Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
Τραπεζική και Χρηματοοικονομική

Μεταπτυχιακή Διατριβή

Ποιότητα Λογιστικών Πληροφοριών: Η σχέση μεταξύ Λογιστικών Κερδών και Ταμειακών Διαθεσίμων

Μαρία Δημητρούδη

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια
Αναστασία Κοπίτα

Μάιος 2021

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών

Τραπεζική και Χρηματοοικονομική

Μεταπτυχιακή Διατριβή

Ποιότητα Λογιστικών Πληροφοριών: Η σχέση μεταξύ Λογιστικών Κερδών και Ταμειακών Διαθεσίμων

Μαρία Δημητρούδη

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια
Αναστασία Κοπίτα

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή υποβλήθηκε προς μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων για απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική από τη Σχολή Οικονομικών Σπουδών και Διοίκησης του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

Μάιος 2021

Περίληψη

Οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών θα πρέπει να περιλαμβάνουν αντικειμενικές και αξιόπιστες πληροφορίες για την οικονομική τους κατάσταση και να παρουσιάζουν την πραγματική τους εικόνα. Στο παρελθόν, όμως, έχουν συμβεί αρκετά χρηματοοικονομικά σκάνδαλα που κλόνισαν την αξιοπιστία των λογιστικών πληροφοριών και μείωσαν την εμπιστοσύνη σε αυτές. Σε κάποιες από αυτές τις περιπτώσεις εταιρείες οι οποίες παρουσίαζαν κέρδη πολλών εκατομμυρίων κατέληξαν να χρεοκοπούν λόγω έλλειψης ρευστότητας.

Με την παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή θέλουμε να ερευνήσουμε τη σχέση μεταξύ λογιστικών κερδών και ταμειακών διαθεσίμων και να τονίσουμε την αναγκαιότητα της μελέτης, από τα ενδιαφερόμενα μέρη, όλων των οικονομικών καταστάσεων και την αποφυγή λήψης αποφάσεων που βασίζονται στη μελέτη μόνο κάποιων, των πιο παραδοσιακών, ίσως, από αυτές (Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και Κατάσταση Αποτελεσμάτων).

Αρχικά κάνουμε βιβλιογραφική ανασκόπηση για τη σχέση που διέπει την κερδοφορία με τα ταμειακά διαθέσιμα και τα ευρήματα δείχνουν ότι τα δύο αυτά μεγέθη, όχι μόνο δεν ταυτίζονται, αλλά μπορεί να είναι αρκετά διαφορετικά μεταξύ τους. Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους συμβαίνει αυτό είναι:

i. Η αρχή του δεδουλευμένου.
ii. Η αρχή της συσχέτισης εσόδων – εξόδων.
iii. Τα έξοδα μη ταμειακής φύσεως (αποσβέσεις, προβλέψεις για επισφαλείς χρεώστες κ.λπ.).
iv. Οι επενδύσεις σε στοιχεία του ενεργητικού.
v. Η έκδοση κεφαλαίου ή ο δανεισμός και
vi. Η παροχή πιστωτικών διευκολύνσεων σε πελάτες.

Επομένως από τη στιγμή που μια εταιρεία μπορεί να παρουσιάζει κέρδη αλλά αυτά τα κέρδη να μην αντιστοιχούν σε μετρητά θα πρέπει να μελετώνται τόσο η Κατάσταση Αποτελεσμάτων όσο και η Κατάσταση Ταμειακών Ροών για να προσδιορίζεται ξεχωριστά η πορεία την οποία ακολουθούν η κερδοφορία και η ρευστότητα.

Για να διαπιστώσουμε αν τα ευρήματα της διεθνούς έρευνας ισχύουν και για τις κυπριακές εταιρείες επιλέξαμε δείγμα έξι δημόσιων κυπριακών εταιρειών (Amathus Public Ltd, C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, K + G Complex Public Company Ltd, Leptos Calypso Hotels Public Ltd, Louis Plc, Salamis Tours (Holdings) Public Ltd) οι οποίες δραστηριοποιούνται στον τομέα του τουρισμού. Ο λόγος για τον οποίο επιλέξαμε εταιρείες από το συγκεκριμένο κλάδο είναι το μέγεθος και η σημαντικότητά του για την κυπριακή οικονομία (με βάση στοιχεία από τη Στατιστική Υπηρεσία της Κυπριακής Δημοκρατίας, για την περίοδο Ιανουαρίου – Δεκεμβρίου 2019 τα έσοδα από τον τουρισμό υπολογίστηκαν σε €2.683 εκ. και το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές της ίδιας περιόδου, ανήλθε σε €22.287 εκ.). Αναλύσαμε τις οικονομικές καταστάσεις του δείγματος εταιρειών, με ιδιαίτερη έμφαση στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών, για την περίοδο 2014 έως 2019. Για κάθε εταιρεία και για κάθε λογιστική περίοδο, κάναμε οριζόντια ανάλυση και ανάλυση με αριθμοδείκτες κερδοφορίας (ROCE, Net Profit Margin και Gross Profit Margin), αποτελεσματικότητας (Asset Turnover και Cash Conversion Cycle) και αριθμοδείκτες ρευστότητας (Current Ratio και Liquid Ratio).

Το κύριο συμπέρασμά μας είναι ότι, μέσα από αυτή την μεταπτυχιακή διατριβή, επιβεβαιώσαμε ότι τα ευρήματα της διεθνούς έρευνας για τη σχέση κερδοφορίας και ταμειακών διαθεσίμων ισχύουν και για τις κυπριακές δημόσιες εταιρείες, ή τουλάχιστον για κάποιες από αυτές, αφού μέσα από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων του δείγματος διαφαίνεται ο διαφορετικός τρόπος μεταβολής μεταξύ κερδοφορίας και ρευστότητας.

Οι λόγοι αυτής της διαφορετικής μεταβολής επιβεβαιώνουν επίσης τα ευρήματα της διεθνούς έρευνας. Πιο συγκεκριμένα στο δείγμα μας παρατηρούμε ότι στις περισσότερες περιπτώσεις που παρατηρείται σημαντική διαφορά στην κερδοφορία σε σχέση με τη μεταβολή στα μετρητά, αυτή αφορά είτε αύξηση στα κέρδη αλλά μείωση στα μετρητά είτε αύξηση στα κέρδη αλλά αρκετά μικρότερη αύξηση στα μετρητά.

Όταν τα κέρδη αυξάνονται αλλά η ρευστότητα μειώνεται (ή δεν αυξάνεται στον ίδιο βαθμό) οι κύριοι λόγοι διαφορών είναι:

i. Επενδύσεις που πραγματοποιεί η εταιρεία είτε σε άλλες εταιρείες είτε στην αγορά μη κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού.

ii. Αποπληρωμές δανειακών υποχρεώσεων ή /και οποιονδήποτε άλλων υποχρεώσεων.
iii. Διανομή μερισμάτων στους μετόχους.
iv. Χρονική διαφορά στην αναγνώριση εσόδων /εξόδων σε σχέση με την εισροή /εκροή μετρητών.
v. Παραχώρηση δανείων σε συγγενικές εταιρείες (σε μικρότερη συχνότητα).

Υπάρχουν, βέβαια, και περιπτώσεις κατά τις οποίες τα κέρδη μειώνονται (ή δεν επηρεάζονται) ή η εταιρεία παρουσιάζει ζημιές, όμως η ρευστότητά της αυξάνεται. Οι κύριοι λόγοι διαφορών που εντοπίζουμε σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι:

i. Εισροές μετρητών από επενδυτικές δραστηριότητες που αφορούν κυρίως πώληση στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού.
ii. Εισροές μετρητών που προκύπτουν από συμφωνίες με άλλες εταιρείες.
iii. Δανεισμός (εισροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες).
iv. Αναγνώριση ζημιών μη ταμειακής φύσης.

Summary

Companies' financial statements should include objective and reliable information about their financial condition and present their actual economic situation. However, in the past, there have been several financial scandals that have shaken the credibility of accounting information and reduced its reliability. In some cases, companies presented millions of dollars in profits but went bankrupt due to lack of liquidity.

In this dissertation we want to investigate the relationship between accounting profits and liquidity and to emphasize the need of studying all financial statements and not making decisions based on the study of only the more traditional ones (Statement of Financial Position and Income Statement).

At first, we review the literature on the relationship between profitability and liquidity and the findings show that these two figures, not only are not identical, but can be quite different from each other. The main reasons for this are:

i. Accrual principle.
ii. The matching principle of revenue and expenses.
iii. Non-cash expenses (depreciation, provisions for doubtful debtors, etc.).
iv. Investments in assets.
v. Issuance of capital or borrowing and
vi. Providing credit facilities to customers.

Therefore, since a company may show profit, but this profit might not correspond to increased cash, both the Income Statement and the Cash Flow Statement should be studied in conjunction in order to determine profitability and liquidity.

To find out if the international findings also apply to Cypriot companies, we selected a sample of six Cypriot public companies (Amathus Public Ltd, CCC Tourist Enterprises Public Company Ltd, K + G Complex Public Company Ltd, Leptos Calypso Hotels Public Ltd, Louis Plc, Salamis Tours (Holdings) Public Ltd) which operate in the field of tourism. We chose companies from the tourism sector because of its size and importance for the Cypriot economy (based on data from the Statistical Service of the Republic of Cyprus, for the period January - December 2019 the revenues from tourism were estimated at €2,683 million and GDP at current prices of the same period, amounted to €22,287 million). We

analyzed the sample's financial statements, with particular emphasis on the Income Statement and the Cash Flow Statement, for the period 2014 to 2019. For all companies and for each accounting period, we performed horizontal analysis and analysis with profitability ratios (ROCE, Net Profit Margin and Gross Profit Margin), efficiency ratios (Asset Turnover and Cash Conversion Cycle) and liquidity ratios (Current Ratio and Liquid Ratio).

The main conclusion of this postgraduate dissertation is that we confirmed that the findings of the international literature on the relationship between profitability and cash flows also apply to the Cypriot public companies, or at least to some of them, since the analysis of the sample's financial statements provides evidence on the difference in overtime profitability and liquidity changes.

The causes of this difference in changes also confirm the findings of international research. More specifically we showed that in most cases where there is a significant difference between profitability and changes in cash, this relates to either an increase in profits but a decrease in cash or an increase in profits but a much smaller increase in cash.

In the cases when profits increase but liquidity decreases, the main reasons of the differences are:

i. Investments made in other companies or the acquisition of non-current assets.
ii. Repayment of loan obligations and / or any other obligations.
iii. Distribution of dividends to shareholders.
iv. Time difference in revenue / expense recognition and cash inflows / outflows.
v. Loans to related companies (less frequently).

Of course, there are cases when profits fall or the company has net loss for the year, but liquidity increases. The main causes for the difference are:

i. Cash inflows from investment activities due to the sale of non-current assets.
ii. Cash inflows resulting from agreements with other companies.
iii. Borrowing (inflows from financing activities).
iv. Recognition of non-cash losses.

Ευχαριστίες

Με την παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή ολοκληρώνονται οι σπουδές μου στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών «Τραπεζική και Χρηματοοικονομική» της Σχολής Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

Θέλω να εκφράσω τις ειλικρινείς μου ευχαριστίες στους καθηγητές μου, σε όλες τις θεματικές ενότητες που παρακολούθησα στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος, η συμβολή των οποίων υπήρξε καθοριστική για την ολοκλήρωση των σπουδών μου.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες επιθυμώ να εκφράσω στην καθηγήτριά μου και επιβλέπουσα την παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή, κα Αναστασία Κοπίτα για την επιστημονική και συμβουλευτική καθοδήγηση που μου προσέφερε σε όλα τα στάδια εκπόνησης της διατριβής.

Τέλος οφείλω να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για όλη την αγάπη, την υπομονή και τη συμπαράστασή τους.

Περιεχόμενα

Περίληψη iii

Summary vi

Ευχαριστίες viii

Περιεχόμενα ix

Κατάσταση Διαγραμμάτων xi

Κατάσταση Πινάκων xi

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή 1

Κεφάλαιο 2: Κατάσταση Αποτελεσμάτων και Χειραγώγηση των Κερδών 7

2.1 Κατάσταση Αποτελεσμάτων βάσει των ΔΠΧΠ 7

2.2 Αριθμοδείκτες (Ratios) 11

2.2.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας 12

2.3 Χειραγώγηση των κερδών (Earnings Management) 13

2.3.1 Κίνητρα 15

2.3.2 Τακτικές Χειραγώγησης των κερδών 17

2.3.3 Ανίχνευση της χειραγώγησης των κερδών 22

2.3.4 Χρηματοοικονομικά Σκάνδαλα 24

Κεφάλαιο 3: Γιατί τα κέρδη δεν ισούνται με τα μετρητά 33

3.1 Γιατί τα κέρδη δεν ισούνται με τα μετρητά 33

Κεφάλαιο 4: Κατάσταση Ταμειακών Ροών 38

4.1 Ορισμοί και Κατάσταση Ταμειακών Ροών βάσει των ΔΠΧΠ 38

4.2 Αριθμοδείκτες 44

4.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας 44

4.2.2 Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας & Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά 45

4.3 Χειραγώγηση Ταμειακών διαθεσίμων 47

Κεφάλαιο 5: Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας για δείγμα εταιρειών στην Κύπρο 52

5.1 Amathus Public Limited 53

5.1.1 Οριζόντια Ανάλυση 53

5.1.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων 57

5.1.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών 60

5.2 C.C.C Tourist Enterprises Public Company Ltd 65

5.2.1 Οριζόντια Ανάλυση 65

5.2.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων 68

5.2.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών 68

5.3 K + G Complex Public Company Ltd 70

5.3.1 Οριζόντια Ανάλυση 70
5.3.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων 73
5.3.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών 77
5.4 Leptos Calypso Hotels Public Limited 81
5.4.1 Οριζόντια Ανάλυση 81
5.4.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων 83
5.4.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών 87
5.5 Louis Plc 90
5.5.1 Οριζόντια Ανάλυση 90
5.5.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων 92
5.5.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών 96
5.6 Salamis Tours (Holdings) Public Ltd 98
5.6.1 Οριζόντια Ανάλυση 98
5.6.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων 101
5.6.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών 104
Κεφάλαιο 6: Επίλογος 107
Βιβλιογραφία 112
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α 121

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1. Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά 45

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 1. Amathus Public Limited - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων..... 53
Πίνακας 2. Amathus Public Limited - Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης 55
Πίνακας 3. Amathus Public Limited – Αριθμοδείκτες 60
Πίνακας 4. Amathus Public Limited – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin 62
Πίνακας 5. Amathus Public Limited –Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά..... 63
Πίνακας 6. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd – Οριζόντια ανάλυση 65
Πίνακας 7. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd – Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης 66
Πίνακας 8. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd – Αριθμοδείκτες 69
Πίνακας 9. K + G Complex Public Company Ltd – Οριζόντια ανάλυση – Κατάσταση Αποτελεσμάτων..... 70
Πίνακας 10. K + G Complex Public Company Ltd – Οριζόντια ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης 71
Πίνακας 11. K + G Complex Public Company Ltd – Αριθμοδείκτες..... 77
Πίνακας 12. K + G Complex Public Company Ltd – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin..... 78
Πίνακας 13. K + G Complex Public Company Ltd –Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά . 80
Πίνακας 14. Leptos Calypso Hotels Public Ltd - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων..... 81
Πίνακας 15. Leptos Calypso Hotels Public Ltd - Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης 82
Πίνακας 16. Leptos Calypso Hotels Public Ltd – Αριθμοδείκτες..... 87
Πίνακας 17. Leptos Calypso Hotels Public Ltd – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin 88
Πίνακας 18. Leptos Calypso Hotels Public Ltd –Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά 89
Πίνακας 19. Louis Plc - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων..... 90
Πίνακας 20. Louis Plc- Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης..... 91
Πίνακας 21. Louis Plc – Αριθμοδείκτες 96
Πίνακας 22. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων..... 98
Πίνακας 23. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd - Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης 99
Πίνακας 24. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd – Αριθμοδείκτες 104
Πίνακας 25. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin..... 105
Πίνακας 26. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd – Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά 106
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α.....121
Πίνακας Α. 1. Amathus Public Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων 121

Πίνακας Α. 2. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων..... 122
Πίνακας Α. 3. K + G Complex Public Company Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων 123
Πίνακας Α. 4. Leptos Calypso Hotels Public Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων 124
Πίνακας Α. 5. Louis Plc - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων 125
Πίνακας Α. 6. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεω 126

Κεφάλαιο 1
Εισαγωγή

Στην παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή θα προσπαθήσουμε να διερευνήσουμε τη σχέση μεταξύ κερδοφορίας και ρευστότητας των εταιρειών και να εξάγουμε χρήσιμες πληροφορίες και συμπεράσματα για τη σχέση που διέπει τα δύο αυτά οικονομικά μεγέθη.

Υπάρχουν διαφορετικές μορφές εταιρειών όμως όλες έχουν ένα κοινό σκοπό ο οποίος είναι η επίτευξη του μεγαλύτερου δυνατού κέρδους προς όφελος των ιδιοκτητών τους. Πότε όμως θεωρείται ότι μια εταιρεία επιτυγχάνει το σκοπό της και πότε όχι; Μπορούμε να δώσουμε μια σειρά από διαφορετικές απαντήσεις σε αυτό το ερώτημα όπως:

- Μία εταιρεία επιτυγχάνει το σκοπό της όταν είναι κερδοφόρα ή
- Όταν τα έσοδά της αυξάνονται ή
- Όταν ανεβαίνει η τιμή της μετοχής της κ.λπ.

Παρά την ορθότητα της καθεμίας από αυτές τις απαντήσεις δεν παύουν να είναι ελλιπείς και να μην δίνουν μία ολοκληρωμένη απάντηση. Για να θεωρηθεί μια επιχείρηση επιτυχημένη θα πρέπει να δημιουργεί μια ανώτερη και βιώσιμη απόδοση επένδυσης (Return On Investment - ROI) για τους μετόχους (Tennent, 2013). Οι μέτοχοι όταν επενδύουν τα χρήματά τους σε μία εταιρεία αναμένουν απόδοση μεγαλύτερη από αυτήν που θα έπαιρναν αν είχαν τοποθετήσει τα χρήματα αυτά σε ένα καταθετικό λογαριασμό σε μία τράπεζα. Ο λόγος βεβαίως που αναμένουν να πάρουν μεγαλύτερη απόδοση είναι ο μεγαλύτερος κίνδυνος τον οποίο αναλαμβάνουν επενδύοντας τα χρήματά τους σε μία ιδιωτική εταιρεία. Πώς όμως μετριέται η απόδοση της επένδυσης;

Αν πρόκειται για καταθετικό λογαριασμό τότε είναι το πηλίκο του τόκου διά το κατατεθειμένο ποσό:

$$ROI\ ενός\ καταθετικού\ λογαριασμού = \frac{Τόκος}{Επένδυση}\%$$

Αν όμως πρόκειται για την επένδυση σε μία εταιρεία τότε ισούται με τα κέρδη διά το επενδυμένο κεφάλαιο:

$$ROI\ για\ μια\ εταιρία = \frac{Καθαρό\ Κέρδος}{Επένδυση}\%$$

Μια εταιρεία για να μπορεί να θεωρηθεί επιτυχημένη θα πρέπει να επιτυγχάνει συνεχώς αποδόσεις επενδύσεως μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες ενός καταθετικού λογαριασμού. Το πόσο μεγαλύτερες θα πρέπει να είναι εξαρτάται από το μέγεθος του κινδύνου που εμπεριέχεται στη συγκεκριμένη εταιρεία (Tennent, 2013).

Από τον τρόπο υπολογισμού της απόδοσης της επένδυσης (ROI) αλλά και από άλλους σημαντικούς αριθμοδείκτες, που αναλύουν την χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρείας, γίνεται εμφανές ότι η κερδοφορία αποτελεί ένα από τους σπουδαιότερους παράγοντες από τους οποίους κρίνεται η επιτυχία της ή όχι.

Πώς όμως υπολογίζεται το κέρδος (ή η ζημιά); Εάν το κέρδος κρίνεται ικανοποιητικό είναι αυτό αρκετό για να θεωρηθεί μια εταιρεία επιτυχημένη ή μήπως θα πρέπει να μελετηθούν και άλλα στοιχεία πριν εξαχθούν συμπεράσματα; Η απάντηση στο συγκεκριμένο ερώτημα αποτελεί ένα από τους στόχους αυτής της εργασίας.

Κατά την καθημερινή τους λειτουργία, οι εταιρείες καλούνται να ανταποκριθούν σε διάφορα έξοδα και υποχρεώσεις τα οποία σχετίζονται με τις δραστηριότητες τους, όπως είναι η αποπληρωμή δανείων, φόρων, οι μισθοί των εργαζομένων, οι πληρωμές προς τους προμηθευτές κ.λπ. Όλες αυτές οι πληρωμές πραγματοποιούνται με μετρητά και όχι με κέρδη. Επομένως, μπορεί μία επιχείρηση να παρουσιάζει ικανοποιητικά κέρδη στις οικονομικές της καταστάσεις, όμως επειδή υπάρχει χρονική διαφορά μεταξύ της αναγνώρισης του κέρδους και της είσπραξης των μετρητών, μπορεί να βρεθεί αντιμέτωπη με προβλήματα ρευστότητας και να αδυνατεί να ανταποκριθεί στις πληρωμές που πρέπει να πραγματοποιήσει. Για να γίνει πιο εύκολα αντιληπτή η χρονική διαφορά μεταξύ

αναγνώρισης του κέρδους και είσπραξης των μετρητών μπορούμε να σκεφτούμε το παράδειγμα της Boeing. Το 2014 η Boeing έκλεισε μία συμφωνία ύψους $8.8 δισεκατομμυρίων με την αεροπορική εταιρεία flydubai σύμφωνα με την οποία η Boeing θα παρέδιδε το πρώτο, από συνολικά 86 αεροσκάφη, στη flydubai το 2017 (Boeing, 2021). Παρά το ότι αυτά ήταν πολύ καλά νέα για την Boeing, το κλείσιμο της συμφωνίας, το 2014, δε συνεπάγεται αύξηση στα κέρδη του ίδιου έτους, αλλά ούτε και η παράδοση των αεροσκαφών, που ήταν προγραμματισμένη να αρχίσει το 2017, δε θα επιφέρει αμέσως εισροή μετρητών στα ταμεία της, αφού η παράδοση δε σημαίνει αυτόματα και άμεση πληρωμή. Συνεπώς η Boeing, αλλά και η κάθε εταιρεία σε παρόμοια θέση, θα πρέπει να διαχειρίζεται σωστά τις εισροές και εκροές μετρητών της, ούτως ώστε να μην κινδυνεύσει να ξεμείνει από μετρητά και να μπορεί να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και στην υλοποίηση της παραγγελίας η οποία, εν μέρει τουλάχιστον, θα πραγματοποιηθεί πριν από την είσπραξη οποιουδήποτε χρηματικού ποσού.

Όπως οι εταιρείες, που δουλεύουν με παραγγελίες, έτσι και οι εταιρείες των οποίων οι πελάτες αναμένουν ότι θα έχουν διαθέσιμο εμπόρευμα ανά πάσα στιγμή, αλλά και οι εταιρείες παροχής υπηρεσιών καλούνται να προβαίνουν σε πληρωμές για να χρηματοδοτούν τις καθημερινές τους λειτουργίες και την ανάπτυξή τους. Οι Stice, Stice και Stice (2017) αναφέρουν ένα ενδιαφέρον παράδειγμα το οποίο αφορά τη δημιουργία μιας τυπικής εταιρείας. Το συγκεκριμένο παράδειγμα αφορά μια εταιρεία η οποία θα διαθέτει ένα κατάστημα εξυπηρέτησης πελατών για χονδρικές πωλήσεις οικοδομικών προϊόντων. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, για τη δημιουργία της εταιρείας θα ακολουθηθούν τα εξής στάδια:

Στάδιο 1ο: Η επιχειρηματική ιδέα

Είναι το μοναδικό στάδιο στο οποίο δε χρειάζονται (απαραιτήτως) χρήματα.

Στάδιο 2ο: Η απόκτηση της γης, του κτιρίου και της διοικητικής ομάδας

Υπάρχουν κάποιες εναλλακτικές επιλογές για την αγορά ή την ενοικίαση γης και κτιρίου, οι πλείστες από τις οποίες απαιτούν τη χρήση μετρητών. Επίσης τα διοικητικά στελέχη που θα προσληφθούν, είναι σχεδόν βέβαιο, ότι θα θέλουν να πληρώνονται με μετρητά.

Στάδιο 3ο: Αγορά εμπορεύματος

Για να μπορέσει να λειτουργήσει το κατάστημα θα πρέπει να αγοραστούν εμπορεύματα, κι αυτό μπορεί να γίνει είτε τοις μετρητοίς είτε επί πιστώσει. Αν θεωρήσουμε ότι οι προμηθευτές δίνουν πίστωση στην εταιρεία για ένα μικρό χρονικό διάστημα 30 ημερών, τότε, ναι μεν δε θα χρειαστούν αμέσως χρήματα για την πληρωμή των προμηθευτών, όμως αρχίζει η αντίστροφη μέτρηση για την εξεύρεση μετρητών.

Στάδιο 4ο: Πληρωμή των λειτουργικών εξόδων

Σε αυτό το στάδιο θα πρέπει να προσληφθεί προσωπικό, να γίνει διαφήμιση και αρχίζουν να δημιουργούνται διάφορα έξοδα που σχετίζονται με την καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης όπως ο ηλεκτρισμός, τα ασφάλιστρα κ.λπ. και όλα αυτά ενώ η εταιρεία δεν έχει κάνει ακόμα καμία πώληση και καμία είσπραξη.

Στάδιο 5ο: Έρχονται οι πελάτες

Επιτέλους η εταιρεία αρχίζει να έχει πελάτες και να κάνει πωλήσεις. Όμως στο παράδειγμα, η εταιρεία κάνει χονδρικές πωλήσεις σε άλλες εταιρείες κι επομένως οι πελάτες της είναι επιχειρηματίες οι οποίοι έχουν συνηθίσει να πραγματοποιούν τις αγορές τους με πίστωση. Επειδή η εταιρεία είναι καινούρια, σε μία προσπάθεια να προσελκύσει πελάτες, θεωρούμε ότι θα δίνει καλούς πιστωτικούς όρους και θα ζητά να πληρωθεί μετά από 60 μέρες (διπλάσιες μέρες από όσες τις έδωσαν οι προμηθευτές της για να τους πληρώσει). Έτσι ενώ τα ράφια στο κατάστημα αδειάζουν, στα ταμεία της εταιρείας δεν έχουν εισρεύσει ακόμα μετρητά, και το πλέον ειρωνικό είναι ότι όσο πιο πετυχημένο είναι το κατάστημα και όσο πιο πολλές πωλήσεις κάνει τόσο περισσότερο εμπόρευμα θα πρέπει να αγοράζει για να γεμίζει τα ράφια του που αδειάζουν… και όλα αυτά ενώ δεν έχει εισπράξει ακόμα καμία από τις πωλήσεις του.

Στάδιο 6ο:

Μετά από την πάροδο 60 ημερών, οι πρώτοι πελάτες τις εταιρείας θα αρχίσουν να την πληρώνουν και θα έχει τις πρώτες εισπράξεις μετρητών. Στο μεταξύ όμως η εταιρεία θα πρέπει να έχει πληρώσει ενοίκια, μισθούς και προμηθευτές. Ασχέτως από τα κέρδη τα οποία πραγματοποιεί από τις πωλήσεις των εμπορευμάτων της, αν δεν έχει επιτύχει σωστή

διαχείριση των μετρητών της, τότε μέχρι να φθάσει στις 60 μέρες και στις πρώτες εισπράξεις, θα έχει «πεθάνει» λόγω έλλειψης μετρητών.

Με το πιο πάνω παράδειγμα γίνεται πλήρως κατανοητό ότι ακόμα και μια κερδοφόρα εταιρεία μπορεί να χρεοκοπήσει λόγω έλλειψης μετρητών και ότι τα κέρδη που παρουσιάζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων δεν ισοδυναμούν με μετρητά. Ακριβώς για αυτό το λόγο κρίνεται απαραίτητο εκτός από την Κατάσταση Αποτελεσμάτων η οποία παρουσιάζει τα κέρδη (ή τις ζημιές), να μελετάται και η Κατάσταση Ταμειακών Ροών στην οποία παρουσιάζονται, ανά κατηγορία, όλες οι πληρωμές και όλες οι εισπράξεις μετρητών της λογιστικής περιόδου.

Έχοντας πει αυτά, μπορούμε να δώσουμε μια πρώτη απάντηση στο ερώτημα που θέσαμε νωρίτερα και να πούμε ότι για να θεωρηθεί μια εταιρεία επιτυχημένη, εκτός από κερδοφόρα θα πρέπει να επιτυγχάνει και τη σωστή διαχείριση της ρευστότητάς της.

Σκοπός αυτής της μεταπτυχιακής διατριβής είναι να διερευνήσει τη σχέση μεταξύ λογιστικών κερδών και ταμειακών διαθεσίμων και να εμβαθύνει στο συγκεκριμένο προβληματισμό, δηλαδή, στο κατά πόσο η κερδοφορία μιας εταιρείας είναι αρκετή ένδειξη για να θεωρείται επιτυχημένη ή αν θα πρέπει να μελετάται και η ρευστότητα για να μπορούν να εξαχθούν πιο ολοκληρωμένα συμπεράσματα. Αφού ολοκληρώσουμε την ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας, ακολούθως θα ελέγξουμε αν τα συμπεράσματα από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση, ισχύουν και για τις κυπριακές εταιρείες και για το σκοπό αυτό θα αναλύσουμε δείγμα κυπριακών δημόσιων εταιρειών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε την Κατάσταση Αποτελεσμάτων και αριθμοδείκτες που σχετίζονται με την κερδοφορία. Ακολούθως θα αναφερθούμε στη χειραγώγηση των κερδών και σε τέσσερα χρηματοοικονομικά σκάνδαλα τα οποία αφορούσαν πολύ μεγάλες και φαινομενικά επιτυχημένες εταιρείες (Enron, WorldCom, Parmalat, Tyco).

Στο κεφάλαιο τρία θα εξηγήσουμε γιατί τα κέρδη δεν ισούνται με τα ταμειακά διαθέσιμα και στο κεφάλαιο τέσσερα θα παρουσιάσουμε την Κατάσταση Ταμειακών Ροών και

αριθμοδείκτες που σχετίζονται με τη ρευστότητα και την αποτελεσματικότητα ενώ θα αναφερθούμε και σε τρόπους χειραγώγησης των μετρητών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο θα γίνει οριζόντια ανάλυση και ανάλυση με αριθμοδείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και αποτελεσματικότητας, σε δείγμα κυπριακών δημόσιων εταιρειών για τα έτη 2014 έως 2019. Επιλέγηκαν έξι δημόσιες εταιρείες (Amathus Public Ltd, C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, K + G Complex Public Company Ltd, Leptos Calypso Hotels Public Ltd, Louis Plc, Salamis Tours (Holdings) Public Ltd) που δραστηριοποιούνται στον τομέα του τουρισμού, ο οποίος αποτελεί ένα από τους σταθερούς πυλώνες ανάπτυξης της κυπριακής οικονομίας. Αυτό που θέλουμε να διαπιστώσουμε είναι κατά πόσο τα λογιστικά κέρδη /ζημιές σχετίζονται με τις μεταβολές στα ταμειακά διαθέσιμα ή αν οι μεταβολές στα μετρητά διαφέρουν από τις αναμενόμενες με βάση την κερδοφορία. Επίσης μέσα από τη μελέτη των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε, στην περίπτωση που τα μετρητά μεταβάλλονται με διαφορετικό τρόπο απ' ότι τα κέρδη, που οφείλονται αυτές οι διαφορές.

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο παρατίθενται τα συμπεράσματα από την παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή με βάση τη βιβλιογραφική ανασκόπηση και την εμπειρική ανάλυση που κάναμε.

Κεφάλαιο 2
Κατάσταση Αποτελεσμάτων και Χειραγώγηση των Κερδών

Στο δεύτερο κεφάλαιο της μεταπτυχιακής διατριβής, θα γίνει μια σύντομη παρουσίαση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων όπως αυτή συντάσσεται με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. Ακολούθως θα παραθέσουμε κάποιους βασικούς αριθμοδείκτες κερδοφορίας και θα αναφερθούμε στη χρησιμότητά τους στην ανάλυση των εταιρειών.

Επειδή το παρόν κεφάλαιο αποσκοπεί στην κατανόηση του τρόπου με τον οποίο κάποιες εταιρείες, εντός (ή και εκτός) των λογιστικών προτύπων, παρουσιάζουν παραποιημένη εικόνα της οικονομικής τους κατάστασης, θα παρουσιάσουμε πως γίνεται η χειραγώγηση των κερδών, κάποιες συνήθεις μεθόδους που χρησιμοποιούνται ή χρησιμοποιήθηκαν στην πράξη, τα πιθανά κίνητρα που κρύβονται πίσω από τη χειραγώγηση των κερδών και που θα πρέπει να εστιάζει ο ερευνητής για να διαπιστώσει τυχόν παραποίηση.

Τέλος θα παρουσιάσουμε, εν συντομία, τέσσερα πολύ γνωστά χρηματοοικονομικά σκάνδαλα του παρελθόντος, αυτά της Enron, της WorldCom, της Parmalat και της Tyco.

2.1 Κατάσταση Αποτελεσμάτων βάσει των ΔΠΧΠ

Η κερδοφορία μιας εταιρείας υπολογίζεται με την κατάρτιση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων, μίας εκ των βασικών λογιστικών καταστάσεων.

Στην Κύπρο, και σε πολλές άλλες χώρες (πέραν των 120), οι Δημόσιες Μετοχικές Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης συντάσσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις ακολουθώντας τα

Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ), περισσότερο γνωστά ως IFRS (International Financial Reporting Standards) τα οποία εκδίδει ο ανεξάρτητος, μη κερδοσκοπικός οργανισμός λογιστικής IASB (International Accounting Standards Board - Ίδρυμα Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς).

Τα IFRS βασίζονται σε ένα πλαίσιο το οποίο χρησιμοποιεί πολύ συγκεκριμένους ορισμούς σε μία προσπάθεια να διευκρινιστεί απόλυτα η φύση των διαφόρων στοιχείων που αποτελούν την Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης, την Κατάσταση Αποτελεσμάτων και τις άλλες οικονομικές καταστάσεις. Όμως παρά την αξιοθαύμαστη προσπάθεια που έχει γίνει (και συνεχίζει να γίνεται) υπάρχουν κάποια σημεία που δεν είναι εντελώς ξεκάθαρα και μπορεί να τύχουν παρερμηνείας ή επιλεκτικής ερμηνείας (αυτό που ονομάζεται «δημιουργική λογιστική» δηλαδή σκόπιμη εκμετάλλευση ενός κενού ή μίας έλλειψης στα λογιστικά πρότυπα ή η επιλογή επιτρεπτών αλλά όχι των ενδεδειγμένων για την περίπτωση, προτύπων με απώτερο στόχο να εμφανίσουν την επιθυμητή εικόνα της εταιρείας στις οικονομικές καταστάσεις).

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων μπορεί να παρομοιαστεί με μια κινούμενη εικόνα (σε αντιπαραβολή με την Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης που παρομοιάζεται με μια φωτογραφία η οποία απεικονίζει μόνο μια στιγμή) επειδή παρουσιάζει τα λογιστικά γεγονότα που συνέβησαν σε μια ολόκληρη λογιστική περίοδο. Παρουσιάζει το αποτέλεσμα της χρήσης και γι' αυτό το λόγο είναι συνήθως η πρώτη κατάσταση την οποία κοιτάζουν οι ενδιαφερόμενοι (μέτοχοι, δανειστές, επενδυτές κ.λπ.) όταν μελετούν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας εταιρείας. Ο λόγος φυσικά που την κοιτάζουν πρώτη είναι επειδή θέλουν να γνωρίζουν αν η εταιρεία είναι κερδοφόρα, «αν βγάζει χρήματα» (Bell, 2000).

Όταν κάποιος κοιτάει την Κατάσταση Αποτελεσμάτων περιμένει να δει:

- τα έσοδα (δηλαδή τα εισοδήματα) που είχε η επιχείρηση κατά τη λογιστική χρήση
- τα έξοδα της περιόδου
- το αποτέλεσμα της χρήσης, το οποίο προκύπτει αν αφαιρέσουμε τα έξοδα από τα έσοδα και
- αν υπάρχει κέρδος, πως έγινε η διανομή του (Lewthwaite, 2000).

Αμέσως πιο κάτω παραθέτουμε μια τυπική μορφή της Κατάστασης Αποτελεσμάτων.

Κατάσταση Αποτελεσμάτων για τη χρήση που λήγει στις .....

	Έσοδα από πωλήσεις	XX
Μείον:	Κόστος πωλήσεων	(XX)
	Μεικτό κέρδος	XX
Πλέον:	Άλλα έσοδα	XX
Μείον:	Λειτουργικά έξοδα	(XX)
	Λειτουργικό κέρδος	XX
Μείον:	Τόκοι	(XX)
	Κέρδος προ φόρων	XX
Μείον:	Φόροι	(XX)
	Κέρδος μετά τόκων και φόρων	XX
Μείον:	Μερίσματα	(XX)
	Αδιανέμητα κέρδη	XX

Ακολουθεί συνοπτική περιγραφή των διαφόρων στοιχείων της Κατάστασης Αποτελεσμάτων:

i. Έσοδα από πωλήσεις: Είναι η αξία όλων των αγαθών και υπηρεσιών που έχουν πωληθεί στους πελάτες κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης και για τις περισσότερες επιχειρήσεις αποτελούν το μεγαλύτερο, αν όχι το μοναδικό, τακτικό έσοδο. Ένα μεγάλο μέρος των εσόδων δαπανάται για να καλυφτούν τα έξοδα της εταιρείας.

Εδώ πρέπει να διευκρινιστεί ότι τα έσοδα από πωλήσεις δε σημαίνουν απαραίτητα εισροή μετρητών στην επιχείρηση. Μία εταιρεία μπορεί να παρουσιάζει σήμερα έσοδα, όμως να μην υπάρξει χρηματική εισροή μέχρι και ένα, δύο ή περισσότερους μήνες αργότερα, ανάλογα με τους όρους και ευκολίες πίστωσης που προσφέρει στους πελάτες της. Σύμφωνα με την αρχή του δεδουλευμένου τα έσοδα πρέπει να αναγνωριστούν αμέσως ανεξάρτητα από το αν υπήρξε ή όχι είσπραξη μετρητών. Γίνεται φανερό ότι η εταιρεία αναγνωρίζει ένα έσοδο αμέσως μετά από κάθε πώληση όμως αν η πώληση έχει γίνει επί πιστώσει αυτό σημαίνει ότι τα χρήματα που έχουν αναγνωριστεί ως έσοδο δεν είναι διαθέσιμα στην εταιρεία για να καλύψει τα δικά της έξοδα και τρέχουσες ανάγκες.

ii. Κόστος πωλήσεων: Το κόστος που δαπανήθηκε για την αγορά ή την παραγωγή των πωληθέντων προϊόντων, δηλαδή των προϊόντων που έχουν πωληθεί κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης.

