης για τους τουρίστες. Οι σημαντικότερες χώρες προέλευσης τουριστών είναι η Μεγάλη Βρετανία, η Γερμανία, η Γαλλία, η Ολλανδία και η Ιταλία. Συνεπώς, μεγάλη είναι η προσφορά στην προσέλκυση τουριστών που παρέχουν οι εκδηλώσεις πολιτισμού. Ακόμη, χώροι όπως το νέο μουσείο της Ακρόπολης, και εκδηλώσεις όπως το Φεστιβάλ Επιδαύρου και το Φεστιβάλ Κινηματογράφου Θεσσαλονίκης μπορούν να προβάλλουν την Ελλάδα διεθνώς.

Τεχνολογικοί παράγοντες. Στον τομέα της νέας τεχνολογίας, ο ελληνικός τουρισμός δεν θεωρείται αρκετά ανταγωνιστικός. Η ανάπτυξη του ηλεκτρονικού τουρισμού στην Ελλάδα δεν παρουσιάζει ομοιόμορφη ανάπτυξη, αφού η διείσδυση τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών εμφανίζεται κυρίως στις μεγάλες τουριστικές επιχειρήσεις. Ευκαιρία για ανάπτυξη αποτελεί το γεγονός ότι οι νέοι επιχειρηματίες ασπάζονται την αναγκαιότητα των νέων τεχνολογιών με σκοπό την

δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και την επιτυχία της επιχείρησής τους, έτσι εκμεταλλεύονται τον τεχνολογικό εκσυγχρονισμό προς αυτή την κατεύθυνση.

Από τους προαναφερθέντες παράγοντες του περιβάλλοντος, μεγαλύτερη επίδραση έχει η οικονομική κρίση, αφού το επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση θα διαμορφωθεί με διαφορετικό τρόπο και νέες ισορροπίες θα προκύψουν στην αγορά προϊόντων και υπηρεσιών. Οι ελληνικές επιχειρήσεις βρίσκονται πλέον σε ένα περισσότερο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Συνεπώς, η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας εξαρτάται από την ικανότητα των επιχειρήσεων να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα (Λιούκας, 2010).

Οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν ιδέες από την διεθνή επιχειρηματική δραστηριότητα και την πολυμήχανη φύση των Ελλήνων επιχειρηματιών για να ανταπεξέλθουν στα νέα δεδομένα που έχουν διαμορφωθεί. Με το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης, οι επιχειρήσεις έπρεπε να αντιμετωπίσουν τα δομικά τους προβλήματα, αλλά και την έλλειψη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Πολλές επιχειρήσεις επιχείρησαν να μειώσουν το κόστος τους, μεταφερόμενες σε μέρη όπου υπάρχει μεγαλύτερη ζήτηση, όπως για παράδειγμα σε νέες αγορές του εξωτερικού. Άλλες επιχειρήσεις αντιμετώπισαν την οικονομική κρίση σαν ευκαιρία για να επεκταθούν σε νέες δραστηριότητες διεθνώς και να αναζητήσουν πρόσθετη ρευστότητα από το εξωτερικό (Gerzema & Lebar, 2008).

Η αντοχή των ελληνικών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίση εξαρτάται από την ικανότητά τους να δημιουργήσουν συγκριτικό πλεονέκτημα, μειώνοντας όμως ταυτόχρονα το κόστος. Καλούνται να παρέχουν ποιοτικά προϊόντα σε προσιτές τιμές, αφού πλέον γίνεται σύγκριση σε διεθνές επίπεδο.

Πέραν όμως του εξωτερικού περιβάλλοντος, με τις ευκαιρίες και τις απειλές που περιέχει, έμφαση θα πρέπει να δοθεί και στο εσωτερικό περιβάλλον των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων. Η αξιολόγηση της απόδοσης αποτελεί μια κρίσιμη δραστηριότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης, η οποία εφαρμόζεται είτε για την αξιολόγηση ορισμένων τμημάτων, είτε για το σύνολο του ξενοδοχείου (Chan & Wong, 2007). Για να είναι περισσότερο αποτελεσματική η αξιολόγηση της επίδοσης ενός οργανισμού, θα πρέπει να ενσωματώνει τόσο χρηματοοικονομικούς, όσο και μη χρηματοοικονομικούς δείκτες,

όπως για παράδειγμα η ικανοποίηση των πελατών κτλ. Για το λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί πλαίσια αξιολόγησης της απόδοσης, που να χρησιμοποιούν και χρηματοοικονομικούς και μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως για παράδειγμα η Balanced Scorecard (Norton & Kaplan, 1996). Όμως στην πράξη, η πλειοψηφία των διοικητικών στελεχών των ξενοδοχείων εξακολουθεί να χρησιμοποιεί παραδοσιακά μέτρα της επίδοσης (Lockman & Patiarb, 2001).

1.3 Γενική περιγραφή της Ελλάδας ως τουριστικός προορισμός

Ως τόπος προορισμού μπορεί να οριστεί μια χώρα, μια πόλη ή μια περιοχή, που οι τουρίστες έχουν σκοπό να επισκεφθούν (Bull, 2002). Στον τουριστικό προορισμό, οι προμηθευτές του τουρισμού θα πρέπει να καταλάβουν τις ανάγκες και τις επιθυμίες των πελατών, ώστε να καταφέρουν να τους παρέχουν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Επιπλέον, οι ανάγκες των πελατών είναι πολύ διαφορετικές με αποτέλεσμα να απαιτείται τμηματοποίηση της αγοράς των τουριστών, για να καταστεί δυνατή η στόχευση στα κατάλληλα τμήματα, με τα κατάλληλα προϊόντα και τις κατάλληλες μεθόδους διανομής (Bull, 2002).

Η τμηματοποίηση μπορεί να λάβει χώρα με διαφορετικούς τρόπους (Bull, 2002):

- Με βάση το σκοπό του ταξιδιού
- Με ψυχογραφικά κριτήρια
- Με βάση την αλληλεπίδραση

Το τουριστικό προϊόν μπορεί να θεωρηθεί ένα πακέτο συμπληρωματικών προϊόντων, που ο αγοραστής αντιμετωπίζει σαν μια αγορά (Bull, 2002).

Τα χαρακτηριστικά του ελληνικού τουριστικού προϊόντος, τα οποία προσελκύουν τους τουρίστες στη χώρα, είναι τα εξής (Τσάρτας και συν., 2010):

- Ο κύριος λόγος για τον οποίο επισκέπτεται κάποιος τουρίστας την Ελλάδα είναι ο ήλιος και η θάλασσα. Συνεπώς, το ελληνικό τουριστικό

προϊόν είναι "μεσογειακό" χωρίς κάποια διαφοροποίηση από τις άλλες μεσογειακές χώρες, ώστε να απαγκιστρωθεί από τον οργανωμένο παραθεριστικό τουρισμό. Με αυτό τον τρόπο θα μπορούσε να μειώσει την εποχικότητα του τουριστικού προϊόντος και να αυξήσει τη ζήτηση και για μήνες πέρα από τους καλοκαιρινούς.

- Υπάρχει μεγάλη εξάρτηση από τον οργανωμένο παραθεριστικό τουρισμό. Αυτού του τύπου το τουριστικό προϊόν χαρακτηρίζεται από χαμηλή τιμή και συναλλαγματική απόδοση για την Ελλάδα, ενώ εμφανίζει και μεγάλη εποχικότητα και συγκέντρωση στον τόπο, αφού προορισμοί θεωρούνται μόνο οι περιοχές που δέχονται πτήσεις και πτήσεις charter.

- Τα προβλήματα με τις ελλείψεις στις υποδομές και τις μεταφορές.

Η τοποθέτηση του τουριστικού προϊόντος της Ελλάδας διεθνώς έχει επηρεαστεί από τα κίνητρα των ξένων τουριστών. Η υψηλή ζήτηση για τις διακοπές του καλοκαιριού προωθεί το πρότυπο του «sun lust», το οποίο περιλαμβάνει ταξίδια με στόχο τον ήλιο και την ξεκούραση. Αυτό το μοντέλο αφορά τουρίστες οι οποίοι επιλέγουν με βάση το κίνητρο των καλοκαιρινών διακοπών και όχι με βάση τις ιδιαιτερότητες του τουριστικού προορισμού. Η τάση αυτή δεν ακυρώνει τα κίνητρα του πολιτισμού για τα ταξίδια προς την Ελλάδα, αλλά δημιουργεί μια σύνθετη εικόνα της Ελλάδας ως χώρας διακοπών με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά προσφοράς, κατατάσσοντάς την σε μια ομάδα χωρών, μαζί με την Ισπανία, την Κύπρο, την Τυνησία κ.α, που παρέχουν απόλαυση και ψυχαγωγία με τουριστικά πακέτα (Τσάρτας και συν., 2010).

Ο τουρισμός αποτελεί έναν από τους βασικούς πυλώνες της ελληνικής οικονομίας. Για το λόγο αυτό, η χώρα επιδιώκει να παραμένει σε υψηλά επίπεδα ανταγωνιστικότητας. Όμως, ο ελληνικός, αλλά και ο παγκόσμιος τουρισμός, βιώνουν τις αρνητικές από την παγκόσμια κρίση, η οποία μπορεί να αποτελέσει πρόκληση για την αντιμετώπιση μακροχρόνιων προβλημάτων (Τσάρτας και συν., 2010).

Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί και η διαχρονική αδυναμία του ελληνικού τουριστικού προϊόντος που είναι η γεωγραφική ανισοκατανομή των τουριστικών

υποδομών και της τουριστικής προσφοράς. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει πιο μεγάλη συγκέντρωση της ξενοδοχειακής προσφοράς σε ορισμένες περιοχές, όπως είναι η Κρήτη, η Μακεδονία, τα Δωδεκάνησα κτλ, η οποία αφορά και το εσωτερικό των περιοχών (Τσάρτας και συν., 2010).

Με βάση όσα προαναφέρθηκαν, θα πρέπει να σημειωθεί πως θα πρέπει να υπάρξει ανανέωση του υφιστάμενου πρότυπου τουριστικής ανάπτυξης. Το πρότυπο αυτό στηρίζεται στον μαζικό οργανωμένο τουρισμό και την ομοιομορφία, αγνοώντας τις εξατομικευμένες συμπεριφορές και τις προτιμήσεις των τουριστών. Αυτή η μορφή τουρισμού δεν μπορεί να συνεχίσει να αποτελεί πρότυπο ανάπτυξης για τη χώρα, αφού δεν είναι σε θέση να ικανοποιήσει τις αυξανόμενες απαιτήσεις των τουριστών. Αυτό το γεγονός μπορεί να εξηγήσει σε κάποιο βαθμό τις χαμηλές πληρότητες των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων στις μεσογειακές χώρες.

Τώρα, επομένως που η χώρα βρίσκεται σε περίοδο κρίσης, θα πρέπει να αναζητηθεί ένα νέο μακροχρόνιο πρότυπο τουριστικής ανάπτυξης, με επίκεντρο την ποιότητα και τη διαφοροποίηση. Έτσι, σε αντίθεση με το υφιστάμενο πρότυπο του ήλιου και της θάλασσας, θα πρέπει να προταθεί και να εφαρμοστεί ένα νέο τουριστικό πρότυπο, με νέα χαρακτηριστικά. Το νέο πρότυπο θα πρέπει να επικεντρώνεται σε τέσσερις διαστάσεις (Βαρβαρέσος 2009):

- Το περιβάλλον και τη φύση.
- Τον εκπαιδευτικό τουρισμό, με τον πολιτισμό και την ιστορία.
- Τα σημαντικά γεγονότα.
- Την διασκέδαση και την ψυχαγωγία.

1.4 Περιγραφή στατιστικών στοιχείων

Ο τουρισμός αποτελεί ένα από τους βασικούς πυλώνες της ελληνικής οικονομίας. Το γεγονός αυτό αποδεικνύεται από το γεγονός ότι έχει μεγάλη συμμετοχή στο ΑΕΠ της χώρας, αφού τα χρόνια πριν την οικονομική κρίση το ποσοστό της συμμετοχής του στο ΑΕΠ ήταν μεγαλύτερο από 17%. Από το ξέσπασμα της κρίσης και

έπειτα το ποσοστό αυτό έπεσε λόγω της επιδείνωσης της διεθνούς εικόνας της χώρας στο εξωτερικό. Πάντως, από το 2011 η αρνητική τάση αυτή άρχισε να αναστρέφεται. Το 2013, μάλιστα αναμένεται σημαντική αύξηση των αφίξεων ξένων τουριστών στη χώρα.

Τα έσοδα που προέρχονται από τον τουρισμό ανήλθα το 2011, σε 10,5 δις ευρώ. Είχε προηγηθεί μια σημαντική πτώση των εσόδων, από 11,4 δις ευρώ σε 9,6 δις ευρώ από το 2006 έως το 2010. Όμως είναι ενθαρρυντικό το γεγονός ότι από το 2011, τα έσοδα από τον τουρισμό συνεχώς αυξάνονται. Επιπλέον, ο αριθμός των ξένων τουριστών που έφτασαν στη χώρα το 2011 ανήλθαν σε 16,4 εκατομμύρια, που είναι ο μεγαλύτερος αριθμός τουριστών από το 2006. Παρόλα αυτά η μέση κατά κεφαλήν δαπάνη σε ευρώ συνεχώς μειώνεται από το 2006, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί και στο γεγονός ότι οι τουρίστες έχουν πλέον περισσότερες απαιτήσεις από τη χώρα προορισμού που επισκέπτονται, τις οποίες δεν μπορεί να καλύψει το ελληνικό τουριστικό προϊόν. Η μέση κατά κεφαλήν δαπάνη μειώθηκε όμως και εξαιτίας της οικονομικής κρίσης.

Η σημασία του τουρισμού στην ελληνική οικονομία αυξάνεται ακόμη περισσότερο, αν αναλογιστεί κανείς το ποσοστό του πληθυσμού που απασχολείται στο τουρισμό. Σχεδόν το ένα πέμπτο του ελληνικού πληθυσμού απασχολείται μόνιμα ή περιστασιακά στον τουρισμό. Το ποσοστό από 19,7% (το 2006) έπεσε σε 17,1% (2010). Από το 2011, όμως σημειώνεται και πάλι αύξηση. Είναι ενδεικτικό το γεγονός ότι ακόμη και στο απόγειο της οικονομικής κρίσης, απασχολούνταν στον τουρισμό περισσότερα από 750 χιλιάδες άτομα.

Όσον αφορά το μερίδιο αγοράς του ελληνικού τουρισμού, αυτό ανέρχεται σε 3,3% σε Ευρωπαϊκό επίπεδο (το 2011), έπειτα από μια πτώση που σημειώθηκε το χρονικό διάστημα από το 2008 έως το 2010. Σε παγκόσμιο επίπεδο, η Ελλάδα κατέχει μερίδιο αγοράς 1,7% έπειτα από μία αντίστοιχη πτώση το διάστημα 2008-2010.

Τέλος, όσον αφορά τις υποδομές, ο αριθμός των ξενοδοχειακών μονάδων και των κλινών αυξάνεται συνεχώς από το 2006 κι έπειτα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 2011 υπήρχαν στη χώρα 9.648 ξενοδοχεία και 763,7 χιλιάδες κλίνες.

Τα παραπάνω στατιστικά δεδομένα, τα οποία προήλθαν από στοιχεία του Σ.Ε.Τ.Ε, συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 1: Βασικά μεγέθη του ελληνικού τουρισμού (περίοδος 2006-2011)

| Έτος | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Συμμετοχή στο Α.Ε.Π. | 17,7% | 17,5% | 16,7% | 15,7% | 15,4% | 16,5% |
| Συμμετοχή στην απασχόληση | 19,7% | 19,4% | 18,6% | 17,4% | 17,1% | 18,4% |
| Απασχόληση σε χιλιάδες | 877,7 | 877,5 | 847,4 | 787,6 | 754,4 | 758,3 |
| Έσοδα σε δισεκατομ. ευρώ | 11,4 | 11,3 | 11,6 | 10,4 | 9,6 | 10,5 |
| Αφίξεις αλλοδαπών σε εκατομμύρια | 14,0 | 16,2 | 15,9 | 14,9 | 15,0 | 16,4 |
| Μέση κατά κεφαλή δαπάνη σε ευρώ | 812 | 700 | 730 | 697 | 640 | 639 |
| Παγκόσμιο μερίδιο αγοράς | 1,66% | 1,80% | 1,74% | 1,70% | 1,60% | 1,70% |
| Ευρωπαϊκό μερίδιο αγοράς | 3,03% | 3,35% | 3,29% | 3,20% | 3,15% | 3,30% |
| Ξενοδοχεία | 9.111 | 9.207 | 9.385 | 9.554 | 9.732 | 9.648 |
| Κλίνες σε χιλιάδες | 693,3 | 700,9 | 715,9 | 726,5 | 763,4 | 763,7 |
| Πηγή : Σ.Ε.Τ.Ε. | | | | | | |

1.5 Περιγραφή της γενικότερης οικονομικής συγκυρίας στην Ελλάδα

Το 2006, η ελληνική οικονομία έτρεχε ακόμη με ανάπτυξη μεγαλύτερη του 4%, σημαντικά υψηλότερη από τις χώρες της Ευρωζώνης, και τίποτα δεν μαρτυρούσε τη σφοδρότητα και τη διάρκεια της κρίσης που θα ξεσπούσε, αν και υπήρχαν φωνές που έκρουαν τον κώδωνα του κινδύνου για το υψηλό έλλειμμα και τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2006).

Την επόμενη χρονιά ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίσης στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, η οποία προκάλεσε αστάθεια στις διεθνείς αγορές. Η κρίση δεν επηρέασε αρχικά άμεσα την Ελλάδα, στην οποία σημειώθηκαν πληθωριστικές πιέσεις και μείωση του ρυθμού ανάπτυξης. Ο ρυθμός ανάπτυξης, από 4,2% που ήταν το πρώτο εξάμηνο του έτους πέφτει στο 3,7% στο δεύτερο εξάμηνο. Η επίπτωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν περιορισμένη και έμμεση, ενώ η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια παρέμειναν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Την ίδια χρονιά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξάνεται σημαντικά και φτάνει το 14,1% του ΑΕΠ (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2007).

Το 2008, γίνεται πλέον σαφές ότι η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει αναδείξει τις μακροοικονομικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Ταυτόχρονα, παρατηρείται μείωση του ρυθμού ανάπτυξης στο 2,9% (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2008).

Το 2009, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει πλέον μια σοβαρή κρίση, με χαρακτηριστικά το έλλειμμα και το χρέος. Την ίδια χρονιά, η χώρα μπήκε στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, ενώ δέχτηκε και μια σειρά από πιστοληπτικές υποβαθμίσεις της χώρας. Έπειτα από δέκα έτη συνεχούς ανάπτυξης, το ΑΕΠ μειώνεται κατά 2% και η Ελλάδα μπαίνει στο Μηχανισμό Στήριξης (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας, 2009).

Ένα χρόνο μετά την προσφυγή της Ελλάδος στο Μηχανισμό Στήριξης, επανέρχονται συχνά τα σενάρια για χρεοκοπία. Ο μηχανισμός Στήριξης έχει απομακρύνει αυτό το ενδεχόμενο, όμως η πραγματική οικονομία εξελίχθηκε δυσμενέστερα από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Η μείωση της εγχώριας ζήτησης, λόγω της δημοσιονομικής προσαρμογής, ήταν ο βασικός παράγοντας της ύφεσης. Το ΑΕΠ μειώθηκε το 2010 κατά 4,5%, ενώ παρατηρείται βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και άνοδος των εξαγωγών. Η άνοδος των εξαγωγών όμως, οφείλεται πρωτίστως στην ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου και λιγότερο στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της χώρας. Η ύφεση και η μείωση της καταναλωτικής ζήτησης φέρνουν στην επιφάνεια τις δομικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες οφείλονται στο λανθασμένο πρότυπο ανάπτυξης των τελευταίων δεκαετιών και το

οποίο στηριζόταν στην εγχώρια κατανάλωση, δημόσια και ιδιωτική, ενώ χρηματοδοτούνταν με δανεισμό του Δημοσίου και των νοικοκυριών (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2010).

Από το 2010 αρχίζουν οι προβλέψεις για ανάκαμψη του τουρισμού και συνέχιση της μείωσης εισαγωγών καταναλωτικών αγαθών, ωθώντας το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υποχώρηση, παρά την άνοδο της τιμής του πετρελαίου και των πληρωμών για τόκους. Ο τουρισμός θεωρείται μια από τις κυριότερες πηγές ανάπτυξης και για αυτό το λόγο επιδιώκεται η αναβάθμιση του τουρισμού με προσέλκυση επισκεπτών υψηλότερου εισοδηματικού επιπέδου, η ενθάρρυνση της διαμονής εύπορων συνταξιούχων από άλλες χώρες, η ενθάρρυνση του συνεδριακού τουρισμού, η διευκόλυνση της κρουαζιέρας και η προσέλκυση ξένων επισκεπτών και στην ηπειρωτική και ορεινή Ελλάδα (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2010).

Το 2011, δύο χρόνια μετά το Μνημόνιο, διαμορφώνονται ευνοϊκότερες συνθήκες για τη συνέχιση της προσπάθειας. Από την άλλη πλευρά, το διεθνές περιβάλλον παραμένει ασταθές και συνεχίζει να επικρατεί έντονη αβεβαιότητα για την παγκόσμια οικονομία και τις ευρωπαϊκές οικονομίες. Στην Ελλάδα, η οικονομική ύφεση που άρχισε το 2008 συνεχίζεται χωρίς ιδιαίτερη βελτίωση για τη ζωή των πολιτών. Το 2011, το ΑΕΠ σημείωσε υποχώρηση κατά 6,9%, με την κατάσταση να επιδεινώνεται το δ' τρίμηνο, λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας. Η υποχώρηση του ΑΕΠ οφείλεται στη μείωση της κατανάλωσης και τη μείωση των επενδύσεων, καθώς και η ανακοπή της ανοδικής πορείας των εξαγωγών αγαθών, ύστερα από τέσσερα τρίμηνα συνεχούς αύξησης. Επιπλέον, η μείωση της παραγωγής είχε σαν αποτέλεσμα την καθαρή απώλεια 298 χιλιάδων θέσεων εργασίας (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας, 2011).

Το 2012, το κλίμα φαίνεται πλέον να αλλάζει υπέρ της Ελλάδας. Καθώς ενώ πριν από ένα χρόνο πολλοί αναλυτές προέβλεπαν τη χρεοκοπία και την έξοδο της χώρας από τη ζώνη του ευρώ, το ενδεχόμενο αυτό έχει πλέον απομακρυνθεί. Η ελληνική οικονομία προσβλέπει σε ανάκαμψη και έξοδο από την κρίση. Η μεταστροφή του κλίματος και η επαναφορά της εμπιστοσύνης των επενδυτών αποδίδονται σε μια σειρά από παράγοντες. Οι παράγοντες αυτοί είναι: Πρώτον, η θετική στάση του

ελληνικού λαού, με το σχηματισμό της κυβέρνησης συνεργασίας και την επίτευξη πολιτικής σταθερότητας. Ο δεύτερος παράγοντας είναι η πρόοδος στην εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής και στην αντιμετώπιση των δίδυμων ελλειμμάτων. Τρίτον, η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας παρά την αβεβαιότητα. Τέταρτον, η συνέχιση της χρηματοδοτικής στήριξης από τους επίσημους δανειστές. Πέμπτον, οι πρωτοβουλίες που λαμβάνονται στην ΕΕ και στην Ευρωζώνη, σε θεσμικό επίπεδο (έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας, 2012).

Το 2012 το ΑΕΠ συνέχισε να υποχωρεί για πέμπτο έτος, κατά περίπου 6,4%, ενώ η μείωση που σημείωσε την τελευταία πενταετία 2008-2012 είναι 20,1%. Η απώλεια χιλιάδων θέσεων εργασίας αύξησε την ανεργία σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, αφού από 7,6% που ήταν το 2008, ανήλθε σε 24,5% το 2012 (έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας, 2012).

Συνοψίζοντας, η οικονομική κρίση έχει πολλαπλές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία στην Ελλάδα (έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας, 2012):

- Μείωσε το κατά κεφαλήν εισόδημα και το βιοτικό επίπεδο των πολιτών.
- Απαξίωσε το ανθρώπινο κεφάλαιο.
- Συρρίκνωσε την αποταμίευση, άρα και τις καταθέσεις των τραπεζών, μειώνοντας τη ρευστότητα.
- Αύξησε την αβεβαιότητα και μείωσε τις επενδυτικές πρωτοβουλίες.
- Κατέστησε ακόμη πιο δύσκολη τη δημοσιονομική προσαρμογή καθώς η πτώση των εισοδημάτων μείωσε τα δημόσια έσοδα.

Όσον αφορά τον τουρισμό, υπάρχει αισιοδοξία, αφού ο Σύνδεσμος Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων (ΣΕΤΕ) προβλέπει αύξηση των αφίξεων κατά 6% και των εσόδων κατά 10% μέσα στο 2013. Ο κλάδος θα επωφεληθεί επίσης από την απλοποίηση των διαδικασιών έναρξης λειτουργίας τουριστικών γραφείων και από την αναγνώριση νέων τουριστικών προϊόντων (έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας, 2012).

Κεφάλαιο 2: Η ανάλυση αριθμοδεικτών

2.1 Εισαγωγή στους αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες βοηθούν στην αξιολόγηση της επίδοσης μιας επιχείρησης και θεωρούνται απαραίτητοι, αφού η διοίκηση και οι μέτοχοι κάθε επιχείρησης, καθώς επίσης και οι αρμόδιες αρχές, χρειάζονται πληροφορίες σχετικά με τη λειτουργία της. Καθένας από τους παραπάνω ενδιαφερόμενους χρησιμοποιεί την πληροφόρηση που παρέχουν οι αριθμοδείκτες για τους δικούς του σκοπούς.

Οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις ή λόγοι μεταξύ διάφορων μεγεθών της επιχείρησης και αποσκοπούν στον προσδιορισμό της θέσης της επιχείρησης ή των διάφορων τμημάτων της και την παρουσίαση της πραγματικής κατάστασης της επιχείρησης. Οι δείκτες βασίζονται σε στοιχεία λογιστικά ή στατιστικά και αναφέρονται σε παρελθοντικά μεγέθη. Οι δείκτες, επομένως, αποτελούν ένα χρήσιμο υπολογιστικό μέσο, που βοηθά στην αξιολόγηση του εσωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης (Καφούσης, 1991).

Οι αριθμοδείκτες είναι ένα πολύ σημαντικό εργαλείο που χρησιμοποιείται για τη χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων. Συνήθως η μορφή τους είναι αυτή ενός απλού κλάσματος με αριθμητή και παρανομαστή στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης, όπως ο Ισολογισμός, η Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, ο Πίνακας διάθεσης κτλ (Σιαφάκας, 1997). Η χρησιμοποίηση των δεικτών προσφέρει τη δυνατότητα να εξάγουμε συμπεράσματα που δεν γίνονται άμεσα αντιληπτά από την απλή ανάγνωση των οικονομικών καταστάσεων και αυτό γιατί μπορεί τα επιμέρους ποσά των οικονομικών καταστάσεων να μεταβάλλονται διαχρονικά, όμως η σχέση που παρουσιάζουν μεταξύ τους να παραμένει αμετάβλητη. Ενδεικτικά, τέτοια συμπεράσματα μπορεί να σχετίζονται με τη ρευστότητα, την αποτελεσματικότητα χρήσης κεφαλαίων και περιουσιακών στοιχείων, την ικανότητα δημιουργίας κερδών κ.α. Ένα επίσης σημαντικό πλεονέκτημα της χρήσης αριθμοδεικτών είναι ότι επιτρέπουν τη σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους, όπου αν η σύγκριση γινόταν απευθείας ανάμεσα στα αντίστοιχα εξεταζόμενα στοιχεία, θα παρουσιάζονταν μεγάλες απόκλισης, ενώ με τη χρήση αριθμοδεικτών

συγκρίνονται αναλογικά οι πληροφορίες και απλοποιείται η όποια σύγκριση (Γκλεζάκος, 2004).

Γενικά όμως, η ερμηνεία ενός μεμονωμένου δείκτη δεν επαρκεί για να δώσει την πληροφορία, που θα οδηγήσει σε ασφαλή συμπεράσματα για την εικόνα μιας επιχείρησης. Για το λόγο αυτό συνίσταται η ανάλυση και ερμηνεία ενός δείκτη, τόσο σε συνδυασμό με άλλους δείκτες, όσο και σε συνδυασμό με τις οικονομικές καταστάσεις μιας εταιρείας, καθώς επίσης και του γενικότερου περιβάλλοντος που η επιχείρηση δραστηριοποιείται. Περαιτέρω, σημαντικά και ισχυρώς βάσιμα συμπεράσματα για μία επιχείρηση, εξάγονται από την διαχρονική παρακολούθηση και ανάλυση ενός δείκτη (ή ενός συνόλου δεικτών), όπως επίσης και με την σύγκριση των δεικτών μιας επιχείρησης με τους αντίστοιχους δείκτες που αντιπροσωπεύουν τον κλάδο (ή των άμεσων ανταγωνιστών) που η επιχείρηση ανήκει (Ξανθάκης & Αλεξάκης, 2007).

2.2 Η σημασία της ανάλυσης αριθμοδεικτών

Η ανάλυση αριθμοδεικτών αποτελεί αναπόσπαστο μέρος του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού και την αξιολόγηση του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης. Ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός είναι αδύνατος χωρίς την προηγούμενη ανάλυση του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης και των πόρων της (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005).

Η ανάλυση αριθμοδεικτών πραγματοποιείται με την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων του οργανισμού. Οι κύριες λογιστικές καταστάσεις από τις οποίες συλλέγονται τα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν ως εισροές για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών είναι ο ισολογισμός και η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσης. Ο ισολογισμός μπορεί να θεωρηθεί η απεικόνιση της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης μια δεδομένη χρονική στιγμή, ενώ η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης εμφανίζει τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων της επιχείρησης για μια χρονική περίοδο (Weston & Brigham, 1986).

Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες συνοψίζουν με ομαδοποιημένο και συστηματικό τρόπο ένα μεγάλο όγκο χρηματοοικονομικών δεδομένων, καθώς και την

εξέλιξη των μεγεθών (Ευθύμογλου & Λαζαρίδης, 2000). Συνδυάζουν τις ποσότητες και τα μεγέθη που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις, με τρόπο που να παρέχουν στους ενδιαφερόμενους χρήσιμες πληροφορίες. Με τον υπολογισμό και την ανάλυση των αριθμοδεικτών διευκολύνεται η σύγκριση των μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων, καθώς συνδυάζονται τα δεδομένα τους με τέτοιο τρόπο που να αποτελούν χρήσιμες πληροφορίες (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005).

Συνεπώς, οι αριθμοδείκτες επιτρέπουν την ομαδοποίηση, με συστηματικό τρόπο, μεγάλου αριθμού δεδομένων, αλλά και τη μελέτη της εξέλιξής τους. Οι αριθμοδείκτες αξιολογούν τα μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων, με τρόπο που να παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες. Έτσι, καθίσταται πιο εύκολη και κατανοητή η σύγκριση των μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων (Agrawal, 1981).

Η σημασία που αποκτά τα τελευταία χρόνια η χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων, καθιστά φανερό τη χρησιμότητα της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών. Οι αριθμοδείκτες μπορούν να αποτελέσουν ένα χρήσιμο εργαλείο για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης, αλλά και για να εξεταστεί η ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις του περιβάλλοντός (Coyne, 1985).

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών παρέχει ακόμη πιο χρήσιμες πληροφορίες όταν πραγματοποιείται διαχρονικά ή σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις. Η διαχρονική ανάλυση επιτρέπει τον εντοπισμό και την αξιολόγηση των τάσεων. Αντίστοιχα, η σύγκριση με τις τιμές των δεικτών άλλων ανταγωνιστριών επιχειρήσεων επιτρέπει στην επιχείρηση να εντοπίσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία της σε σύγκριση με τους ανταγωνιστές της (Priester & Wang, 2010).

Ενώ, όμως, υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός αριθμοδεικτών για την αξιολόγηση της επίδοσης μιας επιχείρησης, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες δεν μπορούν να αποτυπώσουν όλα τα αποτελέσματα και τις διαδικασίες μιας επιχείρησης, επομένως, για την ολοκληρωμένη αξιολόγηση της επίδοσης απαιτούνται και άλλα στοιχεία, όπως για παράδειγμα, ποιοτικά στοιχεία (Peursem et al., 1995).

Η χρήση και η ανάλυση των αριθμοδεικτών γίνεται συνήθως για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα κάποιων ετών ή σε σχέση με άλλες εταιρίες ή με το μέσο όρο του

κλάδου. Η διαχρονική ανάλυση δίνει τη δυνατότητα εκτίμησης των τάσεων που υπάρχουν στην επιχείρηση ή τον κλάδο. Από την άλλη πλευρά, η σύγκριση με τις τιμές των δεικτών από άλλες επιχειρήσεις του κλάδου ή με το μέσο όρο του κλάδου δίνει στην εξεταζόμενη επιχείρηση τη δυνατότητα να εντοπίσει τα δυνατά και αδύνατα στοιχεία της σε σύγκριση με τους κύριους ανταγωνιστές της (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005).

Ακόμη, η χρήση των αριθμοδεικτών καθιστά πιο εύκολη την αξιολόγηση της παραγωγικότητας και της επίδοσης της εξεταζόμενης επιχείρησης, της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της κτλ. Η σημασία των αριθμοδεικτών καθίσταται εμφανής, αν αναφερθεί η χρησιμότητα καθεμίας από τις κύριες κατηγορίες δεικτών. Οι βασικές κατηγορίες δεικτών που θα εξεταστούν είναι οι κάτωθι (Smart et al., 2004):

- Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας δείχνουν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Η ανάλυσή τους θεωρείται απαραίτητη γιατί η έλλειψη ρευστότητας αποτελεί μια από τις συχνότερες αιτίες πτώχευσης των επιχειρήσεων, ειδικά στην τρέχουσα οικονομική συγκυρία στις οικονομικής κρίσης.
- Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας αξιολογούν πόσο αποδοτικά λειτουργεί η επιχείρηση, συγκρίνοντας τα κέρδη της με μεγέθη όπως οι πωλήσεις, τα επενδυμένα κεφάλαια, τα ίδια κεφάλαια, το ενεργητικό κτλ.
- Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας δείχνουν πόσο γρήγορα μετατρέπονται τα διάφορα στοιχεία της επιχείρησης σε πωλήσεις ή σε μετρητά, επομένως εξετάζουν πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.
- Οι αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης δείχνουν το βαθμό στον οποίο η επιχείρηση χρησιμοποιεί ξένα κεφάλαια, αλλά και την ικανότητα της να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις που δημιουργεί η ανάληψη ξένων κεφαλαίων.

2.3 Οι κατηγορίες των αριθμοδεικτών

2.3.1 Γενικά στοιχεία

Οι βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών που εξετάζονται είναι οι κάτωθι (Smart et al., 2004):

- Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας
- Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας
- Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας
- Οι αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης

Πιο αναλυτικά:

Οι κυριότεροι δείκτες ρευστότητας που θα υπολογιστούν και θα αναλυθούν είναι ο δείκτης γενικής ρευστότητας, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας και ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας.

Οι βασικοί δείκτες αποδοτικότητας που θα υπολογιστούν είναι ο δείκτης του συνολικού ενεργητικού προ φόρων, η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (προ φόρων), το Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (μετά φόρων) και το Περιθώριο Μικτού Κέρδους.

Οι κυριότεροι δείκτες δραστηριότητας που θα εξεταστούν είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα του Ενεργητικού, η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων, η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων, η κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων και η κυκλοφοριακή ταχύτητα των ιδίων κεφαλαίων.

Οι κυριότεροι δείκτες οικονομικής διάρθρωσης που θα χρησιμοποιηθούν είναι ο δείκτης κάλυψης παγίων με Ίδια κεφάλαια, ο δείκτης κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας, ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας, ο Δείκτης ίδια προς συνολικά κεφάλαια και ο Δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών.

