



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

Διπλωματική Εργασία:  
«ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ»



**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (MBA)**

ΑΝΑΣΤΑΣΑΚΗ Χ. ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

ΑΡΤΙΚΗΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

Πειραιάς 2017

Αφιερώνεται στην οικογένεια μου.

# ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Αναστασάκη Αικατερίνη

Σημαντικοί όροι: Τουρισμός, Επένδυση, Κόστος Κεφαλαίου, Αποτίμηση, αξία

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο λόγος ύπαρξης των επιχειρήσεων είναι η πραγματοποίηση κέρδους. Τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα παρατηρείται μια συνεχής αύξηση του Τουρισμού γεγονός που ωθεί επιχειρηματίες να κάνουν περισσότερες επενδύσεις πάνω σε αυτόν. Στόχος όλων των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση κέρδους. Είναι όμως γνωστό ότι δεν είναι κάθε επένδυση επικερδής. Σε αυτό το σημείο η ορθή χρήση μεθόδων αποτίμησης φροντίζει ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος της αποτυχίας καθώς γίνεται γνώση της αξίας των επενδύσεων καθώς και οι παράγοντες που την καθορίζουν.

Κύριος στόχος της εργασίας είναι η ανάδειξη και η σημασία που κατέχει ο τουρισμός και οι επενδύσεις για την ελληνική ανάπτυξη και οικονομία. Επιπλέον, γίνεται προσπάθεια αναφοράς των μοντέλων αποτίμησης της αξίας και η ανάδειξη της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας ως μία από τις μεθόδους που χρησιμοποιούν τελευταία οι επιχειρήσεις. Η Οικονομική προστιθέμενη Αξία στηρίζεται στην απλότητα και λαμβάνει υπόψη το κόστος των ξένων κεφαλαίων αλλά και των ιδίων.

Συμπερασματικά η οικονομία εξαρτάται από τις τουριστικές επιχειρήσεις και κάθε μέθοδος αξίας αποτίμησης έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Δεν θα πρέπει να θεωρείται ότι κάποια υπερτερεί αλλά να εξετάζονται συνδυαστικά ώστε να επιτυγχάνεται ορθότερη προσέγγιση της αξίας. Ας μην λησμονείται ότι η ερμηνεία των συμπερασμάτων είναι υποκειμενική και σε μεγάλο βαθμό εξαρτάται από την κρίση, το ενδιαφέρον και τους σκοπούς του αναλυτή.

## Ευχαριστίες

*Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος στην «Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων Τουρισμού» του πανεπιστημίου Πειραιώς κατά τη διάρκεια του ακαδημαϊκού έτους 2013-2015.*

*Θέλω να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Παναγιώγη Αρτίκη για την κατανόηση και συμβολή του για την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.*

*Τέλος, θέλω να ευχαριστήσω τους αγαπημένους μου γονείς ,Χαρίδημο και Ανδρούλα που με στήριξαν και με στηρίζουν με κάθε τρόπο σε κάθε μου βήμα.*

## Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	ii
Ευχαριστίες .....	iii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	1
«ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ».....	1
Εισαγωγή.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ.....	2
2.1 Η έννοια και η σημασία του τουρισμού .....	2
2.2 Η εξέλιξη και η διεθνοποίηση του τουρισμού.....	3
2.3 Η ποιοτική ανάπτυξη του τουρισμού και η προστασία του περιβάλλοντος.....	4
2.4 Είδη και Μορφές τουρισμού .....	5
2.4.1 Είδη Τουρισμού.....	5
2.4.2 Μορφές Τουρισμού .....	6
2.5 Επιδράσεις τουρισμού .....	10
2.5.1 Η επίδραση της οικονομικής κρίσης πάνω στον τουρισμό.-Ο ρόλος της αναζήτησης πληροφοριών σχετικά με τον τουριστικό προορισμό. ....	10
2.5.2 Η σημασία του τουρισμού στο ΑΕΠ και τον τομέα απασχόλησης και η επίδραση στο φυσικό περιβάλλον και την πολιτιστική κληρονομιά.....	11
2.5.3 Η Βιωσιμότητα του τουρισμού – έδαφος και πολιτιστική κληρονομιά .....	12
2.5.4 Η επίδραση του πετρελαίου στην παγκόσμια οικονομία και τον τουρισμό.....	13
2.5.5 Η επίδραση των πυρκαγιών στην ανάπτυξη του τουρισμού .....	14
2.5.6 Τουρισμός και περιβαλλοντολογικές, μη οικονομικές επιδράσεις.....	15
2.6 Ελληνικός τουρισμός.....	15
2.6.1 Εισαγωγή - Μεγέθη ελληνικού τουρισμού.....	15
2.6.2 Αφίξεις, έσοδα και διανυκτερεύσεις ανά χώρα .....	19
2.6.3 Συναλλαγματικές εισπράξεις .....	23
2.6.4 Παγκόσμιος τουρισμός .....	28
2.6.5 Τουριστική δαπάνη.....	30
2.6.6 Επιδόσεις ανταγωνιστριών χωρών .....	31
2.7 Προβλήματα – Μειονεκτήματα Τουρισμού .....	32
2.8 Προοπτικές κλάδου.....	34
2.9 Στρατηγική Ανάλυση SWOT .....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ .....	41
3.1 Επενδυτική δραστηριότητα .....	41

3.2 ΦΠΑ στον τουρισμό .....	43
3.3 Έλληνική δημοσιονομική κρίση και επιπτώσεις για το ακίνητο αγορά .....	44
Εισαγωγή.....	44
3.4 Οι κύριες αιτίες της σημερινής ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης.....	46
3.5 Χαρακτηριστικά των Επενδύσεων σε Ακίνητα .....	50
3.6 Χρηματοπιστωτική Κρίση.....	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ .....	54
4.1 Εισαγωγή - Ορισμός της Αξίας.....	54
4.2 Η έννοια της αξίας και οι μορφές της.....	54
4.3 Προσδιορισμός της αξίας.....	56
4.4 Ο ορισμός της αποτίμησης .....	57
4.5 Οι περιπτώσεις αποτίμησης .....	58
4.6 Η σημασία της αποτίμησης .....	60
4.7 Μέθοδοι Αποτίμησης.....	63
4.7.1 Αποτίμηση με βάση τους χρηματιστηριακούς δείκτες.....	63
4.7.1.1 Δείκτης τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/Ε) .....	63
4.7.1.2 Δείκτης της PEG.....	63
4.7.1.3 Δείκτης καταβολής μερίσματος.....	64
4.7.1.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ/ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (P/BV) .....	64
4.7.1.6 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE) .....	65
4.7.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	65
4.7.2.1 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ .....	65
4.7.2.2 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.....	67
4.7.2.3 Προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) .....	69
4.7.2.4 Οικονομική προστιθέμενη αξία .....	69
4.8 Σημασία Πρόβλεψης στην Αποτίμηση.....	69
4.9 Εσφαλμένες θεωρήσεις μοντέλων αποτίμησης .....	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ .....	75
Εισαγωγή.....	75
5.1 Η Έννοια του Οικονομικού κέρδους – Οικονομική Αξία.....	75
5.2 Η εξέλιξη της .....	77
5.3 Δημιουργία αξίας.....	78
5.4 Μέθοδοι μέτρησης EVA.....	79
5.5 Η Σχέση της MVA και της EVA.....	83

5.6 Ο υπολογισμός της EVA .....	86
5.6.1 Η Έννοια του Κόστους – Κόστος Ευκαιρίας .....	87
5.7 Ως Μετρητής Αξίας.....	101
5.8 Η επιρροή της EVA στο Management.....	101
5.9 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ (ΑΠΟ ΚΕΛΕΠΟΥΡΗΣ).....	103
5.10 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ .....	105
Συμπεράσματα.....	107
Βιβλιογραφία .....	109
Ξένη Βιβλιογραφία.....	109
Ελληνική Βιβλιογραφία.....	110
Ιστοσελίδες .....	111
Διπλωματικές Εργασίες .....	111

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### «ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ»

#### Εισαγωγή

Ο τουρισμός αποτελεί τον σημαντικότερο τομέα για την ανάπτυξη της Ελλάδας όπως και των περισσότερων χωρών. Ενώ αρχικά η έννοια του τουρισμού ήταν συνυφασμένη με το τρίπτυχο «ήλιος, θάλασσα και ξεκούραση» και επομένως η ανάπτυξή του ήταν περισσότερο ενδεδειγμένη για τις χώρες εκείνες που μπορούσαν να προσφέρουν το συγκεκριμένο πακέτο, η κατάσταση έχει αλλάξει σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Η ανακάλυψη και η ανάπτυξη εναλλακτικών μορφών τουρισμού παρέχει την ευκαιρία και σε άλλες χώρες να αξιοποιήσουν τις δυνατότητές τους στον εν λόγω τομέα. Ειδικότερα, τα τελευταία χρόνια λόγω και της διεθνούς οικονομικής κρίσης και των προβλημάτων που αυτή συνεπάγεται για την πλειοψηφία των χωρών, οι τελευταίες καταβάλλουν εντατικές προσπάθειες ώστε να αποκομίσουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ωφέλεια από τον τουριστικό τομέα. Η συνεισφορά του τουρισμού στην οικονομία είναι μεγάλη αν σκεφτούμε ότι στην Ελλάδα το 2014 η συμμετοχή του στο ΑΕΠ ήταν στο 17,3%, ενώ η συμμετοχή του στην απασχόληση έφτασε το 19,4%, ποσοστό που αντιστοιχεί σε 700.000 απασχολούμενους.

Κρίνεται λοιπόν αναγκαίο να ακολουθεί η Ελλάδα ένα δρόμο που θα της επιφέρει τη συνεχή βελτίωση του τουριστικού προϊόντος και θα την κάνει να είναι ανταγωνιστική. Κάθε επιχείρηση έχει στόχο την αύξηση των πωλήσεων και την μεγιστοποίηση του κέρδους. Ωστόσο, μια επιχείρηση μπορεί να εκτιμήσει την απόδοση της εφαρμόζοντας μία από τις μεθόδους αποτίμησης. Οι μέθοδοι αποτίμησης έχουν κάποιες αποκλίσεις. Σε αυτό το σημείο θα προσπαθήσουμε να παρουσιάσουμε ότι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία αποτιμά με μεγαλύτερη ακρίβεια την επίδοση της εταιρείας καθώς συμπεριλαμβάνει το κόστος των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων. Στόχος λοιπόν της εργασίας είναι η παρουσίαση των μεγεθών του ελληνικού τουρισμού και η ανάδειξη της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ

### 2.1 Η έννοια και η σημασία του τουρισμού

Ο τουρισμός αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα κεφάλαια στην οικονομία ενός τόπου. Αυτό εξηγεί το λόγο για τον οποίο πολλά κράτη έχουν στρέψει το ενδιαφέρον τους στην τόνωση του συγκεκριμένου κλάδου. Η λέξη τουρισμός προέρχεται από τη γαλλική γλώσσα και σημαίνει τη μετακίνηση ανθρώπων από την περιοχή τους σε άλλη. Ο τουρισμός είναι αποτέλεσμα μεμονωμένης ή ομαδικής μετακίνησης ανθρώπων σε διάφορους τουριστικούς προορισμούς και η διαμονή τους σε αυτούς επί τουλάχιστον ένα 24ωρο με σκοπό την ικανοποίηση των ποικίλων αναγκών.

Ο σκοπός της μετακίνησης ποικίλει και αφορά είτε τη ψυχαγωγία και την ενημέρωση για την ιστορία και τον πολιτισμό άλλων περιοχών, είτε ακόμα τη σύναψη συμφωνιών εμπορικού χαρακτήρα. Οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιούνται τουριστικά ταξίδια είναι πολλοί, ωστόσο είναι αποτέλεσμα του καταναλωτικού τρόπου ζωής. Η τάση αυτή του ανθρώπου να επισκέπτεται νέους τόπους δεν είναι καινούρια. Η επιθυμία προέρχεται από την αρχαία εποχή. Βέβαια, η σύγχρονη έννοια του τουρισμού αναπτύχθηκε κατά τον 18ο αιώνα, τον αιώνα που εκδηλώθηκε η βιομηχανική επανάσταση. Στις μέρες μας το τουριστικό ρεύμα είναι ανάλογο με την παραγωγική δύναμη μιας χώρας και κατ' επέκταση την ευημερία του λαού της. Η Ελλάδα αποτελεί έναν ώριμο τουριστικό προορισμό ο οποίος συνδυάζει τον Ήλιο και τη Θάλασσα. Η τουριστική ανάπτυξη ακολουθεί ένα μοντέλο το οποίο συνδυάζει την κεντρική διοίκηση του τουρισμού με την ταυτόχρονη αποκέντρωση των αρμοδιοτήτων. Κύριο ρόλο επιτελούν το Υπουργείο Ανάπτυξης και η ΕΟΤ (Ελληνικός Οργανισμός Τουρισμού) από τη μία πλευρά και οι Νομαρχίες από την άλλη.

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό γίνεται μια προσπάθεια συγκερασμού του κεντρικού ρόλου που έχει αναμφισβήτητα το κράτος αλλά και του όλο και δυναμικότερου ρόλου των ΟΤΑ (Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης). Κύρια αρμοδιότητα του κράτους στον τομέα της τουριστικής ανάπτυξης είναι τόσο ο σχεδιασμός, όσο και ο προγραμματισμός της σχετικής πολιτικής. Αντίθετα, ο ρόλος των ΟΤΑ εστιάζεται στην οργάνωση, τη διαχείριση, αλλά και με την προβολή και το σχεδιασμό της τουριστικής ανάπτυξης τόσο σε τοπικό, όσο και σε περιφερειακό επίπεδο

## 2.2 Η εξέλιξη και η διεθνοποίηση του τουρισμού

Η διεθνοποίηση του τουρισμού προέκυψε μετά από την μεγάλη γεωγραφική του επέκταση στις αγορές των ανεπτυγμένων και των αναπτυσσόμενων χωρών από τις προσπάθειες των τουριστικών επιχειρήσεων. Αυτό συνέβη γιατί τέτοιου είδους επιχειρήσεις «επηρεάζουν άμεσα και σε μεγάλο ποσοστό την τουριστική ζήτηση που εκδηλώνεται εποχιακά, ενώ ταυτόχρονα επηρεάζουν σημαντικά και τη διαμόρφωση συγκεκριμένων προτύπων ανάπτυξης από την πλευρά της προσφοράς». Ο ρόλος τους στη διεθνή αγορά ενισχύεται όχι μόνο από τη μετατροπή των ταξιδιών σε καθημερινό καταναλωτικό προϊόν, αλλά και από τη συνεχή αύξηση του αριθμού των οργανωμένων από πρακτορεία ταξιδιών. Σε ότι αφορά τον τουρισμό σε παγκόσμιο επίπεδο αναπτύσσεται γρηγορότερα από οποιοδήποτε κλάδο της οικονομίας. Η τουριστική βιομηχανία έχει αλλάξει σε παγκόσμιο επίπεδο τις τελευταίες δεκαετίες. Μεταξύ 1950 και 2000 ο αριθμός των ταξιδιών που αναλογούσαν ανά 100 άτομα αυξήθηκε σε σημαντικό βαθμό. Το 1950, σε παγκόσμιο επίπεδο, αναλογούσε λιγότερο από ένα ταξίδι/100 ανθρώπους αντίθετα με πενήντα χρόνια αργότερα όπου αναλογούσαν 11 ταξίδια/100 ανθρώπους. Όλα τα παραπάνω σε συνδυασμό με την αλματώδη ανάπτυξη της τεχνολογίας και τη χρήση ηλεκτρονικών υπολογιστών και συγκεκριμένα τη χρήση του Internet, έχουν δώσει μια νέα ώθηση στη διεθνοποίηση της τουριστικής ανάπτυξης και τη διαμόρφωση νέων δεδομένων στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Το 2006, δύο χρόνια μετά την επιτυχή ολοκλήρωση των Ολυμπιακών Αγώνων στη χώρα μας, ο τουρισμός πέρασε σε άλλη εποχή. Σύμφωνα με στοιχεία, παρουσιάστηκε αύξηση των αφίξεων άνω του 7% μεταξύ 2004 και 2005, ενώ την επόμενη χρονιά οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 10%. Αυτά τα στοιχεία αναδεικνύουν τη σημαντική θέση που κατέχει η Ελλάδα στην παγκόσμια κατάταξη της τουριστικής βιομηχανίας, των ταξιδιών, της οικονομίας των επισκεπτών και του ελεύθερου χρόνου. Ο τουρισμός παίζει σημαντικό ρόλο για την πορεία και την εξέλιξη της οικονομίας της χώρας, μια οικονομία που αποτελεί τον καθρέπτη της εικόνας και της θέσης που έχει η Ελλάδα στη διεθνοποιημένη αγορά. Είναι γεγονός ότι οι προβλέψεις θέλουν το μέλλον του τουρισμού, λαμπρό για την Ελλάδα. Η περίοδος μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες αποδεικνύει ότι η χώρα μας μπήκε σε μια νέα εποχή και αυτό γιατί «επαναπροσδιορίστηκε η θέση της στο διεθνή χάρτη και πλέον συγκαταλέγεται στους πιο ελκυστικούς τουριστικούς προορισμούς. Ωστόσο η ύπαρξη ενός έντονα ανταγωνιστικού περιβάλλοντος τα τελευταία χρόνια, το οποίο επηρεάζεται από τις δυσμενείς οικονομικές και πολιτικές συνθήκες σε διεθνές επίπεδο, δεν θα πρέπει να σταθούν εμπόδιο στην Ελλάδα η οποία θα αναζητήσει τρόπους δράσης και αντίδρασης προκειμένου να διατηρήσει τη θέση της στο διεθνή τουριστικό χάρτη.

### **2.3 Η ποιοτική ανάπτυξη του τουρισμού και η προστασία του περιβάλλοντος**

Πλέον είναι αναμφίβολο το γεγονός ότι πολλοί φορείς και οργανισμοί στρέφουν το ενδιαφέρον τους προς την τουριστική ανάπτυξη κάτι που τα τελευταία χρόνια είναι αποτέλεσμα της συνεχούς ανάπτυξης του τουρισμού και των επιπτώσεων που αυτή έχει σε διάφορους τομείς. Οι διάφοροι φορείς και οργανισμοί που εκδηλώνουν ενδιαφέρον για την ανάπτυξη του τουρισμού, ασχολούνται τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό και τοπικό επίπεδο με την πολιτική και την έρευνα προς αυτήν την κατεύθυνση. Επίσης σε αρκετές περιπτώσεις τέτοιου είδους φορείς και οργανισμοί ασχολούνται ακόμα και με τον προγραμματισμό και τη διαχείριση της τουριστικής ανάπτυξης.

Σε τοπικό ή περιφερειακό επίπεδο, ανάλογο ενδιαφέρον είναι εμφανές από την πλευρά νέων επαγγελματιών και επιχειρηματιών σε τουριστικές περιοχές, αλλά και νέων που ασχολούνται με την πολιτική. Ήδη από το 1980 που είναι ορατό το ενδιαφέρον αυτό, βαρύνουσα σημασία έχει αποκτήσει και το θέμα της διαχείρισης των επιπτώσεων από μια τέτοια ανάπτυξη σε τοπικό επίπεδο, αλλά όχι μόνο. Αυτό συμβαίνει γιατί η ανάπτυξη του τουρισμού επηρεάζει όχι μόνο την οικονομία, αλλά έχει εμφανείς επιπτώσεις στην κοινωνία αλλά και στο περιβάλλον. Η ποιοτική ανάπτυξη του τουρισμού είναι καθοριστική για την οικονομική ευημερία μιας περιοχής, όπως και για την προστασία του περιβάλλοντος από ανεξέλεγκτες προσπάθειες τουριστικών επιχειρήσεων με στόχο το κέρδος, μη λαμβάνοντας υπόψη τις τραγικές για το περιβάλλον συνέπειες. Ο τουρισμός οφείλει να είναι ποιοτικός. Για να είναι κάτι τέτοιο δυνατό θα πρέπει να εξασφαλίζονται ορισμένες προϋποθέσεις. Η διαφήμιση είναι η πρώτη και απαραίτητη προϋπόθεση, η οποία αφορά στην προβολή της χώρας στο εξωτερικό με διαφημιστικές καμπάνιες. Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί ο ρόλος του Διαδικτύου ως μέσο προώθησης και προβολής της τουριστικής βιομηχανίας της χώρας μας. Επίσης, η καθαριότητα είναι ένας ακόμα παράγοντας που καθιστά ποιοτικό τον τουρισμό. Αφορά στην καθαριότητα τόσο των δημόσιων χώρων, των ξενοδοχείων, όσο και των ακτών και θαλασσών. Απαραίτητη κρίνεται και η οργάνωση στις μετακινήσεις των τουριστών, στην ξενάγηση, καθώς και στα ξενοδοχειακά συγκροτήματα, ώστε να εκλείπουν τα παράπονα. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο που πρέπει να προσέξει μια χώρα ή ένα τόπος είναι η κατάλληλη εκμετάλλευση του φυσικού περιβάλλοντος, των ιστορικών τόπων και των τεχνητών δημιουργιών. Η ποιότητα του τουρισμού κρίνεται και από τις παροχές άλλων υπηρεσιών στους

τουρίστες, όπως η ιατρική περίθαλψη, αλλά και η ευκολία σε τραπεζικές συναλλαγές κάτι που τελευταία έχει δημιουργήσει ανασφάλεια.

Το κλίμα της Μεσογείου σε συνδυασμό με τις πανέμορφες ακτογραμμές και σε πολλές περιπτώσεις τις χρυσές ακτές της, την πλούσια ιστορία αλλά και την ποικιλία πολιτισμών της, αποτελεί ένα θαυμάσιο πόλο έλξης για μεγάλο αριθμό τουριστών σε ολόκληρο τον κόσμο. Συγκεκριμένα, το ένα τρίτο των τουριστών παγκοσμίως επιλέγουν κάποια Μεσογειακή χώρα ως τουριστικό προορισμό. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η τουριστική βιομηχανία αποτελεί μια από τις σημαντικές πηγές εισοδήματος για μεγάλο αριθμό μεσογειακών χωρών. Ο κλάδος αυτός συμβάλει στην συντήρηση μικρών κοινοτήτων των παράκτιων περιοχών και νησιών με την εξασφάλιση εισοδήματος μακριά από τα αστικά κέντρα των ηπειρωτικών πόλεων. Γίνεται φανερό ότι τα οικονομικά οφέλη από την τουριστική βιομηχανία είναι μεγάλα κυρίως για τη χώρα μας. Η Ελλάδα πλεονεκτεί συγκριτικά με άλλες χώρες λόγω της ύπαρξης μεγάλου αριθμού νησιών. Τα νησιά αποτελούν ειδική περίπτωση τουριστικών προορισμών. Όσο πιο μικρό είναι ένα νησί τόσο πιο σημαντικό είναι λόγω των περιορισμένων φυσικών πόρων και των ελάχιστων δυνατοτήτων για την ανάπτυξή τους.