Στην αναγνώριση των εξόδων εφαρμόζεται η αρχή της συσχέτισης εσόδων – εξόδων, δηλαδή ένα έξοδο αναγνωρίζεται, κατά τη λογιστική χρήση στην οποία συνέβαλε στη δημιουργία εσόδων. Αντιλαμβανόμαστε από τον τρόπο αναγνώρισης των εξόδων ότι η καταγραφή ενός ποσού στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων δε συνεπάγεται ταμειακή εκροή και το αντίστροφο, μπορεί να υπάρχει ταμειακή εκροή για την πληρωμή κάποιου εξόδου το οποίο να μην αναγνωριστεί αμέσως.

iii. Μεικτό κέρδος (ονομάζεται και αποτέλεσμα εκμετάλλευσης): Έσοδα από πωλήσεις μείον κόστος πωλήσεων.

iv. Άλλα έσοδα: Πρόκειται για συνήθη έσοδα που δεν προέρχονται από την κύρια λειτουργία της εταιρείας αλλά από δευτερεύουσες δραστηριότητες της, όπως π.χ. έσοδα από προμήθειες, από ενοίκια κ.λπ.

v. Λειτουργικά έξοδα: Τα έξοδα τα οποία συνδέονται με την κύρια λειτουργία της εταιρείας. Υπάρχουν δύο κατηγορίες λειτουργικών εξόδων:

- Έξοδα πωλήσεων και διανομής, τα οποία σχετίζονται άμεσα με τις πωλήσεις όπως είναι οι μισθοί των πωλητών και τα διαφημιστικά έξοδα.
- Γενικά έξοδα, τα οποία δε σχετίζονται άμεσα με τις πωλήσεις όπως για παράδειγμα οι μισθοί των λογιστών και το ενοίκιο των γραφείων της εταιρείας.

vi. Λειτουργικό κέρδος (ονομάζεται και Κέρδος Προ Τόκων και Φόρων - ΚΠΤΦ): Μεικτό κέρδος πλέον άλλα έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα.

vii. Μη λειτουργικά έξοδα: Στον αντίποδα των λειτουργικών εξόδων υπάρχουν τα μη λειτουργικά έξοδα τα οποία δε σχετίζονται με την κύρια λειτουργία της εταιρείας όπως είναι για παράδειγμα οι τραπεζικοί τόκοι, το κέρδος ή η ζημιά από την πώληση πάγιων στοιχείων του ενεργητικού κ.λπ.

viii. Τόκοι: Οι τόκοι οι οποίοι χρεώνονται στα δανειακά κεφάλαια της εταιρείας.

ix. Κέρδος προ φόρων: Το λειτουργικό κέρδος μείον τους τόκους.

x. Φόροι: Οι φόροι οι οποίοι επιβαρύνουν τα κέρδη της επιχείρησης.

xi. Κέρδος μετά τόκων και φόρων (ονομάζεται και καθαρό κέρδος): Το διαθέσιμο, στους μετόχους, κέρδος αφού έχουν αφαιρεθεί όλα τα κόστη.

xii. Μερίσματα: Το μέρος του καθαρού κέρδους που δίνεται ως μέρισμα στους μετόχους.

xiii. Αδιανέμητα κέρδη: Το μέρος του καθαρού κέρδους το οποίο παρακρατείται στην εταιρεία.

2.2 Αριθμοδείκτες (Ratios)

Η απλή γνώση των απόλυτων αριθμών που παρουσιάζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων, αλλά και στις άλλες οικονομικές καταστάσεις, δεν παρέχει όλη την απαραίτητη πληροφόρηση και αυτή η γνώση από μόνη της δεν μπορεί να οδηγήσει σε συγκρίσιμα αποτελέσματα, είτε διαχρονικά για την ίδια την εταιρεία είτε για διαφορετικές εταιρείες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

Με σκοπό τον προσδιορισμό της κατάστασης μιας οικονομικής μονάδας χρησιμοποιούνται διάφοροι αριθμοδείκτες. Οι αριθμοδείκτες αποτελούν σχέσεις μεταξύ των διαφόρων στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων και παρέχουν στους ενδιαφερόμενους πληροφορίες που οι ίδιοι οι λογαριασμοί δεν μπορούν να προσφέρουν άμεσα. Με τους αριθμοδείκτες προσδιορίζονται οι σχέσεις μεταξύ βασικών λογιστικών μεγεθών και μπορούν να εξαχθούν νέες πληροφορίες και χρήσιμα συμπεράσματα.

Υπάρχουν διαφορετικές κατηγορίες αριθμοδεικτών οι οποίοι βοηθούν στην εξαγωγή συμπερασμάτων ανάλογα με τις πληροφορίες και την ανάλυση την οποία επιθυμεί να πραγματοποιήσει ο εκάστοτε ενδιαφερόμενος. Στην παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή αυτό

που μας απασχολεί είναι η σχέση μεταξύ λογιστικών κερδών και ταμειακών διαθεσίμων, επομένως θα προχωρήσουμε στην παρουσίαση σχετικών αριθμοδεικτών.

Εδώ θα πρέπει να επισημάνουμε ότι οι αριθμοδείκτες καταρτίζονται με τέτοιο τρόπο ούτως ώστε ένας υψηλότερος αριθμοδείκτης (είτε ως απόλυτος αριθμός, είτε ως ποσοστό) να αντιστοιχεί σε ευνοϊκότερη επιχειρησιακή κατάσταση και ένας χαμηλότερος αριθμοδείκτης σε μία δυσμενέστερη κατάσταση.

2.2.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας

i. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ROCE (Return On Capital Employed):

$$ROCE = \frac{Λειτουργικό\ κέρδος}{Ίδια\ Κεφάλαια + Μακροπρόθεσμες\ Υποχρεώσεις} * 100$$

Ο δείκτης αυτός είναι ποσοστό και δείχνει πόσο αποδοτικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί στην εταιρεία με σκοπό να παραχθούν κέρδη.
Ο ROCE μπορεί να αναλυθεί περαιτέρω σε:

$$ROCE = Περιθώριο\ καθαρού\ κέρδους * Δείκτης\ Ταχύτητας\ κυκλοφορίας\ ενεργητικού$$

Όπου

- Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους – Net Profit Margin

$$Net\ Profit\ Margin = \frac{\text{Λειτουργικό κέρδος}}{Πωλήσεις} * 100$$

Είναι ποσοστό και δείχνει το κέρδος που έχει η εταιρεία από τις πωλήσεις της αν από τα έσοδα πωλήσεων αφαιρέσουμε το κόστος πωλήσεων και όλα τα λειτουργικά έξοδα.

Το Net Profit Margin μπορεί να αναλυθεί περισσότερο σε:

$$Net\ Profit\ Margin = Περιθώριο\ Μεικτού\ Κέρδους - Περιθώριο\ Λειτουργικών\ Εξόδων$$

Στο περιθώριο μεικτού κέρδους γίνεται αναφορά στη συνέχεια. Το περιθώριο λειτουργικών εξόδων (expenses over sales) ισούται με:

$$Expenses\ over\ Sales = \frac{Λειτουργικά\ έξοδα}{Πωλήσεις} * 100$$

- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού ή Asset Turnover

$$Asset\ Turnover = \frac{Πωλήσεις}{Καθαρό\ ενεργητικό}$$

(Καθαρό ενεργητικό = Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις)
Το Asset Turnover είναι αριθμός και δείχνει τα επίπεδα πωλήσεων που αντιστοιχούν σε κάθε ένα ευρώ καθαρού ενεργητικού της εταιρείας.
(Το Asset Turnover είναι μέτρο αποτελεσματικότητας και όχι δείκτης κερδοφορίας απλά επειδή συνδυάζεται άμεσα με το Net Profit Margin τα παρουσιάζουμε μαζί.)

- Αριθμοδείκτης μεικτού περιθωρίου ή μεικτού κέρδους ή Gross Profit Margin

$$Gross\ Profit\ Margin = \frac{Μεικτό\ Κέρδος}{Πωλήσεις} * 100$$

Είναι ποσοστό και δείχνει το κέρδος που έχει η εταιρεία από τις πωλήσεις της αν από τα έσοδα πωλήσεων αφαιρέσουμε μόνο το κόστος πωλήσεων.

2.3 Χειραγώγηση των κερδών (Earnings Management)

Στις σύγχρονες οικονομίες έχουν συμβεί αρκετά οικονομικά σκάνδαλα στα οποία μερικές φορές, οι εμπλεκόμενες εταιρείες ακολούθησαν παράνομες τακτικές, άλλες φορές όμως οι τακτικές τους μπορεί να ξέφευγαν από τα όρια της ηθικής και σκοπό να είχαν την παραπλάνηση των ομάδων ενδιαφέροντος, όμως αυτό το επιτύγχαναν χωρίς να παραβούν το νόμο. Στην παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή θέλουμε να εξετάσουμε τέτοιες περιπτώσεις, δηλαδή όταν οι εταιρείες επιτυγχάνουν να δείχνουν μια διαφορετική εικόνα για την οικονομική τους κατάσταση, που δεν ανταποκρίνεται επακριβώς στην πραγματικότητα, χωρίς όμως να παραβαίνουν κάποια νομοθεσία. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί επειδή οι οικονομικές καταστάσεις οι οποίες καταρτίζονται με βάση τα Διεθνή

Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, επιτρέπουν και ταυτόχρονα απαιτούν, τη χρήση πολλών εκτιμήσεων και κρίσεων. Μερικά παραδείγματα είναι:

- η εκτίμηση της ωφέλιμης ζωής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων
- ο προσδιορισμός του εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν υποστεί απομείωση και
- η απόφαση σχετικά με τα ποσά που έχουν συγκεντρωθεί για απρόβλεπτες απώλειες

(Jordan και Clark, 2004).

Σύμφωνα με τον Walker (2013) χειραγώγηση των κερδών μπορεί να γίνει μέσω της διακριτικής ευχέρειας που έχει μια εταιρεία, εντός των λογιστικών προτύπων, να κάνει κάποιες λογιστικές επιλογές που αφορούν το πως οι υποκείμενες οικονομικές συναλλαγές επηρεάζουν τις οικονομικές καταστάσεις και ιδιαίτερα τα κέρδη της εταιρείας. Η χειραγώγηση των κερδών μπορεί, μεν να είναι νόμιμη, όμως πολλές φορές προηγείται μίας πραγματικής απάτης.

Νωρίτερα, το 2006, η Roychowdhury είχε αναφερθεί στην χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων (real activities manipulation) ως την παρέκκλιση από τις κανονικές λειτουργικές πρακτικές μιας εταιρείας, που σκοπό έχει την παραπλάνηση των ομάδων ενδιαφέροντος ως προς την επίτευξη συγκεκριμένων οικονομικών στόχων. Οι παρεκκλίσεις αυτές μπορεί να αφορούν:

- Παροχή μεγαλύτερων, από όσο συνηθίζει η εταιρεία, εκπτώσεων στις πωλήσεις ή παροχή πιο ευέλικτων πιστωτικών όρων με στόχο να παρουσιαστούν αυξημένες οι πωλήσεις της περιόδου.
- Μείωση κάποιων δαπανών όπως οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη και υπερπαραγωγή προϊόντων με σκοπό να παρουσιαστεί μειωμένο το κόστος πωλήσεων (λόγω της μείωσης στο σταθερό κόστος που κατανέμεται σε κάθε μονάδα παραγόμενου προϊόντος).

Κάποιες, αν όχι όλες, από αυτές τις πρακτικές, επιτυγχάνουν την βραχυπρόθεσμη επίτευξη των οικονομικών στόχων της εταιρείας όμως είναι επιβλαβείς στο μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι Sun και Rath σε μελέτη που δημοσίευσαν το 2010, αναφέρουν, ως μέσα χειραγώγησης των κερδών, τις ίδιες μεθόδους διαχείρισης λειτουργικών συναλλαγών όπως

και η Roychowdhury κι επιπρόσθετα αναφέρονται και σε συναλλαγές που σχετίζονται με πάγια στοιχεία του ενεργητικού.

2.3.1 Κίνητρα

Για να προχωρήσουν τα διοικητικά στελέχη σε χειραγώγηση των κερδών θα πρέπει να έχουν κάποιο κίνητρο. Ο Walker (2013) εντόπισε τρεις κατηγορίες τέτοιων κινήτρων:

i. Η προσπάθεια να επιτύχουν συμβολαιακούς όρους και στόχους που σχετίζονται με την κερδοφορία της εταιρείας.

ii. Να επηρεάσουν την πληροφόρηση η οποία χρησιμοποιείται από εξωτερικούς επενδυτές ή /και την πληροφόρηση που χρησιμοποιούν οι μεσάζοντες για να διαμορφώσουν τις μελλοντικές προσδοκίες και αντιλήψεις για την εταιρεία.

iii. Να επηρεάσουν την πληροφόρηση που χρησιμοποιείται από τις διάφορες ομάδες ενδιαφέροντος αναφορικά με την οικονομική ευρωστία της εταιρείας.

Σύμφωνα με τον ίδιο συγγραφέα τα κίνητρα αυτά μπορεί να ωθούν τους διοικούντες την εταιρεία, να χειραγωγήσουν τα κέρδη είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω ανάλογα με το τι επιθυμούν να επιτύχουν:

i. Χειραγώγηση των κερδών προς τα πάνω στην προσπάθεια να μην παραβιαστεί κάποιο συμβόλαιο χρέους.

ii. Χειραγώγηση των κερδών είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω με τρόπο ώστε τα κέρδη τα οποία θα παρουσιάζει η εταιρεία να ωφελούν τα σημερινά ή τα μελλοντικά bonus των διοικούντων.

iii. Χειραγώγηση των κερδών σε οποιαδήποτε από τις δύο κατευθύνσεις με σκοπό τον επηρεασμό της τιμής της μετοχής της εταιρείας στην κεφαλαιαγορά.

Ο Martinez (2013) στηρίζει τα ευρήματα του Walker σε μελέτη που πραγματοποίησε σε εταιρείες στη Βραζιλία. Σύμφωνα με το Martinez, σε ότι αφορά την κεφαλαιαγορά, η διοίκηση μιας εταιρείας έχει κίνητρο να παραποιήσει τα κέρδη για:

i. Να επιτύχει χρηματοδότηση με την έκδοση ομολόγων.

ii. Για να μην παρουσιάσει ζημιές και να διατηρήσει τα κέρδη της εταιρείας στο επίπεδο των προηγούμενων ετών.

iii. Για να επηρεάσει τις προσδοκίες της αγοράς παρουσιάζοντας πληροφορίες σύμφωνες με τις προβλέψεις.
iv. Για να επιτύχει καλύτερη πιστοληπτική βαθμολόγηση.
v. Για να διατηρήσει τις προσδοκίες της αγοράς υποστηρίζοντας ένα ψηλό market-to-book ratio.
vi. Για να ενισχύσει τις πιθανότητες μιας επιτυχημένης δημόσιας προσφοράς μετοχών και
vii. Για να βελτιώσει τις συνθήκες για τους πλειοψηφικούς μετόχους να πάρουν την εταιρεία ιδιωτικά.

Παρά το ότι η μελέτη του Martinez πραγματοποιήθηκε σε βραζιλιάνικες εταιρείες τα συμπεράσματά του, ίσως με εξαίρεση το τελευταίο, ισχύουν διεθνώς.

Ένα από τα βασικότερα αίτια που προκαλούν την χειραγώγηση των κερδών είναι η προσπάθεια των ανώτατων στελεχών να εξυπηρετήσουν δικούς τους προσωπικούς στόχους και να αποκομίσουν όσο το δυνατό μεγαλύτερο προσωπικό όφελος, πολλές φορές σε βάρος της εταιρείας και των μετόχων. Στους σύγχρονους οργανισμούς η διοίκηση γίνεται όλο και πιο ανεξάρτητη από την ιδιοκτησία (μέτοχοι) του οργανισμού κι ενώ κατέχει το μεγαλύτερο έλεγχο επί των υποθέσεων της εταιρείας, υπάρχει μεγάλο χάσμα μεταξύ των συμφερόντων τής διοίκησης και των συμφερόντων του οργανισμού και των μετόχων (Artikis et al., 2010). Αυτή η κατάσταση είναι γνωστή ως το «πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου» και τα διοικητικά συμβούλια πολλών εταιρειών σε μία προσπάθεια να το αντιμετωπίσουν συνέδεσαν τις αμοιβές των διευθυνόντων συμβούλων τους με τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής τους. Παρά το ότι η πρακτική αυτή έφερε θετικά αποτελέσματα σε κάποιους τομείς, η έρευνα των Bergstresser και Philippon (2006) βρήκε στοιχεία ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι των οποίων οι αμοιβές είναι πιο ευαίσθητες στην τιμή της μετοχής της εταιρείας τους εμφανίζουν υψηλότερα επίπεδα χειραγώγησης των κερδών και χρησιμοποιούν πιο επιθετικές πρακτικές επιλεκτικής διαχείρισης κάποιων στοιχείων κέρδους, με σκοπό βέβαια να επηρεάσουν την απόδοση της εταιρείας που εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις. Επιπλέον, στην ίδια μελέτη, οι συγγραφείς παρουσιάζουν το συμπέρασμα, το οποίο τυγχάνει αρκετά ευρείας αποδοχής από την ακαδημαϊκή κοινότητα, ότι πρέπει να υπάρχει υποψία και να τυγχάνουν διερεύνησης εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν μηδενικά κέρδη, είναι δηλαδή ακριβώς πάνω από το όριο

στο οποίο θα παρουσίαζαν ζημιές. Ανησυχία για παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να υπάρχει και κατά τις περιόδους όπου οι διευθύνοντες σύμβουλοι ή οι ίδιες οι εταιρείες πωλούν μετοχές στην κεφαλαιαγορά. Σύμφωνα με τους Bergstresser και Philippon (2006), αυτές οι περίοδοι πώλησης μετοχών εμφανίζουν υψηλά επίπεδα δεδουλευμένων κερδών και ακολουθούνται από περιόδους με χαμηλά κέρδη και χαμηλές αποδόσεις της μετοχής.

2.3.2 Τακτικές Χειραγώγησης των κερδών

Κάποιες κοινές τακτικές, εντός των λογιστικών προτύπων, που σκοπό έχουν την παραποίηση των λογιστικών κερδών περιλαμβάνουν τα ποσοστά των αποσβέσεων, την αναβολή φορολογικών παραδοχών, την αποτίμηση των αποθεμάτων, τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και την αναγνώριση εσόδων (Walker, 2013).

Όμως, όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, η χειραγώγηση των κερδών δεν αφορά μόνο λογιστικές επιλογές και τακτικές που επηρεάζουν τις οικονομικές καταστάσεις αλλά περιλαμβάνει και μια σειρά από λειτουργικές αποφάσεις όπως το πότε θα γίνουν διάφορες κεφαλαιακές δαπάνες ή δαπάνες για εκπαίδευση του προσωπικού, το ύψος της παραγωγής κ.λπ. Ειδικότερα η πώληση των λιγότερο παραγωγικών στοιχείων του ενεργητικού, η οποία οδηγεί στην αύξηση του κέρδους που παρουσιάζεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων, είναι πιο πιθανό να συμβεί σε εταιρείες οι οποίες έχουν συμβόλαια χρέους τα οποία είναι συνδεδεμένα με την κερδοφορία της εταιρείας και βρίσκονται κοντά στο να παραβιαστούν (Veluri και Kane, 2012).

Ο Matsuura (2008) διακρίνει τα κέρδη και την προσπάθεια χειραγώγησής τους σε:

i. Χειραγώγηση λογιστικών κερδών (accounting earnings management) και
ii. Χειραγώγηση πραγματικών κερδών (real earnings management)

Στη χειραγώγηση των πραγματικών κερδών περιλαμβάνονται επιλογές που αφορούν το ύψος της παραγωγής, τη μείωση της δαπάνης για έρευνα και ανάπτυξη, τον επηρεασμό των πωλήσεων και των διοικητικών εξόδων και επενδυτικές αποφάσεις. Στη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών περιλαμβάνονται κάποιες τακτικές, οι οποίες είναι αποδεκτές από τα λογιστικά πρότυπα, όπως είναι η επιλογή μεθόδου υπολογισμού της αξίας των

εμπορευμάτων και η επιλογή μεθόδου απόσβεσης των στοιχείων του πάγιου ενεργητικού. Τα λογιστικά πρότυπα επιτρέπουν στις διοικήσεις των εταιρειών να παίρνουν αυτές τις αποφάσεις και δεδομένου ότι οι διοικούντες δεν ξεφεύγουν από τα όρια που καθορίζονται από τα πρότυπα οι τακτικές τους δεν είναι παράνομες. Επομένως η διοίκηση μπορεί να εξυπηρετεί τους σκοπούς της και να επηρεάζει τα κέρδη, είτε με τη μέθοδο της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών είτε με τη μέθοδο της χειραγώγησης των πραγματικών κερδών, χωρίς να παραβαίνει το νόμο.

Ο Martinez (2013), με βάση το ίδιο εννοιολογικό πλαίσιο, διαχωρίζει κατά πολύ παρόμοιο τρόπο τη χειραγώγηση των κερδών:

- Χειραγώγηση των δεδουλευμένων κερδών (accruals earnings management) και
- Χειραγώγηση των λειτουργικών ή πραγματικών κερδών (operating or real earnings management).

Μεταξύ των δύο αυτών κατηγοριών (οποιαδήποτε ονομασία και αν επιλέξουμε να ακολουθήσουμε η ουσία παραμένει η ίδια) υπάρχουν κάποιες θεμελιώδεις διαφορές η πιο σημαντική εκ των οποίων είναι η επίδραση στις λειτουργικές ταμειακές ροές. Οι λειτουργικές αποφάσεις έχουν άμεσο αντίκτυπο στις ταμειακές ροές του οργανισμού ενώ τα δεδουλευμένα επηρεάζουν μόνο το χρόνο στον οποίο αναγνωρίζονται τα διάφορα έσοδα και έξοδα (Martinez, 2013).

Τα δεδουλευμένα μπορούν να αναλυθούν περεταίρω, σε δύο συστατικά στοιχεία:

- Στα δεδουλευμένα τα οποία επηρεάζονται από αποφάσεις που εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και
- Στα δεδουλευμένα τα οποία δεν επηρεάζονται από αποφάσεις που εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης (Sun and Rath, 2010).

Στη δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνονται τα στοιχεία εκείνα για τα οποία επιβάλλεται πολύ συγκεκριμένος χειρισμός από τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, ενώ αντίθετα τα στοιχεία της πρώτης κατηγορίας τυγχάνουν πιο ελαστικού χειρισμού από τα λογιστικά πρότυπα και οι διοικούντες μπορούν να επιλέξουν διαφορετικές μεθόδους, εντός των προτύπων, για την προσαρμογή τους. Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να γίνει στα στοιχεία της πρώτης κατηγορίας δεδουλευμένων.

2.3.2.1 Εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing)

Μια ιδιαίτερη μορφή χειραγώγησης των κερδών, ίσως η πιο συχνά συναντώμενη στην πράξη, είναι η «εξομάλυνση των κερδών» κατά την οποία ο σκοπός της διοίκησης είναι να μειώσει τη μεταβλητότητα των κερδών από έτος σε έτος και να παρουσιάζει διαχρονικά, μια σταθερά αυξανόμενη ροή κέρδους. Η διοίκηση εκμεταλλευόμενη τη διακριτική ευχέρεια που της επιτρέπεται από τα λογιστικά πρότυπα, σε κάποια στοιχεία των δεδουλευμένων, «μεταφέρει» κέρδη από τα πιο κερδοφόρα έτη στα λιγότερο κερδοφόρα, με αποτέλεσμα να μειώνεται η μεταβλητότητα των κερδών που εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.

Οι Dou, Hope και Thomas (2013) θεωρούν ως βασικό κίνητρο, για αυτή τη μορφή παραποίησης, την επιδίωξη της διοίκησης να επιτυγχάνει καλύτερους συμβολαιακούς όρους και σχέσεις με πελάτες και προμηθευτές. Μια σταθερή ροή κέρδους μειώνει την αβεβαιότητα και την, αντιλαμβανόμενη από τους προμηθευτές, πιθανότητα αθέτησης συμβολαιακών όρων ή χρεοκοπίας της εταιρείας κι επομένως αυξάνει την πιθανότητα να της παραχωρούν πιο ευνοϊκούς όρους πίστωσης. Λόγω, όμως, της μακροχρόνιας φύσης των σχέσεων που αναπτύσσουν οι εταιρείες με τους προμηθευτές τους, η χειραγώγηση των κερδών προς τα πάνω για σειρά ετών, αναπόφευκτα, θα αντιστραφεί κάποια στιγμή και θα πλήξει την αξιοπιστία της εταιρείας και τις σχέσεις αυτές.

Οι Huang et al. (2009) υποστηρίζουν ότι η διοίκηση μπορεί να προβεί σε εξομάλυνση των κερδών με σκοπό τη μείωση στην ασυμμετρία πληροφόρησης και τη δημιουργία μεγαλύτερης αξίας για τους μετόχους ή για να κρύψει την πραγματική απόδοση του οργανισμού και να αποκομίσει προσωπικά οφέλη εις βάρος των μετόχων. Οι Grant, Markarian και Parbonetti σε μελέτη που δημοσίευσαν το 2009, θεωρούν ότι και οι δύο αυτές επιδιώξεις, δηλαδή η δημιουργία αξίας για τους μετόχους και το προσωπικό όφελος των διοικούντων, όχι μόνο δεν αποκλείουν η μία την άλλη, αλλά αποτελούν ταυτόχρονο στόχο των διοικητικών στελεχών όταν προβαίνουν σε εξομάλυνση των κερδών.

Αρχικά οι ερευνητές προσπαθούσαν να εντοπίσουν τυχόν εξομάλυνση συγκρίνοντας τη μεταβλητότητα των κερδών, μεταξύ διαφορετικών εταιρειών, μέθοδος που στη συνέχεια αποδείχτηκε ανακριβής αφού κάποιοι κλάδοι δεν επηρεάζονται έντονα από τις κυκλικές

διακυμάνσεις της οικονομίας με αποτέλεσμα να παρουσιάζουν πιο ομαλά κέρδη σε σύγκριση με άλλους κλάδους, χωρίς όμως οι διοικήσεις τους να έχουν προβεί σε εκ προθέσεως, εξομάλυνση των κερδών. Για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της διαφορετικής μεταβλητότητας των κερδών σε διαφορετικούς κλάδους, προτιμητέο είναι να χρησιμοποιείται η μεταβλητότητα των πωλήσεων του κάθε οργανισμού, ως μέτρο της μεταβλητότητας των κερδών του. Επομένως αν μια εταιρεία παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα κερδών σε σχέση με τη μεταβλητότητα των πωλήσεών της τότε θα πρέπει να διερευνηθεί κατά πόσο παραποιεί τις οικονομικές της καταστάσεις εξομαλύνοντας τα κέρδη της (Sun and Rath, 2010).

Ένα δεύτερο σημείο σχετίζεται με τη διανομή των κερδών στα τέσσερα τρίμηνα ενός έτους. Η διανομή των κερδών (earnings distribution) αφορά μικρή και δύσκολα ανιχνεύσιμη παραποίηση των κερδών προς τα πάνω, που συμβαίνει χρονικά κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Όταν μετά το τέλος του τρίτου τριμήνου, μια εταιρεία βρίσκεται οριακά στο σημείο όπου θα παρουσιάσει αρνητικά αποτελέσματα, τότε η διοίκηση πιθανόν να προχωρήσει σε αναγνώριση υψηλότερου κέρδους κατά το τελευταίο τρίμηνο ούτως ώστε να αποφύγει να παρουσιάσει ζημιές και αντί αυτού να παρουσιάσει χαμηλή κερδοφορία (Kerstein and Rai, 2007).

2.3.2.2 Μεγάλη Βουτιά (Big Bath)

Μία άλλη μορφή χειραγώγησης των κερδών είναι η «μεγάλη βουτιά» κατά την οποία τα ανώτατα στελέχη, σε μια κακή χρονιά, επιλέγουν να αναγνωρίσουν όσο το δυνατό μεγαλύτερα έξοδα ή απώλειες με αποτέλεσμα να μειώσουν ακόμα περισσότερο τα κέρδη, ή πιο σωστά να αυξήσουν ακόμα περισσότερο τις ζημιές. Ο λόγος για αυτή την τακτική είναι ότι η διοίκηση δε θα έχει επιπλέον κυρώσεις αν μειώσει περισσότερο τα ήδη χαμηλά κέρδη για το συγκεκριμένο έτος. Αναγνωρίζοντας όμως, στην υφιστάμενη λογιστική χρήση, έξοδα τα οποία κανονικά θα έπρεπε να αναγνωριστούν σε επόμενη χρονιά, διευκολύνει την παραγωγή, ή για να είμαστε πιο ακριβείς την παρουσίαση, πιο υψηλού κέρδους κατά τα επόμενα έτη.

Η τακτική της μεγάλης βουτιάς μπορεί να εφαρμοστεί στην περίπτωση που μία εταιρεία έχει μια μεγάλη, μη επαναλαμβανόμενη απώλεια, η οποία συμπιέζει τα κέρδη του υφιστάμενου έτους και η διοίκηση αποφασίζει να απελευθερώσει τα μελλοντικά κέρδη από οποιοδήποτε «βάρος» ή περιορισμό. Έτσι προχωρά στην αναγνώριση όλων των πιθανών εξόδων κατά το «αποτυχημένο» έτος με αποτέλεσμα να παρουσιάζει αυξημένα κέρδη στο μέλλον ή μειωμένη μεταβλητότητα στα κέρδη των επόμενων χρόνων. Η λογική πίσω από αυτή τη στρατηγική είναι ότι για το συγκεκριμένο έτος, τα πράγματα είναι ήδη άσχημα, το να γίνουν χειρότερα καθαρίζοντας τα «σκουπίδια» προκαλεί από μικρή έως καθόλου ζημιά στη φήμη της εταιρείας ή της διοίκησης (Jordan και Clark, 2004).

Οι Veluri και Kane (2012) εντοπίζουν δύο περιόδους κατά τις οποίες οι διοικούντες μια εταιρεία, πιθανόν, να προχωρήσουν σε χειραγώγηση των κερδών. Η πρώτη είναι όταν η εταιρεία έχει εξαιρετικά θετική μεταβλητότητα στα κέρδη της σε σχέση με τα προηγούμενα έτη και η δεύτερη όταν έχει εξαιρετικά αρνητική μεταβλητότητα σε σχέση με τα κέρδη των προηγούμενων χρόνων. Όταν τα κέρδη μιας περιόδου είναι πολύ πάνω από τα κέρδη των προηγούμενων ετών, η διοίκηση πιθανόν να επιλέξει την τακτική της εξομάλυνσης των κερδών ενώ όταν τα κέρδη είναι πολύ πιο χαμηλά πιθανόν να επιλέξει την τακτική της μεγάλης βουτιάς.

Ποιά στοιχεία όμως είναι πιθανόν να χρησιμοποιηθούν από τη διοίκηση όταν ακολουθεί την τακτική της μεγάλης βουτιάς; Ένα στοιχείο πάγιου ενεργητικού, με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, μπορεί να υποστεί απομείωση στην αξία του στην περίπτωση που η λογιστική του αξία είναι μεγαλύτερη από την παρούσα αξία των αναμενόμενων του ταμειακών ροών. Σε αυτή την περίπτωση γίνεται απομείωση στην αξία του στοιχείου αυτού ούτως ώστε στα βιβλία της εταιρείας να εμφανίζεται στη δίκαιη αξία του. Όμως είναι η διοίκηση αυτή που θα υπολογίσει τις αναμενόμενες ταμειακές ροές του στοιχείου και επομένως γίνεται εμφανής η δυνατότητα που έχει να αποφασίσει με τρόπο που να είναι σύμφωνος με τη στρατηγική που θέλει να ακολουθήσει, αν θα προχωρήσει στην απομείωσή του ή όχι. Επίσης είναι η διοίκηση αυτή που αποφασίζει το χρονοδιάγραμμα σε μια αναδιάρθρωση ή αν θα προχωρήσει σε απολύσεις προσωπικού, σε κλείσιμο εργοστασίων ή σε τερματισμό μη κερδοφόρων σειρών προϊόντων. Όλες αυτές οι ενέργειες

εναπόκεινται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης η οποία μπορεί να τις ακολουθήσει με σκοπό να παρουσιάσει χαμηλότερα ή ψηλότερα κέρδη στις οικονομικές της καταστάσεις.

Οι Nieken και Sliwka σε έρευνα που δημοσίευσαν το 2015, ερευνούν τα κίνητρα των διευθυνόντων συμβούλων να παρουσιάσουν χαμηλότερη ή ψηλότερη κερδοφορία όταν πρωτοεισέρχονται σε μία εταιρεία ή όταν αποχωρούν από αυτή. Σε αυτό το πλαίσιο διαπίστωσαν ότι ένας νεοεισερχόμενος διευθύνοντας σύμβουλος δε θέλει να παρουσιάσει πολύ ψηλά κέρδη κατά τον πρώτο χρόνο που βρίσκεται στο πηδάλιο της εταιρείας γιατί η όποια επιτυχία δεν εξαρτάται αποκλειστικά από τις δικές του προσπάθειες και ικανότητες αλλά εν μέρει θα πιστωθεί στον προκάτοχό του. Έτσι έχει κίνητρο να «απομακρύνει» τα κέρδη από αυτή την πρώτη περίοδο και μπορεί να χρησιμοποιήσει τη μέθοδο της μεγάλης βουτιάς για να το επιτύχει. Αντίθετα κατά τον τελευταίο χρόνο ενός διευθύνοντα συμβούλου στη διοίκηση μιας εταιρείας θέλει να «φέρει» όσο το δυνατό περισσότερα κέρδη στο έτος αυτό, αφού από εκεί και πέρα δε θα έχει κανένα προσωπικό όφελος από τα κέρδη της εταιρείας.

2.3.3 Ανίχνευση της χειραγώγησης των κερδών

Οι Sun και Rath (2010) αναφέρουν ότι στην πραγματικότητα τυγχάνουν διακριτικού χειρισμού από τη διοίκηση, περισσότερο τα δεδουλευμένα και λιγότερο τα λειτουργικά κέρδη. Επειδή όμως τα διοικητικά στελέχη μπορεί να δείχνουν προτίμηση κάποιες φορές στη διαχείριση των πραγματικών ή λειτουργικών διαδικασιών και κάποιες, έστω τις περισσότερες φορές στη διαχείριση των δεδουλευμένων, οι ερευνητές προτείνουν κάποιες κατευθυντήριες γραμμές για εντοπισμό και των δύο περιπτώσεων παραποίησης:

i. Με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης και την αρχή του δεδουλευμένου, επιτρέπεται στη διοίκηση να κάνει τις απαραίτητες προσαρμογές ούτως ώστε να αποδίδονται σε κάθε λογιστική χρήση τα έσοδα τα οποία αντιστοιχούν στις πωλήσεις της περιόδου ανεξάρτητα αν έχει υπάρξει ταμειακή εισροή ή όχι. Επίσης, με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης και την αρχή της συσχέτισης τα έξοδα πρέπει να αναγνωρίζονται όταν βοηθούν στην παραγωγή εσόδων και όχι όταν υπάρχει ταμειακή εκροή. Οι Sun και Rath θεωρούν πιο πιθανό, για τα διοικητικά στελέχη, να εκμεταλλευτούν αυτή την «ευκαιρία» που αφορά την αναγνώριση των δεδουλευμένων, και

να μετακινούν έσοδα και έξοδα μεταξύ διαφορετικών λογιστικών περιόδων, κατά τρόπο που να εξυπηρετεί τους δικούς τους σκοπούς, παρά να αλλάζουν λογιστικές διαδικασίες και πρακτικές. Επομένως και οι ερευνητές θα πρέπει να στοχεύουν περισσότερο στα δεδουλευμένα για να εντοπίζουν περιπτώσεις παραποίησης.

ii. Η αναγνώριση εσόδων και εξόδων δεν απαιτεί ιδιαίτερη διευκρίνιση ή αναφορά στις οικονομικές καταστάσεις και επομένως είναι πιο δύσκολη η ανίχνευσή της. Αντίθετα οποιαδήποτε αλλαγή λογιστικής μεθόδου πρέπει να αναφέρεται ξεκάθαρα στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και επομένως κάνει πιο εύκολο τον εντοπισμό πιθανής προσπάθειας παραποίησης.

iii. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, υπάρχουν σχετικές έρευνες οι οποίες διαπίστωσαν ότι είναι πιο δύσκολος ο εντοπισμός της χειραγώγησης των κερδών μέσω της διαχείρισης πραγματικών δραστηριοτήτων, όταν αυτή δεν αφορά αλλαγή λογιστικής μεθόδου, λόγω του αβέβαιου και συνεχώς μεταβαλλόμενου επιχειρησιακού περιβάλλοντος, το οποίο απαιτεί συνεχώς νέες και καινοτόμες δράσεις από τα διοικητικά στελέχη. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, είναι δύσκολο να κριθούν οι αποφάσεις της διοίκησης και να θεωρηθούν ορθές ή λανθασμένες, πόσο μάλλον να τους αποδοθούν συγκεκριμένες επιδιώξεις και να αποδειχθεί ότι κάποιες από αυτές τις ενέργειες έγιναν, όχι με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης, αλλά με σκοπό την ικανοποίηση των προσωπικών επιδιώξεων των διοικούντων.

iv. Η χειραγώγηση των κερδών είναι πιο πιθανό να εντοπιστεί όταν οι ερευνητές μελετούν και αναλύουν το σύνολο των δεδουλευμένων τα οποία εναπόκεινται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης παρά ένα συγκεκριμένο δεδουλευμένο.

v. Η εξομάλυνση των κερδών (income-smoothing) και η διανομή των κερδών (earnings distribution) αποτελούν δύο διαφορετικές μεθόδους που μπορούν να βοηθήσουν στον εντοπισμό της χειραγώγησης των κερδών και οι οποίες χρησιμοποιούνται στην πράξη για τον εντοπισμό πιθανής παραποίησης.

Ο Matsuura (2008) θεωρεί ότι η διοίκηση δεν επιλέγει μόνο μία από τις δύο μεθόδους χειραγώγησης των κερδών, αλλά χρησιμοποιεί και τις δύο συμπληρωματικά και μάλιστα υποστηρίζει ότι η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών συμβαίνει, χρονολογικά, πρώτη. Έτσι, σύμφωνα με τον Matsuura, η διοίκηση αποφασίζει πρώτα ένα επίπεδο χειραγώγησης των πραγματικών κερδών το οποίο ακολουθείται στη συνέχεια, από τη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών κι επομένως οι μελετητές θα πρέπει να ερευνούν και για τις δύο

μεθόδους χειραγώγησης των κερδών όταν προσπαθούν να εντοπίσουν περιπτώσεις παραποίησης.

2.3.4 Χρηματοοικονομικά Σκάνδαλα

Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε, εν συντομία, τέσσερεις πολύ γνωστές περιπτώσεις εταιρειών που προέβησαν σε παραποίηση των οικονομικών τους καταστάσεων, εντός ή και εκτός των λογιστικών προτύπων.

2.3.4.1 Enron

Η Enron Corporation ήταν μια Αμερικάνικη εταιρεία ενέργειας η οποία ιδρύθηκε το 1985 και έκανε αίτηση για πτώχευση το Δεκέμβριο του 2001. Σε αυτά τα 16 χρόνια κατάφερε να θεωρείται, ανά το παγκόσμιο, ως μία από τις πιο καινοτόμες και πολλά υποσχόμενες εταιρείες των ΗΠΑ.

Από τι αρχές της δεκαετίας του 1990 μέχρι και το τέλος του 1998 η μετοχή της γνώρισε μια αύξηση κατά 311%, ελαφρώς υψηλότερη από το ρυθμό ανάπτυξης του δείκτη Standard & Poor's 500. Μετά όμως, η τιμή της μετοχής της εκτοξεύθηκε στα ύψη, σημειώνοντας μια αύξηση κατά 56% το 1999 και επιπλέον 87% το 2000, σε σύγκριση με το 20% αύξηση και 10% μείωση του δείκτη S&P 500 κατά τα ίδια χρόνια. Μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2000 η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας ξεπερνούσε τα $60 δισεκατομμύρια, και ήταν 70 φορές μεγαλύτερη από τα κέρδη της και 6 φορές μεγαλύτερη από τη λογιστική της αξία, μια ένδειξη του τρόπου που οι αγορές αποτιμούσαν την εταιρεία και των προσδοκιών των επενδυτών για τις μελλοντικές αποδόσεις της. Κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους η εικόνα της εταιρείας κουρελιάζεται και η τιμή της μετοχής της πέφτει σχεδόν στο μηδέν (Healy and Palepu, 2003).