2.3.2 Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας μας δίνουν στοιχεία για την βραχυπρόθεσμη οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Χρησιμοποιούν στοιχεία άμεσα ρευστοποιήσιμα και δείχνουν την δυνατότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Ξανθάκης & Αλεξάκης, 2007). Η ρευστότητα της επιχείρησης είναι ένας σημαντικός παράγοντας που εξετάζουν οι τρίτοι, κυρίως για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης. Η κατοχή άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων, που είναι σε θέση να καλύψουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις, συμβάλει θετικά στην εικόνα της εταιρείας και στην διαπραγματευτική της ικανότητα προς τους πιστωτές της. Βεβαίως, δεν συνίσταται υπερβολική ρευστότητα γιατί δημιουργεί στάσιμα κεφάλαια. Η κάθε επιχείρηση πρέπει συνεχώς να εξετάζει, να προσδιορίζει και να αναζητεί το κεφάλαιο κίνησης που ικανοποιεί τις ανάγκες της, για να μπορεί να διατηρεί την ομαλή λειτουργία της (Γλεζάκος, 2004).

Ο αριθμοδείκτης της **γενικής ρευστότητας** προκύπτει από το κλάσμα κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυχρόνιες υποχρεώσεις και εμφανίζει την δυνατότητα μιας επιχείρησης να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της με το κυκλοφορούν ενεργητικό που διαθέτει. Είναι ένας ευρέως χρησιμοποιούμενος δείκτης, γιατί μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως μέτρο βραχυχρόνιας φερεγγυότητας της επιχείρησης, αφού δείχνει τον βαθμό κάλυψης των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων με στοιχεία του ενεργητικού που θεωρητικά μπορούν να ρευστοποιηθούν κατά τη χρονική περίοδο που οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις καταστούν ληξιπρόθεσμες, στην πράξη βέβαια πρέπει να υπάρχει ένα περιθώριο ασφαλείας για το ενδεχόμενο καθυστέρησης κάποιας εισροής, έτσι ένας δείκτης πολύ κοντά στη μονάδα δεν μπορεί να θεωρείται ικανοποιητικός (Ξανθάκης & Αλεξάκης, 2007). Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης από άποψη ρευστότητας, όμως σύμφωνα και με τον Νιάρχο (1997), σημαντικό κρίνεται να εξετάζεται και η διάρθρωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού, δηλαδή τη συμμετοχή που έχουν σε αυτό τα επιμέρους στοιχεία όπως διαθέσιμα, απαιτήσεις και αποθέματα, αυτό γιατί συγκρίνοντας δύο επιχειρήσεις που εμφανίζουν ίδιο δείκτη γενικής ρευστότητας, μπορεί να καταλήξουμε ότι η μία βρίσκεται σε καλύτερη θέση επειδή κατέχει μεγαλύτερη ποσότητα διαθεσίμων. Προσοχή χρειάζεται επίσης και η ερμηνεία κατά τη διαχρονική εξέταση

του δείκτη, αφού η διαχρονική μείωση του δείκτη δεν σημαίνει απαραίτητα τη δυσμενέστερη θέση μίας επιχείρησης, αλλά μπορεί να είναι το αποτέλεσμα της καλύτερης διαχείρισης, συνεπώς πρέπει να εξετάζονται κάθε φορά τα στοιχεία που προκαλούν την μεταβολή του δείκτη.

Ο αριθμοδείκτης **ειδικής ρευστότητας** μοιάζει με τον προηγούμενο όμως στον αριθμητή του περιλαμβάνει τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία δηλαδή τα διαθέσιμα και τις απαιτήσεις. Η διαφορά του με αυτόν της γενικής ρευστότητας είναι ότι δεν περιλαμβάνει τα αποθέματα εμπορευμάτων, προϊόντων, ημικατεργασμένων και πρώτων υλών, οπότε μπορούμε να δούμε αν οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις μπορούν να καλυφθούν, ανεξαρτήτως των μελλοντικών πωλήσεων, επίσης η μη χρήση αποθεμάτων απλοποιεί τις συγκριτικές αναλύσεις μεταξύ εταιρειών που μπορεί να χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007). Σημαντικό για την ερμηνεία του δείκτη είναι η διενέργεια ορθής πρόβλεψης επισφαλών απαιτήσεων, κάτι βέβαιο που θεωρείται δεδομένο από τον λήπτη της πληροφορίας. Από τα στοιχεία του κυκλοφορούν ενεργητικού, τα αποθέματα είναι το στοιχείο που ρευστοποιείται δυσκολότερα και με τη μεγαλύτερη πιθανότητα να ρευστοποιηθεί με ζημιά, σε περίοδο που η επιχείρηση έχει άμεση ανάγκη ρευστότητας. Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας μας δείχνει πόσες φορές μπορεί η επιχείρηση να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, χωρίς τα έσοδα από μελλοντικές πωλήσεις, φυσικά αν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας τότε η επιχείρηση μπορεί να ικανοποιήσει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της με έσοδα από μελλοντικές πωλήσεις.

Τελευταίος δείκτης ρευστότητας που θα χρησιμοποιηθεί είναι ο δείκτης **ταμειακής ρευστότητας** ο οποίος μας δείχνει την ικανότητα κάλυψης βραχυχρόνιων υποχρεώσεων αποκλειστικά από τα ταμειακά διαθέσιμα και τα ισοδύναμα αυτών. Ο δείκτης υπολογίζεται ως διαθέσιμα προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

2.3.3 Οι αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή Κυκλοφοριακής ταχύτητας

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας, μας δείχνουν την ικανότητα που έχει μία επιχείρηση να ρευστοποιεί διάφορα στοιχεία της περιουσίας της. Αποτελούν ένα μέτρο αποτελεσματικής χρησιμοποίησης και παραγωγικότητας των

περιουσιακών στοιχείων, τα οποία συνήθως εξετάζονται σε σχέση με τις πραγματοποιηθείσες πωλήσεις (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007). Η σύγκριση των πωλήσεων που διενεργούνται κατά τη διάρκεια της οικονομικής χρήσεως, με περιουσιακά στοιχεία όπως αυτά εμφανίζονται σε μία χρονική στιγμή στο τέλος της χρήσης δημιουργεί προβλήματα στη σύγκριση. Τα προβλήματα αυτά εξομαλύνονται κάπως, χρησιμοποιώντας το μέσο όρο των περιουσιακών στοιχείων, όπως αυτά εμφανίζονται στην αρχή και στο τέλος της χρήσης. Μεγάλες τιμές τέτοιων δεικτών κρίνονται ευνοϊκές για την επιχείρηση, γιατί δείχνουν ότι μπορεί εύκολα και άμεσα να ρευστοποιεί στοιχεία του ενεργητικού της, δηλαδή δείχνουν εντατικότερη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων.

Ο δείκτης **κυκλοφοριακής ταχύτητας**¹ **συνολικού ενεργητικού** μας δείχνει πόσο πολύ αξιοποιεί μια επιχείρηση τα στοιχεία του ενεργητικού της, για να δημιουργεί πωλήσεις. Έτσι υψηλή τιμή του δείκτη ερμηνεύεται ως υψηλός βαθμός αξιοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων για την πραγματοποίηση πωλήσεων (Γλεζάκος, 2004). Μικρή τιμή του δείκτη αφενός ερμηνεύεται ότι δεν αξιοποιούνται επαρκώς τα περιουσιακά στοιχεία και αφετέρου μπορεί να ερμηνεύεται ως ανάγκη για ρευστοποίηση μέρους των περιουσιακών στοιχείων που δεν αξιοποιούνται. Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ερμηνεία του δείκτη καθώς οι πωλήσεις εμφανίζονται σε τρέχουσες αξίες, ενώ στοιχεία του ενεργητικού (και κυρίως τα πάγια) μπορεί να εμφανίζονται σε αξία κτίσεως που αφορά προγενέστερες περιόδους και με την πάροδο του χρόνου η εμφανιζόμενη αξία της περιουσίας αποκλίνει σημαντικά από την πραγματική. Όταν οι επιχειρήσεις επιλέγουν να αποτιμούν τα περιουσιακά τους στοιχεία με την εύλογη αξία, ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας συνολικού ενεργητικού είναι αντικειμενικότερος.

Ο δείκτης **κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων**², μας δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων στοιχείων σε σχέση με τις πωλήσεις και αποτελεί ένα μέτρο αξιολόγησης για το ύψος των επενδύσεων που έχουν γίνει σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις, αλλά και για μελλοντικές επενδύσεις. Έτσι μία διαχρονική μείωση του δείκτη μπορεί να φανερώνει την υπερεπένδυση σε πάγια που έχει συντελεστεί. Φυσικά,

¹ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

² Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων = Πωλήσεις / Μέσο όρο Παγίων

η δημιουργία πωλήσεων απαιτεί την ύπαρξη παγίων στοιχείων, αλλά δεν συνδέεται πάντα άμεσα με αυτή, αφού σημαντικό ρόλο παίζουν πάρα πολλοί παράγοντες όπως η πολιτική πωλήσεων, η ποιότητα προϊόντος, ο ανταγωνισμός κτλ.

Ο δείκτης **κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων** δηλώνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα κατά τη διάρκεια της χρήσης, δηλαδή πόσες φορές δημιουργήθηκε και πωλήθηκε απόθεμα κατά τη χρήση (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007). Χαμηλή τιμή του δείκτη μπορεί να οφείλεται στην ύπαρξη υπερβολικών αποθεμάτων, γεγονός που μπορεί να έχει αρνητικές οικονομικές συνέπειες για την επιχείρηση. Ενδεικτικές αρνητικές συνέπειες της ύπαρξης υπερβολικών αποθεμάτων είναι η αλλοίωση ή η απαξίωση των αποθεμάτων με την πάροδο του χρόνου, η δημιουργία επιπλέον κόστους για την αποθήκευση, συντήρηση και διαχείριση τους και τέλος η επιβάρυνση της ρευστότητας, αφού η απόκτηση τους θα επιβαρύνει είτε τα ταμειακά διαθέσιμα, είτε τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις. Υψηλή τιμή του δείκτη θεωρείται θετική, όμως πρέπει να εξετάζεται και η σχέση της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων με την δημιουργία κερδών, γιατί η υψηλή τιμή του δείκτη μπορεί να συνοδεύεται από χαμηλή τιμή πώλησης, υψηλό κόστος διάθεσης και μικρό περιθώριο κέρδους. Για τον υπολογισμό³ του αριθμοδείκτη δεν θα χρησιμοποιηθούν οι πωλήσεις, αλλά το κόστος πωληθέντων και το μέσο απόθεμα στη χρήση⁴, δεδομένου ότι και το απόθεμα έχει αποτιμηθεί σε τιμή κτίσεως.

Ο δείκτης **κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων**⁵ δηλώνει την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων ή πόσες φορές εισπράττονται οι απαιτήσεις μέσα σε μία περίοδο. Όσο μεγαλύτερος εμφανίζεται ο δείκτης τόσο αποτελεσματικότερη θεωρείται ότι είναι η διαχείριση των απαιτήσεων. Η είσπραξη των απαιτήσεων εξαρτάται κυρίως από την πολιτική που ακολουθεί η κάθε επιχείρηση σε σχέση με την επιλογή των πελατών της και την παροχή πιστώσεων σε αυτούς. Η σύντομη είσπραξη των απαιτήσεων έχει ως θετικά την γρηγορότερη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων από πωλήσεις και την μείωση του κινδύνου των επισφαλειών και των μη εισπραχθέντων απαιτήσεων. Η καθυστέρηση στην είσπραξη των απαιτήσεων μπορεί να αναγκάσει την

³ Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων = Κόστος Πωληθέντων / Μέσο Απόθεμα Χρήσης

⁴ Μέσο Απόθεμα = (Απόθεμα Λήξης + Απόθεμα Έναρξης) / 2

⁵ Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων = Πωλήσεις / Μέσο όρο Απαιτήσεων

επιχείρηση να καταφύγει σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό ώστε να καλύψει βραχυχρόνιες υποχρεώσεις και να συνεχίσει ομαλά τη παραγωγική διαδικασία.

Ο δείκτης **κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων**⁶ δηλώνει πόσες φορές χρησιμοποιήθηκαν τα ίδια κεφάλαια για την πραγματοποίηση των πωλήσεων ή πόσες πωλήσεις δημιουργήθηκαν για κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Μεγάλη τιμή του δείκτη σημαίνει ότι σχετικά λίγα ίδια κεφαλαία παράγουν πολλές πωλήσεις. Επίσης, υψηλός δείκτης μπορεί να σημαίνει ότι η επιχείρηση λειτουργεί με πολλά ξένα κεφάλαια και με μικρή ικανότητα να απορροφά ζημιές σε περιόδους οικονομικής ύφεσης όπου συνήθως οι πωλήσεις μειώνονται. Μικρή τιμή του δείκτη μπορεί να σημαίνει ότι έχουν επενδυθεί υπερβάλλοντα κεφάλαια και ότι υπάρχουν στάσιμα κεφάλαια στην επιχείρηση. Τέλος, με βάση τον δείκτη αυτό, τα ίδια κεφάλαια εμφανίζονται αυξημένα όταν έχουν επενδυθεί σε χαμηλής κυκλοφοριακής ταχύτητας περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι τα πάγια.

2.3.4 Οι αριθμοδείκτες Οικονομικής Διάρθρωσης

Οι αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης μας δίνουν την εικόνα, σχετικά με τη διάρθρωση των κεφαλαίων μιας εταιρείας, δηλαδή την εικόνα του είδους των κεφαλαίων που η εταιρεία χρησιμοποιεί για την χρηματοδότησή της. Τα διάφορα είδη και μορφές κεφαλαίων που συμμετέχουν σε μία επιχείρηση διαφέρουν ποικιλοτρόπως, όπως για παράδειγμα ως προς το κόστος, τη διάρκεια, τις εμπράγματα ασφάλειες κτλ. Τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται σε αυτούς τους δείκτες δίνουν πιο μακροπρόθεσμη εικόνα, σε σχέση με τους προηγούμενους δείκτες που αναλύθηκαν. Έτσι, προκύπτουν συμπεράσματα για το αν οι ιδιοκτήτες ή οι πιστωτές έχουν συνεισφέρει τα περισσότερα κεφάλαια, που κατά συνέπεια θα φέρουν και μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο. Για τους πιστωτές, το ύψος των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί το περιθώριο ασφαλείας που σε περίπτωση αρνητικών αποτελεσμάτων θα απορροφήσει τις ζημιές. Για τους ιδιοκτήτες, εάν το κόστος των χρησιμοποιούμενων ξένων κεφαλαίων είναι μικρότερο από τα κέρδη που παράγουν, τότε αυξάνεται η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με τους Weston και Brigham (1986), οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν χαμηλό δείκτη

⁶ Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων = Πωλήσεις / Μέσο όρο Ιδίων Κεφαλαίων

διάθρωσης κεφαλαίων αντιμετωπίζουν μικρότερο κίνδυνο να είναι ζημιογόνες σε δύσκολες οικονομικές περιόδους και σε ευνοϊκές περιόδους έχουν μικρότερες αναμενόμενες αποδόσεις. Οι επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη διάθρωσης κεφαλαίων παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις στην δημιουργία κερδών που συνοδεύονται όμως, από το υψηλότερο ρίσκο της πραγματοποίησης μεγαλύτερων ζημιών. Η απάντηση για την άριστη διάθρωση των κεφαλαίων δεν είναι εύκολο να δοθεί, μάλιστα ο Νιάρχος (1997) τονίζει ότι κάθε επιχείρηση έχει τη δική της άριστη διάθρωση κεφαλαίων, αποδεχόμενος ότι οι επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών χρησιμοποιούν μεγάλο ποσοστό ξένων κεφαλαίων μέσω μακροχρόνιου δανεισμού, λόγω της ανάγκης τους για επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία. Ενώ οι βιομηχανικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν κυρίως ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση των αναγκών τους.

Ο δείκτης **κάλυψης παγίων με ίδια κεφάλαια** προσδιορίζεται ως το κλάσμα με αριθμητή τα ίδια κεφάλαια και παρανομαστή τα πάγια. Χρησιμοποιείται για την εξεύρεση του τρόπου χρηματοδότησης των παγίων, δηλαδή αν τα πάγια χρηματοδοτούνται από τα ίδια κεφάλαια ή από ξένα κεφάλαια (δανεισμό) και η πορεία του δείκτη διαχρονικά δείχνει την πολιτική χρηματοδότησης παγίων που ακολουθείται. Έτσι όταν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, τα ίδια κεφάλαια δεν χρηματοδοτούν μόνο τα πάγια, αλλά χρησιμοποιούνται και ως κεφάλαιο κίνησης. Αντίθετα όταν τα ίδια κεφάλαια δεν καλύπτουν την επένδυση σε πάγια, τότε προφανώς προκύπτει ότι έχουν χρησιμοποιηθεί και ξένα κεφάλαια. Η διαχρονική πορεία του δείκτη φανερώνει τον τρόπο που η επιχείρηση επιλέγει να χρηματοδοτεί τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία, με την αύξηση του δείκτη να ερμηνεύεται ως επιλογή χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια.

Ο δείκτης **κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας**⁷ είναι αντίστοιχος με τον προηγούμενο, αλλά στον αριθμητή προστίθεται ο μακροχρόνιος δανεισμός. Ο δείκτης μας δείχνει την ύπαρξη ή μη του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης στην επιχείρηση. Τα πάγια πρέπει να καλύπτονται από ίδια κεφάλαια και μακροχρόνιες υποχρεώσεις, δηλαδή ο δείκτης να είναι μεγαλύτερος της μονάδας, διαφορετικά συμπεραίνουμε ότι

⁷ Δείκτης Κάλυψης Παγίων με Κεφάλαια Μακράς Διάρκειας= (ΙΚ+Μακροπρόθεσμα Δάνεια) / Πάγιο Ενεργητικό

επενδύσεις χρηματοδοτούνται από βραχυχρόνιο δανεισμό, που κρίνεται μη ορθολογική χρηματοδότηση.

Ο **βαθμός παγιοποίησης του ενεργητικού** ορίζεται ως Πάγια προς Σύνολο Ενεργητικού και δηλώνει τι μέρος της συνολικής περιουσίας καλύπτεται από πάγια. Με το δείκτη αυτόν γίνεται εμφανώς αν η επιχείρηση είναι εντάσεως κεφαλαίου ή όχι.

Ο δείκτης **ίδια κεφάλαια προς συνολικά κεφάλαια** μας δείχνει την αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται στην εταιρεία. Επίσης εκφράζει ένα μέτρο προστασίας ή ασφάλειας για τους πιστωτές της εταιρείας, καθώς όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από τα ξένα υπάρχει μεγαλύτερη ασφάλεια ως προς την ικανοποίηση των πιστωτών. Υψηλό ποσοστό ιδίων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια αντανακλά τη μακροχρόνια ρευστότητα της επιχείρησης και την οικονομική ευχέρεια για την ικανοποίηση των υποχρεώσεων της.

Ο δείκτης **κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών**⁸ μας δείχνει πόσες φορές τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης καλύπτουν το κόστος χρησιμοποίησης ξένων κεφαλαίων, δηλαδή τους τόκους. Διευκρινίζεται ότι για τον υπολογισμό του δείκτη στην παρούσα εργασία, ως τόκοι νοούνται τα χρηματοοικονομικά έξοδα, όπως εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις. Είναι σημαντικός δείκτης γιατί συνδυάζει την κερδοφορία της εταιρείας με την διάρθρωση των κεφαλαίων της. Ο δείκτης είναι ιδιαίτερα σημαντικός για τους μακροπρόθεσμους πιστωτές της εταιρείας, αφού δείχνει τη ικανότητα της να πληρώνει τους τόκους ξένων κεφαλαίων και συνεπώς προσδιορίζει το περιθώριο ασφαλείας των μακροχρόνιων πιστωτών. Η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη εξαρτάται από την κερδοφορία, το ύψος και το κόστος δανεισμού. Όσο μεγαλύτερος εμφανίζεται ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη ασφάλεια έχουν οι πιστωτές.

2.3.5 Οι αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας έχουν στόχο να ερμηνεύσουν την δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη. Δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις έχουν μοναδικό σκοπό το κέρδος, οι αριθμοδείκτες αυτοί κρίνονται πολύ σημαντικοί αφού εμφανίζουν

⁸ Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικ/μικών Δαπανών = Κέρδη προ φόρων και τόκων / Τόκοι χρεωστικοί

την αποδοτικότητα της λειτουργίας, των κεφαλαίων, των αποφάσεων της διοίκησης κτλ. Οι προηγούμενοι δείκτες που έχουν αναφερθεί μας παραπέμπουν στον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας της επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, αντλώντας στοιχεία από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, μας παραπέμπουν στην αποτελεσματικότητα της διοίκησης.

Ο δείκτης **απόδοσης συνολικών κεφαλαίων** (προ φόρων) μας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη, ανεξάρτητα από τις πηγές των κεφαλαίων της. Ορίζεται ως το κλάσμα με αριθμητή τα κέρδη προ φόρων και παρανομαστή το σύνολο του ενεργητικού. Είναι μέτρο της δυνατότητας της επιχείρησης για κερδοφορία και της αποτελεσματικότητας που χρησιμοποιούνται τα ίδια και ξένα κεφάλαια. Όταν η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων παραμένει διαχρονικά χαμηλή, αυτό θεωρείται ως ισχυρή ένδειξη για την πιθανή διακοπή των δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

Ο δείκτης **απόδοσης ιδίων κεφαλαίων**⁹ δείχνει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και κρίνεται πολύ σημαντικός αφού δείχνει στους μετόχους (ή στους ιδιοκτήτες) την απόδοση των κεφαλαίων τους. Εκφράζει δηλαδή την δυναμική της εταιρείας να παράγει κέρδη και να πραγματοποιεί τον σκοπό της.

Το **Περιθώριο καθαρού κέρδους**¹⁰ μας εμφανίζει το ποσοστό καθαρού κέρδους που προέκυψε από τη δραστηριότητα της επιχείρησης, δηλαδή τις πωλήσεις της. Με άλλα λόγια όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη η κερδοφορία που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Η παράλληλη ερμηνεία των δεικτών μικτού και καθαρού κέρδους, μας δίνει τη δυνατότητα να εξετάσουμε από που προέρχονται διαχρονικά οι μεταβολές του κόστους που επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα (από το κόστος πωληθέντων ή από άλλες λειτουργίες όπως η διοικητική).

Ο δείκτης **μικτού κέρδους** υπολογίζεται από το κλάσμα μικτό κέρδος προς πωλήσεις. Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης, καθώς και την πολιτική τιμών αυτής (Νιάρχος, 1997), αφού αντανακλά τη λειτουργία της επιχείρησης στον τομέα των αγορών και πωλήσεων. Υψηλότερο μικτό

⁹ Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων = Κέρδη Προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια

¹⁰ Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Μετά Φόρων) = Κέρδη Μετά Φόρων / Πωλήσεις

κέρδος δίνει μεγαλύτερη ευχέρεια στην εταιρεία να χρηματοδοτεί τις λειτουργικές τις ανάγκες. Μεγαλύτερη τιμή του δείκτη δείχνει ότι η εταιρεία μπορεί ευκολότερα να απορροφήσει ενδεχόμενη αύξηση στο κόστος πωληθέντων, που μπορεί να προέρχεται από εξωγενείς παράγοντες όπως το κόστος πρώτων υλών κτλ. Τέλος, είναι δυνατόν μία επιχείρηση να επιλέξει να λειτουργεί με μικρό περιθώριο κέρδους, ως αποτέλεσμα για παράδειγμα, της επιθετικής πολιτικής τιμών που επιλέγει με σκοπό την αύξηση των πωλήσεων ή την είσοδο σε νέα αγορά κτλ.

2.4 Σύνοψη

Από όσα προαναφέρθηκαν, καθίσταται σαφές ότι η ανάλυση των αριθμοδεικτών είναι απαραίτητη για την πληροφόρηση των χρηστών, αφού επιτρέπει την αξιολόγηση της λειτουργίας του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, την σύγκριση με τις ανταγωνίστριες εταιρίες, καθώς και τη διαχρονική τάση που επικρατεί. Συνεπώς, η ανάλυση των αριθμοδεικτών μπορεί να συμβάλει στον εντοπισμό των δυνατών και αδύνατων σημείων της επιχείρησης.

Ακολουθεί ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών με τη χρήση των σχέσεων που συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 2: Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών

| ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ | A/A | ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ | ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ |
|-------------------------------|-----|---|---|
| ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ | | | |
| | 1 | Γενική Ρευστότητα | Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις |
| | 2 | Ειδική Ρευστότητα | (Διαθέσιμα + Απαιτήσεις) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις |
| | 3 | Ταμειακή ρευστότητα | Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις |
| ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ | | | |
| | 4 | Συνολικού Ενεργητικού | Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού |
| | 5 | Παγίων | Πωλήσεις / Πάγια περιουσιακά στοιχεία (ΜΟ χρήσης) |
| | 6 | Αποθεμάτων(ΜΟ) | Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα (ΜΟ χρήσης) |
| | 7 | Απαιτήσεων(ΜΟ) | Πωλήσεις / Απαιτήσεις (ΜΟ χρήσης) |
| | 8 | Ιδίων κεφαλαίων(ΜΟ) | Πωλήσεις / Ι.Κ. (ΜΟ χρήσης) |
| ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ | | | |
| | 9 | Κάλυψης παγίων με ΙΚ | ΙΚ / Πάγιο Ενεργητικό |
| | 10 | Κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας | (ΙΚ + Μακροπρόθεσμα Δάνεια) / Πάγιο Ενεργητικό |
| | 11 | Παγιοποίηση περιουσίας | Πάγια / Σύνολο Ενεργητικού |
| | 12 | Ίδια προς συνολικά κεφάλαια | Ίδια Κεφάλαια / Συνολικά κεφάλαια |
| | 13 | Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών | Κέρδη προ φόρων και τόκων / Τόκοι χρεωστικοί |
| ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ | | | |
| | 14 | Συνολικού Ενεργητικού Προ Φόρων | Κέρδη Προ Φόρων / Συνολικό Ενεργητικό |
| | 15 | Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων | Κέρδη Προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια |
| | 16 | Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Μετά Φόρων) | Κέρδη Μετά Φόρων / Πωλήσεις |
| | 17 | Περιθώριο Μικτού Κέρδους | Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις |

Κεφάλαιο 3: Ανάλυση αριθμοδεικτών για τις εξεταζόμενες εταιρίες

3.1 Οι εταιρίες που εξετάζονται

Οι εταιρίες που θα αποτελέσουν το αντικείμενο της μελέτης είναι οι εξής:

- Αστήρ Παλλάς Βουλιαγμένης Α.Ξ.Ε.
- ΓΕΚΕ ΑΕ (President)
- Ιονική Ξενοδοχεία και επιχειρήσεις ΑΕ
- Λάμπα ΑΕ (Μεγάλη Βρετανία)

3.2 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.

3.2.1 Γενικά χαρακτηριστικά

Η εταιρεία συστήθηκε την 31/12/1998 και λειτουργεί με έδρα στον Δήμο Βουλιαγμένης από την 01/01/2009. Η εταιρεία διοικείται από δεκαμελές διοικητικό συμβούλιο και συντάσσει απλές οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε., ενώ από την 01/07/2006 τη διαχείριση του ξενοδοχειακού συγκροτήματος ανέλαβε η εταιρεία Starwood Hotels and Resorts Worldwide Inc. Η μετοχή της εταιρείας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τον Ιούλιο του 2000. Την 31/12/2011 η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. κατείχε το 85,35% του συνολικού αριθμού των μετοχών της εταιρείας, ενώ δεν υπάρχουν άμεσες ή έμμεσες συμμετοχές τρίτων με

ποσοστό άνω του 5%¹¹. Η μετοχική σύνθεση δεν έχει μεταβληθεί κατά τη σύνταξη της παρούσας εργασίας.

Ο σκοπός της εταιρείας, όπως προκύπτει από το άρθρο 3 του καταστατικού της, είναι η ενάσκηση, η εκμετάλλευση και η διαχείριση κάθε τουριστικής και ξενοδοχειακής επιχειρήσεως και κάθε συναφούς εργασίας για ανάπτυξη και εξυπηρέτηση του τουρισμού.

Σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση χρήσεως 2011, το ξενοδοχειακό συγκρότημα της εταιρείας στη Βουλιαγμένη περιλαμβάνει¹²:

- Τη ξενοδοχειακή μονάδα ARION RESORT & SPA συνολικής δυναμικότητας 123 δωματίων, στην οποία περιλαμβάνεται και το συγκρότημα των καμπανών συνολικής δυναμικότητας 58 δωματίων.
- Τη ξενοδοχειακή μονάδα THE WESTIN ATHENS συνολικής δυναμικότητας 162 δωματίων.
- Τη ξενοδοχειακή μονάδα ΑΦΡΟΔΙΤΗ συνολικής δυναμικότητας 165 δωματίων, η οποία παραμένει κλειστή, λόγω ανακαίνισης.
- Τη παραλία ASTIR BEACH
- Εστιατόρια πολυτελείας, συνεδριακές αίθουσες και χώρους εκδηλώσεων, βοηθητικές εγκαταστάσεις και γήπεδα αθλοπαιδιών, χώρους στάθμευσης αυτοκινήτων και ελικοδρόμιο.

Κατά τη χρήση 2011, η εταιρεία απασχόλησε κατά μέσο όρο 333 εργαζομένους με σύμβαση αορίστου χρόνου και 113 με σύμβαση ορισμένου χρόνου. Το συνολικό ενεργητικό της εταιρείας ανήλθε σε 206,82 εκατομμύρια ευρώ, ενώ ο κύκλος εργασιών της ανήλθε σε 26,68 εκατομμύρια ευρώ. Η εταιρεία εμφάνισε ζημιά, μετά φόρων, 12,59 εκατομμύρια ευρώ. Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς.

¹¹ Σύμφωνα με το Προεδρικό Διάταγμα 51/1992, δεν υπάρχει υποχρέωση δημοσίευσης των στοιχείων των μετόχων από την εταιρεία, όταν αυτοί κατέχουν ποσοστό μικρότερο του 5% του συνόλου των μετοχών.

¹² Από την ιστοσελίδα: <http://www.posidonia-events.com/>

3.2.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, ο οποίος παρατίθεται στον Πίνακα 3, εμφανίζει κάποια βελτίωση στην πενταετία, δεδομένου ότι από 0,20 το έτος 2007 καταλήγει στο 0,40 το έτος 2011. Όμως η ανάγνωση του δείκτη, κατά τη πενταετία, δείχνει ότι η εταιρεία δεν είναι σε θέση να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της με το κυκλοφορούν ενεργητικό, κάτι που κρίνεται ανησυχητικό για την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης. Η περαιτέρω διερεύνηση για την ερμηνεία του δείκτη και την κατανόηση της πορείας του, καταλήγει στο ότι μεγάλο μέρος των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της εταιρείας αφορά τραπεζικό δανεισμό. Ο βραχυχρόνιος τραπεζικός δανεισμός διαχρονικά προσεγγίζει ή ξεπερνάει το 50% των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της εταιρείας. Ο δανεισμός της εταιρείας προέρχεται εξολοκλήρου από τον όμιλο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, που είναι και ο βασικός μέτοχος της εταιρείας. Στις ετήσιες εκθέσεις διαχείρισης του διοικητικού συμβουλίου, αναφέρεται ότι η διαχείριση της ρευστότητας επιτυγχάνεται μέσω της συνεχούς παρακολούθησης των ταμειακών ροών. Η διαχρονικά σχετική σταθερότητα του δείκτη αντικατοπτρίζει την επιλογή της διοίκησης σχετικά με την ρευστότητα της εταιρείας. Η μεγαλύτερη μεταβολή του δείκτη, που εντοπίζεται την περίοδο 2007-2008, οφείλεται στην προγραμματισμένη κίνηση της διοίκησης να εξοφλήσει μέρος των υποχρεώσεων με κεφάλαια που αντλήθηκαν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που διενεργήθηκε το 2008. Η επιδείνωση της ρευστότητας από το 2010 οφείλεται στην αύξηση του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού.

Πίνακας 3: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Γενική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 0,20 | 0,67 | 0,67 | 0,53 | 0,40 |

Αντίστοιχη εικόνα με τη γενική ακολουθεί και η ειδική ρευστότητα, η οποία εμφανίζεται στον Πίνακα 4 παρακάτω. Τα αποθέματα δεν αποτελούν κύριο συστατικό του κυκλοφορούν ενεργητικού της εταιρείας, κάτι που αναδεικνύει τη φύση της

εταιρείας ως παροχής υπηρεσιών. Αποθέματα αποτελούν τα τρόφιμα, τα ποτά και άλλα αναλώσιμα υλικά. Το μέγεθος των αποθεμάτων δεν φαίνεται να επηρεάζει σημαντικά την ρευστότητα της εταιρείας, όμως η διαχρονικά σταθερή απόκλιση του δείκτη γενικής και ειδικής ρευστότητας μπορεί να ερμηνευθεί ως αποτέλεσμα προγραμματισμένης, αποτελεσματικής και σταθερής πολιτικής διαχείρισης αποθεμάτων. Τα διαθέσιμα και οι απαιτήσεις δεν αρκούν να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, οι οποίες θα καλυφθούν μόνο μέσω της πραγματοποίησης μελλοντικών πωλήσεων και εσόδων.

Πίνακας 4: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Ειδική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| (Διαθέσιμα + Απαιτήσεις) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 0,19 | 0,64 | 0,64 | 0,51 | 0,39 |

Στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυτών, η εταιρεία εμφανίζει το υπόλοιπο του ταμείου, των καταθέσεων όψεως και των προθεσμιακών καταθέσεων με διάρκεια ωρίμανσης έως τρεις μήνες. Η εικόνα του δείκτη ταμειακής ρευστότητας είναι ανάλογη των δύο προηγούμενων, όπως φαίνεται από τον Πίνακα 5. Η ποσότητα ρευστών διαθεσίμων που παρακρατείται από την εταιρεία είναι σχετική με την πολιτική που ακολουθεί και βρίσκεται σε άμεση συνάρτηση με τις χρονικά άμεσες συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν ή έπονται. Ενδιαφέρον όμως θα έχει η σύγκριση του δείκτη με τους αντίστοιχους των ανταγωνιστών, κάτι που θα παρουσιαστεί σε επόμενο κεφάλαιο.

Πίνακας 5: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Ταμειακή ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 0,10 | 0,35 | 0,22 | 0,27 | 0,12 |

Σχετικά με τη ρευστότητα της εταιρείας είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι η εταιρεία προχώρησε το 2012 σε διακανονισμό για την εξόφληση του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού της. Συμφωνήθηκε παράταση έως τον Οκτώβριο του 2013, αποπληρωμής τραπεζικών δανείων ύψους 19,2 εκατομμυρίων ευρώ. Το ποσό αυτό παραπέμπει στον βραχυχρόνιο τραπεζικό δανεισμό της εταιρείας και την 31/12/2011

αντιστοιχεί στο 64% των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της εταιρείας. Το λογιστικό αποτέλεσμα του διακανονισμού είναι ότι το ποσό αυτό θα εμφανίζεται στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις και οι δείκτες της εταιρείας θα είναι σαφώς διαφοροποιημένοι κατά το 2012.