## **2.4 Είδη και Μορφές τουρισμού**

### **2.4.1 Είδη Τουρισμού**

- ΕΓΧΩΡΙΟΣ (domestic) : ο τουρισμός των κατοίκων μίας χώρας όταν ταξιδεύουν μόνο εντός αυτής
- ΕΞΕΡΧΟΜΕΝΟΣ (outbound) : αφορά τους μόνιμους κατοίκους μίας χώρας οι οποίοι ταξιδεύουν σε μία άλλη χώρα
- ΕΙΣΕΡΧΟΜΕΝΟΣ (inbound) ο τουρισμός των αλλοδαπών οι οποίοι ταξιδεύουν σε δεδομένη χώρα
- ΔΙΕΘΝΗΣ (international) : το σύνολο του εισερχόμενου και του εξερχόμενου τουρισμού.
- ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ (internal) : το σύνολο του εγχώριου και του εισερχόμενου τουρισμού
- ΕΘΝΙΚΟΣ (national) : το σύνολο του εγχώριου και του εξερχόμενου τουρισμού

- **ΜΑΖΙΚΟΣ (mass):** ο τουρισμός που διαμορφώνεται και διεκπεραιώνεται με οργανωμένο τρόπο από τουριστικούς φορείς και επιχειρήσεις και συνδέεται με τις εκάστοτε κυρίαρχες μορφές του.

## 2.4.2 Μορφές Τουρισμού

### Εναλλακτικός Τουρισμός

Βασική μορφή τουρισμού είναι ο Εναλλακτικός Τουρισμός ο οποίος αποτελεί μία νέα τουριστική τάση και ασχολείται με την διεύρυνση και διαφοροποίηση του τουριστικού προϊόντος. Ο εναλλακτικός τουρισμός αποτελεί τμήμα των ειδικών μορφών τουρισμού, οι οποίες χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη ενός ειδικού κινήτρου στη ζήτηση και από την ανάπτυξη μιας αντίστοιχης ειδικής υποδομής (προσφοράς). Με τον εναλλακτικό τουρισμό (alternative tourism), οι άνθρωποι αναζητούν ένα διαφορετικό τρόπο διακοπών, ο οποίος συνδέεται με την προστασία της τοπικής κουλτούρας, την προστασία του φυσικού και ανθρωπογενούς περιβάλλοντος αλλά και με την αποφυγή της χρήσης υπηρεσιών οργανωμένου μαζικού τουρισμού.

Πλεονέκτημα του είναι η προσέλκυση τουριστών καθ' όλη την διάρκεια του χρόνου με αποτέλεσμα να δημιουργείται μια σταθερή πηγή εσόδων και απασχόλησης για τους τουριστικούς προορισμούς.

### Αγροτουρισμός

Ο αγροτουρισμός είναι μορφή ήπιου τουρισμού κατά την οποία οι επισκέπτες μένουν σε αγρόκτημα και συμμετέχουν σε αγροτικές εργασίες. Σημείο αναφοράς των διακοπών σε ένα αγρόκτημα-ξενώνα είναι η άμεση επαφή του επισκέπτη με την αγροτική ζωή, τις καλλιέργειες, με την φύση, τη χλωρίδα και την πανίδα, κάτι το ιδιαίτερο για το μεγαλύτερο ποσοστό του σύγχρονου Ευρωπαϊκού πολίτη, κατοίκου αστικής περιοχής. Πέρα από την υποδοχή και τη φιλοξενία του επισκέπτη σε ένα περιβάλλον λιτό με τοπικό χαρακτήρα και όλες τις απαραίτητες ανέσεις, προβλέπεται και η ενεργή συμμετοχή του τουρίστα σε ένα σύνολο δραστηριοτήτων. Ενδεικτικές από αυτές είναι:

- αγροτικές δραστηριότητες (συμμετοχή στις εργασίες),
- παρατήρηση οικοσυστήματος (πουλιών, πανίδας, χλωρίδας, επισκέψεις υδροβιότοπων, κ.λπ.)

- αθλήματα περιπέτειας (π.χ. «rafting», πεζοπορία κ.λπ.)
- πολιτιστικές περιηγήσεις (π.χ. επισκέψεις σε μοναστήρια, εκκλησίες, λαογραφία μουσεία, κ.ά., παραδοσιακούς οικισμούς, αρχαιολογικούς χώρους).
- διάφορα μαθήματα (π.χ. μαθήματα αργαλειού, ελληνικών χορών, γαστρονομίας – ελληνικής κουζίνας, γευσιγνωσία, οινοποιεία, τοπικά προϊόντα, κ.λπ.)

Η βασική ιδιαιτερότητα της πρακτική αυτής της μορφής τουρισμού στις ανεπτυγμένες αγροτουριστικά χώρες (Ισπανία, Γερμανία, Γαλλία, Ελβετία) είναι πως βασίζεται σε διαμονή σε φάρμες στο ύπαιθρο, κάτι το οποίο δεν υπάρχει στον αντίστοιχο βαθμό στην Ελλάδα, αν και διαθέτει μεγάλο αξιοποιήσιμο κεφάλαιο προς αξιοποίηση (λαϊκός και πολιτιστικό πλούτος, γεωφυσικά στοιχεία, κ.τ.λ.) και με τις κατάλληλες προσαρμογές στα δεδομένα του Ελληνικού τοπίου, ο Ελληνικός Αγροτουρισμός μπορεί να βρεθεί σε ανταγωνιστική θέση συμβάλλοντας έτσι στην προστασία του φυσικού περιβάλλοντος και της πολιτιστικής κληρονομιάς, ενώ παράλληλα ενισχύει το εισόδημα των κατοίκων στις περιοχές-προορισμούς.

### **Αθλητικός Τουρισμός**

Είναι όλες οι μορφές ενεργητικής ή παθητικής ανάμιξης σε αθλητικές δραστηριότητες, όπου η συμμετοχή είναι τυχαία ή οργανωμένη και γίνεται για επαγγελματικούς ή μη λόγους, με προϋπόθεση τη μετακίνηση μακριά από τον τόπο διαμονής και εργασίας.

### **Οικοτουρισμός**

Οικοτουρισμός είναι ο τουρισμός που αναπτύσσεται σε οικολογικά αξιόλογες περιοχές, δεν υπερβαίνει την φέρουσα ικανότητα της περιοχής, προωθεί την προστασία και διαχείριση του φυσικού και πολιτιστικού περιβάλλοντος ενώ ταυτόχρονα διατηρεί τη συνοχή του κοινωνικού ιστού.

### **Χειμερινός /Θερινός Τουρισμός**

Ο χειμερινός τουρισμός, όπως και ο θερινός, δεν είναι μορφή τουρισμού υπό την έννοια της ανεξαρτησίας και των ίδιων χαρακτηριστικών. Είναι απλά η ονομασία της κατηγορίας εκείνων των μορφών τουρισμού, που έχουν κοινό χαρακτηριστικό ότι αναπτύσσονται κατά τη διάρκεια του χειμώνα/καλοκαιριού, όταν δηλαδή στον τουριστικό προορισμό επικρατεί χειμώνας/καλοκαίρι.

Οι μορφές του χειμερινού τουρισμού είναι οι παρακάτω :

- Ο χιονοδρομικός τουρισμός.
- Ο τουρισμός παραχείμασης.
- Ο τουρισμός χειμερινών αθλημάτων και ο αθλητικός τουρισμός των χειμερινών Ολυμπιακών Αγώνων.

### **Μορφωτικός ή γνωστικός τουρισμός**

Η μορφή αυτή του τουρισμού έχει σαν σκοπό να δώσει τη δυνατότητα στον τουρίστα να αποκτήσει ή να εμπλουτίσει τις γνώσεις του που θα προέλθουν από το χώρο του πνεύματος, της επιστήμης και της περιοχής που επισκέπτεται όχι μόνο σαν τακτικός ακροατής αλλά από την επικοινωνία του με φορείς και μεμονωμένους ανθρώπους της περιοχής. Η μορφή αυτή απευθύνεται σε άτομα που έχουν την πρόθεση για τέτοιου είδους ενασχόληση κατά τη μετάβαση τους σε μια άλλη περιοχή ή χώρα.

### **Ιαματικός Τουρισμός**

Ο Θεραπευτικός Τουρισμός ή Τουρισμός Υγείας, αποτελεί μια μορφή εναλλακτικού τουρισμού που συμβάλλει στην πρόληψη, αποκατάσταση της υγείας, ξεκούραση, ομορφιά, δηλαδή ταυτόχρονη ανάγκη για διακοπές και θεραπεία μαζί σε ένα πρότυπο περιβάλλον.

### **Περιηγητικός Τουρισμός**

Ο τουρισμός αυτός αναφέρεται στην πεζοπορία που πραγματοποιούν οι τουρίστες μέσα στο φυσικό περιβάλλον, με σκοπό να απολαύσουν τα αξιοθέατα της φύσης, μέσα από τη σωματική άθληση, που αποτελεί εγγύηση για την καλύτερη υγεία τους.

### **Συνεδριακός τουρισμός**

Ο συνεδριακός τουρισμός, η πλέον δυναμική εναλλακτική μορφή τουρισμού, είναι η συμμετοχή διαφόρων ατόμων σε κάθε είδους συνεδρίου, σύσκεψης ή συνεδρίασης με επιστημονικό ή άλλο ενδιαφέρον με σκοπό την επικοινωνία, την ανταλλαγή απόψεων και την ενημέρωση.

### **Θρησκευτικός τουρισμός**

Ο θρησκευτικός τουρισμός είναι γνωστός από πανάρχαια χρόνια (κυρίως για τους Έλληνες) με μετακινήσεις που γινόταν για επίσκεψη σε ιερούς χώρους ή για συμμετοχή σε διάφορες θρησκευτικές εκδηλώσεις. Στη σημερινή εποχή υπάρχει

μεγάλη ζήτηση της μορφής αυτής απ' τη στιγμή που σε κάθε θρησκεία υπάρχουν ιεροί χώροι και γίνονται ποικίλες θρησκευτικές εκδηλώσεις.

### Τουρισμός Τρίτης Ηλικίας

Οι τουρίστες της τρίτης ηλικίας αποτελούν το συντηρητικό τμήμα της τουριστικής αγοράς, είναι άτομα ηλικίας 55 και άνω, ενημερωμένοι και έμπειροι και προτιμούν να ταξιδεύουν ομαδικά σε κοντινούς προορισμούς με άνετα μεταφορικά μέσα. Συνήθως ο τουρισμός τρίτης ηλικίας είναι ήπιος μορφής τουρισμός όπως ο αγροτουρισμός, ο οικοτουρισμός, ο πολιτιστικός και θρησκευτικός και λαμβάνει χώρα σε περιόδους μειωμένης τουριστικής κίνησης, δηλαδή το Φθινόπωρο, το Χειμώνα και την Άνοιξη.

Πίνακας 1: Μορφές εναλλακτικού τουρισμού



Οι διάφορες μορφές του τουρισμού περιλαμβάνουν απαραίτητα δύο βασικά στοιχεία: Το ταξίδι στον τουριστικό προορισμό και τη διαμονή σε αυτόν, συμπεριλαμβανομένου της διατροφής.

- Το ταξίδι και η διαμονή λαμβάνουν χώρα εκτός του τόπου της μόνιμης διαμονής των ανθρώπων που αποφασίζουν να μετακινηθούν για τουριστικούς λόγους.



- Η μετακίνηση ανθρώπων σε διάφορους τουριστικούς προορισμούς είναι προσωρινού και βραχυχρόνιου χαρακτήρα, που σημαίνει ότι πρόθεσή τους είναι να επιστρέψουν στον τόπο της μόνιμης κατοικίας τους μέσα σε λίγες, μέρες βδομάδες ή μήνες.
- Οι άνθρωποι επισκέπτονται τουριστικούς προορισμούς για τουριστικούς λόγους, δηλαδή για λόγους άλλους από εκείνους της μόνιμης διαμονής τους ή της επαγγελματικής τους απασχόλησης.

Πριν, κατά τη διάρκεια και μετά το ταξίδι, οι άνθρωποι δαπανούν χρήματα για αγαθά και υπηρεσίες. Οι δαπάνες αυτές περιλαμβάνονται στην έννοια της τουριστικής κατανάλωσης.

## **2.5 Επιδράσεις τουρισμού**

### **2.5.1 Η επίδραση της οικονομικής κρίσης πάνω στον τουρισμό.-Ο ρόλος της αναζήτησης πληροφοριών σχετικά με τον τουριστικό προορισμό.**

Στη παράγραφο αυτή γίνεται ανάλυση του ρόλου των πληροφοριών κατά τον προγραμματισμό διακοπών στο πλαίσιο εξοικονόμησης χρημάτων κατά την περίοδο οικονομικής ύφεσης.

Ο καταναλωτής σήμερα αισθάνεται τις συνέπειες της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης η οποία οδηγεί σε μείωση της αγοραστικής δύναμης άρα δηλαδή μείωση της τουριστικής δαπάνης. Μια σημαντική στρατηγική που φαίνεται να ακολουθούν οι τουρίστες για την εξοικονόμηση χρημάτων είναι να επιλέγουν ένα κοντινότερο προορισμό από το σπίτι τους και όχι να «εγκαταλείψουν» τις διακοπές τους. Ένα φαινόμενο που ονομάζεται “staycation”.

Για τις περισσότερες αποφάσεις ενός τουριστικού προϊόντος, ο καταναλωτής θεωρεί την αναζήτηση πληροφοριών σημαντική ή ακόμη και αναγκαία για την επιλογή του . Στην πρώτη φάση, οι καταναλωτές κάνουν αναζήτηση πληροφοριών , κυρίως για τη μείωση της αβεβαιότητας και του κινδύνου ( Kimetal, 2007) . Θέλουν να λάβουν μια απόφαση με την οποία θα είναι ικανοποιημένοι και δεν θα μετανιώσουν αργότερα. Με την αναζήτηση πληροφοριών αυξάνεται η πιθανότητα να καταλήξουν σε ένα τουριστικό προϊόν που θα είναι πιο κοντά στις προτιμήσεις και θα καλύπτει καλύτερα τις ανάγκες τους. Σύμφωνα με τη γενική συμπεριφορά των καταναλωτών, οι τουρίστες αναζητούν την απόκτηση πληροφοριών που είναι απαραίτητες για την επιλογή ενός

προορισμού, καταλύματος, μεταφορικού μέσου και ότι άλλο αφορά το ταξίδι. ( Gürsoy και McCleary , 2004 ) .

Η ιδέα για εξοικονόμηση χρημάτων στις διακοπές είναι αποτέλεσμα της περιόδου ύφεσης. Είναι γεγονός ότι η αναζήτηση πληροφοριών είναι κάτι πρόσφατο καθώς για μεγάλο χρονικό διάστημα πολλοί άνθρωποι ζούσαν σε περιόδους ευημερίας. Ωστόσο, η τρέχουσα παγκόσμια οικονομική κρίση, η οποία ξεκίνησε το 2007 στις ΗΠΑ και έχει εξαπλωθεί στη ζώνη του ευρώ από το Σεπτέμβριο του 2008 άλλαξε σημαντικά την συμπεριφορά των τουριστών καθώς είχε ως αποτέλεσμα το 2009/2010 αύξηση της ανεργίας, απώλεια εισοδήματος, ανασφάλεια των αποταμιεύσεων και την απόσβεση των μετοχών.

Έτσι οι τουρίστες εξοικονομούν επιλέγοντας ως εξής:

- Κοντινό προορισμό
- Οικονομικό κατάλυμα (π.χ. κάνοντας νωρίς κράτηση ή εξασφαλίζοντας προσφορά)
- Οικονομική μεταφορά (π.χ. αερομεταφορές χαμηλού κόστους)

## **2.5.2 Η σημασία του τουρισμού στο ΑΕΠ και τον τομέα απασχόλησης και η επίδραση στο φυσικό περιβάλλον και την πολιτιστική κληρονομιά**

### **Εισόδημα**

Σε μια υψηλής έντασης εργατικού δυναμικού βιομηχανία όπως ο τουρισμός το μεγαλύτερο ποσοστό εισοδήματος είναι πιθανό να προέρχεται από τους μισθούς και τα ημερομίσθια που καταβάλλονται σε εκείνους που εργάζονται σε θέσεις εργασίας είτε που άμεσα εξυπηρετούν τις ανάγκες των τουριστών ή επωφελούνται έμμεσα από τις δαπάνες των τουριστών. Εισόδημα είναι επομένως αυτό που παράγεται από τα επιτόκια, την ενοικίαση και τα κέρδη στις τουριστικές επιχειρήσεις. Το άθροισμα όλων των εισοδημάτων σε μια χώρα και η σημασία του τουρισμού για την οικονομία μιας χώρας μπορεί να μετρηθεί με την εξέταση του ποσοστού του εθνικού εισοδήματος που δημιουργείται από τον τουρισμό. Όπως και με κάθε άλλη παραγωγική δραστηριότητα, ο τουρισμός καταναλώνει τους πόρους. Στην πραγματικότητα είναι ένα από τις σημαντικότερες οικονομικές δραστηριότητες στον κόσμο συμβάλλοντας πάνω από 10 τοις εκατό στο παγκόσμιο εισόδημα.(World Travel & Tourism).

## **Εργασία**

Ο τουρισμός είναι σημαντικός για την οικονομία αυξάνοντας τα ποσοστά απασχόλησης αν και έχει συχνά επικριθεί για την εποχικότητα και παροχή χαμηλών μισθών. Για το λόγο αυτό κρίνεται, αναγκαίο να καταστεί σαφές ότι πολλοί εργαζόμενοι στον τομέα του τουρισμού θα ήταν άνεργοι αν αυτός δεν υπήρχε. Σε γενικές γραμμές, ο τουρισμός ως μια μορφή απασχόλησης είναι οικονομικά επωφελής.

### **2.5.3 Η Βιωσιμότητα του τουρισμού – έδαφος και πολιτιστική κληρονομιά**

Ο τουρισμός, το φυσικό και κοινωνικοπολιτισμικό περιβάλλον είναι άρρηκτα συνδεδεμένα και συνεχώς επηρεάζουν το ένα το άλλο: Η τουριστική βιομηχανία είναι μια πηγή πλούτου με κοινωνικοοικονομικά οφέλη για τη κοινότητα στο σύνολό της, αλλά την ίδια στιγμή φέρει ανεπιθύμητο αντίκτυπο τόσο στο φυσικό όσο στο κοινωνικοπολιτισμικό περιβάλλον. Μερικές από τις επιπτώσεις αναφέρονται παρακάτω:

- οι συνέπειες της μεταφοράς όσον αφορά τη χρήση της γης για τις υποδομές, τη χρήση των πόρων και των καυσίμων και οι επιβλαβείς ουσίες που παράγει.
- τα αποτελέσματα από παραμονές των διακοπών, οι οποίες όχι μόνο περιλαμβάνουν τη χρήση της γης, αλλά και πίεση στην τοπική κληρονομιά και των φυσικών και πολιτιστικών πόρων.
- μεταλλάξεις στο φυσικό περιβάλλον και το τοπίο (Κατανομές των οικοσυστημάτων, της απερίημωσης, πυρκαγιές)
- επιπτώσεις στην παροχή νερού και της ανθρώπινης ζωής
- η εξάντληση των τοπικών πόρων (υλικά και οικονομικά)
- απόβλητα, ρύπανση του αέρα, νερού, θόρυβος και άλλες μορφές ρύπανσης.

Όσον αφορά τις ζημίες στο κοινωνικοπολιτισμικό περιβάλλον, η έκθεση της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναφέρει:

- απώλεια της πολιτιστικής ταυτότητας
- απώλεια των παραδοσιακών επαγγελμάτων

- περιορισμός των επαγγελματικών ευκαιριών
- μειωμένα επαγγελματικά κίνητρα σε άλλες βιομηχανίες
- συγκρούσεις μεταξύ των τιμών κατοίκων και τουριστών.
- μετανάστευση των κοινωνικών ομάδων κινδύνου

#### 2.5.4 Η επίδραση του πετρελαίου στην παγκόσμια οικονομία και τον τουρισμό

Η διαθεσιμότητα και η τιμή του πετρελαίου είναι στενά συνδεδεμένη με την παγκόσμια οικονομία και ως εκ τούτου και του τουρισμού. Ο τουρισμός από μόνος του εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το πετρέλαιο, όχι μόνο όσο αναφορά τις μεταφορές, αλλά και για άλλα μέρη του τουριστικού προϊόντος - για παράδειγμα, διαμονή και ψυχαγωγικές δραστηριότητες. Σε γενικές γραμμές η παγκόσμια ζήτηση για πετρέλαιο έχει αυξηθεί σταθερά και κατ' επέκταση οι τιμές του πετρελαίου είναι εξαιρετικά ασταθής, γεγονός που χρονολογείται από τις πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970. Υπάρχει μεγάλη ανησυχία για την παγκόσμια κορύφωση της παραγωγής πετρελαίου και οι κίνδυνοι που παρουσιάζονται από την εξάντληση του. Η εξάντληση- σπανιότητά του, είναι βέβαιο ότι θα οδηγήσει σε υψηλότερες τιμές και η αύξηση των τιμών του πετρελαίου θα επιφέρουν μακρο- και μικρο-οικονομικές επιπτώσεις που είναι σημαντικές για τον τουρισμό. (Κέντρο Energy Research UK, 2009 σελ. 171)

Συμπέρασμα, η διαθεσιμότητα προσιτής τιμής πετρελαίου είναι εξαιρετικά σημαντική για την παγκόσμια οικονομία και, ως αποτέλεσμα, για τον τουρισμό. Έρευνα που έχει διεξαχθεί στο πλαίσιο του Τουρισμού και του έργου του πετρελαίου επιβεβαιώνει ότι η οικονομική ευημερία και το εισόδημα ιδιαίτερα των τουριστών είναι κρίσιμης σημασίας για τον εξερχόμενο τουρισμό, ιδιαίτερα σε μακρινούς προορισμούς. Οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου όχι μόνο επηρεάζουν την ικανότητα των ανθρώπων να ταξιδέψουν, αλλά επίσης οδηγούν σε αύξηση των τιμών πολλών τουριστικών αγαθών και υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που σχετίζονται με τη μεταφορά.

### 2.5.5 Η επίδραση των πυρκαγιών στην ανάπτυξη του τουρισμού

Κάθε καλοκαίρι, κάθε χρόνο τεράστιες φλόγες καταστρέφουν χιλιάδες στρέμματα δασών. Οι δασικές πυρκαγιές έχουν μια μόνιμη επίδραση σε κοινωνικό, περιβαλλοντικό και οικονομικό επίπεδο.

Σε κοινωνικό επίπεδο, οι επιπτώσεις των καταστροφικών πυρκαγιών είναι τεράστιες. Καθώς χάνονται ανθρώπινες ζωές. Σε οικονομικό επίπεδο, φέρουν υψηλό κόστος. Η πρόληψη, η καταστολή, το κόστος για το ιατρικό σύστημα, το πρόσθετο κόστος στο συνταξιοδοτικό σύστημα, το κόστος ασφάλισης είναι μόνο ορισμένα από τα μετρήσιμα κόστη. Δύο κρίσιμοι παράγοντες αν και δεν μπορούν να εκτιμηθούν είναι το κόστος της ανθρώπινης ζωής και η απώλεια της προστιθέμενης αξίας για τη χώρα γενικότερα.