Προς τα τέλη του 2001 αποκαλύφθηκε ότι η οικονομική κατάσταση της εταιρείας όπως παρουσιαζόταν στις οικονομικές της καταστάσεις δεν ήταν η πραγματική και ότι επρόκειτο για συστηματική και δημιουργικά σχεδιασμένη λογιστική απάτη, η οποία προκάλεσε την απώλεια σχεδόν $11 δισεκατομμυρίων. Το ίδιο έτος, η Enron προχώρησε σε αναθεώρηση

των οικονομικών της καταστάσεων για τα τελευταία τέσσερα χρόνια (1997 – 2000) και διαπιστώθηκε μείωση των κερδών κατά πολλά εκατομμύρια δολάρια και αύξηση πολλών εκατομμυρίων δολαρίων στα χρέη και τις ζημιές (Li, 2010).

Σύμφωνα με τους Petrick και Scherer (2003) κάποια βασικά στοιχεία τα οποία συνυπήρχαν στην περίπτωση της Enron και τα οποία επέτρεψαν να εξελιχθεί η κατάσταση με τον τρόπο που εξελίχθηκε, ήταν:

i. Ο διευθύνοντας σύμβουλος και ο οικονομικός διευθυντής της εταιρείας δημιούργησαν και εφάρμοσαν επιχειρηματικές ιδέες που οδήγησαν σε μεγάλα προβλήματα, τα οποία δεν μπορούσαν να διορθωθούν νομικά ή ηθικά.

ii. Μια από τις επιχειρηματικές ιδέες που είχαν αφορούσε τη «μετακίνηση» πολλών στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας εκτός ισολογισμού, σε πολύπλοκους, εκτός βιβλίων, συνεταιρισμούς (off-the-book partnerships) ή στη δημιουργία οντοτήτων ειδικού σκοπού (special purpose entities). Το πρόβλημα ήταν ότι σε κάποιες περιπτώσεις οι οντότητες ειδικού σκοπού απαιτούσαν από την Enron να εισφέρει μετοχές εάν η πιστοληπτική της βαθμολόγηση ή η αξία της μετοχής της μειώνονταν κάτω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο. Μόλις άρχισε η αντίστροφη πορεία της τιμής της μετοχής και η μείωση της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων, η εταιρεία έμεινε αμέσως εκτεθειμένη.

iii. Η διοίκηση σε μια προσπάθεια να αυξήσει ακόμα περισσότερο την κερδοφορία της εταιρείας επέλεξε να ακολουθήσει στρατηγική διαφοροποίησης και να επεκταθεί σε ένα ευρύ φάσμα νέων επιχειρήσεων και κλάδων. Το πρόβλημα ήταν ότι η Enron προσπάθησε να κάνει πάρα πολλά, πολύ γρήγορα και με μικρή έως και καθόλου απόδοση.

Οι Healy και Palepu (2003) αναφέρονται σε συγκεκριμένους λογιστικούς χειρισμούς της Enron οι οποίοι σκοπό είχαν να κρύψουν την πραγματική οικονομική της κατάσταση. Στις εμπορικές της συναλλαγές εμπλέκονταν πολύπλοκα μακροπρόθεσμα συμβόλαια τα οποία, με βάση τα λογιστικά πρότυπα, καταγράφονταν στις οικονομικές καταστάσεις, στην παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών τους κερδών. Επομένως τα διοικητικά στελέχη έκαναν προβλέψεις για τις αναμενόμενες αποδόσεις των συμβολαίων αυτών οι οποίες σε αρκετές περιπτώσεις αφορούσαν χρονικό ορίζοντα ο οποίος εκτεινόταν αρκετά χρόνια στο μέλλον. Οι προβλέψεις αυτές επαφίονταν στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και γίνονταν με τέτοιο τρόπο ώστε να παρουσιάζουν μια υπεραισιόδοξη, και σε κάποιες

περιπτώσεις εξωπραγματική, εξέλιξη των πραγμάτων και να εξυπηρετούν την εικόνα που ήθελαν οι διοικούντες να παρουσιάζει η εταιρεία και όχι την πραγματική οικονομική της κατάσταση.

Ο Giroux (2008) αναφέρει ότι η εταιρεία κατάφερε, από τις αρχές, να γίνει αποδεκτό να αποτιμά διάφορα στοιχεία που παρουσιάζονταν στις οικονομικές της καταστάσεις, όχι με την «παραδοσιακή» αρχή του ιστορικού κόστους, αλλά να χρησιμοποιεί την ονομαζόμενη mark-to-market μέθοδο. Με βάση τη μέθοδο αυτή η αξία αποτιμάται βάσει της αξίας που έχουν τα διάφορα στοιχεία κατά τη χρονική στιγμή που συντάσσονται οι οικονομικές καταστάσεις και πρόκειται για μέθοδο που ταιριάζει περισσότερο σε χρηματοοικονομικά εργαλεία για τα οποία υπάρχει μια καλά αναπτυγμένη αγορά και τα οποία διαπραγματεύονται σε καθημερινή βάση. Για τα εργαλεία αυτά οι τιμές είναι εμφανείς στην αγορά ενώ αντίθετα η αξία του φυσικού αερίου το οποίο αποτιμούσε η Enron, βασίζεται σε εκτιμήσεις. Ακριβώς η συνεχής επανεκτίμηση της αξίας του φυσικού αερίου η οποία βασιζόταν στους υπολογισμούς της διοίκησης έδινε πρόσφορο έδαφος για παραποίηση της πραγματικής του αξίας.

Ακόμα η διοίκηση είχε αναπτύξει μια τεχνική μέσω της οποίας «μεταμφίεζε» τις εισροές από επιστροφές δανειακών κεφαλαίων σε ταμειακές λειτουργικές ροές και τις παρουσίαζε ως τέτοιες αντί για ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες, παραπλανώντας έτσι όλους τους ενδιαφερόμενους ότι επρόκειτο για κέρδη που σχετίζονταν με την κύρια δραστηριότητα της εταιρείας (Giroux, 2008).

Η Enron βασιζόταν σε μεγάλο βαθμό σε δομημένες χρηματοοικονομικές συναλλαγές που αφορούσαν οντότητες ειδικού σκοπού. Η πολυπλοκότητα των συναλλαγών αυτών και η μη ύπαρξη ξεκάθαρων λογιστικών μεθόδων για την καταγραφή και παρουσίασή τους στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, επέτρεψε να υπάρχει απόκλιση μεταξύ των λογιστικών μεγεθών και της οικονομικής πραγματικότητας της εταιρείας (Healy και Palepu, 2003).

Η ανώτατη διοίκηση της Enron επέλεξε να αποκομίσει βραχυπρόθεσμα προσωπικά οικονομικά οφέλη εις βάρος όλων των ομάδων ενδιαφερομένων της εταιρείας. Ακολούθησε

τακτικές εξαπάτησης και εσκεμμένα παρουσίαζε μια πολύ διαφορετική εικόνα της εταιρείας στις οικονομικές της καταστάσεις από την πραγματική. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συμπεριφέρθηκαν με αμέλεια και απέτυχαν στο ρόλο τους ως εσωτερικοί επόπτες της ανώτατης διοίκησης ενώ υπήρχε και σύγκρουση συμφερόντων με το διπλό ρόλο που είχε αναλάβει το γραφείο που ασκούσε χρέη ελεγκτή για την εταιρεία. Ο Arthur Andersen, ένας από τους μεγαλύτερους ελεγκτικούς συνεταιρισμούς παγκοσμίως (ο οποίος διαλύθηκε μερικούς μήνες μετά από το σκάνδαλο της Enron) ήταν ταυτόχρονα ελεγκτής και σύμβουλος για την Enron με αποτέλεσμα να μην ασκεί τον ελεγκτικό του ρόλο ορθά και οι επενδυτές να παραπληροφορούνται μέσα από χρηματοοικονομικές καταστάσεις αμφιβόλου ποιότητας και αδιαφανείς λογιστικές πρακτικές.

2.3.4.2 WorldCom

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1983 ως Long Distance Discount Service και μετονομάστηκε σε WorldCom το 1995. Επρόκειτο για εταιρεία τηλεπικοινωνιών η οποία αναπτύχθηκε κυρίως μέσω συγχωνεύσεων, περίπου 75 στο σύνολό τους, η μεγαλύτερη εκ των οποίων ήταν η απόκτηση της κολοσσιαίας MCI το 1998. Μέχρι το 2002 ήταν η δεύτερη σε μέγεθος εταιρεία τηλεπικοινωνιών, που εξυπηρετούσε μακρινές αποστάσεις στις ΗΠΑ, και είχε επιτύχει να παρουσιάζει όχι μόνο κέρδη, αλλά και ένα αξιοθαύμαστο ρυθμό ανάπτυξης.

Τον Ιούνιο του 2002 η WorldCom ανακοίνωσε ότι είχε υπερεκτιμήσει κέρδη κατά το 2001 και κατά τους πρώτους τρεις μήνες του 2002, ύψους πέραν των $3.8 δισεκατομμυρίων. Η ανακοίνωση έπεσε σαν κεραυνός εν αιθρία και, στον απόηχο άλλων λογιστικών σκανδάλων, επηρέασε σημαντικά τις χρηματοοικονομικές αγορές.

Ο εξωτερικός ελεγκτής της WorldCom ήταν, όπως και της Enron, ο ελεγκτικός συνεταιρισμός Arthur Andersen[1], ο οποίος κατηγορήθηκε αμέσως για την αδυναμία του να εντοπίσει τους σκανδαλώδεις χειρισμούς, όπως χαρακτηρίστηκαν από τον τύπο, της

[1] Ο Arthur Andersen εκτελούσε χρέη εξωτερικού ελεγκτή για τη WorldCom από το 1989, και αντικαταστάθηκε από τη KPMG το Μάιο του 2002.

εταιρείας. Τον επόμενο μήνα η WorldCom έκανε αίτηση για χρεοκοπία.

Σύμφωνα με τους Lyke και Jickling (2002) το θεμελιώδες οικονομικό πρόβλημα με το οποίο είχε έρθει αντιμέτωπη η WorldCom ήταν οι υπεραισιόδοξες προβλέψεις που είχαν κάνει οι διοικούντες τα προηγούμενα χρόνια, κατά την «έκρηξη» ανάπτυξης των εταιρειών διαδικτύου (dot–com boom), η οποία είχε πλέον τελειώσει. Η οικονομία εισήλθε σε ύφεση, τα έσοδα της εταιρείας μειώθηκαν κατά πολύ σε σχέση με τα αναμενόμενα, το χρέος, όμως, το οποίο είχε αναλάβει για να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξή της και να ανταποκριθεί στην αυξημένη ζήτηση την οποία ανέμενε η διοίκηση, παρέμενε ψηλό. Το ποσοστό «έξοδα προς έσοδα» άρχισε να αυξάνεται με αποτέλεσμα τη μείωση στο ρυθμό αύξησης των κερδών της εταιρείας. Η μείωση στα κέρδη εμπεριείχε ένα σημαντικό κίνδυνο, αν η εταιρεία δε βελτίωνε την απόδοσή της, τη μείωση της τιμής της μετοχής της. Αυτό όμως δεν ήταν αποδεκτό από τη διοίκηση, αφού όπως είχε αναφέρει, στο περιοδικό Fortune, ο διευθύνοντας σύμβουλος της WorldCom, Bernard Ebbers, στόχος της εταιρείας δεν ήταν να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς της, ούτε να την κάνουν παγκόσμια, αλλά βασικός στόχος ήταν η μετοχή της WorldCom να είναι η νούμερο ένα μετοχή στη Wall Street (Zekany, Braun and Warder, 2004). Επομένως η διοίκηση είχε ένα επιπλέον δυνατό κίνητρο, πέρα από τα προσωπικά οικονομικά κίνητρα των ανώτατων διοικητικών στελεχών, να προσπαθήσει να συγκαλύψει την κακή κατάσταση που είχε αρχίσει να δημιουργείται στα οικονομικά της εταιρείας, καταφεύγοντας σε παραποίηση των λογιστικών της καταστάσεων για να το επιτύχει.

Η κύρια τακτική που ακολουθούσε η εταιρεία για να παραποιεί την εικόνα που παρουσίαζε στις οικονομικές της καταστάσεις ήταν να καταγράφει κάποια από τα τρέχοντα έξοδά της ως κεφαλαιουχικές δαπάνες. Η WorldCom διατηρούσε εκτεταμένες εγκαταστάσεις δικτύου για τη σύνδεση πολλών περιοχών ανά το παγκόσμιο, όμως για να μπορεί να εξυπηρετεί πελάτες οι οποίοι δεν ήταν κατευθείαν ενωμένοι με το δίκτυό της πλήρωνε δικαιώματα σε άλλες εταιρείες τηλεπικοινωνιών για να χρησιμοποιεί το δίκτυό τους. Αυτά τα δικαιώματα, γνωστά ως «line costs», αντιπροσώπευαν περίπου τα μισά από τα συνολικά τρέχοντα έξοδα της εταιρείας, κι επομένως η διαχείρισή τους ήταν πολύ σημαντική για την κερδοφορία της. Η βασική μέθοδος μέτρησης τους ήταν ο δείκτης «ποσοστό line costs προς έσοδα» και μία αύξηση σε αυτό το δείκτη αποτελούσε ένδειξη για μειωμένη αποδοτικότητα. Η εταιρεία παρουσίαζε ανά τρίμηνο το δείκτη αυτό, ο οποίος από το 1999 έως το 2002, βρισκόταν

γύρω στο 42% με ελάχιστες διακυμάνσεις, παρά το γεγονός ότι η συγκεκριμένη χρονική περίοδος είχε μεγάλη μεταβλητότητα για τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών (Zekany, Braun and Warder, 2004). Μεταφέροντας μέρος των τρεχόντων εξόδων της σε ένα λογαριασμό κεφαλαίου, η WorldCom επιτύγχανε να παρουσιάζει αυξημένα τα καθαρά της εισοδήματα, αφού τα έξοδά της ήταν υποεκτιμημένα, και ταυτόχρονα παρουσίαζε αυξημένα τα περιουσιακά της στοιχεία, αφού τα κεφαλαιοποιημένα έξοδα αντιμετωπίζονταν σαν επένδυση (Lyke, and Jickling, 2002).

Το λανθασμένο χειρισμό των τρεχόντων εξόδων ως κεφαλαιακές δαπάνες ανακάλυψε, πέραν του ενός έτους αφότου είχε αρχίσει η λανθασμένη ταξινόμηση, άτομο από τους εσωτερικούς ελεγκτές της εταιρείας και το ανέφερε στους ανωτέρους του. Από εκεί και πέρα, το θέμα ακολούθησε την πορεία του και διερευνήθηκε από τους εξωτερικούς ελεγκτές, που ήταν πλέον η KPMG. Πέραν από το ερώτημα που αφορά την μεγάλη καθυστέρηση στην ανακάλυψη της εσφαλμένης ταξινόμησης από τους εσωτερικούς ελεγκτές, πλανάται ακόμα ένα ερώτημα, πιο σοβαρό, το οποίο αφορά τον εξωτερικό έλεγχο και τον Arthur Andersen, ο οποίος θα έπρεπε να είχε εντοπίσει την απάτη.

2.3.4.3 Parmalat

Η Parmalat ιδρύθηκε το 1961 στην Ιταλία, από τον Calisto Tanzi, αρχικά ως οικογενειακή εταιρεία γαλακτοκομικών προϊόντων που στη συνέχεια επέκτεινε τις δραστηριότητες της σε άλλα τρόφιμα και αργότερα και σε άλλους επιχειρηματικούς τομείς. Ο κλάδος των τροφίμων είναι γενικά σταθερός και παρουσιάζει χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης κι έτσι ο πιο συνηθισμένος τρόπος για να αναπτυχθεί μια εταιρεία είναι μέσα από την εξαγορά άλλων εταιρειών. Αυτή τη μέθοδο ακολούθησε και η Parmalat για την ανάπτυξή της, δηλαδή αγόραζε άλλες εταιρείες και τις ενσωμάτωνε στον όμιλο χρησιμοποιώντας το εμπορικό της σήμα στα προϊόντα που αποκτούσε μέσα από τις εξαγορές. Αρχικά οι εξαγορές αφορούσαν μόνο ιταλικές εταιρείες αλλά από το 1973 κι έπειτα επεκτάθηκε στην απόκτηση και ξένων εταιρειών, η οποία συνεχίστηκε για τα επόμενα 30 χρόνια, κάνοντας την εταιρεία ένα από τους μεγαλύτερους ανεξάρτητους παραγωγούς γαλακτοκομικών προϊόντων στον κόσμο. Μέχρι το τέλος του 2002 είχε επεκταθεί σε περισσότερες από τριάντα χώρες, είχε στην

κατοχή της 135 εργοστάσια, και η δομή της είχε γίνει τόσο πολύπλοκη που ήταν εξαιρετικά δύσκολο να διαπιστωθεί η πραγματική της κερδοφορία (Buchanan and Yang, 2005).

Παρά την αξιοθαύμαστη ανάπτυξη και το μεγάλο της μέγεθος ο έλεγχος της εταιρείας είχε παραμείνει στην ιδρυτική οικογένεια και αυτό, είχε επιτευχθεί έχοντας ως προτιμητέα μέθοδο χρηματοδότησης την έκδοση ομολόγων και όχι την έκδοση μετοχών. Για να γίνει πιο κατανοητή αυτή η προτίμηση είναι αρκετό να σκεφτούμε ότι για 10 χρόνια, από το 1994 έως το 2003, η Parmalat χρηματοδότησε τις δραστηριότητες και την επέκτασή της απευθυνόμενη 40 φορές στις διεθνείς αγορές ομολόγων σε σχέση με μία και μοναδική φορά που προχώρησε σε έκδοση μετοχών με δικαίωμα προτίμησης[2]. Αυτή η τακτική να αντιμετωπίζεται η εταιρεία από τη διοίκηση ως οικογενειακή υπόθεση που έπρεπε να διατηρηθεί υπό τον έλεγχο της οικογένειας πάση θυσία, δεν ήταν χωρίς κόστος. Ο Calisto Tanzi που ήταν ταυτόχρονα μεγαλομέτοχος και διευθύνοντας σύμβουλος της εταιρείας, δεν είχε ως προτεραιότητα το καλώς νοούμενο συμφέρον των μετόχων και γι' αυτό προχωρούσε σε υπέρμετρο δανεισμό αντί σε έκδοση νέου κεφαλαίου έστω κι αν αυτό ήταν επιβλαβές για την εταιρεία. Ακριβώς λόγω των υψηλών δανειακών κεφαλαίων το περιθώριο κέρδους της Parmalat ήταν πολύ πιο χαμηλό συγκριτικά με το μέσο όρο του κλάδου.

Το 1999 οι επενδυτές άρχισαν να προβληματίζονται για τις αποφάσεις της διοίκησης να προβαίνει σε δανεισμό με την έκδοση νέων ομολόγων ενώ η εταιρεία παρουσίαζε πλεόνασμα μετρητών στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις. Το 2003, κι ενώ στις οικονομικές καταστάσεις εμφανίζονταν €4 δισεκατομμύρια σε μετρητά, προχώρησε στην έκδοση ομολόγων αξίας €1 δισεκατομμυρίου, αυξάνοντας το ύψος του δανεισμού της σε €6 δισεκατομμύρια. Το Δεκέμβριο του ίδιου έτους, οι ανησυχίες των επενδυτών επιβεβαιώθηκαν και η εταιρεία ανακοίνωσε την αδυναμία της να ανταποκριθεί σε μια τακτική πληρωμή ομολόγων ύψους €150 εκατομμυρίων. Όπως αποδείχτηκε στη συνέχεια,

---

[2] Τα δικαιώματα προτίμησης δίνουν στους υφιστάμενους μετόχους το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, όταν η εταιρεία εκδίδει καινούριο κεφάλαιο να αποκτήσουν πρώτοι μετοχές, ούτως ώστε να διατηρήσουν το ποσοστό ιδιοκτησίας τους στην εταιρεία.

τα €4 δισεκατομμύρια σε μετρητά τα οποία υποτίθεται ότι βρίσκονταν στα νησιά Καϋμάν σε τραπεζικό λογαριασμό θυγατρικής εταιρείας, ήταν το κατασκεύασμα μιας περίπλοκης πλεκτάνης και δεν υπήρχαν στην πραγματικότητα. Χωρίς μετρητά η επιχειρηματική αυτοκρατορία της Parmalat κατέρρευσε (Dobson, 2004).

Πέρα από την έντονη παρουσία της οικογένειας Tanzi στη διοίκηση της εταιρείας, εξίσου έντονη ήταν η παρουσία της και στο Διοικητικό Συμβούλιο, στο οποίο εκτός από μέλη της οικογένειας συμμετείχαν και παιδικοί φίλοι του ιδρυτή μειώνοντας την ανεξαρτησία των μελών στο ελάχιστο και όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό δεν επιτελούσαν το έργο τους ως εσωτερικοί ελεγκτές της διοίκησης (Buchanan and Yang, 2005). Λάθη και παραλείψεις υπήρξαν κι από τη μεριά των εξωτερικών ελεγκτών με αποτέλεσμα να περνούν απαρατήρητοι οι λανθασμένοι χειρισμοί της διοίκησης. Για παράδειγμα, το 1999 η εταιρεία, συνεργάστηκε με τη Citigroup Inc, και πέτυχε χρηματοδότηση μέσα από πολύπλοκες διαδικασίες και χρηματοοικονομικά εργαλεία η οποία καταγράφηκε στα βιβλία της ως επένδυση αντί για δανεισμός, και αυτή η λανθασμένη ταξινόμηση δεν έγινε αντιληπτή παρά χρόνια αργότερα.

2.3.4.4 Tyco

Η Tyco International ιδρύθηκε το 1960 ως ερευνητικό εργαστήριο, το 1964 έγινε δημόσια εταιρεία, έκανε την πρώτη από μια σειρά εξαγορών που θα ακολουθούσαν τα επόμενα χρόνια και το 1974 εισήλθε στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Μέχρι το 2002 είχε γιγαντωθεί σε μέγεθος και αναγνώριζε ετήσια έσοδα ύψους πέραν των $36 δισεκατομμυρίων ενώ είχε περισσότερους από 200.000 υπαλλήλους.

Στις αρχές της δεκαετίας του ’90, η Tyco άλλαξε διευθύνοντα σύμβουλο και τα ηνία της εταιρείας ανέλαβε ο Dennis Kozlowski, ο οποίος προχώρησε σε αρκετές εξαγορές και συγχωνεύσεις από τις οποίες η εταιρεία αποκόμισε μεγάλα οφέλη. Αρκεί να αναφέρουμε ότι η τιμή της μετοχής της από $2.12 που ήταν το 1992 ανήλθε σε $68.32 μέχρι το τέλος του 2002. Στις αρχές της επόμενης δεκαετίας η εταιρεία ακολουθούσε την ίδια στρατηγική σχετικά με τις εξαγορές και παρόλο που επιτύγχανε έσοδα πέραν των αναμενόμενων, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός της είχε υπερδιπλασιαστεί (Carrigan and Alex, 2015).

Η ανώτατη διοίκηση της Tyco, καθοδηγούμενη από τον Kozlowski, δημιούργησε ένα από τα μεγαλύτερα οικονομικά σκάνδαλα στην ιστορία των ΗΠΑ. Η λογιστική παραποίηση είχε ως αποτέλεσμα υπερεκτίμηση εσόδων ύψους $5,8 δισεκατομμυρίων και αφορούσε, μεταξύ άλλων, χειραγώγηση των κερδών, λανθασμένη αντιστοίχιση εσόδων – εξόδων, μη αποκάλυψη ορισμένων συναλλαγών, αποζημιώσεων και χρεών της ανώτατης διοίκησης προς την εταιρεία. Από τις μεγαλύτερες λογιστικές ανακρίβειες ήταν η μη απομείωση της υπεραξίας της εταιρείας ύψους $4,5 δισεκατομμυρίων και η λανθασμένη αναγνώριση εσόδων $600 εκατομμυρίων από μία από τις θυγατρικές της Tyco (Brown, 2012). Η απάτη όμως δεν αφορούσε μόνο παραποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων αλλά περιλάμβανε και κατάχρηση των εταιρικών κεφαλαίων, κυρίως από το διευθύνοντα σύμβουλο και τον οικονομικό διευθυντή, είτε για προσωπική τους χρήση είτε για να «αγοράζουν» τη σιωπή και την αφοσίωση μικρού αριθμού διοικητικών στελεχών.

Η απάτη, παρά το μέγεθός της, πέρασε απαρατήρητη από τον εσωτερικό έλεγχο της εταιρείας αλλά και από τον εξωτερικό ελεγκτή. Αναμφίβολα τόσο το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας όσο και ο ελεγκτικός οίκος PricewaterhouseCoopers, που ασκούσε χρέη ελεγκτή για την Tyco δεν έπαιξαν το ρόλο τους σωστά. Το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να κατηγορηθεί για αμέλεια κι ότι αρκέστηκε να βλέπει την καλή πορεία της εταιρείας και να παραβλέπει ή να αδιαφορεί για το τι πραγματικά συνέβαινε στην Tyco, οι PricewaterhouseCoopers όμως καταδικάστηκαν για συγκάλυψη της απάτης.

Η Tyco παρά το μέγεθος του σκανδάλου κατάφερε να επιβιώσει, σε αντίθεση με τις άλλες τρεις προαναφερθείσες εταιρείες οι οποίες χρεοκόπησαν, άλλαξε διευθύνοντα σύμβουλο, διοικητικό συμβούλιο και συνεχίζει την δραστηριότητά της μέχρι σήμερα.

Κεφάλαιο 3
Γιατί τα κέρδη δεν ισούνται με τα μετρητά

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται παράγοντες οι οποίοι προκαλούν διαφοροποίηση μεταξύ των κερδών μιας εταιρείας και των μετρητών της.

Μία πρώτη αναφορά σε αυτό το θέμα έγινε στην εισαγωγή της παρούσας μεταπτυχιακής διατριβής και τώρα θα επεκταθούμε περισσότερο με την παρουσίαση των ευρημάτων από διαφορετικούς συγγραφείς μέσω ανασκόπησης της διεθνούς ακαδημαϊκής αρθρογραφίας.

3.1 Γιατί τα κέρδη δεν ισούνται με τα μετρητά

Μπορεί μια εταιρεία να καταγράφει κέρδη αλλά τα μετρητά της να παρουσιάζουν μείωση και το αντίστροφο (Bell, 2000). Οι ταμειακές ροές συνδέονται μεν με το καθαρό κέρδος, δεν είναι όμως ίσες με αυτό. Ένας λόγος είναι η αρχή του δεδουλευμένου που ακολουθείται στην κατάρτιση όλων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών εξαιρουμένης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών. Επομένως όταν η επιχείρηση μέσω της Κατάστασης Αποτελεσμάτων παρουσιάζει κέρδη δεν πρέπει να εξάγεται το συμπέρασμα ότι σε αυτό το κέρδος αντιστοιχούν τα ανάλογα ταμειακά διαθέσιμα. Το κέρδος δεν είναι μετρητά.

Κατά την κατάρτιση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων λαμβάνονται υπόψη όλα τα έσοδα από όλες τις πωλήσεις που πραγματοποίησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης. Αυτό σημαίνει ότι συμπεριλαμβάνονται τόσο οι πωλήσεις που έγιναν τοις μετρητοίς όσο και οι πωλήσεις που έγιναν επί πιστώσει. Όταν μία πώληση γίνεται τοις μετρητοίς σημαίνει ότι στα έσοδα τα οποία αναγνωρίζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων αντιστοιχεί η είσπραξη των ανάλογων μετρητών δηλαδή υπάρχει μία εισροή μετρητών ίση

με το έσοδο που αναγνωρίζεται. Στις επιχειρήσεις όμως δε γίνονται όλες οι πωλήσεις τοις μετρητοίς και είναι πάρα πολύ συνηθισμένη πρακτική, οι μεταξύ των εταιρειών, συναλλαγές να πραγματοποιούνται επί πιστώσει. Αυτό σημαίνει ότι η πώληση λαμβάνει χώρα σήμερα, η κυριότητα των αγαθών μεταβιβάζεται σήμερα κι επομένως γίνεται και η αντίστοιχη αναγνώριση του εσόδου στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων, η είσπραξη των μετρητών όμως δε γίνεται άμεσα αλλά μετατίθεται σε κάποια στιγμή στο μέλλον, συνήθως, σε μερικές εβδομάδες. Για όσο διάστημα διαρκεί η παρεχόμενη από την εταιρεία πίστωση, είναι σαν δανεισμός των χρημάτων της προς τους πελάτες της, κι επομένως έχουν μια υποχρέωση έναντί της να αποπληρώσουν αυτά τα χρήματα. Η υποχρέωση αυτή των πελατών της εταιρείας εμφανίζεται στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης της εταιρείας με μία αύξηση στο λογαριασμό κυκλοφορούντος ενεργητικού «Πελάτες» ή «Χρεώστες». Όταν τα χρήματα εισπραχθούν δε θα αναγνωριστεί έσοδο αφού δεν πρόκειται για καινούρια πώληση, αλλά θα γίνει μία μείωση στο λογαριασμό κυκλοφορούντος ενεργητικού «Πελάτες» για το ανάλογο ποσό και μία αντίστοιχη αύξηση στο λογαριασμό, επίσης κυκλοφορούντος ενεργητικού, «Μετρητά». Γίνεται εμφανές ότι όταν πρόκειται για πωλήσεις με πίστωση, υπάρχει μία χρονική διαφορά μεταξύ της αναγνώρισης του εσόδου στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και στην πραγματική εισροή των μετρητών στα ταμεία της επιχείρησης.

Πέρα από τις πιστωτικές διευκολύνσεις που προσφέρει η εταιρεία στους πελάτες της, είναι πολύ πιθανόν να απολαμβάνει και η ίδια κάποιες πιστωτικές ευκολίες από τους προμηθευτές της. Όταν πραγματοποιεί αγορές εμπορευμάτων επί πιστώσει σημαίνει ότι μεταβιβάζεται σε αυτήν η κυριότητα των προϊόντων σήμερα αλλά η πληρωμή εκκρεμεί και θα γίνει κάποια στιγμή στο άμεσο μέλλον. Το λογιστικό γεγονός αυτό, έστω κι αν δεν υπάρχει ροή μετρητών, θα πρέπει να καταγραφεί στα βιβλία της εταιρείας κι αυτό θα γίνει με μία αύξηση του λογαριασμού κυκλοφορούντος ενεργητικού «Εμπορεύματα» ή «Αποθέματα» και με την αντίστοιχη αύξηση του λογαριασμού βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων «Προμηθευτές» ή «Πιστωτές». Όταν έρθει η στιγμή που η εταιρεία θα πληρώσει τον προμηθευτή της θα μειωθεί κατά το ανάλογο ποσό ο λογαριασμός «Μετρητά» και θα υπάρξει αντίστοιχη μείωση και στο λογαριασμό «Προμηθευτές». Στην περίπτωση που η αγορά εμπορευμάτων δεν είχε γίνει με πίστωση, αλλά τοις μετρητοίς, θα γινόταν μία αύξηση στο λογαριασμό κυκλοφορούντος ενεργητικού «Εμπορεύματα» και η αντίστοιχη

μείωση στο λογαριασμό, επίσης κυκλοφορούντος ενεργητικού, «Μετρητά». Επομένως υπάρχουν δύο διαφορετικές περιπτώσεις αγοράς εμπορευμάτων από την εταιρεία:

- επί πιστώσει και
- τοις μετρητοίς

Στην πρώτη περίπτωση γίνεται η αγορά τώρα και η πληρωμή κάποια στιγμή στο άμεσο μέλλον και στη δεύτερη περίπτωση η αγορά και η εκροή μετρητών γίνονται ταυτόχρονα. Σε καμία όμως από τις δύο περιπτώσεις δε θα γίνει αναγνώριση εξόδου στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων. Γιατί; Λόγω της αρχής της συσχέτισης εσόδων και εξόδων η οποία απαιτεί τα έξοδα να αναγνωρίζονται στην ίδια λογιστική χρήση που πραγματοποιήθηκαν τα έσοδα τα οποία οφείλονται σε αυτά.

Λόγω των αγοραπωλησιών με πίστωση μπορεί να προκύψουν προβλήματα για την εταιρεία στην περίπτωση που προσφέρει καλύτερους πιστωτικούς όρους στους πελάτες της απ' ότι επιτυγχάνει να παίρνει η ίδια από τους προμηθευτές της. Αν συμβαίνει αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία παράγει κέρδη τα οποία επιτυγχάνονται εις βάρος της ρευστότητάς της. Η κατάσταση αυτή δεν επηρεάζει την Κατάσταση Αποτελεσμάτων και την κερδοφορία της εταιρείας παρά μόνο τη ρευστότητά της, γίνεται εμφανής μέσω της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης (ως μείωση στα μετρητά) και επεξηγείται μέσω της Κατάστασης Ταμειακών Ροών. Το κέρδος το οποίο επιτυγχάνει η εταιρεία, για όσο χρονικό διάστημα παραμένει δεσμευμένο στους χρεώστες της, πέραν του ότι θέτει την εταιρεία σε κίνδυνο (πιστωτικός κίνδυνος που αφορά την περίπτωση κατά την οποία οι πελάτες δε θα μπορέσουν να αποπληρώσουν το χρέος τους), επιπλέον δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί από την εταιρεία για να καλύψει τις δικές της ανάγκες και χωρίς μετρητά η επιχείρηση δεν μπορεί να επιβιώσει μακροπρόθεσμα (Tennent, 2013).

Σε αυτό το σημείο είναι λογικό να αναρωτηθεί κανείς αφού η παροχή πιστώσεων μπορεί να θέσει την εταιρεία σε κίνδυνο (ρευστότητας και πιστωτικό) τότε για ποιό λόγο μια επιχείρηση να μην κάνει πωλήσεις μόνο τοις μετρητοίς; Αν εξαιρέσουμε τις μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν ήδη εδραιωμένη θέση και μεγάλο μερίδιο αγοράς, και οι οποίες λόγω της δύναμής τους δεν έχουν πρόβλημα να επιβάλλουν τους δικούς τους πιστωτικούς όρους, τόσο σε πελάτες όσο και σε προμηθευτές, οι υπόλοιπες εταιρείες και ιδιαίτερα οι μικρές, οι οποίες προσπαθούν να επεκταθούν και να αυξήσουν την πελατειακή τους βάση και τα

έσοδα πωλήσεών τους, πρέπει και να αποδέχονται τους όρους των προμηθευτών αλλά και να ακολουθούν τις πρακτικές που συνηθίζονται στην αγορά, μία εκ των οποίων, πολύ πιθανόν, να είναι και οι πωλήσεις επί πιστώσει. Επίσης, δίνοντας ευνοϊκούς πιστωτικούς όρους, η εταιρεία διευκολύνει τους πελάτες της και τους δίνει ένα επιπλέον κίνητρο για να την επιλέξουν, ενώ στην περίπτωση που θα έκανε πωλήσεις μόνο τοις μετρητοίς αρκετοί πελάτες, ίσως, να επέλεγαν τον ανταγωνισμό για τις αγορές τους, δεδομένου ότι οι πιστώσεις είναι μια πρακτική που ακολουθείται από τις περισσότερες εταιρείες στις μεταξύ τους συναλλαγές.

Πέρα από την αποτυχία μιας εταιρείας να εισπράττει έγκαιρα τους χρεώστες της μπορεί να βρεθεί σε δυσμενή θέση σε ότι αφορά τη ρευστότητά της και για άλλους λόγους. Αρχικά πρέπει να διευκρινιστεί ότι γενικά θεωρείται λανθασμένη τακτική για τις εταιρείες να έχουν πάρα πολλά μετρητά στα ταμεία τους. Πρέπει να υπολογίζουν τις ανάγκες τους συν ένα «μαξιλάρι ασφαλείας» και τα υπόλοιπα θα πρέπει είτε να επενδύονται είτε να επιστρέφονται ως μέρισμα στους μετόχους. Οπόταν το συμπέρασμα ότι από τη στιγμή που μια επιχείρηση είναι κερδοφόρα σημαίνει αυτόματα ότι έχει και ικανοποιητική ρευστότητα είναι το λιγότερο άστοχο.

Τα μετρητά που θα έχει η επιχείρηση στη διάθεσή της εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες, έτσι δεδομένου ότι η επιχείρηση είναι κερδοφόρα η ρευστότητά της μπορεί να επηρεαστεί από:

- Επιτυγχάνει να εισπράττει τις πωλήσεις της;
- Πως διαχειρίζεται τις εισροές μετρητών στα ταμεία της; Τα τοποθετεί σε μακροπρόθεσμα ομόλογα ή μετοχές άλλων εταιρειών, τα χρησιμοποιεί για να αγοράσει στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού, χρηματοδοτεί τους πελάτες της παρέχοντάς τους πιστωτικές διευκολύνσεις ή μήπως τα διανέμει ως μερίσματα στους μετόχους της;

Πέραν από τις αιτίες οι οποίες μειώνουν τα μετρητά αλλά δεν μειώνουν την κερδοφορία, υπάρχουν και κάποια λογιστικά γεγονότα τα οποία μειώνουν τα κέρδη αλλά αφήνουν ανεπηρέαστα τα μετρητά. Για παράδειγμα, μια εταιρεία χρηματοδοτεί την ανάπτυξή της χρησιμοποιώντας μετρητά για την απόκτηση ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού αλλά τα χρήματα αυτά δεν θεωρούνται έξοδο και δε μειώνουν την κερδοφορία της. Κάθε

έτος όμως, για αυτά τα στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού αναγνωρίζονται αποσβέσεις οι οποίες είναι έξοδο και μειώνουν τα κέρδη της εταιρείας αλλά όχι και τα μετρητά της.

Υπάρχει βέβαια, και το ενδεχόμενο μία επιχείρηση να έχει ζημιές. Σε αυτή την περίπτωση δε θα πρέπει να βγει αβίαστα το συμπέρασμα ότι η εταιρεία θα αντιμετωπίσει άμεσα προβλήματα ρευστότητας. Βραχυπρόθεσμα μπορεί η εταιρεία να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις ανάγκες της σε μετρητά αλλά αν συνεχίσει να καταγράφει ζημιές για σειρά ετών τότε είτε θα πρέπει να βρει καινούριες πηγές χρηματοδότησης είτε αναπόφευκτα θα αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας και εν τέλει θα χρεοκοπήσει (Tiffin, 2004).

Κεφάλαιο 4
Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Το κεφάλαιο αυτό αποσκοπεί στην παρουσίαση της Κατάστασης Ταμειακών Ροών και στην κατανόηση των διαφορών στη σύνταξή της σε σχέση με τη σύνταξη της Κατάστασης Αποτελεσμάτων. Επίσης συζητάμε την πιθανότητα χειραγώγησης από μέρους των εταιρειών, των μετρητών και κυρίως των ταμειακών ροών που προέρχονται από λειτουργικές δραστηριότητες.

Ακολούθως παραθέτουμε κάποιους σημαντικούς αριθμοδείκτες ρευστότητας και αποτελεσματικότητας οι οποίοι βοηθούν στην ανάλυση και στην καλύτερη κατανόηση της οικονομικής κατάστασης των εταιρειών.

4.1 Ορισμοί και Κατάσταση Ταμειακών Ροών βάσει των ΔΠΧΠ

Με τον όρο ταμειακές ροές εννοούνται οι εισροές και οι εκροές ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδυνάμων προς και από την επιχείρηση αντίστοιχα.