3.2.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Η διαχρονική πορεία του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητα του ενεργητικού εμφανίζεται στον Πίνακα 6. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού παραμένει σταθερός κατά της εξεταζόμενη περίοδο και δεν εμφανίζεται κάποια τάση βελτίωσης ή επιδείνωσης. Πρέπει να αναφερθεί ότι η εταιρεία έχει προχωρήσει σε επενδύσεις ύψους 53,8 εκατομμυρίων ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο, για την ανακαίνιση των εγκαταστάσεων της. Κατά το έτος 2008 ως αποτέλεσμα επένδυσης, τα πάγια εμφανίζονται αυξημένα κατά 25 εκατομμύρια ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 10,79% του συνολικού ενεργητικού της εταιρείας. Την ίδια χρονιά, ως αποτέλεσμα της επαναλειτουργίας των ανακαινισμένων εγκαταστάσεων, τα έσοδα αυξήθηκαν κατά 16,05% και παρέμειναν σταθερά έως το 2011 όπου μειώθηκαν κατά 8,24%. Η εταιρεία αποδίδει στην μη πραγματοποίηση των εκδηλώσεων Ποσειδωνίων¹³ κατά το 2011, απώλεια εσόδων 2,5 εκατομμυρίων ευρώ, δηλαδή το 8,00% των εσόδων του 2010. Είναι γεγονός ότι η κρίση δεν επηρέασε τις πωλήσεις τις εταιρείας και δεδομένου ότι οι εκδηλώσεις Ποσειδωνίων θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον, αναμένεται βελτίωση των εσόδων και συνεπώς και των αριθμοδεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας.

Πίνακας 6: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού | 0,14 | 0,13 | 0,14 | 0,14 | 0,14 |

¹³ Τα «Ποσειδώνια» είναι διεθνής ναυτιλιακή έκθεση που γίνεται στην Αθήνα. Σύμφωνα με τους διοργανωτές, το 2012 εκπροσωπήθηκαν 1.870 εταιρείες από 87 χώρες και επισκέφτηκαν την έκθεση σχεδόν 90 χιλιάδες επισκέπτες από 92 χώρες.

Σχεδόν αμετάβλητη εμφανίζεται η κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, γεγονός που αντανακλά τη σταθερότητα των πωλήσεων και την ανθεκτικότητα της δημιουργίας εσόδων εν μέσω παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων εμφανίζει αύξηση το 2008 και μείωση το 2011, για τους λόγους που αναφέρθηκαν στον προηγούμενο δείκτη. Το σύνολο αυτών των παρατηρήσεων εμφανίζονται στον Πίνακα 7.

Πίνακας 7: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Πάγια (μ.ο. χρήσης) | 0,15 | 0,16 | 0,16 | 0,16 | 0,15 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων, σύμφωνα με τον Πίνακα 8, εμφανίζει μεγάλη τιμή στον ξενοδοχειακό κλάδο, αντανακλώντας το μεγάλο κόστος διάθεσης. Το κόστος πωληθέντων αποτελείται κυρίως από το κόστος προσωπικού και τις αποσβέσεις. Ο δείκτης στην εξεταζόμενη εταιρεία παρουσιάζει αύξηση συνολικά με σημαντικές διακυμάνσεις διαχρονικά. Αυξημένα κατά 74,14% σε σχέση με το 2007, εμφανίζονται τα αποθέματα κατά τη χρήση του 2008, ενώ σταδιακά επανέρχονται το 2010 σε επίπεδα του 2007. Η απότομη αύξηση των αποθεμάτων συμπίπτει χρονικά με την επαναλειτουργία μέρους των εγκαταστάσεων της επιχείρησης και εύλογα μπορούμε να υποθέσουμε ότι ήταν η προσδοκία αύξησης των πωλήσεων που αύξησε τα αποθέματα. Στη συνέχεια έως και το 2011 εμφανίζεται ομαλότερη η διαχείριση αποθεμάτων. Το κόστος πωληθέντων δεν παρουσιάζει αξιοσημείωτη μεταβολή κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 8: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα (μ.ο. χρήσης) | 69,06 | 50,94 | 49,33 | 66,95 | 75,09 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων, που παρατίθεται στον Πίνακα 9, παρουσιάζει μία σαφή πτωτική τάση, καθώς μειώνεται στο μισό εντός της

εξεταζόμενης πενταετίας. Συγκεκριμένα, από 8,33 που είναι ο δείκτης το 2007 πέφτει στο 4,11 το 2011. Η ελάχιστη τιμή παρόλα αυτά εμφανίζεται κατά το έτος 2009 και ανέρχεται σε 3,96. Επομένως, η ικανότητα είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρίας επιδεινώνεται ραγδαία κατά την τριετία 2007-2009, έτη κατά τα οποία ξεκινά να εκδηλώνεται η κρίση χρέους της ελληνικής οικονομίας. Στη συνέχεια, εμφανίζονται σημάδια αναπροσαρμογής της, καθώς έστω και οριακά η τιμή της βελτιώνεται. Επιπλέον, με δεδομένη τη 60ήμερη πίστωση που παρέχει η εταιρία προς τα ταξιδιωτικά γραφεία, η αναμενόμενη τιμή της συγκεκριμένης κυκλοφοριακής ταχύτητας ανέρχεται σε περίπου 6. Συμπεραίνεται, επομένως, η μη σύμφωνη με την παρεχόμενη πιστωτική πολιτική είσπραξη των απαιτήσεων κατά τα δύο τελευταία έτη της εξεταζόμενης περιόδου.

Πίνακας 9: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Απαιτήσεις (μ.ο. χρήσης) | 8,33 | 5,36 | 3,96 | 4,50 | 4,11 |

Σταθερά πτωτική πορεία, μικρότερης, όμως, έντασης, ακολουθείται και από την κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων κατά την εξεταζόμενη περίοδο, σύμφωνα με τα δεδομένα του Πίνακα 10. Η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη μειώνεται από 0,22 το 2007 σε 0,16 το 2009 και στη συνέχεια σταθεροποιείται σε αυτήν για τα επόμενα έτη. Η μεταβολή αυτή είναι αποτέλεσμα της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκε κατά το έτος 2008. Συγκεκριμένα, στις 25 Νοεμβρίου 2008, η Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης αύξησε το μετοχικό της κεφάλαιο κατά το ποσό των 63.900.000€ με την έκδοση 21.300.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας 3€ έκαστη, διά της καταβολής μετρητών, με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων και με αναλογία μίας νέας κοινής ονομαστικής μετοχής προς κάθε δύο παλαιές κοινές ονομαστικές μετοχές και σε τιμή διάθεσης 4,68€ ανά νέα μετοχή.¹⁴ Από τη διαδικασία προέκυψε πιστωτική διαφορά μεταξύ της ονομαστικής

¹⁴ http://investor.astir-palace.com/media/pdf/economy_report2008.pdf

τιμής και της τιμής έκδοσης, η οποία κεφαλαιοποιήθηκε σε ανάλογο λογαριασμό της Καθαρής Θέσης.

Πίνακας 10: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Ίδια Κεφάλαια (μ.ο. χρήσης) | 0,22 | 0,20 | 0,16 | 0,17 | 0,16 |

Συγκεντρωτικά, για τους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας της εξεταζόμενης εταιρίας, συμπεραίνεται η γενική σταθερότητα των δεικτών των μακροπρόθεσμων στοιχείων, όπως είναι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και τα ίδια κεφάλαια. Από την άλλη μεριά, στα βραχυπρόθεσμα στοιχεία παρουσιάζονται μικτές τάσεις, εφόσον η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων επιδεινώνεται, ενώ η αντίστοιχη των αποθεμάτων βελτιώνεται. Με δεδομένη τη σταθερότητα του αντίστοιχου δείκτη του συνόλου ενεργητικού, εξάγεται το συμπέρασμα ότι η εταιρία αναπροσαρμόζει τη δραστηριότητά της στις νέες συνθήκες που δημιουργήσε η ελληνική κρίση. Έτσι, για παράδειγμα, είναι δυνατόν να υποτεθεί ότι η εταιρία προχωρά σε μείωση των επενδυμένων κεφαλαίων της σε αποθέματα προκειμένου να χρηματοδοτήσει την υποχρεωτική εξαιτίας της κρίσης αύξησης των επενδυμένων κεφαλαίων σε απαιτήσεις.

3.2.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης

Ο αριθμοδείκτης Κάλυψης παγίων στοιχείων με ίδια κεφάλαια εμφανίζεται στον Πίνακα 11 παρακάτω. Η τιμή του δείκτη ξεκινά από 0,65 το 2007 για να αυξηθεί σχεδόν κατά 50% το 2008 και στη συνέχεια μειώνεται σταδιακά ως το 2011, όπου η τιμή του ανέρχεται σε 0,87. Η σημαντική αυτή αύξηση του δείκτη κατά το 2008 εξηγείται από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της 25ης Νοεμβρίου του 2008 και αναφέρθηκε και παραπάνω στα πλαίσια του σχολιασμού της κυκλοφοριακής ταχύτητας των ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, όπως αναφέρθηκε και στα πλαίσια σχολιασμού του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας του συνολικού ενεργητικού, η εταιρία προχώρησε σε

επενδύσεις ύψους 53,8 εκατομμυρίων ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η επενδυτική αυτή δραστηριότητα της εταιρίας εξηγεί τη μείωση του δείκτη κατά τα έτη μετά το 2008. Συμπεραίνεται, επομένως, η σημαντική συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων σε επενδύσεις παγίου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού της εταιρίας.

Πίνακας 11: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| Ι.Κ. / Πάγιο Ενεργητικό | 0,65 | 0,97 | 0,93 | 0,91 | 0,87 |

Η διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας εμφανίζεται στον Πίνακα 12 παρακάτω και είναι παράλληλη της αντίστοιχης εξέλιξης του δείκτη κάλυψης παγίων στοιχείων με ίδια κεφάλαια. Συγκεκριμένα, παρουσιάζεται μία σημαντική αύξηση του δείκτη κατά το 2008, από 0,87 σε 0,98, και στη συνέχεια σταδιακή υπαναχώρησή του στα επίπεδα του 2011. Επιπλέον, συγκρίνοντας τους δείκτες των Πινάκων 11 και 12 παρατηρείται, μείωση της διαφοράς τους από το 2008 και έπειτα, γεγονός που καταδεικνύει την αύξηση της συμμετοχής των μακροπρόθεσμων ιδίων κεφαλαίων έναντι των μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων. Είναι ενδεικτικό ότι η διαφορά της τάξης των 22 ποσοστιαίων μονάδων το 2007 συρρικνώθηκε το 2011 σε μόλις 3 μονάδες. Τέλος, επιβεβαιώνεται η απόφαση της εταιρίας για χρηματοδότηση του μεγαλύτερου μέρους μακροπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού από μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης.

Πίνακας 12: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| (Ι.Κ.+ Μακροπρόθ. Δάνεια) / Πάγιο Ενεργητικό | 0,87 | 0,98 | 0,98 | 0,95 | 0,90 |

Ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας εμφανίζεται με ανοδική τάση, σύμφωνα με τον Πίνακα 13. Η τάση αυτή είναι αναμενόμενη, εφόσον κατά την εξεταζόμενη περίοδο, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι σε εξέλιξη ένα επενδυτικό πρόγραμμα αξίας περίπου 54 εκατομμυρίων ευρώ.

Πίνακας 13: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Παγιοποίηση περιουσίας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πάγια / Συνολικό Ενεργητικό | 0,92 | 0,89 | 0,92 | 0,92 | 0,94 |

Η αύξηση της συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων στο χρηματοδοτικό μίγμα των πηγών που παρατηρήθηκε παραπάνω επιβεβαιώνεται και από το δείκτη Ιδίων προς Συνολικών Κεφαλαίων που παρουσιάζεται στον Πίνακα 14 παρακάτω. Συγκεκριμένα, ο δείκτης από 0,60 που είναι η τιμή του το 2007, αυξάνεται σημαντικά σε 0,86 το 2008, εξαιτίας της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της ίδιας χρήσης, και μειώνεται σταδιακά ως την τιμή 0,81 το 2011.

Πίνακας 14: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Ίδια Κεφάλαια / Συνολικά Κεφάλαια | 0,60 | 0,86 | 0,86 | 0,84 | 0,81 |

Συγκεντρωτικά, όσον αφορά στην οικονομική διάρθρωση της εταιρίας, συμπεραίνεται αφενός η απόφασή της για αύξηση της συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων εις βάρος των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και αφετέρου η χρηματοδότηση του μεγαλύτερου μέρους των μακροπρόθεσμων επενδύσεων από μακροπρόθεσμες πηγές.

3.2.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Οι διενεργούμενες ζημίες της εταιρίας αποτελούν το λόγο που το σύνολο των αριθμοδεικτών απόδοσης, με εξαίρεση τον αριθμοδείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους, εμφανίζουν αρνητικές τιμές. Η διαχρονική εξέλιξη του Δείκτη Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών της εταιρίας Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης εμφανίζεται στον Πίνακα 15. Συγκεκριμένα, ο δείκτης αυτός είναι αρνητικός καθ' όλη τη διάρκεια

της εξεταζόμενης περιόδου, γεγονός που αιτιολογείται από τις ζημίες προ φόρων και τόκων που εμφανίζει η εξεταζόμενη εταιρία καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ, ταυτόχρονα, εμφανίζει σημαντικές αυξομειώσεις. Έτσι, αυξάνεται από -2,34 το 2007 σε -1,71 το 2008, για να ελαχιστοποιηθεί στη συνέχεια στο -9,11 κατά το 2009 και στη συνέχεια να σταθεροποιηθεί περίπου στο -6, σημειώνοντας τιμές ίσες με -6,84 και -5,28 κατά το 2010 και 2011 αντιστοίχως. Από αυτές τις τιμές, συμπεραίνεται η αδυναμία της εταιρίας να καλύψει με τα κέρδη της τα χρηματοοικονομικά έξοδά της.

Πίνακας 15: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Κέρδη προ φόρων και τόκων / Τόκοι χρεωστικοί | -2,34 | -1,71 | -9,11 | -6,84 | -5,28 |

Η απόδοση του ενεργητικού, όπως φαίνεται από τον Πίνακα 16, ανέρχεται σε περίπου -6% κατά την πρώτη διετία της εξεταζόμενης περιόδου, κατά το 2009 βελτιώνεται και ανέρχεται σε -3,63%, ενώ στη συνέχεια επιδεινώνεται σταδιακά και διαμορφώνεται σε -3,80% για το 2010 και σε -4,60% για το 2011. Αντιστοίχως, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, σύμφωνα με τον Πίνακα 17, εμφανίζει μέγιστη τιμή ίση με -4,23% κατά το 2009. Κατά τα έτη 2007 και 2008 παρουσιάζει σημαντική βελτίωση, εφόσον από -10,11% το 2007 αυξάνεται σε -4,23%, αλλά στη συνέχεια η βελτίωση αυτή ανακάμπτεται και εμφανίζει σταδιακή επιδείνωση ανερχόμενος κατά το 2011 στην τιμή του -5,65%. Παρατηρείται, επομένως, ότι και για τους δύο δείκτες η μέγιστη τιμή λαμβάνεται κατά το έτος 2009. Η βέλτιστη αυτή τιμή οφείλεται κατ' αρχάς στο γεγονός ότι τα κέρδη προ φόρων επίσης μεγιστοποιούνται κατά τη συγκεκριμένη χρήση και ανέρχονται σε -8.032 χιλιάδες ευρώ. Επιπλέον, όσον αφορά στην επιδείνωση των δεικτών κατά την τελευταία τριετία, αυτή οφείλεται κυρίως στην μείωση που παρουσιάζει το σύνολο ενεργητικού και τα ίδια κεφάλαια, εφόσον τα κέρδη προ φόρων εμφανίζονται σχετικά σταθερά.

Πίνακας 16: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Κέρδη προ φόρων / Συνολικό Ενεργητικό | -6,03 | -6,30 | -3,63 | -3,80 | -4,60 |

Πίνακας 17: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Κέρδη προ φόρων / Ίδια Κεφάλαια | -10,11 | -7,29 | -4,23 | -4,54 | -5,65 |

Η διαχρονική εξέλιξη του περιθωρίου καθαρού κέρδους εμφανίζεται στον Πίνακα 18. Σύμφωνα με αυτόν, η κερδοφορία μετά φόρων της επιχείρησης είναι σταθερά αρνητικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο ενώ οι ζημίες της ανέρχονται σε περίπου 40% των πωλήσεων. Το ελάχιστο περιθώριο κέρδους παρατηρείται κατά το 2008 και είναι ίσο με -52,77%, ενώ το μέγιστο σε -28,70% κατά το 2010.

Όσον αφορά στο Περιθώριο Μικτού Κέρδους, αυτό εμφανίζεται στον Πίνακα 19 και είναι ο μοναδικός αριθμοδείκτης που παρουσιάζει θετικές τιμές. Συγκεκριμένα, κατά τη διετία 2007-2008, η τιμή του δείκτη διαμορφώνεται σε περίπου 1%, ενώ στη συνέχεια επιδεινώνεται συνεχώς και ανέρχεται κατά το 2011 σε -10,76%. Οι τιμές αυτές δεν κρίνονται ικανοποιητικές, καθώς ακόμα και η μέγιστη δηλώνει ότι μόλις το 1% του κύκλου εργασιών η εταιρία καταφέρνει να διακρατήσει ως κέρδος κατόπιν των απαραίτητων εξόδων της παραγωγικής λειτουργίας. Επιπλέον, η πορεία του δείκτη καταδεικνύει τη συνεχώς μειούμενη ικανότητα της επιχείρησης να λειτουργεί κερδοφόρα την επιχειρηματική της δραστηριότητα. Συμπεραίνεται, επομένως, αφενός η αναποτελεσματικότητα της λειτουργίας και πιθανά προβλήματα στην πολιτική των τιμών της και αφετέρου σημαντική επιδείνωση αυτών.

Ταυτόχρονα, η παράλληλη εξέταση της πορείας των δύο δεικτών και η σταθερή υψηλή διαφορά τους, η οποία κυμαίνεται από 30% έως 40%, καταδεικνύουν ότι η εταιρία διατηρεί υψηλά λειτουργικά έξοδα (έξοδα διοίκησης και διάθεσης).

Συγκεκριμένα, τα έξοδα της εταιρίας εκτός των αντίστοιχων της παραγωγικής λειτουργίας ανέρχονται περίπου σε 20% του κύκλου εργασιών και ευθύνονται σε μεγάλο βαθμό για τη χαμηλή κερδοφορία της. Επομένως, προκύπτει η ανάγκη καλύτερης διαχείρισής τους.

Πίνακας 18: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Κέρδη μετά φόρων / Πωλήσεις | -36,87 | -52,77 | -32,28 | -28,70 | -43,90 |

Πίνακας 19: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|------|------|-------|-------|--------|
| Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις | 1,01 | 0,96 | -3,06 | -5,39 | -10,76 |

Συμπερασματικά, η κερδοφορία της εταιρίας Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης κρίνεται ως μη ικανοποιητική, εφόσον βρίσκεται σταθερά σε αρνητικά επίπεδα, ακόμα και την περίοδο πριν την οικονομική κρίση. Προς αντιμετώπιση αυτής της κατάστασης, η διοίκηση καλείται να διαχειριστεί αποτελεσματικότερα τα έξοδά της, τόσο της λειτουργίας παραγωγής όσο και των βοηθητικών τμημάτων, προκειμένου το σύνολο των δεικτών να διαμορφωθούν σε θετικά επίπεδα.

3.3 ΓΕΚΕ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟΝ PRESIDENT

3.3.1 Γενικά χαρακτηριστικά

Η Ανώνυμος Εταιρία ξενοδοχειακών και τουριστικών επιχειρήσεων ΓΕΚΕ εδρεύει στην Αθήνα. Η εταιρία ΓΕΚΕ ΑΕ είναι μία ξενοδοχειακή εταιρεία η οποία βρίσκεται

στο χώρο του τουρισμού από το 1979. Επιπλέον, η εταιρία ΓΕΚΕ ΑΕ είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Όλες οι μετοχές της είναι κοινές και ανώνυμες.

Σκοπός της εταιρίας είναι: (α) η ανέγερση, οργάνωση, λειτουργία και εκμετάλλευση ξενοδοχειακών συγκροτημάτων στην Αθήνα και άλλων ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων στην ελληνική επικράτεια. (β) Η μίσθωση ξενοδοχειακών ιδιόκτητων συγκροτημάτων σε ημεδαπούς και αλλοδαπούς. (γ) Η άσκηση τουριστικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα και το εξωτερικό. (δ) Η αντιπροσώπευση ξενοδοχειακών οίκων του εξωτερικού και η συμμετοχή σε εταιρίες με παρεμφερή σκοπό. (ε) Η παροχή υπηρεσιών πάσης φύσεως προς ομοειδείς επιχειρήσεις και (στ) Η παραχώρηση προσωπικού σε ομοειδείς επιχειρήσεις για την εξυπηρέτηση του σκοπού της εταιρίας.

Η εταιρία διοικείται από εξαμελές διοικητικό συμβούλιο και οι λογιστικές της καταστάσεις ελέγχονται από εξωτερικούς ελεγκτές. Οι οικονομικές της καταστάσεις καταρτίζονται σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.

3.3.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, η διαχρονική πορεία του οποίου εμφανίζεται στον Πίνακα 20, εμφανίζει σχετική σταθερότητα στην πενταετία, δεδομένου ότι από 4,93 το έτος 2007 καταλήγει στο 4,79 το έτος 2011. Επιπλέον, η τιμή του δείκτη, κατά τη πενταετία, δείχνει ότι η εταιρεία όχι απλά είναι σε θέση να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της με το κυκλοφορούν ενεργητικό αλλά υπάρχει και σημαντικός βαθμός πλεονάζουσας ρευστότητας, εφόσον το κυκλοφορούν ενεργητικό καλύπτει κατά 3 φορές τουλάχιστον το ύψος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά τη διάρκεια της πενταετίας. Η πλεονάζουσα αυτή ρευστότητα, όμως, εμφανίζεται ως επιλογή της διοίκησης, εφόσον η τιμή του δείκτη παραμένει διαχρονικά σταθερή. Η ελάχιστη αξία του δείκτη, που εντοπίζεται την περίοδο 2010, οφείλεται στη σημαντική αύξηση που σημειώνουν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, παρά σε μείωση των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Συγκεκριμένα, κατά τη διετία 2009-2010, τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία μειώνονται κατά 19,60%, τη στιγμή που οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται κατά περίπου 70%. Η

αύξηση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο σε καθυστέρηση εξόφλησης πιστωτών. Είναι ενδεικτικό ότι ο λογαριασμός «Λοιποί Πιστωτές UBS» αυξάνεται κατά 300%.

Πίνακας 20: PRESIDENT - Γενική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 4,93 | 4,78 | 5,35 | 2,58 | 4,79 |

Αντίστοιχη εικόνα με τη γενική ακολουθεί και η ειδική ρευστότητα, η οποία εμφανίζεται στον Πίνακα 21 παρακάτω, γεγονός που ήταν αναμενόμενο καθώς τα αποθέματα, όπως έχει ήδη αναφερθεί, αποτελούν πολύ μικρό ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Έτσι, ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας είναι μόλις 3 με 4 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερος από τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, γεγονός που σηματοδοτεί τόσο τον υψηλό βαθμό ρευστότητας της εταιρίας, όσο και τη σταθερότητα της πολιτικής διαχείρισης των αποθεμάτων.

Πίνακας 21: PRESIDENT - Ειδική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| (Διαθέσιμα + Απαιτήσεις) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 4,90 | 4,75 | 5,31 | 2,55 | 4,77 |

Παράλληλη προς τον αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας είναι και η πορεία του αριθμοδείκτη ταμειακής ρευστότητας, ο οποίος εμφανίζεται στον Πίνακα 22 και είναι σταθερά χαμηλότερος του πρώτου κατά 30 με 60 ποσοστιαίες μονάδες. Επιπλέον, οι τιμές του αριθμοδείκτη καταδεικνύουν υψηλή ταμειακή ρευστότητα, εφόσον τα ταμειακά διαθέσιμα μόνα τους καλύπτουν κατά μέσο όρο 4 φορές τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας. Τα ταμειακά αυτά διαθέσιμα αποτελούνται κατά κύριο λόγο από ομόλογα γερμανικού δημοσίου, γεγονός που σηματοδοτεί την προσήλωση της εταιρίας στη ρευστότητα και την ακίνδυνη αντιμετώπιση των αναγκών της.

Πίνακας 22: PRESIDENT - Ταμειακή ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 4,57 | 4,24 | 4,50 | 2,23 | 4,18 |

Επομένως, η ρευστότητα της εταιρίας κινείται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα, εφόσον από την ανάλυση των παραπάνω χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών προέκυψε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτελείται από ταμειακά διαθέσιμα, η πλειονότητα των οποίων από ομόλογα Γερμανικού Δημοσίου, τα οποία υπερκαλύπτουν 3 και 4 φορές τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Οι συγκεκριμένες τιμές καταδεικνύουν τη χαλαρή πολιτική διαχείρισης των ρευστών διαθεσίμων της εταιρίας. Σε αυτό το σημείο όμως, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η υπερβάλλουσα ρευστότητα που διακρατείται σημαίνει και υψηλά κόστη ευκαιρίας. Δηλαδή, η εταιρία μπορεί με τη συγκεκριμένη πολιτική να μην αντιμετωπίζει κόστη έλλειψης ρευστών διαθεσίμων, εφόσον οιαδήποτε στιγμή μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και όποια άλλη ανάγκη προκύψει, αλλά υπάρχει ο κίνδυνος να χάνει σημαντικές αποδόσεις από μη επένδυση των κεφαλαίων αυτών σε περισσότερο αποδοτικές ευκαιρίες. Είναι ενδεικτικό δε ότι τα γερμανικά ομόλογα κατά την εξεταζόμενη περίοδο έχουν τις χαμηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα ομόλογα οποιασδήποτε άλλης χώρας.

3.3.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Η διαχρονική πορεία του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητα του ενεργητικού εμφανίζεται στον Πίνακα 23. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού, αν και παραμένει σε γενικές γραμμές σταθερός εφόσον η μεταβολή του στην πενταετία είναι μόλις -11%, εμφανίζει κάποια τάση ελαφριάς επιδείνωσης. Η επιδείνωση αυτή οφείλεται στη μικρή μείωση του κύκλου εργασιών της κατά περίπου 14% στην εξεταζόμενη πενταετία, τη στιγμή που το σύνολο του ενεργητικού μειώθηκε μόλις κατά περίπου 3,5%. Οι συγκεκριμένες μεταβολές δεν κρίνονται ιδιαίτερα

ανησυχητικές λαμβανομένου υπόψη των ιδιαίτερων συνθηκών που έλαβαν χώρα στην ελληνική οικονομία κατά την τριετία 2009-2011.

Πίνακας 23: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού | 0,15 | 0,15 | 0,14 | 0,13 | 0,13 |

Σχεδόν αμετάβλητη εμφανίζεται η κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, γεγονός που αντανακλά τη σταθερή χρησιμοποίηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται από τον Πίνακα 24, η κυκλοφοριακή ταχύτητα μειώνεται από 0,19 τα έτη 2007 και 2008 σε 0,17 το 2011, σημειώνοντας ελάχιστη τιμή ίση με 0,16 το 2010.

Πίνακας 24: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Πάγια (μ.ο. χρήσης) | 0,19 | 0,19 | 0,18 | 0,16 | 0,17 |

Ο Πίνακας 25 παραθέτει τη διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων. Η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη παραμένει σε γενικές γραμμές σταθερή γύρω στο 60, γεγονός που σημαίνει μία μέση περίοδο παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη περίπου ίση με 6 ημέρες. Η σταθερότητα αυτή που εμφανίζεται οφείλεται τόσο στην σταθερότητα που παρουσιάζει το κόστος πωληθέντων κατά τη διάρκεια της πενταετούς περιόδου όσο και στη σταθερότητα που παρουσιάζουν τα αποθέματα.

Πίνακας 25: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα (μ.ο. χρήσης) | 62,41 | 58,07 | 62,59 | 60,42 | 64,72 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων, που παρατίθεται στον Πίνακα 26, παρουσιάζει μία σαφή πτωτική τάση, καθώς μειώνεται 24,32% εντός της εξεταζόμενης πενταετίας. Συγκεκριμένα, από 7,36 που είναι ο δείκτης το 2007 πέφτει στο 5,57 το 2011. Η ελάχιστη τιμή παρόλα αυτά εμφανίζεται κατά το έτος 2010 και ανέρχεται σε 4,76. Επομένως, η ικανότητα είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρίας επιδεινώνεται κατά την τριετία 2007-2010, έτη κατά τα οποία ξεκινά να εκδηλώνεται η κρίση χρέους της ελληνικής οικονομίας. Στη συνέχεια, εμφανίζονται σημάδια αναπροσαρμογής της, καθώς τη διετία 2010-2011 παρουσιάζει ανάκαμψη της τάξης του 17,02%. Επομένως, τα όποια προβλήματα δημιούργησαν την μείωση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη αντιμετωπίζονται μερικώς κατά το έτος 2011 και η εταιρία αναπροσαρμόζεται στις νέες συνθήκες που δημιουργούνται.

Πίνακας 26: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Απαιτήσεις (μ.ο. χρήσης) | 7,36 | 7,64 | 4,97 | 4,76 | 5,57 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των ιδίων κεφαλαίων κινείται σχεδόν παράλληλα με την αντίστοιχη των παγίων και του συνόλου του ενεργητικού, όπως φαίνεται στον Πίνακα 27. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι παραμένει σχεδόν ανεπηρέαστη κατά την περίοδο 2007-2011 με ελάχιστη τιμή το 2010 και σημάδια ανάκαμψης κατά το 2011. Η παράλληλη αυτή πορεία των τριών δεικτών καταδεικνύει και τις σταθερές αναλογίες μεταξύ του συνόλου ενεργητικού, των παγίων και των ιδίων κεφαλαίων που θα εμφανιστούν στα πλαίσια ανάλυσης των αριθμοδεικτών της επόμενης ενότητας.

Πίνακας 27: PRESIDENT - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Ίδια Κεφάλαια (μ.ο. χρήσης) | 0,21 | 0,20 | 0,18 | 0,17 | 0,18 |

Επομένως, στο σύνολό τους οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας της εταιρίας ΓΕΚΕ Α.Ε. παραμένουν διαχρονικά σταθεροί κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Η σταθερότητα αυτή οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στη σταθερότητα του κύκλου εργασιών, παρά τις δύσκολες οικονομικές συνθήκες της ελληνικής οικονομίας και καταδεικνύει την ικανότητά της να εκμεταλλεύεται αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να δημιουργεί τα απαραίτητα έσοδα.

3.3.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης

Ο αριθμοδείκτης Κάλυψης παγίων στοιχείων με ίδια κεφάλαια εμφανίζεται στον Πίνακα 28 παρακάτω. Η τιμή του δείκτη εμφανίζει ελαφριές αυξητικές τάσεις εφόσον από 0,95 το 2007 καταλήγει σε 1,03 το 2011. Σε γενικές γραμμές, πάντως, μπορεί να αναφερθεί ότι το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας ισούται με το ύψος του Πάγιου Ενεργητικού και, επομένως, η εταιρία χρησιμοποιεί κατά κύριο λόγο τα ίδια κεφάλαιά της για τη χρηματοδότηση των παγίων περιουσιακών της στοιχείων. Σε συνδυασμό δε με τον Πίνακα 29, ο οποίος παρουσιάζει την αντίστοιχη εξέλιξη του αριθμοδείκτη Κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας, διαπιστώνεται ότι τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια της εταιρίας αποτελούνται αποκλειστικά από ίδια κεφάλαια, εφόσον οι δύο δείκτες έχουν την ίδια ακριβώς τιμή, επομένως, η εταιρία χρησιμοποιεί αποκλειστικά ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των παγίων περιουσιακών της στοιχείων. Συνεπώς η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Τέλος, η ελάχιστη τιμή που παρατηρείται κατά το 2010 οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μικρή μείωση που σημειώνεται εκείνη τη χρονιά στο πάγιο ενεργητικό.

Πίνακας 28: PRESIDENT - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| I.Κ. / Πάγιο Ενεργητικό | 0,95 | 1,00 | 0,98 | 0,89 | 1,03 |

Πίνακας 29: PRESIDENT - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| (I.Κ.+ Μακροπρόθ. Δάνεια) / Πάγιο Ενεργητικό | 0,95 | 1,00 | 0,98 | 0,89 | 1,03 |

Ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας εμφανίζει χαρακτηριστικά το συμπέρασμα που εξήχθη ήδη από την προηγούμενη ενότητα, δηλαδή εκείνο της σταθερής αναλογίας μεταξύ των διαφόρων στοιχείων της εταιρίας, καθώς οι τιμές που λαμβάνει ο δείκτης κινούνται σταθερά γύρω στο 78%, γεγονός που σημαίνει ότι το 78% του συνολικού ενεργητικού αποτελείται κατά μέσο όρο σταθερά από πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Πίνακας 30: PRESIDENT - Παγιοποίηση περιουσίας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| Πάγια / Συνολικό Ενεργητικό | 0,78 | 0,77 | 0,79 | 0,82 | 0,78 |

Ακόμα μία σταθερή σχέση αναλογίας εμφανίζεται στον Πίνακα 31 μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και των συνολικών κεφαλαίων. Από το συγκεκριμένο πίνακα, διαπιστώνεται ότι τα ίδια κεφάλαια αντιστοιχούν σε γενικές γραμμές στο 77% των συνολικών κεφαλαίων της εταιρίας.

Πίνακας 31: PRESIDENT - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Ίδια Κεφάλαια / Συνολικά Κεφάλαια | 0,74 | 0,77 | 0,77 | 0,73 | 0,81 |

Το βασικό συμπέρασμα που εξάγεται για την οικονομική διάρθρωση της ΓΕΚΕ Α.Ε. από τη μελέτη των παραπάνω δεικτών είναι η έντονη σταθερότητα που παρατηρείται. Η διοίκηση της εταιρίας εμφανίζεται να έχει δομήσει ένα συγκεκριμένο άριστο τόσο χρηματοδοτικό όσο και επενδυτικό μίγμα, το οποίο ακολουθεί απαρέγκλιτα.

3.3.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Η χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευσης της εταιρίας ΓΕΚΕ Α.Ε., όπως εντοπίστηκε και παραπάνω στα πλαίσια της μελέτης των αριθμοδεικτών κάλυψης παγίων στοιχείων, εντοπίζεται και από τη μελέτη του αριθμοδείκτη Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών. Σύμφωνα με τον Πίνακα 32 λοιπόν, τα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων αρκούν να καλύψουν τους χρεωστικούς τόκους από 39 έως 72 φορές κατά τη διάρκεια της περιόδου 2008-2011. Θα πρέπει δε να αναφερθεί οπωσδήποτε ότι η τιμή του δείκτη κατά το 2007 είναι άπειρη, εφόσον οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρίας παρουσιάζουν μηδενικούς χρεωστικούς τόκους.

Πίνακας 32: PRESIDENT - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|-------|-------|-------|-------|
| Κέρδη προ φόρων και τόκων / Τόκοι χρεωστικοί | | 65,25 | 47,18 | 38,94 | 72,22 |

Η απόδοση του ενεργητικού, όπως φαίνεται από τον Πίνακα 33, ανέρχεται σε περίπου 10,5% κατά την πρώτη διετία της εξεταζόμενης περιόδου, κατά τη διετία 2009-2010 επιδεινώνεται και πέφτει σε αρνητικά επίπεδα, ενώ στη συνέχεια βελτιώνεται

σημαντικά και διαμορφώνεται σε 7,79% για το 2011. Αντιστοίχως, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, σύμφωνα με τον Πίνακα 34, εμφανίζει μέγιστη τιμή περίπου 14% κατά την πρώτη διετία της εξεταζόμενης περιόδου, κατά τη διετία 2009-2010 επιδεινώνεται και πέφτει σε αρνητικά επίπεδα, ενώ στη συνέχεια βελτιώνεται σημαντικά και διαμορφώνεται σε περίπου 10% για το 2011. Παρατηρείται, επομένως, ότι και για τους δύο δείκτες, όπως και για τους υπόλοιπους δείκτες αποδοτικότητας, η ελάχιστη τιμή λαμβάνεται κατά το έτος 2009. Η ελάχιστη αυτή τιμή οφείλεται στις ζημιές που κατέγραψε η επιχείρηση κατά τη συγκεκριμένη περίοδο, και οι οποίες προέρχονται από πώληση ομολόγων. Συγκεκριμένα, η εταιρία πραγματοποίησε κατά το 2010 ζημιές από πώληση ομολόγων ύψους 4.803.974,39€. Σε γενικές γραμμές, πάντως, η κερδοφορία της επιχείρησης ως ποσοστό του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων κρίνεται ικανοποιητική.