Ο τουρισμός, ιδιαίτερα στην περιοχή της Μεσογείου, βασίζεται σε μια προσφορά από θάλασσα, ήλιο, πολιτισμό και φύση. Ενώ η θάλασσα και ο ήλιος θα συνεχίσει να υπάρχει ακόμα και μετά από μια σοβαρή δασική καταστροφή, τα πολιτιστικά μνημεία και η φύση θα υποστούν μεγάλες απώλειες. Για παράδειγμα, το τραγικό συμβάν των πυρκαγιών του 2007 στην Πελοπόννησο έβλαψε τον αρχαιολογικό χώρο της Ολυμπίας, τη γενέτειρα των Ολυμπιακών αγώνων (Ξανθόπουλος, 2008).

Επιπλέον, οι φυσικοί πόροι αποτελούν ένα από τα πιο βασικά συστατικά ενός προορισμού τουριστικού προϊόντος (Goeldner και Ritchie, 2009). Ειδικότερα, τα δάση και οι δασικές εκτάσεις αποτελούν πόλο έλξης τόσο για τους εθνικούς όσο και τους διεθνείς επισκέπτες. Η σημασία των δασών για τον τουρισμό μπορεί να τονίζεται από το γεγονός ότι μόνο στις ΗΠΑ υπάρχουν 205 εκατομμύρια επισκέψεις σε εθνικούς δρυμούς κάθε χρόνο (Goeldner και Ritchie, 2009).

Από την άλλη πλευρά όμως, η αύξηση του αριθμού των επισκεπτών σε ευαίσθητα οικοσυστήματα όπως τα δάση, δημιουργεί την ανάγκη για την εφαρμογή ενός προσεκτικού σχεδιασμού που αφορά την ανάπτυξη προκειμένου να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του δάσους και της τοπικής οικονομίας. Επιπλέον, ο κίνδυνος των πυρκαγιών στα δάση είναι πάντα μία από τις μεταβλητές που επηρεάζουν το φυσικό περιβάλλον και τον τουρισμό στην περιοχή (Hussein, 2008). Ο σχεδιασμός θα πρέπει επίσης να εξετάσει μέτρα πρόληψης και αντίδρασης που ασχολούνται με μια τέτοια ανεπιθύμητη κατάσταση.

Πράγματι, οι περισσότερες από τις τουριστικές ροές σημειώνονται κατά τους καλοκαιρινούς μήνες, μια περίοδο κατά την οποία οι καιρικές συνθήκες, εκθέτουν τα

δάση περισσότερο σε κίνδυνο πυρκαγιάς. Σαν αποτέλεσμα οι πυρκαγιές και οι καταστροφές έχουν άμεσο αντίκτυπο στον τουρισμό. Για παράδειγμα, στην Ελλάδα σχεδόν το 50 τοις εκατό των κρατήσεων για το 2001 ακυρώθηκαν εξαιτίας των πυρκαγιών του καλοκαιριού του 2000 (Scott και Lemieux, 2009). Ως αποτέλεσμα τα έσοδα από τον τουρισμό ήταν σημαντικά μειωμένα και η τουριστική βιομηχανία αντιμετώπισε μια τρομερή οικονομική ύφεση. Αυτό αποδεικνύει ότι οι καταστροφές όπως είναι οι πυρκαγιές θα μπορούσε να είναι μια πληγή για την οικονομία ενός προορισμού, ειδικά όταν αυτός ο τουριστικός προορισμός εξαρτάται από τα δάση. Για αυτό το λόγο, οι δασικές πυρκαγιές αποτελούν ένα από τις πιο σημαντικές κρίσεις για τον τουρισμό (Ritchie, 2004).

### 2.5.6 Τουρισμός και περιβαλλοντολογικές, μη οικονομικές επιδράσεις

Ο ανεξέλεγκτος τουρισμός μπορεί να οδηγήσει σε περιβαλλοντική και οικολογική ρύπανση στον εκάστοτε τουριστικό προορισμό, αλλά εναπόκειται στο ενδιαφέρον των αρχών να ασχοληθούν με την ομαλή ανάπτυξη του τουρισμού, ελαχιστοποιώντας έτσι πιθανά προβλήματα που συνήθως συνδέονται με τις αρνητικές επιπτώσεις του τουρισμού. Οι αρνητικές επιπτώσεις που πιθανόν προκύπτουν μπορούν να αποδοθούν στην έλλειψη αποτελεσματικού σχεδιασμού. Ως εκ τούτου αρνητικές εκδηλώσεις όπως συμφόρηση στους δρόμους, υπερπλήρεις αεροδρόμια και λιμάνια, υπερφορτωμένα συστήματα αποχέτευσης, και μια απειλή για ολόκληρο το περιβάλλον.

## 2.6 Ελληνικός τουρισμός

### ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

---

#### 2.6.1 Εισαγωγή - Μεγέθη ελληνικού τουρισμού

- Ο τουρισμός αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους τομείς της ελληνικής οικονομίας, καθώς διαδραματίζει σημαίνοντα ρόλο στο σχηματισμό του εθνικού εισοδήματος (ιδίως σε Κρήτη, Νότιο Αιγαίο και Ιόνιο). Η άμεση συνεισφορά του κλάδου στο ΑΕΠ για το 2014 διαμορφώθηκε στο 7%, ενώ η συνολική στο 17,3% (€29,4 δις.), ποσοστό που κατέταξε την Ελλάδα στην 41η θέση της παγκόσμιας κατάταξης (κόσμος: 9,8%, Ευρώπη: 9,2%).

- Η εν λόγω επίδοση υπολογίζεται ότι ανήλθε στο 17,6% το 2015 (€30,3 δις.), ενώ για τα επόμενα χρόνια προβλέπεται μέση ετήσια αύξηση του συνολικού μεγέθους κατά 3,7%, έως τα €43,8% δις. το 2025, όταν και θα αποτελέσει το 19,8% του ΑΕΠ.
- Ο κλάδος το εν λόγω έτος απασχόλησε άμεσα 340.300 εργαζομένους, συνιστώντας το 9,4% της απασχόλησης στην οικονομία. Επιπλέον, το άθροισμα της άμεσης και έμμεσης απασχόλησης διαμορφώθηκε στις 700.000 θέσεις εργασίας, αριθμός που αντιστοιχούσε στο 19,4% της συνολικής απασχόλησης. Το ποσοστό αυτό μεταφράστηκε στην 34η θέση της Ελλάδας στην παγκόσμια κατάταξη, με τις επιδόσεις της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής αγοράς να σχηματίζονται σε 9,4% και 9% αντίστοιχα.
- Η συνολική απασχόληση υπολογίζεται ότι αυξήθηκε στις 727.000 θέσεις το 2015, ενώ την επόμενη δεκαετία προβλέπεται να σημειωθεί άνοδος 2,7% το έτος, έως τους 951.000 εργαζόμενους το 2025 (22,2% του συνόλου).
- Το 2014 αφίχθησαν 22 εκ. αλλοδαποί τουρίστες (24,3 εκ. περιλαμβανομένων των αφίξεων κρουαζιέρας), με την Ελλάδα να κατατάσσεται στην 15η θέση της διεθνούς κατάταξης και στην 9η θέση στην Ευρώπη. Οι αφίξεις το επόμενο έτος εκτιμάται ότι προσέγγισαν τα 23 εκ.

Πίνακας 2: Κατάταξη διεθνών αφίξεων ελληνικού τουρισμού

<b>Κατάταξη του Ελληνικού Τουρισμού βάσει των διεθνών αφίξεων: 2008-2014</b>			
	Διεθνείς αφίξεις (σε εκ.)	Σειρά κατάταξης – Κόσμος	Σειρά κατάταξης – Ευρώπη
2008	15,9	16	10
2009	14,9	16	10
2010	15,0	17	10
2011	16,4	17	10

2012	15,5	17	10
2013	17,9	16	9
2014	22,0	15	9

Πηγή: UNWTO

- Το 2014 διενεργήθηκαν επενδύσεις ύψους €2,8 δις., ποσό που εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 3,6% το 2015, σε επίπεδο που αντιστοιχεί στο 13,7% των συνολικών επενδύσεων στην οικονομία (κόσμος: 4,7%, Ευρώπη: 4,3%). Πάντως, η επενδυτική δραστηριότητα τα προηγούμενα χρόνια εμφάνισε καθοδική πορεία, καθώς το 2007 είχε ξεπεράσει τα €7 δις.

Πίνακας 3: Εποχικότητα διεθνών αφίξεων

Εποχικότητα διεθνών τουριστικών αφίξεων: 2004-2013										
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ιαν-Μάρ	7,6%	7,1%	6,3%	7,0%	7,8%	6,9%	6,5%	6,8%	6,3%	5,7%
Απρ-Ιουν	31,9%	24,6%	24,9%	25,5%	26,6%	26,1%	24,5%	25,5%	24,8%	24,5%
Ιούλ-Σεπ	49,1%	52,6%	54,3%	52,2%	51,1%	52,2%	54,9%	54,3%	55,8%	56,4%
Οκτ-Δεκ	11,4%	15,7%	14,5%	15,2%	14,5%	14,8%	14,1%	13,4%	13,1%	13,3%

- Η τουριστική κίνηση εμφανίζει παραδοσιακά έντονη εποχικότητα, καθώς πάνω από το 50% των αφίξεων αλλοδαπών πραγματοποιείται την περίοδο Ιουλίου – Σεπτεμβρίου, ποσοστό που εμφανίζει διαχρονική άνοδο (2000: 51,2%, 2005: 52,6%, 2010: 54,9%, 2013: 56,4%).



- Ο εισερχόμενος τουρισμός αποτελεί τον κυριότερο πελάτη των ξενοδοχείων, καθώς το 80% των συνολικών διανυκτερεύσεων προέρχεται από αλλοδαπούς ταξιδιώτες.
- Οι κυριότερες χώρες προέλευσης των αλλοδαπών τουριστών είναι η Π.Γ.Δ.Μ., η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία και η Ρωσία. Σχεδόν το 60% του εισερχόμενου τουρισμού προέρχεται από χώρες της Ε.Ε., το 6% από ασιατικές χώρες και το 4% από την Αμερική.
- Το 63% των αλλοδαπών τουριστών εισέρχεται στην Ελλάδα αεροπορικώς, το 34% οδικώς και το 3% μέσω θαλάσσης.

Πίνακας 4: Βασικά Μεγέθη Ελληνικού Τουρισμού

<b>Βασικά Μεγέθη του Ελληνικού Τουρισμού: 2014</b>	
Συμμετοχή στο ΑΕΠ	17,3
Συμμετοχή στην απασχόληση	19,4 της συνολικής απασχόλησης
Συνολική Απασχόληση	700.000
Έσοδα	13 δις. € (€ 13,4 δις. συμπεριλαμβανομένων των εισπράξεων κρουαζιέρας)
Αφίξεις Αλλοδαπών	22 εκατ. (24,3 εκατ. συμπεριλαμβανομένων των αφίξεων κρουαζιέρας)
Μέση κατά κεφαλή δαπάνη	590€ 552€ συμπεριλαμβανομένων των ποσών κρουαζιέρας)
Μερίδιο Αγοράς	1,4% Παγκόσμια, 3,5% στην Ευρώπη
Εποχικότητα	56% των αφίξεων αλλοδαπών πραγματοποιείται την περίοδο Ιουλίου – Σεπτεμβρίου

Συγκέντρωση Προσφοράς	70% των ξενοδοχειακών κλινών συγκεντρώνονται σε 4 περιοχές της Ελλάδας
Ξενοδοχειακή Υποδομή	9.745 ξενοδοχεία / 780.721 κλίνες
Top 5 αγορές	Π.Γ.Δ.Μ.(2.151.751), Γερμανία(2.025.542), Ην. Βασίλειο (1.807.367), Γαλλία (1.315.563), Ρωσία (1.163.687)
Top 5 αεροδρόμια (σε αφίξεις αλλοδαπών)	Αθήνα (3.388.647), Ηράκλειο (2.595.702), Ρόδος (1.926.675), Θεσσαλονίκη (1.569.814), Κέρκυρα (1.074.289)

## 2.6.2 Αφίξεις, έσοδα και διανυκτερεύσεις ανά χώρα

Η Έρευνα Συνόρων της Τράπεζας της Ελλάδος για το πρώτο εννεάμηνο του 2015, δίνει μια σαφή εικόνα για την εξέλιξη των αφίξεων ανά χώρα προέλευσης. Όπως φαίνεται στον επόμενο πίνακα, οι αφιχθέντες τουρίστες στην Ελλάδα (χωρίς να περιλαμβάνεται ο τομέας της κρουαζιέρας) κατά το διάστημα αυτό αυξήθηκαν κατά 8,6% σε ετήσια βάση, στους 20,6 εκ. τουρίστες.

Πίνακας 5: Αφίξεις Έσοδα Διανυκτερεύσεις ανά χώρα

Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση ανά χώρα προέλευσης: Ιαν.-Σεπτ.2015

Χώρα προέλευσης	2015	2014	% 15/14
<b>ΕΥΡΩΠΗ</b>	<b>18.227.446</b>	<b>16.896.305</b>	<b>7,9%</b>
<b>Χώρες Ε.Ε.</b>	<b>13.120.656</b>	<b>11.205.393</b>	<b>17,1%</b>
<b>Γερμανία</b>	2.386.963	2.025.542	17,8%
<b>Ηνωμένο Βασίλειο</b>	2.123.822	1.807.368	17,5%
<b>Βουλγαρία</b>	1.617.081	1.031.126	56,8%
<b>Γαλλία</b>	1.342.262	1.315.563	2,0%
<b>Ιταλία</b>	1.244.836	986.904	26,1%

Πολωνία		696.234	547.689	27,1%
Λοιπές Χώρες Ε.Ε.		3.709.458	3.491.201	6,3%
Χώρες εκτός Ε.Ε.		<b>5.106.790</b>	<b>5.690.912</b>	<b>-10,3%</b>
Π.Γ.Δ.Μ.		2.712.295	2.151.751	26,1%
Σερβία		702.218	955.538	-26,5%
Ρωσία		441.350	1.163.687	-62,1%
Λοιπές χώρες		1.250.927	1.419.936	-11,9%
ΑΣΙΑ		<b>1.203.484</b>	<b>1.142.203</b>	<b>5,4%</b>
Τουρκία		919.908	789.544	16,5%
Ισραήλ		95.894	157.440	-39,1%
Λοιπές Ασίας	χώρες	187.682	195.219	-3,9%
ΑΦΡΙΚΗ		<b>48.169</b>	<b>37.916</b>	<b>27,0%</b>
ΑΜΕΡΙΚΗ		<b>958.783</b>	<b>732.074</b>	<b>31,0%</b>
ΗΠΑ		658.592	486.783	35,3%
Καναδάς		164.545	120.419	36,6%
Λοιπές Αμερικής	χώρες	135.646	124.872	8,6%
ΩΚΕΑΝΙΑ		<b>179.537</b>	<b>178.462</b>	<b>0,6%</b>
Αυστραλία		155.742	160.529	-3,0%
Λοιπές Ωκεανίας	χώρες	23.795	17.933	32,7%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>		<b>20.617.419</b>	<b>18.986.960</b>	<b>8,6%</b>

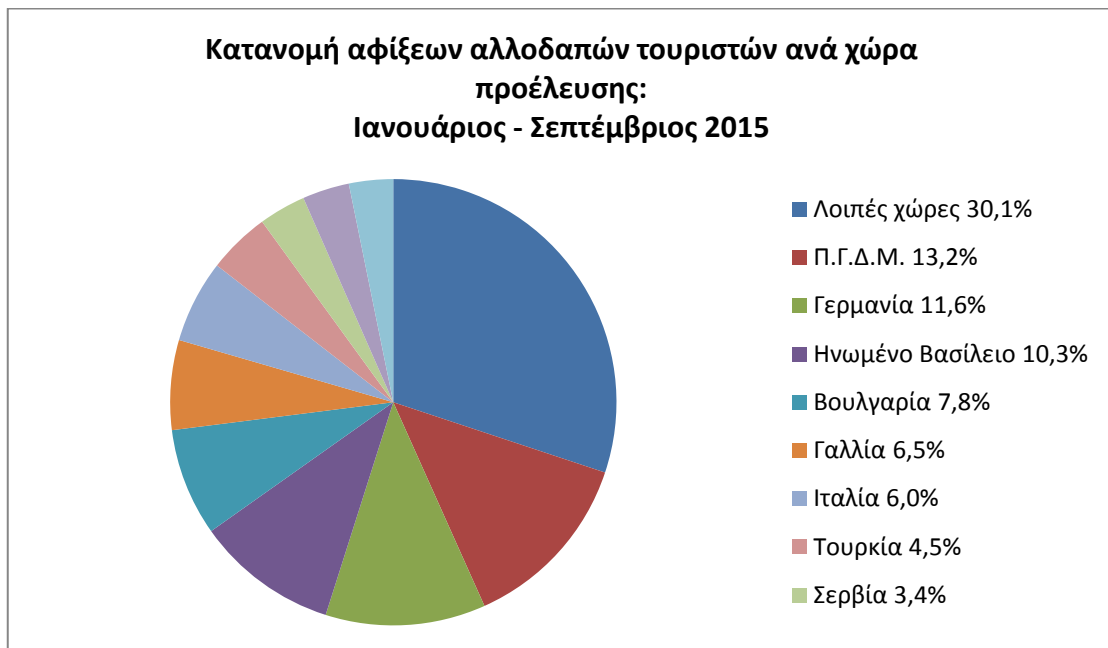
Σημείωση: Δεν περιλαμβάνονται στατιστικά στοιχεία από κρουαζιέρες. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Το μεγαλύτερο μέρος της ανόδου προήλθε από τις χώρες της Ε.Ε., καθώς η εισερχόμενη κίνηση διαμορφώθηκε σε 13,1 εκ. ταξιδιώτες, αυξημένη κατά 17% σε σχέση με το εννεάμηνο του 2014. Αντιθέτως, από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές (εκτός Ε.Ε.) χώρες προέκυψε κάμψη 10,3% στους 5,1 εκ. τουρίστες. Επισημαίνεται ακόμα η σημαντική άνοδος από την αμερικανική ήπειρο κατά 31%, στους 958.800 τουρίστες.

Η ευρωπαϊκή αγορά αποτελεί το σημαντικότερο τροφοδότη του ελληνικού τουρισμού, καθώς το 64% των αλλοδαπών τουριστών προήλθε από την Ε.Ε., ενώ το 25% από άλλες χώρες της Ευρώπης (αθροιστικό μερίδιο: 88,4%). Μικρότερες αγορές αποτελούν η Ασία και η Αμερική με 6% και 4,7% αντίστοιχα επί του συνόλου.

Κατά το προαναφερόμενο διάστημα, μεγαλύτερη αύξηση σε απόλυτα μεγέθη παρατηρήθηκε από τις γειτονικές Βουλγαρία (+56,8%) και Π.Γ.Δ.Μ. (+26,1%) στους 1,6 εκ. και 2,7 εκ. τουρίστες αντίστοιχα. Ακολούθως, σημαντική άνοδος επισημάνθηκε στην κίνηση από Γερμανία με 17,8% (στους 2,4εκ. τουρίστες), Ηνωμένο Βασίλειο με 17,5% (2,1 εκ. τουρίστες), Ιταλία με 26,1% (1,2 εκ. τουρίστες) και Πολωνία με 27,1% (696.200 τουρίστες). Αντιθέτως, παρατηρήθηκε σημαντική υποχώρηση από Ρωσία κατά 62,1% στους 441.350 ταξιδιώτες, λόγω της οικονομικής ύφεσης που διέπει τη χώρα, αλλά και τη Σερβία (-26,5%, στους 702.200 τουρίστες), γεγονός που μετρίασε τη συνολική άνοδο.

Αναφορικά με τις χώρες από άλλες ηπείρους, τονίζεται η αύξηση των τουριστών από ΗΠΑ (+35,3%, στους 658.600) και Τουρκία (+16,5%, στους 919.900).



Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος

Διάγραμμα 1: κατανομή αφίξεων αλλοδαπών τουριστών ανά χώρα προέλευσης

Βάσει των ανωτέρω μεγεθών, οι τουρίστες από την Π.Γ.Δ.Μ. οι πρώτοι εννέα μήνες του 2015 αποτέλεσαν το 13,2% των αφίξεων, ενώ ακολούθησε η Γερμανία με 11,6%, το Ηνωμένο Βασίλειο με 10,3%, η Βουλγαρία με 7,8%, η Γαλλία με 6,5%, η Ιταλία με 6% κ.λπ. Η πρώτη δεκάδα συμπληρώνεται από Τουρκία, Σερβία, Πολωνία και ΗΠΑ. Αθροιστικά, οι top-5 χώρες προέλευσης τουριστών συγκέντρωσαν το 49,4% των συνολικών αφίξεων, ενώ το τμήμα top-10 κατέλαβε το 70%.

Πίνακας 6: Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση κατά μέσο μεταφοράς

**Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση κατά μέσο μεταφοράς: Ιαν.-Σεπτ. 2015**

	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>%15/14</b>	<b>Μερίδιο 2015</b>
Αεροπορικώς	13.061.694	12.236.169	6,7%	63,4%
Οδικώς	7.006.144	6.149.179	13,9%	34,0%
Ακτοπλοϊκώς	544.531	595.829	-8,6%	2,6%
Σιδηροδρομικώς	5.048	5.785	-12,7%	0,0%
<b>Σύνολο</b>	<b>20.617.417</b>	<b>18.986.692</b>	<b>8,6%</b>	<b>100,0%</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Ο κυριότερος τρόπος εισόδου αλλοδαπών τουριστών στη χώρα είναι μέσω αεροπορικών γραμμών, καθώς τους πρώτους 9 μήνες του 2015 αφίχθησαν συνολικά 13,1 εκ. ταξιδιώτες (+6,7% σε ετήσια βάση), αριθμός που αποτέλεσε το 63,4% των συνολικών αφίξεων.

Σημαντικό ποσοστό κατέλαβαν και οι αφίξεις μέσω του οδικού δικτύου (34% επί του συνόλου), με κύριες πύλες εισόδου τους σταθμούς Ευζώνων και Προμαχώνα. Η οδική κίνηση εμφάνισε άνοδο 14%, στους 7 εκ. τουρίστες.

Αντιθέτως, το θαλάσσιο μέσο εμφάνισε μείωση 8,6% στους 544.500 τουρίστες, λόγω κυρίως της πτώσης που παρατηρήθηκε στα λιμάνια της Ηγουμενίτσας και της Πάτρας (-8% και -9% αντίστοιχα), καταλαμβάνοντας έτσι μερίδιο 2,6%.

Οι τουρίστες στην πλειοψηφία των χωρών προέλευσης εισέρχονται στη χώρα αεροπορικώς. Οι περισσότεροι ταξιδιώτες από Βουλγαρία, Π.Γ.Δ.Μ. και τις υπόλοιπες βαλκανικές χώρες έρχονται οδικώς λόγω της γεωγραφικής εγγύτητας, ενώ μέσω θαλάσσιων γραμμών εισέρχονται κυρίως Ιταλοί, Γερμανοί και Βούλγαροι τουρίστες.