Τα ταμειακά διαθέσιμα είναι τα μετρητά που έχει στη διάθεσή της η εταιρεία είτε βρίσκονται στο ταμείο της είτε βρίσκονται σε τραπεζική κατάθεση και μπορούν να αναληφθούν άμεσα. Τα ταμειακά ισοδύναμα δεν είναι μετρητά αλλά αποτελούνται από τις βραχυπρόθεσμες (διάρκειας μικρότερης των τριών μηνών) και υψηλής ρευστότητας επενδύσεις που διαθέτει η επιχείρηση και τις οποίες μπορεί να μετατρέψει άμεσα σε συγκεκριμένα ποσά ταμειακών διαθεσίμων χωρίς να υπάρχει σημαντικός κίνδυνος μεταβολής της αξίας τους.

Να σημειωθεί ότι στις ταμειακές ροές δεν περιλαμβάνονται οι κινήσεις μεταξύ ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων, γιατί αυτές γίνονται στα πλαίσια της ταμειακής διαχείρισης της επιχείρησης και όχι ως μέρος των λειτουργικών, επενδυτικών και χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων της. Με τον όρο ταμειακή διαχείριση εννοείται η επένδυση του πλεονάσματος μετρητών σε ταμειακά ισοδύναμα.

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών είναι μία από τις βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις, στην οποία καταγράφονται μόνο οι ταμειακές εισροές (εισπράξεις ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων) και οι ταμειακές εκροές (πληρωμές ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων) οι οποίες αφορούν την ίδια χρονική περίοδο ή λογιστική χρήση που αφορά και η Κατάσταση Αποτελεσμάτων.

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών απαντά στο ερώτημα «Γιατί υπάρχει μεταβολή στο λογαριασμό «Μετρητά» από τη μία λογιστική χρήση στην επόμενη;». Αυτή η μεταβολή στα ταμειακά διαθέσιμα γίνεται αντιληπτή αν ο ενδιαφερόμενος παρατηρήσει δύο διαδοχικές Καταστάσεις Χρηματοοικονομικής Θέσης μιας εταιρείας και πιο συγκεκριμένα το λογαριασμό «Μετρητά» ή «Ταμείο» όπου εκεί είναι καταγεγραμμένο το ύψος των χρηματικών διαθεσίμων που έχει στην κατοχή της η επιχείρηση τη στιγμή σύνταξης της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης. Η Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης δείχνει τη μεταβολή αλλά δεν εξηγεί πως προέκυψε, ενώ η Κατάσταση Αποτελεσμάτων δείχνει τα κέρδη (ή τις ζημιές) της εταιρείας όμως δε λέει τίποτα για τα ταμειακά διαθέσιμα και τη ρευστότητα της.

Με βάση αυτά τα δεδομένα και το κενό στην πληροφόρηση των ενδιαφερομένων από τις δύο άλλες βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις τα λογιστικά πρότυπα απαιτούν από τις Δημόσιες Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης την κατάρτιση και δημοσιοποίηση της Κατάστασης Ταμειακών Ροών μέσω της οποίας γίνεται δυνατή η παρακολούθηση των πηγών και των χρήσεων των μετρητών της επιχείρησης. Μέσω της Κατάστασης Ταμειακών Ροών αποκαλύπτεται η σχέση μεταξύ του καθαρού κέρδους που υπολογίζει η Κατάσταση Αποτελεσμάτων και των αλλαγών στα υπόλοιπα των μετρητών που δείχνει η Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης.

Υπάρχουν δύο μέθοδοι σύνταξης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών, η άμεση μέθοδος (direct method) και η έμμεση μέθοδος (indirect method). Όποια μέθοδος και αν ακολουθηθεί, θα πρέπει να γίνει μία διάκριση στις ταμειακές ροές της εταιρείας ανάλογα με τη δραστηριότητα από την οποία προέρχονται ή για την οποία έχουν χρησιμοποιηθεί. Έτσι οι ταμειακές ροές κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες:

- Ταμειακές ροές από/για λειτουργικές δραστηριότητες
- Ταμειακές ροές από/για επενδυτικές δραστηριότητες
- Ταμειακές ροές από/για χρηματοδοτικές δραστηριότητες

Στις λειτουργικές δραστηριότητες κατατάσσονται όλες οι ταμειακές ροές που σχετίζονται με την κύρια λειτουργία της εταιρείας και αφορούν κυρίως χρηματοροές σχετικές με την παραγωγή και την πώληση προϊόντων ή με την παροχή υπηρεσιών.

Ως επενδυτικές δραστηριότητες θεωρούνται οι ταμειακές ροές που σχετίζονται με τις επενδύσεις που πραγματοποιεί η επιχείρηση, όπως για παράδειγμα όταν αγοράζει ή πωλεί στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού, όταν προχωρά σε δανεισμό ή επένδυση σε άλλες επιχειρήσεις, όταν εισπράττει μερίσματα από τέτοιες επενδύσεις κ.λπ.

Τέλος, στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες κατατάσσονται όλες οι συναλλαγές που σχετίζονται με τη χρηματοδότηση της εταιρείας όπως είναι τα έσοδα από την πώληση μετοχών ή ομολόγων, τα μετρητά που προέρχονται από το δανεισμό της εταιρείας, οι πληρωμές που πραγματοποιεί η εταιρεία για αυτά τα δάνεια, η πληρωμή μερισμάτων κ.λπ.

Οι δύο μέθοδοι, άμεση και έμμεση μέθοδος, είναι διαφορετικές μόνο στο πρώτο μέρος, δηλαδή στον τρόπο προσδιορισμού των καθαρών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες ενώ ο τρόπος προσδιορισμού των καθαρών ταμειακών ροών από επενδυτικές και από χρηματοδοτικές δραστηριότητες είναι ο ίδιος όποια μέθοδος και αν ακολουθηθεί.

Θα παραθέσουμε πρώτα μια τυπική μορφή της Κατάστασης Ταμειακών Ροών, όπως συντάσσεται με την άμεση μέθοδο. Σε αυτή τη μέθοδο παρουσιάζονται οι πραγματικές

εισροές και εκροές μετρητών, ανά κατηγορία, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της λογιστικής περιόδου.

1) Άμεση μέθοδος σύνταξης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών:

Κατάσταση Ταμειακών Ροών για τη χρήση που λήγει στις .....

Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		
Εισπράξεις μετρητών από πελάτες	XX	
Πληρωμές μετρητών σε προμηθευτές και υπαλλήλους	XX	
Πληρωμές μετρητών για άλλα λειτουργικά έξοδα	XX	
Πληρωμές για τόκους	XX	
Πληρωμές για φόρους	XX	
Καθαρά μετρητά από λειτουργικές δραστηριότητες		**XX**
Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες		
Πληρωμές για αγορά ακίνητων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού	XX	
Έσοδα από την πώληση εξοπλισμού	XX	
Εισπράξεις τόκων	XX	
Εισπράξεις μερισμάτων	XX	
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες		**XX**
Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες		
Εισπράξεις από την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου	XX	
Εισπράξεις από μακροπρόθεσμο δανεισμό	XX	
Πληρωμές για χρηματοδοτικές υποχρεώσεις	XX	
Πληρωμές μερισμάτων	XX	
Καθαρά μετρητά από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		**XX**
Καθαρή αύξηση σε μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα		**XX**
Μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα στην αρχή της περιόδου		**XX**
Μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα στο τέλος της περιόδου		**XX**

Ακολούθως παρουσιάζουμε την έμμεση μέθοδο σύνταξης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών στην οποία πρώτα συμφιλιώνονται τα λειτουργικά κέρδη, όπως αυτά εμφανίζονται στην

Κατάσταση Αποτελεσμάτων, με τις λειτουργικές ταμειακές ροές και ακολούθως προστίθενται (ή αφαιρούνται) οι ταμειακές ροές από τις άλλες δύο κατηγορίες.

2) Έμμεση μέθοδος σύνταξης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών:

Κατάσταση Ταμειακών Ροών για τη χρήση που λήγει στις .....

Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		
Κέρδος προ φόρων και τόκων		**XX**
Προσαρμογές για:		
Αποσβέσεις	XX	
Συναλλαγματικές απώλειες	XX	
Έσοδα από επενδύσεις	XX	
Έξοδα τόκων	XX	
Αύξηση στα εισπρακτέα	XX	
Μείωση στα αποθέματα	XX	
Μείωση στα πληρωτέα	XX	
Ροή μετρητών από λειτουργικές δραστηριότητες	XX	
Πληρωμή τόκων	XX	
Πληρωμή φόρων	XX	
Καθαρά μετρητά από λειτουργικές δραστηριότητες		**XX**
Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες		
Πληρωμές για αγορά ακίνητων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού	XX	
Έσοδα από την πώληση εξοπλισμού	XX	
Εισπράξεις τόκων	XX	
Εισπράξεις μερισμάτων	XX	
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες		**XX**
Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες		
Εισπράξεις από την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου	XX	
Εισπράξεις από μακροπρόθεσμο δανεισμό	XX	
Πληρωμές για χρηματοδοτικές υποχρεώσεις	XX	
Πληρωμές μερισμάτων	XX	

Καθαρά μετρητά από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	**XX**
Καθαρή αύξηση σε μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα	**XX**
Μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα στην αρχή της περιόδου	**XX**
Μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα στο τέλος της περιόδου	**XX**

Τα στοιχεία που παρέχονται από την Κατάσταση Ταμειακών Ροών εκτός από χρήσιμες πληροφορίες για τη ρευστότητα της εταιρείας και για την ποιότητα των εισοδημάτων της δίνουν τη δυνατότητα στα ενδιαφερόμενα μέρη να προβούν σε προβλέψεις που αφορούν τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας για σκοπούς αποτίμησης της αξίας της.

Στην πράξη χρησιμοποιούνται πολλές διαφορετικές μέθοδοι αποτίμησης της αξίας μιας εταιρείας οι οποίες βασίζονται σε στοιχεία είτε της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης, είτε της Κατάστασης Αποτελεσμάτων είτε της Κατάστασης Ταμειακών Ροών, καθώς επίσης και σε υποθέσεις και παραδοχές που αφορούν τα στοιχεία αυτά. Επομένως εκτός από το ύψος των περιουσιακών στοιχείων και το μέγεθος της κερδοφορίας, η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης εξαρτάται και από τα μετρητά τα οποία επιτυγχάνει να παράγει.

Μία από τις πιο γνωστές τεχνικές αποτίμησης της εταιρικής αξίας βάσει ταμειακών ροών, είναι η Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Model). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, για να υπολογιστεί η εταιρική αξία προεξοφλούνται οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας. Σε πρώτη φάση προσδιορίζονται οι μελλοντικές ταμειακές ροές, γίνεται, δηλαδή, μία εκτίμηση για το μέγεθος που θα έχουν στο μέλλον και μπορεί να υποτεθεί ότι θα είναι σταθερές ετησίως, ή ότι θα αυξάνονται. Το δεύτερο βήμα είναι να προσδιοριστεί το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο σχετίζεται με τον κίνδυνο που εμπεριέχει η εταιρεία. Στο τρίτο βήμα, με τη χρήση μαθηματικού τύπου, υπολογίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών και κατά συνέπεια η σημερινή αξία της εταιρείας.

Συνεπώς η βάση του Discounted Cash Flow Model σχετίζεται με την Κατάσταση Ταμειακών Ροών και φαίνεται αμέσως η σημαντικότητά της, αφού η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας και της μετοχής της συνδέονται με την ικανότητά της να παράγει μετρητά.

4.2 Αριθμοδείκτες

Στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών παρουσιάζονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές που πραγματοποίησε η εταιρεία εντός μίας λογιστικής περιόδου σε απόλυτους αριθμούς. Επειδή όμως είναι δύσκολο να εξαχθούν συμπεράσματα κοιτώντας αυτούς τους αριθμούς οι αναλυτές χρησιμοποιούν αριθμοδείκτες μέσω των οποίων συγκρίνονται δύο ή περισσότερα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων και οι οποίοι βοηθούν στην καλύτερη κατανόηση των χρηματοοικονομικών μεγεθών και της ρευστότητας της εταιρείας.

4.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

i. Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας - Current Ratio

$$Αριθμοδείκτης\ Γενικής\ Ρευστότητας = \frac{Κυκλοφορούν\ Ενεργητικό}{Βραχυπρόθεσμες\ Υποχρεώσεις}$$

Είναι αριθμός και ιδανικά θέλουμε να είναι τουλάχιστον δύο, δηλαδή ο αριθμητής να είναι τουλάχιστον διπλάσιος από τον παρονομαστή.

ii. Αριθμοδείκτης Ειδικής/Άμεσης Ρευστότητας - Liquid Ratio

$$Αριθμοδείκτης\ Άμεσης\ Ρευστότητας = \frac{Κυκλοφορούν\ Ενεργητικό - Αποθέματα - Προπληρωμές}{Βραχυπρόθεσμες\ Υποχρεώσεις}$$

Αφαιρούμε από το κυκλοφορούν ενεργητικό τα αποθέματα και τις προπληρωμές, τα στοιχεία δηλαδή που συγκριτικά με τα άλλα ρευστοποιούνται πιο δύσκολα.

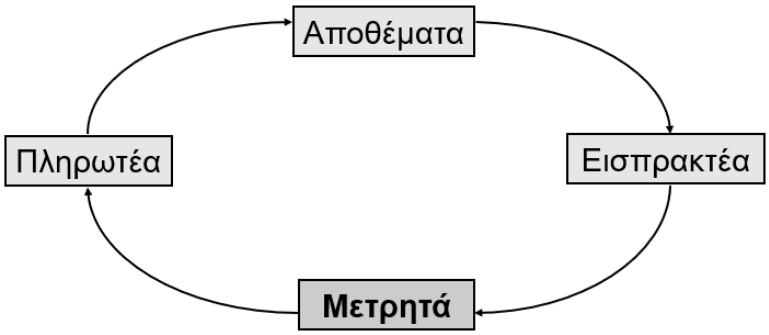
Είναι αριθμός και ιδανικά θέλουμε να είναι τουλάχιστον ένα, δηλαδή ο αριθμητής να υπερκαλύπτει τουλάχιστον τον παρονομαστή.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας εξετάζουν πόσα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία κατέχει η εταιρεία για να μπορεί να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

4.2.2 Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας & Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά

Σε αυτό το σημείο θεωρούμε χρήσιμο να παρουσιάσουμε τον Κύκλο μετατροπής μετρητών σε μετρητά (Cash Conversion Cycle), ο οποίος σχετίζεται με την αποτελεσματικότητα ενός οργανισμού και βοηθά στην εκτίμηση της ρευστότητάς του. Αυτό που μας δείχνει είναι το χρόνο, σε ημέρες, που χρειάζεται η επιχείρηση για να μετατρέψει τις δραστηριότητές της που απαιτούν μετρητά, σε επιστροφές μετρητών. Στην περίπτωση που η ανάλυση αφορά εμπορική επιχείρηση, μας δείχνει τη χρονική διάρκεια που χρειάζεται η εταιρεία για να δημιουργήσει, να πωλήσει το απόθεμά της και να μετατρέψει, έτσι, τις πωλήσεις της σε μετρητά.

Διάγραμμα 1. Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά



Πιο αναλυτικά:

i. Όταν μία εταιρεία αγοράζει αποθέματα με πίστωση αυξάνονται τα αποθέματά της αλλά, ταυτόχρονα, δημιουργούνται βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

ii. Η εταιρεία, εντός κάποιου χρονικού πλαισίου, θα πρέπει να χρησιμοποιήσει τα μετρητά της για να εξοφλήσει αυτές τις υποχρεώσεις, να αποπληρώσει δηλαδή τα πληρωτέα της.

iii. Η εταιρεία έχει, τώρα, στην κατοχή της κάποια αποθέματα τα οποία μπορεί να πωλήσει με πίστωση και να δημιουργηθούν έτσι κάποιες οφειλές προς αυτήν.

iv. Θα πρέπει να εισπράξει αυτές τις οφειλές, τα εισπρακτέα της δηλαδή, εντός μικρού σχετικά χρονικού διαστήματος για να μετατρέψει τις πωλήσεις της σε μετρητά.

Επομένως βλέπουμε ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών δείχνει το χρόνο που χρειάζεται μία εταιρεία για να μετατρέψει τα μετρητά της, τα οποία χρησιμοποίησε για να χρηματοδοτήσει την αγορά αποθεμάτων, ξανά σε μετρητά, προερχόμενα από την πώληση αυτών των αποθεμάτων.

Για να μπορέσει να γίνει ο υπολογισμός του κύκλου μετατροπής μετρητών, θα πρέπει πρώτα να υπολογιστούν η περίοδος πώλησης των αποθεμάτων, η περίοδος είσπραξης των χρεωστών και η περίοδος πληρωμής των πιστωτών. Πρόκειται για τρεις δείκτες αποτελεσματικότητας οι οποίοι εκφράζονται σε ημέρες και υπολογίζονται ως εξής:

$$Περίοδος\ πώλησης\ αποθεμάτων = \frac{Μέσος\ όρος\ Αποθεμάτων}{Κόστος\ Πωλήσεων} * 365$$

$$Περίοδος\ είσπραξης\ χρεωστών = \frac{Μέσος\ όρος\ Εισπρακτέων}{Πωλήσεις} * 365$$

$$Περίοδος\ πληρωμής\ πιστωτών = \frac{Μέσος\ όρος\ Πληρωτέων}{Κόστος\ Πωλήσεων} * 365$$

Ακολούθως, για να υπολογίσουμε τον κύκλο μετατροπής μετρητών προσθέτουμε την περίοδο πώλησης αποθεμάτων και την περίοδο είσπραξης χρεωστών και αφαιρούμε την περίοδο πληρωμής πιστωτών, δηλαδή:

Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά

$$= Περίοδος\ πώλησης\ αποθεμάτων + Περίοδος\ είσπραξης\ χρεωστών - Περίοδος\ πληρωμής\ πιστωτών$$

Σε αντίθεση με τους περισσότερους αριθμοδείκτες, στην περίπτωση του κύκλου μετατροπής μετρητών σε μετρητά, όσο μικρότερος είναι ο δείκτης κι επομένως λιγότερες οι ημέρες που χρειάζεται η επιχείρηση για να μετατρέψει τα μετρητά της ξανά σε μετρητά, τόσο πιο αποτελεσματική θεωρείται. Συνεπώς, μια πτωτική τάση στον κύκλο αποτελεί θετικό σημάδι, ενώ μια ανοδική τάση, αρνητικό. Αυτό συμβαίνει, βέβαια, γιατί όταν ο κύκλος μετατροπής μετρητών μειώνεται, τα μετρητά ελευθερώνονται πιο γρήγορα για να χρησιμοποιηθούν σε άλλες χρήσεις ενώ όταν ο κύκλος μετατροπής μετρητών αυξάνεται, τα

μετρητά παραμένουν δεσμευμένα στις βασικές λειτουργίες της επιχείρησης για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

4.3 Χειραγώγηση Ταμειακών διαθεσίμων

Είχαμε αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, στη χειραγώγηση των κερδών στην οποία μπορεί να προβεί μια εταιρεία. Τί συμβαίνει όμως με τα μετρητά της, όπως αυτά παρουσιάζονται στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών; Μήπως μπορούν να τύχουν και αυτά χειραγώγησης;

Η απάντηση είναι ότι, ναι μεν μπορεί να υπάρξει παραποίηση των ταμειακών ροών, και ειδικότερα των ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, όμως γίνεται πιο δύσκολα σε σχέση με την παραποίηση εσόδων και εξόδων (Κατάσταση Αποτελεσμάτων) και περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων (Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης).

Σύμφωνα με την Lee (2012), οι διοικούντες μια εταιρεία μπορεί να προβούν σε χειραγώγηση των μετρητών που προέρχονται από λειτουργικές δραστηριότητες (Cash Flow from Operating activities – CFO) παρουσιάζοντάς τις διογκωμένες αν υπάρχει ισχυρό κίνητρο το οποίο να δικαιολογεί αυτή την παραποίηση. Στο άρθρο της αναφέρει τέσσερα τέτοια κίνητρα:

i. Οικονομικές δυσκολίες που, τυχόν, αντιμετωπίζει η εταιρεία.
ii. Αν η πιστοληπτική διαβάθμισή της βρίσκεται κοντά στο όριο επένδυσης /μη επένδυσης (Investment /Non - Investment grade cutoff).
iii. Η ύπαρξη προβλέψεων, από αναλυτές, για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της και
iv. Η ύπαρξη μεγάλης συσχέτισης μεταξύ της απόδοσης των μετοχών και των CFO.

Ο Dimitrijevic (2015) υποστηρίζει ότι πίσω από τις περιπτώσεις παραποίησης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών αλλά και των άλλων οικονομικών καταστάσεων, κρύβονται κυρίως προσωπικά συμφέροντα των διοικούντων, όπως το να πετύχουν μεγαλύτερα μπόνους, να αποκτήσουν μεγαλύτερη περιουσία, να διασφαλίσουν τη θέση τους στην εταιρεία, να εξοφλήσουν προσωπικά τους δάνεια κ.λπ.

Οι τρόποι με τους οποίους μπορεί μια εταιρεία να χειραγωγεί τα CFO της είναι είτε με την κατάταξη επενδυτικών ή χρηματοδοτικών εισροών ως λειτουργικών (classification) είτε με τη χρονική ρύθμιση (timing) συγκεκριμένων συναλλαγών όπως η καθυστέρηση στις πληρωμές των προμηθευτών ή η επίσπευση των εισπράξεων από τους χρεώστες. Στην πρώτη περίπτωση η κατάταξη των χρηματικών εισροών σε μία κατηγορία της Κατάστασης Ταμειακών Ροών παρά σε μία άλλη μπορεί να γίνει εκτός αλλά και εντός των IFRS κι επομένως δεν υπάρχει απαραίτητα κάποια παράνομη ενέργεια, χωρίς βέβαια, αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχει ηθικό ζήτημα. Στη δεύτερη περίπτωση, αυτή της χρονικής ρύθμισης, δεν υπάρχει νομική ατασθαλία αλλά επηρεάζεται η κερδοφορία της εταιρείας αφού για να πετύχει πιο σύντομες πληρωμές από τους χρεώστες της, η εταιρεία, πιθανόν να προσφέρει αυξημένες εκπτώσεις ενώ ταυτόχρονα με την καθυστέρηση των δικών της υποχρεώσεων προς τους πιστωτές της να χάνει εκπτώσεις που αυτοί της προσφέρουν όταν προβαίνει σε έγκαιρη αποπληρωμή των οφειλόμενων, προς αυτούς, ποσών (Lee, 2012).

Ο Dimitrijevic (2015) φαίνεται να συμφωνεί ότι στις περιπτώσεις παραποίησης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών, όντως, η προσπάθεια είναι να παρουσιαστούν όσο το δυνατό περισσότερες από τις εισροές της εταιρείας, ως CFO ή να παρουσιαστούν όσο το δυνατόν περισσότερες από τις εκροές της, ως εκροές που προέρχονται είτε από τις επενδυτικές είτε από τις χρηματοδοτικές της δραστηριότητες. Επιπλέον, αναφέρει ότι μία εταιρεία μπορεί να φουσκώσει τις λειτουργικές εισροές της, είτε πωλώντας μέρος της εταιρείας και παρουσιάζοντας την εισροή από την πώληση, ως προερχόμενη από λειτουργικές δραστηριότητες είτε προχωρώντας σε μη βιώσιμες δραστηριότητες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα παραποίησης των CFO είναι η περίπτωση της Enron όπου εισροές από τραπεζικό δανεισμό παρουσιάζονταν στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών, ως CFO. Μία δεύτερη περίπτωση είναι αυτή της Delphi Automotive plc[3] που προχώρησε σε συμφωνία με τραπεζικό ίδρυμα σύμφωνα με την οποία η τράπεζα θα αγόραζε από αυτήν εμπορεύματα αξίας $200 εκ. και με την πάροδο μερικών εβδομάδων η εταιρεία θα τα αγόραζε πίσω,

[3] Εταιρεία αμερικάνικων – ιρλανδικών – αγγλικών συμφερόντων που ασχολείται με ανταλλακτικά αυτοκινήτων και προχώρησε σε παραποίηση των οικονομικών της καταστάσεων το 2005. Κινδύνευσε με χρεοκοπία αλλά επιβίωσε και συνεχίζει τις δραστηριότητές της μέχρι και σήμερα.

πληρώνοντας κάποια αποζημίωση στην τράπεζα. Είναι εμφανές ότι πρόκειται για βραχυπρόθεσμο δανεισμό με εγγύηση τα εμπορεύματα, όμως η Delphi την κατέταξε ως κανονική πώληση εμπορευμάτων, παρουσιάζοντας έτσι μία τεράστια αύξηση στα έσοδα από πωλήσεις της περιόδου και ταυτόχρονα μια διογκωμένη, κατά $200 εκ., εισροή από λειτουργικές δραστηριότητες.

Αυξάνοντας τις εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες ή μειώνοντας τις εκροές για λειτουργικές δραστηριότητες, με την μετακίνηση ροών μετρητών, από μία κατηγορία σε άλλη, μπορεί το τελικό αποτέλεσμα στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών να μην αλλάζει όμως η εταιρεία επιτυγχάνει να παρουσιάζει μια πιο υγιή οικονομική κατάσταση αφού δείχνει μεγαλύτερες εισροές από την κύρια εργασία της κι επομένως καλύτερα εταιρικά αποτελέσματα.

Οι Ovidiu et al. (2009) αναφέρουν ότι υπό κανονικές συνθήκες μία εταιρεία όταν εκδίδει μία επιταγή προς ένα προμηθευτή της, αναγνωρίζει αμέσως αυτή την εκροή μετρητών από λειτουργικές δραστηριότητες. Αντίθετα μία εταιρεία που παραποιεί τα CFO δε θα αναγνωρίσει αμέσως αυτή την εκροή αλλά θα παρουσιάζει αυτά τα χρήματα ως μετρητά που βρίσκονται στην κατοχή της μέχρι η επιταγή να φτάσει στον προορισμό της. Επιπρόσθετα εταιρείες οι οποίες ανήκουν στη δεύτερη κατηγορία μπορεί να εκδίδουν μεταχρονολογημένες επιταγές και να παρουσιάζουν τα ποσά αυτά ως μετρητά που βρίσκονται ακόμα στο ταμείο τους. Οι ίδιοι συγγραφείς αναφέρουν και άλλες, ίσως πιο ακραίες μορφές παραποίησης των CFO:

- Αν μία εταιρεία έχει ισχυρά κίνητρα για να παρουσιάσει αυξημένα CFO στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών μπορεί να πωλήσει τους λογαριασμούς των χρεωστών της σε ένα πρακτορείο (συνήθως κάποιο τραπεζικό ίδρυμα) το οποίο θα αναλάβει να τους εισπράξει. Το αποτέλεσμα αυτής της πώλησης θα είναι η εταιρεία να εισπράξει νωρίτερα το οφειλόμενο ποσό από ότι αν περίμενε να την αποπληρώσουν οι ίδιοι οι χρεώστες, όμως το ποσό που εισπράττει είναι μειωμένο και είναι εις βάρος της κερδοφορίας της. Επομένως φαίνεται εντελώς παράλογο μια εταιρεία να προβεί σε μια τέτοια πώληση των λογαριασμών των χρεωστών εκτός και αν αντιμετωπίζει προβλήματα στη ρευστότητά της.

Επιπλέον, με αυτό τον τρόπο, μεταφέρονται μελλοντικές εισπράξεις στην παρούσα περίοδο δημιουργώντας «τρύπα» στις μελλοντικές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες (Dimitrijevic, 2015).

- Κεφαλαιοποίηση λειτουργικών εξόδων που σκοπό έχει την κατανομή τους σε σειρά ετών αντί της αναγνώρισής τους στο έτος που ανήκουν. Τέτοιες συναλλαγές παρουσιάζονται μεν ως εκροές στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών όμως κατατάσσονται ως επενδυτικές δραστηριότητες αντί ως λειτουργικές με αποτέλεσμα τα CFO της περιόδου να εμφανίζονται αυξημένα. Αυτό βέβαια έχει ως συνέπεια τα λειτουργικά έξοδα να βαραίνουν τις μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Η WorldCom προέβη σε μια απάτη αυτού του είδους όταν κατά τα έτη 2000 και 2001 παρουσίασε λειτουργικά έξοδα αρκετών εκατομμυρίων δολαρίων ως αγορές περιουσιακών στοιχείων και τα κατέταξε ως εκροές για επενδυτικές δραστηριότητες αντί ως εκροές για λειτουργικές δραστηριότητες.

Ακόμα ένας τρόπος χειραγώγησης των λειτουργικών ροών είναι οι ονομαζόμενες συναλλαγές «boomerang» (Dimitrijevic, 2015) όπου μία εταιρεία που αντιμετωπίζει προβλήματα με τη ρευστότητά της αγοράζει και πωλεί εμπορεύματα σε μία άλλη εταιρεία, που κι εκείνη αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα. Η συμφωνία μεταξύ των δύο εταιρειών είναι ότι θα αγοράσουν και θα πωλήσουν η μία στην άλλη εμπορεύματα ίσης αξίας με σκοπό βέβαια να παρουσιάσουν αυτές τις συναλλαγές στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων ως έσοδα από πωλήσεις και στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών ως εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

Μία εμπορική εταιρεία θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει τα εμπορεύματά της και με ένα άλλο τρόπο για να μειώσει τις λειτουργικές εκροές της. Πιο συγκεκριμένα αν αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας μπορεί να αγοράζει μικρότερες ποσότητες εμπορευμάτων κι επομένως θα έχει μικρότερες εκροές μετρητών για την πληρωμή των προμηθευτών. Αν η εταιρεία μέχρι αυτό το σημείο προχωρούσε σε μεγαλύτερες αγορές εμπορευμάτων από όσες χρειαζόταν πραγματικά, όχι μόνο δε θα υπάρξει πρόβλημα αλλά, πιθανόν, θα μάθει να κάνει και καλύτερη διαχείριση των αποθεμάτων της.

Αν όμως ακολουθούσε ένα σύστημα αποθεμάτων just – in – time[4] τότε κινδυνεύει να μείνει εκτεθειμένη και να μην μπορεί να εξυπηρετήσει τους πελάτες της.

Ο εντοπισμός της χειραγώγησης των ταμειακών διαθεσίμων, όπως και η παραποίησή τους, είναι δύσκολη, όμως κάτι που πρέπει να προκαλεί ανησυχία και αιτία για περαιτέρω διερεύνηση, είναι η αύξηση των CFO το τελευταίο τρίμηνο της λογιστικής περιόδου σε σχέση με το υπόλοιπο έτος αλλά και σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο της νέας περιόδου (Lee, 2012). Κάποιες, επιπλέον, εισηγήσεις για ανίχνευση τυχόν παραποίησης ταμειακών διαθεσίμων είναι οι πραγματοποίηση συχνότερων και απροειδοποίητων ελέγχων, μεγαλύτερη επίβλεψη στο μέτρο του δυνατού αλλά και κατάλληλη εκπαίδευση των εργαζομένων. Ίσως όμως, τη μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα να έχει η πρόληψη, με την ανάπτυξη κουλτούρας ηθικής και δίκαιου εταιρικού περιβάλλοντος.

[4] Just – in – time είναι ένα σύστημα διαχείρισης των αποθεμάτων βάσει του οποίου η επιχείρηση παραλαμβάνει εμπορεύματα όταν τα χρειάζεται πραγματικά κι επομένως δε διατηρεί μεγαλύτερες ποσότητες εμπορευμάτων από όσες χρειάζεται για τις λειτουργίες της.

Κεφάλαιο 5
Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας για δείγμα εταιρειών στην Κύπρο

Για τους σκοπούς της παρούσας μεταπτυχιακής διατριβής, επιλέξαμε να αναλύσουμε τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις κυπριακών δημόσιων εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε ένα πολύ σημαντικό τομέα για την οικονομία της χώρας, αυτόν του τουρισμού.

Σκοπός του κεφαλαίου είναι να δούμε στην πράξη αν όλα όσα αναφέραμε στα προηγούμενα κεφάλαια για τις διαφορές μεταξύ κερδοφορίας και μετρητών φαίνονται στις οικονομικές καταστάσεις των συγκεκριμένων εταιρειών και να διαπιστώσουμε κατά πόσο τα συμπεράσματα της διεθνούς αρθρογραφίας ισχύουν και για τις συγκεκριμένες κυπριακές εταιρείες.

Πιο συγκεκριμένα θα αναλύσουμε τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των πιο κάτω εταιρειών, τις οποίες αναφέρουμε με αλφαβητική σειρά:

- Amathus Public Ltd
- C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd
- K + G Complex Public Company Ltd
- Leptos Calypso Hotels Public Ltd
- Louis Plc
- Salamis Tours (Holdings) Public Ltd

5.1 Amathus Public Limited

Η πρώτη εταιρεία την οποία θα αναλύσουμε είναι η Amathus Public Limited.

5.1.1 Οριζόντια Ανάλυση

Θα αρχίσουμε με οριζόντια ανάλυση βασικών στοιχείων της Κατάστασης Αποτελεσμάτων και ακολούθως με οριζόντια ανάλυση της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης.

5.1.1.1 Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

Στον πίνακα που ακολουθεί γίνεται, για όλες τις υπό μελέτη περιόδους, συνοπτική παρουσίαση των ποσοστιαίων μεταβολών βασικών στοιχείων της Κατάστασης Αποτελεσμάτων της εταιρείας Amathus Public Limited.

Με αυτό τον τρόπο μπορούμε πιο εύκολα να σχηματίσουμε μια εικόνα για την πορεία της εταιρείας και την, τυχόν, ύπαρξη τάσεων.

Πίνακας 1. Amathus Public Limited - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Εισόδημα	-4,80	-42,72	-11,72	-5,17	-8,93	5,50
Κόστος πωλήσεων	-4,23	-51,96	-12,24	6,41	-10,05	15,44
Μεικτό κέρδος	-6,50	-14,43	-10,84	-24,78	-6,25	-17,34
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	-851,19	119,95	-1057,18	67,59	49,52	43,18
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	-41,23	185,71	-110,61	706,03	-5,92	30,40

Μελετώντας τις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων παρατηρούμε ότι τα εισοδήματα της εταιρείας τα οποία προέρχονται από την πώληση ταξιδιωτικών πακέτων, αεροπορικών εισιτηρίων αλλά και άλλων υπηρεσιών που προσφέρει, παρουσιάζουν συνεχώς καθοδική πορεία και το 2019, για πρώτη φορά, σημειώνουν αύξηση. Το κόστος πωλήσεων κινείται προς την ίδια κατεύθυνση και σε παρόμοια επίπεδα, με εξαίρεση το 2017 και το 2019. Παρ΄

όλα αυτά το μεικτό κέρδος παρουσιάζει συνεχώς μειώσεις, ενώ στα καθαρά κέρδη, βλέπουμε μία έντονη μεταβλητότητα και αστάθεια στην πορεία τους.

Εστιάζοντας στα καθαρά κέρδη, κατά το 2014, η καθαρή ζημιά σημείωσε αύξηση ύψους 41,2%, αρκετά μικρότερη σε σχέση με την αύξηση της λειτουργικής ζημιάς κι αυτό οφείλεται κυρίως στην πώληση του ξενοδοχείου Amathus Beach Hotel Limassol η οποία επηρεάζει τα καθαρά κέρδη αλλά όχι τα λειτουργικά.

Το 2015 τα καθαρά κέρδη έχουν σημειώσει πολύ μεγάλη αύξηση και το μεγαλύτερο ρόλο σε αυτή την αλλαγή έπαιξαν οι ζημιές που παρουσίαζαν κάποιες από τις συνδεδεμένες εταιρείες κατά το προηγούμενο έτος και η μείωση στην αξία στοιχείων του πάγιου ενεργητικού που έγινε το 2014.

Κατά το 2016 η εταιρεία καταγράφει ζημιές. Η ποσοστιαία μείωση των κερδών ανέρχεται στο 110,6% και ως απόλυτος αριθμός είναι €3.254.037.

Το 2017, ενώ η εταιρεία έχει μειωμένα εισοδήματα από πωλήσεις και καταγράφει ζημιές από τις κύριες δραστηριότητες της, βλέπουμε μια πολύ εντυπωσιακή αύξηση στην κερδοφορία του έτους, κατά 706%. Αυτό συνέβη λόγω της μεγάλης αύξησης που σημείωσαν τα κέρδη από συνδεδεμένες εταιρείες.

Το 2018 τα καθαρά κέρδη της περιόδου είναι κατά 5,9% μειωμένα και αυτό οφείλεται περισσότερο στη μείωση που σημείωσαν τα κέρδη των συνδεδεμένων εταιρειών και της από κοινού ελεγχόμενης εταιρείας.

Το 2019 το καθαρό κέρδος για το έτος έχει αυξηθεί κατά 30,4% σε σχέση με το 2018 και η βελτίωση αυτή οφείλεται στην επίδραση του κέρδους που προέρχεται από συνδεδεμένες εταιρείες (αύξηση 64,2%) και του κέρδους από την από κοινού ελεγχόμενη εταιρεία (μείωση 66,3%). Επίσης, η ποσοστιαία μεταβολή της φορολογίας είναι πάρα πολύ μεγάλη (1182%) και οφείλεται πρώτον, στη χαμηλή φορολογία κατά το 2018 και δεύτερον, στην αντιστροφή αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων για φορολογικά κέρδη - ζημιές.

5.1.1.2 Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

Στον ακόλουθο πίνακα βλέπουμε τις ποσοστιαίες μεταβολές σε βασικά στοιχεία της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης.

Πίνακας 2. Amathus Public Limited - Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	28,08%	50,72	0,30	6,33	10,86	2,36
Κυκλοφορούν ενεργητικό	135,30 %	-42,44	-62,01	10,18	-31,00	21,97
Μετρητά	491,85	-40,99	-81,20	69,74	-55,47	89,26
Σύνολο ενεργητικού	-47,92	4,80	-16,57	6,81	5,65	3,87
Ίδια κεφάλαια	-28,20	8,94	-10,60	4,28	4,96	10,44
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	-98,37	-57,44	2042,16	187,32	5,61	-21,81
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	-95,79	-13,57	234,71	125,15	4,78	-13,29
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	-38,91	94,23	-50,76	-48,10	-16,58	-28,05
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	227,91	-40,14%	-48,53	16,86	24,23	-28,95
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	49,31	-6,45	-49,73	-17,16	10,67	-28,44
Σύνολο υποχρεώσεων	-70,60	-6,82	-36,16	18,43	8,46	-21,87
Σύνολο παθητικού	-47,92	4,80	-16,57	6,81	5,65	3,87

Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει κάποτε μικρότερη και κάποτε μεγαλύτερη αύξηση όλα τα χρόνια, σημάδι ότι η εταιρεία επεκτείνεται επενδύοντας σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, και κυρίως σε συνδεδεμένες εταιρείες αλλά και σε από κοινού ελεγχόμενη εταιρεία.

Το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει αύξηση το 2014, το 2017 και το 2019 ενώ τα υπόλοιπα έτη μειώνεται. Το 2015 η μεταβολή του οφείλεται στη μείωση των εισπρακτέων και των μετρητών ενώ τα υπόλοιπα έτη οι μεταβολές του πηγάζουν κυρίως από μεταβολές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα.

Η μεταβολή στο συνολικό ενεργητικό, τα περισσότερα έτη, είναι θετική αλλά μικρή, κάτω από 7%. Το 2014 όμως και το 2016 βλέπουμε αρνητική μεταβολή η οποία, ιδιαίτερα το 2014, είναι αρκετά μεγάλη ύψους 47,92%, και οφείλεται κυρίως στη μείωση στις επενδύσεις σε συνδεδεμένες εταιρείες και στη μείωση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (κατά 27,26%). Το 2016, όμως, η μείωση του ενεργητικού πηγάζει κυρίως από τη μείωση στα μετρητά.