Πίνακας 33: PRESIDENT - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|-------|------|-------|------|
| Κέρδη προ φόρων / Συνολικό Ενεργητικό | 10,48 | 10,38 | 7,82 | -0,18 | 7,79 |

Πίνακας 34: PRESIDENT - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|------|
| Κέρδη προ φόρων / Ίδια Κεφάλαια | 14,08 | 13,49 | 10,12 | -0,25 | 9,67 |

Η διαχρονική εξέλιξη του περιθωρίου καθαρού κέρδους εμφανίζεται στον Πίνακα 35. Σύμφωνα με αυτόν, η κερδοφορία μετά φόρων της επιχείρησης είναι σταθερά θετική, με αποκλειστική εξαίρεση τη χρήση του 2010 ενώ τα κέρδη της ανέρχονται σε περίπου 40% - 50% των πωλήσεων. Το ποσοστό αυτό κρίνεται πλήρως ικανοποιητικό, καθώς δηλώνει ότι το 40-50% του συνολικού κύκλου εργασιών παραμένουν στην επιχείρηση ως κέρδη.

Ο Πίνακας 36 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του Μικτού Περιθωρίου Κέρδους. Συγκεκριμένα, κατά τη διετία 2007-2008, η τιμή του δείκτη διαμορφώνεται σε περίπου 46,5%, ενώ στη συνέχεια επιδεινώνεται συνεχώς και ανέρχεται κατά το 2011 σε 33,40%. Οι τιμές αυτές κρίνονται ικανοποιητικές, καθώς η επιχείρηση λειτουργεί την παραγωγή της με έξοδα που κυμαίνονται σε γενικές γραμμές κάτω από 70% του κύκλου εργασιών της. Θα πρέπει, όμως, να τονιστεί η μειούμενη πορεία του δείκτη, η οποία καταδεικνύει τη συνεχώς μειούμενη ικανότητα της επιχείρησης να λειτουργεί κερδοφόρα την επιχειρηματική της δραστηριότητα. Οι παρατηρούμενες τιμές δεν είναι απογοητευτικές, θα πρέπει όμως να αντιμετωπιστεί άμεσα η τάση από τη διοίκηση, προκειμένου να προληφθούν μελλοντικές δυσάρεστες καταστάσεις.

Ταυτόχρονα, παρατηρείται ότι το περιθώριο καθαρού κέρδους είναι υψηλότερο από το περιθώριο μικτού κέρδους, γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρία πραγματοποιεί έσοδα και κέρδη πέραν της βασικής δραστηριότητάς της που όχι μόνο αυξάνουν τα κέρδη της, αλλά καλύπτουν και τα έξοδα των βοηθητικών λειτουργιών. Αν και το συγκεκριμένο στοιχείο αξιολογείται ως θετικό για τη συγκεκριμένη εξεταζόμενη περίοδο, θα πρέπει κάποιος να αναλογιστεί ότι σε περίπτωση μηδενικών θετικών χρηματοροών παρεπόμενων ασχολιών, το περιθώριο καθαρού κέρδους θα είναι σημαντικά χαμηλότερο από το περιθώριο μικτού κέρδους.

Πίνακας 35: PRESIDENT - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Κέρδη μετά φόρων / Πωλήσεις | 51,44 | 50,45 | 40,32 | -11,10 | 46,02 |

Πίνακας 36: PRESIDENT - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις | 46,37 | 47,05 | 39,50 | 34,04 | 33,40 |

Συμπερασματικά, η κερδοφορία της εταιρίας ΓΕΚΕ Α.Ε. κρίνεται ως ικανοποιητική, εφόσον βρίσκεται σταθερά σε θετικά επίπεδα, ακόμα και την περίοδο πριν την οικονομική κρίση.

3.4 ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.

3.4.1 Γενικά χαρακτηριστικά

Η Ιονική Ξενοδοχειακή Επιχειρήσεις ιδρύθηκε το 1957, και ως σκοπός της αναφέρεται η ανέγερση, λειτουργία και εκμετάλλευση ξενοδοχειακών μονάδων υψηλών προδιαγραφών (σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού της). Είναι η ιδιοκτήτρια εταιρία του ξενοδοχείου Hilton Αθηνών, για το οποίο έχει υπογραφεί με την ομώνυμη διεθνή εταιρία σύμβαση διαχείρισεως. Το 2004, το ξενοδοχείο ανακαινίστηκε πλήρως, διαμορφώνοντας ένα σύγχρονο και ελκυστικό περιβάλλον και καλύπτοντας όλο το φάσμα των ξενοδοχειακών υπηρεσιών που απαιτεί το σύγχρονο πνεύμα στον τομέα της προσφοράς υπηρεσιών. Η εταιρία διοικείται από επταμελές διοικητικό συμβούλιο.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας ανέρχεται σε 115.680.31,20 ευρώ και είναι διαιρούμενο σε 13.404.440 κοινές ονομαστικές μετοχές. Η εταιρία είναι θυγατρική της ALPHA GROUP INVESTMENTS LTD, με έδρα την Κύπρο, η οποία είναι με τη σειρά της 100% θυγατρική της ALPHA BANK Α.Ε. . Η Alpha GROUP INVESTMENTS LTD κατείχε ποσοστό συμμετοχής 97,04% την 30 Ιουνίου 2010. Η μετοχή της Εταιρίας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1987¹⁵.

3.4.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Η γενική ρευστότητα της εταιρίας εμφανίζεται στον Πίνακα 37. Σύμφωνα με αυτόν παρατηρείται μία σημαντική μείωση ίση με 83% κατά τη διετία 2007-2008. Η μείωση αυτή οφείλεται στην πτώση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας

¹⁵ Από την επίσημη ιστοσελίδα: <http://www.ionianhe.gr>

κατά το ίδιο περίπου ποσοστό με σχεδόν σταθερές της βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Στη συνέχεια ο εξεταζόμενος αριθμοδείκτης διαμορφώνεται σε επίπεδα άνω της μονάδας, τα οποία κρίνονται ικανοποιητικά, εφόσον δηλώνουν ότι τα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρίας καλύπτουν επαρκώς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η επαναφορά του δείκτη σε θεμιτά επίπεδα οφείλεται αφενός στην αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού, και αφετέρου στη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Είναι ενδεικτικό ότι κατά τη διετία 2008-2009 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μειώνονται από 9.848 χιλιάδες ευρώ σε 7.176 χιλιάδες ευρώ, ενώ το κυκλοφορούν ενεργητικό αυξάνεται από 8.028 χιλιάδες σε 11.548.

Πίνακας 37: ΙΟΝΙΚΗ - Γενική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 4,70 | 0,82 | 1,61 | 1,51 | 1,18 |

Παρόμοια είναι και η εξέλιξη του αριθμοδείκτη Ειδικής ρευστότητας. Συγκεκριμένα, και εδώ παρουσιάζεται μία σημαντική ποσοστιαία μείωση ύψους 85% περίπου κατά τη διετία 2007-2008 και στη συνέχεια διαμορφώνεται σε επίπεδα άνω της μονάδας. Από την εξέταση και των δύο αριθμοδεικτών, επομένως, παρατηρείται ότι κατά το 2008, τόσο τα άμεσα όσο και το σύνολο των ρευστοποιήσιμων στοιχείων της εταιρίας είναι ανεπαρκή για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ στη συνέχεια διαμορφώνονται σε ικανοποιητικά επίπεδα. Η ταύτιση αυτή οφείλεται στη σταθερότητα που παρουσιάζει το ποσοστό των αποθεμάτων στο σύνολο του παθητικού, γεγονός που αντανακλά την αποτελεσματική διαχείρισή τους.

Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί ότι, σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της εταιρίας, η σημαντική αυτή μείωση των δύο αριθμοδεικτών οφείλεται σε σημαντική πτώση των λοιπών απαιτήσεων της επιχείρησης, οι οποίες περιέχουν τις προκαταβολές προμηθευτών, τις απαιτήσεις κατά Δημοσίου και τα προπληρωθέντα έξοδα, καθώς και των καταθέσεων όψεως της. Οι λογαριασμοί αυτοί είναι και εκείνοι που επανέρχονται στη συνέχεια κατά το 2009. Από την άλλη, η μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων συντελέστηκε κατά κύριο λόγο από τη μείωση των δεδουλευμένων

τόκων του ομολογιακού δανείου. Ο συγκεκριμένος λογαριασμός από 1,3 εκατομμύρια ευρώ το 2008 έπεσε κάτω από το μισό εκατομμύριο.

Πίνακας 38: ΙΟΝΙΚΗ - Ειδική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| (Διαθέσιμα + Απαιτήσεις) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 4,61 | 0,73 | 1,49 | 1,39 | 1,06 |

Και ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας, όμως, ο οποίος εμφανίζεται στον Πίνακα 39, κινείται αντιστοίχως, όχι όμως και παράλληλα με τους δύο παραπάνω εξεταζόμενους αριθμοδείκτες. Η ποσοστιαία μείωση του δείκτη κατά τη διετία 2007-2008 είναι μόλις 24,61%. Από το 2009 όμως, η εταιρία εμφανίζεται να διακρατά σταθερά σε ταμειακά διαθέσιμα το 50% περίπου του κυκλοφορούντος ενεργητικού της και οι τιμές που παρουσιάζει ο δείκτης αυξομειώνονται παράλληλα με τους παραπάνω. Αξίζει τέλος να σημειωθεί, ότι στο σύνολο της πενταετίας, δεν εμφανίζεται καμία χρονιά κατά την οποία τα ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης να αρκούν για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Πίνακας 39: ΙΟΝΙΚΗ - Ταμειακή ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 0,26 | 0,20 | 0,89 | 0,79 | 0,55 |

Συμπερασματικά, η επιχείρηση εμφανίζεται με προβλήματα ρευστότητας κατά το 2008, τα οποία εκφράστηκαν μέσω της μείωσης των απαιτήσεών της, όχι προς τους πελάτες της αλλά εκείνων που έχουν μορφή προπληρωμών. Τα προβλήματα αυτά αντιμετωπίστηκαν με μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και κατά κύριο λόγο των δεδουλευμένων τόκων του ομολογιακού δανείου και επαναφορά των λογαριασμών του ενεργητικού στα αρχικά σχεδόν επίπεδα. Τέλος, κατά το 2011 σημειώθηκε και πάλι μία μικρή πτώση της ρευστότητας, η οποία είναι καλό να εξεταστεί από τη διοίκηση προκειμένου να μη δημιουργήσει επιπλέον μελλοντικά προβλήματα.

3.4.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Η διαχρονική πορεία του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητα του ενεργητικού εμφανίζεται στον Πίνακα 40. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού, αν και παραμένει σε γενικές γραμμές σταθερός, δεδομένου ότι η μεταβολή του στην πενταετία είναι μόλις -10%, εμφανίζει κάποια τάση ελαφριάς επιδείνωσης. Η ελαφριά αυτή επιδείνωση οφείλεται στη μείωση του κύκλου εργασιών της κατά περίπου 26% κατά την εξεταζόμενη πενταετία, με ταυτόχρονη μείωση του συνόλου του ενεργητικού κατά περίπου 18%. Ο συνδυασμός των δύο αυτών στοιχείων, αν και δεν εμφανίζει σημαντική επίδραση στην τιμή του δείκτη, υποδηλώνει σημαντική μείωση τόσο της περιουσίας της επιχείρησης όσο και των πωλήσεών της γεγονός που σημαίνει την ύφεση της δραστηριότητας της εταιρίας. Παρόλα αυτά, κρίνεται θετική η σταθερότητα της τιμής του δείκτη, καθώς αντικατοπτρίζει την ταχύτατη αντίδραση της διοίκησης της επιχείρησης για την αντιμετώπιση της ύφεσης.

Πίνακας 40: ΙΟΝΙΚΗ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού | 0,17 | 0,21 | 0,17 | 0,15 | 0,15 |

Η μείωση που παρατηρείται στην κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων, σύμφωνα με τον Πίνακα 41, είναι εντονότερη από την αντίστοιχη του συνόλου του ενεργητικού και ανέρχεται σε 23% περίπου. Η αυξημένη αυτή ένταση οφείλεται στο γεγονός ότι η μείωση των πωλήσεων δεν αντισταθμίζεται από τη μείωση του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας, το οποίο παραμένει σε γενικές γραμμές σταθερό. Σε συνδυασμό επομένως με τον προηγούμενο δείκτη, συμπεραίνεται ότι το σύνολο του ενεργητικού μειώνεται εξαιτίας της μείωσης κατά κύριο λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Πίνακας 41: ΙΟΝΙΚΗ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Πάγια (μ.ο. χρήσης) | 0,22 | 0,23 | 0,19 | 0,17 | 0,17 |

Η μείωση του δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων, που παρουσιάζεται στον Πίνακα 42, οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση του Κόστους Πωληθέντων της επιχείρησης, εφόσον κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου τα αποθέματα παραμένουν γενικά σταθερά. Έτσι, ο δείκτης ισούται με 36,25 το 2007 και στη συνέχεια μειώνεται συνεχώς μέχρι το 2010, οπότε και παρουσιάζεται η ελάχιστη τιμή του που ανέρχεται σε 32,24, ενώ το 2011 αυξάνεται λίγο και ισούται με 33,96. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων που υπονοείται από τους παρακάτω δείκτες είναι ίση με 9,5 ημέρες περίπου.

Πίνακας 42: ΙΟΝΙΚΗ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα (μ.ο. χρήσης) | 36,25 | 38,57 | 35,07 | 32,24 | 33,96 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων, που παρατίθεται στον Πίνακα 43, δεν εμφανίζει σημαντικές μεταβολές και κυμαίνεται γύρω στην τιμή 8 καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα θετικό, καθώς αναδεικνύει τη σταθερότητα της ικανότητας της επιχείρησης να εισπράττει τις απαιτήσεις της από τους πελάτες της, παρά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης.

Πίνακας 43: ΙΟΝΙΚΗ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Απαιτήσεις (μ.ο. χρήσης) | 7,49 | 8,33 | 7,45 | 7,44 | 8,39 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των ιδίων κεφαλαίων, όπως φαίνεται στον Πίνακα 44, μειώνεται συνεχώς κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Συγκεκριμένα, σημειώνεται μία μείωση της τάξης του 33%, εφόσον από 0,39 που είναι η τιμή της κατά το 2007 πέφτε στο 0,26 κατά το 2011. Η μείωση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση του κύκλου εργασιών της εταιρίας.

Πίνακας 44: ΙΟΝΙΚΗ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Ίδια Κεφάλαια (μ.ο. χρήσης) | 0,39 | 0,38 | 0,31 | 0,27 | 0,26 |

Όσον αφορά, λοιπόν, στη δραστηριότητα της επιχείρησης, η Ιονική καταφέρνει να διατηρήσει σταθερούς τους δείκτες στους οποίους συμμετέχουν βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, διατηρώντας την αναλογία μεταξύ αυτών και των αντίστοιχων χρηματορροών τους σταθερή, όπως είναι οι εισπρακτέοι λογαριασμοί. Από την άλλη, όμως, οι δείκτες της κυκλοφοριακής ταχύτητας των μακροπρόθεσμων στοιχείων, τα οποία δεν αναπροσαρμόζονται εύκολα, όπως είναι εκείνοι των παγίων στοιχείων και των ιδίων κεφαλαίων, σημειώνουν μείωση εξαιτίας της μείωσης της συνολικής δραστηριότητας της επιχείρησης, έτσι όπως αυτή εκφράζεται από τη μείωση του κύκλου εργασιών της.

3.4.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης παγίων πραγματοποιεί αύξηση κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας από την τιμή 0,57 το 2007 στην τιμή 0,64 το 2011. Η αύξηση αυτή συντελείται κυρίως κατά τη διάρκεια της διετίας 2007-2008. Με δεδομένα τα Ίδια Κεφάλαια της εταιρίας, η αύξηση αυτή εξηγείται μόνο από τη μείωση του παγίου ενεργητικού της εταιρίας, έτσι όπως αυτή εκφράστηκε από τη πώληση των μετοχών της Τουριστικά Θέρετρα Α.Ε. Έτσι, στα πλαίσια της τριετίας 2009 – 2011, μόλις το 64% περίπου του παγίου ενεργητικού χρηματοδοτείται από Ίδια Κεφάλαια.

Παρόλα αυτά το σύνολο των μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας χρηματοδοτείται αποκλειστικά από μακροπρόθεσμα κεφάλαια, ίδια και ξένα, όπως φαίνεται από τον Πίνακα 46, ο οποίος παρουσιάζει τον δείκτη κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας. Επομένως, στο σύνολο της εξεταζόμενης πενταετίας, τα μακράς διάρκειας κεφάλαια καλύπτουν το 100% της αξίας των μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων. Η σημαντικότερη μεταβολή που παρατηρείται σε αυτόν το δείκτη είναι εκείνη της διετίας 2007-2008 και οφείλεται στην αποπληρωμή ομολογιακού δανείου ύψους 40 εκατομμυρίων ευρώ.

Πίνακας 45: ΙΟΝΙΚΗ - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| I.K. / Πάγιο Ενεργητικό | 0,57 | 0,61 | 0,63 | 0,64 | 0,64 |

Πίνακας 46: ΙΟΝΙΚΗ - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| (I.K.+ Μακροπρόθ. Δάνεια) / Πάγιο Ενεργητικό | 1,21 | 1,04 | 1,06 | 1,05 | 1,03 |

Αντίθετα με τους παραπάνω δείκτες, ο αριθμοδείκτης παγιοποίησης περιουσίας, εμφανίζεται αυξημένος κατά 17% το 2011, σε σχέση με τα επίπεδα που παρατηρούνται το 2007, όπως φαίνεται στον Πίνακα 47. Η αύξηση αυτή συντελείται κατά κύριο λόγο το 2008 και εξηγείται από τη μείωση που παρατηρήθηκε στο συνολικό ενεργητικό της εταιρίας κατά το 2008 εξαιτίας της μείωσης των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Επομένως, η εταιρία εμφανίζεται πλέον να λειτουργεί με πάγια περιουσιακά στοιχεία που αντιστοιχούν στο 90% των συνολικών περιουσιακών της στοιχείων.

Πίνακας 47: ΙΟΝΙΚΗ - Παγιοποίηση περιουσίας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πάγια / Συνολικό Ενεργητικό | 0,79 | 0,90 | 0,90 | 0,91 | 0,92 |

Αντίστοιχα, η αύξηση της σχέσης μεταξύ ιδίων και συνολικών κεφαλαίων κατά το 2008 συντελείται κυρίως κατά το 2008 και οφείλεται στην αποπληρωμή του ομολογιακού δανείου της εταιρίας. Έτσι, κατόπιν αυτής της κίνησης, τα ίδια κεφάλαια αντιστοιχούν στο 60% περίπου των συνολικών κεφαλαίων της εταιρίας, σημειώνοντας κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας μία σημαντική αύξηση της τάξης του 30%. Όλα αυτά εμφανίζονται στον Πίνακα 48 παρακάτω.

Πίνακας 48: ΙΟΝΙΚΗ - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Ίδια Κεφάλαια / Συνολικά Κεφάλαια | 0,45 | 0,55 | 0,56 | 0,58 | 0,59 |

Από το σύνολο των εξεταζόμενων αριθμοδεικτών οικονομικής διάρθρωσης της εταιρίας Ιονική προκύπτει η προσπάθεια της επιχείρησης να αναπροσαρμόσει κατά το 2008 τις αναλογίες μεταξύ τόσο των μακροπρόθεσμων και των βραχυπρόθεσμων περιουσιακών της στοιχείων, όσο και των αντίστοιχων κεφαλαίων. Έτσι, προχωρά σε πώληση παγίων στοιχείων και σε μείωση του ξένου δανεισμού, προκειμένου να μειώσει τόσο τη λειτουργική όσο και τη χρηματοοικονομική της μόχλευση. Οι μεταβολές αυτές είχαν ως άμεσο αποτέλεσμα τη μεταβολή τόσο του επενδυτικού όσο και του χρηματοδοτικού μίγματος της επιχείρησης. Όμως, από το 2008 και έπειτα, η εικόνα της επιχείρησης εμφανίζεται και πάλι σταθερή.

3.4.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών, η διαχρονική πορεία του οποίου εμφανίζεται στον Πίνακα 49, εμφανίζει την ελάχιστη τιμή του το 2011, η οποία ανέρχεται σε -0,67 και δηλώνει ότι τα κέρδη δεν επαρκούν για την κάλυψη των τόκων, και τη μέγιστη το 2010, η οποία ανέρχεται σε 1,51 και δηλώνει ότι τα κέρδη της εταιρίας αρκούν για να καλύψουν μιάμιση φορά τους τόκους των δανείων της. Η αύξηση που παρατηρείται κατά τη διετία 2008-2009 οφείλεται στη μείωση των εξόδων του αποπληρωμένου ομολογιακού δανείου, ενώ η αρνητική τιμή του 2010 στις ζημίες που πραγματοποίησε η εταιρία. Οι ζημίες αυτές πραγματοποιήθηκαν, όπως φαίνεται από το ετήσιο δελτίο της επιχείρησης, εξαιτίας της αύξησης των προβλέψεων για έκτακτους κινδύνους. Συγκεκριμένα, η εταιρία σχημάτισε πρόβλεψη για έκτακτους κινδύνους ποσού 2,8 εκατομμυρίων ευρώ, η οποία αφορά αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση σχηματισθείσα από το δικαίωμα αφορολόγητης έκπτωσης του αναπτυξιακού νόμου 1892/90 και η οποία μεταβιβάσθηκε στις αγοράστριες εταιρίες των Τουριστικών Θερέτρων ΑΕ κατά το 2008.

Πίνακας 49: ΙΟΝΙΚΗ - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|-------|
| Κέρδη προ φόρων και τόκων / Τόκοι χρεωστικοί | 1,21 | 1,18 | 1,48 | 1,51 | -0,67 |

Αντιστοίχως, η απόδοση του ενεργητικού και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων εμφανίζονται αρνητικές κατά το 2011 για τον ίδιο λόγο. Κατά την υπόλοιπη τετραετία όμως, και οι δύο δείκτες ακολουθούν σε γενικές γραμμές την πορεία των κερδών προ φόρων της επιχείρησης, η οποία βάλνει μειούμενη. Συγκεκριμένα, η απόδοση του ενεργητικού μειώνεται κατά 50% περίπου στην τετραετία 2007-2010, ενώ η αντίστοιχη μεταβολή της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων ανέρχεται σε 60% περίπου. Η μεγαλύτερη ένταση μείωσης της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων εξηγείται από το γεγονός ότι αυτά παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθερά, σε αντίθεση με το συνολικό ενεργητικό που μειώθηκε δραστικά εξαιτίας της μείωσης της θέσης της επιχείρησης σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις.

Πίνακας 50: ΙΟΝΙΚΗ - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|-------|
| Κέρδη προ φόρων / Συνολικό Ενεργητικό | 2,37 | 0,63 | 0,56 | 1,20 | -1,25 |

Πίνακας 51: ΙΟΝΙΚΗ - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------------------------|------|------|------|------|-------|
| Κέρδη προ φόρων / Ίδια Κεφάλαια | 5,25 | 1,14 | 0,99 | 2,06 | -2,14 |

Και η αρνητική τιμή του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους κατά το 2011 εξηγείται από την αύξηση των προβλέψεων για έκτακτα έξοδα που πραγματοποιήθηκε εκείνο το έτος. Και κατά την υπόλοιπη όμως τετραετία, η πορεία του δείκτη είναι συνεχώς μειούμενη εφόσον από 11,28% το 2007 πέφτει στο 5,91% το 2009, σημειώνοντας μία μεταβολή της τάξης του 48% περίπου. Σε συνδυασμό με την αντίστοιχη πτώση του Μικτού Περιθωρίου Κέρδους, το οποίο εμφανίζεται στον Πίνακα 53, και η οποία ανέρχεται σε 38%, συμπεραίνεται ότι τα έξοδα πέραν της λειτουργίας παραγωγής δεν αναπροσαρμόστηκαν στα νέα επίπεδα του κύκλου εργασιών, ο οποίος, όπως έχει ήδη αναφερθεί, μειώνεται συνεχώς. Παρόλα αυτά και τα έξοδα της παραγωγικής λειτουργίας δεν εμφανίζονται αναπροσαρμοσμένα στα επίπεδα του κύκλου εργασιών.

Πίνακας 52: ΙΟΝΙΚΗ - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------|-------|-------|------|------|-------|
| Κέρδη μετά φόρων / Πωλήσεις | 11,28 | 18,54 | 2,24 | 5,91 | -7,14 |

Πίνακας 53: ΙΟΝΙΚΗ - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις | 22,77 | 22,35 | 14,54 | 14,10 | 11,18 |

Από το σύνολο των αριθμοδεικτών απόδοσης, προκύπτει η πίεση που ασκείται στην κερδοφορία της επιχείρησης κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας. Ο συνεχώς μειωμένος κύκλος εργασιών απαιτεί αναπροσαρμογή των εξόδων της επιχείρησης, τόσο εκείνων που αναφέρονται στην παραγωγική της λειτουργία όσο και εκείνων που αναφέρονται στις λοιπές λειτουργίες της επιχείρησης, προκειμένου να ανατραπεί η τάση που παρουσιάστηκε παραπάνω. Παρόλα αυτά, οι αρνητικές τιμές που εμφανίστηκαν κατά το έτος 2011 οφείλονται σε καθαρά λογιστικά έξοδα, τα οποία δεν έχουν ακόμα τουλάχιστον συντελεστεί και ενδέχεται να μη συντελεστούν ποτέ.

3.5 ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ

3.5.1 Γενικά χαρακτηριστικά

Η Εταιρία ελληνικών ξενοδοχείων ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ιδρύθηκε το 1878, όταν ο Σάββας Κέντρος και ο Στάθης Λάμπας δημιούργησαν το ξενοδοχείο «Μεγάλη Βρετανία», το οποίο στεγάζεται σ' ένα αρχοντικό της πόλης των Αθηνών, το οποίο είναι δημιούργημα του φημισμένου Δανού αρχιτέκτονα Θεόφιλου Χάνσεν. Η εταιρία διατηρεί τη διαχείριση του ξενοδοχείου «Μεγάλη Βρετανία» και επιπλέον ελέγχει τα ξενοδοχεία:

- Sheraton Rhodes Resort
- Hyatt Regency Belgrade
- Excelsior

Η μετοχή της εταιρίας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1947¹⁶.

3.5.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, η διαχρονική πορεία του οποίου εμφανίζεται στον Πίνακα 54, παρουσιάζει μία συνεχή επιδείνωση με ελάχιστη τιμή εκείνη του 2009, η οποία ανέρχεται σε 0,27. Η πορεία αυτή οφείλεται στη μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας, το οποίο μεταβλήθηκε κατά -72% περίπου. Ειδικότερα, η ελάχιστη τιμή που παρατηρείται το 2009, εξηγείται και από την ιδιαίτερα τιμή που έλαβαν εκείνη τη χρονιά οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Είναι ενδεικτικό ότι αυτές αυξήθηκαν τη διετία 2008-2009 κατά 184% περίπου για να μειωθούν στη συνέχεια τη διετία 2009-2010 κατά 68% και να επανέλθουν στα αρχικά επίπεδα. Η αύξηση που συντελέστηκε οφείλεται στη λήξη κατά το 2009 μακροπρόθεσμων ομολογιακών και τραπεζικών δανείων αξίας 21,7 εκατομμυρίων ευρώ. Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η ρευστότητα της επιχείρησης, μετά το 2009, δεν επανήλθε ποτέ σε ικανοποιητικά επίπεδα, καθώς η τιμή του δείκτη παραμένει σταθερά κάτω από τη μονάδα, γεγονός που σημαίνει ότι το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας δεν αρκούν για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

Πίνακας 54: ΛΑΜΨΑ - Γενική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 1,27 | 1,15 | 0,27 | 0,72 | 0,37 |

Αντίστοιχη εικόνα με τη γενική ακολουθεί και η ειδική ρευστότητα, η οποία εμφανίζεται στον Πίνακα 55 παρακάτω, γεγονός που ήταν αναμενόμενο καθώς τα αποθέματα αποτελούν πολύ μικρό ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Έτσι, ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας είναι μόλις 4 με 5 ποσοστιαίες μονάδες

¹⁶ Από την επίσημη ιστοσελίδα της εταιρίας: <http://www.lampsa.gr/>

χαμηλότερος από τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας. Επομένως, συμπεραίνεται αφενός και πάλι ο χαμηλός βαθμός ρευστότητας της επιχείρησης μετά το 2009 και αφετέρου η σταθερή πολιτική διαχείρισης των αποθεμάτων της.

Πίνακας 55: ΛΑΜΨΑ - Ειδική ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| (Διαθέσιμα + Απαιτήσεις) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 1,22 | 1,10 | 0,25 | 0,67 | 0,32 |

Τα ίδια συμπεράσματα εξάγονται και από τον αριθμοδείκτη της ταμειακής ρευστότητας, ο οποίος εμφανίζεται στον Πίνακα 56. Η επιδείνωση της ρευστότητας της εταιρίας εμφανίζεται έντονα κατά το έτος 2009, οπότε και το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων καλύπτουν μόλις το 4% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Πίνακας 56: ΛΑΜΨΑ - Ταμειακή ρευστότητα

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις | 0,73 | 0,53 | 0,04 | 0,21 | 0,12 |

Συμπερασματικά, η εταιρία ΛΑΜΨΑ αντιμετωπίζει, μετά το 2009, την αποπληρωμή ενός σημαντικού μέρους των μακροπρόθεσμων ομολογιακών και τραπεζικών δανείων, με σημαντικά προβλήματα ρευστότητας. Τα προβλήματα αυτά καταδεικνύονται σε όλους τους αριθμοδείκτες ρευστότητας και θα πρέπει να ληφθούν ως ιδιαίτερα σοβαρά από τη διοίκηση της επιχείρησης.

3.5.3 Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Η διαχρονική πορεία του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητα του ενεργητικού εμφανίζεται στον Πίνακα 57. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού εμφανίζει τάση σημαντικής επιδείνωσης, εφόσον η τιμή του μειώνεται κατά 33% εντός της εξεταζόμενης πενταετίας. Η επιδείνωση αυτή οφείλεται στη

μείωση του κύκλου εργασιών της κατά περίπου 39% κατά την ίδια περίοδο, τη στιγμή που το σύνολο του ενεργητικού μειώθηκε μόλις κατά περίπου 9%. Οι συγκεκριμένες μεταβολές κρίνονται ανησυχητικές εφόσον μεταβάλλουν τη δραστηριότητα της επιχείρησης προς το χειρότερο. Συμπεραίνεται επομένως, ότι η κρίση μεταβάλλει τη δομή της δραστηριότητας της επιχείρησης.

Πίνακας 57: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού | 0,29 | 0,25 | 0,21 | 0,20 | 0,20 |

Τα συμπεράσματα που εξάγονται από την εξέταση του δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων, όπως αυτός εμφανίζεται στον Πίνακα 58, δε μεταβάλλονται από τα προηγούμενα. Η μεταβολή του δείκτη είναι ίδια με την αντίστοιχη του δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού και δηλώνει ακριβώς την επιδείνωση της δραστηριότητας της εταιρίας. Έτσι, ο συγκεκριμένος δείκτης επιδεινώνεται κατά 33%, τη στιγμή που οι πωλήσεις μειώνονται κατά 39% και τα πάγια κατά περίπου 8%.

Πίνακας 58: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Πάγια (μ.ο. χρήσης) | 0,46 | 0,45 | 0,37 | 0,34 | 0,31 |

Ο Πίνακας 25 παραθέτει τη διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων. Η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη μειώνεται κατά δέκα μονάδες περίπου κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας. Συγκεκριμένα, μειώνεται από 54 σε 44, σημειώνοντας μία μεταβολή της τάξης του - 18%. Η μεταβολή αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση του κόστους πωληθέντων της επιχείρησης, παρά στη μεταβολή των αποθεμάτων, τα οποία

παραμένουν διαχρονικά σταθερά και ανέρχονται σε επίπεδα μεταξύ 400 και 500 χιλιάδων ευρώ.

Πίνακας 59: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα (μ.ο. χρήσης) | 53,62 | 49,04 | 42,63 | 42,29 | 44,14 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων, που παρατίθεται στον Πίνακα 60, παρουσιάζει μία σαφή πτωτική τάση κατά την τετραετία 2007-2009, καθώς μειώνεται κατά 40%. Συγκεκριμένα, από 10,40 που είναι ο δείκτης το 2007 πέφτει στο 6,19 το 2009. Η πτώση αυτή οφείλεται τόσο στην μείωση των πωλήσεων όσο και στην αύξηση των απαιτήσεων. Στη συνέχεια όμως, και κατά τη διετία 2010-2011, η μείωση αυτή αντισταθμίζεται και ο δείκτης επανέρχεται κοντά στην αρχική του τιμή. Έτσι, είναι δυνατόν να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η εταιρία κατάφερε να αναπροσαρμόσει τις διαδικασίες και τους όρους της πιστωτικής πολιτικής, στις συνθήκες που δημιουργήθηκαν από την κρίση που πλήττει την ελληνική οικονομία.

Πίνακας 60: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------------------|-------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Απαιτήσεις (μ.ο. χρήσης) | 10,40 | 8,54 | 6,19 | 6,42 | 9,86 |

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των ιδίων κεφαλαίων κινείται σχεδόν παράλληλα με την αντίστοιχη των παγίων και του συνόλου του ενεργητικού, όπως φαίνεται στον Πίνακα 61. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι μειώνεται συνεχώς κατά την περίοδο 2007-2011, εξαιτίας της συνεχούς μείωσης των πωλήσεων. Η παράλληλη αυτή πορεία των τριών δεικτών καταδεικνύει και τις σταθερές αναλογίες μεταξύ του συνολικού ενεργητικού, των παγίων και των ιδίων κεφαλαίων που θα εμφανιστούν στα πλαίσια ανάλυσης των αριθμοδεικτών της επόμενης ενότητας.

Πίνακας 61: ΛΑΜΨΑ - Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| Πωλήσεις / Ίδια Κεφάλαια (μ.ο. χρήσης) | 0,54 | 0,50 | 0,40 | 0,37 | 0,35 |

Επομένως, στο σύνολό τους οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας της εταιρίας ΛΑΜΨΑ Α.Ε. εμφανίζουν σημάδια επιδείνωσης της δραστηριότητας της εταιρίας. Τα σημάδια αυτά είναι ιδιαιτέρως εμφανή κυρίως στα μη ευκόλως προσαρμόσιμα στοιχεία, όπως είναι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και τα ίδια κεφάλαια, των οποίων οι κυκλοφοριακές ταχύτητες συνεχώς μειώνονται. Από την άλλη μεριά, η διοίκηση της εταιρίας φαίνεται να καταφέρνει να αναπροσαρμόσει τις απαιτήσεις της στις νέες συνθήκες, γεγονός που αναμένεται μελλοντικά να αποδώσει αύξηση της ρευστότητας, η οποία κυμαίνεται πολύ χαμηλά.

3.5.4 Αριθμοδείκτες Οικονομικής διάρθρωσης

Ο αριθμοδείκτης Κάλυψης παγίων στοιχείων με ίδια κεφάλαια εμφανίζεται στον Πίνακα 62 παρακάτω. Η τιμή του δείκτη εμφανίζει ελαφρώς αυξητικές τάσεις έως το 2009 εφόσον από 0,8 το 2007 καταλήγει σε 0,93 το 2009. Στη συνέχεια, μειώνεται και το 2011 έχει τιμή 0,85. Επομένως, μπορούμε να υποθέσουμε ότι η εταιρία χρησιμοποιεί κατά κύριο λόγο τα ίδια κεφάλαιά της για τη χρηματοδότηση των παγίων περιουσιακών της στοιχείων. Σε συνδυασμό δε και με τον Πίνακα 63, ο οποίος παρουσιάζει την αντίστοιχη εξέλιξη του αριθμοδείκτη Κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας, διαπιστώνεται ότι η εταιρία χρησιμοποιεί αποκλειστικά μακροπρόθεσμα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των παγίων περιουσιακών της στοιχείων.