### 2.6.3 Συναλλαγματικές εισπράξεις

Αναφορικά με τη γεωγραφική κατανομή των συναλλαγματικών εισπράξεων για το πρώτο εννεάμηνο του 2015, το 70% του συνόλου ή €8,63 δις. προήλθε από τουρίστες της Ε.Ε. γεγονός που αναδεικνύει την σημασία της ευρωπαϊκής αγοράς στη διαμόρφωση των τουριστικών εσόδων της χώρας. Συγκριτικά με το αντίστοιχο διάστημα του 2014, το εν λόγω μέγεθος εμφάνισε σημαντική άνοδο 16,7%.

Οι εισπράξεις από τουρίστες τρίτων χωρών διαμορφώθηκαν σε €3,79 δις., έχοντας υποχωρήσει κατά 11,7% σε ετήσια βάση λόγω της μεγάλης πτώσης που εμφάνισε η αγορά της Ρωσίας.

Πίνακας 7: Συναλλαγματικές εισπράξεις ανά χώρα προέλευσης  
Συναλλαγματικές εισπράξεις ανά χώρα προέλευσης (σε εκατ. €):

Χώρα προέλευσης	Ιαν.- Σεπτ. 2015		
	2015	2014	%15/14
Χώρες Ε.Ε.	<b>8.632,3</b>	<b>7.392,2</b>	<b>16,7%</b>
<b>Γερμανία</b>	2.007,3	1.730,4	16,0%
<b>Ηνωμένο Βασίλειο</b>	1.867,8	1.396,7	33,7%
<b>Γαλλία</b>	1.112,6	1.037,4	7,2%
<b>Ιταλία</b>	793,0	651,5	21,7%
<b>Ολλανδία</b>	404,2	393,8	2,6%
<b>Βέλγιο</b>	355,7	297,3	19,6%
<b>Αυστρία</b>	285,1	228,7	24,7%
<b>Κύπρος</b>	202,4	209,1	-3,2%
<b>Σουηδία</b>	199,4	186,2	7,1%
<b>Τσεχία</b>	191,0	150,9	26,6%
<b>Ρουμανία</b>	159,2	165,8	-4%
<b>Δανία</b>	129,4	133,2	-2,8%
<b>Ισπανία</b>	60,4	67,1	-10%
<b>Λοιπές χώρες Ε.Ε.</b>	864,8	749,0	15,5%
Τρίτες χώρες	<b>3.788,9</b>	<b>4.291,5</b>	<b>-11,7%</b>

<b>ΗΠΑ</b>	856,2	580,8	47,7%
<b>Ρωσία</b>	389,1	1.103,8	-64,8%
<b>Ελβετία</b>	343,8	281,7	22,1%
<b>Αυστραλία</b>	209,4	217,7	-3,8%
<b>Καναδάς</b>	200,3	145,5	37,6%
<b>Αλβανία</b>	113,4	110,6	2,5%
<b>Λοιπές τρίτες χώρες</b>	1.676,7	1.851,3	-9,4%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>12.421,2</b>	<b>11.688,7</b>	<b>6,3%</b>

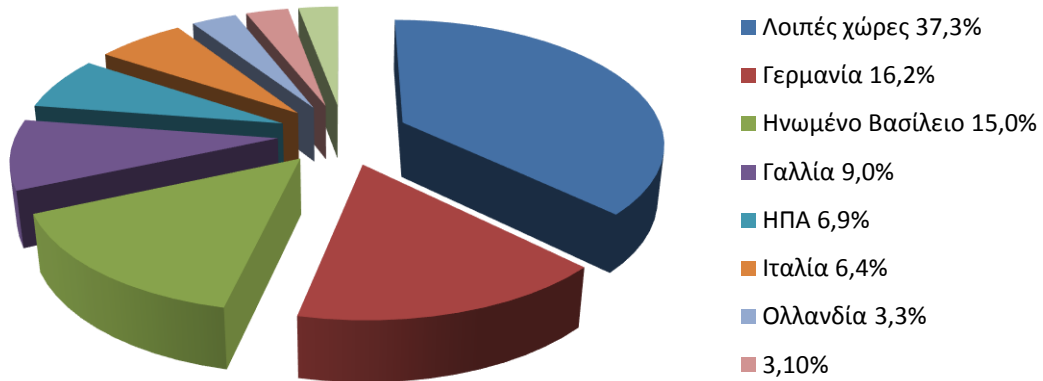
Σημείωση: Δεν περιλαμβάνονται στατιστικά στοιχεία από κρουαζιέρες.

**Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος**

Αναλυτικά, οι εισπράξεις από τη Γερμανία αυξήθηκαν κατά 16%, υπερβαίνοντας τα €2 δις., ενώ τα έσοδα από το Ηνωμένο Βασίλειο σημείωσαν αρκετά μεγαλύτερη άνοδο κατά 33,7%, στα €1,87 δις. Επιπλέον, οι εισπράξεις από τη Γαλλία ενισχύθηκαν κατά 7,2%, σχηματιζόμενες στα €1,11 δις., ενώ αξιοσημείωτη ήταν και η μεταβολή του αντίστοιχου μεγέθους από την Ιταλία: +21.7%, στα €793 εκ. Οι χώρες αυτές τροφοδότησαν και το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής ανόδου τους πρώτους 9 μήνες του 2015.

Όσο αναφορά τις χώρες εκτός Ε.Ε., ξεχωρίζει η αύξηση των εισπράξεων από τους τουρίστες των ΗΠΑ (+47,4%, στα €856,2 εκ.), ενώ αντιθέτως τα έσοδα από τη ρωσική αγορά εμφάνισαν απότομη μείωση 65%, στα €389 εκ., φυσικό επακόλουθο της κάμψης της εισερχόμενης κίνησης από τη χώρα αυτή.

## Κατανομή συναλλαγματικών εισπράξεων ανά χώρα προέλευσης: Ιανουάριος - Σεπτέμβριος 2015



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Διάγραμμα 2: Κατανομή συναλλαγματικών εισπράξεων ανά χώρα προέλευσης

Όπως φαίνεται στο γράφημα, το 16,2% των εισπράξεων προήλθε από τη Γερμανία, το 15% από το Ηνωμένο Βασίλειο, το 9% από τη Γαλλία, ενώ ακολούθησαν οι ΗΠΑ με 7%, η Ιταλία με 6,4%, η Ολλανδία με 3,3%, η Ρωσία με 3,1% το Βέλγιο με 2,9% και Λοιπές χώρες 37,3%

### Ημεδαπός τουρισμός

Σε αντίθεση με την εισερχόμενη τουριστική κίνηση, ο ημεδαπός τουρισμός κατά τη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας εμφάνισε σημαντική υποχώρηση λόγω του περιορισμού του διαθέσιμου εισοδήματος των Ελλήνων, όπως υποδεικνύεται από την Έρευνα Διακοπών της ΕΛΣΤΑΤ (αφορά ταξίδια με τουλάχιστον 4 διανυκτερεύσεις). Επιπλέον, κύριο χαρακτηριστικό της εσωτερικής αγοράς αποτελεί η μεταστροφή των προτιμήσεων σε ιδιωτικά καταλύματα (κατοικίες συγγενών και φίλων, δεύτερη κατοικία κ.λπ.) για λόγους εξοικονόμησης κόστους.

Πίνακας 8: Εγχώριος τουρισμός: εξέλιξη τουριστών και δαπανών

Εγχώριος τουρισμός :εξέλιξη τουριστών και δαπανών 2009-20014								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	%14/13	%14/09
Τουρίστ ες	3.507.7 91	2.678.3 63	2.518.2 02	2.360.8 51	2.189.6 25	2.593.5 63	18,4%	-26,1%



Δαπάνη (σε εκ. €)	2.825	1.776	1.666	1.138	1.028	1.138	10,7%	-59,7%
Κατά κεφαλή δαπάνη (σε €)	805	663	661	482	469	439	-6,5%	-45,5%

Σημείωση: Τα στοιχεία του πίνακα αφορούν σε προσωπικά ταξίδια με 4 ή περισσότερες διανυκτερεύσεις και άτομα ηλικίας 15 ετών και άνω. Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

Αναλυτικά, ο αριθμός των Ελλήνων τουριστών ηλικίας άνω των 14 ετών κατά τη διάρκεια της περιόδου 2009-2014 μειώθηκε συνολικά κατά 26%, στους 2,59 εκ. ταξιδιώτες το τελευταίο έτος\*. Πάντως, το 2014 η εγχώρια κίνηση σημείωσε άνοδο 18,4% μετά από αρκετά έτη υποχώρησης, καθώς οι οικονομικές συνθήκες ομαλοποιήθηκαν.

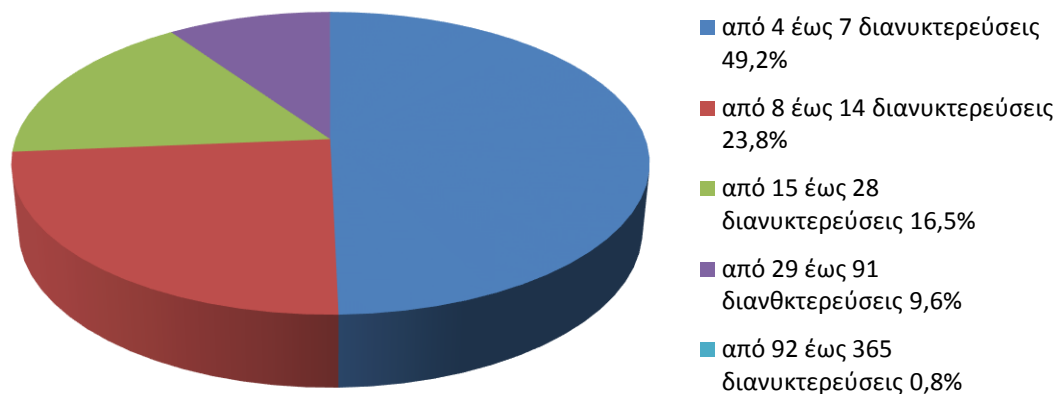
Παράλληλα, η εγχώρια δαπάνη διαμορφώθηκε σε 1,14 δις., έναντι €2,83 δις. πριν από 5 χρόνια (αυξημένη πάντως κατά 10,7% σε σχέση με το 2013). Επομένως, οι εισπράξεις από Έλληνες τουρίστες κατά το διάστημα αυτό μειώθηκαν κατά 60%, κάμψη αρκετά μεγαλύτερη συγκριτικά με τον αριθμό των τουριστών, καθώς η ύφεση έχει καταστήσει αρκετά δυσχερή τη διενέργεια δαπανών για ταξίδια αναψυχής.

Τα ανωτέρω μεγέθη μεταφράζονται σε μέση κατά κεφαλή δαπάνη ύψους €439 για το 2014, δείκτης που αντιστοιχεί σχεδόν στο 50% του προ πενταετίας επιπέδου, όταν και υπερέβαινε τα €800.

Συνολικά, οι Έλληνες ταξιδιώτες το 2014 πραγματοποίησαν 49,6 εκ. διανυκτερεύσεις (λαμβάνομένων υπόψη των ταξιδιών με 4 ή περισσότερες διανυκτερεύσεις), έναντι 45 εκ. το προηγούμενο έτος. Έτσι, συγκριτικά με την ενίσχυση της εσωτερικής τουριστικής κίνησης κατά το 2014 (+18,4%), οι διανυκτερεύσεις αυξήθηκαν σε μικρότερο βαθμό (+10,2%) λόγω του περιορισμού της μέσης διάρκειας διακοπών.

Η τάση για περικοπή δαπανών διαφαίνεται και από το υψηλό ποσοστό που καταλαμβάνουν τα ταξίδια μικρής χρονικής διάρκειας. Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, σε σύνολο 3,74 εκ. ταξιδιών το 2014, σχεδόν το 50% αυτών αφορούσε σε ταξίδια 4-7 διανυκτερεύσεων, ενώ μόλις το 24% αποτελείτο από ταξίδια 8-14 διανυκτερεύσεων, τα οποία τις προηγούμενες δεκαετίες καταλάμβαναν το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου.

## Κατανομή ταξιδιών Ελλήνων τουριστών ανά αριθμό διανυκτερεύσεων: 2014



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ \*Αν περιληφθούν και τα ταξίδια μικρότερης (δηλαδή από 1 διανυκτέρευση και άνω) τότε ο συνολικός αριθμός Ελλήνων τουριστών υπερβαίνει οριακά τα 3 εκ.

Διάγραμμα 3: Κατανομή ταξιδιών Ελλήνων τουριστών ανά διανυκτέρευση

Αναφορικά με το μέσο μεταφοράς, οι Έλληνες ταξιδιώτες μετακινούνται κυρίως οδικώς σε ποσοστό 70% των ταξιδιών (προτιμάται σε μεγάλο βαθμό ιδιωτικό ή ενοικιαζόμενο όχημα). Το 22,5% των ταξιδιών διενεργείται μέσω θαλάσσης και το 6% αεροπορικώς.

Ο εσωτερικός τουρισμός επικεντρώνεται σε μεγάλο βαθμό σε καταλύματα που παρέχονται δωρεάν από συγγενείς και φίλους, καθώς και σε εξοχικές κατοικίες. Όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα και γράφημα, το 2014 έγιναν 1,58 εκ. ταξίδια σε κατοικίες συγγενικών ή φιλικών προσώπων, ποσοστό που αντιστοιχούσε στο 42% του συνόλου. Οι αντίστοιχες διανυκτερεύσεις κατέλαβαν το 39%, ενώ οι δαπάνες (ύψους €384 εκ.) το 34%.

Πίνακας 9: Ταξίδια, διανυκτερεύσεις και δαπάνες των Ελλήνων τουριστών ανά κατηγορία καταλύματος

Ταξίδια, διανυκτερεύσεις και δαπάνες των Ελλήνων τουριστών ανά κατηγορία καταλύματος:  
2014

	Ταξίδια	Διανυκτερεύσεις	Δαπάνες (σε εκ. €)
<b>Ξενοδοχεία &amp; ομοειδή καταλύματα</b>	656.204	4.522.760	227,15
<b>Άλλα συλλογικά*</b>	78.358	798.614	25,26

<b>καταλύματα</b>	65.957	566.616	18,15
<b>Ειδικά τουριστικά** καταλύματα</b>	<b>2.943.349</b>	<b>43.741.763</b>	<b>817,17</b>
Ιδιωτικά καταλύματα	481.660	3.817.461	168,18
<b>Ενοικιαζόμενη κατοικία</b>	883.509	20.480.602	264,91
<b>Ιδιόκτητη δευτερ. κατοικία</b>	1.578.180	19.443.700	384,08
<b>Λοιπά ιδιωτικά*** Καταλύματα</b>			
<b>Σύνολο</b>	<b>3.743.868</b>	<b>49.629.753</b>	<b>1.137,74</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

Σημείωση: τα στοιχεία του πίνακα αφορούν σε προσωπικά ταξίδια με 4 ή περισσότερες διανυκτερεύσεις και άτομα ηλικίας 15 ετών και άνω.

\*τουριστικά κάμπινγκ, κατοικίες διακοπών, μαρίνες, ξενώνες νέων κ.ά.

\*\*μέσα μεταφοράς, κέντρα υγείας (σανατόρια, ιαματικά λουτρά κ.λπ.), καταυλισμοί εργασίας και διακοπών

\*\*\*καταλύματα που παρέχονται δωρεάν από συγγενείς ή φίλους

Συνολικά, στα ιδιωτικά καταλύματα (σπίτια συγγενών, εξοχικά και ενοικιαζόμενες κατοικίες) το 2014 διενεργήθηκε το 79% των ταξιδιών, το 88% των διανυκτερεύσεων και το 72% των δαπανών.

Επομένως, η συμμετοχή των ξενοδοχειακών καταλυμάτων στον εσωτερικό τουρισμό είναι πλέον περιορισμένη. Συγκεκριμένα, οι Έλληνες τουρίστες το τελευταίο έτος πραγματοποίησαν 4,52 εκ. διανυκτερεύσεις σε ξενοδοχεία (μερίδιο μόλις 9%), ενώ δαπάνησαν €277 εκ. (24% του συνόλου).

## 2.6.4 Παγκόσμιος τουρισμός

Σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Τουρισμού (UNWTO), το 2015 οι διεθνείς αφίξεις τουριστών αυξήθηκαν κατά 4,4% (ή κατά 50 εκ. τουρίστες), φτάνοντας στο νέο ιστορικά υψηλό επίπεδο των 1,184 δις. αφίξεων. Σημειώνεται ότι από το 2010 και μετά ο αριθμός των αφίξεων αυξάνεται με ετήσιο ρυθμό μεγαλύτερο του 4%.

Γενικά, η ζήτηση παρέμεινε ισχυρή, αν και τα συμπεράσματα σε επιμέρους προορισμούς διαφοροποιούνται λόγω των υψηλών διακυμάνσεων στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, των μειούμενων τιμών στα καύσιμα και άλλα εμπορεύματα,

διαφόρων ζητημάτων ασφαλείας που προέκυψαν λόγω πολιτικής και κοινωνικής αστάθειας κ.λπ.

Η ανάπτυξη ήταν μεγαλύτερη στις ανεπτυγμένες (+5%) σε σχέση με τις αναπτυσσόμενες οικονομίες (+4%), έχοντας τροφοδοτηθεί σε μεγάλο βαθμό από την Ευρώπη (+5%).

Αναφορικά με τις υπόλοιπες περιοχές, η Αμερική και η Ασία & χώρες του Ειρηνικού εμφάνισαν άνοδο επίσης 5%. Οι αφίξεις στη Μέση Ανατολή αυξήθηκαν κατά 3%, ενώ στην Αφρική εκτιμάται ότι σημειώθηκε υποχώρηση 3%, κυρίως λόγω των χαμηλών επιδόσεων των βορειοαφρικανικών χωρών (συγκεντρώνουν πάνω από το 1/3 των αφίξεων της ηπείρου).

### **Προοπτικές για το 2016**

Σύμφωνα με τον UNWTO, οι προοπτικές για τον παγκόσμιο τουρισμό παραμένουν ευνοϊκές και για τη φετινή χρονιά, καθώς οι αφίξεις προβλέπεται να αυξηθούν περαιτέρω κατά 4% (ρυθμός ελαφρώς χαμηλότερος σε σχέση με τα προηγούμενα δύο έτη).

Η ανάπτυξη εκτιμάται ότι θα είναι μεγαλύτερη στην Ασία & χώρες του Ειρηνικού, καθώς και στην αμερικανική ήπειρο (από 4% έως 5%), ενώ στην Ευρώπη οι αφίξεις θα ενισχυθούν με χαμηλότερο ρυθμό (3,5% - 4,5%). Οι προβλέψεις για Μέση Ανατολή και Αφρική είναι επίσης θετικές (2% - 5%), αν και εμπεριέχουν αυξημένο βαθμό αβεβαιότητας.

### **Αφίξεις ανά περιοχή**

Η Ευρώπη εμφανίζει διαχρονικά το μεγαλύτερο ποσοστό αφίξεων: το 2015 υποδέχτηκε συνολικά 609 εκ. τουρίστες, 29 εκ. περισσότερους σε σχέση με το προηγούμενο έτος, συγκεντρώνοντας το 51% του παγκοσμίου συνόλου. Σημαντικό πλεονέκτημα κατά τη διάρκεια της χρονιάς αποτέλεσε η αποδυνάμωση του ευρώ έναντι βασικών νομισμάτων, γεγονός που ενίσχυσε την ανταγωνιστικότητα πολλών ευρωπαϊκών προορισμών.

Πίνακας 10: Παγκόσμιες τουριστικές αφίξεις

Παγκόσμιες τουριστικές αφίξεις: 2014-2015 (σε εκ.)

	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>%14/13</b>	<b>Μετ. αρ. αφίξεων</b>	<b>Μερίδιο 2015</b>
Ευρώπη	609	580	5,0%	29	51,4%
Ασία & Ειρηνικός	277	264	4,9%	13	23,4%
Αμερική	191	182	4,9%	9	16,1%
Αφρική	54	53	2,9%	2	4,6%
	53	55	-2,9%	-2	4,5%
<b>Σύνολο</b>	<b>1.184</b>	<b>1.133</b>	<b>4,4%</b>	<b>51</b>	<b>100,0%</b>

Πηγή: UNWTO

### 2.6.5 Τουριστική δαπάνη

Η Κίνα αποτελεί τη μεγαλύτερη αγορά εξερχόμενου τουρισμού παγκοσμίως, εμφανίζοντας κάθε χρόνο διψήφια άνοδο στην τουριστική δαπάνη και ενισχύοντας κυρίως ασιατικούς προορισμούς (Ιαπωνία, Ταϊλάνδη), αλλά και ΗΠΑ και διάφορες ευρωπαϊκές χώρες.

Αντιθέτως, οι δαπάνες και η τουριστική κίνηση από μέχρι πρότινος δυναμικές χώρες προέλευσης τουριστών όπως η Ρωσία και η Βραζιλία υποχώρησαν σημαντικά λόγω των οικονομικών δυσχερειών που αντιμετωπίζουν, αλλά και της υποτίμησης του ρουβλίου και του ρεάλ έναντι άλλων νομισμάτων.

Αναφορικά με τις παραδοσιακές και ανεπτυγμένες χώρες προέλευσης τουριστών, οι δαπάνες από ΗΠΑ (τη δεύτερη στην κατάταξη χώρα αναφορικά με την τουριστική δαπάνη) και Ηνωμένο Βασίλειο αυξήθηκαν κατά 9% και 6% αντίστοιχα, αντανακλώντας την ενδυνάμωση των νομισμάτων και την ανάκαμψη των οικονομιών τους. Επίσης, οι δαπάνες από Γερμανία, Ιταλία και Αυστραλία αυξήθηκαν με χαμηλότερο ρυθμό (+2%), ενώ η ζήτηση από Καναδά και Γαλλία ήταν υποτονική.

## 2.6.6 Επιδόσεις ανταγωνιστριών χωρών

Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει τις επιδόσεις των κυριότερων ανταγωνιστριών χωρών της Ελλάδας το 2014 (Ισπανία, Τουρκία, Κροατία, Αίγυπτος, Πορτογαλία, Κύπρος), αναφορικά με τις διεθνείς αφίξεις και τα έσοδα.