Τη μεγαλύτερη μεταβολή στα ίδια κεφάλαια βλέπουμε το 2014 (μείωση 28,2%). Η μείωση οφείλεται στις επανεκτιμήσεις στοιχείων του πάγιου ενεργητικού και κυρίως στην επανεκτίμηση πωληθέντων ακινήτων. Μείωση στα ίδια κεφάλαια βλέπουμε και το 2016 η οποία, όμως, οφείλεται κυρίως στην μείωση του αποθεματικού από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο.

Τα υπόλοιπα έτη τα ίδια κεφάλαια εμφανίζονται αυξημένα, για διαφορετικούς λόγους, κάθε φορά. Έτσι το 2015 και το 2017, παρατηρείται αύξηση λόγω της μεταφοράς του καθαρού κέρδους στις συσσωρευμένες ζημιές. Το 2018 παρατηρείται μείωση στο μετοχικό κεφάλαιο, η οποία οφείλεται στην απόφαση της εταιρείας να μειώσει την ονομαστική αξία της μετοχής της. Το μεγαλύτερο μέρος του ποσού που προέκυψε μεταφέρθηκε στο λογαριασμό «Αποθεματικό από μείωση κεφαλαίου» ενώ το υπόλοιπο ποσό, χρησιμοποιήθηκε για την εξάλειψη συσσωρευμένων ζημιών με αποτέλεσμα τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας να αυξηθούν κατά 5%. Το 2019 τα ίδια κεφάλαια είναι και πάλι αυξημένα, αυτή τη φορά κατά 10,5%, και αυτό οφείλεται εν μέρει στην έκδοση νέου κεφαλαίου. Είναι η πρώτη φορά, στα έξι υπό μελέτη έτη, που η εταιρεία εκδίδει μετοχές (η έκδοση έγινε υπέρ το άρτιο δημιουργώντας το ομότιτλο αποθεματικό). Επίσης κατά το 2019 έγινε επανεκτίμηση στην αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας η οποία αύξησε τα «Άλλα αποθεματικά» ενώ με το κέρδος για το έτος αυξήθηκαν τα «Κέρδη που κρατήθηκαν».

Το 2014, το 2015 και το 2019 οι μη βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας έχουν μειωθεί ενώ τις υπόλοιπες περιόδους εμφανίζονται αυξημένες. Το στοιχείο εκείνο το οποίο μεταβάλλεται και προκαλεί αυτές τις αλλαγές στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας είναι κυρίως ο μακροπρόθεσμος δανεισμός.

Γενικά παρατηρούμε έντονες διακυμάνσεις στο δανεισμό της εταιρείας, τόσο στο μακροπρόθεσμο όσο και στο βραχυπρόθεσμο. Επίσης σε κάποιες περιόδους, οι δύο μορφές δανεισμού κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση ενώ σε κάποιες άλλες κινούνται αντίθετα. Οι κύριες μεταβολές στα δανειακά κεφάλαια της εταιρείας οφείλονται στη σύναψη νέων δανείων και στην εξόφληση υφιστάμενων δανείων. Επίσης σε κάποιες περιόδους παρατηρείται μετατροπή μακροπρόθεσμου δανείου σε βραχυπρόθεσμο, όταν πλησιάζει η ημερομηνία αποπληρωμής του.

Ανησυχητικό ως προς τη ρευστότητα της εταιρείας κρίνεται το γεγονός ότι το 2015 η εταιρεία δεν προχώρησε στην πλήρη εξόφληση χρεογράφων τα οποία έληγαν εντός του έτους αλλά εξόφλησε μόνο το 50%, με αποτέλεσμα να επιβαρυνθεί με επιπλέον τόκο 6,25% για την περίοδο καθυστέρησης.

Σε ότι αφορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας, εκτός από τις μεταβολές στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό επηρεάζονται και από τις οφειλές της εταιρείας προς τους πιστωτές της.

Το 2014 το σύνολο των υποχρεώσεων και των ιδίων κεφαλαίων σημείωσε τη μεγαλύτερη μείωση σε σχέση με τα υπόλοιπα έτη, ύψους 47,9%. Μείωση, αλλά σε μικρότερο ποσοστό (16,6%) παρατηρείται ακόμα μία περίοδο, το 2016 ενώ τα υπόλοιπα έτη το παθητικό της εταιρείας παρουσιάζει αυξήσεις που κυμαίνονται μεταξύ 4% και 7%.

5.1.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων

Για να μπορέσουμε να εντοπίσουμε γιατί τα κέρδη και τα μετρητά της εταιρείας μεταβάλλονται με διαφορετικό τρόπο, θα ερευνήσουμε σε ποιες συναλλαγές οφείλονται οι μεγαλύτερες μεταβολές στα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων κι αν κάποιες από αυτές επιδρούν με διαφορετικό τρόπο στα κέρδη απ’ ότι στα μετρητά. Ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί στη μελέτη της Κατάστασης Ταμειακών Ροών.

5.1.2.1 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2014

Το 2014 η εταιρεία καταγράφει ζημιές ύψους €4.586.014 αλλά τα μετρητά της έχουν αυξηθεί κατά €21.594.424. Επομένως εδώ βλέπουμε μια διαφορά στη μεταβολή κερδοφορίας – μετρητών ύψους περίπου €25 εκ. και θέλουμε να εντοπίσουμε από πού προήλθε αυτή η πολύ μεγάλη αύξηση στα μετρητά η οποία δεν μπορεί να δικαιολογηθεί από τη μείωση στα κέρδη που εμφανίζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων.

Η αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα οφείλεται σε εισροές από επενδυτικές δραστηριότητες, και κατά κύριο λόγο από την πώληση του Amathus Beach Hotel. Η εταιρεία φαίνεται να έχει πληρώσει €5 εκ. για τρέχουσες λειτουργικές υποχρεώσεις, ενώ οι εισροές της αυξήθηκαν από εισπράξεις απαιτήσεων πελατών. Η ρευστότητα, επίσης, επηρεάστηκε από την πληρωμή δανείων, τόκων και μερισμάτων. Η εταιρεία επίσης συμμετείχε σε αγορά μεριδίου σε ελεγχόμενη εταιρεία (€15 εκ.).

5.1.2.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2015

Μετά από την αναπροσαρμογή, η οποία φαίνεται στις οικονομικές καταστάσεις του 2016, η εταιρεία παρουσιάζει κέρδη ύψους €2.833.803 όμως τα μετρητά της έχουν μειωθεί κατά €7.764.461. Πού χρησιμοποιήθηκαν τα €2,8 εκ. κέρδη που παρουσιάζει η εταιρεία στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και επιπλέον που ξοδεύτηκαν τα υπόλοιπα €7,7 εκ. ποσό κατά το οποίο μειώθηκαν τα μετρητά;

Η εταιρεία έχει μία εισροή μετρητών από τις κύριες δραστηριότητές της ύψους €2,5 εκ. Κατά τη διάρκεια του έτους παραχώρησε δάνεια ύψους €5,8 εκ. σε συγγενικά μέρη και προχώρησε σε αποπληρωμές χρεογράφων ύψους, σχεδόν, €4 εκ. Επίσης, τα μετρητά της επηρεάστηκαν από την είσπραξη μέρους των χρεωστών (παρατηρούμε μείωση στα εισπρακτέα). Αυτές οι συναλλαγές εξηγούν το μεγαλύτερο μέρος της διαφορετικής μεταβολής στα μετρητά σε σχέση με το κέρδος που εμφανίζεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων.

5.1.2.3 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2016

Η εταιρεία καταγράφει ζημιές ύψους €134.410 και τα μετρητά της μειώνονται και αυτά, όμως πολύ περισσότερο αφού η μείωση που σημείωσαν ανέρχεται στα €7.904.371.

Κατά τη διάρκεια του έτους χρησιμοποιήθηκαν €1,4 εκ. για τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας, €2,6 εκ. για την αποπληρωμή δανείου σε μορφή χρεογράφων και €4 εκ. για τη διανομή του αποθεματικού υπέρ το άρτιο στους μετόχους. Επίσης τα μετρητά επηρεάστηκαν από είσπραξη μέρους των χρεωστών και αποπληρωμή μέρους των πιστωτών της εταιρείας.

5.1.2.4 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2017

Βλέπουμε ότι τα κέρδη της εταιρείας ανέρχονται σε €1.892.491 ενώ και τα μετρητά της κινήθηκαν προς την ίδια κατεύθυνση και έχουν αυξηθεί κατά €2.100.758. Συγκριτικά και με το τι συνέβαινε τα προηγούμενα έτη, είναι η πρώτη περίοδος στην οποία κερδοφορία και μετρητά παρουσιάζουν παρόμοια μεταβολή.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου η εταιρεία εισέπραξε μερίσματα ύψους €2.6 εκ., έκανε μία νέα επένδυση σε από κοινού ελεγχόμενη εταιρεία αξίας €1,9 εκ. και σύναψε νέα δάνεια ύψους €3,6 εκ. Ταυτόχρονα όμως προχώρησε στην αποπληρωμή μέρους του υφιστάμενου δανεισμού της ενώ τα μετρητά της επηρεάστηκαν και από πληρωμές προς πιστωτές και εισπράξεις από χρεώστες.

5.1.2.5 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2018

Η εταιρεία παρουσιάζει κέρδη €1.789.148, τα μετρητά της όμως μειώθηκαν κατά €1.571.177. Πού πήγαν τα κέρδη και πού χρησιμοποιήθηκε το ποσό κατά το οποίο μειώθηκαν τα μετρητά της εταιρείας;

Βλέπουμε μία αρνητική χρηματική ροή ύψους σχεδόν €0,5 εκ. η οποία προέρχεται από τις κύριες δραστηριότητες της εταιρείας. Επιπλέον η εταιρεία προχώρησε σε επενδύσεις σε συνδεδεμένες εταιρείες αξίας €3,3 εκ. ενώ εισέπραξε μερίσματα ύψους €1,5 εκ. Κατά τη

διάρκεια του έτους σύναψε νέα δάνεια ύψους €1,8 εκ. αλλά προχώρησε και στην αποπληρωμή δανειακών και άλλων υποχρεώσεων προς τρίτους.

5.1.2.6 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2019

Το 2019 η εταιρεία έχει καταγράψει κέρδη ύψους €2.436.629 και αύξηση στα μετρητά, ύψους €1.429.586. Παρά το ότι η αύξηση στα μετρητά είναι μικρότερη από τα κέρδη, δεν υπάρχει πολύ μεγάλη απόσταση μεταξύ των δύο μεγεθών.

Παρατηρείται εκροή μετρητών από τις κύριες δραστηριότητες της εταιρείας παρόμοιου μεγέθους με την προηγούμενη περίοδο (περίπου €0,5 εκ.). Χρηματική εκροή έγινε και για πληρωμή μερισμάτων, ενώ από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της εταιρείας βλέπουμε και μια μεγάλη εισροή μετρητών που προήλθε από την έκδοση νέου κεφαλαίου. Από τις επενδυτικές δραστηριότητες της εταιρείας παρατηρούνται εισροές κυρίως από είσπραξη μερισμάτων και από μείωση στα κεφάλαια συνδεδεμένης εταιρείας, ενώ οι εκροές αφορούν κυρίως επενδύσεις σε συνδεδεμένες εταιρείες. Επίσης όπως και κατά τα προηγούμενα έτη, η εταιρεία έχει χρησιμοποιήσει κάποια από τα μετρητά της για να αποπληρώσει μέρος των δανείων της αλλά και των οφειλών της προς τους πιστωτές της, ενώ έχει εισπράξει μέρος των εισπρακτέων της.

5.1.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών

Όπως αναμέναμε, με βάση την ανάλυση που προηγήθηκε, οι διάφοροι δείκτες της εταιρείας παρουσιάζουν αρκετή μεταβλητότητα. Παρουσιάζουμε στον πίνακα που ακολουθεί αυτούς που κρίνουμε πιο σχετικούς με την κερδοφορία και τη ρευστότητα της εταιρείας.

Πίνακας 3. Amathus Public Limited – Αριθμοδείκτες

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	-6,45%	8,16%	0,58%	5,13%	4,73%	5,57%
NPM	-8,43%	2,94%	-31,83%	-10,88%	-6,03%	-3,25%
GPM	24,61%	36,77%	37,14%	29,46%	30,33%	23,76%
NA	38.391.287	41.667.310	38.715.968	42.787.614	44.955.985	48.471.290
AT	0,25	0,13	0,12	0,11	0,09	0,09
EoS	36,01%	44,50%	50,43%	45,03%	44,37%	41,89%
CR	1,98	1,22	0,92	1,22	0,76	1,30

LR	1,98	1,22	0,92	1,22	0,76	1,30
CCC	90,79	-79,71	-267,24	-10,55	25,77	33,65

*NPM: Net Profit Margin, GPM: Gross Profit Margin, NA: Net Assets, AT: Asset Turnover, EoS: Expenses over Sales, CR: Current Ratio, LR: Liquid Ratio, CCC: Cash Conversion Cycle
**Το Liquid Ratio ουσιαστικά ισούται με το Current Ratio επειδή η εταιρεία δεν παρουσιάζει αποθέματα στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και οι προπληρωμές της αφορούν πολύ μικρά ποσά που δεν επηρεάζουν πραγματικά το δείκτη.

ROCE: Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ROCE δείχνει πόσο αποδοτικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί στην εταιρεία με σκοπό την επίτευξη κέρδους.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει αυξομειώσεις και δεν ακολουθεί μια σταθερή πορεία. Θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε που οφείλονται αυτές οι διακυμάνσεις αναλύοντας το δείκτη περαιτέρω. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο:

$$ROCE = Περιθώριο\ καθαρού\ κέρδους * Δείκτης\ Ταχύτητας\ κυκλοφορίας\ ενεργητικού$$

Για κάθε χρονική περίοδο θα εξετάσουμε ποιο από τα συστατικά μέρη του ROCE έχει μεταβληθεί περισσότερο προκαλώντας και τη μεταβολή στο δείκτη.

Ο Δείκτης Ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (Asset Turnover), ο οποίος δείχνει τα επίπεδα πωλήσεων που αντιστοιχούν σε κάθε ένα ευρώ καθαρού ενεργητικού της εταιρείας, κατά το 2014 είναι γύρω στο 0,2 ενώ τα υπόλοιπα χρόνια είναι περίπου 0,1 κι επομένως δεν παρουσιάζει ιδιαίτερη μεταβλητότητα.

Άρα η μεταβλητότητα του ROCE οφείλεται αποκλειστικά στις μεταβολές του περιθωρίου καθαρού κέρδους (Net Profit Margin), που όπως βλέπουμε και στον πίνακα 3, παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις μεταξύ των διαδοχικών περιόδων, ενώ μεταξύ 2015 και 2016 η μεταβολή του ξεπερνά το 30%. Επίσης παρατηρούμε ότι με εξαίρεση το 2016, η εταιρεία έχει συνεχώς αρνητικό Net Profit Margin και πιθανόν να αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας αφού, για σειρά ετών, δεν επιτυγχάνει αρκετές πωλήσεις ώστε να μπορεί να καλύπτει τα έξοδά της.

Για να μπορέσουμε να αναλύσουμε περαιτέρω το δείκτη περιθωρίου καθαρού κέρδους και για να δούμε που οφείλονται οι διακυμάνσεις του χρησιμοποιούμε το περιθώριο μεικτού κέρδους και το περιθώριο λειτουργικών εξόδων.

$$Net\ Profit\ Margin = Περιθώριο\ Μεικτού\ Κέρδους - Περιθώριο\ Λειτουργικών\ Εξόδων$$

Και οι δύο δείκτες παρουσιάζουν κάποιες διακυμάνσεις και για αυτό θα ανατρέξουμε στις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων για να δούμε σε ποιο από τα τρία στοιχεία (πωλήσεις, μεικτό κέρδος ή λειτουργικά έξοδα) που τους επηρεάζουν οφείλονται.

Τα σχετικά στοιχεία παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί και όπως βλέπουμε κανένα από αυτά δεν είναι σταθερό αλλά και κανένα δεν μεταβάλλεται εντονότερα από τα υπόλοιπα.

Πίνακας 4. Amathus Public Limited – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Πωλήσεις	9.488.088	5.434.879	4.797.768	4.549.531	4.143.084	4.370.903
Κόστος πωλήσεων	7.152.732	3.436.522	3.016.003	3.209.307	2.886.622	3.332.325
Μεικτό Κέρδος	2.335.356	1.998.357	1.781.765	1.340.224	1.256.462	1.038.578
Λειτουργικά Έξοδα	3.416.332	2.418.611	2.419.343	2.048.442	1.838.104	1.831.158

Συμπερασματικά, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου ο ROCE οφείλει το μεγαλύτερο μέρος της διακύμανσης του στις μεταβολές του Net Profit Margin, οι μεταβολές του δεύτερου όμως δεν έχουν μια συγκεκριμένη αιτία. Παρατηρούμε ότι άλλοτε οφείλονται σε μεταβολές στο Gross Profit Margin, άλλοτε σε μεταβολές του Expenses over Sales ή άλλοτε και στους δύο δείκτες οι οποίοι και πάλι δεν έχουν μια σταθερή αιτία η οποία να προκαλεί τις μεταβολές τους.

<u>Current Ratio:</u> Ιδανικά επιθυμούμε ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας να είναι τουλάχιστον δύο, δηλαδή θέλουμε να βλέπουμε ένα αριθμητή (κυκλοφορούν ενεργητικό) διπλάσιο από τον παρονομαστή (βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Όμως, γενικά, ένα current ratio μεταξύ 1,2 και 2 θεωρείται αρκετά καλό και αποτελεί ένδειξη ότι η εταιρεία έχει στην κατοχή της αρκετά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού ούτως ώστε να είναι σε θέση να

καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Υπάρχει μία αστάθεια σε ότι αφορά το δείκτη και σε κάποιες περιόδους κατέρχεται κάτω από τα αποδεκτά όρια με τον κίνδυνο ρευστότητας να γίνεται ορατός.

Liquid Ratio: Στην περίπτωση του αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας, αφαιρούμε από το κυκλοφορούν ενεργητικό τα αποθέματα και τις προπληρωμές, στοιχεία τα οποία η εταιρεία δεν εμφανίζει στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και γι αυτό:

$$Liquid\ Ratio = Current\ Ratio$$

Ιδανικά θέλουμε να βλέπουμε ένα Liquid Ratio τουλάχιστον ίσο με τη μονάδα δηλαδή ο αριθμητής να υπερκαλύπτει τουλάχιστον τον παρονομαστή. Με εξαίρεση το 2016 και το 2018, η εταιρεία επιτυγχάνει να έχει ένα καλό δείκτη, όμως αυτή η αστάθεια πρέπει να μας προβληματίσει αφού η εταιρεία δεν καταφέρνει να διατηρήσει ούτε το Current Ratio, ούτε το Liquid Ratio εντός των ορίων που δεν εμπνέουν ανησυχία.

Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά: Ο κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά μας δείχνει πόσες μέρες χρειάζεται η εταιρεία για να τα μετατρέψει τα μετρητά της, τα οποία χρησιμοποίησε για την αγορά αποθεμάτων, ξανά σε μετρητά τα οποία εισπράττει από την πώληση αυτών των αποθεμάτων.

Στην προκειμένη περίπτωση η εταιρεία Amathus δεν παρουσιάζει αποθέματα στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις, παρουσιάζει όμως εισπρακτέα και πληρωτέα, και για αυτό θα μελετήσουμε αυτό το κομμάτι του «Κύκλου μετατροπής μετρητών σε μετρητά».

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζουμε την περίοδο είσπραξης των χρεωστών, την περίοδο πληρωμής των πιστωτών και τον κύκλο μετατροπής μετρητών σε μετρητά για κάθε έτος, όπως φαίνεται και στον πίνακα 3.

Πίνακας 5. Amathus Public Limited –Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Περίοδος είσπραξης χρεωστών	313,94	438,52	314,50	263,46	216,69	157,03
Περίοδος πληρωμής πιστωτών	223,15	518,23	581,74	274,01	190,92	123,38

Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά	90,79	-79,71	-267,24	-10,55	25,77	33,65

Όπως και με άλλους δείκτες έτσι και με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, παρατηρούμε μια έντονη αστάθεια και σκαμπανεβάσματα μεταξύ των χρήσεων, χωρίς να μπορεί να διαφανεί ξεκάθαρα μια συγκεκριμένη τάση ή πορεία.

Σαφέστατα ο δείκτης εμφανίζεται βελτιωμένος όλα τα υπόλοιπα έτη σε σχέση με το 2014 που είχε πάρει τη μέγιστη τιμή των 90 ημερών, όμως και πάλι δεν είμαστε ικανοποιημένοι με την εικόνα του.

Το 2016 οι ημέρες πληρωμής των πιστωτών υπερδιπλασιάζονται σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Παρά το γεγονός ότι, γενικά ομιλούντες, ένας μεγαλύτερος χρόνος στην αποπληρωμή των πιστωτών μπορεί να θεωρείται θετικό σημάδι, στην περίπτωση όμως, που η εταιρεία παίρνει πολύ χρόνο για να διευθετήσει τις υποχρεώσεις της, αυτό μπορεί να έχει αρνητικό αντίκτυπο στους μελλοντικούς όρους πληρωμής και στη φήμη της. Επιπλέον η τόσο μεγάλη αύξηση στην περίοδο πληρωμής των πιστωτών δημιουργεί μία ανησυχία στο κατά πόσο η εταιρεία είχε, τη δυνατότητα, από άποψη ρευστότητας, να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Όντως αν κοιτάξουμε στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης του 2016 βλέπουμε μια πάρα πολύ μεγάλη μείωση στα μετρητά, κατά 81% κι επιπλέον διαβάζοντας τη σημείωση 24 διαπιστώνουμε ότι η εταιρεία έχει κάνει χρήση και τραπεζικού παρατραβήγματος. Επομένως η τόσο αυξημένη περίοδος πληρωμής των πιστωτών φαίνεται ότι σχετίζεται άμεσα με προβλήματα στη ρευστότητα της εταιρείας.

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και των οικονομικών δεικτών της εταιρείας Amathus δίνει την αίσθηση της αβεβαιότητας, αφού δεν υπάρχει μια σταθερή τάση ούτε σε ότι αφορά τα κέρδη της εταιρείας ούτε σε ότι αφορά τα ταμειακά διαθέσιμά της. Επιπλέον βλέπουμε την κερδοφορία και τη ρευστότητα κάποια χρόνια να κινούνται αντίθετα για τους διάφορους λόγους που επεξηγήσαμε πιο πάνω.

5.2 C.C.C Tourist Enterprises Public Company Ltd

Στη συνέχεια θα προβούμε σε ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της C.C.C Tourist Enterprises Public Company Ltd.

5.2.1 Οριζόντια Ανάλυση

Πρώτα θα κάνουμε οριζόντια ανάλυση στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης της εταιρείας και ακολούθως θα κάνουμε ανάλυση με αριθμοδείκτες.

5.2.1.1 Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Αποτελεσμάτων

Όπως για την Amathus Public Limited, έτσι και για την C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd παρουσιάζουμε, συνοπτικά, τις μεταβολές βασικών στοιχείων της Κατάστασης Αποτελεσμάτων, στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 6. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd – Οριζόντια ανάλυση

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Εισόδημα	-	-	-	-	-	-
Κόστος πωλήσεων	-	-	-	-	-	-
Μεικτό κέρδος	-	-	-	-	-	-
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	-	-	-	-	-	-
Ζημιά για το έτος	-98.88	-36.28	-6.50	4.50	-15.77	45.00

Σε καμία από τις περιόδους που μελετάμε η εταιρεία δεν παρουσιάζει εισοδήματα από πωλήσεις, κόστος πωλήσεων και μεικτό κέρδος στις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων της.

Το 2014 τα μοναδικά εισοδήματα που παρουσιάζει είναι τα κέρδη που αποκόμισε από κοινοπραξία /συνδεδεμένη εταιρεία και τα οποία παρουσιάζονται πάρα πολύ αυξημένα σε σχέση με το 2013. Το 2015, όμως, καθώς και το 2016, το «Μερίδιο κέρδους από κοινοπραξία /συνδεδεμένη εταιρεία» έχει σχεδόν μηδενιστεί και η εταιρεία ουσιαστικά δεν δείχνει εισοδήματα από τις κύριες δραστηριότητές της, κάτι καθόλα ανησυχητικό για τη γενικότερη οικονομική της κατάστασή και την πορεία της. Το 2017 το μοναδικό έσοδο που βλέπουμε

είναι το «Κέρδος από πώληση μετοχών σε συνδεδεμένη εταιρεία» το οποίο προήλθε από την πώληση όλων των μετοχών που κατείχε η εταιρεία σε συνδεδεμένη εταιρεία. Το 2018 και το 2019 δεν παρουσιάζονται καθόλου εισοδήματα από πωλήσεις αλλά ούτε και άλλα έσοδα.

Η εταιρεία και τα έξι υπό μελέτη έτη, καταγράφει ζημιές οι οποίες μειώνονται όλες τις περιόδους εκτός από το 2017 και το 2019. Οι μεταβολές στις ζημιές οφείλονται κυρίως σε μεταβολές στα χρηματοδοτικά έξοδα εκτός από το 2014 όπου η μείωση στην καθαρή ζημιά οφείλεται στο κέρδος από διακοπείσες δραστηριότητες.

5.2.1.2 Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

Στον πίνακα 7 παρουσιάζονται, οι μεταβολές σε βασικά στοιχεία της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης.

Πίνακας 7. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd – Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	-75.97	-12.64	0.00	-0.02	0.00	0.00
Κυκλοφορούν ενεργητικό	-92.98	-21.81	-12.74	0.09	-0.09	4.35
Μετρητά	-100.00	-	-	-	100,00	-
Σύνολο ενεργητικού	-76.47	-12.72	-0.10	-0.02	0.00	0.03
Ίδια κεφάλαια	-0.33	-12.74	-0.20	-0.21	-0.18	-0.25
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	100.00	-	-	-	-	-
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	100.00	-	-	-	-	-
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	-99.70	-2.72	47.70	62.81	35.05	42.21
Πιστωτές και έξοδα πληρωτέα	-99.70	31.71	0.00	30.43	-21.35	-2.25
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός (δάνεια & παρατράβηγμα)	-99.70	-15.25	74.66	73.28	48.78	47.93
Σύνολο υποχρεώσεων	-99.94	-2.72	47.70	62.81	35.05	42.21
Σύνολο υποχρεώσεων & ιδίων κεφαλαίων	-76.47	-12.72	-0.10	-0.02	0.00	0.03

Κατά το 2014 η εταιρεία προχώρησε σε μεγάλες μειώσεις περιουσιακών στοιχείων αλλά και υποχρεώσεων, ενώ τα υπόλοιπα έτη, οι διακυμάνσεις είναι πολύ μικρότερες.

Το 2014 υπάρχει μια πάρα πολύ μεγάλη μείωση στο μη κυκλοφορούν ενεργητικό και δημιουργείται η εντύπωση ότι η εταιρεία πωλεί πάγια περιουσιακά στοιχεία και συρρικνώνεται. Πράγματι, τα «Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός» στην αρχή του έτους ανέρχονταν σε €97,5 εκ. αλλά μέχρι το τέλος του είχαν μηδενιστεί, λόγω της πώλησης του μεγαλύτερου μέρους των μετοχών θυγατρικής εταιρείας. Το 2015 υπάρχει και πάλι μείωση στα μη κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού, λόγω ζημιάς από αποτίμηση στην εύλογη αξία επένδυσης σε συνδεδεμένη εταιρεία. Τα υπόλοιπα έτη δεν παρατηρείται κάποια αξιόλογη μεταβολή στο μη κυκλοφορούν ενεργητικό.

Κατά το 2014 το κυκλοφορούν ενεργητικό σημειώνει, επίσης, πολύ μεγάλη μείωση, με όλα τα στοιχεία του, εκτός από τους «Χρεώστες από συγγενικές εταιρείες», να έχουν μηδενιστεί. Τα στοιχεία που μηδενίστηκαν σχετίζονται με τη θυγατρική, στην οποία έχει μειωθεί κατά πολύ το μερίδιο συμμετοχής της εταιρείας. Τα επόμενα χρόνια το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται σχεδόν αποκλειστικά από τα εισπρακτέα.

Το 2014 μακροπρόθεσμο δάνειο, ύψους €52.894.844, το οποίο αποτελούσε και το μεγαλύτερο μέρος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας, εξοφλήθηκε ως μέρος της συμφωνίας πώλησης της θυγατρικής. Τα επόμενα χρόνια η εταιρεία δεν προέβη στη σύναψη νέων μακροπρόθεσμων δανείων και δεν παρουσιάζει καθόλου μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας ακολουθούν παρόμοια πορεία και εξοφλούνται σχεδόν στο ακέραιο το 2014, ενισχύοντας ακόμα περισσότερο την εικόνα ότι η εταιρεία περιορίζει τις δραστηριότητές της αποπληρώνοντας τις οφειλές της και πιθανόν τερματίζοντας και τη συνεργασία με κάποιους από τους συνεργάτες της. Από το 2016, όμως, κι έπειτα παρατηρείται συνεχώς αύξηση στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας, κυρίως λόγω της σύναψης νέων βραχυπρόθεσμων δανείων από συγγενικές εταιρείες μέσω των οποίων χρηματοδοτούνται τα τρέχοντα έξοδα.

5.2.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων

Η εταιρεία δεν καταγράφει πολλές συναλλαγές και τα στοιχεία των οικονομικών της καταστάσεων, τα περισσότερα έτη, παρουσιάζουν παρόμοια εικόνα, για αυτό επιλέγουμε να σχολιάσουμε όλες τις περιόδους μαζί.

Το 2014 η εταιρεία καταγράφει ζημιές €36.768 όμως τα μετρητά της έχουν αυξηθεί κατά €9.896.971 και ο λόγος είναι η εισροή μετρητών από επενδυτικές δραστηριότητες και πιο συγκεκριμένα τα μετρητά που εισπράχθηκαν από την πώληση θυγατρικής εταιρείας.

Τα υπόλοιπα χρόνια, εξαιρουμένου του 2017, τα μετρητά της εταιρείας παραμένουν περίπου σταθερά και ο λόγος είναι ότι προχωρά σε δανεισμό για να καλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Από το 2015 μέχρι και το 2018 η εταιρεία παρουσιάζει ζημιές που κυμαίνονται μεταξύ €36.000 και €43.000 και έχει και τις αντίστοιχες καθαρές εκροές από εργασίες (γύρω στις €40.000 ετησίως). Και τα τέσσερα αυτά έτη βλέπουμε εισροή μετρητών η οποία προέρχεται από βραχυπρόθεσμο δανεισμό από συνδεδεμένα μέρη.

Το 2019 η εκροή μετρητών για εργασίες είναι αυξημένη λόγω των αυξημένων διοικητικών εξόδων. Ακριβώς επειδή τα τρέχοντα έξοδα της εταιρείας είναι αυξημένα βλέπουμε και την ανάλογη αύξηση στο δανεισμό της από συνδεδεμένες εταιρείες.

5.2.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών

Με βάση την ανάλυση που κάναμε μέχρι αυτό το σημείο, περιμένουμε ότι οι αριθμοδείκτες δε θα δείχνουν θετική εικόνα για την εταιρεία.

Στον πίνακα που ακολουθεί φαίνονται αριθμοδείκτες, σχετικοί με την κερδοφορία και τη ρευστότητα, τους οποίους υπολογίσαμε με βάση τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Βασικοί αριθμοδείκτες δεν έχουν υπολογιστεί λόγω της απουσίας απαραίτητων πληροφοριών.

Πίνακας 8. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd – Αριθμοδείκτες

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	-0.15%	-0.19%	-0.18%	-0.20%	-0.17%	-0.25%
NA	23.870.929	20.830.457	20.789.299	20.742.214	20.705.902	20.653.249
CR	4.73	3.80	2.24	1.38	1.02	0.75
LR	4.73	3.80	2.24	1.38	1.02	0.75

* NA: Net Assets, CR: Current Ratio, LR: Liquid Ratio

ROCE: Και τις έξι υπό μελέτη περιόδους βλέπουμε ένα ROCE κοντά, αλλά κάτω από το μηδέν ο οποίος δεν παρουσιάζει ιδιαίτερη μεταβλητότητα.

Τί σημαίνει ο ROCE να είναι συνεχώς αρνητικός; Σημαίνει ότι η εταιρεία δεν επιτυγχάνει να αξιοποιεί αποτελεσματικά τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί σε αυτή με σκοπό την πραγματοποίηση κέρδους, δηλαδή η εταιρεία κανένα από τα έξι έτη δεν καταφέρνει να παράγει κέρδη.

Current Ratio: Το Current Ratio της εταιρείας αρχίζει από ένα αρκετά ψηλό επίπεδο όμως, μειώνεται συνεχώς.

Γενικά ομιλούντες, ο λόγος για τον οποίο μία εταιρεία μπορεί να έχει ψηλό Current Ratio, είναι αν διαθέτει ψηλό κυκλοφορούν ενεργητικό ή αν έχει χαμηλές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Στην προκειμένη περίπτωση, τα πρώτα χρόνια, ο δείκτης βρίσκεται σε αυτά τα επίπεδα λόγω των πολύ χαμηλών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Βεβαίως ένας τόσο ψηλός δείκτης όπως το 2014 και το 2015 δεν αποτελεί απαραίτητα καλό σημάδι αφού ίσως δείχνει ότι η εταιρεία παρακρατεί πολλά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού τα οποία θα μπορούσε να έχει τοποθετήσει σε πιο μακροπρόθεσμες επενδύσεις με υψηλότερη απόδοση. Ο δείκτης συνεχίζει να μειώνεται και τα επόμενα δύο χρόνια βρίσκεται εντός των επιθυμητών ορίων, για να συνεχίσει, όμως την πτωτική του πορεία και τα 2018 και 2019 να μειωθεί κάτω από το κατώτατο επιθυμητό όριο, και να κρούει, μεταξύ άλλων, τον κώδωνα του κινδύνου για τη ρευστότητα της εταιρείας.

Liquid Ratio: Στην απουσία αποθεμάτων και προπληρωμών το Liquid Ratio ισούται με το Current Ratio, επομένως μειώνεται συνεχώς. Το 2014 βλέπουμε ένα πολύ ψηλό Liquid Ratio, το οποίο όμως, μέχρι το 2019 μειώνεται κάτω από το επίπεδο που δεν εμπνέει ανησυχία για τη ρευστότητα της εταιρείας.

Βεβαίως επειδή αξιολογούμε τη γενική εικόνα της εταιρείας και όχι μεμονωμένους αριθμοδείκτες για συγκεκριμένες περιόδους, ακόμα και εκείνα τα έτη κατά τα οποία κάποιοι δείκτες βρίσκονται σε καλά επίπεδα, η γενικότερη εικόνα της εταιρείας είναι ανησυχητική. Πρόκειται για μία εταιρεία η οποία δε διατηρεί περιουσιακά στοιχεία και για σειρά ετών δεν πραγματοποιεί πωλήσεις, με το δανεισμό να αποτελεί τη μοναδική πηγή μετρητών για να μπορέσει να ανταποκριθεί στα τρέχοντα έξοδά της.

5.3 K + G Complex Public Company Ltd

Η επόμενη εταιρεία την οποία θα αναλύσουμε είναι η K + G Complex Public Company Ltd.

5.3.1 Οριζόντια Ανάλυση

Όπως και με τις προηγούμενες εταιρείες, πρώτα θα κάνουμε οριζόντια ανάλυση στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και ακολούθως θα κάνουμε ανάλυση με αριθμοδείκτες.

5.3.1.1 Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζουμε τις ποσοστιαίες μεταβολές στα βασικά στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων για τα έξι, υπό μελέτη, έτη.

Πίνακας 9. K + G Complex Public Company Ltd – Οριζόντια ανάλυση – Κατάσταση Αποτελεσμάτων

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Εισόδημα	-	-	221.68	-25.88	38.99	-
Κόστος πωλήσεων	-	-	151.40	-42.71	148.76	-
Μικτό κέρδος	-	-	249.70	-21.06	16.16	-

Κέρδος /Ζημιά εργασιών	-201.37	670.73	300.59	-37.56	37.64	-113.50
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	51.20	111.27	2360.00	-27.87	0.93	-77.50

Τα πλείστα στοιχεία στις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων της εταιρείας μεταβάλλονται «άτακτα» χωρίς να μπορούμε να εντοπίσουμε κάποια τάση.

Το 2014 και το 2019 η εταιρεία δεν παρουσιάζει εισοδήματα από πωλήσεις, το 2014 όμως οι καθαρές ζημιές της, βελτιώνονται κι αυτό οφείλεται κυρίως στο «Μερίδιο ζημιάς συνδεδεμένων εταιρειών» το οποίο έχει σημειώσει μείωση σε σχέση με το 2013. Τις δύο αυτές περιόδους, η εταιρεία καταγράφει ζημιές από τις εργασίες της, όμως μόνο το 2014 παρουσιάζει ζημιές για το έτος. Τις υπόλοιπες περιόδους το «Μερίδιο κέρδους συνδεδεμένων εταιρειών» είναι θετικό και με εξαίρεση το 2015, συνεισφέρει σημαντικά στην βελτίωση της κερδοφορίας της εταιρείας. Σημαντική επίδραση στην κερδοφορία της εταιρείας έχουν και τα χρηματοδοτικά έξοδα, τα οποία σχετίζονται με τη χρηματοδότηση της εταιρείας από τραπεζικά ιδρύματα με τη μορφή δανεισμού και παρατραβήγματος, και τα οποία μειώνονται συνεχώς.

Το κόστος πωλήσεων και το μεικτό κέρδος, όταν παρουσιάζονται, κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση όπως και τα εισοδήματα της εταιρείας, αλλά κάποτε σημειώνουν μεγαλύτερη και κάποτε μικρότερη μεταβολή.

5.3.1.2 Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

Στον ακόλουθο πίνακα γίνεται συνοπτική παρουσίαση των ποσοστιαίων μεταβολών βασικών στοιχείων της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης.

Πίνακας 10. K + G Complex Public Company Ltd – Οριζόντια ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	0.64	-0.82	0.64	-1.44	0.02	0.88
Κυκλοφορούν ενεργητικό	-9.19	-0.46	-2.09	9.18	-14.43	-7.53

Μετρητά	-93.70	-100.00	-	-85.71	16433.33	-86.90
Σύνολο ενεργητικού	-0.79	-0.77	0.28	-0.06	-2.03	-0.16
Ίδια κεφάλαια	-2.08	-0.52	5.98	1.95	1.88	-0.11
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	0.61	-0.12	-14.69	-100.00	-	3.32
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0.61	-0.12	-14.68	-100.00	-	3.32
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	35.46	-11.01	-71.92	1722.63	-93.99	-44.69
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	-29.37	48.68	-34.70	0.86	142.78	-44.69
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	53.88	-18.83	-80.78	3117.13	-100.00	-
Σύνολο υποχρεώσεων	4.62	-1.74	-22.40	-10.96	-26.35	-0.60
Σύνολο υποχρεώσεων & ιδίων κεφαλαίων	-0.79	-0.77	0.28	-0.06	-2.03	-0.16

Τα μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού δεν παρουσιάζουν κάποια ιδιαίτερη μεταβολή καθόλη τη διάρκεια των έξι χρόνων. Οι μικρές αλλαγές οφείλονται κυρίως στις αποσβέσεις, στις αυξομειώσεις που σημειώνουν τα «Μη Κυκλοφορούντα Εισπρακτέα» τα οποία αφορούν δάνεια σε συνδεδεμένες εταιρείες και στις μεταβολές στις «Επενδύσεις σε συνδεδεμένες εταιρείες» οι οποίες προέρχονται κυρίως από το μερίδιο στα κέρδη /ζημιές των συνδεδεμένων εταιρειών. Επομένως δεν πραγματοποιείται κάποια αναπτυξιακή δαπάνη καμιά από τις έξι περιόδους αλλά ούτε και κάποια πώληση πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Οι μεταβολές του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι πιο έντονες συγκριτικά με τις μεταβολές στο μη κυκλοφορούν ενεργητικό και αφορούν κυρίως μείωση, με μοναδική εξαίρεση το 2017. Το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται, ουσιαστικά από τα «Αποθέματα» και τα «Εμπορικά και άλλα Εισπρακτέα» τα οποία το 2018 μετονομάστηκαν σε «Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία σε αποσβεσμένο κόστος». Το 2014 τα αποθέματα, τα οποία αφορούν ακίνητα και αναπτυξιακές δαπάνες, δεν παρουσιάζουν καμία μεταβολή ενώ το 2019 παρουσιάζουν μια πάρα πολύ μικρή αύξηση. Όλες τις υπόλοιπες περιόδους μειώνονται, με τη μεγαλύτερη μεταβολή να σημειώνεται το 2018 (μείωση 24,86%). Τα κυκλοφορούντα εισπρακτέα, τα οποία αφορούν κυρίως δάνεια σε συνδεδεμένες εταιρείες το 2014, το 2018 και το 2019 σημειώνουν μείωση, ενώ τις υπόλοιπες περιόδους αύξηση.