Πίνακας 62: ΛΑΜΨΑ - Κάλυψη παγίων με ίδια κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| I.K. / Πάγιο Ενεργητικό | 0,88 | 0,91 | 0,93 | 0,91 | 0,85 |

Πίνακας 63: ΛΑΜΨΑ - Κάλυψη παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|
| (I.K.+ Μακροπρόθ. Δάνεια) / Πάγιο Ενεργητικό | 1,42 | 1,67 | 1,43 | 1,55 | 1,44 |

Ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας εμφανίζει σταθερή αναλογία μεταξύ των διαφόρων στοιχείων της εταιρίας, καθώς οι τιμές που λαμβάνει ο δείκτης κινούνται σταθερά γύρω στο 60%, γεγονός που σημαίνει ότι το 55% έως το 64% του συνολικού ενεργητικού αποτελείται από πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Πίνακας 64: ΛΑΜΨΑ - Παγιοποίηση περιουσίας

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| Πάγια / Συνολικό Ενεργητικό | 0,64 | 0,55 | 0,56 | 0,59 | 0,63 |

Ακόμα μία σταθερή σχέση αναλογίας εμφανίζεται στον Πίνακα 65, μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και των συνολικών κεφαλαίων. Από το συγκεκριμένο πίνακα, διαπιστώνεται ότι τα ίδια κεφάλαια αντιστοιχούν σε γενικές γραμμές στο 50%-56% των συνολικών κεφαλαίων της εταιρίας.

Πίνακας 65: ΛΑΜΨΑ - Ίδια προς συνολικά κεφάλαια

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Ίδια Κεφάλαια / Συνολικά Κεφάλαια | 0,56 | 0,50 | 0,52 | 0,54 | 0,53 |

Το βασικό συμπέρασμα που εξάγεται για την οικονομική διάρθρωση της Λάμπα Α.Ε., από τη μελέτη των παραπάνω δεικτών, είναι η έντονη σταθερότητα που παρατηρείται. Η διοίκηση της εταιρίας εμφανίζεται να έχει δομήσει ένα συγκεκριμένο χρηματοδοτικό μίγμα, το οποίο ακολουθεί χωρίς μεγάλες διακυμάνσεις.

3.5.5 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Η σχετικά χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρίας Λάμπα Α.Ε. που εντοπίστηκε και παραπάνω, εντοπίζεται και από τη μελέτη του αριθμοδείκτη Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών. Σύμφωνα με τον Πίνακα 66 λοιπόν, τα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων αρκούν να καλύψουν τους χρεωστικούς τόκους. Εξαίρεση αποτελεί το έτος 2011, οπότε η εταιρία εμφανίζει ζημίες και δεν μπορεί να καλύψει τους τόκους της.

Πίνακας 66: ΛΑΜΠΑ - Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|-------|
| Κέρδη προ φόρων και τόκων / Τόκοι χρεωστικοί | 2,83 | 2,04 | 1,15 | 0,13 | -0,51 |

Η απόδοση του ενεργητικού, όπως φαίνεται από τον Πίνακα 67, ανέρχεται σε περίπου 5,68% κατά το πρώτο έτος της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ στη συνέχεια, επιδεινώνεται και πέφτει σε αρνητικά επίπεδα, φτάνοντας μέχρι και το -6,37% για το 2011. Αντιστοίχως, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, σύμφωνα με τον Πίνακα 68, εμφανίζει μέγιστη τιμή περίπου 10,15% κατά το 2007, ενώ στη συνέχεια επιδεινώνεται και, από το 2010, πέφτει σε αρνητικά επίπεδα. Παρατηρείται επομένως, ότι και για τους δύο δείκτες η ελάχιστη τιμή λαμβάνεται κατά το έτος 2011. Η ελάχιστη αυτή τιμή οφείλεται στις ζημίες που κατέγραψε η επιχείρηση κατά τη συγκεκριμένη περίοδο. Σε γενικές γραμμές πάντως, μπορεί να αναφερθεί ότι η κερδοφορία της επιχείρησης επηρεάστηκε σημαντικά από την οικονομική κρίση.

Πίνακας 67: ΛΑΜΨΑ - Απόδοση συνολικού ενεργητικού (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|-------|-------|
| Κέρδη προ φόρων / Συνολικό Ενεργητικό | 5,68 | 1,41 | 0,96 | -2,42 | -6,37 |

Πίνακας 68: ΛΑΜΨΑ - Απόδοση ιδίων κεφαλαίων(επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------------------------|-------|------|------|-------|--------|
| Κέρδη προ φόρων / Ίδια Κεφάλαια | 10,15 | 2,80 | 1,83 | -4,49 | -11,92 |

Η διαχρονική εξέλιξη του περιθωρίου καθαρού κέρδους εμφανίζεται στον Πίνακα 69. Σύμφωνα με αυτόν, η κερδοφορία μετά φόρων της επιχείρησης είναι θετική έως το 2009, με συνεχή πτωτική τάση. Από το 2010 σημειώνει ζημίες που συνεχώς αυξάνονται.

Ο Πίνακας 70 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του Μικτού Περιθωρίου Κέρδους. Συγκεκριμένα, κατά τη διετία 2007-2008, η τιμή του δείκτη διαμορφώνεται σε περίπου 39%, ενώ στη συνέχεια επιδεινώνεται συνεχώς και ανέρχεται κατά το 2011 σε 18,51%. Θα πρέπει επομένως, να τονιστεί η μειούμενη πορεία του δείκτη, η οποία καταδεικνύει τη συνεχώς μειούμενη ικανότητα της επιχείρησης να λειτουργεί κερδοφόρα την επιχειρηματική της δραστηριότητα.

Πίνακας 69: ΛΑΜΨΑ - Περιθώριο καθαρού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------|-------|------|------|-------|--------|
| Κέρδη μετά φόρων / Πωλήσεις | 15,03 | 9,12 | 2,22 | -9,78 | -28,41 |

Πίνακας 70: ΛΑΜΨΑ - Περιθώριο μικτού κέρδους (επί τοις εκατό)

| Έτος | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις | 39,80 | 38,42 | 28,46 | 23,26 | 18,51 |

Συμπερασματικά, η κερδοφορία της εταιρίας Λάμψα Α.Ε. κρίνεται ως ανησυχητική, λόγω της συνεχούς μείωσης της κερδοφορίας της.

Κεφάλαιο 4: Σύγκριση των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων που εξετάστηκαν

4.1 Σύγκριση των αριθμοδεικτών ρευστότητας

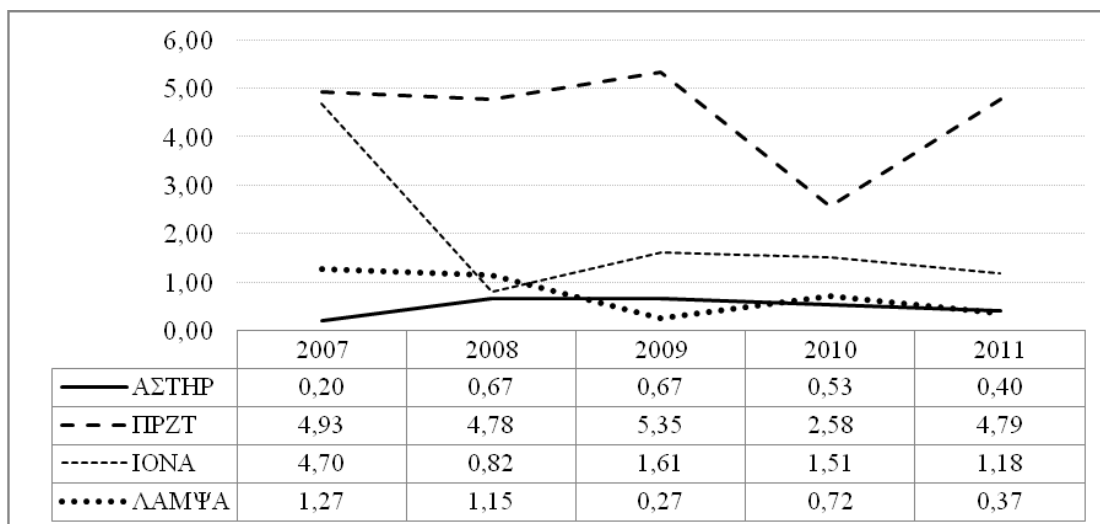
Έπειτα από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των αριθμοδεικτών που προέκυψαν για κάθε μια από τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις, κρίνεται αναγκαίο και σκόπιμο να γίνει μια σύγκριση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μεταξύ των τεσσάρων επιχειρήσεων.

Για λόγους ομοιόμορφης παρουσίασης των συγκριτικών διαγραμμάτων και πινάκων που παρουσιάζονται στη συνέχεια, κρίνεται σκόπιμο να χρησιμοποιηθούν οι κωδικές ονομασίες των εταιριών, όπως αυτές εμφανίζονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι ονομασίες αυτές, όπως αντιστοιχούν σε κάθε εταιρία, είναι οι εξής:

- «ΑΣΤΗΡ» αντιστοιχεί στην Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης Α.Ε.Ε.
- «ΠΡΖΤ» αντιστοιχεί στην ΓΕΚΕ Α.Ε.Ξ.Τ.Ε. (President)
- «ΙΟΝΑ» αντιστοιχεί στην Ιονική Ξενοδοχεία και Επιχειρήσεις Α.Ε.
- «ΛΑΜΨΑ» αντιστοιχεί στην Λάμψα Α.Ξ.Ε. (Μεγάλη Βρετανία)

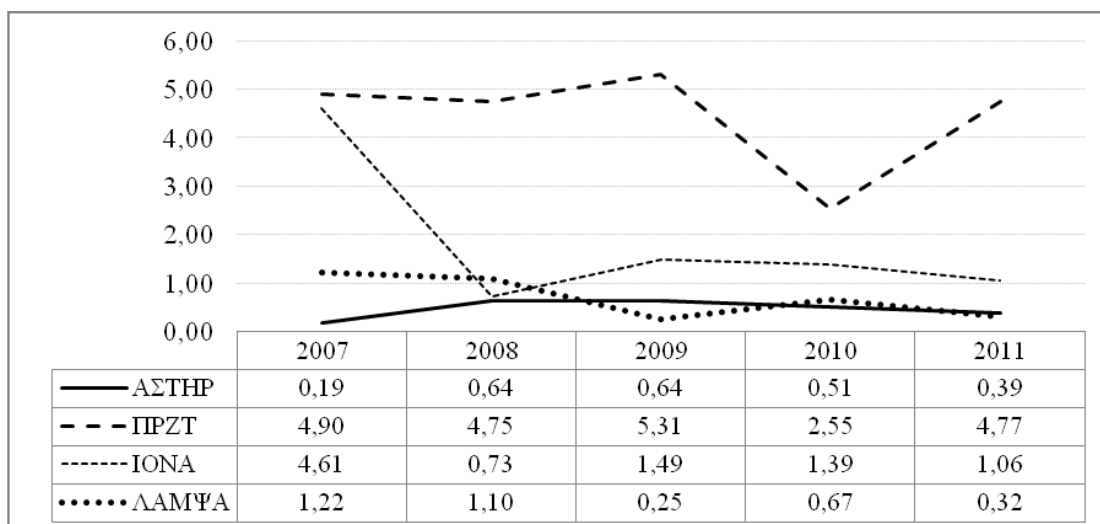
Η πρώτη κατηγορία δεικτών που θα μελετηθεί είναι οι αριθμοδείκτες ρευστότητας. Ο δείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει ξεκάθαρα ότι η ΓΕΚΕ Α.Ε. εμφανίζει τη μεγαλύτερη γενική ρευστότητα, ενώ οι υπόλοιπες επιχειρήσεις εμφανίζουν μη ικανοποιητική τιμή του δείκτη, κοντά ή κάτω από τη μονάδα. Αυτές οι τιμές δείχνουν ότι τα κυκλοφορούντα στοιχεία τους δεν επαρκούν για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Θα πρέπει μόνο να αναφερθεί ότι η Ιονική Ξενοδοχεία και Επιχειρήσεις Α.Ε. είχε μέχρι το 2006 ικανοποιητική ρευστότητα, όμως από το 2008 που ξέσπασε η οικονομική κρίση, η τιμή του δείκτη έπεσε δραματικά. Τα παραπάνω συμπεράσματα προκύπτουν και από το παρακάτω διάγραμμα:

Διάγραμμα 1: Σύγκριση του Δείκτη Γενικής Ρευστότητας



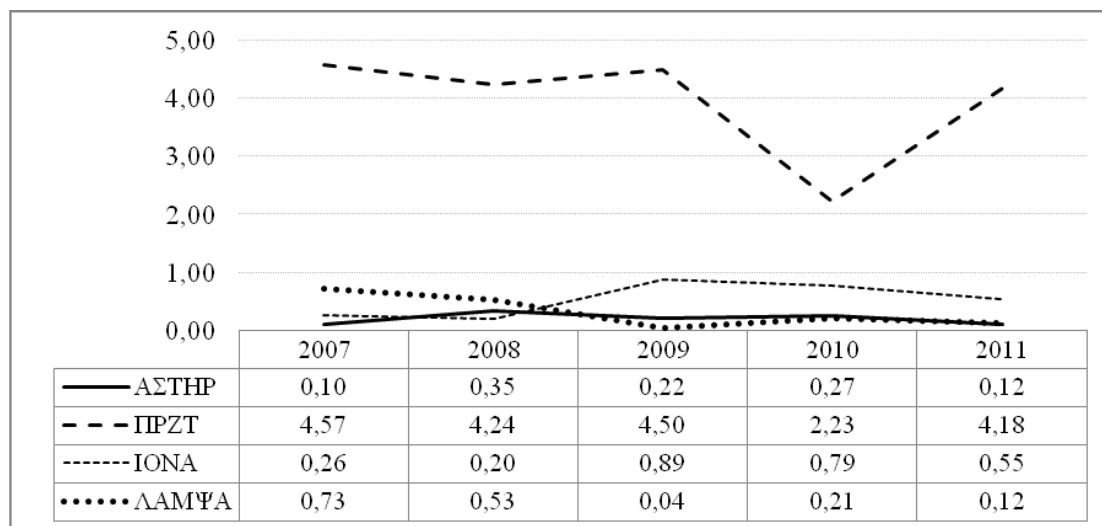
Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας παρουσιάζει την ίδια εικόνα με την εταιρία ΓΕΚΕ να έχει επαρκή ρευστότητα (οι τιμές του δείκτη βρίσκονται σταθερά πάνω από το δύο). Οι υπόλοιπες τρεις επιχειρήσεις εμφανίζουν προβλήματα ρευστότητας, με την Ιονική να βρίσκεται μόνο πάνω από τη μονάδα, κατά τα περισσότερα από τα εξεταζόμενα έτη. Η Λάμπα και η Αστήρ Παλλάς εμφανίζουν δυσκολίες στην ικανοποίηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους.

Διάγραμμα 2: Σύγκριση του Δείκτη Ειδικής Ρευστότητας



Παρόμοια είναι και η εικόνα στην περίπτωση του δείκτη ταμειακής ρευστότητας. Και πάλι η εταιρία ΓΕΚΕ Α.Ε. εμφανίζει σημαντική ρευστότητα, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που φαίνεται πως αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην ικανοποίηση των τρεχουσών υποχρεώσεών τους με τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού τους.

Διάγραμμα 3: Σύγκριση του Δείκτη Ταμειακής Ρευστότητας



Οι τρεις δείκτες δεν εμφανίζουν μεγάλες διαφορές στην τιμή μεταξύ τους, αφού γενικά ο ξενοδοχειακός κλάδος δεν έχει σημαντικά αποθέματα και το μεγαλύτερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτελείται από διαθέσιμα. Συνολικά την καλύτερη επίδοση, από άποψη ρευστότητας έχει η ΓΕΚΕ ΑΕ, η οποία έχει τις υψηλότερες τιμές καθ' όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Τα παραπάνω αποτελέσματα συνοψίζονται στον ακόλουθο πίνακα:

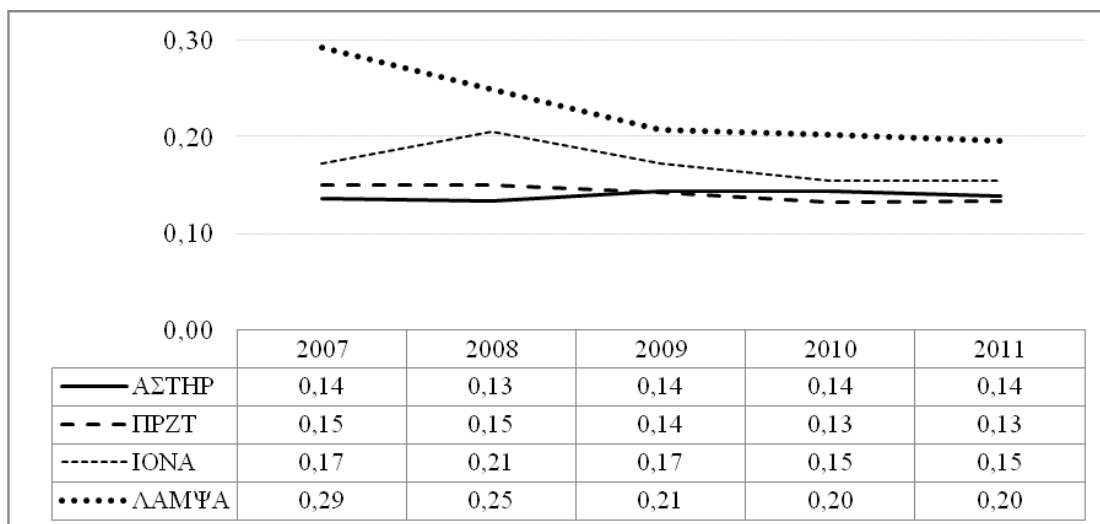
Πίνακας 71: Σύγκριση αριθμοδεικτών ρευστότητας

| Α/Α | ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ | ΑΣΤΗΡ | | | | | ΠΡΖΤ | | | | | ΙΟΝΑ | | | | | ΛΑΜΨΑ | | | | |
|-----|---------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 1 | Γενική Ρευστότητα | 0,20 | 0,67 | 0,67 | 0,53 | 0,40 | 4,93 | 4,78 | 5,35 | 2,58 | 4,79 | 4,70 | 0,82 | 1,61 | 1,51 | 1,18 | 1,27 | 1,15 | 0,27 | 0,72 | 0,37 |
| 2 | Ειδική Ρευστότητα | 0,19 | 0,64 | 0,64 | 0,51 | 0,39 | 4,90 | 4,75 | 5,31 | 2,55 | 4,77 | 4,61 | 0,73 | 1,49 | 1,39 | 1,06 | 1,22 | 1,10 | 0,25 | 0,67 | 0,32 |
| 3 | Ταμειακή ρευστότητα | 0,10 | 0,35 | 0,22 | 0,27 | 0,12 | 4,57 | 4,24 | 4,50 | 2,23 | 4,18 | 0,26 | 0,20 | 0,89 | 0,79 | 0,55 | 0,73 | 0,53 | 0,04 | 0,21 | 0,12 |

4.2 Σύγκριση των αριθμοδεικτών Δραστηριότητας

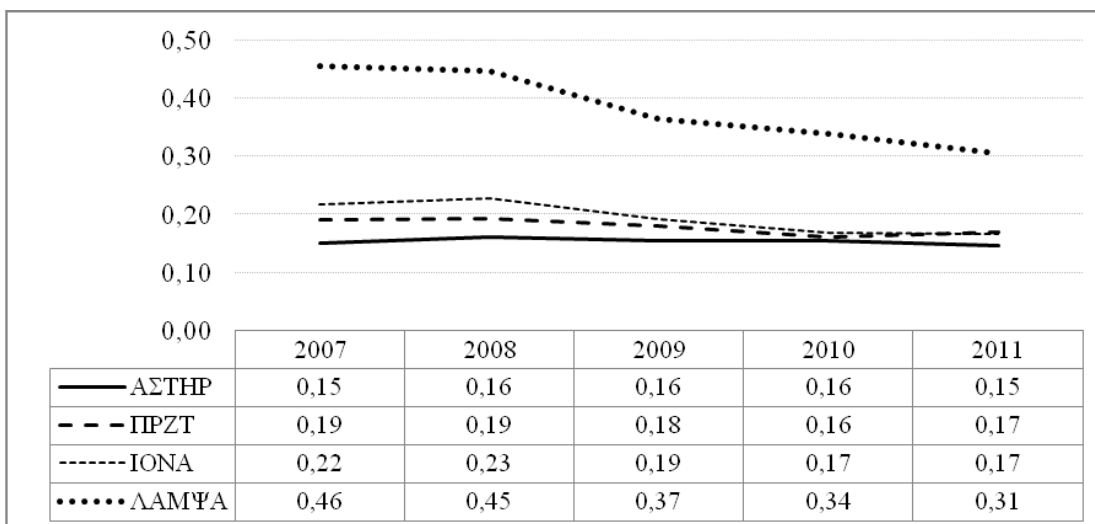
Ο πρώτος αριθμοδείκτης δραστηριότητας που εξετάστηκε ήταν ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας του συνολικού ενεργητικού. Σε αυτό το δείκτη δεν εντοπίζονται σημαντικές διαφορές μεταξύ των εξεταζόμενων εταιριών, μόνο η Λάμψα εμφανίζει λίγο υψηλότερες τιμές, καθ' όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Για παράδειγμα, για το 2011 η Λάμψα εμφανίζει τιμή του δείκτη 0,20 ενώ η Αστήρ Παλάς, η ΓΕΚΕ και η Ιονική έχουν τιμές 0,14, 0,13 και 0,15 αντίστοιχα. Οι τιμές κρίνονται γενικά χαμηλές γεγονός που αποδίδεται στο μεγάλο μέγεθος του ενεργητικού των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, το οποίο χρειάζεται μεγάλο χρονικό διάστημα ώσπου να μετατραπεί σε πωλήσεις.

Διάγραμμα 4: Σύγκριση κυκλοφοριακής ταχύτητας συνολικού ενεργητικού



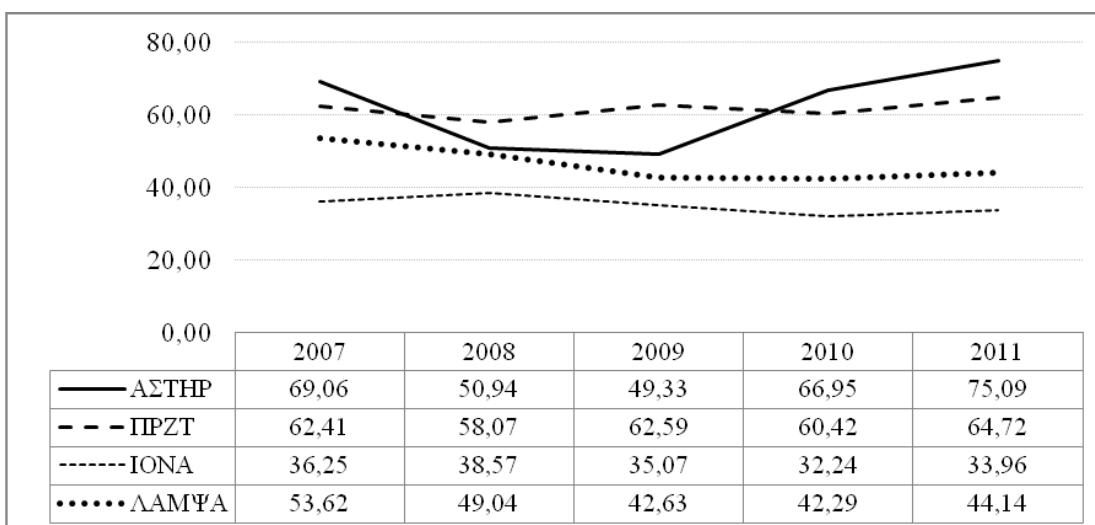
Η Λάμψα εμφανίζει τη μεγαλύτερη κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων της, η οποία σημειώνει σημαντική διαφορά από τις υπόλοιπες εταιρίες, αφού οι τιμές της κάθε χρονιά είναι σχεδόν διπλάσιες. Αυτό σημαίνει ότι μπορεί και μετατρέπει πιο γρήγορα τα πάγια στοιχεία της σε πωλήσεις. Για παράδειγμα, το 2011, η Λάμψα ΑΕ μετατρέπει τα πάγιά της σε πωλήσεις περίπου 0,31 φορές το χρόνο, ενώ ακολουθούν η ΓΕΚΕ ΑΕ και η Ιονική με 0,17 και το Αστήρ Παλλάς με 0,15.

Διάγραμμα 5: Σύγκριση του δείκτη Κυκλοφοριακής ταχύτητας των παγίων



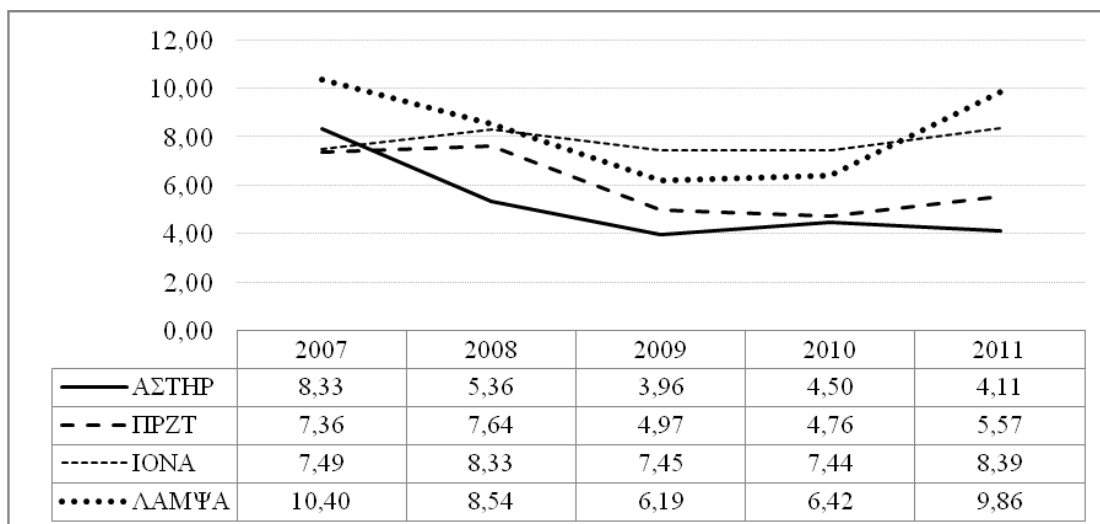
Όσον αφορά την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων, οι τιμές του δείκτη που εμφανίζονται είναι πολύ υψηλές, αφού οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις διατηρούν πολύ χαμηλά αποθέματα. Την καλύτερη επίδοση έχουν η Αστήρ Παλλάς και η ΓΕΚΕ ΑΕ, που εναλλάσσονται στην πρώτη θέση, κατά την πενταετή περίοδο που εξετάζεται. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 2011, ο Αστέρης μετατρέπει τα αποθέματά του σε πωλήσεις 75,09 φορές το χρόνο, και ακολουθούν η ΓΕΚΕ ΑΕ με 64,72, η Λάμπα ΑΕ με 44,14 και η Ιονική με 33,96 φορές. Σημειώνεται πως η Λάμπα έχει τη χαμηλότερη τιμή του δείκτη για όλα τα εξεταζόμενα έτη. Τα παραπάνω αποτελέσματα συγκεντρώνονται στο παρακάτω διάγραμμα:

Διάγραμμα 6: Σύγκριση του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων



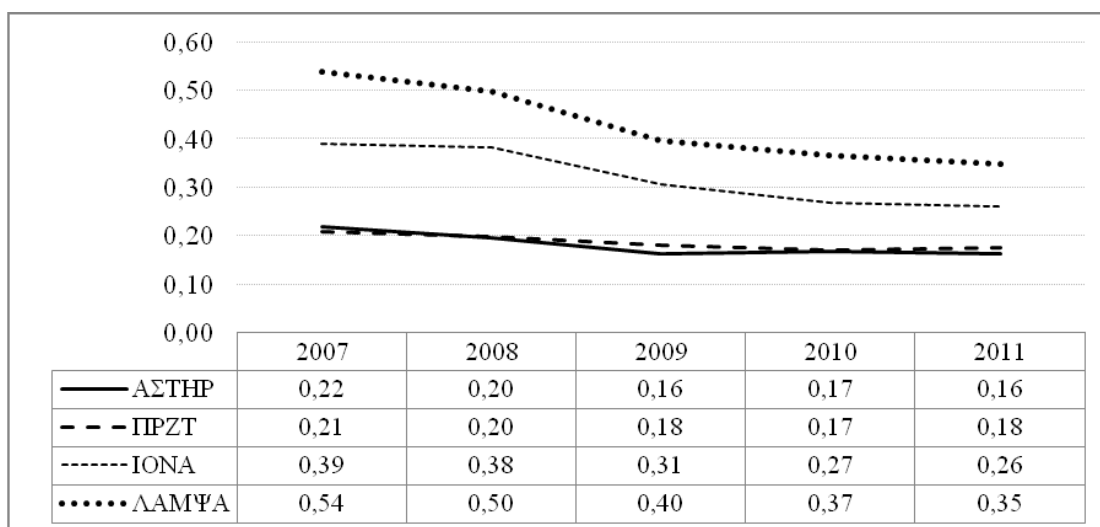
Η Λάμψα και η Ιονική εμφανίζουν την μεγαλύτερη κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων κατά την περίοδο 2007-2011, αν και από το ξέσπασμα της κρίσης, οι τιμές του δείκτη μειώνονται αισθητά. Η Αστήρ Παλάς έχει τη χειρότερη επίδοση, ειδικά από το 2008 κι έπειτα. Αυτό σημαίνει ότι εμφανίζει μικρότερη αποτελεσματικότητα στην είσπραξη των απαιτήσεών της.

Διάγραμμα 7: Σύγκριση του δείκτη Κυκλοφοριακής ταχύτητας των απαιτήσεων



Η Λάμψα ΑΕ έχει την καλύτερη επίδοση και στην κυκλοφοριακή ταχύτητα των ιδίων κεφαλαίων της, αφού έχει την ικανότητα να τα μετατρέπει πιο γρήγορα σε πωλήσεις. Ακολουθεί Ιονική, ενώ ίδια επίδοση έχουν η ΓΕΚΕ ΑΕ και η Αστήρ Παλάς, που υστερούν και τα πέντε εξεταζόμενα έτη.

Διάγραμμα 8: Σύγκριση του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας Ιδίων Κεφαλαίων



Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η Λάμψα έχει συνολικά την καλύτερη επίδοση στην χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, αφού εμφανίζει τις υψηλότερες τιμές σε όλους τους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας, εκτός από την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων. Τα παραπάνω συμπεράσματα συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

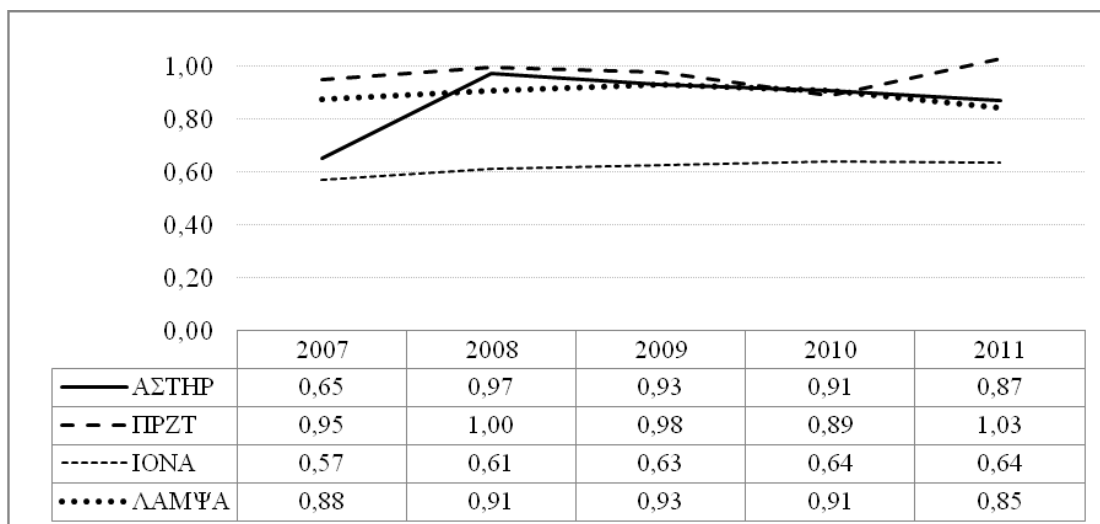
Πίνακας 72: Σύγκριση αριθμοδεικτών Κυκλοφοριακής ταχύτητας

| Α/Α | ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ | ΑΣΤΗΡ | | | | | ΠΡΖΤ | | | | | ΙΟΝΑ | | | | | ΛΑΜΨΑ | | | | |
|-----|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 4 | Συνολικού Ενεργητικού | 0,14 | 0,13 | 0,14 | 0,14 | 0,14 | 0,15 | 0,15 | 0,14 | 0,13 | 0,13 | 0,17 | 0,21 | 0,17 | 0,15 | 0,15 | 0,29 | 0,25 | 0,21 | 0,20 | 0,20 |
| 5 | Παγίων | 0,15 | 0,16 | 0,16 | 0,16 | 0,15 | 0,19 | 0,19 | 0,18 | 0,16 | 0,17 | 0,22 | 0,23 | 0,19 | 0,17 | 0,17 | 0,46 | 0,45 | 0,37 | 0,34 | 0,31 |
| 6 | Αποθεμάτων(ΜΟ) | 69,06 | 50,94 | 49,33 | 66,95 | 75,09 | 62,41 | 58,07 | 62,59 | 60,42 | 64,72 | 36,25 | 38,57 | 35,07 | 32,24 | 33,96 | 53,62 | 49,04 | 42,63 | 42,29 | 44,14 |
| 7 | Απατήσεων(ΜΟ) | 8,33 | 5,36 | 3,96 | 4,50 | 4,11 | 7,36 | 7,64 | 4,97 | 4,76 | 5,57 | 7,49 | 8,33 | 7,45 | 7,44 | 8,39 | 10,40 | 8,54 | 6,19 | 6,42 | 9,86 |
| 8 | Ίδιων κεφαλαίων(ΜΟ) | 0,22 | 0,20 | 0,16 | 0,17 | 0,16 | 0,21 | 0,20 | 0,18 | 0,17 | 0,18 | 0,39 | 0,38 | 0,31 | 0,27 | 0,26 | 0,54 | 0,50 | 0,40 | 0,37 | 0,35 |

4.3 Σύγκριση των αριθμοδεικτών Οικονομικής διάρθρωσης

Οι αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης μας δίνουν την εικόνα του είδους των κεφαλαίων που η εταιρεία χρησιμοποιεί για την χρηματοδότησή της. Ο πρώτος δείκτης αυτής της κατηγορίας που εξετάζεται είναι ο δείκτης κάλυψης των παγίων με Ίδια Κεφάλαια. Από τα αποτελέσματα του υπολογισμού του εν λόγω δείκτη για τις τέσσερις ξενοδοχειακές εταιρίες μπορούμε να συμπεράνουμε ότι όλες οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις χρησιμοποίησαν και ξένα κεφάλαια για την απόκτηση των παγίων τους. Η ΓΕΚΕ και μετά η Λάμψα είναι οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία με Ίδια κεφάλαια. Αντίθετα, η Ιονική χρησιμοποιεί το μεγαλύτερο ποσοστό ξένων κεφαλαίων.