Πίνακας 11:Επιδόσεις ανταγωνιστριών χωρών

### Επιδόσεις των ανταγωνιστριών χωρών: 2014

Δείκτες Απόδοσης 2014	Ισπανία	Τουρκία	Κροατία	Αίγυπτος	Πορτογαλία	Κύπρος
Κατάταξη – Διεθνείς Αφίξεις	3 <sup>η</sup>	6 <sup>η</sup>	25 <sup>η</sup>	30 <sup>η</sup>	32 <sup>η</sup>	Κάτω από την 50 <sup>η</sup>
Κατάταξη – Έσοδα	2 <sup>η</sup>	12 <sup>η</sup>	29 <sup>η</sup>	36 <sup>η</sup>	25 <sup>η</sup>	Κάτω από την 50 <sup>η</sup>
Διεθνείς Αφίξεις 2014 (εκατ.)	65,0	39,8	11,6	9,6	9,3	2,5
%μεταβολή αφίξεων 2013- 2014	7,1%	5,3%	6,1%	5,0%	12,3%	1,5%
Έσοδα – 2014 δις\$	65,2	29,6	9,9	7,2	13,8	2,8
%μεταβολή εσόδων 2013-2014	4,2%	5,6%	3,6%	19,0%	12,4%	-2,6%
Μέση κατά κεφαλή Δαπάνη σε \$	1.003	742	849	748	1.482	1.155
Μερίδιο αγοράς παγκόσμια σε αφίξεις	5,7%	3,5%	1,0%	0,9%	0,8%	0,2%
Μερίδιο αγοράς παγκόσμια σε Έσοδα	5,2%	2,4%	0,8%	0,6%	1,1%	0,2%

Πηγή: UNWTO

Η Ισπανία αποτελεί την ισχυρότερη τουριστική δύναμη στη Μεσόγειο, καταλαμβάνοντας το 2<sup>η</sup> θέση διεθνώς σε έσοδα και την 3<sup>η</sup> σε αφίξεις. Το 2014 δέχτηκε 65 εκ. τουρίστες, αριθμός αυξημένος κατά 7,1% σε σχέση με το 2013, ενώ τα έσοδα

διαμορφώθηκαν σε \$65,2 δις. (+4,2%). Βάσει των μεγεθών αυτών, η Ισπανία κατέλαβε το 5,7% των αφίξεων και το 5,2% των συναλλαγματικών εισπράξεων στην παγκόσμια αγορά.

Σημαντικό ανταγωνιστή αποτελεί και η Τουρκία, χώρα που κατατάχθηκε στην 6<sup>η</sup> θέση σε αφίξεις και στη 12<sup>η</sup> αναφορικά με τις εισπράξεις. Το 2014 η τουριστική κίνηση της χώρας αυξήθηκε περαιτέρω κατά 5,3%, στους 39,8 εκ. επισκέπτες, ενώ τα έσοδα εμφάνισαν ελαφρώς υψηλότερη άνοδο: +5,6%, στα \$29,6 δις. Επομένως, η Τουρκία απέσπασε το 3,5% των παγκόσμιων αφίξεων και το 2,4% των εισπράξεων. Η χώρα το 2014 εμφάνισε τη χαμηλότερη μέση δαπάνη ανά ταξίδι μεταξύ των μεσογειακών χωρών με \$742.

Τα μεγέθη των υπολοίπων χωρών διαμορφώνονται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα. Χαρακτηριστικά, η Κροατία εμφάνισε εισερχόμενη τουριστική κίνηση 11,6 εκ. επισκεπτών (25<sup>η</sup> θέση), αριθμός αυξημένος κατά 6,1% σε σχέση με το 2013, ενώ οι συναλλαγματικές εισπράξεις σημείωσαν άνοδο 3,6% στα \$ 9,9 δις. Τα μερίδια της χώρας σε όρους διεθνών αφίξεων και εισπράξεων διαμορφώθηκαν σε 1% και 0,8% αντίστοιχα.

Η Αίγυπτος εμφάνισε ανάκαμψη μετά τη μεγάλη πτώση που είχε υποστεί το 2013, με τις αφίξεις εξωτερικού να αυξάνονται κατά 5%, στους 9,6 εκ. τουρίστες (30<sup>η</sup> θέση). Το γεγονός αυτό είχε θετικό αντίκτυπο και στις συναλλαγματικές εισπράξεις, οι οποίες κατέγραψαν σημαντική ενίσχυση κατά 19% (στα \$ 7,2 δις.). Η χώρα εμφάνισε μετά την Τουρκία τη χαμηλότερη μέση δαπάνη ανά ταξίδι μεταξύ των μεσογειακών χωρών (\$748).

Η Πορτογαλία είχε τη μεγαλύτερη άνοδο στην εισερχόμενη κίνηση με 12,3%, στους 9,3 εκ. επισκέπτες (32<sup>η</sup> θέση), ενώ οι εισπράξεις αυξήθηκαν κατά το ίδιο ποσοστό, στα \$ 13,8 δις. (25<sup>η</sup> θέση). Σημειώνεται ότι η χώρα το 2014 εμφάνισε την υψηλότερη μέση κατά κεφαλή δαπάνη ανά ταξίδι (\$1.482).

Ανάκαμψη στις διεθνείς αφίξεις κατεγράφη και στην Κύπρο, σε αρκετά χαμηλότερο όμως βαθμό έναντι της Αιγύπτου (+1,5%, στους 2,5 εκ. τουρίστες). Ωστόσο, παρά την ήπια αυτή άνοδο, τα έσοδα μειώθηκαν ελαφρώς στα \$ 2,8 δις. Η Κύπρος χαρακτηρίστηκε από τη δεύτερη μεγαλύτερη κατά κεφαλή τουριστική δαπάνη (\$1.155).

## **2.7 Προβλήματα – Μειονεκτήματα Τουρισμού**

Ο εγχώριος τουρισμός διέπεται διαχρονικά από σημαντικά διαρθρωτικά προβλήματα:

- ☞ Έντονη εποχικότητα στην τουριστική κίνηση, παρά την αύξηση των αφίξεων, με τα ξενοδοχεία να εξαρτούν το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων τους από τη θερινή περίοδο και να υπολειτουργούν –ή να παραμένουν κλειστά- τους υπόλοιπους μήνες του έτους,
- ☞ Μεγάλος αριθμός παλαιών ξενοδοχείων χαμηλών κατηγοριών, που υποβαθμίζουν την ποιότητα του εγχώριου τουριστικού προϊόντος,
- ☞ Υπερσυγκέντρωση ξενοδοχείων σε Κρήτη, Δωδεκάνησα και Μακεδονία, με πολλές περιοχές να είναι πλέον κορεσμένες,
- ☞ Έλλειψη υποδομών, κυρίως σε νησιά (προβληματικά αποχετευτικά δίκτυα, χαμηλή ποιότητα οδικού δικτύου, έλλειψη υγειονομικών υπηρεσιών κ.λπ.)
- ☞ Προβληματικός χωροταξικός σχεδιασμός και ασαφές καθεστώς χρήσεων γης, γεγονός που δυσχεραίνει την προσέλκυση υποψήφιων επενδυτών, ιδίως από το εξωτερικό,
- ☞ Ακριβές και χαμηλής ποιότητας εξω- ξενοδοχειακές υπηρεσίες.

Πολλά ξενοδοχεία δεν μπορούν να διαμορφώσουν ανεξάρτητη τιμολογιακή πολιτική, καθώς ο τομέας αυτός καθορίζεται από τους συνεργαζόμενους tour operators.

Αν και η τελευταία διετία η εισερχόμενη τουριστική κίνηση εμφάνισε αξιοσημείωτη άνοδο, εν τούτοις η μέση διάρκεια παραμονής των ξένων τουριστών στη χώρα ακολουθεί καθοδική πορεία, από 2 εβδομάδες παλαιότερα σε 7,7 ημέρες το 2014, γεγονός που φέρει αρνητικές επιπτώσεις στη μέση δαπάνη ανά επίσκεψη.

Οι αρνητικές εξελίξεις που σημειώθηκαν κατά τη διάρκεια του 2015 και ιδίως τον Ιούλιο (δημοψήφισμα, capital controls) ενέτειναν την ανησυχία για αποχώρηση της χώρας από τη ζώνη του ευρώ, γεγονός που επέφερε προσωρινή ανάσχεση στις κρατήσεις και αφίξεις από το εξωτερικό. Αν και στο σύνολο του έτους σημειώθηκε νέα άνοδος, με τον κλάδο να αντέχει στις πιέσεις που ασκήθηκαν, εν τούτοις δεν συνεχίστηκε η δυναμική πορεία του 2014, με το ρυθμό αύξησης των αφίξεων να υπολείπεται από την προηγούμενη χρονιά.

Σε αντίθεση με την τουριστική κίνηση από το εξωτερικό, ο εσωτερικός τουρισμός εμφανίζει σημαντική πτώση, καθώς οι συνθήκες ύφεσης της ελληνικής οικονομίας έχουν περιορίσει σημαντικά το διαθέσιμο εισόδημα των Ελλήνων και επομένως τις δαπάνες για διακοπές. Η τάση αυτή έχει δυσμενείς επιπτώσεις για τα ξενοδοχεία που εξαρτώνται από Έλληνες κυρίως ταξιδιώτες.



Ο κλάδος εμφανίζει χαμηλή ρευστότητα, γεγονός που αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στη δυσχερή πλέον τραπεζική χρηματοδότηση. Πάντως, αρκετές μονάδες αντιμετωπίζουν υψηλή επιβάρυνση από δάνεια παλαιότερων ετών που λήφθηκαν για επενδύσεις εκσυγχρονισμού, τα οποία δυσκολεύονται να αποπληρώσουν.

Σημειώνεται ότι στα τέλη του 2015 οι τραπεζικές πιστώσεις στον τομέα του τουρισμού ανέρχονταν στα €7,44 δις., αποτελώντας μόλις το 7,7% των συνολικών χορηγήσεων στην οικονομία.

Από την άνοδο του τουριστικού ρεύματος επωφελούνται κυρίως οι μεγαλύτερες μονάδες, οι οποίες μέσω της παροχής all inclusive πακέτων σε ανταγωνιστικές τιμές αυξάνουν την επισκεψιμότητά τους. Αντιθέτως, τα πολυάριθμα μικρά ξενοδοχεία, τα οποία παρέχουν σαφώς πιο περιορισμένου εύρους υπηρεσίες και απευθύνονται στον ημεδαπό κυρίως τουρισμό, δεν μπορούν να ακολουθήσουν τον ανταγωνισμό, παραμένοντας κλειστά επί αρκετούς μήνες.

Αρνητική πτυχή για τον κλάδο αποτελεί ο αθέμιτος ανταγωνισμός από παράνομα καταλύματα, τα οποία εντάσσονται στην αποκαλούμενη οικονομία διαμοιρασμού (sharing economy). Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Grant Thornton, οι εν λόγω μονάδες προκαλούν απώλεια 12 εκ. διανυκτερεύσεων και €554 εκ. το χρόνο στις νόμιμες επιχειρήσεις, ενώ το δημόσιο χάνει φόρους ύψους €350 εκ. Το μέγεθος της οικονομίας διαμοιρασμού εκτιμάται σε €1,4-€1,5 δις.

Οι εναλλακτικές μορφές τουρισμού δεν έχουν φτάσει ακόμα στο επιθυμητό σημείο ανάπτυξης, βάσει των δυνατοτήτων της χώρας.

Σημαντικό μειονέκτημα για τον ευρύτερο τουριστικό κλάδο αποτελεί η γραφειοκρατική πολιτική που ακολουθούν τα Ελληνικά Προξενεία για την έκδοση Visa Schengen, γεγονός που λειτουργεί αποτρεπτικά για τον εισερχόμενο τουρισμό από τρίτες χώρες.

Η Τουρκία και οι χώρες της Βορείου Αφρικής υπερτερούν σε τομείς όπως το χαμηλό εργατικό κόστος, η επιδότηση αερομεταφορών και οι -κατά περιόδους- ευνοϊκές συναλλαγματικές ισοτιμίες.

## **2.8 Προοπτικές κλάδου**

- Οι φορείς του τουριστικού κλάδου εκτιμούν ότι το τρέχον έτος η αγορά θα συνεχίσει την ανοδική της πορεία, με σαφώς χαμηλότερους ρυθμούς ανόδου σε σχέση με τα

προηγούμενα χρόνια. Σύμφωνα με τις πρώτες ενδείξεις, η Ελλάδα ενδέχεται να υποδεχτεί περίπου 500.000 περισσότερους αλλοδαπούς τουρίστες, καθώς οι αεροπορικές εταιρείες θα προσφέρουν 5% περισσότερες πτήσεις προς την Ελλάδα σε σχέση με το 2015.

- Πάντως, αρκετοί παράγοντες εμφανίζονται επιφυλακτικοί, καθώς η επαλήθευση αυτών των προβλέψεων εξαρτάται από τη διαμόρφωση του πολιτικού και οικονομικού σκηνικού της χώρας το επόμενο διάστημα, καθώς και των συνθηκών που θα διαμορφωθούν στις σχέσεις μεταξύ της Ρωσίας και Τουρκίας. Σε περίπτωση αποκλιμάκωσης της έντασης μεταξύ των δύο χωρών, οι τούρκικες ξενοδοχειακές επιχειρήσεις θα παράσχουν εκπτώσεις σε ευρωπαϊκές αγορές και ιδίως στη Γερμανία, ώστε να καλύψουν τις απώλειες από τη ρωσική αγορά. Το γεγονός αυτό θα μεταφραστεί σε απώλειες για τις ελληνικές μονάδες, οι οποίες είναι ήδη ακριβότερες λόγω του αυξημένου ΦΠΑ.
- Κρίσιμες παράμετροι πάντως για τη νέα χρονιά αποτελούν αφενός η πολιτική που θα ακολουθήσουν οι τράπεζες αναφορικά με τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, καθώς και οι εξελίξεις στο ακανθώδες προσφυγικό ζήτημα.
- Απαραίτητη προϋπόθεση για την προσέλκυση μεγαλύτερου αριθμού τουριστών αποτελεί η περαιτέρω ποιοτική αναβάθμιση των ξενοδοχείων, καθώς και ο εμπλουτισμός των υπηρεσιών που παρέχουν. Σύμφωνα με το ΣΕΤΕ, η χώρα έως το 2021 πρέπει να αποκτήσει 150.000 επιπλέον κλίνες σε μονάδες 4 και 5 αστέρων, καθώς και να αναβαθμίσει 100.000 υφιστάμενες κλίνες. Η αύξηση της συμμετοχής καταλυμάτων υψηλότερων κατηγοριών στη σύνθεση του ξενοδοχειακού δυναμικού θα βελτιώσει την ποιότητα του ελληνικού τουριστικού προϊόντος, επιτρέποντας παράλληλα την καλύτερη ανταπόκριση σε συνθήκες υψηλής ζήτησης.
- Εξάλλου, οι επιδόσεις του εγχώριου τουρισμού την τελευταία διετία έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον εγχώριων και διεθνών επενδυτικών σχημάτων, τα οποία προτίθενται να αγοραστούν ή να κατασκευάσουν νέες εγκαταστάσεις. Μάλιστα, αρκετοί ιδιοκτήτες έχουν εκδηλώσει την πρόθεσή τους είτε να πωλήσουν τις μονάδες τους, είτε να παραχωρήσουν την διαχείρισή τους σε ξένες αλυσίδες hotel management.
- Η ανάπτυξη υποδομών μπορεί να διευκολυνθεί μέσω του νέου αναπτυξιακού νόμου και της απορρόφησης και κατάλληλης αξιοποίησης των πόρων του ΕΣΠΑ της νέας προγραμματικής περιόδου 2014-2020.

- Επίσης, απαιτείται προσανατολισμός σε αναδυόμενες αγορές (π.χ. Κίνα), αλλά και χώρες όπως οι ΗΠΑ και ο Καναδάς, οι οποίες μπορούν να διοχετεύσουν στη χώρα μας περισσότερους τουρίστες υψηλού εισοδήματος, που ενέχουν μεγαλύτερους μέσους όρους ημερήσιας δαπάνης.
- Ο κλάδος χρειάζεται ένα θεσμικό περιβάλλον που να απλοποιεί τις διαδικασίες αδειοδότησης για την διενέργεια σύνθετων τουριστικών επενδύσεων. Σε αυτά τα πλαίσια τοποθετείται η ψήφιση του Ν. 4179/2013 για απλούστευση των διαδικασιών και την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας στον τουρισμό.
- Επιπλέον, το νέο ειδικό χωροταξικό σχέδιο για τον τουρισμό καθιστά εφικτή τη δημιουργία ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων υψηλότερης κατηγορίας και κλίμακας, ακόμα και σε νησιά που απαγορευόταν μέχρι πρότινος. Τοπικοί φορείς όμως εκφράζουν αντιρρήσεις, τονίζοντας ότι το σχέδιο ενδέχεται να οδηγήσει σε άναρχη ανέγερση μονάδων, καθώς από την ανάπτυξη τουριστικών δραστηριοτήτων δεν εξαιρούνται πλέον ούτε προστατευόμενες περιοχές (ενταγμένες στο πρόγραμμα NATURA) και ακατοίκητα νησιά.
- Θετικό ρόλο για την είσοδο στην χώρα περισσότερων επισκεπτών τρίτων χωρών θα διαδραματίσει η απλούστευση της διαδικασίας έκδοσης αδειών εισόδου (Visa Schengen) από τα ελληνικά προξενία. Τα σημαντικότερα προβλήματα που πρέπει να επιλυθούν αφορούν στις έκδοση Visa από ασιατικές χώρες. Ως προς αυτή την κατεύθυνση εντάσσεται η πρόσφατη πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία μεταξύ άλλων περιλαμβάνει:
  - Μείωση της προθεσμίας από 15 σε 10 μέρες για την εξέταση της αίτησης και τη λήψη της απόφασης χορήγησης,
  - Αύξηση της ανώτατης προθεσμίας για την κατάθεση αίτησης από 3 σε 6 μήνες πριν την ημερομηνία αναχώρησης,
  - Δυνατότητα υποβολής αίτησης και σε προξενία άλλων χωρών της Ε.Ε. σε περίπτωση που δεν είναι παρόν ή δεν εκπροσωπείται το αρμόδιο για την αίτηση κράτος-μέλος,
  - Δυνατότητα έκδοσης θεώρησης πολλαπλών εισόδων τριετούς διάρκειας για τακτικούς ταξιδιώτες κ.ά.
- Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στον τομέα της ανάπτυξης των εναλλακτικών μορφών τουρισμού, όπου μέχρι στιγμής η αγορά βρίσκεται σε αρχικό στάδιο ( π.χ. θαλάσσιος, συνεδριακός τουρισμός, οικοτουρισμός, τουρισμός υγείας – ευεξίας κ.λπ.).

Βασική όμως προϋπόθεση είναι η δημιουργία των απαραίτητων υποδομών που θα στηρίξουν την ανάπτυξη του προϊόντος, όπως κατασκευή συνεδριακών κέντρων, πρόσθετων μαρίνων, σημείων επιβίβασης και αποβίβασης από κρουαζιερόπλοια κ.λπ.

- Σε διεθνές επίπεδο καταγράφεται σημαντική άνοδος του τουρισμού πόλεων (city trips), γεγονός που πρέπει να εκμεταλλευθεί η Αθήνα ώστε να βελτιώσει τη θέση της στον ευρωπαϊκό τουριστικό χάρτη. Σύμφωνα με το World Travel Monitor Forum, τα ταξίδια περιηγήσεων σε πόλεις κατά τη διάρκεια της περιόδου 2007-2014 αυξήθηκαν κατά 82%, αποτελώντας το 22% στο σύνολο των ταξιδιών διακοπών. Η ανοδική αυτή τάση αποδίδεται στην αυξημένη προσφορά πτήσεων από χαμηλού κόστους αεροπορικές εταιρείες, στα φθηνά καταλύματα, αλλά και σε νέες δραστηριότητες που προστίθενται στα πακέτα διακοπών (περιηγήσεις, εκδρομές κ.λπ.).
- Ο ελληνικός τουρισμός χρειάζεται ακόμα ενίσχυση της προσβασιμότητας σε απομακρυσμένες και δυσπρόσιτες περιοχές (π.χ. με απευθείας πτήσεις) και επενδύσεις σε αεροδρόμια και λιμάνια στρατηγικής σημασίας.
- Επίσης, απαιτείται η ανάδειξη των ιστορικών και αρχαιολογικών μνημείων και χωρών και κυρίως η διευκόλυνση των επισκέψεων σε αυτά μέσω της ορθολογικοποίησης και επέκτασης των ωραρίων.
- Το διαδίκτυο παρέχει πλέον τη δυνατότητα σε ολοένα και μεγαλύτερο αριθμό ενδιαφερόμενων τουριστών να οργανώσουν μόνοι τους τις διακοπές τους. Τα μικρότερα ξενοδοχεία πρέπει να εκμεταλλευθούν την τάση αυτή και να αναπτύξουν ιστότοπους με on-line συστήματα κρατήσεων, ώστε αφενός να γίνουν προσιτά και ελκυστικά στους καταναλωτές και αφετέρου να απεξαρτηθούν από τους tour operators.
- Μέσω των συμφωνιών υπενοικίασης και της λειτουργίας υπό το αναγνωρίσιμο όνομα μιας γνωστής αλυσίδας, οι εγχώριες μονάδες αποκτούν πρόσβαση σε υψηλότερου εισοδηματικού επιπέδου πελατεία, καθώς και μεγαλύτερη προβολή και προώθηση. Υπενθυμίζεται ότι το 51% των ξενοδοχείων 5 αστέρων της χώρας ανήκει σε αλυσίδες, ποσοστό που διαμορφώνεται σε κάτω από 20% για τις μονάδες 4 αστέρων.
- Ο κλάδος πρέπει να επενδύσει σε περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών, καθώς η ανοδική πορεία των αφίξεων θεωρείται δύσκολο να διατηρηθεί σε μακροχρόνια βάση. Στα πλαίσια αυτά, έχει ξεκινήσει η διαδικασία πιστοποίησης των ελληνικών ξενοδοχειακών επιχειρήσεων από ειδικευμένους φορείς, όπως εξάλλου υπαγορεύει η πολιτική της Ε.Ε. Οι μονάδες έχουν τη δυνατότητα να

λάβουν πιστοποίηση για τις υποδομές τους, την κουζίνα, το προσωπικό, τις υπηρεσίες management, τη διαχείριση των απορριμμάτων κ.λπ.

## 2.9 Στρατηγική Ανάλυση SWOT

### Πλεονεκτήματα & Προοπτικές

Η **δυναμική** την οποία επιδεικνύει ο κλάδος χαρακτηρίζεται από τα εξής σημεία:

- Διεθνούς φήμης ελληνικοί τουριστικοί προορισμοί.
- Ευνοϊκές κλιματολογικές συνθήκες.
- Πολυάριθμα πολιτισμικά και αρχαιολογικά μνημεία.
- Σημαντική θέση της Ελλάδας στο διεθνή τουριστικό χάρτη.
- Διαχρονική αύξηση του ξενοδοχειακού δυναμικού, ιδίως των μονάδων πολυτελείας.
- Παρουσία διεθνών αλυσίδων διαχείρισης στην ελληνική αγορά (branding).
- Διαχρονική βελτίωση των υποδομών σε μεταφορές (αεροπορικές εταιρείες, METRO κ.ά.)
- Σημαντική άνοδος της εισερχόμενης τουριστικής κίνησης την τελευταία τριετία.
- Βελτίωση των περιθωρίων κερδοφορίας.
- Περιορισμένη κεφαλαιακή μόχλευση.
- Ευνοϊκός εμπορικός κύκλος.

Οι **ευκαιρίες ανάπτυξης** οι οποίες παρουσιάζονται για τις επιχειρήσεις του κλάδου, συνοψίζονται στις ακόλουθες:

- Περαιτέρω αύξηση της εισερχόμενης τουριστικής κίνησης το 2016.
- Βελτίωση της ποιότητας μέσω δημιουργίας περισσότερων μονάδων πολυτελείας.
- Αξιοποίηση του επενδυτικού νόμου και του ΕΣΠΑ.
- Προσέλκυση τουριστών υψηλού εισοδήματος από Ανατολική και Κεντρική Ευρώπη, Κίνα και ΗΠΑ.