Εδώ αξίζει να αναφερθούμε και στην τεράστια ποσοστιαία μεταβολή που παρατηρείται στα μετρητά της εταιρείας το 2018. Στην πραγματικότητα, η ποσοστιαία μεταβολή είναι τόσο μεγάλη, όχι επειδή η εταιρεία έχει ξαφνικά στη διάθεσή της τεράστιες ποσότητες μετρητών αλλά επειδή τα μετρητά κατά την προηγούμενη περίοδο είχαν σχεδόν μηδενιστεί.

Η εταιρεία δεν έχει προχωρήσει στην έκδοση νέου κεφαλαίου σε καμία από τις έξι περιόδους που μελετάμε και οι μικρές μεταβολές που παρατηρούνται οφείλονται κυρίως στη μεταφορά των κερδοζημιών στα «Κέρδη που κρατήθηκαν».

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούνταν σχεδόν εξολοκλήρου από τραπεζικό δανεισμό, ο οποίος ήταν πληρωτέος τον Αύγουστο του 2018 και για αυτό το λόγο το 2017, η υποχρέωση μεταφέρθηκε στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το 2018, όμως η εταιρεία προχώρησε στη σύναψη νέου δανείου ύψους €9.641.000.

Σε ότι αφορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, το πιο σημαντικό τους στοιχείο τα δύο πρώτα έτη, είναι ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός ο οποίος σχετίζεται με το τραπεζικό παρατράβηγμα. Το 2016 σημειώνεται μεγάλη μείωση στο τραπεζικό παρατράβηγμα με άμεσο συνεπακόλουθο τη σημαντική μείωση και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το επόμενο έτος όμως, βλέπουμε μεγάλη αύξηση λόγω της μετατροπής του μακροπρόθεσμου δανείου σε βραχυπρόθεσμο. Το 2018, το εν λόγω δάνειο εξοφλείται και το 2019 το μοναδικό στοιχείο που βλέπουμε στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας είναι οι «Εμπορικοί και άλλοι Πιστωτές».

5.3.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων

Ακολουθεί η παρουσίαση, ανά έτος, των σημαντικότερων αιτιών για τις οποίες η μεταβολή στα μετρητά της εταιρείας δεν ισούται με τα κέρδη της.

5.3.2.1 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2014

Η εταιρεία καταγράφει ζημιές ύψους €1.719.996 και τα μετρητά της μειώθηκαν κατά €1.395.106. Φαίνεται ότι υπάρχει μια ομοιόμορφη μείωση στα μετρητά και τις καταγεγραμμένες ζημιές.

Στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών βλέπουμε καθαρή εκροή για τις εργασίες της εταιρείας ύψους €1.094.670.

Σε ότι αφορά τις επενδυτικές δραστηριότητες, η εταιρεία παραχώρησε νέα δάνεια σε συγγενικές εταιρείες αλλά ταυτόχρονα είχε και μία περίπου ισόποση είσπραξη από αποπληρωμές υφιστάμενων δανείων. Υπάρχει όμως καθαρή εισροή από επενδυτικές δραστηριότητες, ύψους €740.259, λόγω μερισμάτων και τόκων που εισπράχθηκαν.

Από χρηματοδοτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή €1.040.695 λόγω πληρωμών οφειλόμενων ποσών σε συγγενικές εταιρείες και πληρωμών τόκων.

5.3.2.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2015

Η εταιρεία καταγράφει κέρδη ύψους €200.517 και τα μετρητά της αυξήθηκαν κατά €520.896. Όπως και το προηγούμενο χρόνο, έτσι και τώρα δε φαίνεται να υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ κερδοφορίας και μεταβολής στα μετρητά.

Βλέπουμε μια θετική ροή από τις εργασίες της εταιρείας ύψους €1.040.058 και μια επίσης θετική ροή από τις επενδυτικές της δραστηριότητες, ύψους €339.088 η οποία προήλθε κυρίως από αποπληρωμές δανείων από συγγενικές εταιρείες. Υπάρχει όμως εκροή μετρητών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες κατά €918.250 και αποκλειστική αιτία είναι η πληρωμή τόκων.

Η ρευστότητα της εταιρείας επηρεάστηκε επίσης από την αγορά αποθεμάτων ενώ η κερδοφορία της επηρεάστηκε από την πραγματοποίηση πωλήσεων επί πιστώσει και τη μη ταμειακή ζημιά στο «Αποθεματικό μεταβολών ιδίων κεφαλαίων συνδεδεμένης εταιρείας».

5.3.2.3 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2016

Η κερδοφορία της εταιρείας ακολουθεί ανοδική πορεία και καταγράφονται κέρδη €5.018.000. Τα μετρητά κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό (αύξηση €1.837.000).

Τα καθαρά μετρητά από τις εργασίες της εταιρείας ανέρχονται σε €3.936.000 και θετική είναι και η ροή μετρητών από επενδυτικές δραστηριότητες, ύψους €1.339.000. Κύριος λόγος για τις θετικές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες είναι οι αποπληρωμές δανείων από συνδεδεμένες εταιρείες, παρόλο που έχουν χορηγηθεί και κάποια καινούρια δάνεια. Από χρηματοδοτικές δραστηριότητες δεν υπάρχει καμιά εισροή αλλά έχουν πραγματοποιηθεί αποπληρωμές τραπεζικών δανείων και πληρωμή τόκων, με αποτέλεσμα καθαρή εκροή από χρηματοδοτικές δραστηριότητες ύψους €3.340.000.

Επίσης η κερδοφορία επηρεάστηκε από τη συμπερίληψη στο κόστος πωληθέντων, αποθέματος αξίας σχεδόν €1 εκ. το οποίο δεν αποκτήθηκε κατά τη διάρκεια του 2016 κι επομένως δεν επηρέασε τα μετρητά του έτους αλλά και από πωλήσεις που πραγματοποιήθηκαν με πίστωση.

5.3.2.4 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2017

Η κερδοφορία της εταιρείας έχει μειωθεί σε σχέση με το προηγούμενο έτος όμως εξακολουθεί να είναι θετική και η εταιρεία παρουσιάζει κέρδη ύψους €3.687.000, γεγονός που δε δικαιολογεί την κατά δέκα φορές μικρότερη αύξηση στα μετρητά.

Η εταιρεία έχει εισροή από εργασίες €3.086.000, εκροή €474.000 από επενδυτικές δραστηριότητες και ακόμα μεγαλύτερη εκροή από χρηματοδοτικές δραστηριότητες €2.243.000. Ο λόγος για τον οποίο βλέπουμε εκροή από επενδυτικές δραστηριότητες είναι τα δάνεια που παραχωρήθηκαν σε συγγενικές εταιρείες ενώ η εκροή από χρηματοδοτικές δραστηριότητες οφείλεται στο μεγαλύτερο της μέρος, στην αποπληρωμή τραπεζικού δανεισμού αλλά και σε τόκους και μερίσματα που πληρώθηκαν.

Όπως και το προηγούμενο έτος, έτσι και τώρα, αναγνωρίζεται ως κόστος πωλήσεων, κόστος αποθεμάτων τα οποία αποκτήθηκαν κατά προηγούμενη περίοδο κι επομένως επηρεάζεται η κερδοφορία αλλά όχι η ρευστότητα της εταιρείας.

5.3.2.5 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2018

Τα κέρδη για το έτος ανέρχονται σε €3.600.000 όμως η αύξηση στα μετρητά είναι πολύ μικρότερη και ανέρχεται μόλις σε €538.000. Θέλουμε να διερευνήσουμε που χρησιμοποιήθηκαν τα κέρδη που παρουσιάζει η εταιρεία στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και τα οποία δεν αύξησαν τα μετρητά της.

Τα καθαρά μετρητά από εργασίες ανέρχονται σε €4.506.000 ενώ και οι επενδυτικές δραστηριότητες παρουσιάζουν θετική ροή, ύψους €1.004.000, κυρίως λόγω μερίσματος που εισπράχθηκε. Στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες όμως βλέπουμε μια αρκετά σημαντική εκροή, ύψους €4.972.000 και η κύρια αιτία είναι η αποπληρωμή τραπεζικού δανείου.

Ένα στοιχείο το οποίο μειώνει τα κέρδη της εταιρείας, κατά €1.277.000, αφήνοντας όμως ανεπηρέαστα τα μετρητά της είναι, όπως και τις δύο προηγούμενες περιόδους, το κόστος αποθεμάτων τα οποία είχαν αποκτηθεί σε προηγούμενη περίοδο αλλά αναγνωρίστηκαν ως κόστος πωλήσεων κατά το τρέχων έτος.

5.3.2.6 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2019

Τα κέρδη της εταιρείας είναι μειωμένα σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, και ανέρχονται σε €806.000. Τα μετρητά της όμως κινήθηκαν αντίθετα και μειώθηκαν κατά €431.000.

Είναι η δεύτερη περίοδος (η άλλη ήταν το 2014) που η εταιρεία έχει εκροή από τις εργασίες της, ύψους €1.149.000. Στις επενδυτικές δραστηριότητες βλέπουμε θετική ροή €864.000 κυρίως λόγω των μερισμάτων που εισπράχθηκαν. Στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες εξακολουθεί, όπως και όλα τα προηγούμενα έτη, να υπάρχει εκροή μετρητών αλλά για πρώτη φορά είναι τόσο μειωμένη (€146.000).

Η ρευστότητα της εταιρείας επηρεάστηκε και από πληρωμές που πραγματοποιήθηκαν προς πιστωτές.

5.3.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται αριθμοδείκτες για την εταιρεία K + G Complex Public Company Ltd οι οποίοι σχετίζονται με την κερδοφορία και τη ρευστότητά της.

Πίνακας 11. K + G Complex Public Company Ltd – Αριθμοδείκτες

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	-0,60%	1,10%	5,62%	4,82%	4,09%	1,12%
NPM	-	62,01%	77,12%	64,96%	64,33%	-
GPM	-	71,48%	77,73%	82,79%	69,19%	-
NA (€ 000)	100.280	99.829	102.117	88.585	99.891	100.111
AT	-	1,38%	4,34%	3,71%	4,57%	-
EoS	-	46,93%	15,19%	24,51%	12,89%	-
CR	4,39	4,91	17,14	1,03	14,61	24,42
LR	2,17	2,55	9,93	0,67	10,11	16,28
CCC	-	7677,58	2698,40	4198,67	1713,15	-

*NPM: Net Profit Margin, GPM: Gross Profit Margin, NA: Net Assets, AT: Asset Turnover, EoS: Expenses over Sales, CR: Current Ratio, LR: Liquid Ratio, CCC: Cash Conversion Cycle

Το 2014 και το 2019 δεν μπορούμε να υπολογίσουμε όλους τους αριθμοδείκτες γιατί δεν παρουσιάζονται οι απαραίτητες πληροφορίες στις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων της εταιρείας.

<u>ROCE:</u> Το 2014 η εταιρεία έχει αρνητικό ROCE επομένως δεν επιτυγχάνει να χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί σε αυτήν και να παράγει κέρδη. Τον επόμενο χρόνο ο δείκτης βελτιώνεται λίγο ενώ το 2016 συνεχίζει την ανοδική του πορεία και φθάνει στο 5,6%. Στη συνέχεια όμως αρχίζει να κατέρχεται και το 2019 είναι μόλις 1,1%.

Θα αναλύσουμε το ROCE στα στοιχεία που τον αποτελούν (Net Profit Margin και Asset Turnover) για να εντοπίσουμε που οφείλονται οι μεταβολές του.

Το 2014 και το 2019 η εταιρεία δεν παρουσιάζει εισοδήματα από πωλήσεις και για αυτό δεν μπορεί να υπολογιστεί ούτε το περιθώριο καθαρού κέρδους αλλά ούτε και ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού.

Τα υπόλοιπα έτη το Net Profit Margin, με εξαίρεση το 2016 που ανήλθε σε 77,1%, παρουσιάζει μόνο μικρές διακυμάνσεις. Το Asset Turnover παρουσιάζει κάπως εντονότερες διακυμάνσεις, με τη μεγαλύτερη μεταβολή να σημειώνεται, όπως και στην περίπτωση του περιθωρίου καθαρού κέρδους, το 2016.

Θα αναλύσουμε τους δύο δείκτες περαιτέρω. Το περιθώριο μεικτού κέρδους αλλά και το περιθώριο λειτουργικών εξόδων παρουσιάζουν διακυμάνσεις, με το δεύτερο όμως να μεταβάλλεται σε μεγαλύτερο βαθμό και ιδιαίτερα το 2016.

Θα κοιτάξουμε τις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων για να δούμε τα στοιχεία (πωλήσεις, μεικτό κέρδος και λειτουργικά έξοδα) τα οποία επηρεάζουν τους δύο δείκτες και να εντοπίσουμε ποιο παρουσιάζει τις μεγαλύτερες μεταβολές και συνεπώς ευθύνεται για τις μεταβολές που παρατηρούνται στο Net Profit Margin.

Πίνακας 12. K + G Complex Public Company Ltd – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Πωλήσεις	-	1.379.000	4.436.000	3.288.000	4.570.000	-
Κόστος πωλήσεων	-	393.325	988.000	566.000	1.408.000	-
Μεικτό Κέρδος	-	985.675	3.448.000	2.722.000	3.162.000	-
Λειτουργικά Έξοδα	745.055	647.151	674.000	806.000	589.000	655.000

Υπάρχει μια πολύ μεγάλη αστάθεια στα εισοδήματα από πωλήσεις που βλέπουμε στις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων της εταιρείας. Το 2014 δεν παρουσιάζονται πωλήσεις, αυτό όμως αλλάζει το 2015, ενώ το 2016 η αύξηση των εισοδημάτων φτάνει στο 221,7%. Το 2017 όμως οι πωλήσεις μειώνονται, για να αυξηθούν και πάλι το 2018. Το κόστος πωλήσεων ακολουθεί την ίδια πορεία με τις πωλήσεις όμως σε διαφορετικό ποσοστό. Όπως και οι πωλήσεις που σημείωσαν τη μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση το 2016, έτσι και στο κόστος πωλήσεων παρατηρούμε τη μεγαλύτερη αύξηση τον ίδιο χρόνο, όπου αυξήθηκε κατά 153,7%. Το 2018 όμως ενώ οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 39%, το κόστος πωλήσεων

αυξήθηκε σε πολύ μεγαλύτερο ποσοστό, κατά 148,8%. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η αύξηση στο μεικτό κέρδος, το 2018, να είναι αρκετά μικρότερη (16,2%) σε σχέση με την αύξηση στις πωλήσεις.

Στα λειτουργικά έξοδα βλέπουμε πολύ μικρότερες αλλαγές σε σχέση με τις αλλαγές στα υπόλοιπα μεγέθη. Η μεγαλύτερη μεταβολή αφορά τη μείωση των λειτουργικών εξόδων κατά 26,9% που συνέβη το 2018.

Συνεπώς η κύρια αιτία που προκαλεί τις μεταβολές στο Net Profit Margin είναι η αστάθεια στις πωλήσεις της εταιρείας.

Σε ότι αφορά το δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού και πάλι οι διακυμάνσεις του πηγάζουν κυρίως από τις μεγάλες αλλαγές στις πωλήσεις της εταιρείας, αφού το καθαρό ενεργητικό δε μεταβάλλεται ιδιαίτερα.

Επομένως, όπως ίσως, μπορεί να υποψιαστεί κανείς από την πρώτη κιόλας ματιά που θα ρίξει στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, η κύρια αιτία που προκαλεί τις μεταβολές στο ROCE είναι η μεγάλη μεταβλητότητα στα εισοδήματα από πωλήσεις.

Current Ratio – Liquid Ratio: Με εξαίρεση το 2017 που το current ratio έχει μειωθεί στη μονάδα, όλα τα υπόλοιπα έτη βρίσκεται πάνω από το δύο, χωρίς όμως να μπορούμε να πούμε ότι αυτό δείχνει καλή διαχείριση από μέρους της διοίκησης της εταιρείας αφού ένα current ratio που ισούται με 17 (2016) ή με 24,4 (2019) δείχνει ότι η εταιρεία διατηρεί πολύ μεγαλύτερο μέρος κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων από όσο είναι απαραίτητο και δεν τα επενδύει σε πιο μακροπρόθεσμες και πιο κερδοφόρες επενδύσεις.

Ο λόγος για τον οποίο το current ratio τις συγκεκριμένες περιόδους είναι τόσο αυξημένο είναι η μεγάλη μείωση στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ενώ αντίθετα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού παραμένουν περίπου σταθερά και τις έξι περιόδους. Επίσης το 2017, όπου παρατηρήσαμε μείωση στο δείκτη είναι και πάλι λόγω μεταβολής στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας, οι οποίες τη συγκεκριμένη χρονιά αυξήθηκαν αρκετά.

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζει και το Liquid Ratio.

Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά: Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζουμε όλα τα στοιχεία του κύκλου και τον κύκλο μετατροπής μετρητών σε μετρητά (σε μέρες).

Πίνακας 13. K + G Complex Public Company Ltd –Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Περίοδος πώλησης αποθεμάτων	-	6289,54	2259,27	3474,27	1165,90	-
Περίοδος είσπραξης χρεωστών	-	1804,81	602,79	951,08	704,08	-
Περίοδος πληρωμής πιστωτών	-	416,78	163,66	226,67	156,84	-
Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά	-	7677,58	2698,40	4198,67	1713,15	-

Βλέπουμε μια υψηλή μεταβλητότητα στον κύκλο μετατροπής μετρητών, η οποία προέρχεται από μεταβολές σε όλα τα στοιχεία που τον αποτελούν.

Αυτό που παρατηρούμε, και είναι ίσως ανησυχητικό, είναι μια πολύ μεγάλη διαφορά στην περίοδο είσπραξης των χρεωστών σε σχέση με την περίοδο πληρωμής των πιστωτών της εταιρείας, με την πρώτη να είναι για όλα τα έτη, αρκετά μεγαλύτερη από τη δεύτερη. Επομένως η εταιρεία πληρώνει τους πιστωτές της πολύ νωρίτερα από ότι η ίδια επιτυγχάνει να εισπράξει τους χρεώστες της κι αυτό σε συνδυασμό με την πολύ μεγάλη περίοδο πώλησης των αποθεμάτων μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα ρευστότητας στην εταιρεία.

Η περίοδος πώλησης των αποθεμάτων, βεβαίως, πιθανόν δικαιολογημένα να είναι τόσο μεγάλη αφού τα αποθέματα αφορούν «γη και αναπτυξιακές δαπάνες». Παρ' όλα αυτά, το γεγονός αυτό, δεν προστατεύει την εταιρεία από πιθανά προβλήματα ρευστότητας και μαζί με την μεταβλητότητα που παρουσιάζουν οι πωλήσεις, η εικόνα της εταιρείας δεν είναι η καλύτερη δυνατή.

5.4 Leptos Calypso Hotels Public Limited

Η τέταρτη εταιρεία της οποίας θα αναλύσουμε τις οικονομικές καταστάσεις είναι η Leptos Calypso Hotels Public Limited.

5.4.1 Οριζόντια Ανάλυση

Όπως κάναμε και με τις προηγούμενες εταιρείες, πρώτα θα προβούμε σε οριζόντια ανάλυση και ακολούθως, σε ανάλυση με αριθμοδείκτες.

5.4.1.1 Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι ποσοστιαίες μεταβολές βασικών στοιχείων των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων της εταιρείας Leptos Calypso Hotels Public Limited.

Πίνακας 14. Leptos Calypso Hotels Public Ltd - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Εισόδημα	-3,25	8,13	7,88	13,26	1,56	-5,97
Κόστος πωλήσεων	-1,77	7,82	0,86	8,13	2,31	-4,89
Μικτό κέρδος	-9,80	9,61	40,00	30,21	-0,50	-9,02
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	-78,38	1115,69	43,11	2,63	62,90	-48,52
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	-8,70	56,38	474,06	-90,59	366,33	-84,15

Τα εισοδήματα της εταιρείας δεν παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα και κυμαίνονται μεταξύ €23.344.308 (το 2014) και €30.364.016 (το 2018). Το κόστος πωλήσεων κινείται προς την ίδια κατεύθυνση όπως και τα εισοδήματα κι όπως είναι αναμενόμενο το μεικτό κέρδος αυξομειώνεται ανάλογα.

Όλα τα χρόνια που εξετάζουμε η εταιρεία σημειώνει κέρδη από τις εργασίες της, τα οποία με εξαίρεση το 2014 και το 2019 ακολουθούν ανοδική πορεία. Το 2015, μάλιστα βλέπουμε μια πολύ μεγάλη ποσοστιαία μεταβολή η οποία οφείλεται στο πολύ μειωμένο κέρδος εργασιών του 2014.

Το 2014 και το 2015 η εταιρεία καταγράφει καθαρές ζημιές για το έτος, αυτό όμως αλλάζει το 2016 όπου και βλέπουμε μια εντυπωσιακή βελτίωση στην κερδοφορία της εταιρείας και πλέον καταγράφει κέρδη ύψους €9 εκ. Το επόμενο έτος τα κέρδη μειώνονται κάτω από €1 εκ. και σε παρόμοιο επίπεδο βρίσκονται και το 2019, ενώ το 2018 ήταν σχεδόν €4 εκ.

Η αιτία πίσω από την εντυπωσιακή αύξηση του κέρδους της εταιρείας το 2016 είναι το «Κέρδος από μεταφορά περιουσιακών στοιχείων κατεχόμενων προς πώληση» το οποίο προέκυψε από συμφωνία μεταξύ της εταιρείας και του κύριου τραπεζικού χρηματοδότη της για αναδιάρθρωση των δανείων της προς το τραπεζικό ίδρυμα.

5.4.1.2 Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται οι ποσοστιαίες μεταβολές σε βασικά στοιχεία της Κατάστασης Οικονομικής Θέσης.

Πίνακας 15. Leptos Calypso Hotels Public Ltd - Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	-22,30	-2,86	-0,91	-1,26	-2,04	-1,65
Κυκλοφορούν ενεργητικό	638,41	-0,77	8,01	-19,38	93,33	-38,94
Μετρητά	231,75	21,33	-22,14	-51,46	21,99	69,68
Σύνολο ενεργητικού	-7,73	-2,49	-14,84	-2,08	1,52	-4,30
Ίδια κεφάλαια	-14,14	-4,24	6,01	2,70	5,81	3,16
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	40,70	-24,38	121,90	-1,35	-8,99	-8,52
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0,29	-14,58	77,41	-0,62	-6,25	-6,70
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	-6,46	6,14	-74,55	-21,77	17,10	-23,47
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	282,85	-42,21	25,21	1,31	2,30	-25,50
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	-11,44	20,60	-86,54	-51,51	55,77	-20,83
Σύνολο υποχρεώσεων	-4,04	-1,60	-25,29	-5,49	-1,80	-10,52
Σύνολο υποχρεώσεων & ιδίων κεφαλαίων	-7,73	-2,49	-14,84	-2,08	1,52	-4,30

Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει κάθε χρόνο μικρές μόνο μειώσεις με εξαίρεση το 2014 όπου η μείωση ανήλθε στο 22,3%. Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως σε συμφωνία που σύναψε η εταιρεία μαζί με άλλη εταιρεία - επενδυτή, για από κοινού ανάπτυξη της γης θυγατρικής εταιρείας της Leptos Calypso Hotels Public Ltd. Το αποτέλεσμα αυτής της συμφωνίας ήταν η απόκτηση από την εταιρεία - επενδυτή μέρους του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής και η ταξινόμηση της θυγατρικής ως "Περιουσιακού στοιχείου διαθέσιμου προς πώληση». Η συμφωνία αυτή είναι και ο λόγος για τον οποίο, το 2014, το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει τόσο μεγάλη αύξηση, τη μεγαλύτερη μεταβολή σε οποιοδήποτε στοιχείο των Καταστάσεων Οικονομικής Θέσης για ολόκληρη την εξαετία.

Τα υπόλοιπα έτη το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει αυξομειώσεις κυρίως λόγω μεταβολών στα βασικά του στοιχεία, δηλαδή στα αποθέματα, στα εισπρακτέα και στα μετρητά. Το 2018, όμως, σχεδόν διπλασιάζεται κι αυτό λόγω της ταξινόμησης «Χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αποτιμώμενων σε εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων» αξίας €4 εκ. ως κυκλοφορούντα. Το επόμενο έτος έγινε αποπληρωμή ύψους €6,4 εκ. αυτού του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου με αποτέλεσμα τη μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Η εταιρεία δεν έχει εκδώσει νέο κεφάλαιο κατά τη διάρκεια της εξαετίας και οι μεταβολές που παρατηρούνται στα Ίδια Κεφάλαια οφείλονται σε αλλαγές στα άλλα αποθεματικά και στις συσσωρευμένες ζημιές.

Το 2014 δεν υπάρχει κάποιο νέο τραπεζικό δάνειο και η εταιρεία βρίσκεται στη διαδικασία αναδιάρθρωσης όλων των δανείων της. Επίσης ούτε τις άλλες περιόδους, με εξαίρεση το 2019 και το 2015 δεν έχει υπάρξει νέος δανεισμός (το 2019 υπήρξε νέος τραπεζικός δανεισμός και δανεισμός από τρίτα μέρη ενώ το 2015 μόνο το δεύτερο).

5.4.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι πιο σημαντικές αιτίες για τις οποίες τα κέρδη και η μεταβολή στα ταμειακά διαθέσιμα δεν ισούνται.

5.4.2.1 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2014

Η εταιρεία σημειώνει ζημιές ύψους €5.373.959 αλλά τα μετρητά της έχουν αυξηθεί κατά €2.264.335.

Στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών βλέπουμε θετικές ροές από τις εργασίες της εταιρείας ύψους σχεδόν €2 εκ. και από επενδυτικές δραστηριότητες €3,4 εκ. Υπάρχει μία είσπραξη €4,6 εκ. που προέκυψε από τη συμφωνία με την εταιρεία - επενδυτή, για από κοινού ανάπτυξη της γης θυγατρικής εταιρείας και είναι και η αιτία για την οποία οι ροές από επενδυτικές δραστηριότητες είναι θετικές.

Από χρηματοδοτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή €3,1 εκ. που οφείλεται στην αποπληρωμή τραπεζικού δανεισμού και σε τόκους που πλήρωσε η εταιρεία κατά τη διάρκεια του έτους.

Επιπλέον κατά τη διάρκεια της περιόδου, η εταιρεία πλήρωσε μέρος των οφειλών της προς τους πιστωτές της και αναγνώρισε χρεωστικούς τόκους €5,5 εκ. από τους οποίους όμως, πλήρωσε μόνο €1,8 εκ.

5.4.2.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2015

Η εταιρεία καταγράφει ζημιές €2,2 εκ. και μία αύξηση στα μετρητά της ύψους €500.000.

Τα καθαρά μετρητά από τις εργασίες της είναι αρκετά μειωμένα σε σχέση με το προηγούμενο έτος και αφορούν εκροή ύψους €1,4 εκ.

Από επενδυτικές δραστηριότητες βλέπουμε εισροή €2,3 εκ., η οποία όπως και το προηγούμενο έτος, προέρχεται από τη συμφωνία με την εταιρεία – επενδυτή για από κοινού ανάπτυξη της γης θυγατρικής εταιρείας.

Από τις χρηματοδοτικές της δραστηριότητες η εταιρεία είχε εκροή €300.000 παρά το ότι εισέπραξε €3 εκ. από δανεισμό από τρίτα μέρη, κυρίως λόγω της αποπληρωμής τραπεζικού δανεισμού και της πληρωμής τόκων.

Κατά τη διάρκεια του έτους η εταιρεία αναγνώρισε €4,3 εκ. χρεωστικούς τόκους από τους οποίους πλήρωσε μόνο το μισό ποσό και εισέπραξε κάποιους από τους χρεώστες της.

5.4.2.3 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2016

Το 2016 η εταιρεία καταγράφει τα μέγιστα κέρδη των έξι περιόδων που μελετάμε, €9.094.810, όμως τα μετρητά της έχουν αυξηθεί μόνο κατά €1.588.519.

Τα καθαρά μετρητά από εργασίες ανέρχονται σε €6.392.193 και είναι η μόνη κατηγορία χρηματικών ροών που είναι θετική.

Από τις επενδυτικές δραστηριότητες της εταιρείας υπάρχει εκροή €1.259.518 η οποία οφείλεται σχεδόν εξολοκλήρου στην αγορά ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού.
Από χρηματοδοτικές δραστηριότητες βλέπουμε μεγαλύτερη εκροή, ύψους €3.544.156, λόγω της αποπληρωμής τραπεζικού δανεισμού και της πληρωμής τόκων.

Η κερδοφορία της εταιρείας αυξήθηκε από το κέρδος από μεταφορά περιουσιακών στοιχείων κατεχόμενων προς πώληση ύψους €7.307.874 το οποίο όμως, στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών, δε φαίνεται να έχει εισπραχθεί.

5.4.2.4 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2017

Το κέρδος της εταιρείας ανέρχεται σε €1.041.275 και τα μετρητά της αυξήθηκαν κατά €437.147.

Στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών βλέπουμε εισροή μετρητών μόνο από τις εργασίες της εταιρείας, που ανέρχεται σε €7.472.906.

Η εταιρεία αγόρασε ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμό με αποτέλεσμα να υπάρχει εκροή μετρητών από τις επενδυτικές της δραστηριότητες, ύψους €1.388.591 ενώ ακόμα μεγαλύτερη αρνητική ροή βλέπουμε από τις χρηματοδοτικές της δραστηριότητες, ύψους

€5.647.168. Η εταιρεία χρησιμοποίησε αυτά τα μετρητά για αποπληρωμές τραπεζικού δανεισμού και τόκων.

5.4.2.5 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2018

Παρόλο που η εταιρεία παρουσιάζει κέρδη ύψους €3.633.894, τα μετρητά της έχουν κινηθεί προς την αντίθετη κατεύθυνση και έχουν μειωθεί κατά €2.138.967.

Στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών βλέπουμε θετική ροή μετρητών από εργασίες που ανέρχεται σε €5.965.905 εκ.

Από επενδυτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή €1.413.458 λόγω της αγοράς ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού και από χρηματοδοτικές δραστηριότητες υπάρχει ακόμα μεγαλύτερη εκροή, ύψους €6.691.414 λόγω της αποπληρωμής τραπεζικού δανεισμού και της πληρωμής τόκων.

Επιπλέον, η ρευστότητα της εταιρείας επηρεάστηκε από εισπράξεις από χρεώστες και σε μικρότερο βαθμό από πληρωμές προς πιστωτές ενώ η κερδοφορία της αυξήθηκε λόγω αναπροσαρμογών στη δίκαιη αξία περιουσιακών στοιχείων.

5.4.2.6 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2019

Η εταιρεία παρουσιάζει αρκετά χαμηλότερα κέρδη σε σχέση με το προηγούμενο έτος (€1.070.945), όμως αυτή τη χρονιά, τα μετρητά της έχουν σημειώσει αύξηση, ύψους €3.179.141.

Τα καθαρά μετρητά από εργασίες είναι και πάλι θετικά, και ανέρχονται σε €2.568.070. Θετική είναι και η ροή από επενδυτικές δραστηριότητες όπου βλέπουμε εισροή ύψους €5.048.827, παρά το ότι η εταιρεία προέβη και πάλι σε αγορά ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού αξίας €1,3 εκ. Ο λόγος είναι η είσπραξη €6,4 εκ. από κοινοπραξία. Από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της εταιρείας υπάρχει εκροή €4.437.756. Βλέπουμε, όπως και τα προηγούμενα χρόνια, ότι έγινε αποπληρωμή δανεισμού και πληρωμή τόκων, το 2019,

όμως, παρατηρούμε και δύο εισπράξεις, πρώτο από μη ελέγχουσα συμμετοχή και δεύτερο από νέο δάνειο.

Επιπρόσθετα, η εταιρεία πλήρωσε €4 εκ. στους πιστωτές της ενώ δεν είσπραξε σχεδόν καθόλου τα εισπρακτέα της.

5.4.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται αριθμοδείκτες της εταιρείας σχετικοί με την κερδοφορία και τη ρευστότητα της.

Πίνακας 16. Leptos Calypso Hotels Public Ltd – Αριθμοδείκτες

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	0,12%	2,28%	7,59%	2,47%	4,43%	-1,23%
NPM	0,85%	9,54%	13,06%	11,83%	18,97%	10,39%
GPM	17,15%	17,38%	23,27%	26,75%	26,21%	25,36%
NA (€000)	115.664	105.737	141.732	143.113	142.604	140.338
AT	20,18%	23,87%	18,62%	20,89%	21,29%	20,34%
EoS	14,08%	13,19%	15,78%	11,48%	11,07%	11,76%
CR	0,43	0,40	0,34	0,35	0,57	0,46
LR	0,42	0,39	0,31	0,31	0,54	0,42
CCC	43,54	24,19	-156,16	-155,44	-147,36	-134,10

*NPM: Net Profit Margin, GPM: Gross Profit Margin, NA: Net Assets, AT: Asset Turnover, EoS: Expenses over Sales, CR: Current Ratio, LR: Liquid Ratio, CCC: Cash Conversion Cycle
**Το Liquid Ratio ουσιαστικά ισούται με το Current Ratio επειδή η εταιρεία δεν παρουσιάζει αποθέματα στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και οι προπληρωμές της αφορούν πολύ μικρά ποσά που δεν επηρεάζουν πραγματικά το δείκτη.

<u>ROCE:</u> Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει αυξομειώσεις καθόλη τη διάρκεια της εξαετίας, ενώ το 2019 για πρώτη φορά κατέρχεται κάτω από το μηδέν.

Το περιθώριο καθαρού κέρδους, το ένα συστατικό μέρος του ROCE, διακυμαίνεται αρκετά όλες τις υπό μελέτη περιόδους και μάλιστα οι μεταβολές του είναι προς την ίδια κατεύθυνση όπως και του ROCE. Το άλλο συστατικό μέρος του ROCE, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού, σημειώνει πολύ μικρότερες μεταβολές.

Επομένως οι μεταβολές στο δείκτη οφείλονται, κατά κύριο λόγο, στις μεταβολές του Net Profit Margin και θέλουμε να δούμε τις αιτίες πίσω από τις διακυμάνσεις του. Το Gross Profit Margin είναι σταθερό τα δύο πρώτα χρόνια, σημειώνει αρκετά μεγάλη αύξηση το 2016 (33,9%), αυξάνεται ακόμα κατά 15% το 2017 και παραμένει, περίπου, σταθερό για τα επόμενα δύο έτη. Το περιθώριο λειτουργικών εξόδων σημειώνει μικρές διακυμάνσεις τα τρία πρώτα χρόνια, μείωση κατά 27,3% το 2017 και παραμένει στο ίδιο επίπεδο και τα επόμενα δύο έτη.

Παρατηρείται μια αντίθετη κίνηση στις μεταβολές του περιθωρίου μεικτού κέρδους σε σχέση με τις μεταβολές στο περιθώριο λειτουργικών εξόδων και θέλουμε να εντοπίσουμε από που πηγάζουν, για αυτό παρουσιάζουμε, στον πίνακα που ακολουθεί, τα στοιχεία που επηρεάζουν τους δύο δείκτες.

Πίνακας 17. Leptos Calypso Hotels Public Ltd – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin

	2014 (€ 000)	2015 (€ 000)	2016 (€ 000)	2017 (€ 000)	2018 (€ 000)	2019 (€ 000)
Πωλήσεις	23.344	25.241	26.396	29.898	30.364	28.549
Κόστος πωλήσεων	19.341	20.853	20.254	21.899	22.405	21.309
Μεικτό Κέρδος	4.002	4.387	6.142	7.998	7.958	7.240
Λειτουργικά Έξοδα	3.286	3.328	4.164	3.431	3.360	3.356

Το μεικτό κέρδος, με εξαίρεση το 2018, αυξάνεται και μειώνεται ακολουθώντας την πορεία των πωλήσεων, αλλά σε διαφορετικό ποσοστό. Τα λειτουργικά έξοδα, όμως, βρίσκονται μεταξύ €3,3 εκ. και €3,5 εκ. με εξαίρεση το 2016, που ανήλθαν σε €4,2 εκ. Συνεπώς οι μεταβολές στον ROCE οφείλονται κυρίως στη διατήρηση των λειτουργικών εξόδων στο ίδιο επίπεδο, παρά τις αυξομειώσεις που σημειώνουν οι πωλήσεις και το μεικτό κέρδος της εταιρείας.

<u>Current Ratio - Liquid Ratio:</u> Οι αριθμοδείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας κυμαίνονται μεταξύ 0,3 και 0,5 και τα έξι χρόνια, με εξαίρεση το 2018 όπου ο πρώτος ανέρχεται στο 0,57 και ο δεύτερος στο 0,54. Εδώ βλέπουμε μεν μία σταθερότητα, όμως και οι δύο δείκτες απέχουν όλα τα χρόνια από το κατώτατο επίπεδο το οποίο δεν εγείρει ανησυχία για τη ρευστότητα της εταιρείας.

Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά: Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα συστατικά μέρη του κύκλου μετατροπής μετρητών σε μετρητά.

Πίνακας 18. Leptos Calypso Hotels Public Ltd –Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Περίοδος πώλησης αποθεμάτων	11,68	11,29	12,03	11,73	11,20	11,25
Περίοδος είσπραξης χρεωστών	43,88	30,57	32,35	40,41	48,01	46,30
Περίοδος πληρωμής πιστωτών	12,02	17,67	200,54	207,59	206,57	191,66
Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά	43,54	24,19	-156,16	-155,44	-147,36	-134,10

Η περίοδος πώλησης των αποθεμάτων παρουσιάζει εντυπωσιακή σταθερότητα για όλη την εξαετία, αλλά και η περίοδος είσπραξης των χρεωστών είναι αρκετά σταθερή. Αντίθετα βλέπουμε ότι η περίοδος πληρωμής των πιστωτών από 12 και 18 μέρες που ήταν το 2014 και το 2015 αντίστοιχα, εκτοξεύτηκε στις 200 μέρες το 2016 για να παραμείνει σε αυτό το επίπεδο και τα υπόλοιπα χρόνια. Παρά το ότι μια τόσο μεγάλη και απότομη αύξηση στην περίοδο πληρωμής των πιστωτών θα μπορούσε να αποτελέσει ανησυχητικό σημάδι για τη ρευστότητα της εταιρείας, στην προκειμένη περίπτωση, μάλλον αποτελεί αλλαγή στην πολιτική της εταιρείας αφού από τις οικονομικές καταστάσεις δε φαίνεται ότι η εταιρεία αντιμετωπίζει πρόβλημα με τα ρευστά διαθέσιμα. Λόγω της αύξησης στην περίοδο πληρωμής των πιστωτών, βλέπουμε, από το 2016 κι έπειτα ένα αρνητικό κύκλο μετατροπής μετρητών σε μετρητά που σημαίνει ουσιαστικά ότι οι προμηθευτές χρηματοδοτούν τις λειτουργίες της εταιρείας διασφαλίζοντας έτσι τη ρευστότητά της, χωρίς να χρειάζεται να εισφέρουν συνεχώς, μετρητά οι ιδιοκτήτες της.