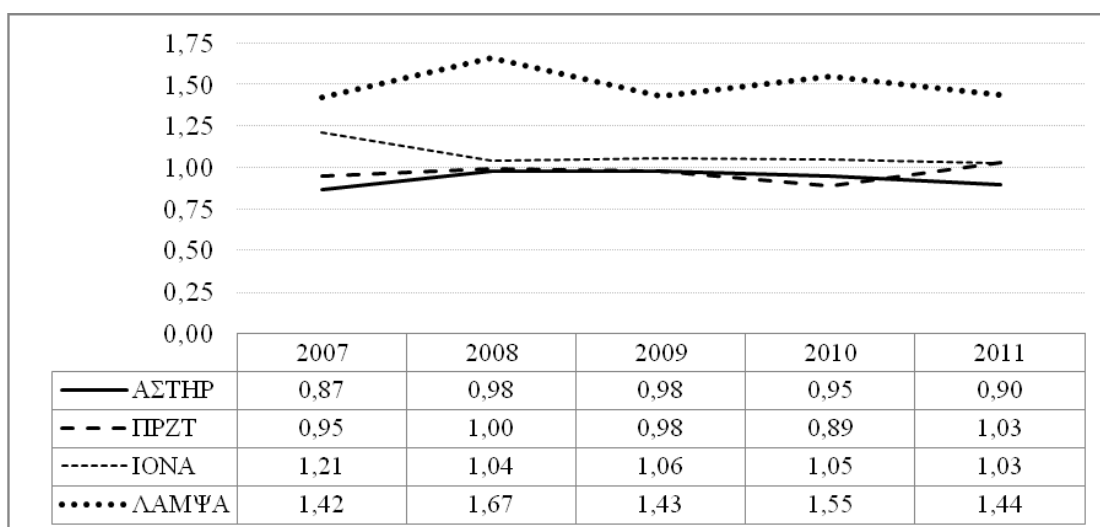
Διάγραμμα 9: Σύγκριση του δείκτη Κάλυψης παγίων με ίδια κεφάλαια



Ο δείκτης κάλυψης παγίων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια εμφανίζει υψηλές τιμές για όλες τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις, αφού στις περισσότερες περιπτώσεις η αγορά παγίων γίνεται με ίδια Κεφάλαια ή μακροπρόθεσμο δανεισμό. Η Λάμψα έχει τις υψηλότερες τιμές του δείκτη, αφού τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια καλύπτουν όχι μόνο τα πάγια, αλλά και τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Αυτό το γεγονός αποκαλύπτει ότι η εταιρία ακολουθεί μια μάλλον συντηρητική πολιτική χρηματοδότησης. Οι υπόλοιπες τρεις εταιρίες εμφανίζουν σχεδόν ίδιες τιμές.

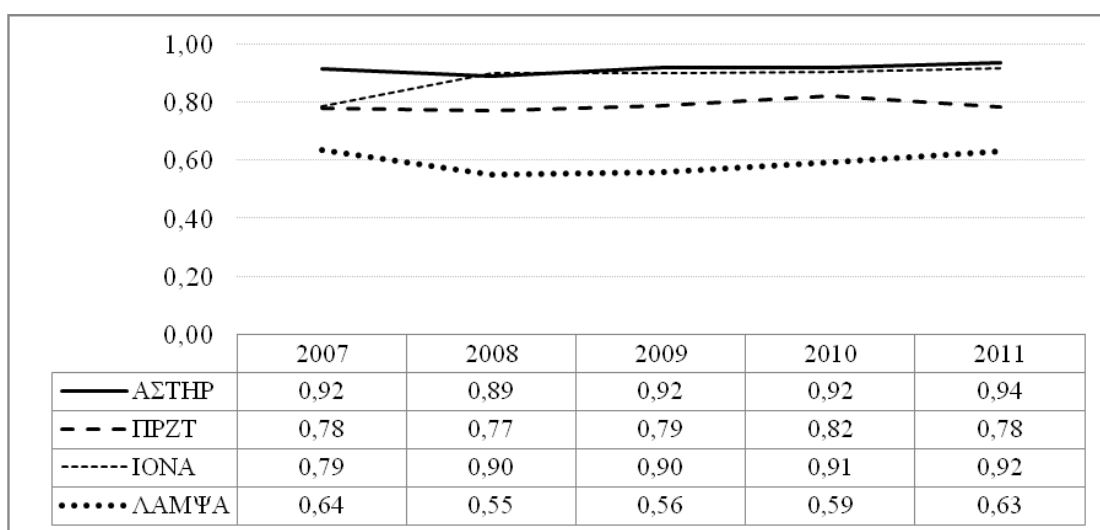
Διάγραμμα 10:

Σύγκριση του δείκτη κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας



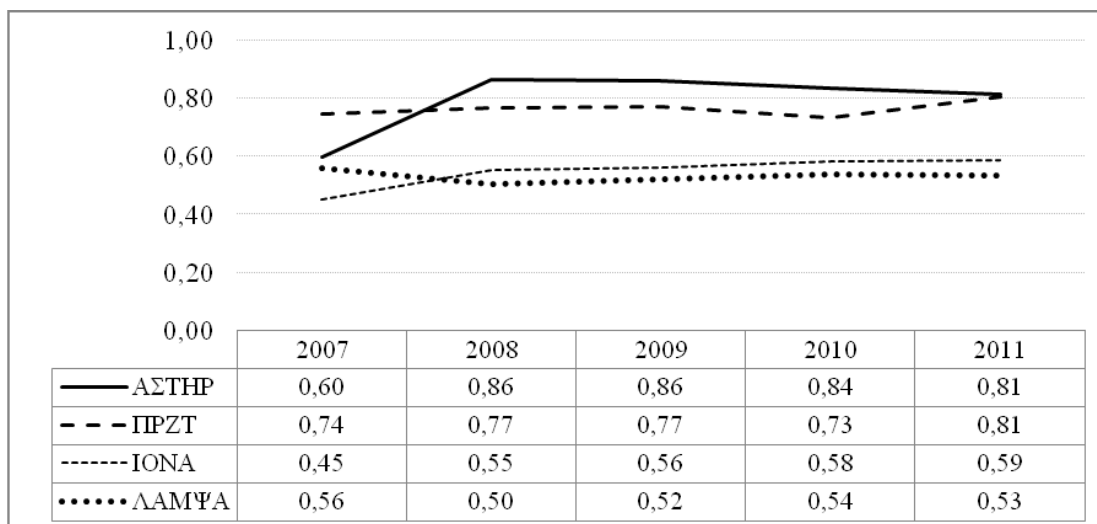
Ο δείκτης παγιοποίησης της περιουσίας εκφράζει το ποσοστό των παγίων στοιχείων στο σύνολο του ενεργητικού κάθε ξενοδοχειακής επιχείρησης. Την υψηλότερη τιμή του δείκτη εμφανίζει η Αστήρ Παλάς, ακολουθούμενη από την Ιονική, ενώ τη χαμηλότερη τιμή έχει η Λάμψα. Οι τιμές του κλάδου σε αυτό το δείκτη είναι συνηθισμένο να είναι υψηλές, αφού διατηρούν μεγάλες εγκαταστάσεις και άλλα πάγια στοιχεία.

Διάγραμμα 11: Σύγκριση του δείκτη Παγιοποίησης περιουσίας



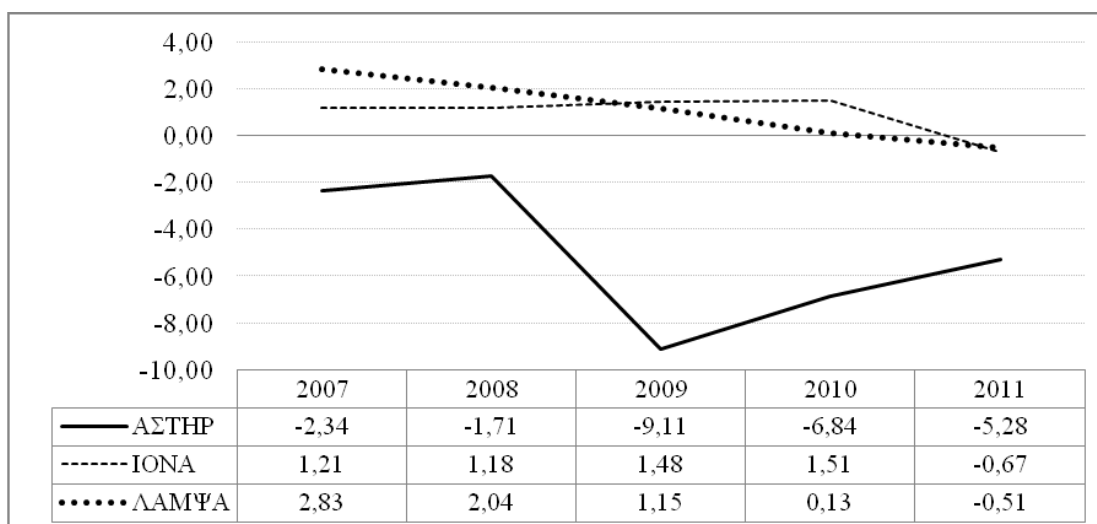
Ο δείκτης Ίδια προς συνολικά κεφάλαια εμφανίζει μικτή εικόνα, αφού η Αστήρ Παλάς και η ΓΕΚΕ ΑΕ έχουν υψηλότερη τιμή (περίπου 0,8), ενώ η Ιονική και η Λάμψα έχουν χαμηλότερες τιμές (περίπου 0,6). Αυτό σημαίνει ότι η Ιονική και περισσότερο η Λάμψα χρηματοδοτούνται σε μεγαλύτερο ποσοστό με ξένα κεφάλαια, γεγονός που σε περιόδους κρίσης μπορεί να ελλοχεύει κινδύνους.

Διάγραμμα 12: Σύγκριση του δείκτη Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια



Ο τελευταίος δείκτης οικονομικής διάρθρωσης που εξετάστηκε ήταν ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών. Σε αυτό το δείκτη παρατηρούμε ότι η ΓΕΚΕ ΑΕ εμφανίζει πολύ υψηλές τιμές, αφού έχει ελάχιστη χρηματοοικονομική μόχλευση. Μάλιστα το 2007, η τιμή του δείκτη ήταν άπειρη. Στον αντίποδα, η Αστήρ Παλάς έχει αρνητική τιμή του δείκτη, αφού εμφανίζει ζημίες. Η Λάμψα και η Ιονική εμφανίζουν θετικές τιμές του δείκτη, αφού οι τιμές είναι μεγαλύτερες της μονάδας άρα τα κέρδη τους αρκούν για να καλυφθούν οι τόκοι, με τη Λάμψα να έχει καλύτερη επίδοση.

Διάγραμμα 13: Σύγκριση του δείκτη κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών



Σε αυτή την κατηγορία αριθμοδεικτών είδαμε ότι η ΓΕΚΕ ΑΕ και η Αστήρ Παλάς χρηματοδοτούνται σε μεγαλύτερο βαθμό με Ίδια Κεφάλαια, όπως φαίνεται από

το δείκτη Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια. Αυτό το γεγονός τους παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια, σε περιόδους κρίσης, αφού δεν κινδυνεύουν στον ίδιο βαθμό να μην είναι σε θέση να αποπληρώσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις. Από την άλλη πλευρά, μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποδοτικότητά τους, αφού τα ξένα κεφάλαια μπορεί να έχουν χαμηλότερο κόστος. Επιπλέον, η ΓΕΚΕ και μετά η Λάμψα είναι οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία με Ίδια κεφάλαια. Η Λάμψα έχει επίσης, τις υψηλότερες τιμές του δείκτη κάλυψης παγίων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια, αφού τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια καλύπτουν όχι μόνο τα πάγια, αλλά και τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Αυτό μπορεί να οφείλεται και στο γεγονός ότι η Λάμψα έχει χαμηλό ποσοστό παγίων, λόγω του μικρού δείκτη παγιοποίησης. Την υψηλότερη τιμή του δείκτη παγιοποίησης εμφανίζει η Αστήρ Παλάς. Η σύγκριση του δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών έδειξε ότι η ΓΕΚΕ ΑΕ εμφανίζει πολύ υψηλές τιμές, αφού έχει ελάχιστη χρηματοοικονομική μόχλευση, ενώ η Αστήρ Παλάς έχει αρνητική τιμή του δείκτη, αφού εμφανίζει ζημίες. Η Λάμψα και η Ιονική εμφανίζουν θετικές τιμές του δείκτη, αφού οι τιμές είναι μεγαλύτερες της μονάδας και συνεπώς τα κέρδη τους αρκούν για να καλυφθούν οι τόκοι, με τη Λάμψα να έχει καλύτερη επίδοση. Τα αποτελέσματα στα οποία στηρίχθηκε η παραπάνω ανάλυση εμφανίζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 73: Σύγκριση αριθμοδεικτών Οικονομικής διάρθρωσης

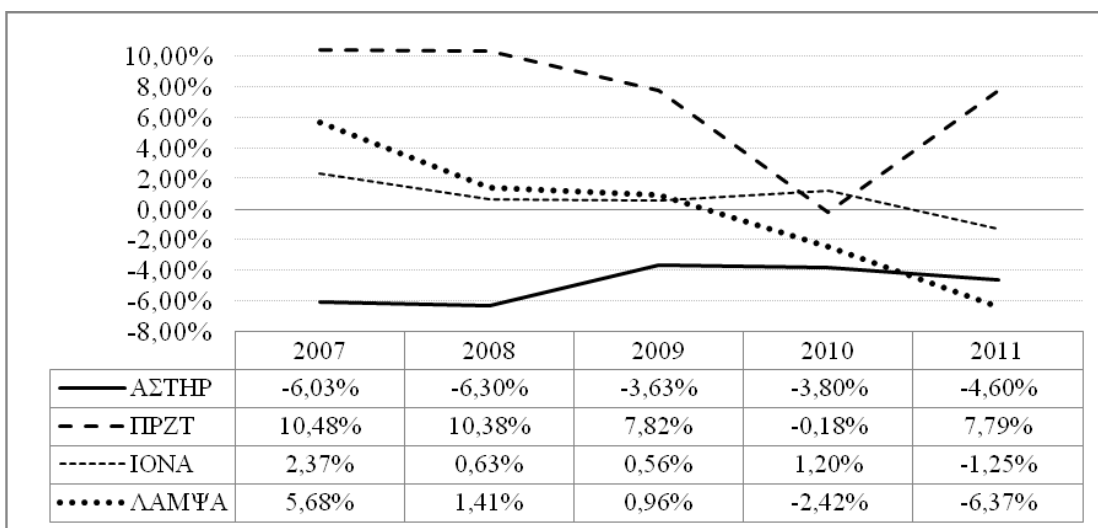
| Α/Α | ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ | ΑΣΤΗΡ | | | | | ΠΡΖΤ | | | | | ΙΟΝΑ | | | | | ΛΑΜΨΑ | | | | |
|-----|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|-------|
| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 9 | Κάλυψης παγίων με ΙΚ | 0,65 | 0,97 | 0,93 | 0,91 | 0,87 | 0,95 | 1,00 | 0,98 | 0,89 | 1,03 | 0,57 | 0,61 | 0,63 | 0,64 | 0,64 | 0,88 | 0,91 | 0,93 | 0,91 | 0,85 |
| 10 | Κάλυψης παγίων με κεφάλαια μακράς διάρκειας | 0,87 | 0,98 | 0,98 | 0,95 | 0,90 | 0,95 | 1,00 | 0,98 | 0,89 | 1,03 | 1,21 | 1,04 | 1,06 | 1,05 | 1,03 | 1,42 | 1,67 | 1,43 | 1,55 | 1,44 |
| 11 | Παγιοποίηση περιουσίας | 0,92 | 0,89 | 0,92 | 0,92 | 0,94 | 0,78 | 0,77 | 0,79 | 0,82 | 0,78 | 0,79 | 0,90 | 0,90 | 0,91 | 0,92 | 0,64 | 0,55 | 0,56 | 0,59 | 0,63 |
| 12 | Ίδια προς συνολικά κεφάλαια | 0,60 | 0,86 | 0,86 | 0,84 | 0,81 | 0,74 | 0,77 | 0,77 | 0,73 | 0,81 | 0,45 | 0,55 | 0,56 | 0,58 | 0,59 | 0,56 | 0,50 | 0,52 | 0,54 | 0,53 |
| 13 | Κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών | -2,34 | -1,71 | -9,11 | -6,84 | -5,28 | 65,25 | 47,18 | 38,94 | 72,22 | | 1,21 | 1,18 | 1,48 | 1,51 | -0,67 | 2,83 | 2,04 | 1,15 | 0,13 | -0,51 |

4.4 Σύγκριση των Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας

Η τελευταία κατηγορία αριθμοδεικτών που εξετάστηκε ήταν οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, οι οποίοι αξιολογούν την κερδοφορία των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Όσον αφορά την απόδοση του συνολικού ενεργητικού, παρατηρούμε ότι γενικά οι τιμές του δείκτη είναι χαμηλές, ενώ συχνά γίνονται και αρνητικές. Η Αστήρ

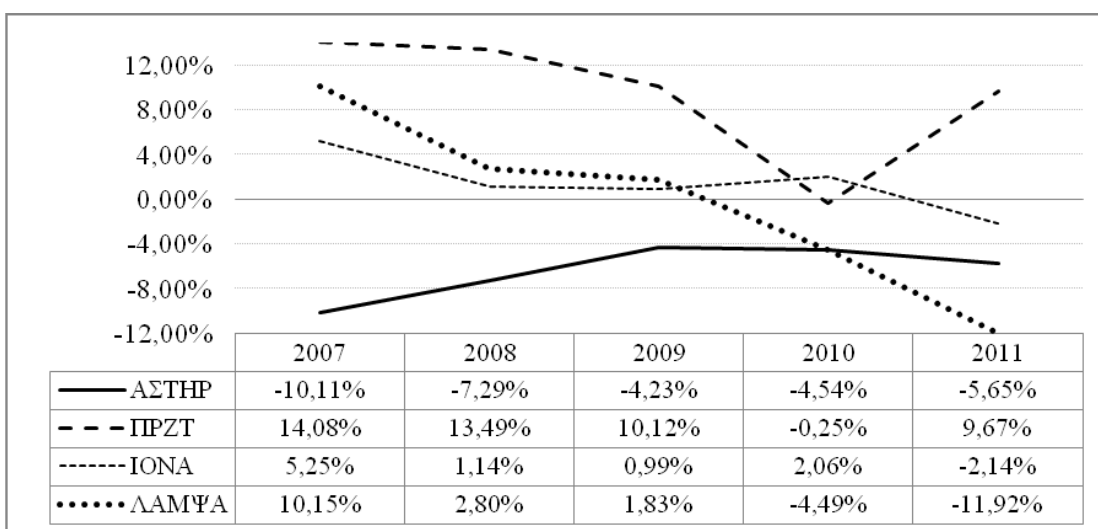
Παλάς έχει ζημίες όλα τα εξεταζόμενα έτη, ενώ τις υψηλότερες τιμές έχει η ΓΕΚΕ ΑΕ, που εμφανίζει ζημίες μόνο το 2010. Η Λάμψα, ενώ το 2007 είχε υψηλή τιμή του δείκτη, στη συνέχεια, εμφανίζει σημαντική πτώση και το 2010 και το 2011 έχει ζημίες. Πτώση, αλλά σαφώς πιο ήπια έχει και η Ιονική.

Διάγραμμα 14: Σύγκριση του δείκτη Απόδοσης συνολικού ενεργητικού



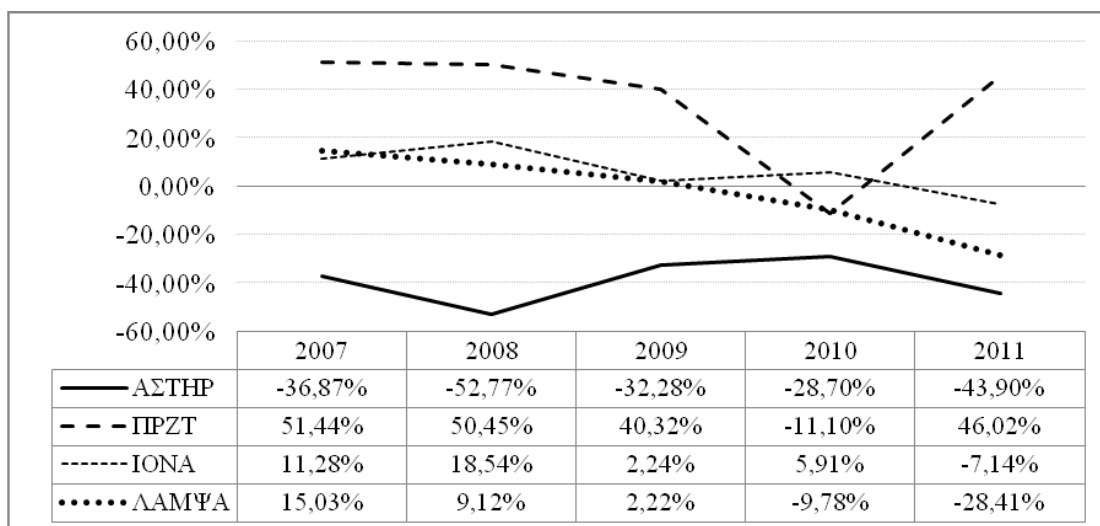
Παρόμοια είναι και η εικόνα στην περίπτωση του δείκτη απόδοσης των Ιδίων κεφαλαίων. Και σε αυτή την περίπτωση, όλες οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις εμφανίζουν τουλάχιστον μια χρονιά ζημίες, ενώ η Αστήρ Παλάς εμφανίζει ζημίες όλη την εξεταζόμενη περίοδο, αν και με τάση μείωσης. Την καλύτερη επίδοση έχει η ΓΕΚΕ ΑΕ.

Διάγραμμα 15: Σύγκριση του Δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων



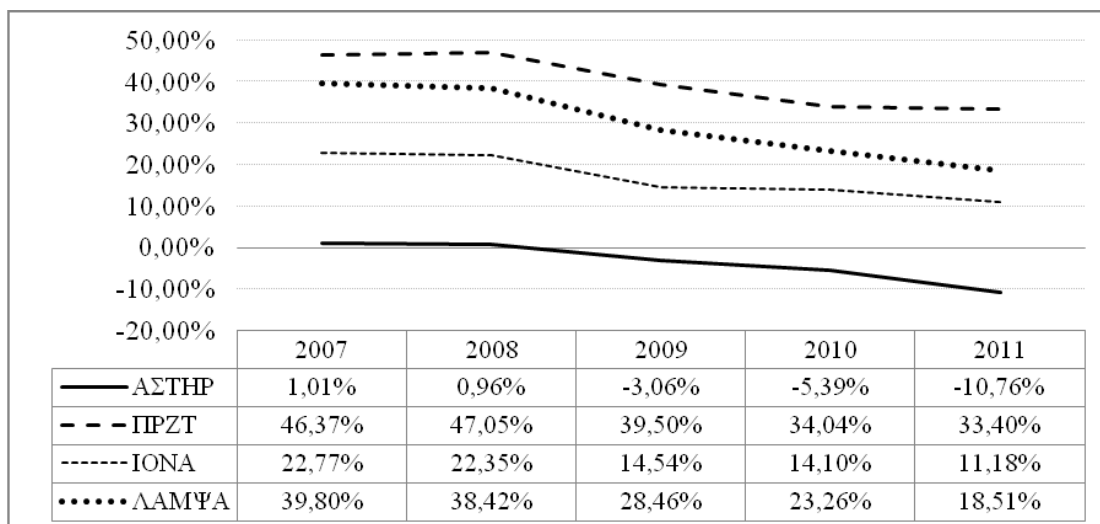
Όμοια είναι η εικόνα και στο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους. Η Αστήρ Παλάς εμφανίζει για όλα τα έτη μεγάλες ζημιές. Η ΓΕΚΕ ΑΕ έχει τις υψηλότερες τιμές του δείκτη, ενώ η Λάμψα εμφανίζει τη μεγαλύτερη πτώση, αφού από 15,3% που ήταν η τιμή του δείκτη το 2007, φτάνει στο -28,41% το 2011.

Διάγραμμα 16: Σύγκριση του δείκτη περιθωρίου καθαρού κέρδους



Ο τελευταίος δείκτης αποδοτικότητας που εξετάστηκε ήταν ο δείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους. Εδώ υπάρχουν διαφοροποιήσεις από τους προηγούμενους δείκτες. Και πάλι η ΓΕΚΕ έχει την μεγαλύτερη αποδοτικότητα, ενώ η Αστήρ Παλάς τη μικρότερη. Παρόλα αυτά η Αστήρ Παλάς εμφανίζει αρνητικό μικτό περιθώριο κέρδους μόνο τα τρία από τα πέντε έτη που εξετάζονται. Οι υπόλοιπες εταιρίες έχουν για όλα τα εξεταζόμενα έτη μόνο θετικές τιμές, με τη Λάμψα να υπερτερεί της Ιονικής.

Διάγραμμα 17: Σύγκριση του δείκτη περιθωρίου μικτού κέρδους



Από την συγκριτική ανάλυση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι την καλύτερη επίδοση έχει σε όλους τους δείκτες η ΓΕΚΕ ΑΕ. Ακολουθούν η Λάμψα και η Ιονική, ενώ η Αστήρ Παλάς εμφανίζει ζημίες όλα τα εξεταζόμενα έτη. Επιπλέον, λόγω της οικονομικής κρίσης, όλες οι εξεταζόμενες εταιρίες εμφανίζουν ζημίες έστω και για μια χρονιά (το 2010 ή το 2011). Τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 74: Σύγκριση αριθμοδεικτών αποδοτικότητας

| Α/Α | ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ | ΑΣΤΗΡ | | | | | ΠΡΖΤ | | | | | ΙΟΝΑ | | | | | ΛΑΜΨΑ | | | | |
|-----|--|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 14 | Συνολικού Ενεργητικού Προ Φόρων | -0,06 | -0,06 | -0,04 | -0,04 | -0,05 | 0,10 | 0,10 | 0,08 | 0,00 | 0,08 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | -0,01 | 0,06 | 0,01 | 0,01 | -0,02 | -0,06 |
| 15 | Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων | -0,10 | -0,07 | -0,04 | -0,05 | -0,06 | 0,14 | 0,13 | 0,10 | 0,00 | 0,10 | 0,05 | 0,01 | 0,01 | 0,02 | -0,02 | 0,10 | 0,03 | 0,02 | -0,04 | -0,12 |
| 16 | Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Μετά Φόρων) | -0,37 | -0,53 | -0,32 | -0,29 | -0,44 | 0,51 | 0,50 | 0,40 | -0,11 | 0,46 | 0,11 | 0,19 | 0,02 | 0,06 | -0,07 | 0,15 | 0,09 | 0,02 | -0,10 | -0,28 |
| 17 | Περιθώριο Μικτού Κέρδους | 0,01 | 0,01 | -0,03 | -0,05 | -0,11 | 0,46 | 0,47 | 0,39 | 0,34 | 0,33 | 0,23 | 0,22 | 0,15 | 0,14 | 0,11 | 0,40 | 0,38 | 0,28 | 0,23 | 0,19 |

4.5 Σύνοψη των αποτελεσμάτων

Από την συγκριτική ανάλυση των αριθμοδεικτών προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα: Συνολικά την μεγαλύτερη ρευστότητα έχει η ΓΕΚΕ ΑΕ, η οποία έχει τις υψηλότερες τιμές καθ' όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Όσον αφορά τους αριθμοδείκτες δραστηριότητας, η Λάμψα έχει συνολικά την καλύτερη επίδοση στην χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, αφού εμφανίζει τις υψηλότερες τιμές σε όλους τους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας, εκτός από την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων.

Όσον αφορά τους αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης, προέκυψε ότι η ΓΕΚΕ ΑΕ και η Αστήρ Παλάς χρηματοδοτούνται σε μεγαλύτερο βαθμό με Ίδια Κεφάλαια. Η σύγκριση του δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών έδειξε ότι η ΓΕΚΕ ΑΕ εμφανίζει πολύ υψηλές τιμές, αφού έχει ελάχιστη χρηματοοικονομική μόχλευση, ενώ η Αστήρ Παλάς έχει αρνητική τιμή του δείκτη, αφού εμφανίζει ζημίες. Η Λάμψα και η Ιονική είναι σε θέση με τα κέρδη τους να καλύψουν τους τόκους, με τη Λάμψα να έχει καλύτερη επίδοση.

Τέλος, οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας έδειξαν ότι την καλύτερη επίδοση έχει σε όλους τους δείκτες η ΓΕΚΕ ΑΕ. Ακολουθούν η Λάμψα και η Ιονική, ενώ η Αστήρ Παλάς εμφανίζει ζημίες όλα τα εξεταζόμενα έτη.

Κεφάλαιο 5: Εμπειρική διερεύνηση

Πέραν της χρήσης αριθμοδεικτών για την ανάλυση και σύγκριση των επιχειρήσεων, χρήσιμο είναι να εξετάσουμε εμπειρικά την συνολική εικόνα των επιχειρήσεων με τη χρήση της στατιστικής. Θα μας δοθεί η εικόνα της κεφαλαιακής διάρθρωσης του κλάδου και πως επηρεάζεται διαχρονικά από την συμπεριφορά των επιμέρους οικονομικών στοιχείων. Ουσιώδες στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων είναι το μέγεθος δανεισμού σαν πηγή χρηματοδότησης και συνεπώς ως εξαρτημένη μεταβλητή προς εξέταση. Εύλογα λοιπόν, ως εξαρτημένη μεταβλητή θα είχε επιλεγεί ο λόγος τραπεζικές υποχρεώσεις προς συνολικό ενεργητικό, όμως δεν επιλέχθηκε, λόγω του ότι η επιχείρηση ΓΕΚΕ Α.Ε. δεν έχει δανειακές υποχρεώσεις κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

5.1 Δεδομένα και μεθοδολογία

Για την εμπειρική διερεύνηση χρησιμοποιήθηκαν οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις, που ανήκουν στον ξενοδοχειακό κλάδο. Το σύνολο των επιχειρήσεων είναι πέντε και τα δεδομένα αντλήθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και αφορούν την περίοδο από το 1990 έως και το 2013.

Τα συστατικά μέρη των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν, έχουν εκτενώς αναλυθεί στα προηγούμενα κεφάλαια και συνεπώς δεν κρίνεται σκόπιμη η επανάληψη της ερμηνείας τους στο παρόν κεφάλαιο. Ως εξαρτημένη μεταβλητή (liab) χρησιμοποιήθηκε ο λόγος συνολικές υποχρεώσεις προς συνολικό ενεργητικό. Ως ανεξάρτητες χρησιμοποιήθηκαν έξι μεταβλητές οι οποίες είναι:

- *mvbv* : Χρηματιστηριακή αξία / Λογιστική Αξία
- *fixasset* : Πάγια / Ενεργητικό
- *ebitda* : Κέρδη προ φόρων τόκων αποσβέσεων / Ενεργητικό
- *cflow* : Λειτουργικές ταμειακές ροές / Ενεργητικό
- *profit* : Κέρδη προ φόρων / Πωλήσεις
- *roa* : Πωλήσεις / Ενεργητικό

Για την εξέταση της συμπεριφοράς της ανεξάρτητης μεταβλητής σε συνάρτηση των άλλων μεταβλητών χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα της γραμμικής πολυμεταβλητής παλινδρόμησης. Έστω ότι έχουμε n παρατηρήσεις, τότε η συνάρτηση της Y που ερμηνεύεται από K μεταβλητές X_1, \dots, X_K είναι της μορφής:

$$Y_n = \beta_0 + \beta_1 X_{n1} + \dots + \beta_K X_{nK} + u_n$$

Για την εκτίμηση των παραμέτρων του υποδείγματος επιλέχθηκε η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων.

5.2 Περιγραφικά στοιχεία δεδομένων

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συγκεντρωμένα τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία όπως προέκυψαν, καθώς επίσης και οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν.

Πίνακας 75: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία – Συσχέτιση μεταβλητών

| stats | liab | mvbv | fixasset | ebitda | cflow | profit | roa |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| mean | 0,376756 | 245,1131 | 0,722011 | 0,051901 | 0,023995 | 0,001845 | 0,362348 |
| sd | 0,184312 | 983,1582 | 0,267988 | 0,056358 | 0,045935 | 0,357754 | 0,351221 |
| min | 0,044446 | -1,02075 | 0,063223 | -0,09167 | -0,0805 | -1,59826 | 0,04632 |
| max | 1,04527 | 8002,999 | 0,971892 | 0,170237 | 0,115592 | 0,703427 | 1,526 |
| p10 | 0,153724 | 0,626427 | 0,197391 | -0,01194 | -0,04353 | -0,35432 | 0,109321 |
| p25 | 0,24675 | 1,022952 | 0,742937 | 0,008671 | -0,00234 | -0,12969 | 0,141052 |
| p50 | 0,358779 | 1,788816 | 0,818604 | 0,052947 | 0,026084 | 0,032171 | 0,18697 |
| p75 | 0,488028 | 3,628899 | 0,894809 | 0,09272 | 0,054442 | 0,174226 | 0,406262 |
| p90 | 0,598457 | 640,0438 | 0,942206 | 0,129365 | 0,086845 | 0,407796 | 0,924687 |
| iqr | 0,241278 | 2,605947 | 0,151872 | 0,084049 | 0,056786 | 0,303918 | 0,26521 |
| N | 92 | 92 | 92 | 78 | 48 | 89 | 92 |

| Variable | VIF | 1/VIF |
|-----------------|-------------|-------|
| fixasset | 4,020 | 0,249 |
| roa | 3,700 | 0,270 |
| ebitda | 3,630 | 0,276 |
| cflow | 2,240 | 0,447 |
| profit | 2,130 | 0,470 |
| mvbv | 1,770 | 0,567 |
| Mean VIF | 2,91 | |

| | liab | mvbv | fixasset | ebitda | cflow | profit | roa |
|----------|----------|---------|----------|---------|---------|--------|-----|
| liab | 1 | | | | | | |
| mvbv | 0,0080 | 1 | | | | | |
| fixasset | -0,1755 | 0,0785 | 1 | | | | |
| ebitda | -0,0318 | 0,0363 | -0.3902* | 1 | | | |
| cflow | 0,0863 | 0.2895* | -0,0157 | 0.6884* | 1 | | |
| profit | -0.2088* | -0,0112 | -0.3364* | 0.5765* | 0.6371* | 1 | |
| roa | 0.2547* | 0.3689* | -0.5641* | 0.4495* | 0,0757 | 0,1565 | 1 |

Στον πίνακα 75 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά δεδομένα των παρατηρήσεων. Παρατηρούμε ότι το 50% του συνόλου των επιχειρήσεων κατέχουν έως το 35,88% των συνολικών υποχρεώσεων, ενώ η μέγιστη τιμή υποχρεώσεων προς ενεργητικό υπερβαίνει τη μονάδα. Στο 25% των παρατηρήσεων εμφανίζεται αρνητική κερδοφορία και αρνητικές ταμειακές ροές. Τέλος, το περιθώριο κέρδους προ τόκων φόρων και αποσβέσεων εμφανίζει μέγιστο και ελάχιστο 17% και -9% αντίστοιχα. Η VIF είναι 2,91 και έχει αποδεκτή τιμή μικρότερη του δέκα, ενώ παρατηρούμε ότι τα

πάγια εμφανίζουν τη μεγαλύτερη τιμή. Επιπλέον παρατηρούμε ότι σε σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή πολύ μικρή συσχέτιση εμφανίζει η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, ενώ θετική συσχέτιση έχουν οι λειτουργικές ταμειακές ροές και οι πωλήσεις.

5.3 Αποτέλεσμα παλινδρόμησης

Πίνακας 76: Αποτέλεσμα παλινδρόμησης

| liab | Coef. | Std. Err. | t | P>t | [95% Conf. Interval] |
|-----------------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|
| mvbv | .0433038 | .0107307 | 4.04 | 0.002 | .0193944 .0672132 |
| fixasset | -.7650684 | .2976392 | -2.57 | 0.028 | -1.42825 -.101887 |
| ebitda | -.7839318 | .2850611 | -2.75 | 0.020 | -1.419088 -.148776 |
| cflow | 1.260491 | .4362752 | 2.89 | 0.016 | .2884097 2.232573 |
| profit | .0713642 | .0852073 | 0.84 | 0.422 | -.1184895 .2612179 |
| roa | -.2458346 | .2474563 | -0.99 | 0.344 | -.7972016 .3055324 |
| _cons | .9951134 | .3153417 | 3.16 | 0.010 | .2924883 1.697739 |

Η μορφή της συνάρτησης του υποδείγματος, όπως προέκυψε, είναι η εξής:

$$liab=0.995+0.043mvbv-0,765fixasset-0,784ebitda+1,260cflow+0,071profit-0,246roa$$

Σύμφωνα με την τιμή F έχουμε καλή προσαρμογή και η Pvalue δείχνει ότι οι μεταβλητές ερμηνεύουν ικανοποιητικά το δείγμα. Στατιστικά σημαντικές εμφανίζονται οι ανεξάρτητες μεταβλητές mvbv, fixasset, ebitda και cflow. Θετική σχέση με την εξαρτημένη έχουν η μεταβλητή mvbv και η cflow και συγκεκριμένα κατά 0,043 και 1,26 αντίστοιχα, συνεπώς τη μεγαλύτερη θετική επίδραση εμφανίζει η μεταβλητή cflow. Αντίθετα, αρνητική σχέση με την εξαρτημένη εμφανίζουν οι μεταβλητές fixasset και ebitda και συγκεκριμένα κατά -0,76 και -0,78.