- Αναμόρφωση θεσμικού πλαισίου (επιτάχυνση των επενδύσεων μεγάλης κλίμακας, νέος χωροταξικός σχεδιασμός).
- Απλούστευση της διαδικασίας έκδοσης αδειών εισόδου στη χώρα (Visa Schengen).
- Ανάπτυξη των εναλλακτικών μορφών τουρισμού.
- Ανάπτυξη του τουρισμού πόλεων (city trips).
- Περαιτέρω βελτίωση των υποδομών σε μεταφορές, ασφάλεια, περίθαλψη.
- Καθιέρωση ορθολογικών ωραρίων λειτουργίας σε αρχαιολογικά μνημεία και χώρους.
- Ανάπτυξη ιστοτόπων από τα μικρά ξενοδοχεία με on-line συστήματα κρατήσεων.
- Περαιτέρω διεύρυνση του branding.
- Πιστοποίηση ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών.
- Ενίσχυση προγραμμάτων και δράσεων για τη διεθνή προβολή της χώρας.
- Αναβάθμιση και εκπαίδευση ανθρώπινου δυναμικού.

### **Κίνδυνοι & Αδυναμίες**

Ως **αδύνατα σημεία** για τον κλάδο χαρακτηρίζονται τα εξής:

- Έντονη εποχικότητα στην τουριστική κίνηση.
- Μεγάλος αριθμός παλαιών και χαμηλών κατηγοριών ξενοδοχείων.
- Υπερσυγκέντρωση ξενοδοχείων σε Κρήτη, Δωδεκάνησα και Μακεδονία.
- Έλλειψη υποδομών, κυρίως σε νησιά.
- Προβληματικός χωροταξικός σχεδιασμός και ασαφές καθεστώς χρήσεων γης.
- Χαμηλή ποιότητα εξω-ξενοδοχειακών υπηρεσιών.
- Εξάρτηση από τους tour operators.
- Υποχώρηση της μέσης κατά κεφαλή δαπάνης και της μέσης διάρκειας παραμονής.
- Προσωρινή ανάσχεση κρατήσεων και αφίξεων κατά τη διάρκεια των capital controls.
- Σημαντικές απώλειες στον εσωτερικό τουρισμό.

- Χαμηλή ρευστότητα και δυσχερής τραπεζική χρηματοδότηση – μη εξυπηρετούμενα δάνεια προηγούμενων ετών.
- Αδυναμία των μικρών ξενοδοχείων να εκμεταλλευθούν την αυξημένη τουριστική κίνηση.

Αθέμιτος ανταγωνισμός από παράνομα ενοικιαζόμενα δωμάτια και βίλες.

- Αρχικό στάδιο ανάπτυξης των εναλλακτικών μορφών τουρισμού.
- Γραφειοκρατική πολιτική έκδοσης Visa Schengen.
- Χαμηλότερο εργατικό κόστος σε ανταγωνιστικές χώρες.
- Χαμηλή εξειδίκευση σε μεγάλο ποσοστό του προσωπικού.

Οι **μεγαλύτεροι κίνδυνοι** για τον κλάδο συνίστανται στους εξής:

- Κάμψη της τουριστικής κίνησης λόγω της ύφεσης και της πολιτικής αστάθειας – Αρνητική δημοσιότητα της χώρας.
- Αύξηση του ΦΠΑ στο 13% - Μείωση ανταγωνιστικότητας.
- Κλιμάκωση του ανταγωνισμού από την Τουρκία.
- Επιδείνωση των οικονομικοπολιτικών συνθηκών σε βασικές χώρες προέλευσης τουριστών.
- Έξοδος της χώρας από τη Συνθήκη «Schengen» λόγω αδυναμίας αντιμετώπισης του προσφυγικού προβλήματος.
- Αλλαγή ιδιοκτησίας σε ξενοδοχειακές επιχειρήσεις που είναι επιβαρυνμένες με μη εξυπηρετούμενα δάνεια.
- Έξοδος πολλών ΜΜΕ από τον κλάδο – Μετατροπή σε ενοικιαζόμενα δωμάτια.
- Ανταγωνισμός από διεθνείς αλυσίδες hotel management.
- Πιστωτικός κίνδυνος έναντι tour operators και ταξιδιωτικών πρακτορείων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

### 3.1 Επενδυτική δραστηριότητα

Η ενίσχυση της τουριστικής κίνησης της χώρας έχει προκαλέσει το επενδυτικό ενδιαφέρον για την δημιουργία νέων μονάδων πολυτελείας (σύνθετα τουριστικά καταλύματα, luxury boutique hotels), παρά την οικονομική αβεβαιότητα, τη γραφειοκρατία και την υψηλή φορολόγηση. Περιοχές ενδιαφέροντος αποτελούν κυρίως η Μακεδονία, η Στερεά Ελλάδα, η Πελοπόννησος, τα νησιά του Αιγαίου και η Κρήτη. Βάσει εκτιμήσεων των τουριστικών αρχών, στα τέλη του 2015 βρίσκονταν σε στάδιο αναμονής αδειοδότησης επενδυτικά σχέδια ύψους €5 δις. από διεθνή funds και εταιρείες διαχείρισης.

Σημαντικά project που θα υλοποιηθούν περιλαμβάνουν την επέκταση των εγκαταστάσεων στο Costa Navarino στη Μεσσηνία στα πλαίσια της συνεργασίας της TEMES με τον Όμιλο Olayan.

Στην ίδια περιοχή προτίθεται να επενδύσει και η Grace Hotels για την κατασκευή ενός σύνθετου τουριστικού συγκροτήματος που θα περιλαμβάνει ξενοδοχείο 5 αστέρων 266 κλινών, επιπλωμένα διαμερίσματα, συνεδριακό κέντρο και κέντρο θαλασσοθεραπείας.

Πρόσφατα, δόθηκε η έγκριση για το έργο «Kilada Hills της Mindcompass Overseas», θυγατρικής της Dolphin Capital Investors, σε ακίνητο που βρίσκεται στην Κοιλιάδα Αργολίδας. Η επένδυση, προϋπολογισμού €400 εκ., περιλαμβάνει την κατασκευή ξενοδοχείου 5 αστέρων 266 κλινών, επιπλωμένα διαμερίσματα, συνεδριακό κέντρο και κέντρο θαλασσοθεραπείας.

Επίσης, αναφέρεται η συνεργασία του fund «Oaktree» με τον Όμιλο Σάνη για την ανάπτυξη νέων ξενοδοχειακών μονάδων (η κοινοπραξία ήδη διαχειρίζεται δύο πολυτελή ξενοδοχεία).

Το σχέδιο «Atlanti Hills» αφορά τη δημιουργία από την εταιρεία Λοκρός 3 μονάδων 5 αστέρων συνολικής δυναμικότητας 2.990 κλινών, σε ιδιόκτητη έκταση 12.350 στρεμμάτων στην Αταλάντη. Επίσης, θα κατασκευαστούν 3.306 κατοικίες με 5.882 κλίνες, 3 γήπεδα γκολφ, πολιτιστικό χωριό και εμπορικά καταστήματα, σε ένα έργο εκτιμώμενου προϋπολογισμού €1,5 δις.

Ακόμα, επισημαίνεται η σχεδιαζόμενη επένδυση στη Χίο για τη δημιουργία πεντάστερου ξενοδοχείου 1.000 κλινών στην περιοχή των πρώην Κεραμείων, με τον προϋπολογισμό να ανέρχεται στα €150 εκ.



Στην Κρήτη η Minoan Group προτίθεται να προχωρήσει στην κατασκευή 5 ξενοδοχείων και ενός γηπέδου γκολφ στο Λασιθί, σε ένα έργο αξίας €267,7 εκ.

Επίσης, η «Pravita Estate Holding» προωθεί στη Χαλκιδική επένδυση €726,4 εκ. στον Ταξιάρχη, σε έκταση περίπου 12.500 στρεμμάτων.

Αναφορικά με τις πρακτικές που εφαρμόζονται στον κλάδο, αρκετά συνηθισμένη επιλογή αποτελεί πλέον η υπενοικίαση και επομένως παραχώρηση του management ξενοδοχειακών μονάδων, ιδίως από ιδιοκτήτες που αντιμετωπίζουν έλλειψη ρευστότητας και δυσχέρεια άντλησης τραπεζικών κεφαλαίων. Το μοντέλο αυτό εφαρμόζεται εκτεταμένα στη νησιωτική Ελλάδα εδώ και χρόνια.

Αντιθέτως, οι πωλήσεις ξενοδοχείων είναι δυσκολότερες, καθώς η προσφορά μονάδων που διατίθενται προς πώληση είναι μεν υψηλή, η ζήτηση όμως διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα, καθώς οι τιμές –αν και μειούμενες- ακόμα δεν κυμαίνονται σε ελκυστικά επίπεδα. Ίδια εικόνα παρατηρείται και στην αγορά της Αθήνας, με τις τιμές των προς πώληση ξενοδοχείων στο κέντρο της πόλης να μειώνονται.

Σύμφωνα με φορείς του τουριστικού real estate, οι αγοραπωλησίες στον κλάδο τα τελευταία χρόνια, λαμβανομένων υπόψη των ευκαιριών που προκύπτουν, είναι λίγες, καθώς οι υποψήφιοι αγοραστές τηρούν στάση αναμονής, προσδοκώντας περαιτέρω πτώση των τιμών.

Σημειώνεται ότι τα προηγούμενα χρόνια η ζήτηση από το εξωτερικό εκδηλωνόταν κυρίως από επενδυτικά funds υψηλού ρίσκου, τα οποία επιζητούσαν τιμές 40% χαμηλότερες από τις προσφερόμενες. Ωστόσο η GLP Values εκτιμάει ότι η εικόνα αυτή σταδιακά θα αλλάξει, καθώς επώνυμες αλυσίδες που δραστηριοποιούνται εδώ και χρόνια στην Ελλάδα έχουν εκδηλώσει την πρόθεσή τους να ενισχύσουν την παρουσία τους μέσω απόκτησης ή ανάληψης διαχείρισης περισσότερων ξενοδοχειακών μονάδων.

Σε νομοθετικό επίπεδο, ο Ν. 4179/2013 (Απλούστευση διαδικασιών για την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας στον τουρισμό, αναδιάρθρωση του Ελληνικού Οργανισμού Τουρισμού και λοιπές διατάξεις) φιλοδοξεί να επιταχύνει τις διαδικασίες αδειοδότησης των επενδύσεων στον τομέα του τουρισμού και να εισάγει το fast track στις τουριστικές επενδύσεις.

Επίσης, το νέο ειδικό πλαίσιο χωροταξικού σχεδιασμού και αιεφόρου ανάπτυξης για τον τουρισμό στοχεύει στη δημιουργία τουριστικών καταλυμάτων υψηλότερου αριθμού αστέρων, αλλά και στην αναβάθμιση υφισταμένων τουριστικών καταλυμάτων σε 4 και 5

αστέρων. Έμφαση δίνεται στην ενθάρρυνση μεγάλης κλίμακας επενδύσεων και στην αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας. Αναλυτικότερα, οι σημαντικότερες αλλαγές που επιφέρει είναι οι εξής:

- Ο ανώτατος μεικτός συντελεστής δόμησης καθορίζεται πλέον ανάλογα με την έκταση και όχι την περιοχή: για έκταση από 300 έως 2.000 στρέμματα ορίζεται σε 0,05, από 2.000 έως 4.000 στρέμματα σε 0,03, ενώ για μεγαλύτερες εκτάσεις περιορίζεται στο 0,01,
- Η Κρήτη και η Εύβοια θεωρούνται πλέον ηπειρωτικός χώρος,
- Επιτρέπεται η χωροθέτηση σε νησιά με επιφάνεια μικρότερη των 90τετρ.χλμ.,
- Στα αναπτυγμένα νησιά επιτρέπεται μόνο η ανέγερση μονάδων 4 και 5 αστέρων, ενώ στα αναπτυσσόμενα νησιά επιτρέπεται και η κατασκευή μονάδων 3 αστέρων,
- Δυνατότητα ανάπτυξης τουριστικών εγκαταστάσεων ακόμα και σε βραχονησίδες ή ερημονήσια με έκταση 300 στρέμματα (από 500 στρέμματα ίσχυε πριν), με την προϋπόθεση να βρίσκονται τουλάχιστον 10 μίλια από τα σύνορα της χώρας, ώστε να αξιοποιηθεί η δημόσια περιουσία,
- Προβλέπονται δράσεις ανάπτυξης των εναλλακτικών μορφών τουρισμού (δημιουργία εγκαταστάσεων εξυπηρέτησης επιβατών κρουαζιέρας, ανάπτυξη καταδυτικών πάρκων, ενίσχυση αγροτουρισμού και οινοτουρισμού).

### 3.2 ΦΠΑ στον τουρισμό

Η αύξηση του ΦΠΑ στις τουριστικές υπηρεσίες από το 6% στο 13% τον Οκτώβριο –στα πλαίσια του νέου προγράμματος αναχρηματοδότησης της χώρας- καθιστά πλέον τον εγχώριο τουρισμό αρκετά ακριβότερο σε σχέση με τους βασικούς ανταγωνιστές στη Μεσόγειο. Σύμφωνα με την KPMG, στις υπόλοιπες χώρες ο ΦΠΑ κυμαίνεται από 6% έως 10% (Μάλτα: 7%, Τουρκία: 8%, Κύπρος και Βουλγαρία: 9%, Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία: 10%).

Σε νησιά του Αιγαίου πάντως οι αυξήσεις είναι αρκετά μεγαλύτερες, καθώς δεν ισχύουν πλέον οι μειωμένοι κατά 30% συντελεστές ΦΠΑ.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις, η αύξηση του κόστους του τουριστικού πακέτου τη νέα χρονιά θα φτάσει το 5%-7%, μεγάλο μέρος της οποίας θα καλυφθεί με άνοδο τιμών έως και 5%, όπως αποτυπώνεται στις συμφωνίες που έχουν καταρτίσει μέχρι σήμερα οι

ξενοδοχειακές επιχειρήσεις με τους tour operators. Πάντως, μέρος της αύξησης θα απορροφηθεί από τις ξενοδοχειακές επιχειρήσεις, γεγονός που θα επιβαρύνει τα αποτελέσματά τους από το 2016.

### **3.3 Έλληνική δημοσιονομική κρίση και επιπτώσεις για το ακίνητο αγορά**

#### **Εισαγωγή**

Η οικονομική κρίση που εκτυλίχθηκε στα μέσα του 2008 οδήγησε σε δραματική αύξηση του δημόσιου χρέους σε πολλές προηγμένες οικονομίες. Κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, έχουμε δει τη μετατροπή της κρίσης στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ το 2007, κρίση κρατικού χρέους στην Ευρωζώνη (Reinhart και Rogoff, 2009, 2010). Η Ελλάδα και άλλες περιφερειακές χώρες της ΟΝΕ (Ιρλανδία, Πορτογαλία και Κύπρος) έχουν πληγεί σοβαρά από την "καταιγίδα" δημόσιου χρέους (De Grauwe, 2010).

Στα τέλη του 2009 και στις αρχές του 2010, η ελληνική κυβέρνηση «έτρεχε» μεγάλο προϋπολογισμό με ελλείμματα για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα ξεπερνώντας κατά πολύ το χρέος. Το τελικό αποτέλεσμα ήταν μια κλιμάκωση του κόστους δανεισμού, το οποίο ανάγκασε την ελληνική Κυβέρνηση να σχεδιάσει και να υιοθετήσει ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής εξυγίανσης, προκειμένου να μειωθεί το δημόσιο χρέος και να δημιουργηθεί το πλαίσιο για τη βελτίωση της σταθερότητας και της ανάπτυξης της οικονομίας (Κουρέτας και Βλάμης, 2010).

Η σημερινή ελληνική τραγωδία φαίνεται να έχει τουλάχιστον τρεις βασικές αιτίες. Πρώτον, πέρα από οποιαδήποτε αμφιβολία, η κύρια ευθύνη για την κρίση χρέους στην Ελλάδα ανήκει στις ελληνικές κυβερνήσεις και την αδυναμία του πολιτικού συστήματος που οδήγησε σε μια σταθερή κακοδιαχείριση της εγχώριας οικονομίας προσθέτοντας το δημόσιο χρέος σε ένα ποσοστό, το οποίο ήταν πολύ υψηλότερο από ότι στην υπόλοιπη Ευρωζώνη σε μια στιγμή που το επίπεδο του δημόσιου χρέους είναι ήδη πάνω από 100 τοις εκατό του ΑΕΠ.

Δεύτερον, οι χρηματοπιστωτικές αγορές και ιδίως οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας απέτυχαν στην πρόβλεψη της κρίσης των στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ του 2007. Η αποτυχία αυτή οδήγησε τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε μια υπερβολική αντίδραση στην προσπάθειά τους να αποκαλύψουν πιθανές κρίσεις κρατικού χρέους. Η Ελλάδα και άλλες περιφερειακές χώρες της ΟΝΕ ήταν φυσικά στόχοι, δεδομένου ότι είχαν για μεγάλο χρονικό διάστημα πολύ μεγάλα ελλείμματα στον προϋπολογισμό τους. Έτσι, κράτησαν την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του χρέους στην Ελλάδα λόγω της υψηλής πιθανότητας

αποτυχίας και έτσι τελικά, η Ελλάδα αναγκάστηκε να αποχωρήσει από τη διεθνή αγορά ομολόγων.

Τρίτον, ένα μέρος της ευθύνης για την σημερινή κατάσταση δικαίως συνδέεται με την καθυστερημένη αντίδραση των κυβερνήσεων της Ευρωζώνης, καθώς και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Οι χώρες της Ευρωζώνης και συγκεκριμένα η Γερμανία απέτυχε να δώσει ένα σαφές μήνυμα προς τις αγορές που ήταν πρόθυμες να παράσχουν άμεση πολιτική και οικονομική στήριξη σε ανάλογα με το ποια χώρα αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα. Ένας λόγος για αυτή την αργή αντίδραση συνδέεται με το ζήτημα του κατά πόσον ένα σχέδιο διάσωσης μιας χώρας-μέλους επιτράπη σύμφωνα με τις συνθήκες της ΕΕ. Ένας ακόμη ισχυρότερος λόγος είναι η έλλειψη πολιτικής ένωσης στην Ευρώπη, η οποία δεν επέτρεψε τον σχηματισμό ενός ομοσπονδιακού δημοσιονομικού προϋπολογισμού με μια κοινή δημοσιονομική πολιτική στο πλαίσιο της ΕΕ και ένα μηχανισμό μεταρρυθμίσεων για την αντιμετώπιση της κρίσης σε υπερεθνικό επίπεδο.

Πιο πρόσφατα, εν τούτοις, έγινε μια προσπάθεια να δημιουργήσει μηχανισμούς διάσωσης όπως είναι η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕFSF) και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας.

Επιπλέον, η ΕΚΤ δεν είχε μια σαφή στρατηγική για την καταπολέμηση της κρίσης χρέους στις αρχές του 2010 και δεν παρείχε ένα σαφές μήνυμα στις αγορές ότι θα κρατούσε την αποδοχή κρατικών ομολόγων, ως εγγύηση στην παροχή ρευστότητας, ακόμη και στην περίπτωση που οι αξιολογήσεις των ομολόγων έχουν υποβαθμιστεί κάτω από το όριο A2 (Κουρέτας και Βλάμης, 2010). Έγινε μόνο σαφές όταν ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, Jean-Claude Trichet ανακοίνωσε ότι η ΕΚΤ θα συνεχίσει να δέχεται τα ελληνικά κρατικά ομόλογα ως εγγυήσεις, ανεξάρτητα από τις αξιολογήσεις των οργανισμών αξιολόγησης (ΕΚΤ, 2010).

Σε ό,τι αφορά την ελληνική αγορά ακινήτων, αυτή ήταν πάντα ένα από τους πυλώνες της οικονομικής ανάπτυξης στην Ελλάδα. Η κατασκευαστική βιομηχανία ιδίως, ήταν και θεωρείται ότι είναι ένας από τους σημαντικότερους κλάδους της ελληνικής οικονομίας (Πριν από τη δημοσιονομική κρίση) και αυτό ήταν όχι μόνο λόγω του μεγέθους της (Καραμανώλη και Βλάμης, 2010). Επηρέασε σημαντικά την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και λόγω αυτού η σημασία της για τις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας δεν ήταν ποτέ αμφισβητήσιμη. Η συνεισφορά της στον τομέα της απασχόλησης είναι σημαντική καθώς απασχολεί περισσότερους από 7 τοις εκατό του εργατικού δυναμικού της συνολικής χώρας. Επίσης, ο τομέας των κατασκευών

επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό, αν και έμμεσα, άλλους τομείς της ελληνικής οικονομίας, όπως η εξόρυξη, οικοδομικά υλικά, ηλεκτρικές συσκευές, κλπ (Μπένος et al., 2011).

Η εφαρμογή αυστηρών προγραμμάτων λιτότητας, από το 2010 και μετά, έχει προκαλέσει σημαντική μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες που πιέζει την ελληνική οικονομία σε μια βαθιά ύφεση. Δεδομένου ότι υπάρχει μια επίδραση από την μακροοικονομία στον τομέα των ακίνητων περιουσιακών στοιχείων ακινήτων (Καρούσος και Βλάμης, 2008) επιμέρους τομείς όπως οι κατασκευές, τα ακίνητα, οι υπηρεσίες, κλπ αναμένεται να επηρεαστούν αρνητικά. Στην πραγματικότητα, αρκετές εταιρείες που ήταν πετυχημένες στην ελληνική βιομηχανία ακινήτων περιουσιών και εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών πριν από την ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2009 είναι πλέον σε πτώχευση.

Ο σκοπός της παραγράφου είναι πρώτα, να επανεξετάσει τις πηγές της δημοσιονομικής ανισορροπίας και την κρίση χρέους στην Ελλάδα. Δεύτερον, αν και οι επιπτώσεις της κρίσης δεν μπορούν να εκτιμηθούν εξ ολοκλήρου, δεδομένου ότι δεν έχει τελειώσει ακόμη.

Η ανάλυση δείχνει ότι η τρέχουσα δημοσιονομική πολιτική της ελληνικής οικονομίας και η κρίση στην ελληνική αγορά ακινήτων είναι αλληλένδετες.