5.5 Louis Plc

Η πέμπτη εταιρεία που θα αναλύσουμε είναι η Louis Plc.

5.5.1 Οριζόντια Ανάλυση

Αρχικά θα κάνουμε οριζόντια ανάλυση στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και στη συνέχεια θα κάνουμε ανάλυση με αριθμοδείκτες.

5.5.1.1 Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά στοιχεία των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων της εταιρείας Louis Plc.

Πίνακας 19. Louis Plc - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Εισόδημα	10,57	3,97	14,5	4,05	56,58	19,67
Κόστος πωλήσεων	-	-	-	-	-	-
Μεικτό κέρδος	-	-	-	-	-	-
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	47,44	-16,01	99,6	10,74	58,21	8,97
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	96,57	-10890,83	106,9	49,29	161,29	-39,80

Όλα τα έτη, τα εισοδήματα της εταιρείας ανέρχονται σε αρκετά εκατομμύρια ευρώ, όμως δεν ακολουθούν μια σταθερή πορεία με τη μεγαλύτερη μεταβολή να παρατηρείται το 2018 όπου και υπερδιπλασιάστηκαν, για να μειωθούν όμως ξανά το 2019. Αντίστοιχη εικόνα υπάρχει και στα κέρδη από εργασίες τα οποία είναι για όλα τα έτη θετικά όμως όχι σταθερά, με τη μεγαλύτερη μεταβολή να σημειώνεται, επίσης το 2018.

Το 2014 και το 2015 η εταιρεία παρουσιάζει καθαρές ζημιές ενώ τα υπόλοιπα χρόνια καταγράφει κέρδη. Το 2015 βλέπουμε μια πολύ μεγάλη αύξηση στις ζημιές της εταιρείας σε σχέση με το προηγούμενο έτος και ο κύριος λόγος είναι οι διαγραφές και προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και η πρόβλεψη για αναγνώριση υποχρέωσης που σχετίζονται με την ιθύνουσα εταιρεία. Οι προβλέψεις αυτές υπερβαίνουν τα €100 εκ. και δημιουργούν την

εντύπωση ότι η εταιρεία μπορεί να ακολούθησε την τεχνική χειραγώγησης των κερδών «Big Bath» στην οποία αναφερθήκαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο.

Τα επόμενα τέσσερα χρόνια η εταιρεία παρουσιάζει καθαρά κέρδη τα οποία μεταβάλλονται προς την ίδια κατεύθυνση όπως και τα εισοδήματα, σε διαφορετικό, όμως, ποσοστό.

5.5.1.2 Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

Στον πίνακα 20 γίνεται συνοπτική παρουσίαση των ποσοστιαίων μεταβολών βασικών στοιχείων της Κατάστασης Οικονομικής θέσης για όλα τα έτη που εξετάζουμε.

Πίνακας 20. Louis Plc- Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	6,16	-53,75	2,85	-4,81	13,51	13,05
Κυκλοφορούν ενεργητικό	-22,52	350,06	-85,10	-34,24	128,86	150,01
Μετρητά	90,97	-18,69	53,50	-24,65	58,81	-54,72
Σύνολο ενεργητικού	1,92	-8,38	-45,80	-9,22	26,04	40,05
Ίδια κεφάλαια	-9,21	-169,61	-170,54	36,45	144,92	221,44
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	5,58	49,64	0,76	33,50	9,34	-29,34
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	2,16	-37,32	0,68	23,78	5,95	26,63
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5,25	82,35	-68,37	-70,90	77,38	72,44
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	21,62	-58,90	-2,08	-8,05	122,05	-3,04
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	8,99	-17,70	2,50	-89,15	107,72	-39,11
Σύνολο υποχρεώσεων	3,36	9,97	-44,63	-11,71	14,78	35,38
Σύνολο υποχρεώσεων & ιδίων κεφαλαίων	1,92	-8,38	-45,80	-9,22	26,04	40,05

Στο κυκλοφορούν ενεργητικό παρατηρούνται αρκετές διακυμάνσεις με τη μεγαλύτερη το 2015 (αύξηση 350,1%). Η τόσο μεγάλη αύξηση στα κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού προήλθε από ένα νέο στοιχείο, τα «Περιουσιακά στοιχεία κατατασσόμενα ως κατεχόμενα προς πώληση», το οποίο αφορά πλοία και ακίνητα του συγκροτήματος, τα

οποία το προηγούμενο έτος ήταν ταξινομημένα ως στοιχεία του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού. Το 2018 και το 2019 βλέπουμε αυξήσεις κατά 128,8% και 150%, αντίστοιχα, οι οποίες οφείλονται, επίσης, σε ταξινόμηση μη κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού ως κυκλοφορούντων. Το 2018 αιτία της αναταξινόμησης ήταν συμφωνία για πώληση μετοχών σε συνδεδεμένη εταιρεία και το 2019 συμφωνία για πώληση πέντε ξενοδοχειακών μονάδων.

Η εταιρεία δεν έχει εκδώσει νέο κεφάλαιο κανένα από τα έξι έτη και οι μεταβολές που παρατηρούνται στα ίδια κεφάλαια οφείλονται κυρίως, σε μεταβολές στα αποθεματικά. Επιπρόσθετα το 2017 η εταιρεία προέβη σε μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής της με αποτέλεσμα το εκδοθέν κεφάλαιο από €78.292.965 να μειωθεί σε €9.210.937 ενώ και το αποθεματικό υπέρ το άρτιο το οποίο παρουσίαζε πιστωτικό υπόλοιπο πέραν των €94 εκ. μηδενίστηκε με σκοπό τη διαγραφή ζημίων της εταιρείας.

Η εταιρεία σύναψε νέα μακροπρόθεσμα δάνεια το 2015, το 2016 και το 2019. Βλέπουμε όμως και μια μεγάλη αύξηση στο μακροπρόθεσμο δανεισμό της εταιρείας το 2015 η οποία δεν οφείλεται σε νέο δανεισμό αλλά κυρίως στην ανάληψη της εξυπηρέτησης συγκεκριμένων δανειακών υποχρεώσεων συνδεδεμένων εταιρειών. Μία δεύτερη σημαντική αύξηση στο μακροπρόθεσμο δανεισμό παρατηρείται το 2017 η οποία οφείλεται κατά κύριο λόγο σε συμφωνία αναδιάρθρωσης δανεισμού μεταξύ της εταιρείας και των χρηματοδοτριών τραπεζών.

5.5.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων

Για να εντοπίσουμε τους λόγους για τους οποίους η κερδοφορία και τα μετρητά δεν παρουσιάζουν τις ίδιες μεταβολές θα αναλύσουμε τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και ιδιαίτερα την Κατάσταση Ταμειακών Ροών.

5.5.2.1 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2014

Το 2014 η εταιρεία παρουσιάζει στις οικονομικές της καταστάσεις ζημιές ύψους €3.881.000 όμως τα μετρητά της, όχι μόνο δεν μειώθηκαν, αλλά αυξήθηκαν κατά €13.021.000.

Η εταιρεία είχε καθαρή εισροή από τις εργασίες της ύψους €53.545.000. Από επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή μετρητών ύψους €23.776.00 και €17.298.000 αντίστοιχα.

Σε ότι αφορά τις επενδυτικές δραστηριότητες, η εκροή χρημάτων οφείλεται κυρίως σε μία μεγάλη δαπάνη, πέραν των €22 εκ., για την αγορά στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού. Στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες τα μετρητά χρησιμοποιήθηκαν κυρίως για την αποπληρωμή δανειακών και άλλων υποχρεώσεων καθώς επίσης και για την πληρωμή τόκων.

5.5.2.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2015

Η καταγεγραμμένη ζημιά για το έτος ανέρχεται σε €107.841.000, όμως παρά το μεγάλο μέγεθος της τα μετρητά της εταιρείας, σημείωσαν, έστω και μικρή, σχετικά, αύξηση, ύψους €775.000.

Η εταιρεία έχει θετική ροή μετρητών από τις εργασίες της, ύψους €48.755.000. Τα πιο σημαντικά στοιχεία που εντοπίζουμε στο πρώτο τμήμα της Κατάστασης Ταμειακών Ροών είναι, πρώτο, η «Πρόβλεψη για αναγνώριση υποχρέωσης σε σχέση με εταιρικές εγγυήσεις» η οποία αφορά την ανάληψη εξυπηρέτησης συγκεκριμένων δανειακών υποχρεώσεων της ιθύνουσας εταιρείας ύψους €62.200.000. Το δεύτερο στοιχείο που θέλουμε να αναφέρουμε είναι οι «Διαγραφές και προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις» ύψους €44.398.000 οι οποίες σχετίζονται και πάλι με την ιθύνουσα εταιρεία.

Στις επενδυτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή χρημάτων η οποία, όπως και το προηγούμενο έτος, οφείλεται στην αγορά στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες, υπάρχει και πάλι εκροή μετρητών, κυρίως λόγω της αποπληρωμής δανειακών και άλλων υποχρεώσεων καθώς επίσης και της πληρωμής τόκων.

Κατά τη διάρκεια του χρόνου η εταιρεία πραγματοποίησε κάποιες πωλήσεις επί πιστώσει και προχώρησε σε πληρωμές κάποιων υποχρεώσεων, γεγονότα που επηρέασαν το πρώτο μόνο την κερδοφορία και το δεύτερο μόνο τα μετρητά.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό, ότι η διαφορά μεταξύ ζημιάς και μεταβολής στα μετρητά προέρχεται από την μη ταμειακή φύση του μεγαλύτερου μέρους της καθαρής ζημιάς. Η ζημιά αυτή, πηγάζει κυρίως από τις διαγραφές και τις προβλέψεις σε σχέση με την ιθύνουσα εταιρεία τις οποίες αναφέραμε προηγουμένως.

5.5.2.3 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2016

Η εταιρεία καταγράφει κέρδη €7.744.000 ενώ και τα μετρητά της κινήθηκαν προς την ίδια κατεύθυνση και αυξήθηκαν, λίγο περισσότερο όμως, κατά €11.477.000. Σε αντίθεση με το 2015 βλέπουμε μια ομοιόμορφη μεταβολή σε κερδοφορία και αλλαγή στα ταμειακά διαθέσιμα.

Η εταιρεία επιτυγχάνει να έχει εισροή μετρητών από τις εργασίες της, ενώ αντίθετα οι ροές από επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες είναι αρνητικές. Για ακόμα μία χρονιά η εταιρεία χρησιμοποιεί κάποια από τα μετρητά της για να αποκτήσει στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού και αυτός είναι και ο κύριος λόγος για τον οποίο υπάρχει εκροή μετρητών για επενδυτικές δραστηριότητες. Στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες η εκροή μετρητών οφείλεται, όπως και κατά τα προηγούμενα έτη, κυρίως στην αποπληρωμή δανειακών υποχρεώσεων και στην πληρωμή τόκων.

5.5.2.4 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2017

Το 2017 το κέρδος της εταιρείας ανέρχεται σε €11.561.000 αλλά τα μετρητά της έχουν μειωθεί κατά €6.327.000.

Η ροή μετρητών από εργασίες είναι, όπως και όλες τις προηγούμενες χρονιές, θετική. Για επενδυτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή μετρητών, ύψους €2.547.000 κυρίως λόγω της δαπάνης για αγορά «ακινήτων, πλοίων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού». Σε χρηματοδοτικές δραστηριότητες δαπανήθηκαν €34.196.000 λόγω της αποπληρωμής δανείων και της πληρωμής τόκων ενώ παρατηρούμε και μια εισροή μετρητών από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της εταιρείας που οφείλεται στην αποδέσμευση τραπεζικών καταθέσεων.

5.5.2.5 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2018

Η εταιρεία είναι για ακόμα μία χρονιά κερδοφόρα και μάλιστα τα κέρδη της σημειώνουν αρκετά μεγάλη αύξηση και ανέρχονται σε €30.208.000. Τα μετρητά της αυξάνονται και αυτά όμως μόνο κατά €4.669.000.

Η καθαρή εισροή μετρητών από εργασίες βρίσκεται στο ίδιο, περίπου, επίπεδο όπως και κατά το προηγούμενο έτος.

Από επενδυτικές δραστηριότητες υπάρχει για πρώτη φορά, έστω και μικρή θετική ροή μετρητών. Η εταιρεία προχώρησε και για αυτό το έτος στην αγορά «ακινήτων, πλοίων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού» όμως βλέπουμε ότι προέβη και σε πώληση τέτοιων στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού, παρόμοιας αξίας με αυτά που αποκτήθηκαν.

Κατά τη διάρκεια του έτους πραγματοποίησε αποπληρωμές δανείων και τόκων και αυτοί είναι οι κύριοι λόγοι για τους οποίους υπάρχει εκροή από χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Για αυτή την περίοδο ο ουσιαστικός λόγος πίσω από τη διαφορά μεταξύ κερδοφορίας και μεταβολής στη ρευστότητα είναι η εκροή μετρητών για χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

5.5.2.6 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2019

Για το 2019 η εταιρεία καταγράφει κέρδη ύψους €18.184.000 και ακόμα μεγαλύτερη μείωση μετρητών, ύψους €21.219.000.

Τα καθαρά μετρητά από εργασίες σημειώνουν μεγάλη αύξηση και ανέρχονται σε €64.171.000, ποσό σχεδόν διπλάσιο από την εισροή μετρητών από εργασίες του προηγούμενου έτους.

Από επενδυτικές δραστηριότητες υπάρχει, για δεύτερη συνεχή χρονιά, εισροή μετρητών παρά το ότι η εταιρεία αγόρασε πάγια στοιχεία του ενεργητικού. Ο λόγος είναι, όπως και την προηγούμενη περίοδο, η πώληση περιουσιακών στοιχείων.

Η εκροή για χρηματοδοτικές δραστηριότητες είναι μεγαλύτερη από κάθε άλλη περίοδο. Ο λόγος είναι ότι πέρα από τις αποπληρωμές δανείων και τόκων, κατά τη διάρκεια του έτους η εταιρεία προχώρησε σε πληρωμές κεφαλαίου υποχρεώσεων από μισθώσεις ενώ είχε και δέσμευση τραπεζικών καταθέσεων πέραν των €20 εκ.

Επομένως και για αυτή την περίοδο τα μετρητά κινήθηκαν αντίθετα από την κερδοφορία λόγω των χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων της εταιρείας.

5.5.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται αριθμοδείκτες της εταιρείας σχετικοί με την κερδοφορία και τη ρευστότητα της. Δεν υπολογίσαμε βασικούς αριθμοδείκτες λόγω της απουσίας πληροφοριών για τα στοιχεία που τους συνθέτουν.

Πίνακας 21. Louis Plc – Αριθμοδείκτες

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	4.69%	-56.68%	12.84%	10.21%	13.52%	11,27%
Net Profit Margin	11.61%	11.10%	19.36%	20.61%	20.82%	18,96%
Gross Profit Margin	-	-	-	-	-	-
Net Assets	408.150	170.286	185.017	248.136	293.321	389.073
Asset Turnover	0,56	0,57	0,60	0,46	0,61	0,55
Expenses over Sales	41,70%	36,28%	32,48%	32,06%	33,78%	37,19%
Current Ratio	0.32	0.78	0.37	0.82	1.06	1,54
Liquid Ratio	0.27	0.78	0.35	0.77	1.02	1,50
Cash Conversion Cycle	-	-	-	-	-	-

ROCE: Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει αρκετή σταθερότητα από το 2016 κι έπειτα, ενώ αντίθετα εμφανίζεται πάρα πολύ μειωμένος το 2015 σε σχέση με όλα τα υπόλοιπα έτη.

Αυτό οφείλεται στη μεγάλη μεταβολή στην κερδοφορία και πιο συγκεκριμένα στις ζημιές που κατέγραψε η εταιρεία τη συγκεκριμένη περίοδο και οι οποίες όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, οφείλονται κατά κύριο λόγο σε διαγραφές και προβλέψεις που σχετίζονται με την ιθύνουσα εταιρεία. Ακριβώς επειδή η μεταβολή οφείλεται σε αυτές τις προβλέψεις και διαγραφές, βλέπουμε ότι οι μεταβολές στο Net Profit Margin αλλά και στο Asset Turnover δεν μπορούν να δικαιολογήσουν τη μεγάλη μείωση του ROCE το 2015.

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού είναι αρκετά σταθερός όλα τα χρόνια. Το περιθώριο καθαρού κέρδους είναι σταθερό τα δύο πρώτα έτη, σημειώνει αύξηση το 2016 και διατηρείται στο ίδιο επίπεδο μέχρι και το 2019. Δεν μπορούμε να εντοπίσουμε τις αιτίες πίσω από την αύξηση του Net Profit Margin το 2016 γιατί δεν έχουμε τα απαραίτητα στοιχεία.

Current Ratio & Liquid Ratio: Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας βρίσκεται κάτω από τα αποδεκτά επίπεδα όλα τα έτη εκτός από το 2019. Βλέπουμε όμως ότι υπάρχει μια σταθερή αυξητική τάση από το 2016 κι έπειτα κι αυτό είναι ενθαρρυντικό για τη ρευστότητα της εταιρείας.

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας παρουσιάζει παρόμοια εικόνα με τον Current Ratio και αυξάνεται σταθερά από το 2016 και μετά. Το 2018 και το 2019 βρίσκεται εντός των ορίων που δεν εμπνέουν ανησυχία για τη ρευστότητα της εταιρείας.

Μέσα από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας σχηματίζουμε την εικόνα μιας εταιρείας η οποία αντιμετωπίζει κάποια προβλήματα όμως διαθέτει τους απαραίτητους πόρους, σε υλικό αλλά και σε ανθρώπινο δυναμικό, για να μπορέσει να δώσει λύσεις και να ανταπεξέλθει. Τα προβλήματα της εταιρείας πιθανόν να συνδέονται με τη γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας αφού βλέπουμε ότι τα τελευταία χρόνια η εικόνα της εταιρείας βελτιώνεται, όπως και το εξωτερικό οικονομικό της περιβάλλον.

5.6 Salamis Tours (Holdings) Public Ltd

Η έκτη και τελευταία εταιρεία την οποία θα αναλύσουμε είναι η Salamis Tours (Holdings) Public Ltd.

5.6.1 Οριζόντια Ανάλυση

Όπως κάναμε και σε όλες τις προηγούμενες εταιρείες του δείγματός μας, έτσι και τώρα, θα προβούμε αρχικά σε οριζόντια ανάλυση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων και της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης και ακολούθως θα κάνουμε ανάλυση με αριθμοδείκτες.

5.6.1.1 Οριζόντια Ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι ποσοστιαίες μεταβολές σε βασικά στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων της εταιρείας Salamis Tours (Holdings) Public Ltd.

Πίνακας 22. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd - Οριζόντια ανάλυση - Κατάσταση Αποτελεσμάτων

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Εισόδημα	4,85	7,67	7,54	12,41	4,10	16,52
Κόστος πωλήσεων	0,92	-1,27	23,08	1,95	5,54	20,22
Μικτό κέρδος	18,53	34,19	-26,37	50,58	0,54	6,95
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	150,32	118,27	-57,16	184,34	1,31	-6,86
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	436,15	126,51	22,94	-40,95	24,34	-9,16

Τα εισοδήματα της εταιρείας ακολουθούν αυξητική πορεία, χωρίς όμως το ποσοστό αύξησής τους να είναι σταθερό. Το κόστος πωλήσεων, παρουσιάζει πιο έντονες διακυμάνσεις και το 2015 κινείται προς την αντίθετη κατεύθυνση. Ως αποτέλεσμα το μεικτό κέρδος μεταβάλλεται πιο έντονα σε σχέση με τα εισοδήματα, και το 2016, ενώ τα εισοδήματα αυξάνονται το μεικτό κέρδος μειώνεται.

Η εταιρεία καμιά περίοδο δεν παρουσιάζει ζημιές από τις εργασίες της αλλά ούτε και σε ότι αφορά τα καθαρά κέρδη του έτους. Παρατηρείται, όμως, μια αστάθεια και στα δύο αυτά μεγέθη, τα οποία όλες τις περιόδους, εκτός από το 2016, βρίσκονται, σε παρόμοιο επίπεδο

μεταξύ τους. Γενικά, για όλα τα έτη, οι μεταβολές στην κερδοφορία της εταιρείας σχετίζονται με τις μεταβολές στα εισοδήματά της, εκτός από το 2016, όπου υπάρχει ένα μη λειτουργικό κέρδος από την εκποίηση στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού και το οποίο αυξάνει αρκετά τα καθαρά κέρδη σε σχέση με τα λειτουργικά κέρδη.

5.6.1.2 Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά στοιχεία της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης.

Πίνακας 23. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd - Οριζόντια Ανάλυση – Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	-7,23	7,16	-18,42	28,17	7,00	20,61
Κυκλοφορούν ενεργητικό	1,68	32,94	66,60	-8,02	34,68	1,43
Μετρητά	3,59	50,07	18,59	41,66	42,05	-6,80
Σύνολο ενεργητικού	-4,18	16,52	16,79	7,44	20,54	10,13
Ίδια κεφάλαια	16,01	21,03	29,39	9,22	16,83	12,82
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	900,32	-	-	-	-	-
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	47,70	16,41	0,14	-6,66	8,61	-8,53
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	-41,42	2,18	-26,27	0,87	52,45	-0,29
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	-27,16	6,69	0,00	-15,63	0,00	24,11
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	-53,18	-31,95	-96,00	312,85	373,34	-99,86
Σύνολο υποχρεώσεων	-33,89	4,87	-20,74	-1,28	40,65	-2,00
Σύνολο υποχρεώσεων & ιδίων κεφαλαίων	-4,18	16,52	16,79	7,44	20,54	10,13

Το 2015 η εταιρεία προχώρησε στην αγορά πάγιων στοιχείων του ενεργητικού που ανήκουν στις κατηγορίες «Πλοία» και «Οχήματα και εμπορευματοκιβωτία». Την επόμενη χρονιά δεν βλέπουμε καμία προσθήκη σε στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού και η

εταιρεία προχώρησε, μάλιστα, στην εκποίηση πλοίων. Τα υπόλοιπα έτη, βλέπουμε συνεχώς αυξήσεις στο μη κυκλοφορούν ενεργητικό αφού η εταιρεία προβαίνει σε αγορές σχετικών στοιχείων.

Το κυκλοφορούν ενεργητικό παραμένει, ουσιαστικά, σταθερό το 2014 και το 2019, σημειώνει μείωση μόνο το 2017 και τα υπόλοιπα έτη αυξάνεται. Το 2015 η μεταβολή στο κυκλοφορούν ενεργητικό οφείλεται στην αύξηση των μετρητών, ενώ το 2016 τη μεγαλύτερη μεταβολή σημείωσαν τα «Εμπορικά και άλλα εισπρακτέα». Η αύξηση στο στοιχείο αυτό, του κυκλοφορούντος ενεργητικού οφείλεται στην απαίτηση από ασφάλεια, για αποζημίωση ολικής απώλειας πλοίου της εταιρείας που ανέρχεται σε €7 εκ. και η οποία εισπράχθηκε εντός του 2017. Σε αυτή την είσπραξη οφείλεται και η μεταβολή στο κυκλοφορούν ενεργητικό που παρατηρείται το 2017.

Η εταιρεία δεν έχει εκδώσει νέο κεφάλαιο κανένα από τα έξι έτη που εξετάζουμε και οι μεταβολές στα ίδια κεφάλαια οφείλονται στις μεταβολές των συσσωρευμένων κερδών /ζημιών (η εταιρεία παρουσιάζει συσσωρευμένες ζημιές μόνο το 2014).

Μακροπρόθεσμο δανεισμό βλέπουμε μόνο το 2014 και αυτό το στοιχείο δεν εμφανίζεται ξανά, στις Καταστάσεις Χρηματοοικονομικής Θέσης των υπολοίπων ετών. Στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν υπάρχουν ιδιαίτερες διακυμάνσεις και κυμαίνονται όλες τις περιόδους, μεταξύ €1,3 εκ. και €1,7 εκ.

Στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, κύρια στοιχεία για το 2014, το 2015 και το 2018 είναι οι «Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές» και ο δανεισμός, το μεγαλύτερο μέρος του οποίου αφορά τραπεζικά παρατραβήγματα. Τα υπόλοιπα έτη οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούνται σχεδόν εξολοκλήρου από τους «Εμπορικούς και άλλους πιστωτές».

5.6.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών / ταμειακών διαθεσίμων

Για να εντοπίσουμε τους λόγους για τους οποίους κέρδη και μετρητά δε μεταβάλλονται πάντα με τον ίδιο τρόπο, θα αναλύσουμε τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας με ιδιαίτερη έμφαση στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών.

5.6.2.1 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2014

Το 2014 τα κέρδη της εταιρείας ανέρχονται σε €2.576.225 και τα μετρητά της έχουν αυξηθεί κατά €1.829.606, επομένως δεν βλέπουμε σημαντική διαφορά στα δύο αυτά μεγέθη.

Τα καθαρά μετρητά από εργασίες ανέρχονται σε €3.295.935 όμως είναι η μοναδική από τις τρεις κατηγορίες χρηματικών ροών της Κατάστασης Ταμειακών Ροών που είναι θετική.

Από τις επενδυτικές δραστηριότητες της εταιρείας υπάρχει εκροή μετρητών ύψους €450.193 λόγω των πληρωμών που έγιναν για την αγορά στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Για χρηματοδοτικές δραστηριότητες υπάρχει μεγαλύτερη εκροή μετρητών, ύψους €1.016.136 και οφείλεται σε αποπληρωμές δανείων, τόκων και τραπεζικών δικαιωμάτων.

Κατά τη διάρκεια του χρόνου η εταιρεία έχει εξοφλήσει κάποιες υποχρεώσεις προς τους πιστωτές της και έχει αγοράσει αποθέματα.

5.6.2.2 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2015

Τα κέρδη της εταιρείας έχουν υπερδιπλασιαστεί σε σχέση με το προηγούμενο έτος και ανέρχονται σε €5.820.017 και τα μετρητά της έχουν αυξηθεί κατά €3.482.003.

Όπως και το 2014 έτσι και το 2015 υπάρχει εισροή μετρητών μόνο από τις εργασίες της εταιρείας (ύψους €7.782.248).

Από επενδυτικές δραστηριότητές βλέπουμε εκροή μετρητών ύψους €2,5 εκ. η οποία οφείλεται κυρίως στην αγορά και πληρωμή πάγιων στοιχείων του ενεργητικού.

Από τις χρηματοδοτικές της δραστηριότητες η εταιρεία έχει και πάλι εκροή χρημάτων (€1.799.105) μέρος της οποίας οφείλεται σε πληρωμές δανείων και τόκων. Το μεγαλύτερο μέρος όμως της εκροής αυτής έγινε για την πληρωμή μερισμάτων.

5.6.2.3 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2016

Η κερδοφορία της εταιρείας αυξάνεται ακόμα περισσότερο και φτάνει τα €7.082.880, η αύξηση στα μετρητά της όμως είναι αρκετά μικρότερη, μόλις, €2.772.137.

Τα καθαρά μετρητά από εργασίες είναι αρνητικά (€1.619.443) αλλά υπάρχει σημαντική εισροή μετρητών από τις επενδυτικές δραστηριότητες της εταιρείας, ύψους €6.126.959 η οποία προέρχεται από την πώληση «Ακινήτων, πλοίων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού».

Από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες, η εικόνα είναι παρόμοια όπως και το προηγούμενο έτος, και η εταιρεία έχει εκροή μετρητών (€1.735.379) κυρίως λόγω της πληρωμής μερισμάτων αλλά και της αποπληρωμής δανείων και τόκων.

5.6.2.4 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2017

Τα κέρδη της εταιρείας ανέρχονται σε €5.658.090 και τα μετρητά της έχουν αυξηθεί κατά πολύ παρόμοιο ποσό (€5.335.229).

Υπάρχει μεγάλη εισροή μετρητών από τις εργασίες της εταιρείας, ύψους €13.544.448. Για επενδυτικές δραστηριότητες έχουν χρησιμοποιηθεί €5.291.381 κυρίως για την απόκτηση στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού ενώ για χρηματοδοτικές δραστηριότητες χρησιμοποιήθηκαν €2.917.838 κυρίως για την πληρωμή μερισμάτων.

Η σημαντική μείωση στα «Εμπορικά και άλλα εισπρακτέα» που βλέπουμε στην Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης οφείλεται στην είσπραξη της απαίτησης από ασφαλιστή,

σχετικά με την αποζημίωση λόγω ολικής απώλειας πλοίου. Αυτή η είσπραξη έχει επηρεάσει και την εισροή μετρητών από εργασίες αφού είναι το μεγαλύτερο ποσό που βλέπουμε σε αυτό το κομμάτι της Κατάστασης Ταμειακών Ροών.

5.6.2.5 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών - 2018

Το κέρδος της εταιρείας ανέρχεται σε €6.921.914 και τα μετρητά της έχουν αυξηθεί κατά €5.374.979.

Για ακόμα μία χρονιά παρατηρείται σημαντική εισροή μετρητών από εργασίες, ύψους €8.476.533.

Από τις επενδυτικές δραστηριότητες της εταιρείας υπάρχει εκροή €1.223.334 λόγω της αγοράς στοιχείων πάγιου ενεργητικού. Παρατηρούνται όμως, και κάποιες εισροές μετρητών από επενδυτικές δραστηριότητες η σημαντικότερη εκ των οποίων προέρχεται από αθέτηση σύμβασης για πώληση πλοίου.

Από χρηματοδοτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή €1.878.220 κυρίως λόγω της πληρωμής μερισμάτων.

5.6.2.6 Λόγοι ύπαρξης διαφορών κερδών και μετρητών – 2019

Η εταιρεία καταγράφει κέρδη ύψους €6.246.549, τα μετρητά της όμως έχουν αυξηθεί ελάχιστα, μόλις €318.354.

Κοιτάζοντας την Κατάσταση Ταμειακών Ροών βλέπουμε ότι υπάρχει θετική ροή μετρητών από τις εργασίες της εταιρείας, ύψους €7.016.604.

Από τις επενδυτικές δραστηριότητες υπάρχει εκροή €5.349.039 λόγω της αγοράς στοιχείων μη κυκλοφορούντος ενεργητικού και κυρίως πλοίων. Εκροή παρατηρείται και από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της εταιρείας (€1.304.211) η οποία οφείλεται κατά κύριο λόγο στην πληρωμή μερίσματος.

5.6.3 Ανάλυση κερδοφορίας και ρευστότητας μέσω αριθμοδεικτών

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται αριθμοδείκτες της εταιρείας σχετικοί με την κερδοφορία και τη ρευστότητα της.

Πίνακας 24. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd – Αριθμοδείκτες

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	13,56%	24,43%	23,98%	19,72%	17,28%	14,33%
NPM	7,30%	14,80%	5,89%	14,91%	14,51%	11,60%
GPM	25,21%	31,42%	21,51%	28,82%	27,83%	25,55%
NA (€ 000)	19.253	23.241	29.625	33.346	38.828	43.441
AT	1,76	1,57	1,32	1,32	1,18	1,23
EoS	12,66%	12,13%	11,04%	10,68%	11,32%	10,09%
CR	1,60	2,08	4,71	4,30	3,80	3,86
LR	1,54	2,01	4,66	4,18	3,71	3,77
CCC	-42,75	-15,18	12,87	5,14	-24,01	-24,81

*NPM: Net Profit Margin, GPM: Gross Profit Margin, NA: Net Assets, AT: Asset Turnover, EoS: Expenses over Sales, CR: Current Ratio, LR: Liquid Ratio, CCC: Cash Conversion Cycle

<u>ROCE:</u> Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει κάποιες διακυμάνσεις, όχι πολύ έντονες, αλλά δε φαίνεται να ακολουθεί μια σταθερή πορεία. Το 2014 βρίσκεται στο 13,5% για να ανέβει γύρω στο 24% τα επόμενα δύο έτη και να αρχίσει να κατέρχεται από το 2017 κι έπειτα, μέχρι να φτάσει περίπου στα επίπεδα του 2014 κατά το 2019.

Η πορεία του ROCE εξαρτάται από το περιθώριο καθαρού κέρδους και από το δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού. Όπως βλέπουμε στον πιο πάνω πίνακα το περιθώριο καθαρού κέρδους έχει αυξομειώσεις όλα τα έτη, με εξαίρεση το 2018 όπου και παρέμεινε στα ίδια επίπεδα του 2017. Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού ακολουθεί μια, σε γενικές γραμμές, πτωτική πορεία και δεν παρουσιάζει τα σκαμπανεβάσματα που βλέπουμε στους άλλους δύο δείκτες. Επομένως, εκ πρώτης όψεως, τα αίτια πίσω από τη μεταβλητότητα του ROCE φαίνεται πως βρίσκονται στο περιθώριο καθαρού κέρδους.

Το περιθώριο καθαρού κέρδους εξαρτάται από το περιθώριο μεικτού κέρδους και από το περιθώριο λειτουργικών εξόδων, με το δεύτερο να παρουσιάζεται αρκετά σταθερό με

μεταβολές γύρω στο 1% ή και μικρότερες μεταξύ διαδοχικών χρήσεων. Το περιθώριο μεικτού κέρδους από την άλλη, μεταβάλλεται μέχρι και 10% μεταξύ διαδοχικών χρήσεων. Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται στοιχεία που σχετίζονται με τους προαναφερθέντες δείκτες.

Πίνακας 25. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd – Στοιχεία που επηρεάζουν το Net Profit Margin

	2014 (€ 000)	2015 (€ 000)	2016 (€ 000)	2017 (€ 000)	2018 (€ 000)	2019 (€ 000)
Πωλήσεις	33.894	36.492	39.245	44.117	45.925	53.513
Κόστος πωλήσεων	25.348	25.025	30.802	31.404	33.143	39.843
Μεικτό Κέρδος	8.545	11.466	8.442	12.713	12.781	13.670
Λειτουργικά Έξοδα	4.290	4.428	2.224	4.709	5.198	5.400

Οι πωλήσεις της εταιρείας παρουσιάζουν μια αρκετά σταθερή αυξητική τάση ενώ και το κόστος πωλήσεων κινείται προς την ίδια κατεύθυνση όχι όμως με τον ίδιο ρυθμό που είναι και ο λόγος για τον οποίο το μεικτό κέρδος μειώνεται το 2016. Τα λειτουργικά έξοδα έχουν κι αυτά αυξητική τάση με εξαίρεση και πάλι το 2016 κατά το οποίο έχουν μειωθεί περίπου στο μισό. Δε παρατηρούνται πολύ μεγάλες αλλαγές στα διάφορα μεγέθη κι επομένως συμπερασματικά μπορεί να λεχθεί ότι οι μεταβολές στον ROCE δεν έχουν μια συγκεκριμένη αιτία αλλά οφείλονται στις μεταβολές όλων των στοιχείων που τον αποτελούν.

Current Ratio - Liquid Ratio: Σε ότι αφορά το δείκτη γενικής ρευστότητας δεν μειώνεται σε καμία χρονιά σε σημείο που να εμπνέει ανησυχία για τη ρευστότητα της εταιρείας αλλά από το 2016 κι έπειτα, βρίσκεται σε πιο ψηλά επίπεδα από τα επιθυμητά. Παρόμοια εικόνα έχει και ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας.

Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά: Ο κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά παρουσιάζει λίγο πιο έντονες διακυμάνσεις σε σχέση με τους υπόλοιπους αριθμοδείκτες της εταιρείας. Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα στοιχεία που τον αποτελούν.

Πίνακας 26. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd – Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Περίοδος πώλησης αποθεμάτων	5,55	5,64	3,75	4,13	5,76	5,03
Περίοδος είσπραξης χρεωστών	3,68	25,04	52,85	47,38	19,48	22,53
Περίοδος πληρωμής πιστωτών	51,98	45,86	43,73	46,37	49,25	52,36
Κύκλος μετατροπής μετρητών σε μετρητά	-42,75	-15,18	12,87	5,14	-24,01	-24,81

Η περίοδος πώλησης των αποθεμάτων και η περίοδος πληρωμής των πιστωτών είναι σταθερές καθόλη τη διάρκεια της εξαετίας. Η περίοδος είσπραξης των χρεωστών, όμως αυξάνεται πολύ το 2015 και το 2016 και στην συνέχεια αρχίζει να κατέρχεται. Πιθανόν, βέβαια η αύξηση αυτή στην περίοδο είσπραξης των χρεωστών να μην σχετίζεται απόλυτα με εσωτερικούς παράγοντες της ίδιας της επιχείρησης αλλά περισσότερο με τη γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας.

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και των αριθμοδεικτών της Salamis Tours (Holdings) Public Ltd δίνει μια καλή εικόνα για την εταιρεία η οποία επιτυγχάνει να έχει αυξανόμενα εισοδήματα από τις πωλήσεις της και να καταγράφει κέρδη όλες τις περιόδους, χωρίς αυτό να γίνεται εις βάρος της ρευστότητάς της.

Κεφάλαιο 6
Επίλογος

Όλες οι δημόσιες εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιοποιούν τις βασικές τους οικονομικές καταστάσεις, κάθε μία από τις οποίες δίνει διαφορετικά στοιχεία για την οικονομική τους κατάσταση. Το αντικείμενο αυτής της μεταπτυχιακής διατριβής είναι το κέρδος, όπως αυτό υπολογίζεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και τα ταμειακά διαθέσιμα, όπως αυτά παρουσιάζονται στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών.

Συζητήσαμε γιατί το κέρδος δεν ισοδυναμεί με εισροή μετρητών και για ποιους λόγους δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένο ότι μία κερδοφόρα εταιρεία θα έχει στη διάθεση της επαρκή μετρητά. Οι σημαντικότεροι από αυτούς τους λόγους είναι:

i. Χρονική διαφορά μεταξύ της αναγνώρισης του εσόδου και της είσπραξης των μετρητών.

Αυτό συμβαίνει, κυρίως, στις πωλήσεις επί πιστώσει όπου η πώληση, η μεταβίβαση της κυριότητας του προϊόντος και η αναγνώριση του εσόδου προηγούνται της πληρωμής και της είσπραξης των χρημάτων.

ii. Τα έξοδα δεν αναγνωρίζονται όταν γίνονται οι σχετικές πληρωμές αλλά συσχετίζονται με τα έσοδα.

Για παράδειγμα όταν μία εταιρεία αγοράζει εμπορεύματα τοις μετρητοίς η πληρωμή των χρημάτων γίνεται την ημέρα της αγοράς. Το κόστος αυτών των εμπορευμάτων θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό του κόστους πωλήσεων μόνο όταν τα εμπορεύματα πωληθούν κι αυτό μπορεί να γίνει αρκετές εβδομάδες μετά από την εκροή των μετρητών.

iii. Εκτός από πωλήσεις με πίστωση η εταιρεία πραγματοποιεί και αγορές με πίστωση.

Στην περίπτωση της αγοράς πρώτων υλών μπορεί οι πρώτες ύλες να χρησιμοποιηθούν στην παραγωγή και τα παραχθέντα προϊόντα να πωληθούν πριν ακόμα η εταιρεία πληρώσει για αυτές τις πρώτες ύλες. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και σε μία εμπορική επιχείρηση όπου τα εμπορεύματα μπορεί να πωληθούν και η αξία τους να υπολογιστεί στο κόστος πωλήσεων

πριν ακόμα η εταιρεία χρησιμοποιήσει τα μετρητά της για την πληρωμή αυτών των εμπορευμάτων.

iv. Κάποια έξοδα είναι μη ταμειακής φύσεως όπως π.χ. οι αποσβέσεις, οι προβλέψεις για επισφαλείς χρεώστες κ.λπ.