Κεφάλαιο 6: Σύγχρονες μέθοδοι πρόβλεψης της πτώχευσης ή βιωσιμότητας των επιχειρήσεων

6.1 Σύγχρονες μέθοδοι πρόβλεψης της πτώχευσης των επιχειρήσεων

Η οικονομική αποτυχία μίας εταιρείας είναι ένα γεγονός που μπορεί να δημιουργήσει μεγάλες απώλειες σε τράπεζες, προμηθευτές, μετόχους και άλλα μέλη του οικονομικού κυκλώματος. Όλοι οι παραπάνω ενδιαφερόμενοι επιθυμούν μια έγκυρη πρόβλεψη όχι μόνο για το αν μια επιχείρηση θα επιτύχει, αλλά και για όταν θα αποτύχει. Η πτώχευση είναι συχνά συνέπεια της αναποτελεσματικότητας της εταιρείας, αλλά και της απόφασης ορισμένων ενδιαφερόμενων να ανακτήσουν τις επενδύσεις τους μέσα από μια πτώχευση. Ανεξάρτητα από το χαρακτήρα της πτώχευσης και τους λόγους που την επιβάλλουν, είναι δυνατόν να προβλεφθεί η πτώχευση με τη βοήθεια των οικονομικών καταστάσεων. Η ανίχνευση των λειτουργικών και οικονομικών δυσχερειών της εταιρείας συνήθως γίνεται με την παραδοσιακή ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών. Η υψηλή υποκειμενικότητα των παραδοσιακών οικονομικών δεικτών οδήγησε στην αναζήτηση μαθηματικών μοντέλων για τον προσδιορισμό της προβλεψιμότητας των λογιστικών πληροφοριών. Έτσι, από το 1960 έχουν δημοσιευτεί πολυάριθμες μελέτες για το συγκεκριμένο θέμα, ωστόσο, οι πρωτότυπες ιδέες του Altman (1968) και του Beaver (1966) εξακολουθούν να θεωρούνται ότι προβλέπουν αποτελεσματικά την πτώχευση μιας εταιρίας.

Η εταιρική αποτυχία παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους ερευνητές, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις κρίσης. Για το λόγο αυτό, έχουν αναπτυχθεί πολλά μοντέλα και τεχνικές για την πρόβλεψή της. Οι κυριότερες τεχνικές που χρησιμοποιήθηκαν για την πρόβλεψη της επιχειρηματικής αποτυχίας και με βάση τις οποίες δημιουργήθηκαν αντίστοιχα μοντέλα πρόβλεψης είναι:

1. Η Μονομεταβλητή ανάλυση (Univariate analysis).
2. Οι πολυμεταβλητές μέθοδοι, όπως για παράδειγμα η Διακριτή Ανάλυση (Discriminant analysis) και τα Υποδείγματα πιθανότητας υπό

συνθήκες (Linear Probability Models). Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν τα μοντέλα Logit και Probit.

3. Επιπλέον, η ανάγκη για περισσότερο σφαιρική μελέτη της πρόβλεψης πτώχευσης δημιούργησε και νέες μεθόδους όπως είναι τα πολυκριτήρια συστήματα λήψης αποφάσεων (Multicriteria Decision Support Systems) και τα Νευρωνικά δίκτυα.

Συνεπώς, υπάρχουν δύο βασικοί τύποι μελετών για την πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης: η μονοπαραγοντική και η πολυπαραγοντική ανάλυση. Η μονομεταβλητή ανάλυση εξετάζει τη σχέση μεταξύ ενός αριθμοδείκτη και της πιθανότητας πτώχευσης. Η πολυπαραγοντική ανάλυση χρησιμοποιεί πολλούς δείκτες και τους σταθμίζει για να καθορίσουν μια συνάρτηση πρόβλεψης της πτώχευσης. Πολλές μονομεταβλητές μελέτες έδειξαν ορισμένους δείκτες ως πιο σημαντικούς προάγγελους της αποτυχίας. Σε γενικές γραμμές, σημαντικοί θεωρούνται οι δείκτες μέτρησης της κερδοφορίας, της ρευστότητας και της φερεγγυότητας. Η σειρά σπουδαιότητας δεν είναι σαφής, αφού διάφορες μελέτες αναφέρουν διαφορετικούς δείκτες ως τους πιο αποτελεσματικούς για την πρόβλεψη της πτώχευσης.

Οι μελέτες για την πρόβλεψη πτώχευσης μιας επιχείρησης ξεκινούν τη δεκαετία του 1960, με τη δημιουργία του πρώτου υποδείγματος πτώχευσης από τον Beaver. Πιο συγκεκριμένα, το 1966, ο Beaver δημοσίευσε το πρώτο μοντέλο πρόβλεψης εταιρικής πτώχευσης, που χρησιμοποιούσε χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες. Το μοντέλο ήταν μονομεταβλητής ανάλυσης, και περιελάμβανε αριθμοδείκτες οι οποίοι είχαν επιλεχθεί με διχοτομική ταξινόμηση. Ο Beaver συμπέρανε ότι ο αριθμοδείκτης ταμειακές ροές προς υποχρεώσεις, παρουσίαζε την μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα της εταιρικής πτώχευσης με ποσοστό (87%).

Ο Beaver (1966) ανέπτυξε ένα από τα κλασικά έργα στην πρόβλεψη της εταιρικής αποτυχίας με τη χρήση αριθμοδεικτών. Χρησιμοποιώντας δείγματα αποτυχημένων επιχειρήσεων και υγιών επιχειρήσεων, ο Beaver διαπίστωσε ότι μια σειρά από δείκτες θα μπορούσε να εισάγει διακρίσεις μεταξύ των εταιριών που θα πτωχεύσουν και των εταιριών που δεν θα πτωχεύσουν. Εξετάστηκε η προβλεπτική

ικανότητα 30 διαφορετικών χρηματοοικονομικών δεικτών και προέκυψε το συμπέρασμα ότι ο δείκτης "ταμειακή ροή προς το συνολικό χρέος" όταν ο καλύτερος δείκτης για την πρόβλεψη της αστοχίας. Ο δείκτης αυτός φαίνεται πως είναι αποτελεσματικός ακόμη και για πρόβλεψη πέντε χρόνια πριν από την πτώχευση. Η μελέτη του αποτελεί ουσιαστικά μια μονοπαραγοντική ανάλυση πρόβλεψης της αποτυχίας, αλλά αποτέλεσε τη βάση για τις μελλοντικές έρευνες πολλών μεταβλητών.

Ταυτόχρονα, ο Tamari (1966) αλλά και λίγο αργότερα, οι Moses και Liao (1987) δημιούργησαν μοντέλα που βασιζόταν σε αριθμοδείκτες αξιολόγησης του κινδύνου εταιρικής αποτυχίας (risk index models). Το πλεονέκτημα αυτών των μοντέλων ήταν το γεγονός ότι ήταν ευκολότερο να εφαρμοστούν.

Ο Altman (1968) εισήγαγε την μέθοδο της πολυμεταβλητής διακριτής ανάλυσης στην πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης, υπολογίζοντας με τη χρήση μιας σειράς αριθμοδεικτών ένα σταθμισμένο δείκτη το Z score το οποίο μπορούσε να κατατάξει μια εταιρία σε αποτυχημένη ή μη, ανάλογα με την τιμή που θα λάμβανε. Ο Altman αναπροσάρμοσε αργότερα το συγκεκριμένο μοντέλο προκειμένου να αυξηθεί η ακρίβειά του. Το 1977, ο Altman παρουσίασε το Zeta model.

Σύμφωνα με τους Altman et al. (1981), υπάρχουν τέσσερα βήματα στην ανάπτυξη των μοντέλων πρόβλεψης της πτώχευσης:

1. η ανάλυση των ομάδων των αποτυχημένων και μη-αποτυχημένων επιχειρήσεων για τον εντοπισμό των χαρακτηριστικών που διαφοροποιούσαν τις δύο ομάδες πριν από την πτώχευση
2. η αναταξινόμηση του αρχικού δείγματος με τη χρήση των οικονομικών χαρακτηριστικών
3. ο έλεγχος της προβλεπτικής ικανότητας του μοντέλου σε ένα δείγμα, και
4. η χρήση του μοντέλου για την πρόβλεψη μελλοντικών πτωχεύσεων.

Μετά από τα έργα του Beaver (1966) και του Altman (1968), ένας μεγάλος αριθμός ερευνών έχει πραγματοποιηθεί χρησιμοποιώντας διαφορετικές στατιστικές τεχνικές, σε διαφορετικές χώρες, με μεταβολές στις έννοιες και τη διαδικασία που χρησιμοποιείται. Πολλοί ερευνητές ισχυρίζονται ότι έχουν επιτύχει καλύτερα αποτελέσματα για συγκεκριμένους κλάδους ή χώρες. Η πιο δημοφιλής μέθοδος πρόβλεψης της πτώχευσης μιας εταιρείας, έχει παραμείνει όμως η πολυμεταβλητή διακριτή ανάλυση του Altman (1968).

Αργότερα, η χρήση της πολυμεταβλητής διακριτής ανάλυσης περιορίστηκε. Στη θέση της άρχισαν να χρησιμοποιούνται λιγότερο απαιτητικές στατιστικά τεχνικές όπως η ανάλυση Logit, η ανάλυση Probit και τα γραμμικά πιθανοτικά μοντέλα. Αυτές οι μεθοδολογίες οδήγησαν στη δημιουργία των υπό συνθήκη μοντέλων πιθανοτήτων (Douprios & Zorounidis 1999).

Η ανάγκη περισσότερο ολοκληρωμένων μοντέλων στην πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης οδήγησε στην εισαγωγή νέων τεχνικών όπως τα πολυκριτήρια συστήματα λήψης αποφάσεων (DSS) τα οποία είναι σε θέση να συνδυάσουν κατάλληλα τις στατιστικές τεχνικές με ποιοτικές μεταβλητές. Ο Libby (1975) παρατήρησε ότι οι ποιοτικές μεταβλητές είναι δύσκολο αλλά όχι αδύνατο να συμπεριληφθούν σε ένα κλασσικό υπόδειγμα διακριτής ανάλυσης. Ένα DSS αναπτύχθηκε και από τους Σίσκο, Ζοπουνίδη και Πολυέζο (1994) για να υποστηρίξει την λήψη αποφάσεων όσον αφορά την δανειοδότηση ή μη επιχειρήσεων από μια επενδυτική τράπεζα. Το συγκεκριμένο σύστημα βασίστηκε στην ανάλυση 15 ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων 39 εταιριών για την περίοδο 1985 έως 1989.

Ακόμη, εκτός από τις προηγούμενες ποσοτικές τεχνικές, αναπτύχθηκε και η μέθοδος των Νευρωνικών δικτύων η οποία χρησιμοποιεί τις δυνατότητες της πληροφορικής και της τεχνικής νοημοσύνης. Ο Atiya (2001) χρησιμοποίησε δείκτες που σχετίζονται με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μιας εταιρείας, όπως για παράδειγμα η μεταβλητότητα της τιμής, ο δείκτης τιμής προς ταμειακή ροή κτλ. Ο ερευνητής πέτυχε σχετικά υψηλά ποσοστά ταξινόμησης των επιχειρήσεων σε σχέση με τις παραδοσιακές στατιστικές τεχνικές.

Το ερευνητικό ενδιαφέρον στην πρόβλεψη πτώχευσης σημείωσε κάποια πτώση τα προηγούμενα χρόνια, πιθανότατα λόγω του θετικού οικονομικού κύκλου στις περισσότερες οικονομίες. Η πλειοψηφία των διεθνών μελετών πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας χρησιμοποιούν την πολυπαραγοντική διακριτή ανάλυση (Altman, 1984; Charitou et al, 2004). Ωστόσο, παρά τη δημοτικότητα της τεχνικής αυτής, πρόβλημα δημιουργούν οι περιορισμοί που υπάρχουν για τη χρήση της (Ohlson, 1980). Εξαιτίας των περιορισμών αυτών, οι Ohlson (1980) και Zmijewski (1984) χρησιμοποίησαν λογαριθμική παλινδρόμηση για την πρόβλεψη της αστοχίας της εταιρείας, αλλά τα μοντέλα που προτάθηκαν δεν ήταν ευαίσθητα σε οικονομικές καταστάσεις κινδύνου, εκτός από εκείνες που χρησιμοποιούνται κατά την ανάπτυξη των μοντέλων (Grice και Dugan, 2001). Οι μεταγενέστερες βελτιώσεις δείχνουν ότι τα μοντέλα αυτά μπορούν να εφαρμοστούν και για τις αναδυόμενες οικονομίες, παρά τους περιορισμούς του μοντέλου (Nam & Jinn, 2000).

Άλλες ενδιαφέρουσες ιδέες για τη δημιουργία μοντέλων πρόβλεψης αποτυχίας είναι η χρήση των νευρωνικών δικτύων (Charitou et al., 2004) και η χρήση μεικτών μοντέλων logit (Jones και Hensher, 2004). Παρά τις σημαντικές στατιστικές εξελίξεις που σημειώθηκαν στον τομέα αυτό τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η πολυμεταβλητή διακριτή ανάλυση ακόμα παραμένει η πιο δημοφιλής και πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη τεχνική πρόβλεψης της αποτυχίας, πιθανότατα λόγω του γεγονότος ότι το σφάλμα Τύπου I είναι χαμηλό σε σύγκριση με τις εναλλακτικές και πιο σύνθετες τεχνικές (Charitou et al., 2004).

6.2 Κριτική στο μοντέλο Altman's z-score

Πολλές επιστημονικές μελέτες είναι αφιερωμένες στην εξεύρεση του καλύτερου εταιρικού μοντέλου πρόβλεψης της αποτυχίας ή πτώχευσης μιας επιχείρησης. Με σκοπό την πρόβλεψη του κινδύνου της επιχειρηματικής αποτυχίας και την κατάταξη με ακρίβεια των επιχειρήσεων ανάλογα με την οικονομική τους κατάσταση, χρησιμοποιούνται διάφορα μοντέλα και τεχνικές, που το καθένα κάνει διαφορετικές υποθέσεις και έχει διαφορετική υπολογιστική πολυπλοκότητα (Balcaen & Ooghe, 2006).

Οι τέσσερις τύποι των κλασικών στατιστικών μεθόδων που έχουν εφαρμοστεί στις μελέτες πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας είναι : (1) η ανάλυση μίας μεταβλητής, (2) τα μοντέλα των δεικτών κινδύνου, (3) η διακριτή ανάλυση πολλών μεταβλητών (MDA – Multivariate discriminant analysis), και (4) τα μοντέλα πιθανοτήτων (logit, probit, και γραμμικά μοντέλα πιθανοτήτων) (Balcaen & Ooghe, 2006).

Κάθε μία από αυτές τις μεθόδους φέρει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και προχωρά σε διαφορετικές υποθέσεις. Για παράδειγμα, εκτός από την παραδοχή διχοτομικών συνόλων δεδομένων, η τεχνική της ανάλυσης πολλών μεταβλητών υποθέτει ότι όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές ακολουθούν κανονική κατανομή, ότι υπάρχουν ίσες μήτρες διακύμανσης – συνδιακύμανσης (variance - covariance) στις ομάδες που αποτυγχάνουν ή δεν αποτυγχάνουν, και ότι υπάρχουν λανθασμένα ταξινομημένα κόστη και λανθασμένα αποτιμημένη πιθανότητα αποτυχίας (Balcaen & Ooghe, 2006). Από την άλλη πλευρά, η λιγότερο απαιτητική μέθοδος Logit δεν περιλαμβάνει αντίστοιχες παραδοχές σχετικά με την κατανομή των ανεξάρτητων μεταβλητών ή την προηγούμενη πιθανότητα αποτυχίας. Η ανάλυση Logit υποθέτει πως υπάρχει μόνο μια διχοτομική εξαρτημένη μεταβλητή, η εξέταση του κόστους των λαθών τύπου I και τύπου II και η απουσία πολυσυγγραμμικότητας (Balcaen & Ooghe, 2006).

Ο Altman (1968) εισήγαγε μια πολυμεταβλητή στατιστική τεχνική ανάλυση, η οποία ονομάστηκε πολλαπλή διακριτή ανάλυση (MDA) ως απάντηση στο πρόβλημα της πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας και εκτίμησε ένα Z-score μοντέλο. Η πολυπαραγοντική διακριτή ανάλυση είναι μια στατιστική τεχνική που χρησιμοποιείται για ταξινομήσει μια παρατήρηση σε μία από τις πολλές ομάδες που εξαρτώνται από το ατομικά χαρακτηριστικά παρατήρησης, επιχειρώντας να αντλήσει ένα γραμμικό συνδυασμό αυτών των χαρακτηριστικών που να διακρίνει με τον καλύτερο τρόπο αυτές τις ομάδες (Altman, 1968). Με την πάροδο του χρόνου, υπήρξε ένας τεράστιος αριθμός των μελετών που βασίζονται στο Z-score model του Altman.

Το υπόδειγμα του Altman αποτέλεσε την αφετηρία για την χρησιμοποίηση της πολυμεταβλητής διακριτής ανάλυσης στην πρόβλεψη της πτώχευσης. Η στατιστική μεθοδολογία του υποδείγματος δέχτηκε και επικριτικά σχόλια. Για παράδειγμα, ο Moyer (1977) αμφισβήτησε την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου και ο Deakin

(1976) άσκησε κριτική στην υπόθεση της πολυμεταβλητής κανονικότητας η οποία τις περισσότερες φορές παραβιάζεται με αποτέλεσμα να προκύπτουν λάθος κατηγοριοποιήσεις εταιριών. Παρόλα αυτά, το συγκεκριμένο υπόδειγμα δεν δέχτηκε κριτικές για το θεωρητικό του πλαίσιο για αυτό και αποτέλεσε την βάση πολλών ανάλογων μελετών.

Οι Altman et al. (1977) προσάρμοσαν το αρχικό Z-score μοντέλο σε ένα νέο, και καλύτερης απόδοσης μοντέλο ανάλυσης Zeta. Μέχρι τη δεκαετία του 1980, η πολυπαραγοντική διακριτή τεχνική κυριάρχησε στη βιβλιογραφία που είναι σχετική με την πρόβλεψη της επιχειρηματικής αποτυχίας. Η πλειοψηφία των μελετών πολυπαραγοντικής διακριτής ανάλυσης χρησιμοποιούν ένα γραμμικό μοντέλο πολλών παραγόντων. Από το 1980, η χρήση της πολυπαραγοντικής διακριτής ανάλυσης μειώθηκε (Dimitras et al., 1996), αλλά παραμένει ένα γενικά αποδεκτό πρότυπο και συχνά χρησιμοποιείται ως μέθοδος αναφοράς για συγκριτικές μελέτες (Altman & Narayanan, 1997). Η μέθοδος αυτή έχει σε κάποιο βαθμό αντικατασταθεί από λιγότερο απαιτητικές στατιστικές τεχνικές όπως η ανάλυση logit, η ανάλυση probit και η γραμμική μοντελοποίηση πιθανότητας. Αυτές οι μέθοδοι οδήγησαν σε μοντέλα πιθανοτήτων με όρους (Dounpos & Zoroudinis, 1999), που αποτελούνται από ένα συνδυασμό μεταβλητών που επιτυγχάνουν καλύτερη διάκριση μεταξύ επιχειρήσεων που αποτυγχάνουν και των επιχειρήσεων που δεν αποτυγχάνουν. Μέχρι τώρα, η ανάλυση Logit έχει γίνει μια πολύ δημοφιλή μέθοδος στην πρόβλεψη της επιχειρηματικής αποτυχίας. Ο αριθμός των μελετών που χρησιμοποιούν την ανάλυση Probit είναι πολύ μικρότερος, πιθανώς επειδή η τεχνική αυτή απαιτεί περισσότερους υπολογισμούς (Gloubos & Grammatikos, 1988).

Αν και οι κλασικές στατιστικές μέθοδοι της πολυπαραγοντικής διακριτής ανάλυσης και τα υπό όρους μοντέλα πιθανοτήτων έχουν αποδειχθεί πολύ δημοφιλή στην πρόβλεψη της εταιρικής αποτυχίας, φαίνεται πως υπάρχουν αρκετά προβλήματα που σχετίζονται με την εφαρμογή αυτών των μεθόδων για την μοντελοποίηση της πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας. Η πολυπαραγοντική διακριτή ανάλυση είναι μακράν η πιο κυρίαρχη κλασική στατιστική μέθοδος, ακολουθούμενη από την ανάλυση logit (Altman και Saunders, 1998). Τα κλασικά στατιστικά μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης περιλαμβάνουν μια διαδικασία κατάταξης για την ταξινόμηση των

επιχειρήσεων. Οι δύο τύποι εσφαλμένων ταξινομήσεων μπορεί να λάβει δύο μορφές σφάλματος, ένα σφάλμα τύπου I γίνεται όταν μια προβληματική επιχείρηση κατατάσσεται λανθασμένα ως μη προβληματική επιχείρηση, ενώ ένα σφάλμα τύπου II γίνεται όταν μια μη προβληματική επιχείρηση εσφαλμένα κατατάσσεται στις προβληματικές.

Η τεχνική της πολυπαραγοντικής διακριτής ανάλυσης ξεκινά με διάφορες υποθέσεις, οι οποίες συχνά αποτελούν πηγή για κριτική (Edmister, 1972; Karels & Prakash, 1987). Πρώτον, η πολυπαραγοντική διακριτή ανάλυση υποθέτει ότι τα δεδομένα είναι διχοτομικά, δηλαδή οι ομάδες είναι διακριτές, μη επικαλυπτόμενες και αναγνωρίσιμες. Δεύτερον, η χρήση της πολυπαραγοντικής διακριτής ανάλυσης βασίζεται σε τρεις περιοριστικές υποθέσεις: (1) Οι ανεξάρτητες μεταβλητές ακολουθούν την κανονική κατανομή, (2) υπάρχουν ίσες μήτρες variance-covariance σε όλες τις ομάδες αποτυχίας και μη αποτυχίας και (3) υπάρχει κάποια καθορισμένη εκ των προτέρων πιθανότητα της αποτυχίας και εσφαλμένης ταξινόμησης εξόδων. Αν και ορισμένες μελέτες έχουν τονίσει τη σημασία των δύο πρώτων περιοριστικών υποθέσεων, οι περισσότερες μελέτες πολυμεταβλητής διακριτής ανάλυσης πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας δεν ελέγχουν αν τα δεδομένα πληρούν τις υποθέσεις αυτές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, η πολυπαραγοντική διακριτή τεχνική μοντελοποίησης συχνά να εφαρμόζεται με ακατάλληλο τρόπο και τα προκύπτοντα μοντέλα να μην είναι κατάλληλα για γενίκευση (Joy & Tollefson, 1975; Richardson & Davidson, 1984).

6.3 Άλλες μέθοδοι πρόβλεψης της πτώχευσης ή βιωσιμότητας των επιχειρήσεων

Όπως φάνηκε από την παραπάνω ανάλυση, η πολυμεταβλητή διακριτή ανάλυση είναι η ευρύτερα χρησιμοποιούμενη τεχνική για την διερεύνηση των προβλημάτων αυτών. Ο Altman προχώρησε στην ανάπτυξη τριών υποδειγμάτων για την καλύτερη πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης. Το πρώτο είναι το γνωστό Z-score, που αναπτύχθηκε το 1968 με τη χρήση των εισηγμένων επιχειρήσεων. Αυτό το μοντέλο είχε υψηλή προβλεπτική ισχύ έως και δύο έτη πριν από την πτώχευση. Επιπλέον, ο Altman προχώρησε σε δύο προσαρμογές του υποδείγματος του 1968: το Z'-score και το Z''-score. Αυτά τα μοντέλα έχουν κατασκευαστεί για να εφαρμόζονται σε επιχειρήσεις που

δεν είναι εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο. Και τα δύο μοντέλα έχουν υποκαταστήσει την αγοραία αξία με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων στο δείκτη X_4 , γεγονός όμως που κάνει αυτά τα μοντέλα λιγότερο αξιόπιστα από το πρωτότυπο. Το Z'' -score, σε αντίθεση με το Z' -score, δεν χρησιμοποιεί τη μεταβλητή X_5 - πωλήσεις / σύνολο ενεργητικού, προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί το ενδεχόμενο μεγάλης επιρροής του κλάδου στο αποτέλεσμα.

Πιο αναλυτικά, ο Altman, το 2000, σε μια επισκόπηση των μοντέλων Z Score και ZETA και αφού έλαβε υπόψη του τα σχόλια των άλλων ερευνητών παρουσίασε την τελική μορφή του μοντέλου Z score η οποία είναι η εξής (Altman, 2000):

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

Για να μπορεί όμως το μοντέλο να εφαρμοστεί και σε εταιρίες των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, ο Altman άλλαξε τους συντελεστές στάθμισης του υποδείγματος και αντικατέστησε την τρέχουσα αξία των ιδίων κεφαλαίων στην μεταβλητή X_4 με την λογιστική αξία (Book value).

Στην αναθεωρημένη του μορφή το υπόδειγμα είχε την ακόλουθη μορφή :

$$Z' \text{ score} = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998 X_5$$

Η μεταβλητή X_4 (Λογιστική αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Συνολικές υποχρεώσεις) παρουσίαζε πλέον μειωμένη σημαντικότητα σε σχέση με το αρχικό υπόδειγμα, όμως, παρά όλα αυτά εξακολουθούσε να αποτελεί την τρίτη σημαντικότερη μεταβλητή του Z – score.

Τέλος, προκειμένου το υπόδειγμα να μην επηρεάζεται από το μέγεθος του κάθε κλάδου αφαιρέθηκε η μεταβλητή X_1 (Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού). Έτσι, προέκυψε το νέο υπόδειγμα Z'' - Score το οποίο περιλαμβάνει τέσσερις μεταβλητές και έχει την ακόλουθη μορφή:

$$Z'' \text{ - Score} = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

Ταυτόχρονα, επανεκτιμήθηκαν και τα σκορ πρόκρισης και απόρριψης του μοντέλου.

Κεφάλαιο 7: Το μοντέλο Altman's z-score

7.1 Η περιγραφή του μοντέλου Altman's z-score

Η πρόβλεψη της χρεοκοπίας μιας επιχείρησης ή ενός οργανισμού είναι ένα ζήτημα που απασχολεί έντονα τη διεθνή βιβλιογραφία. Η πρόβλεψη της πτώχευσης έχει σχετιστεί σε μεγάλο βαθμό με τον Altman, ο οποίος διαμόρφωσε ένα υπόδειγμα που επιδιώκει να εντοπίσει τα σημάδια μιας επικείμενης χρεοκοπίας.

Ο Altman (1968) αποτέλεσε τον πρωτοπόρο που πρότεινε την πολυμεταβλητή διακριτή ανάλυση (MDA¹⁷) για να κατηγοριοποιήσει τις εταιρίες σε πτωχευμένες και μη, με βάση τον υπολογισμό και την ανάλυση ενός συνόλου αριθμοδεικτών, ώστε να προκύψει ένα Z score. Το αρχικό δείγμα που χρησιμοποίησε για τη μελέτη του αποτελούνταν από 66 εταιρίες. Την ομάδα των πτωχευμένων επιχειρήσεων αποτελούσαν 33 εταιρίες, οι οποίες δήλωσαν πτώχευση κατά την χρονική περίοδο από το 1946 έως το 1965. Η επιλογή των αριθμοδεικτών που χρησιμοποιήθηκαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές πραγματοποιήθηκε με την εφαρμογή της MDA σε μια ομάδα 22 αριθμοδεικτών, οι οποίοι ήταν χωρισμένοι σε 5 κατηγορίες. Η λίστα αυτή καταρτίστηκε με κριτήριο α) την αναφορά τους από την διεθνή βιβλιογραφία, β) τη σχετικότητά τους με τη συγκεκριμένη μελέτη, γ) ενώ ο Altman εισήγαγε και επιπλέον δείκτες. Οι κατηγορίες στις οποίες ανήκουν οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν ήταν οι εξής:

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες Μόχλευσης

¹⁷ Multiple Discriminant Analysis

- Αριθμοδείκτες Φερεγγυότητας και
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Από αυτούς τους δείκτες επιλέχθηκαν και χρησιμοποιήθηκαν πέντε. Ο λόγος που επιλέχθηκαν ήταν το γεγονός ότι ο συνδυασμός τους μεγιστοποιούσε την προβλεπτική ικανότητα του υποδείγματος. Καθώς το μοντέλο Z score χρησιμοποιεί τη γραμμική ανάλυση, με την οποία ένας αριθμός δεικτών, και συγκεκριμένα πέντε δείκτες, σταθμίζονται και αθροίζονται για να προκύψει ένα συνολικό σκορ με βάση το οποίο θα γίνει η ταξινόμηση των εταιριών σε πτωχευμένες και μη.

Συνεπώς, το υπόδειγμα Z-score του Altman (1968) χρησιμοποιεί πέντε βασικούς δείκτες, οι οποίοι σταθμίζονται κατάλληλα, με σκοπό να προκύψει ένα μοναδικό αποτέλεσμα. Πιο συγκεκριμένα, οι δείκτες που χρησιμοποιεί το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι οι εξής: Κεφάλαιο κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού (X_1), Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού (X_2), ΚΠΤΦ / Σύνολο Ενεργητικού (X_3), Αγοραία Αξία της Επιχείρησης / Σύνολο Υποχρεώσεων (X_4) και Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού (X_5). Αυτοί οι δείκτες συνδυάζονται στην παρακάτω σχέση:

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

Όσον αφορά τα αποτελέσματα και την εξαγωγή συμπερασμάτων, θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι επιχειρήσεις με Z score:

- Μεγαλύτερο του 2,67 δεν κινδυνεύουν εντός του έτους με πτώχευση,
- μικρότερο του 1,81 αναμένεται να πτωχεύσουν εντός του τρέχοντος έτους,
- όταν το σκορ βρίσκεται μεταξύ 1,81 και 2,67 δεν μπορεί να γίνει ασφαλής πρόβλεψη.

Ο Altman σημειώνει ότι ασφαλής πρόβλεψη μπορεί να γίνει έως 2 έτη προ της πτώχευσης. Μετά τα 2 έτη, η πιθανότητα λάθους ταξινόμησης αυξάνεται σημαντικά.

7.2 Οι τιμές του μοντέλου για τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις

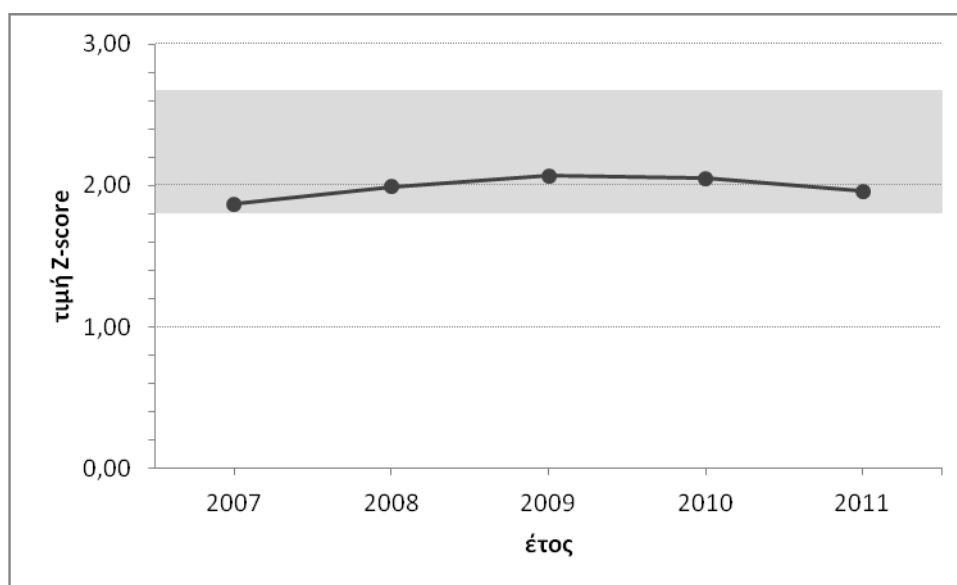
7.2.1 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.

Για την Αστήρ Παλάς ο υπολογισμός των δεικτών του Z- Score φαίνονται στον παρακάτω πίνακα, ενώ γίνεται και διαγραμματική απεικόνιση των αποτελεσμάτων, με σκίαση της περιοχής που βρίσκεται μεταξύ των κρίσιμων, για το υπόδειγμα, τιμών 1,81 και 2,67.

Πίνακας 77: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ – Z-score

| | Συντελεστές | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Z=1,2X1+1,4X2+3,3X3+0,6X4+1X5 | | 1,87 | 1,99 | 2,07 | 2,05 | 1,96 |
| X1=ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,2 | -0,16 | -0,04 | -0,03 | -0,05 | -0,09 |
| X2=ΜΗ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,4 | -0,05 | -0,07 | -0,05 | -0,04 | -0,06 |
| X3=ΚΠΦΤ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 3,3 | -0,04 | -0,04 | -0,03 | -0,03 | -0,04 |
| X4=ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ / ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | 0,6 | 3,56 | 7,10 | 6,99 | 3,53 | 2,46 |
| X5=ΠΩΛΗΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,0 | 0,14 | 0,13 | 0,14 | 0,14 | 0,14 |

Διάγραμμα 18: ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ – Z-score



Το σκορ της συγκεκριμένης επιχείρησης για το 2007 ανέρχεται σε 1,87, για το 2008 σε 1,99, για το 2009 σε 2,07, για το 2010 σε 2,05 και για το 2011 σε 1,96. Παρατηρούμε ότι οι τιμές είναι υψηλότερες για τα έτη 2009 και 2010, οπότε και ξέσπασε η οικονομική κρίση στην Ελλάδα, ενώ το 2011 φαίνεται να υποχωρεί ελαφρά.

Για την ξενοδοχειακή επιχείρηση Αστήρ Παλλάς δεν μπορεί να γίνει ασφαλής πρόβλεψη πτώχευσης για τα επόμενα δύο χρόνια, αφού όλα τα έτη που εξετάστηκαν η τιμή του Z- Score βρίσκεται μεταξύ του 1,81 και του 2,67. Παρόλα αυτά, η διοίκηση δεν θα πρέπει να εφησυχάζει, αφού η τιμή του δείκτη δεν αποκλείει την πιθανότητα πτώχευσης.