### **3.4 Οι κύριες αιτίες της σημερινής ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης**

Δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι η συνεχή διεύρυνση των δημοσίων ελλειμμάτων σε συνδυασμό με τη μείωση της εξωτερικής ανταγωνιστικότητας έπαιξαν καθοριστικό ρόλο για την επιδείνωση της δημοσιονομικής πολιτικής της ελληνικής οικονομίας. Η αύξηση των δημοσίων δαπανών κατά την τελευταία δεκαετία, όταν η Ελλάδα βιώνει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, έχει οδηγήσει σε δραματική αύξηση στις δανειακές ανάγκες και τα υψηλά επίπεδα του συσσωρευμένου δημόσιου χρέους. Η έλλειψη της αναγκαίας δημοσιονομικής εξυγίανσης και η συνεχής ψευδή αναφορά των φορολογικών δεδομένων έχουν υπονομεύσει την αξιοπιστία της κυβέρνησης στην Ελλάδα. Στα μέσα Οκτωβρίου του 2009, η νέα εκλεγμένη κυβέρνηση ανακοίνωσε το έλλειμμα του προϋπολογισμού για το 2009 εκτιμάται ότι είναι 12,7 τοις εκατό του ΑΕΠ, ενώ η προηγούμενη κυβέρνηση είχε ισχυριστεί το Σεπτέμβριο του 2009 ότι το έλλειμμα δεν θα είναι υψηλότερο από 6,5 τοις εκατό του ΑΕΠ. Η στατιστική υπηρεσία της ΕΕ Eurostat, αναθεώρησε (προς τα πάνω) ότι το ελληνικό έλλειμμα του προϋπολογισμού για το 2009 έχει αυξηθεί σε 15,6 τοις εκατό του ΑΕΠ.

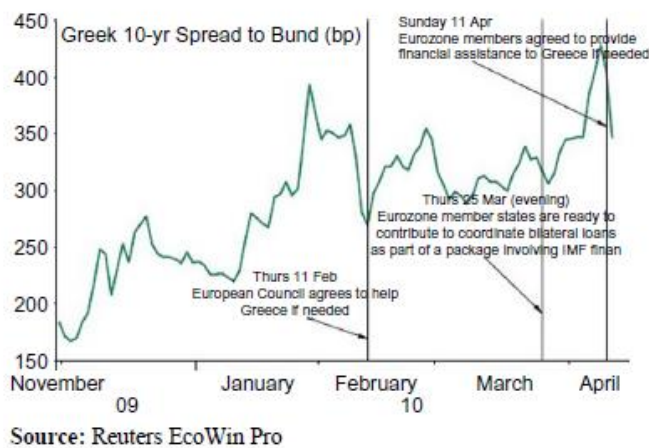
Επιπλέον, η μείωση της ανταγωνιστικότητας με την είσοδο της ONE οδήγησε σε επίμονο έλλειμμα του ισοζυγίου στις τρέχουσες συναλλαγές (Μαλλιάρopoulos, 2010). Αυξημένα «δίδυμα ελλείμματα» μαζί με την έλλειψη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων όσον αφορά την ευελιξία στον δημόσιο τομέα και την αγορά εργασίας, την κοινωνική ασφάλιση και τον ανταγωνισμό της αγοράς, ανάγκασε την Ελλάδα να εκδώσει νέα ομόλογα σε περιόδους σύντομης ωριμότητας και σε υψηλότερα επιτόκια σε σχέση με την "άγκυρα" της ONE, που είναι η Γερμανία. Ως αποτέλεσμα, η ικανότητα της ελληνικής κυβέρνησης να λειτουργήσει πάνω σε αυτό το χρέος αμφισβητήθηκε λόγω της αντιληπτικότητας από την διεθνή κεφαλαιαγορά που έκανε λόγο για μεγάλη πιθανότητα χρεοκοπίας της Ελλάδας.

Άλλοι παράγοντες που συνέβαλαν στη δημοσιονομική κρίση, την οποία η Ελλάδα αντιμετωπίζει από τον Οκτώβριο του 2009, είναι εξωγενείς και έχουν να κάνουν με τις συνέπειες της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της χρονοκαθυστερημένης ανταπόκρισης της Ευρώπης στην ελληνική δημοσιονομική κρίση. Πιο συγκεκριμένα, οι κυβερνήσεις της Ευρωζώνης απέτυχαν να δώσουν ένα σαφές μήνυμα, υποδεικνύοντας την ετοιμότητά τους να στηρίξουν την Ελλάδα, ενώ παράλληλα η ελληνική δημοσιονομική κρίση ήταν σε κλιμάκωση. Νομικός σκεπτικισμός και ερωτήματα όπως "είναι οι διασώσεις παράνομες;" τέθηκαν, κυρίως από τη Γερμανία, για ένα θέμα το οποίο ήταν εν μέρει πολιτικό. Ωστόσο, δεν υπάρχει τίποτα στη Συνθήκη του Μάαστριχτ, που αποτρέπει τα κράτη μέλη της ΕΕ από την παροχή κοινοτικής οικονομικής βοήθειας σε μια χώρα που βρίσκεται σε οικονομική δυσχέρεια. Πιο συγκεκριμένα, το άρθρο 103α (Τμήμα 2) της Συνθήκης του Μάαστριχτ ορίζει ότι Όταν ένα κράτος μέλος αντιμετωπίζει δυσκολίες ή διατρέχει μεγάλο κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες που προκλήθηκαν από έκτακτες περιστάσεις που εκφεύγουν από τον έλεγχό του, το Συμβούλιο δύναται, αποφασίζοντας ομόφωνα μετά από πρόταση της Επιτροπής, να χορηγεί, υπό ορισμένους όρους, κοινοτική χρηματοδοτική συνδρομή στο ενδιαφερόμενο κράτος μέλος (Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση - Συνθήκη του Μάαστριχτ, 1992).

Ένας άλλος εξωγενής παράγοντας που συνέβαλε στην αστάθεια της ελληνικής οικονομίας ήταν η, κατά το χρόνο, έλλειψη κεφαλαίων αλληλεγγύης σε επίπεδο ΕΕ. Αυτή η έλλειψη ευρωπαϊκής αλληλεγγύης σταδιακά αντικατοπτρίζεται στη διεύρυνση των ελληνικών «spreads» σε γερμανικά «Bund». Την άνοιξη-καλοκαίρι του 2008, η διαφορά της απόδοσης των δεκαετούς ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έναντι του γερμανικού «Bund» κυμάνθηκε μεταξύ 25 και 65 μονάδες βάσης. Στη συνέχεια, μετά τις γενικές εκλογές στην Ελλάδα τον Οκτώβριο του 2009, καταγράφηκε μια δραματική

αύξηση του «spread» όταν ήταν προφανές πως το δημόσιο χρέος έφθανε σε μη ανεκτό επίπεδο.

Στο διάγραμμα 4 απεικονίζεται πως η απόδοση του δεκαετής ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου κυμάνθηκε κατά του γερμανικού «Bund» από το Νοέμβριο του 2009, λίγο μετά τη νέα εκλεγόμενη σοσιαλ-δημοκρατική κυβέρνηση που ήρθε στην εξουσία, μέχρι τον Απρίλιο του 2010, όταν τα μέλη της Ευρωζώνης συμφώνησαν να παράσχουν, αν χρειαστεί, οικονομική βοήθεια προς την Ελλάδα.



Greek fiscal  
crisis and  
repercussions

25

Figure 1.  
Greek ten-year bond yield  
spread to the German  
Bund – November  
2009-April 2010

#### Διάγραμμα 4: Ελληνική Δημοσιονομική κρίση

Υπάρχει ανησυχία για την εξέλιξη της ελληνικής αγοράς ακινήτων υπό το πρίσμα της δημοσιονομικής κρίσης. Αυτή η ύφεση είναι ενισχυμένη από την υφιστάμενη αρνητική ψυχολογία, επειδή οι συμμετέχοντες στην αγορά φοβούνται τις επιπτώσεις της κρίσης του ελληνικού χρέους. Επιπλέον, η συχνές αλλαγές στη φορολογική νομοθεσία έχουν δημιουργήσει αβεβαιότητα και τη μείωση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων (Καραμανώλη και Βλάμης, 2008). Αυτό έχει επηρεάσει αρνητικά τις συναλλαγές ακινήτων και, κατά συνέπεια, τις εταιρείες που ασχολούνται με ελληνικό κατασκευαστικό τομέα, ακίνητα υπηρεσίες, κ.λπ. Επίσης, οι λεγόμενες «αντικειμενικές αξίες» των πραγματικών περιουσιακών στοιχείων τόσο για τις αστικές όσο και για τις αγροτικές περιοχές πρόκειται να αναθεωρηθούν προς τα πάνω - κάποια στιγμή από τώρα και μέχρι το 2016.

Τα δεδομένα που δημοσιεύτηκαν πρόσφατα από την Τράπεζα της Ελλάδος (2013b) παρουσιάζουν ότι ο αριθμός των συναλλαγών ακινήτων εξακολουθεί να μειώνεται σημαντικά (Πίνακας II).

Η εικόνα q-o-q για τον όγκο των πωλήσεων ακινήτων για το 2012 και το 2013 δείχνει ότι πωλήσεις ακινήτων συνεχίζουν να πέφτουν (πίνακας III).

Η κρίση, που η ελληνική αγορά ακινήτου βιώνει, έχει επίσης συνδεθεί με την ελληνική τραπεζική κρίση και τη συνακόλουθη πιστωτική κρίση που έχει προκύψει.

Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (2013a), ο όγκος της ιδιωτικής και της δημόσιας οικοδομικής δραστηριότητας σε όλη τη χώρα (μετριέται από τον αριθμό των οικοδομικών αδειών) έχει μειωθεί κατά 46 τοις εκατό κατά τη διάρκεια της περιόδου Απρίλιος 2012-Μάρτιος 2013 (σε σύγκριση με την περίοδο Απρίλιος 2011 - Μάρτιος 2012).

Επιπλέον, στοιχεία από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (2013c) αποκαλύπτουν ότι ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές μειώθηκε κατά 19 τοις εκατό το 2012Q4 (σε σύγκριση με 2011Q4).

Πίνακας 12: Μέγεθος συναλλαγών στην Ελλάδα τα έτη (2009-2012) και (2012-2013)

		2009	2010	2011	2012
<b>Table II.</b> Volume of property transactions in Greece for 2009-2012 (in thousands)	Volume of estimated property transactions (with financial institutions intermediation)	74,586	74,457	42,814	29,584
	Percentage change	-35.7	-0.2	-42.5	-30.9
	<b>Source:</b> Bank of Greece (2013b)				

		2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
<b>Table III.</b> Volume of property transactions in Greece for 2012-2013 (q-o-q, in thousands)	Volume of estimated property transactions (with financial institutions intermediation)	6,594	6,861	5,623	10,506	4,976
	Percentage change	-48.5	-43.0	-42.1	27.3	-24.5
	<b>Source:</b> Bank of Greece (2013b)					

Σε ό, τι αφορά τα εμπορικά ακίνητα υπο-αγορές (δηλαδή, τα γραφεία, το λιανικό εμπόριο και υλικοτεχνική υποστήριξη), παρουσιάζουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- . τάση για επαναδιαπραγμάτευση των όρων των συμβάσεων μίσθωσης, η οποία πολύ συχνά οδηγεί σε σημαντικά χαμηλότερα ενοίκια για τους ενοικιαστές
- . μειωμένη ζήτηση για νέα γραφεία, λιανικό εμπόριο και βιομηχανική χώρο λόγω της μακροοικονομικής αστάθειας που προκαλεί την ανησυχία των νοικοκυριών σχετικά με το μέλλον των εισοδημάτων και την απασχόληση
- . υψηλότερες αποδόσεις για τους δυνητικούς επενδυτές.



Από την άλλη, η εφαρμογή αυστηρών προγραμμάτων λιτότητας από το έτος 2010 έχει προκαλέσει σημαντική μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες και αυτό, με τη σειρά του, έχει ωθήσει τον ελληνικό τομέα του λιανικού εμπορίου ακινήτων σε βαθιά ύφεση. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, οι μικροί και μεσαίου μεγέθους λιανοπωλητές έχουν οδηγηθεί σε πτώχευση. Έτσι, η σημερινή δημοσιονομική κρίση είχε άμεσες αρνητικές επιπτώσεις στην επιχείρηση κλεισίματος.

Πίνακας 13: %Μεταβολή των λιανικών καταστημάτων που έκλεισαν (Αυγ 2010-2012)

Areas	August 2010	March 2011	August 2011	March 2012
City Centre Athens	18	23.4	24.4	29.6
Marousi	16.3	17	19.5	17
Kifissia	11.8	21	23.8	23.7
Chalandri	17	22.3	20.5	20
Kolonaki	12.5	18.6	23.7	19.7
N. Ionia	14.7	17.8	21.2	28.1
Kalithea	13.5	16.8	19.6	22.7
Piraeus	11	17.6	22	27.3

**Table V.**  
Percentage change of retail shops that closed down in the Attika region of Greece between August 2010 and August 2012

**Source:** Data available from the National Federation of Greek Retailers (March 2012)

Συνοπτικά, στη παράγραφο αυτή έγινε μια γενική επισκόπηση των εξελίξεων στην ακίνητη περιουσία της αγοράς υπό το φως της τρέχουσας οικονομικής κρίσης και μια προσπάθεια να αναδείξει και να παρουσιάσει την έκταση με την οποία η τρέχουσα δημοσιονομική πολιτική της ελληνικής οικονομίας και η κρίση στην ελληνική αγορά ακινήτων είναι συνυφασμένα. Η ανάλυση παρέχει σε κάθε ενδιαφερόμενο ενδείξεις ότι η τρέχουσα οικονομική ύφεση έχει σημαντικές δυσμενείς επιπτώσεις στον τομέα των ακινήτων στην Ελλάδα και πως η εφαρμογή αυστηρών μέτρων λιτότητας από την ελληνική κυβέρνηση, προκειμένου να μειωθεί το έλλειμμα του προϋπολογισμού και να σταθεροποιηθεί το δημόσιο χρέος, προκάλεσε σημαντική μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες πιέζοντας την ελληνική οικονομία και, κατά συνέπεια, την αγορά ακινήτων σε βαθιά ύφεση με αποτέλεσμα, να υπάρχει υπερβάλλουσα προσφορά νεόδμητων κατοικιών στην πώληση σε όλη την Ελλάδα.

### 3.5 Χαρακτηριστικά των Επενδύσεων σε Ακίνητα

Για την αξιολόγηση μιας επένδυσης ακινήτου είναι απαραίτητη η εξέταση των χαρακτηριστικών της επένδυσης. Κάθε είδος ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ στα ΑΚΙΝΗΤΑ (και όχι μόνο) έχει τέσσερα συν ένα χαρακτηριστικά:

- 1. Μεταβολή της καθαρής αξίας**
- 2. Βαθμό απόδοσης**
- 3. Αβεβαιότητα απόδοσης (ρίσκο)**
- 4. Δυνατότητα ρευστοποίησης**
- 5. Ψυχολογική – προσωπική αξία**

Είναι προφανές πως οι τέσσερις πρώτοι τρόποι είναι μετρήσιμοι και κατά μία έννοια αντικειμενικοί. Ο πέμπτος είναι μη μετρήσιμος, ωστόσο πάρα πολλές φορές αποτελεί τον κυριότερο παράγοντα απόφασης (θελημένα ή αθέλητα) για την επένδυση ή όχι σε ένα ακίνητο. Το τελευταίο μάλιστα χαρακτηριστικό είναι ιδιαίτερο στοιχείο στις επενδύσεις ακινήτων ή έργων τέχνης ή πολύτιμων λίθων ή συλλογών νομισμάτων, γραμματοσήμων κλπ. Δύσκολα κάποιος θα επηρεαστεί από ψυχολογικούς λόγους να αγοράσει μετοχές κάποιας εταιρείας, ενώ αντίθετα με ένα από τα προηγούμενα είδη που ανέφερα τα πράγματα είναι διαφορετικά.

Παρακάτω αναλύονται τα παραπάνω χαρακτηριστικά:

#### **1. Μεταβολή της καθαρής αξίας**

Η μεταβολή της καθαρής αξίας αφορά την καθαρή αξία του ακινήτου σε διάφορα χρονικά σημεία. Πρόκειται στην ουσία για ένα μη αντικειμενικό κριτήριο και περισσότερο ένα είδος άτυπης συμφωνίας (ή επιβολής) μίας αξίας. Οι αντικειμενικές τιμές της εφορίας αντιπροσωπεύουν την επιβαλλόμενη αξία από την κυβέρνηση στο κάθε ακίνητο συνήθως προς τα κάτω. Η εμπορική αξία είναι αυτή που συμφωνείται από ένα μεγάλο σύνολο ότι περίπου ισχύει. Όταν γίνεται αναφορά κόστους 170,000ΕΥΡΩ το στρέμμα ή για ένα σπίτι 2,500 ευρώ/τμ εννοείται ακριβώς στην πρώτη περίπτωση. Απαιτείται μεγάλη προσοχή καθώς η αξία αυτή δεν είναι και αυτή που κατ' ανάγκη γίνεται μία συναλλαγή ή συμφωνείται σε ένα συμβόλαιο. Ωστόσο αποτελεί σε συνδυασμό με την αντικειμενική αξία (που αποτελεί ένα κατώτατο σημείο αναφοράς) μία παραδοχή που δύσκολα κάποιος μπορεί να αντικρούσει. Είναι μεγάλο λάθος να θεωρείτε πως αυτή η καθαρή αξία είναι ένα «απόλυτο» και «αιώνιο» μέγεθος. Μόνο μια κυβέρνηση θα μπορούσε να τροποποιήσει μονομερώς τη συμφωνία αλλάζοντας τις αντικειμενικές αξίες αυθαίρετα σε μία περιοχή. Από την άλλη πλευρά ο σκληρός νόμος προσφοράς και ζήτησης είναι δυνατόν να απενεργοποιήσει οποιαδήποτε κυβερνητική παρέμβαση και να δώσει συγκεκριμένες κατευθύνσεις στην αξία ενός ακινήτου. Η φημολογία επίσης είναι συστατικό της επίδρασης στην άτυπη συμφωνία.

## **2. Βαθμός απόδοσης**

Ο βαθμός απόδοσης τώρα έχει να κάνει με τη σχετική ή απόλυτη απόδοση σε κάποιο χρονικό πλαίσιο. Πάλι εδώ είναι αναγκαία η αξιολόγηση πολλών παραγόντων. Το διάστημα του χρόνου στο οποίο γίνεται αναφορά είναι και σημαντικό αλλά και σχετικό. Πρέπει να γίνει προσπάθεια σύγκρισης αποδόσεων στο ίδιο διάστημα (ενός χρόνου). Συνήθως γίνεται αναφορά στα ενοίκια και σε ετήσια βάση. Ωστόσο για τις εξοχικές κατοικίες δεν ισχύει αυτό διότι ο χρόνος που αποδίδουν είναι τρεις-τέσσερις μήνες και αν συμβεί ένα απρόβλεπτο γεγονός (πχ ένας σεισμός ή ένα ρυπογόνο ναυάγιο μπορεί να αλλάξει δραματικά την απόδοση τους στο χρονικό πλαίσιο που αναφερόμαστε). Επίσης τα «εκλογικά» ακίνητα σε καίριες θέσεις μπορεί να αποδίδουν πολύ περισσότερα σε διάστημα δύο μηνών (από εκλογές σε εκλογές) απ' ό,τι σε τέσσερα χρόνια αν και τον υπόλοιπο χρόνο είναι ελεύθερα. Τα καταστήματα επίσης συνοδεύονται κα από τον περιβόητο αέρα ή κάποια άλλα από πολεοδομικούς ή χωροταξικούς περιορισμούς που επίσης τροποποιούν τις αποδόσεις.

## **3. Αβεβαιότητα απόδοσης (ρίσκο)**

Όσον αφορά το βαθμό σιγουριάς ή ρίσκου που υπάρχει σχετικά με ένα ακίνητο θα πρέπει πρώτα να σημειωθεί πως τίποτα σε αυτή τη ζωή δεν είναι εξασφαλισμένο. Ωστόσο συνήθως τα ακίνητα έχουν μεγαλύτερη αδράνεια στις μεταβολές αλλά ο κανόνας έχει και τις εξαιρέσεις του. Εδώ βρίσκεται και ένα σημείο μεγάλου ενδιαφέροντος διότι αποτελεί σημείο καμπής. Πάντοτε τα σημεία καμπής αποτελούν τα αγαπημένα μέρη των πολύ ανήσυχων, αλλά και τολμηρών επενδυτών. Χωρίς να υπερεκτιμάται η σημασία τους όντως είναι περιοχές που μερικές φορές βρίσκονται στα όρια μεταξύ της επένδυσης και του παιγνιδιού. Πρωταρχικό κριτήριο θα μπορούσε να είναι οι συνέπειες και όχι οι πιθανότητες. Το μεγάλο κέρδος έχει στον αντίποδά του την οικονομική καταστροφή. Κάποιος πρέπει να αξιολογεί το κόστος των αποφάσεων του και συνειδητά να επιλέγει με συναίσθηση των ευθυνών του έναντι της οικογένειάς του αλλά και του ιδίου. Εδώ συγκαταλέγεται και η περίπτωση κάποιας καλύτερης πληροφόρησης σχετικά με το ακίνητο (ανακήρυξη κάποιου κτιρίου ως διατηρητέο ενώ αγοράστηκε για οικοδόμηση), μία δραματική τροποποίηση των συνθηκών (ένταξη στο σχέδιο, τροποποίηση των όρων δόμησης, χωροταξικός σχεδιασμός) ή απρόβλεπτο ενδιαφέρον για κάποια συγκεκριμένη χρήση.

## **4. Δυνατότητα ρευστοποίησης**

Η αξία ενός ακινήτου ενισχύεται ή περιορίζεται από την δυνατότητα ρευστοποίησης που διαθέτει. Πόσο εύκολα ένα ακίνητο μπορεί να πωληθεί στην σωστά εκτιμώμενη και επιθυμητή τιμή. Βέβαια και αυτή η ιδιότητα είναι πολυδιάστατη αφού εξαρτάται και από

τους άλλους παράγοντες της αγοράς. Σίγουρο πάντως είναι πως η συντριπτική πλειοψηφία των ακινήτων δεν είναι άμεσα εμπορεύσιμα, αλλά απαιτείται ένα σημαντικό διάστημα προτού το ακίνητο αυτό ρευστοποιηθεί. Αυτή η παράμετρος επηρεάζει την επενδυτική τακτική στα μέγιστα ιδίως μάλιστα αν συναρτάται και με την διαθέσιμη ρευστότητα.

### **5. Ψυχολογική – προσωπική αξία**

Τέλος ο παράγοντας – χαρακτηριστικό «ψυχολογία – προσωπική αξία» είναι το κλειδί για την απόκτηση σημαντικής υπεραξίας από ένα ακίνητο. Ο καλώς νοούμενος εγωισμός ή ο επιχειρηματικός ανταγωνισμός είναι ανίκητος. Τα ακίνητα υψηλού prestige ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία. Η κατοχή τους και μόνο δημιουργεί τέτοια ευφορία που υπερκαλύπτει την επιπλέον (και υπερβολική θεωρητικά) δαπάνη για την απόκτησή τους. Επίσης ακίνητα όπου έχουν παίξει κάποιο ρόλο στη ζωή του κατόχου (θετικό ή αρνητικό) αντίστοιχα αποτιμώνται διαφορετικά. Μόνο που στην προκειμένη περίπτωση αυτό επηρεάζει λιγότερους ανθρώπους.

## **3.6 Χρηματοπιστωτική Κρίση**

Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό όλους τους τομείς ακόμη και εκείνους που διαθέτουν αυξημένη ρευστότητα.

Αρχικά υπάρχει η εκτίμηση ότι στην Ελλάδα η παρούσα κρίση δεν έχει ακόμα φανεί σε μεγάλο βαθμό και τούτο λόγω της παραοικονομίας.