Σε αυτές τις περιπτώσεις γίνεται αναγνώριση εξόδου αλλά δεν υπάρχει καμία ταμειακή εκροή.

v. Τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, επιτρέπουν τη χρήση εκτιμήσεων και κρίσεων κατά τη σύνταξη κάποιων οικονομικών καταστάσεων π.χ. για την εκτίμηση της ωφέλιμης ζωής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων ή το κατά πόσο έχουν υποστεί απομείωση, για τον υπολογισμό της απόσβεσής κ.λπ.

vi. Η εταιρεία χρησιμοποιεί μετρητά για την αγορά στοιχείων του ενεργητικού τα οποία δε θεωρούνται έξοδα και δε μειώνουν τα κέρδη της.

Μπορεί επίσης, μια επιχείρηση να πωλεί στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού και τα μετρητά της να αυξάνονται κατά το εισπρακτέο ποσό αλλά το κέρδος, ή ενίοτε η ζημιά, από την πώληση να αφορά διαφορετικό ποσό.

vii. Προκαταβολές και προπληρωμές

Η εταιρεία μπορεί να πληρώσει προκαταβολικά για την παράδοση υπηρεσιών ή προϊόντων αλλά ενώ θα έχει χρησιμοποιήσει τα μετρητά της για αυτές τις προκαταβολές δε θα έχει αναγνωρίσει, ακόμα, κάποιο έξοδο. Τέτοια παραδείγματα μπορεί να είναι τα προπληρωμένα ενοίκια, τα προπληρωμένα ασφάλιστρα κ.λπ.

viii. Προεισπράξεις

Σε κάποιες περιπτώσεις η εταιρεία μπορεί να εισπράξει κάποιο ποσό από πελάτη της για προϊόντα ή υπηρεσίες τα οποία θα του παρέχει στο μέλλον. Σε μια τέτοια περίπτωση τα μετρητά εισρέουν στα ταμεία της εταιρείας χωρίς όμως να αναγνωρίζεται κάποιο έσοδο αφού η σχετική πώληση θα γίνει κάποια στιγμή στο μέλλον.

ix. Έκδοση κεφαλαίου ή Δανεισμός

Όταν η επιχείρηση εκδίδει κεφάλαιο ή δανείζεται εισρέουν μετρητά στα ταμεία της χωρίς να προκαλείται οποιαδήποτε μεταβολή στην κερδοφορία της.

Η κυριότερη αιτία για την ύπαρξη διαφορών μεταξύ κερδών και μετρητών είναι η αρχή του δεδουλευμένου η οποία ακολουθείται κατά τη σύνταξη της Κατάστασης Αποτελεσμάτων αλλά όχι κατά τη σύνταξη της Κατάστασης Ταμειακών Ροών.

Σκοπός της Κατάστασης Αποτελεσμάτων είναι να αποτυπώσει τα έσοδα που έχουν παραχθεί από την επιχείρηση σε μία λογιστική περίοδο και τα έξοδα τα οποία απαιτήθηκαν για να παραχθούν αυτά τα έσοδα. Επομένως σκοπός της Κατάστασης Αποτελεσμάτων είναι να συσχετίσει τα έσοδα με τα έξοδα και να παρουσιάσει το κέρδος (όταν τα έσοδα είναι περισσότερα από τα έξοδα) ή τις ζημίες (όταν τα έσοδα είναι λιγότερα από τα έξοδα) και όχι να διαπιστώσει κατά πόσο τα έσοδα έχουν εισπραχθεί ή τα έξοδα έχουν πληρωθεί.

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων έχει τη μορφή κάθετου πίνακα και αρχίζοντας από τα εισοδήματα από πωλήσεις προχωρά βήμα – βήμα, προσθέτοντας όλα τα έσοδα και αφαιρώντας όλα τα έξοδα που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης μέχρι να καταλήξει στο καθαρό αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημιά). Η πρώτη σημαντική πληροφορία που μας δίνει είναι το ύψος των πωλήσεων, δηλαδή τα εισοδήματα που έχει η εταιρεία από τις πωλήσεις των προϊόντων της. Από τα έσοδα από τις πωλήσεις αφαιρείται το κόστος των πωληθέντων προϊόντων, δηλαδή το ποσό που δαπάνησε η εταιρεία για να αποκτήσει /παράγει τα προϊόντα τα οποία πώλησε και η συσχέτιση αυτών των δύο μεγεθών μας δίνει το μεικτό κέρδος. Ακολούθως προστίθενται ανά κατηγορία άλλα έσοδα που μπορεί να έχει η εταιρεία και αφαιρούνται τα έξοδα, τα οποία επίσης παρουσιάζονται ανά κατηγορία. Πέρα από το μεικτό και το καθαρό κέρδος σε μία τυπική Κατάσταση Αποτελεσμάτων αναμένουμε να δούμε και κάποια άλλα υπόλοιπα, όπως είναι το Κέρδος προ τόκων και φόρων και το Κέρδος προ φόρων. Επομένως, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων παρουσιάζει και δίνει σημαντικές πληροφορίες για όλα τα έσοδα και όλα τα έξοδα της περιόδου, τα συσχετίζει και παραθέτει κάποια υπόλοιπα που αφορούν τα αποτελέσματα από τη λειτουργία της εταιρείας.

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών σκοπό έχει την αποτύπωση όλων των εισπράξεων και όλων των πληρωμών μετρητών που πραγματοποιήθηκαν σε μία λογιστική περίοδο και να παρουσιάσει τους λόγους για τους οποίους μεταβλήθηκαν τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας. Συνεπώς κατά τη σύνταξη της Κατάστασης Ταμειακών Ροών αυτό που μας ενδιαφέρει είναι μόνο οι ροές μετρητών και για αυτό δεν ακολουθείται η αρχή του δεδουλευμένου. Παρουσιάζονται οι χρηματικές ροές ανά κατηγορία δίνοντας έτσι πληροφορίες για την προέλευση αλλά και τη χρήση των μετρητών της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής περιόδου. Οι πληροφορίες που παρέχονται από την Κατάσταση

Ταμειακών Ροών είναι χρήσιμες κυρίως για τον προσδιορισμό της ικανότητας της εταιρείας να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της αλλά απαντά και σε μια σειρά από ερωτήματα όπως «Γιατί το κέρδος της εταιρείας δε συνοδεύτηκε από αντίστοιχη αύξηση στα μετρητά της;» ή «Από ποιες δραστηριότητες παράχθηκαν τα μετρητά της εταιρείας και σε ποιες χρησιμοποιήθηκαν;» κ.λπ.

Από την ανάλυση που κάναμε στις έξι εταιρείες προέκυψε ότι τα ταμειακά διαθέσιμα, καμία περίοδο, δε μεταβάλλονται ακριβώς όπως τα κέρδη και σε αρκετές περιπτώσεις κινούνται πολύ διαφορετικά ή και προς την αντίθετη κατεύθυνση. Οι αιτίες για αυτή τη διαφορετική μεταβλητότητα δεν είναι οι ίδιες σε κάθε περίπτωση, όμως δεν διαφέρουν από τις αιτίες που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία.

Οι μεγαλύτερες διαφορές (πέραν των €10 εκ.) μεταξύ κερδοφορίας και μεταβολής στα μετρητά εντοπίζονται (στο παράρτημα υπάρχουν πίνακες που παρουσιάζουν για κάθε εταιρεία και ανά έτος τα καθαρά κέρδη και τις μεταβολές στα μετρητά):

- Στην Amathus Public Ltd:
    - το 2014, υπήρχαν καταγραμμένες ζημιές ύψους €4.586.014 αλλά τα μετρητά αυξήθηκαν κατά €21.594.424
    - το 2015, τα κέρδη ανήλθαν σε €2.833.803 τα ταμειακά διαθέσιμα όμως μειώθηκαν κατά €7.764.761.
- Στην C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, το 2014 παρουσιάζονται ζημιές €36.768 αλλά τα μετρητά αυξήθηκαν κατά €9.896.971.
- Στην Louis Plc:
    - το 2014 στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων βλέπουμε ζημιές ύψους €3.881.000 αλλά τα μετρητά αυξήθηκαν κατά €13.021.000
    - το 2015 διαπιστώνουμε τη μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ κερδοφορίας και μεταβολής στα μετρητά του δείγματός μας. Η εταιρεία σημειώνει ζημιές ύψους €107.841.000 αλλά τα μετρητά της, όχι μόνο δε μειώθηκαν, αλλά αυξήθηκαν κατά €775.000
    - το 2017 υπάρχουν κέρδη €11.561.000 αλλά τα μετρητά έχουν μειωθεί κατά €6.327.000

- το 2018, τα καθαρά κέρδη του έτους ανέρχονται σε €30.208.000 η αύξηση στα μετρητά όμως είναι πολύ μικρότερη, μόλις €4.669.000
- το 2019 καταγράφονται κέρδη ύψους €18.184.000 όμως τα μετρητά έχουν μειωθεί κατά €21.219.000.

Σε κάποιες περιπτώσεις (Louis Plc, 2015) διαπιστώνουμε πιθανή παραποίηση των κερδών, όμως δεν είναι σκοπός αυτής της εργασίας να εμβαθύνει περισσότερο παρά μόνο να εξακριβώσει ότι η γενικώς αποδεκτή θέση που αφορά τη διαφορετική μεταβλητότητα μεταξύ κερδών και μετρητών ισχύει και στις κυπριακές εταιρείες.

Σε μελλοντική εργασία, θα μπορούσαν να μελετηθούν σε μεγαλύτερο βάθος και για μεγαλύτερη χρονική περίοδο, οι οικονομικές καταστάσεις της Louis Plc για να εξαχθούν πιο συγκεκριμένα και ακριβή συμπεράσματα για τις πρακτικές που ακολουθεί η εταιρεία και τη χειραγώγηση, που πιθανόν, τυγχάνουν οι οικονομικές της καταστάσεις.

Βιβλιογραφία

Amathus Public Ltd, (2020). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2019*. [online] Κύπρος: Amathus Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://amathus.com/wp-content/uploads/2020/07/Amathus-Public-Ltd_Cons_Entity_Financial-statements-2019.pdf [Πρόσβαση 18/07/2020].

Amathus Public Ltd, (2019). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2018*. [online] Κύπρος: Amathus Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://amathus.com/wp-content/uploads/2019/06/Amathus-Public-Ltd_Financial-Statements-2018-GR.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

Amathus Public Ltd, (2018). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2017*. [online] Κύπρος: Amathus Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://amathus.com/wp-content/uploads/2018/07/financial-statement-2017.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

Amathus Public Ltd, (2017). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2016*. [online] Κύπρος: Amathus Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://amathus.com/wp-content/uploads/2016/06/Amathus-Public-Ltd-Consolidated-financial-statements-2016_Greek.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

Amathus Public Ltd, (2016). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2015*. [online] Κύπρος: Amathus Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://amathus.com/wp-content/uploads/2016/06/2015-Amathus-Consolidated-Greek.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

Amathus Public Ltd, (2015). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2014*. [online] Κύπρος: Amathus Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://amathus.com/wp-content/uploads/2016/06/2014-Amathus-Consolidated-Greek.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

Artikis, G., Chalevas, C. and Tzovas, C. (2010). The effect of the mandatory adoption of corporate governance mechanisms on earnings manipulation, management effectiveness and firm financing: Evidence from Greece. Managerial Finance, [online] Τεύχος 36, σ. 257-277. Διαθέσιμο στο: https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/03074351011019573/full/html [Πρόσβαση 10/04/2020].

Bell, J. (2000), *Finance for shopping center nonfinancial professionals*, 1stedn. New York: International Council of Shopping Centers.

Bergstresser, D. and Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. Journal of Financial Economics, [online] Τεύχος 80. Διαθέσιμο στο: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05001121 [Πρόσβαση 22/03/2020].

Boeing (2021). *Fly Dubai – Boeing.* [online] Διαθέσιμο στο: https://www.boeing.com/commercial/customers/flydubai/ [Πρόσβαση 8/04/2021].

Brown, J. (2012). Chapter 11. In: Wells J. ed. *This Might Sound Familiar…*, [online] pp. 103-111. Διαθέσιμο στο: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/9781119200994.ch11 [Πρόσβαση 21/04/2020].

Buchanan, B. and Yang, T. (2005). The Benefits and Costs of Controlling Shareholders: The Rise and Fall of Parmalat. *Research in International Business and Finance*, [online] Volume 19 (1), pp 27-52. Διαθέσιμο στο: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531904000789 [Πρόσβαση 20/04/2020].

C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, (2020). *Ετήσια έκθεση και οικονομικές καταστάσεις για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2019*. [online] Κύπρος: C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2020/05/Financial-Statements-2019-2.pdf [Πρόσβαση 18/07/2020].

C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, (2019). *Ετήσια έκθεση και οικονομικές καταστάσεις για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2018*. [online] Κύπρος: C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2019/04/Financial-Statements-2018.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, (2018). *Ετήσια έκθεση και οικονομικές καταστάσεις για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2017*. [online] Κύπρος: C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2017-Greek.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, (2017). *Ετήσια έκθεση και οικονομικές καταστάσεις για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2016*. [online] Κύπρος: C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2016-Greek.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, (2016). *Ετήσια έκθεση και οικονομικές καταστάσεις για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2015*. [online] Κύπρος: C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2015-Greek.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd, (2015). *Ετήσια έκθεση και οικονομικές καταστάσεις για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2014*. [online] Κύπρος: C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2014-Greek.pdf [Πρόσβαση 30/04/2020].

Carrigan, M. and Alex, T. (2015). Recovery from ethical lapses in American business: Tyco**.** *International Journal of Arts & Sciences***,** [online] Volume 8 (5), pp. 529-536. Διαθέσιμο στο: https://search.proquest.com/docview/1764690549?pq-origsite=gscholar [Πρόσβαση 21/04/2020].

Dimitrijevic, D. (2015). The detection and prevention of manipulations in the balance sheet and the cash flow statement. *Economic Horizons*, [online] Volume 17 (2), pp. 135 - 150. Διαθέσιμο στο: https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/1450-863X/2015/1450-863X1502137D.pdf [Πρόσβαση 18/04/2021].

Dobson, W. (2004). Parmalat. Discussion Papers *37555, University of Wisconsin-Madison, Babcock Institute for International Dairy Research and Development*, [online] Διαθέσιμο στο: https://core.ac.uk/download/pdf/7055504.pdf [Πρόσβαση 21/04/2020].

Dou, Y., Hope, O.-K. and Thomas, W. B. (2013). Relationship-specificity, contract enforceability, and income smoothing. *The Accounting Review*, [online] Τεύχος *88*, σελ. 1629 - 1656. Διαθέσιμο στο: https://www.jstor.org/stable/23525998?seq=1#metadata_info_tab_contents [Πρόσβαση 13/04/2020].

Giroux, G. (2008). What went wrong? Accounting fraud and lessons from the recent scandals. *Social Research*, [online] Volume 75 (4), pp. 1205-1238. Διαθέσιμο στο: https://search.proquest.com/docview/209672048?pq-origsite=gscholar [Πρόσβαση 18/04/2020].

Grant, J., Markarian, G. and Parbonetti, A. (2009). CEO Risk-related incentives and income smoothing. *Contemporary Accounting Research*, [online] Volume 26 (4), pp. 1029-1065. Διαθέσιμο στο: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1506/car.26.4.2 [Πρόσβαση 15/04/2020].

Healy, P. and Palepu, K. (2003). The Fall of Enron**.** *The Journal of Economic Perspectives*, [online] Volume 17 (2), pp. 3-26. Διαθέσιμο

στο: https://search.proquest.com/docview/212077863?pq-origsite=gscholar [Πρόσβαση 18/04/2020].

Huang, P., Zhang, Y., Deiw, D. and Moffitt, J. (2009). Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently? Journal of Banking & Finance, [online] Volume 33 (2), pp. 224-233. Διαθέσιμο στο: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426608001532 [Πρόσβαση 14/04/2020].

Jordan, C. E. and Clark, S. J. (2004). Big Bath Earnings Management: The case of goodwill impairment under SFAS No. 142. *Journal of Applied Business Research*, [online] Volume *20* (2). Διαθέσιμο στο: https://www.clutejournals.com/index.php/JABR/article/view/2206 [Πρόσβαση 16/04/2020].

K + G Complex Public Company Ltd, (2020). *Έκθεση και οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2019*. [online] Κύπρος: K + G Complex Public. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2020/05/Financial-Statements-2019-1.pdf [Πρόσβαση 18/07/2020].

K + G Complex Public Company Ltd, (2019). *Έκθεση και οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2018*. [online] Κύπρος: K + G Complex Public. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2019/04/Financial-Statements-2018-1.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

K + G Complex Public Company Ltd, (2018). *Έκθεση και οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2017*. [online] Κύπρος: K + G Complex Public. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2017-Greek-1.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

K + G Complex Public Company Ltd, (2017). *Έκθεση και οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2016*. [online] Κύπρος: K + G Complex Public. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2016-English-1.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

K + G Complex Public Company Ltd, (2016). *Έκθεση και οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2015*. [online] Κύπρος: K + G Complex Public. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2015-Greek-1.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

K + G Complex Public Company Ltd, (2015). *Έκθεση και οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2014*. [online] Κύπρος: K + G Complex Public. Διαθέσιμο στο: http://www.galatariotisgroup.com/wp-content/uploads/2018/06/Financial-Statements-2014-Greek-1.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

Kerstein, J. and Rai, A. (2007). Intra-year shifts in the earnings distribution and their implications for earnings management. Journal of Accounting and Economics,

[online] Volume 44 (3), pp.399-419. Διαθέσιμο στο: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410107000298 [Πρόσβαση 16/04/2020].

Lee, F. L. (2012). Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. *The Accounting Review,* [online] Volume 87 (1) pp. 1-33. Διαθέσιμο στο: https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr-10156 [Πρόσβαση 10/04/2021].

Leptos Calypso Hotels Public Ltd, (2020). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2019*. [online] Κύπρος: Leptos Calypso Hotels Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://leptoscalypso.com.cy/wp-content/uploads/2020/07/7a-30.06.2020-GREEK.pdf [Πρόσβαση 25/08/2020].

Leptos Calypso Hotels Public Ltd, (2019). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2018*. [online] Κύπρος: Leptos Calypso Hotels Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://leptoscalypso.com.cy/wp-content/uploads/2019/11/7b-02.05.2019-GREEK.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

Leptos Calypso Hotels Public Ltd, (2018). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2017*. [online] Κύπρος: Leptos Calypso Hotels Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://leptoscalypso.com.cy/wp-content/uploads/2019/11/4b-30-04-2018-GREEK.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

Leptos Calypso Hotels Public Ltd, (2017). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2016*. [online] Κύπρος: Leptos Calypso Hotels Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://leptoscalypso.com.cy/wp-content/uploads/2019/11/31122016-LEPTOS-CALYPSO-ACCOUNTS-ENGLISH.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

Leptos Calypso Hotels Public Ltd, (2016). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2015*. [online] Κύπρος: Leptos Calypso Hotels Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://leptoscalypso.com.cy/wp-content/uploads/2019/11/LCH-ACCOUNTS-31.12.2015-GREEK.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

Leptos Calypso Hotels Public Ltd, (2015). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2014*. [online] Κύπρος: Leptos Calypso Hotels Public Ltd. Διαθέσιμο στο: https://leptoscalypso.com.cy/wp-content/uploads/2019/11/SE2015-7-30.04.2015-GREEK.pdf [Πρόσβαση 31/04/2020].

Lewthwaite, J. (2000), *Everything you need for an NVQ in management*, 1stedn. London: Thorogood Publishing Ltd.

Li, Y. (2010). The Case Analysis of the Scandal of Enron International. *Journal of Business and Management*, [online] Volume 5 (10), Διαθέσιμο

στο: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.663.9418&rep=rep1&type=pdf [Πρόσβαση 17/04/2020].

Louis Plc, (2020). *Ετήσια έκθεση, ενοποιημένες και ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2019*. [online] Κύπρος: Louis Plc. Διαθέσιμο στο: https://www.louisplc.com/wp-content/uploads/2020/07/Louis-Plc-Group-2019-Financial-statements.pdf [Πρόσβαση 25/08/2020].

Louis Plc, (2019). *Ετήσια έκθεση, ενοποιημένες και ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2018*. [online] Κύπρος: Louis Plc. Διαθέσιμο στο: https://www.louisplc.com/wp-content/uploads/2020/01/Louis-plc_2018fs.pdf [Πρόσβαση 02/05/2020].

Louis Plc, (2018). *Ετήσια έκθεση, ενοποιημένες και ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2017*. [online] Κύπρος: Louis Plc. Διαθέσιμο στο: https://www.louisplc.com/wp-content/uploads/2020/01/Louis-plc_2017fs.pdf [Πρόσβαση 02/05/2020].

Louis Plc, (2017). *Ετήσια έκθεση, ενοποιημένες και ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2016*. [online] Κύπρος: Louis Plc. Διαθέσιμο στο: https://www.louisplc.com/wp-content/uploads/2020/01/Louis-plc_2016fs.pdf [Πρόσβαση 02/05/2020].

Louis Plc, (2016). *Ετήσια έκθεση, ενοποιημένες και ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2015*. [online] Κύπρος: Louis Plc. Διαθέσιμο στο: https://www.louisplc.com/wp-content/uploads/2020/01/Louis-plc_2015fs.pdf [Πρόσβαση 02/05/2020].

Louis Plc, (2015). *Ετήσια έκθεση, ενοποιημένες και ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2014*. [online] Κύπρος: Louis Plc. Διαθέσιμο στο: https://www.louisplc.com/wp-content/uploads/2020/01/Louis-plc_2014fs.pdf [Πρόσβαση 02/05/2020].

Lyke, B. and Jickling, M. (2002). WorldCom: The Accounting Scandal. *Congressional Research Service - The Library of Congress*, [online] Διαθέσιμο στο: https://www.everycrsreport.com/files/20020829_RS21253_e7ed921fa695fd4b8a0986316b6cd894a557e163.pdf [Πρόσβαση 19/04/2020].

Martinez, A. L. (2013). Earnings management in Brazil: a survey of the literature. *Brazilian Business Review*, [online] Τεύχος 10. Διαθέσιμο στο: http://bbronline.com.br/index.php/bbr/article/view/183 [Πρόσβαση 25/02/2020].

Matsuura, S. (2008). On the relation between real earnings management and accounting earnings management: income smoothing perspective. *Journal of International Business*

Research, [online] Volume 7 (3), pp. 63-77. Διαθέσιμο στο: https://www.abacademies.org/articles/jibrvol7nosi32008.pdf#page=69 [Πρόσβαση 15/04/2020].

Nieken, P. and Sliwka, D. (2015). Management changes, reputation and "big bath" – Earnings management. *Journal of Economics & Management Strategy*, [online] Volume 24 (3), pp. 501–522 https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jems.12101 [Πρόσβαση 17/04/2020].

Ovidiu, M., Hategan, C., Caciuc, L. and Bogdan, C. (2009). The Cash-Flow Statement – Between true and manipulation. *Annals of the University of Petroşani, Economics*, [online] Volume 9 (2), pp. 127-136. Διαθέσιμο στο: https://www.researchgate.net/profile/Kosmas-Njanike/publication/46524325_The_Impact_of_Effective_Credit_Risk_Management_on_Bank_Survival/links/5528fda40cf2e089a3a55409/The-Impact-of-Effective-Credit-Risk-Management-on-Bank-Survival.pdf#page=127 [Πρόσβαση 17/04/2021].

Petrick, J. and Scherer, R. (2003). The Enron scandal and the neglect of management integrity capacity. *American Journal of Business*, [online] Volume 18 (1), pp. 37-50. Διαθέσιμο στο: https://doi.org/10.1108/19355181200300003 [Πρόσβαση 17/04/2020].

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, [online] Τεύχος 42. Διαθέσιμο στο: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410106000401 [Πρόσβαση 10/2/2020].

Salamis Tours (Holdings) Public Ltd, (2020). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2019* [online] Κύπρος: Salamis Tours (Holdings) Public Ltd. Διαθέσιμο στο: file:///C:/Users/user/Downloads/62892.pdf [Πρόσβαση 25/08/2020].

Salamis Tours (Holdings) Public Ltd, (2019). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2018* [online] Κύπρος: Salamis Tours (Holdings) Public Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.cse.com.cy/Downloads/CSE/REG/ListedCompanies/AnnualReport2018_ΣΑΛΑ.pdf [Πρόσβαση 04/05/2020].

Salamis Tours (Holdings) Public Ltd, (2018). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2017* [online] Κύπρος: Salamis Tours (Holdings) Public Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.salamisinternational.com/images/media/assetfile/tours/FINANCIAL/FINANCIAL/2017/Ενοποιημένες%20οικονομικές%20καταστάσεις%202017.pdf [Πρόσβαση 04/05/2020].

Salamis Tours (Holdings) Public Ltd, (2017). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2016* [online] Κύπρος: Salamis Tours (Holdings) Public Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.salamisinternational.com/images/media/assetfile/tours/tours/Ενοποιημένες%20Οικονομικές%20καταστάσεις%20Συγκροτήμτος.pdf [Πρόσβαση 04/05/2020].

Salamis Tours (Holdings) Public Ltd, (2016). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2015* [online] Κύπρος: Salamis Tours (Holdings) Public Ltd. Διαθέσιμο στο: http://www.salamisinternational.com/images/media/assetfile/tours/FINANCIAL/%202015/Salamis%20-%20Ετήσια%20έκθεση%202015.pdf [Πρόσβαση 04/05/2020].

Salamis Tours (Holdings) Public Ltd, (2015). *Έκθεση και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 31 Δεκεμβρίου 2014* [online] Κύπρος: Salamis Tours (Holdings) Public Ltd. Διαθέσιμο στο: http://salamisinternational.com/images/media/assetfile/tours/FINANCIAL/FINANCIAL/Salamis%20Tours%20(Holdings)%20Public%20Ltd%202014.pdf [Πρόσβαση 04/05/2020].

Stice, D., Stice, E. and Stice J. (2017). Cash flow problems can kill profitable companies. *International Journal of Business Administration*, [online] Volume 8 (6), pp. 46-54. Διαθέσιμο στο: https://www.researchgate.net/profile/Derrald-Stice/publication/320001234_Cash_Flow_Problems_Can_Kill_Profitable_Companies/links/59f71cf5aca272607e2bf1f7/Cash-Flow-Problems-Can-Kill-Profitable-Companies.pdf [Πρόσβαση 6/04/2021].

Sun, L. and Rath, S. (2010). Earnings management research: a review of contemporary research methods. *Global Review of Accounting and Finance*, [online] Τεύχος 1, σ. 121 – 135. Διαθέσιμο στο: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.469.8971&rep=rep1&type=pdf [Πρόσβαση 12/04/2020].

Tennent, J. (2013), *Guide to financial management*, 2nd edn. New York: Economist Intelligence Unit.

Tiffin, R. (2004), *Complete guide to international financial reporting standards*, 1st end. London: Thorogood Publishing Ltd.

Velury, U. and Kane, G. (2012). Big bath, income smoothing, and special items: an empirical investigation. *Public and Municipal Finance*, [online] Volume 1 (1). Διαθέσιμο στο: https://businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/4102/pmf_2012_01_Velury.pdf [Πρόσβαση 16/04/2020].

Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, [online] Διαθέσιμο

στο: https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00014788.2013.785823?casa_token=osuaEiUe2RIAAAAA%3AWblb3GbLwRmKMXif-Rmishavzwe9vtlXisLjsUG0tHiT9haWjSiuYsakrzpCc0B-Jn7X-4UZNCQj [Πρόσβαση 2/2/2020].

Zekany, K., Braun, L. and Warder, Z. (2004). Behind Closed Doors at WorldCom: 2001. *Issues in Accounting Education*, [online] Volume 19 (1), pp. 101-117. Διαθέσιμο στο: https://search.proquest.com/docview/210905375?pq-origsite=gscholar [Πρόσβαση 19/04/2020].

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται, τα σημαντικότερα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων της κάθε εταιρείας, ανά έτος, όπως αυτά είναι δημοσιευμένα στις σχετικές ιστοσελίδες που αναφέρονται στη βιβλιογραφία της παρούσας μεταπτυχιακής διατριβής.

Πίνακας Α. 1. Amathus Public Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων

	2014 (€)	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	2018 (€)	2019 (€)
Εισόδημα	9.488.088	5.434.879	4.797.768	4.549.531	4.143.084	4.370.903
Μεικτό κέρδος	2.335.356	1.998.357	1.781.765	1.340.224	1.256.462	1.038.578
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	(799.731)	159.562	(1.527.303)	(495.043)	(249.897)	(142.002)
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	(3.432.188)	2.941.825	(312.212)	1.892.095	1.780.149	2.321.264
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	25.927.519	39.077.873	39.195.712	41.678.728	46.203.488	47.292.079
Κυκλοφορούν ενεργητικό	25.200.837	14.504.862	5.510.320	6.071.348	4.189.113	5.109.404
Μετρητά	16.757.917	9.888.562	1.858.787	3.155.114	1.405.123	2.659.328
Σύνολο ενεργητικού	51.128.356	53.582.735	44.706.032	47.750.076	50.448.139	52.401.483
Ίδια κεφάλαια	37.700.800	41.070.519	36.718.450	38.290.155	40.188.183	44.385.310
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	690.487	596.791	1.997.518	4.497.459	4.712.435	4.085.980
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	25.474.138	11.915.425	5.990.064	4.962.462	5.492.154	3.930.193
Σύνολο υποχρεώσεων	13.427.556	12.512.216	7.987.582	9.459.921	10.259.956	8.016.173
Σύνολο παθητικού	51.128.356	53.582.735	44.706.032	47.750.076	50.448.139	52.401.483

Καθαρά μετρητά από εργασίες	(5.571.377)	2.511.770	(1.384.790)	(1.694.562)	(457.520)	(466.873)
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες	53.553.704	(5.713.352)	772.232	995.085	(1.953.281)	3.134.668
Καθαρά μετρητά για χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(26.387.903)	(4.562.879)	(7.291.813)	2.800.235	839.624	(1.175.209)
Καθαρή μεταβολή στα μετρητά και τραπεζικά παρατραβήγματα	21.594.424	(7.764.461)	(7.904.371)	2.100.758	(1.571.177)	1.492.586

Πίνακας Α. 2. C.C.C. Tourist Enterprises Public Company Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων

	2014 (€)	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	2018 (€)	2019 (€)
Κέρδος/Ζημιά πριν τη φορολογία	290.201	(42.282)	(39.239)	(43.109)	(36.312)	(52.653)
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	259.506	(42.986)	(40.193)	(43.109)	(36.312)	(52.653)
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	23.706.445	20.710.280	20.710.373	20.702.980	20.702.980	20.702.980
Κυκλοφορούν ενεργητικό	208.614	163.105	142.331	142.463	142.331	148.522
Μετρητά	-	-	-	132	-	191
Σύνολο ενεργητικού	23.915.059	20.873.385	20.852.704	20.845.443	20.845.311	20.851.502
Ίδια κεφάλαια	23.870.929	20.830.457	20.789.299	20.742.214	20.705.902	20.653.249
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	-	-	-	-	-	-
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	44.130	42.928	63.405	103.229	139.409	198.253
Σύνολο υποχρεώσεων	44.130	42.928	63.405	103.229	139.409	198.253
Σύνολο παθητικού	23.915.059	20.873.385	20.852.704	20.845.443	20.845.311	20.851.502
Καθαρά μετρητά από εργασίες	448.328	(40.575)	(41.251)	(42.235)	(40.629)	(59.010)
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες	9.448.643	45.509	36.091	7.260	-	-
Καθαρά μετρητά για χρηματοδοτικές δραστηριότητες	-	-	-	67.695	40.198	59.500
Καθαρή μεταβολή στα μετρητά και τραπεζικά παρατραβήγματα	9.896.971	4.934	(5.160)	32.720	(431)	490

Πίνακας Α. 3. K + G Complex Public Company Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων

	2014 (€)	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	2018 (€)	2019 (€)
Εισόδημα	-	1.379.000	4.436.000	3.288.000	4.570.000	-
Μεικτό κέρδος	-	985.675	3.448.000	2.722.000	3.162.000	-
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	(149.834)	855.151	3.421.000	2.136.000	2.940.000	(397.000)
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	(1.777.119)	200.216	4.920.000	3.549.000	3.582.000	806.000
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	89.660.440	88.927.830	89.497.000	88.206.000	88.228.000	89.008.000
Κυκλοφορούν ενεργητικό	13.751.380	13.688.361	13.402.000	14.632.000	12.520.000	11.577.000
Μετρητά	61.065	-	21.000	3.000	496.000	65.000
Σύνολο ενεργητικού	103.411.820	102.616.191	102.899.000	102.838.000	100.748.000	100.585.000
Ίδια κεφάλαια	82.415.479	81.985.480	86.891.000	88.585.000	90.250.000	90.150.000
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	17.865.066	17.844.295	15.226.000	-	9.641.000	9.961.000
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.131.275	2.786.416	782.000	14.253.000	857.000	474.000
Σύνολο υποχρεώσεων	20.996.341	20.630.711	16.008.000	14.253.000	10.498.000	10.435.000
Σύνολο παθητικού	103.411.820	102.616.191	102.899.000	102.838.000	100.748.000	100.585.000
Καθαρά μετρητά από εργασίες	(1.094.670)	1.040.058	3.838.000	3.086.000	4.506.000	(1.149.000)
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες	740.259	399.088	1.339.000	(474.000)	1.004.000	864.000
Καθαρά μετρητά για χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(1.040.695)	(918.250)	(3.340.000)	(2.243.000)	(4.972.000)	(146.000)
Καθαρή μεταβολή στα μετρητά και τραπεζικά παρατραβήγματα	(1.395.106)	520.896	1.837.000	369.000	538.000	(431.000)

Πίνακας Α. 4. Leptos Calypso Hotels Public Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων

	2014 (€)	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	2018 (€)	2019 (€)
Εισόδημα	23.344.308	25.241.195	26.396.743	29.898.149	30.364.016	28.549.817
Μεικτό κέρδος	4.002.948	4.387.479	6.142.543	7.998.276	7.958.198	7.240.157
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	198.089	2.408.149	3.446.231	3.536.797	5.761.373	2.966.113
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	(5.470.360)	(2.386.118)	8.925.499	839.449	3.914.582	620.360
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	162.408.481	157.756.562	156.322.816	154.350.286	151.194.686	148.702.734
Κυκλοφορούν ενεργητικό	34.795.662	34.527.815	7.432.974	5.992.360	11.584.752	7.074.116
Μετρητά	3.846.500	4.666.834	3.633.366	1.763.537	2.151.372	3.650.521
Σύνολο ενεργητικού	197.204.143	192.284.377	163.755.790	160.342.646	162.779.438	155.776.850
Ίδια κεφάλαια	67.067.455	64.224.944	68.084.212	69.920.402	73.984.023	76.318.324
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	48.596.740	41.512.277	73.648.645	73.193.372	68.620.558	64.019.691
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	81.539.948	86.547.156	22.022.933	17.228.872	20.174.857	15.438.835
Σύνολο υποχρεώσεων	130.136.688	128.059.433	95.671.578	90.422.244	88.795.415	79.458.526
Σύνολο παθητικού	197.204.143	192.284.377	163.755.790	160.342.646	162.779.438	155.776.850
Καθαρά μετρητά από εργασίες	1.986.078	(1.463.317)	6.392.193	7.472.906	5.965.905	2.568.070
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες	3.422.995	2.329.136	(1.259.518)	(1.388.591)	(1.413.458)	5.048.827
Καθαρά μετρητά για χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(3.144.738)	(328.371)	(3.544.156)	(5.647.168)	(6.691.414)	(4.437.756)
Καθαρή μεταβολή στα μετρητά και τραπεζικά παρατραβήγματα	2.264.335	537.448	1.588.519	437.147	(2.138.967)	3.179.141

Πίνακας Α. 5. Louis Plc - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων

	2014 (€)	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	2018 (€)	2019 (€)
Εισόδημα	226.856.000	96.599.000	110.559.000	115.036.000	180.127.000	215.563.000
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	26.330.000	10.727.000	21.408.000	23.707.000	37.508.000	40.872.000
Κέρδος /Ζημιά για το έτος	(1.025.000)	(112.656.000)	7.744.000	11.561.000	30.208.000	18.184.000
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	561.530.000	259.697.000	267.097.000	254.915.000	289.360.000	327.116.000
Κυκλοφορούν ενεργητικό	71.077.000	319.888.000	47.914.000	31.055.000	71.071.000	177.682.000
Μετρητά	19.954.000	16.225.000	24.905.000	18.766.000	29.803.000	13.495.000
Σύνολο ενεργητικού	632.607.000	579.585.000	315.011.000	285.970.000	360.431.000	504.798.000
Ίδια κεφάλαια	64.651.000	(45.004.000)	(31.745.000)	(20.169.000)	9.059.000	29.119.000
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	343.499.000	215.290.000	216.755.000	268.305.000	284.262.000	359.954.000
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	224.457.000	409.299.000	129.994.000	37.834.000	67.110.000	115.725.000
Σύνολο υποχρεώσεων	567.956.000	624.589.000	346.749.000	306.139.000	351.372.000	475.679.000

Σύνολο παθητικού	632.607.000	579.585.000	315.011.000	285.970.000	360.431.000	504.798.000
Καθαρά μετρητά από εργασίες	53.545.000	48.755.000	31.670.000	30.416.000	37.464.000	64.171.000
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες	(23.776.000)	(23.305.000)	(8.607.000)	(2.547.000)	492.000	3.191.000
Καθαρά μετρητά για χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(17.298.000)	(24.053.000)	(11.586.000)	(34.196.000)	(33.287.000)	(88.581.000)
Καθαρή μεταβολή στα μετρητά και τραπεζικά παρατραβήγματα	13.021.000	775.000	11.477.000	(6.327.000)	4.669.000	(21.219.000)

Πίνακας Α. 6. Salamis Tours (Holdings) Public Ltd - Βασικά μεγέθη οικονομικών καταστάσεων

	2014 (€)	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	2018 (€)	2019 (€)
Εισόδημα	33.894.018	36.492.431	39.245.144	44.117.366	45.925.063	53.513.724
Μεικτό κέρδος	8.545.019	11.466.619	8.442.577	12.713.243	12.781.482	13.670.085
Κέρδος /Ζημιά εργασιών	2.474.083	5.400.111	2.313.377	6.577.871	6.663.798	6.206.907

Κέρδος /Ζημιά για το έτος	2.478.742	5.614.664	6.902.858	5.256.833	6.536.396	5.937.565
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό	15.856.817	16.992.030	13.862.534	19.244.975	20.570.410	24.809.606
Κυκλοφορούν ενεργητικό	9.034.884	12.010.997	20.010.370	18.406.043	24.790.165	25.144.348
Μετρητά	6.104.244	9.160.662	10.863.258	15.388.640	21.859.436	20.371.974
Σύνολο ενεργητικού	24.891.701	29.003.027	33.872.904	37.631.018	45.360.575	49.953.954
Ίδια κεφάλαια	17.941.258	21.714.319	28.095.543	31.768.725	37.115.386	41.874.067
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.312.230	1.527.555	1.529.629	1.577.694	1.713.479	1.567.277
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.638.213	5.761.153	4.247.732	4.284.599	6.531.710	6.512.610
Σύνολο υποχρεώσεων	6.950.443	7.288.708	5.777.361	5.862.293	8.245.189	8.079.887
Σύνολο παθητικού	24.891.701	29.003.027	33.872.904	37.631.018	45.360.575	49.953.954
Καθαρά μετρητά από εργασίες	3.295.935	7.782.248	(1.619.443)	13.544.448	8.476.533	7.016.604
Καθαρά μετρητά από επενδυτικές δραστηριότητες	(450.193)	(2.501.140)	6.126.959	(5.291.381)	(1.223.334)	(5.394.039)
Καθαρά μετρητά για χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(1.016.136)	(1.799.105)	(1.735.379)	(2.917.838)	(1.878.220)	(1.304.211)
Καθαρή μεταβολή στα μετρητά και τραπεζικά παρατραβήγματα	1.829.606	3.482.003	2.772.137	5.335.229	5.374.979	318.354