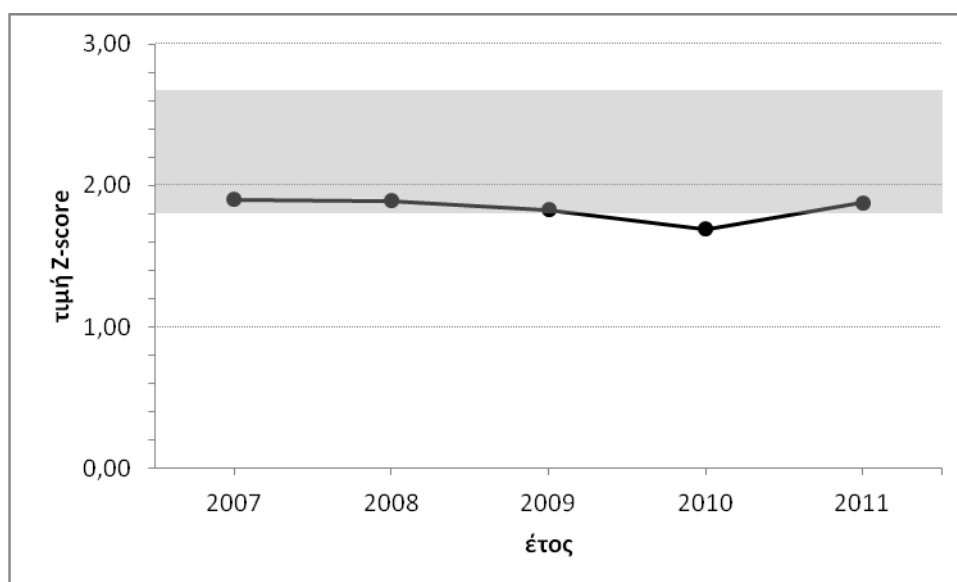
7.2.2 ΓΕΚΕ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟΝ PRESIDENT

Για την εταιρία ΓΕΚΕ ΑΕ, ο υπολογισμός του Z- Score για τα έτη 2007 έως 2011 φαίνεται παρακάτω στον πίνακα και στο διάγραμμα:

Πίνακας 78: ΓΕΚΕ ΑΕ – Z-score

| | Συντελεστές | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Z=1,2X1+1,4X2+3,3X3+0,6X4+1X5 | | 1,90 | 1,89 | 1,83 | 1,69 | 1,88 |
| X1=ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,2 | 0,17 | 0,18 | 0,17 | 0,11 | 0,17 |
| X2=ΜΗ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,4 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,01 | 0,05 |
| X3=ΚΠΦΤ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 3,3 | 0,07 | 0,06 | 0,05 | 0,04 | 0,05 |
| X4=ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ / ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | 0,6 | 2,20 | 1,99 | 2,59 | 2,26 | 2,77 |
| X5=ΠΩΛΗΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,0 | 0,15 | 0,15 | 0,14 | 0,13 | 0,13 |

Διάγραμμα 19: ΓΕΚΕ ΑΕ – Z-score



Οι τιμές του Z - σκορ της συγκεκριμένης επιχείρησης για το 2007 ανέρχεται σε 1,90, για το 2008 σε 1,89, για το 2009 σε 1,83, για το 2010 σε 1,69 και για το 2011 σε

1,88. Θα πρέπει να σημειωθεί πως τα τέσσερα από τα πέντε έτη που εξετάζονται η τιμή του Z- Score βρίσκεται μεταξύ του 1,81 και του 2,67, επομένως, δεν μπορεί να γίνει ασφαλής πρόβλεψη για πτώχευση. Μόνο το 2010, η επιχείρηση έχει τιμή 1,69 (μικρότερη του 1,81) οπότε φαίνεται πως κινδυνεύει με πτώχευση. Η ΓΕΚΕ ΑΕ φαίνεται να έχει γενικά χαμηλότερη βαθμολογία από την Αστήρ Παλάς.

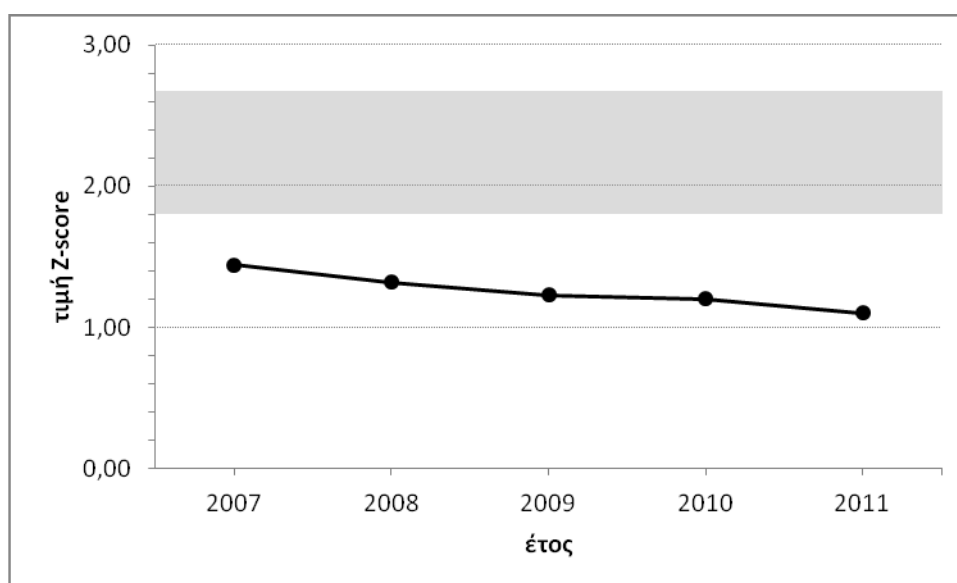
7.2.3 ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.

Η εταιρία Ιονική Ξενοδοχεία και Επιχειρήσεις ΑΕ σημειώνει τα παρακάτω σκορ, σύμφωνα με το υπόδειγμα του Altman, για τα έτη 2007-2011:

Πίνακας 79: ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ – Z-score

| | Συντελεστές | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Z=1,2X1+1,4X2+3,3X3+0,6X4+1X5 | | 1,44 | 1,32 | 1,23 | 1,20 | 1,10 |
| X1=ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,2 | 0,14 | -0,01 | 0,02 | 0,02 | 0,01 |
| X2=ΜΗ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,4 | 0,02 | 0,04 | 0,00 | 0,01 | -0,01 |
| X3=ΚΠΦΤ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 3,3 | 0,03 | 0,03 | 0,02 | 0,01 | -0,01 |
| X4=ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ / ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | 0,6 | 1,63 | 2,29 | 2,04 | 2,23 | 2,30 |
| X5=ΠΩΛΗΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,0 | 0,17 | 0,21 | 0,17 | 0,15 | 0,15 |

Διάγραμμα 20: ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ – Z-score



Οι τιμές του Z - score της συγκεκριμένης επιχείρησης για το 2007 ανέρχεται σε 1,44, για το 2008 σε 1,32, για το 2009 σε 1,23, για το 2010 σε 1,20 και για το 2011 σε 1,10. Συνεπώς, η οικονομική κρίση που πλήττει τη χώρα και τις περισσότερες επιχειρήσεις, επηρεάζει και την συγκεκριμένη επιχείρηση αυξάνοντας τις πιθανότητες για πτώχευση, αφού και τα πέντε εξεταζόμενα έτη, η τιμή του Z- Score είναι σημαντικά μικρότερη του 1,81 και μάλιστα με τάση μείωσης.

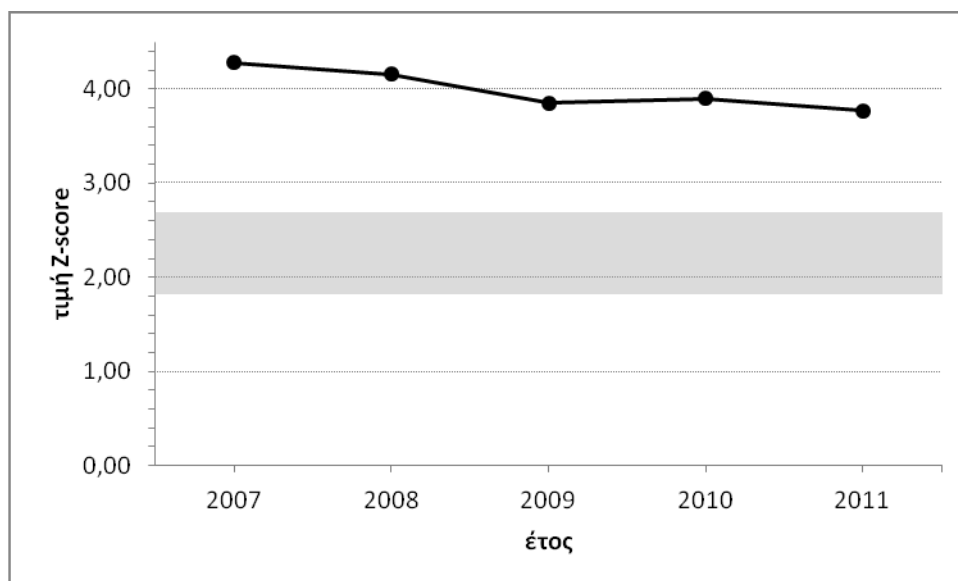
7.2.4 ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΟ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ

Για την εταιρία Λάμψα ΑΕ, ο υπολογισμός του Υποδείγματος του Altman και η εκτίμηση του z-score παρουσιάζεται παρακάτω στον πίνακα και διαγραμματικά:

Πίνακας 80: ΛΑΜΨΑ ΑΕ – Z-score

| | Συντελεστές | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Z=1,2X1+1,4X2+3,3X3+0,6X4+1X5 | | 4,28 | 4,16 | 3,85 | 3,90 | 3,77 |
| X1=ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,2 | 0,02 | 0,01 | -0,13 | -0,02 | -0,05 |
| X2=ΜΗ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,4 | 0,03 | 0,01 | 0,00 | -0,02 | -0,06 |
| X3=ΚΠΦΤ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 3,3 | 0,06 | 0,04 | 0,02 | 0,00 | -0,01 |
| X4=ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ / ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | 0,6 | 6,23 | 5,70 | 6,47 | 6,51 | 6,39 |
| X5=ΠΩΛΗΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | 1,0 | 0,29 | 0,25 | 0,21 | 0,20 | 0,20 |

Διάγραμμα 21: ΛΑΜΨΑ ΑΕ – Z-score



Οι τιμές του Z - σκορ της συγκεκριμένης επιχείρησης για το 2007 ανέρχεται σε 4,28, για το 2008 σε 4,16, για το 2009 σε 3,85, για το 2010 σε 3,90 και για το 2011 σε 3,77. Από τα παραπάνω αποτελέσματα προκύπτει πως η εν λόγω εταιρία δεν κινδυνεύει να πτωχεύσει μέσα στα επόμενα δύο έτη, αφού οι τιμές του Z-score είναι σημαντικά υψηλότερες του 2,67. Παρόλα αυτά, η διοίκηση πρέπει να συνεχίσει την προσπάθεια, αφού η τιμή του δείκτη παρουσιάζει πτωτική τάση.

7.3 Σύνοψη των αποτελεσμάτων

Από τα παραπάνω αποτελέσματα θα πρέπει να σημειωθούν τα εξής:

- Την χειρότερη επίδοση στο υπόδειγμα του Altman παρουσιάζει η Ιονική Ξενοδοχεία κα επιχειρήσεις ΑΕ, της οποίας οι τιμές του Z - score για το 2007 ανέρχονται σε 1,44, για το 2008 σε 1,32, για το 2009 σε 1,23, για το 2010 σε 1,20 και για το 2011 σε 1,10. Συνεπώς, η εν λόγω εταιρία αναμένεται να πτωχεύσει άμεσα.
- Την καλύτερη επίδοση έχει η Λάμψα ΑΕ, η οποία ελέγχει το Ξενοδοχείο Μεγάλη Βρετανία, με το Z - σκορ για το 2007 να ανέρχεται σε 4,28, για το 2008 σε 4,16, για το 2009 σε 3,85, για το 2010 σε 3,90 και για το 2011 σε 3,77. Επομένως, η συγκεκριμένη εταιρία δεν κινδυνεύει με πτώχευση.
- Οι άλλες δύο εταιρίες δεν επιτρέπουν την πρόβλεψη πτώχευσης με ασφάλεια. Η Αστήρ Παλλάς ΑΕ εμφανίζει σκορ για το 2007 ίσο με 1,87, για το 2008 ίσο με 1,99, για το 2009 ίσο με 2,07, για το 2010 ίσο με 2,05 και για το 2011 ίσο με 1,96. Αντίστοιχα, η ΓΕΚΕ ΑΕ που ελέγχει το ξενοδοχείο President η τιμή του Z Score για το 2007 ανέρχεται σε 1,9, για το 2008 σε 1,89, για το 2009 σε 1,83, για το 2010 σε 1,69 και για το 2011 σε 1,88. Από τις δύο αυτές επιχειρήσεις, ελαφρά καλύτερη επίδοση έχει η εταιρία Αστήρ Παλλάς ΑΕ.

Κεφάλαιο 8: Συμπεράσματα

Στην παρούσα εργασία, πραγματοποιήθηκε μια ανάλυση αριθμοδεικτών για τις τέσσερις εισηγμένες επιχειρήσεις του ξενοδοχειακού κλάδου στην Ελλάδα. Ο τουρισμός αποτελεί ένα από τους βασικούς πυλώνες της ελληνικής οικονομίας, καθώς έχει μεγάλη συμμετοχή στο ΑΕΠ της χώρας και απασχολεί μεγάλο μέρος του πληθυσμού. Από το ξέσπασμα της κρίσης και έπειτα το ποσοστό αυτό έπεσε λόγω της επιδείνωσης της διεθνούς εικόνας της χώρας στο εξωτερικό. Πάντως, από το 2011 η αρνητική τάση αυτή άρχισε να αναστρέφεται. Μάλιστα, το 2013 αναμένεται σημαντική αύξηση των αφίξεων ξένων τουριστών στη χώρα.

Η συμβολή της παρούσας μελέτης έγκειται στην παρουσίαση της πορείας του πολύ σημαντικού για την χώρα μας τουριστικού κλάδου και συγκεκριμένα των ξενοδοχειακών υπηρεσιών. Το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα αφορά την περίοδο 2007 έως 2011 και παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η εικόνα της πορείας των επιχειρήσεων μέσα σε ασταθές οικονομικό περιβάλλον, πριν και κατά την διάρκεια της εκδήλωσης της κρίσης χρέους στην Ελλάδα.

Η μελέτη ξεκίνησε με τη μελέτη του εξωτερικού περιβάλλοντος που επηρεάζει τις εν λόγω επιχειρήσεις. Έπειτα από ανάλυση των πολιτικών, οικονομικών, κοινωνικών και τεχνολογικών επιδράσεων του εξωτερικού περιβάλλοντος, προκύπτει ότι μεγαλύτερη επίδραση έχει η οικονομική κρίση. Το επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση θα είναι τελείως διαφορετικό, ενώ θα επικρατούν νέες συνθήκες στην αγορά προϊόντων και υπηρεσιών, με τις ελληνικές επιχειρήσεις να λειτουργούν σε ένα περισσότερο ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Η αντοχή των ελληνικών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίση θα εξαρτηθεί από την ικανότητά τους να δημιουργήσουν συγκριτικό πλεονέκτημα, με την παροχή ποιοτικών προϊόντων σε προσιτές τιμές, αφού πλέον γίνεται σύγκριση σε διεθνές επίπεδο. Από αυτή την πρόκληση δεν εξαιρούνται οι τουριστικές επιχειρήσεις της χώρας, καθώς η μεγάλη σημασία του τουρισμού για την Ελλάδα επιβάλλει την εφαρμογή μιας διαφορετικής πολιτικής στον τουρισμό, με στόχο τη βελτίωση της εικόνας του τουριστικού προϊόντος.

Συνεπώς, κρίνεται απαραίτητο να υπάρξει ανανέωση του υφιστάμενου πρότυπου τουριστικής ανάπτυξης, που στηρίζεται στον μαζικό οργανωμένο τουρισμό και την ομοιομορφία, αγνοώντας τις εξατομικευμένες συμπεριφορές και τις προτιμήσεις των τουριστών. Αυτή η μορφή τουρισμού δεν είναι σε θέση να ικανοποιήσει τις αυξανόμενες απαιτήσεις των τουριστών.

Γίνεται επομένως σαφές για τον ελληνικό τουρισμό ότι οι περιορισμένοι δημόσιοι πόροι θα πρέπει να κατανεμηθούν πιο αποδοτικά και να στραφούν στην ανάδειξη των παραδοσιακών οικισμών, την ενίσχυση του ορεινού τουρισμού, την αναβάθμιση των παρεχόμενων υπηρεσιών, την προστασία αρχαιολογικών και φυσικών χώρων, την ενίσχυση των σύγχρονων υποδομών στις συγκοινωνίες κτλ (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2010).

Μετά την αξιολόγηση του εξωτερικού περιβάλλοντος που επηρεάζει τη λειτουργία των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων στην Ελλάδα, γίνεται ανάλυση αριθμοδεικτών για την αξιολόγηση του εσωτερικού περιβάλλοντος για τις εν λόγω επιχειρήσεις. Οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ διάφορων μεγεθών της επιχείρησης και αποσκοπούν στον προσδιορισμό της θέση ολόκληρης της επιχείρησης ή των διάφορων τμημάτων της και την παρουσίαση της πραγματικής κατάστασης της επιχείρησης.

Η χρησιμοποίηση των δεικτών προσφέρει τη δυνατότητα εξαγωγής συμπερασμάτων που δεν γίνονται άμεσα αντιληπτά από την απλή ανάγνωση των οικονομικών καταστάσεων και αυτό γιατί μπορεί τα επιμέρους ποσά των οικονομικών καταστάσεων να μεταβάλλονται διαχρονικά, όμως η σχέση που παρουσιάζουν μεταξύ τους να παραμένει αμετάβλητη. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών παρέχει ακόμη πιο χρήσιμες πληροφορίες όταν πραγματοποιείται διαχρονικά ή σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις. Η διαχρονική ανάλυση επιτρέπει τον εντοπισμό και την αξιολόγηση των τάσεων. Αντίστοιχα, η σύγκριση με τις τιμές των δεικτών άλλων ανταγωνιστριών επιχειρήσεων επιτρέπει στην επιχείρηση να εντοπίσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία της σε σύγκριση με τους ανταγωνιστές της.

Από τη ανάλυση των αριθμοδεικτών των τεσσάρων επιχειρήσεων προέκυψαν τα παρακάτω ευρήματα:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας. Συνολικά την καλύτερη επίδοση, από άποψη ρευστότητας έχει η ΓΕΚΕ ΑΕ, η οποία έχει τις υψηλότερες τιμές καθ' όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Αντίθετα, την χαμηλότερη ρευστότητα φαίνεται να έχει το Αστήρ Παλλάς.
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας. Από την παραπάνω ανάλυση των αριθμοδεικτών δραστηριότητας προκύπτει ότι η Λάμψα έχει συνολικά την καλύτερη επίδοση στην χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, αφού εμφανίζει τις υψηλότερες τιμές σε όλους τους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακή ταχύτητας, εκτός από την κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων.
- Αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης. Σε αυτή την κατηγορία αριθμοδεικτών είδαμε ότι η ΓΕΚΕ ΑΕ και η Αστήρ Παλλάς χρηματοδοτούνται σε μεγαλύτερο βαθμό με Ίδια Κεφάλαια. Επιπλέον, η ΓΕΚΕ και μετά η Λάμψα είναι οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία με Ίδια κεφάλαια. Η σύγκριση του δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών έδειξε ότι η ΓΕΚΕ ΑΕ εμφανίζει πολύ υψηλές τιμές, αφού έχει ελάχιστη χρηματοοικονομική μόχλευση, ενώ η Αστήρ Παλλάς έχει αρνητική τιμή του δείκτη, αφού εμφανίζει ζημίες. Η Λάμψα και η Ιονική εμφανίζουν θετικές τιμές του δείκτη, αφού οι τιμές είναι μεγαλύτερες της μονάδας άρα τα κέρδη τους αρκούν για να καλυφθούν οι τόκοι, με τη Λάμψα να έχει καλύτερη επίδοση.
- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας. Σε αυτή την κατηγορία, παρατηρούμε ότι την καλύτερη επίδοση έχει σε όλους τους δείκτες η ΓΕΚΕ ΑΕ. Ακολουθούν η Λάμψα και η Ιονική, ενώ η Αστήρ Παλλάς εμφανίζει ζημίες όλα τα εξεταζόμενα έτη. Επιπλέον, λόγω της οικονομικής κρίσης, όλες οι εξεταζόμενες εταιρίες εμφανίζουν ζημίες έστω και για μια χρονιά (το 2010 ή το 2011).

Στη συνέχεια, εξετάστηκαν οι πιθανότητες εταιρικής αποτυχίας για τις τέσσερις επιχειρήσεις. Η εταιρική αποτυχία παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους ερευνητές, γι' αυτό κι έχουν αναπτυχθεί πολλά μοντέλα και τεχνικές για την πρόβλεψή της. Από το 1960 έχουν δημοσιευτεί πολυάριθμες μελέτες για το συγκεκριμένο θέμα, ωστόσο οι πρωτότυπες ιδέες του Altman (1968) και του Beaver (1966) εξακολουθούν να θεωρούνται ότι προβλέπουν αποτελεσματικά την πτώχευση μιας εταιρίας.

Οι κυριότερες τεχνικές που χρησιμοποιήθηκαν για την πρόβλεψη της επιχειρηματικής αποτυχίας και με βάση τις οποίες δημιουργήθηκαν αντίστοιχα μοντέλα πρόβλεψης είναι:

1. Η Μονομεταβλητή ανάλυση.
2. Οι πολυμεταβλητές μέθοδοι ανάλυσης.
3. Νέες μέθοδοι όπως είναι τα πολυκριτήρια συστήματα λήψης αποφάσεων (Multicriteria Decision Support Systems) και τα Νευρωνικά δίκτυα.

Συνεπώς, υπάρχουν δύο βασικοί τύποι μελετών για την πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης: η μονοπαραγοντική και η πολυπαραγοντική ανάλυση. Η μονομεταβλητή ανάλυση εξετάζει τη σχέση μεταξύ ενός αριθμοδείκτη και της πιθανότητας πτώχευσης. Η πολυπαραγοντική ανάλυση χρησιμοποιεί πολλούς δείκτες και τους σταθμίζει για να καθορίσουν μια συνάρτηση πρόβλεψης της πτώχευσης. Στην πολυπαραγοντική ανάλυση ανήκει και το υπόδειγμα του Altman, με βάση το οποίο εξετάστηκε η βιωσιμότητα του δείγματος των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων.

Ο Altman (1968) εισήγαγε την μέθοδο της πολυμεταβλητής διακριτής ανάλυσης στην πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης, υπολογίζοντας με τη χρήση μιας σειράς αριθμοδεικτών ένα σταθμισμένο δείκτη το Z score το οποίο μπορούσε να κατατάξει μια εταιρία σε αποτυχημένη ή μη, ανάλογα με την τιμή που θα λάμβανε. Παρά τη μεγάλη του απήχηση, το μοντέλο του Altman δέχτηκε και πολλές κριτικές, κυρίως για τις υποθέσεις του.

Από τον υπολογισμό του μοντέλου του Altman μπορούν να εξαχθούν τα εξής συμπεράσματα για την πιθανότητα των εξεταζόμενων επιχειρήσεων να πτωχεύσουν:

- Την χειρότερη επίδοση στο υπόδειγμα του Altman παρουσιάζει η Ιονική Ξενοδοχεία κα επιχειρήσεις ΑΕ, η οποία κρίνεται πολύ πιθανό να πτωχεύσει άμεσα.
- Την καλύτερη επίδοση έχει η Λάμψα ΑΕ, η οποία ελέγχει το Ξενοδοχείο Μεγάλη Βρετανία, η οποία δεν κινδυνεύει με πτώχευση.
- Οι άλλες δύο εταιρίες δεν επιτρέπουν την πρόβλεψη πτώχευσης με ασφάλεια, αν και ελαφρά καλύτερη επίδοση έχει η εταιρία Αστήρ Παλλάς ΑΕ.

Συνοψίζοντας όσα προέκυψαν από τη χρηματοοικονομική αξιολόγηση της επίδοσης των τεσσάρων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων μπορούμε να αναφέρουμε τα εξής:

Η ΓΕΚΕ ΑΕ εμφανίζει την καλύτερη επίδοση όσον αφορά την ρευστότητα και την αποδοτικότητα, ενώ λειτουργεί με ελάχιστα ξένα κεφάλαια. Παρόλα αυτά, το μοντέλο του Altman δεν είναι σε θέση να προβλέψει με βεβαιότητα αν θα πτωχεύσει ή όχι.

Η Λάμπα έχει την καλύτερη επίδοση, όσον αφορά τους αριθμοδείκτες δραστηριότητας, ενώ είναι και η επιχείρηση που, σύμφωνα με το υπόδειγμα του Altman, δεν κινδυνεύει να πτωχεύσει μέσα στα επόμενα δύο έτη. Παρόλα αυτά, είναι ανησυχητικό το γεγονός ότι η ρευστότητά της συνεχώς επιδεινώνεται.

Η Αστήρ Παλάς έχει τη χαμηλότερη αποδοτικότητα, αφού εμφανίζει ζημίες καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Επιπλέον, αντιμετωπίζει και προβλήματα ρευστότητας. Παρόλα αυτά, το υπόδειγμα του Altman δεν μπορεί να δώσει μια ασφαλή πρόβλεψη για αποτυχία.

Τέλος, η Ιονική ΑΕ είναι η επιχείρηση με τις περισσότερες πιθανότητες εταιρικής αποτυχίας, σύμφωνα με το υπόδειγμα του Altman. Η ρευστότητά της θεωρείται σχετικά ικανοποιητική, αν και επιδεινώνεται, ενώ και η κερδοφορία της δέχεται ισχυρές πιέσεις.

Με την παρούσα μελέτη εξετάστηκε η βιωσιμότητα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ξενοδοχειακών επιχειρήσεων και αποτυπώθηκε η πορεία τους πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους στην Ελλάδα. Μειονέκτημα της παρούσης μελέτης μπορεί να θεωρηθεί η χρήση μικρού αριθμού επιχειρήσεων. Προτείνεται σε μελλοντικούς ερευνητές η εξέταση μεγαλύτερου αριθμού επιχειρήσεων, έτσι ώστε να αποδοθεί η συνολική εικόνα που παρουσίασε ο ξενοδοχειακός κλάδος. Ενδιαφέρον επίσης θα παρουσίαζε η χρήση μεγαλύτερου χρονικού διαστήματος, μετά τη σταθεροποίηση της οικονομίας, ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τον συνολικό αντίκτυπο της κρίσης στις επιχειρήσεις και να αποτυπωθεί η ικανότητα αντίδρασης και προσαρμογής των επιχειρήσεων στο μεταβαλλόμενο εξωτερικό περιβάλλον που αντιμετωπίζουν.

Βιβλιογραφία

Agrawal, N. P. (1981). *Analysis of financial statements*, New Delhi: National Publishing.

Altman, E. (1984), “The success of business failure prediction models: an international survey”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 8, pp. 171-98.

Altman, E. I., (1968). “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”. *The Journal of Finance*, vol. 23, No. 4, pp. 589–609.

Altman, E. I., Haldeman, R. G., Narayanan, P., (1977). “ZETA analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporations”. *Journal of Banking and Finance*, vol. 1, no. 1, pp. 29–51.

Altman, E. I., Narayanan, P., (1997). “An international survey of business failure classification models”. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 6, no. 2, pp. 1–57.

Altman, E. I., Saunders, A., (1998). “Credit risk measurement: developments over the last 20 years”. *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, no. 11–12, pp. 1721–1742.

Altman, E., Avery, R., Eisenbeis, R. and Sinkey, J. (1981). “Application of classification techniques in business, banking and finance”, *Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis*, Vol. 3, JAI Press, Greenwich, CT.

Altman, E.I., (2000). “Predicting financial distress of companies : Revisiting the Z score and ZETA Models”.

Atiya, F, A., (2001). “Bankruptcy Prediction for Credit Risk Using Neural Networks : A survey and new results”, *IEEE Transactions on Neural Networks*, vol. 12 ,no. 4 , pp. 929-935.

Balcaen, S., Ooghe, H., (2006). “35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems”, *The British Accounting Review*, Vol. 38, pp. 63-93.

Beaver, W., (1966). “Financial ratios predictors of failure. Empirical research in accounting: selected studies”. *Journal of Accounting Research*, vol. 4 (Suppl.), pp. 71–111.

Bull, A., (2002). *Τουριστική οικονομία*. Αθήνα: εκδόσεις Κλειδάριθμος.

Chan, W., Wong, K., (2007). “Towards a more comprehensive accounting framework for hotels in China”, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 19, No. 7, , pp. 546-559.

Charitou, A., Neophytou, E. and Charalambous, C. (2004). “Predicting corporate failure: empirical evidence for the UK”, *European Accounting Review*, Vol. 13 No. 3, pp. 465-97.

Coyne, J. S., (1985), “Measuring hospital performance in multiinstitutional organizations using financial ratios”, *Health Care Management Review*, Vol. 10, No. 4, pp. 35-42.

Deakin, E., (1976). “On the nature of the distribution of financial accounting ratios: some empirical evidence”. *The Accounting Review*, vol. 51, no. 1, pp. 90–97.

Dimitras, A., Zanakis, S., Zopoudinis, C., (1996). “A survey of business failures with an emphasis on failure prediction methods and industrial applications”. *European Journal of Operational Research*, vol. 90, no. 3, pp. 487–513.

Doumpos, M., Zopoudinis, C., (1999). “A multicriteria discrimination method for the prediction of financial distress: the case of Greece”. *Multinational Finance Journal*, vol. 3, no. 2, pp. 71–101.

Edmister, R., (1972). “An empirical test of financial ratio analysis for small business failure prediction”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 1477–1493.

Gerzema, J., Lebar, E., (2008). “*The Brand Bubble*”, Jossey-Bass.

Gloupos, G., Grammatikos, T., (1988). “The success of bankruptcy prediction models in Greece”. *Studies in Banking and Finance*, vol. 7, pp. 37–46.

Grice, J., Dugan, M. (2001). “The limitations of bankruptcy prediction models: some cautions for the researcher”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 17, pp. 151-66.

Holloway, J. C., (1989). *The business of tourism*. London: Pitman.

Jones, S., Hensher, D. (2004), “Predicting firm financial distress: a mixed logit model”, *The Accounting Review*, Vol. 79 No. 4, pp. 1011-38.

Joy, O. M., Tollefson, J. O., (1975). “On the financial applications of discriminant analysis”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 10, no. 5, pp. 723–739.

Kaplan, S. R., Norton, P. D, (1996). “Linking the balanced scorecard to strategy”, *California Management Review*, vol. 4, pp. 53-79.

Karadeniz, E., Kandir Y.S., Balcilar M., Onal B.Y., (2009). “Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies”, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, vol. 21, Iss:5 pp. 594-609.

Karels, G. V., Prakash, A. J., (1987). “Multivariate normality and forecasting of business bankruptcy”. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 14, no. 4, pp. 573–593.

Libby R. (1975). “Accounting ratios and the prediction of failure: Some behavioral evidence”, *Journal of Accounting Research*, vol. 13, no. 1, pp. 150-161.

Lockman, M., Patiarb, A., (2001). “The use of management accounting systems in hotels: an exploratory study”, *Hospitality Management*, vol. 20, no. 1, pp. 111–128.

Macas Nunes J. P., Serrasqueiro M. Z., (2007). “Capital structure of Portuguese service industries: A panel data analysis”, *The service industries journal*, vol. 27, no. 5, pp. 549-561.

Moses, D., Liao, S. S., (1987). “On developing models for failure prediction”. *Journal of Commercial Bank Lending*, vol. 69, pp. 27–38.

Moyer, R. C., (1977). “Forecasting financial failure: A re-examination”. *Financial Management*, vol. 6, no. 1, pp. 11–17.

Nam, J., Jinn, T., (2000). “Bankruptcy prediction: evidence from Korean listed companies during the IMF crisis”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 11 No. 3, pp. 178-97.

Ohlson, J. (1980). “Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 18 No. 1, pp. 109-31.

Peursem, V. K. A., Prat, M. J., Laurence, S. R., (1995). “Health management performance: A review of measures and indicators”, *Accounting, Auditing and accountability Journal*, Vol. 8, No. 5, pp. 34-70.

Priester, C., Wang, J., (2010), *Financial Strategies for the manager*, Springer-Verlag.

Richardson, F. M., Davidson, L. F., (1984). “On linear discrimination with accounting ratios”. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 11, no. 4, pp. 511–525.

Siskos Y., Zopounidis C., Poliezos A., (1994). “An integrated DSS for financing firms by an industrial development bank in Greece”, *Decision Support Systems*, vol. 12, pp. 151-168.

Smart S. B., Megginson W. L., Gitman, L. J., (2004). *Corporate finance*. London: Thomson South- Western.

Tamari, M., (1966). “Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy”. *Management International Review*, vol. 4, pp. 15–21.

Weston, J. F., Brigham, E. F. (1986). *Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση

Zmijewski (1984). “Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models”, *Journal of Accounting Research, Studies on Current Econometric Issues in Accounting Research*, Vol. 22, Supplement, pp. 59-82.

Από την επίσημη ιστοσελίδα: <http://www.astir-palace.com>

Από την επίσημη ιστοσελίδα: <http://www.ionianhe.gr>

Από την επίσημη ιστοσελίδα: <http://www.lampsa.gr>

Από την επίσημη ιστοσελίδα: <http://www.posidonia-events.com/>

Από την επίσημη ιστοσελίδα: <http://presidenthotel.eu>

Βαρβαρέσος Σ. (2009), «Η συνεισφορά των Εναλλακτικών και Ειδικών Μορφών Τουρισμού στην ανάπτυξη της τουριστικής δραστηριότητας». στο «*Εναλλακτικές και Ειδικές Μορφές Τουρισμού*», Μ. Σωτηριάδης & Ι. Φαρσάρη (επιμ). Αθήνα: Εκδόσεις Interbooks, σελ. 151-171.

Γαγάνης, Χ., Δούμπος, Μ., Ζοπουνίδης, Κ., (2006), *Συστήματα Πρόγνωσης της Χρηματοοικονομικής Αποτυχίας: Η Ελληνική Εμπειρία*, Αθήνα: Κλειδάριθμος

Γκλεζάκος, Μ. (2004). *Εισαγωγή στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάστασης των Επιχειρήσεων*. Πειραιάς : Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Ευθύμογλου Π. Γ., Λαζαρίδης, Ι. Τ., (2000), *Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων*. τεύχος Α', Πειραιάς.

Θάνος, Γ., Κιόχος, Π., Παπανικολάου, Γ. (2002). *Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων*. Αθήνα : Σύγχρονη Εκδοτική ΕΠΕ

Καφούσης, Ν. Γ. (1991). *Ανάλυση και Κριτική Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*. Αθήνα : Αυτοέκδοση

Λαγός, Δ. Μ. (2005), *Τουριστική Οικονομική*, Αθήνα: εκδόσεις Κριτική.

Λαζαρίδης, Γ. Τ., και Παπαδόπουλος, Δ. Λ., (2005). *Χρηματοοικονομική διοίκηση: Βασικές έννοιες χρηματοοικονομικής, χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και διοίκηση κεφαλαίου κίνησης*. Θεσσαλονίκη.

Λιούκας, Σ., (2010), «Οι ελληνικές επιχειρήσεις μετά την κρίση: Προοπτικές και στρατηγικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα», Μάιος, σελ. 1-22.

Νιάρχος, Α. Ν. (1997). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Πέμπτη έκδοση. Αθήνα: Α. Σταμούλης

Ξανθάκης, Μ., Αλεξάκης, Χ. (2007). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη

Σιαφάκας, Α. Γ. (1997). *Στοιχεία Λογιστικής και Ανάλυσης Ισολογισμού*. Αθήνα: Κ. Π. Σμπίλιας

Τράπεζα της Ελλάδος, (2006). *Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος, (2007). *Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος, (2008). *Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος, (2009). *Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος, (2010). *Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος, (2011). *Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος, (2012). *Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*. Αθήνα.

Τσάρτας, Π., Παπαθεοδώρου, Α., Λαγός, Δ., Σιγάλα, Μ., Χρήστου, Ε., Σπιλάνης, Γ., Σταυρινούδης, Θ., Βαγιάννη, Ε., Ζενέλης, Π., Βασιλείου, Μ., Αρβανίτης, Π., Τσιακάλη, Κ., Μαρινίδης, Δ., Πουλάκη, Ι., Παναγόπουλος, Π., (2010), «Η σημασία του τουρισμού για την ελληνική οικονομία / κοινωνία και προτάσεις πολιτικής για την

τουριστική ανάπτυξη», μελέτη εκπονηθείσα για λογαριασμό του Συνδέσμου Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Χίος, Φεβρουάριος.

Χυτήρης, Λ. Σ., (1996). *Το Μάνατζμεντ των Ξενοδοχειακών Επιχειρήσεων*, Αθήνα: εκδόσεις Interbooks.