Σε σχέση με τα ακίνητα υπάρχουν οι εξής δύο κατευθύνσεις:

- Αργά ή γρήγορα και πάντως σε χρονικό διάστημα μέσα στην περίοδο της οικονομικής δυσπραγίας θα εμφανισθούν ευκαιρίες για αγορά ακινήτων σε πολύ χαμηλές τιμές. Συνεπώς διαθέτοντας ρευστότητα υπάρχει η ευχέρεια αγοράς σημαντικών ακινήτων προς ανάπτυξη μόλις βελτιωθεί η κατάσταση. Αυτή είναι μία μάλλον παθητική στάση.
- Η άλλη τάση πρεσβεύει πως κατά τη διάρκεια της κρίσης πρέπει να καλυφθεί κατά μία έννοια το κενό των Τραπεζών και οι έχοντες ρευστότητα να κινηθούν επιθετικά για την ανάληψη στρατηγικών θέσεων και επενδύσεων όχι ακριβώς σε ακίνητα αλλά σε φερέλπιδες παραγωγικές διαδικασίες. Αυτή είναι ενεργητική άποψη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ

### 4.1 Εισαγωγή - Ορισμός της Αξίας

Μπορούμε να υποστηρίξουμε πως πίσω από την οικονομική θεωρία κρύβεται η θεωρία της αξίας. Η αξία ορίζεται ως η υποκρυπτόμενη δραστηριότητα την οποία καταπιάνονται και περιγράφουν τα Οικονομικά. Είναι το "ζουμί" της υπόθεσης.

Ο Άνταμ Σμιθ (Σκοτσέζος οικονομολόγος ιδρυτής του καπιταλισμού που έζησε τον 18ο αιώνα) όρισε την Εργασία ως την πραγματική πηγή της αξίας, κι η εργασιακή θεωρία της αξίας βρίσκεται πίσω από τα έργα του Καρλ Μαρξ, Ντέιβιντ Ρικάρντο κι άλλων "κλασσικών" οικονομολόγων. Η εργασιακή θεωρία της αξίας υποστηρίζει ότι ένα αγαθό ή μια υπηρεσία έχουν ίση αξία με την εργασία που χρειάστηκε για να παραχθούν. Για τους περισσότερους, αυτή η αξία προσδιορίζει την τιμή ενός εμπορεύματος. Η θεωρία αυτή και η κοντινή σε αυτή θεωρία της αξίας ως προς το κόστος παραγωγής δεσπόζει στα έργα των περισσότερων κλασσικών αλλά δεν είναι η μόνη βάση για τον ορισμό της αξίας που επικρατεί. Υπάρχει όμως η οριακή θεωρία της αξίας που υποστηρίζεται από τους νεοκλασικούς οικονομολόγους κι απ αυτούς της Αυστριακής σχολής.

Η θεωρία της αγοράς υποστηρίζει πως η αξία κι τιμή είναι το ίδιο, ότι στην αγορά ενσωματώνεται όλη η διαθέσιμη πληροφορία στην τιμή κι πως η ταυτόσημη σχέση τιμής-αξίας θα ισχύει όσο υπάρχει αγορά. Αυτή η "υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών" διατυπώθηκε αρχικά από τον Μιλ και επιτέλεσε το αντικείμενο μελέτης της γενικής οικονομικής ισορροπίας και ευημερίας.

### 4.2 Η έννοια της αξίας και οι μορφές της

Στην Οικονομική επιστήμη ο όρος αξία χαρακτηρίζει τη σημασία την οποία έχει ένα αγαθό για την ικανοποίηση των αναγκών του ανθρώπου αλλά και η ικανότητα που έχει αυτό προκειμένου να ανταλλαγεί με άλλα αγαθά. Μέτρο της αξίας ενός αγαθού, ή μιας παρεχόμενης υπηρεσίας είναι η Τιμή, οικονομικοί όροι που δεν πρέπει να συγχέονται.

Σε ανάλυση του αρχικού παραπάνω ορισμού διαφαίνεται ότι η αξία ενός αγαθού εξαρτάται από δύο παράγοντες α) από το μέγεθος και το είδος της ανάγκης που πρόκειται να ικανοποιηθεί και β) από την ικανότητα ανταλλαγής. Εξ αυτού προκύπτει και η διάκριση της αξίας σε αξία χρήσης και σε αξία ανταλλαγής ή ανταλλακτική αξία.

1. **Αξία χρήσης**, ή *αξία χρήσεως* ονομάζεται η σημασία που έχει ένα αγαθό για την ικανοποίηση των αναγκών του ανθρώπου, όπως για παράδειγμα η σημασία που έχει ένα σχολικό βιβλίο για τον μαθητή, ή το άροτρο για τον γεωργό, ή το φάρμακο για έναν ασθενή, τα οποία έχουν ιδιαίτερη αξία χρήσεως για τους συγκεκριμένους.
2. **Ανταλλακτική αξία**, ή *αξία ανταλλαγής* ονομάζεται η σημασία - ικανότητα που έχει ένα αγαθό να ανταλλαγεί με άλλα, όπως για παράδειγμα τα βιβλία που διαθέτει ένας βιβλιοπώλης, ή τα φάρμακα για τον φαρμακοποιό, ή τα εμπορεύματα για τους εμπόρους, τα οποία δεν έχουν αξία χρήσης από τους ίδιους αλλά ανταλλακτική αξία.

Ανταλλακτική αξία ή αξία ανταλλαγής, θεωρείται η χρηματική αξία ενός αγαθού σε σχέση με άλλα αγαθά.

3. Εκτός όμως των παραπάνω η αξία των αγαθών εξαρτάται και από την **σπανιότητα** αυτών. Όσο δηλαδή σπανιότερα βρίσκεται ένα αγαθό στην αγορά που αναζητεί ο άνθρωπος για την ικανοποίηση ανάγκης του τόσο η αξία αυτού είναι μεγαλύτερη. Δεν αρκεί όμως μόνο αυτό, αλλά θα πρέπει να είναι και χρήσιμο, προκειμένου να έχει κάποια αξία, για παράδειγμα ένα ποίημα μπορεί να είναι μοναδικό, εφόσον όμως κανείς δεν ενδιαφέρεται γι αυτό να το αγοράσει, δεν έχει αξία. Η χρησιμότητα του αγαθού μπορεί να αναφέρεται όχι μόνο σε κάποιο υλικό αγαθό αλλά και σε υπηρεσίες και να εκδηλώνεται είτε ως ατομική, είτε και συλλογική.
4. Τέλος άλλος ένας παράγοντας προσδιορισμού της αξίας ενός αγαθού είναι η "**ποσότητα της εργασίας**" που περιέχει ένα αγαθό, δηλαδή επί δύο ομοίων από άποψως μεγέθους και ποιότητας αγαθών π.χ. υφασμάτων ή κεντημάτων ακριβότερο είναι εκείνο που έχει την περισσότερη εργασία, όπως το χειροποίητο. Ορισμένοι οικονομολόγοι, όπως ο Ντέιβιντ Ρικάρντο και ο Καρλ Μαρξ, υποστήριξαν ότι η αγοραία αξία ενός αγαθού, δηλαδή η ανταλλακτική του αξία, προσδιορίζεται με βάση τις ποσότητες των παραγωγικών συντελεστών που απαιτεί η παραγωγή του. Αυτές τις περιόρισαν στην ποσότητα της ενσωματωμένης εργασίας σε ένα αγαθό.

Με βάση αυτή την περί αξίας **θεωρία της εργασίας** (value theory of labour), όσο περισσότερη εργασία χρειαζόταν, άμεσα ή έμμεσα, η παραγωγή ενός αγαθού (έμμεσα ως εργασία που χρησιμοποιήθηκε στο παρελθόν για να παραχθεί το υλικό κεφάλαιο που απασχολείται στην παραγωγή του αγαθού) τόσο πιο πολύτιμο θα ήταν αυτό.

Η θέση αυτή ήταν εσφαλμένη γιατί εξαρτούσε την αξία του αγαθού μόνον από τις συνθήκες της προσφοράς του αγνοώντας τον παράγοντα της ζήτησης. Άλλοι

οικονομολόγοι επικεντρώθηκαν μόνο στη ζήτηση, μη λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες της προσφοράς.

Έτσι, από όλα τα παραπάνω προκύπτει ότι η αξία ενός αγαθού εξαρτάται κατά κύριο λόγο από την χρησιμότητά του, (αξία χρήσης ή ανταλλακτική), την σπανιότητά του και την ποσότητα εργασίας που περιέχει.

### **Προστιθέμενη αξία**

Ο όρος - έκφραση **προστιθέμενη αξία** είναι οικονομικός όρος και αναφέρεται στην εκάστοτε οικονομική επιβάρυνση της αξίας ενός αγαθού ως πρώτη ύλη σε κάθε στάδιο της επεξεργασίας του μέχρι την τελική μορφή του που φθάνει έτοιμο στη κατανάλωση. Το αγαθό για να πάρει την τελική μορφή που έχει όταν το αγοράσει ο καταναλωτής έχει περάσει από διάφορες διαδικασίες, κάθε μία από τις οποίες έχει αφήσει το "στίγμα" της στη διαμόρφωση της τελικής του μορφής. Έτσι η προστιθέμενη αξία εκδηλώνεται ως προσαύξηση σε νομισματική μονάδα.

Ουσιαστικά πρόκειται κάθε φορά για διαφορά νεότερης αξίας με προγενέστερη στη γραμμή παραγωγής μεταποίησης, εκ της συμβολής της εργασίας, του κεφαλαίου και της επιχειρηματικότητας. Έτσι οι αμοιβές που δίδονται εν προκειμένω, τόσο στην εργασία (μισθός - αμοιβές), όσο και στο κεφάλαιο (τόκοι, ενοίκια κ.λπ.), επί της συμβολής αυτών στη παραγωγή μιας επιχείρησης, αποτελούν την προστιθέμενη αξία.

Το αξιοσημείωτο της έννοιας αυτής είναι ότι αν ομαδοποιηθούν οι πωλήσεις όλων των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μιας κοινωνίας τότε οι μεταξύ αυτών συναλλαγές καλούμενες επί τούτου "ενδιάμεσες συναλλαγές", αυτές εξουδετερώνονται, γιατί όπως προκύπτει η αξία των τελικών προϊόντων που παράγονται, δηλαδή οι πωλήσεις τους, (αγαθών ή υπηρεσιών) και η επένδυση επ' αυτών είναι ίση με την προστιθέμενη αξία, της ίδιας αγοράς.

Κατ' επέκταση της παραπάνω επισήμανσης, στο ευρύτερο σύνολο της οικονομίας, η προστιθέμενη αξία είναι κατ' ουσία η αξία του ακαθάριστου εθνικού ή εγχώριου προϊόντος.

### **4.3 Προσδιορισμός της αξίας**

Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί με τους εξής τρόπους:

- Την **ονομαστική** αξία (nominal value), η οποία είναι ίση με το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης

- Την **λογιστική αξία** (book value), που ορίζεται ως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Αυτά αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο, τις επιχορηγήσεις επενδύσεων, τα αποθεματικά κεφάλαια, τις αναπροσαρμογές της αξίας των παγίων στοιχείων του Ενεργητικού και τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων.
- Την **αξία ρευστοποίησης** (liquidation value), η οποία είναι η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, εάν πρόκειται να πωληθούν ξεχωριστά.
- Την **αξία ως ενεργού οικονομικού οργανισμού** (going concern value), η οποία είναι η αξία που έχει η εταιρεία στο επενδυτικό κοινό ως δρώσα επιχείρηση. Αυτή η αξία βασίζεται σε υποκειμενικές κρίσεις και προϋποθέτει ότι η εταιρεία λειτουργεί σε βάση «going concern» (συνεχής δραστηριότητα της επιχειρηματικής μονάδας).
- Την **χρηματιστηριακή αξία** (market value) της εταιρείας, η οποία απευθύνεται μόνο στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες.
- Την **εσωτερική ή Πραγματική αξία** (intrinsic or fair value) της εταιρείας, η οποία απορρέει από τις προβλέψιμες οικονομικές συνιστώσες όπως περιουσιακά στοιχεία, κέρδη, μερίσματα, ταμειακές ροές, κόστος κεφαλαίου και τις προοπτικές της εταιρείας. Αυτή η αξία ορίζεται ως η αξία που δικαιολογείται από τα γεγονότα, δηλαδή τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη, τα μερίσματα. Η «πραγματική» αξία είναι πιθανό να μεταβάλλεται τουλάχιστον από χρόνο σε χρόνο, καθώς μεταβάλλονται και οι παράγοντες που προσδιορίζουν την αξία αυτή.

#### 4.4 Ο ορισμός της αποτίμησης

Αποτίμηση είναι η γνώση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου και αυτό που την καθορίζει. Είναι προϋπόθεση για την λήψη αποφάσεων σχετικά: α) με την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων, β) με το ποια είναι η κατάλληλη τιμή που πρέπει να πληρώσουμε ή να λάβουμε σε μια εξαγορά και στην πραγματοποίηση επενδύσεων, γ) με τη χρηματοδότηση και τέλος δ) με τις επιλογές μερισμάτων κατά τη λειτουργία μιας επιχείρησης .

Αγοράζουμε τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία για τις ταμειακές ροές που αναμένουμε να λάβουμε από αυτά, γεγονός που σημαίνει ότι το τίμημα που πληρώνουμε για κάθε περιουσιακό στοιχείο θα πρέπει να αντικατοπτρίζει τις ταμειακές ροές που αναμένουμε να δημιουργήσει. Εκατομμύρια μετοχές διάφορων εισηγμένων επιχειρήσεων εμπορεύονται κάθε μέρα στα παγκόσμια χρηματιστήρια. Οι επενδυτές που αγοράζουν και πωλούν τις μετοχές αυτές αναρωτιούνται αν εμπορεύονται στη σωστή τιμή, και ποια είναι η πραγματική τους αξία. Η απάντηση μπορεί να βρεθεί



μόνον με τη σωστή αποτίμηση, τη διεξοδική δηλαδή εξέταση των πληροφοριών που υπάρχουν σχετικά με τις επιχειρήσεις και διεξάγοντας συμπεράσματα σχετικά με την υποκειμενική αξία που συνεπάγονται οι πληροφορίες αυτές. Αυτό αποτελεί τη θεμελιώδη ανάλυση. Η αποτίμηση λοιπόν βασίζεται στη θεμελιώδη ανάλυση, η οποία μας δείχνει το δρόμο για να καταλήξουμε στο εγκυρότερο συμπέρασμα σχετικά με την αξία μιας επιχείρησης ή κάποιας μετοχής. Οι θεμελιώδεις επενδυτές διακρίνουν τις τιμές από την αξία. Το δόγμα που ακολουθούν είναι «τιμή είναι αυτό που πληρώνουμε, αλλά αξία είναι αυτό που παίρνουμε.»

Αυτό που θα λάβουμε από τις επενδύσεις είναι οι μελλοντικές πληρωμές, έτσι ο θεμελιώδης επενδυτής προβλέπει τις πληρωμές αυτές για να εξακριβώσει αν η τιμή που ζητείται είναι λογική.

Οι θεμελιώδεις επενδυτές κάνουν λόγο για την ανακάλυψη των θεμελιωδών αξιών. Θεμελιώδη αξία (intrinsic value) είναι η αξία μιας επένδυσης που δικαιολογείται από τις πληροφορίες σχετικά με τις αναμενόμενες πληρωμές που θα επιφέρει. Βέβαια η θεμελιώδη ανάλυση δεν αναιρεί την αβεβαιότητα. Προσφέρει όμως αρχές, τις οποίες, εάν ακολουθήσουμε πιστά, μειώνουμε την αβεβαιότητα.

Τέλος, κατά τον Krishna G. Palepu αποτίμηση είναι η διαδικασία μέσω της οποίας μια πρόβλεψη απόδοσης μετατρέπεται σε εκτίμηση της αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας ή μέρους αυτής. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η αποτίμηση δεν είναι μια αντικειμενική εργασία. Πέραν του γεγονότος ότι η αξία που υπολογίζεται αποτελεί κυρίως μια κατά το δυνατό πλησιέστερη προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης, δεν πρέπει να λησμονείται ότι οι υπολογισμοί αυτοί είναι συχνά επηρεασμένοι από τις όποιες προκαταλήψεις ή εκτιμήσεις του αναλυτή-εκτιμητή.

#### **4. 5 Οι περιπτώσεις αποτίμησης**

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει ένα ευρύ πεδίο εφαρμογών, όπου παίζει διαφορετικό ρόλο ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο και τον σκοπό διεξαγωγής της. Σε γενικές γραμμές, οι βασικές αιτίες ενδιαφέροντος για την αποτίμηση των εταιρειών είναι οι εξής:

1. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: στην περίπτωση αυτή η συνεισφορά της αποτίμησης έγκειται στο γεγονός ότι η ενδιαφερόμενη εταιρεία ή άτομο θα πρέπει να αποφασίσει έχοντας καταλήξει σε μια ορθή αξία (fair value) για την εταιρεία – στόχο (target firm). Από την άλλη πλευρά, η εταιρεία-στόχος θα πρέπει να έχει καθορίσει μια λογική αξία για την ίδια προκειμένου να αποφασίσει αν θα δεχτεί ή αν θα απορρίψει την προσφορά.

Φυσικά υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη σε μια εξαγορά για τον καθορισμό της τιμής, όπως είναι:

- i) οι συνέπειες της συνέργειας στην αξία των δύο εταιρειών ή
- ii) οι επιδράσεις στην αξία από την αλλαγή διαχείρισης και αναδιοργάνωσης της εταιρείας – στόχου (αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας στις εχθρικές (hostile) εξαγορές).
- iii) Τέλος, ένα σημαντικό πρόβλημα στην αποτίμηση μιας επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς είναι οι προκαταλήψεις των εμπλεκόμενων μερών, οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά την αντικειμενικότητα των υπολογισμών. Αν για παράδειγμα η εταιρεία-στόχος διακρίνεται από υπερβολική αισιοδοξία ως προς την εκτίμηση της αξία της, θα προσπαθήσει να πείσει τους μετόχους ότι η τιμή-προσφοράς είναι χαμηλή. Παρομοίως, στην περίπτωση που η ενδιαφερόμενη εταιρεία είναι αποφασισμένη να προχωρήσει στην εξαγορά για στρατηγικούς λόγους, είναι πιθανό να ασκήσει μεγάλη πίεση στους εκτιμητές ώστε τα αποτελέσματα της αποτίμησης να εξασφαλίσουν την εξαγορά.

2. Διαχείριση χαρτοφυλακίου: σύμφωνα με την άποψη του A. Damodaran (2002), ο ρόλος της αποτίμησης στην περίπτωση αυτή εξαρτάται καταρχήν από τον ίδιο τον επενδυτή (αν πρόκειται για παθητικό (passive) ή ενεργό (active) επενδυτή). Επιπλέον όμως, διαφορές υπάρχουν και μεταξύ των ενεργών επενδυτών, καθώς τα ενδιαφέροντα, οι σκοποί και οι προσδοκίες κάθε ομάδας από αυτούς παρουσιάζουν σημαντική διαφοροποίηση. (για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τον ρόλο της αποτίμησης στη διαχείριση χαρτοφυλακίου και στους διαφορετικούς τύπους επενδυτών, μπορεί κανείς να ανατρέξει στην ιστοσελίδα του A.Damodaran βλέπε Chapter1 "Introduction to Valuation", p.8-11) Στην περίπτωση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η αποτίμηση χρησιμοποιείται για τη σύγκριση της αποδιδόμενης αξίας με βάση την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο και την απόφαση για πώληση, αγορά ή διατήρηση των μετοχών. Επίσης, η αποτίμηση εταιρειών βοηθά στην επιλογή των χρεογράφων που θα πρέπει να επικεντρωθεί το χαρτοφυλάκιο, και κυρίως εκείνων που φαίνεται να είναι υποτιμημένα από την αγορά. Τέλος, η αποτίμηση χρησιμοποιείται για την σύγκριση των μετοχών των διαφόρων εταιρειών.

3. Εταιρική Οικονομική Διαχείριση: η αποτίμηση στην περίπτωση αυτή παίζει σημαντικό ρόλο στην αναγνώριση των σημαντικότερων παραγόντων δημιουργίας αξίας της επιχείρησης. Επίσης, με γνώμονα το γεγονός ότι ο αντικειμενικός σκοπός των οικονομικών στελεχών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης γίνεται

κατανοητό ότι οι όποιες οικονομικές και στρατηγικές αποφάσεις είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αξία της επιχειρηματικής μονάδας. Για παράδειγμα, η αποτίμηση της επιχείρησης ή μέρους αυτής στην περίπτωση του στρατηγικού σχεδιασμού προηγείται της απόφασης για τη συνέχιση μιας δραστηριότητας, την πώληση, την ανάπτυξη, τη συγχώνευση ή την εξαγορά άλλης εταιρείας. Επίσης, η αποτίμηση διαφορετικών επιχειρηματικών μονάδων (business units) είναι θεμελιώδους σημασίας για τη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με το ποια προϊόντα, γραμμές παραγωγής, χώρες ακόμη και πελάτες θα πρέπει να αναπτυχθούν ή να εγκαταλειφθούν. Σύμφωνα με τον A.Damodaran, η κατανόηση της σχέσης αυτής είναι το κλειδί για την λήψη των οικονομικών αποφάσεων ή αποφάσεων αναδιοργάνωσης που επιδρούν θετικά ή αρνητικά στην αξία της επιχείρησης.

#### **4.6 Η σημασία της αποτίμησης**

Για να αποτιμήσουμε την αξία των επενδύσεων μίας επιχείρησης πρέπει να κατανοούμε πολύ καλά τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί μια επιχείρηση, τον τρόπο με τον οποίο προσθέτει και επιστρέφει αξία στους επενδυτές.

Όταν τα άτομα ή οι οργανισμοί επενδύουν σε επιχειρήσεις, δίνουν μετρητά με την ελπίδα υψηλότερων αποδόσεων στο μέλλον. Η επένδυση αυτή τους δίνει μια απαίτηση από την επιχείρηση για επιστροφή. Αυτή η απαίτηση απεικονίζεται είτε σε μια σύμβαση, η οποία δεν είναι εμπορεύσιμη (όπως οι περισσότερες συμπράξεις συμφερόντων και οι τραπεζικές συμφωνίες δανείων), είτε σε ένα αξιόγραφο, το οποίο μπορεί να εμπορευθεί στις αγορές αξιόγραφων (όπως τα αποθέματα και τα ομόλογα).

Εταιρικές αξιώσεις. Οι εταιρικές απαιτήσεις ποικίλλουν από απλές μορφές, όπως τα ίδια κεφάλαια και τα χρέη, σε πιο περίπλοκες ενδεχόμενες απαιτήσεις, όπως οι μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds), τα options και οι τίτλοι επιλογής. Παρά την πολυπλοκότητα τους, οι ενδεχόμενες απαιτήσεις είναι σχετικά εύκολο να αποτιμηθούν: από τη στιγμή που η αξία των αποθεμάτων ή των ομολογίων καθοριστεί μια φορά, βασικές τεχνικές επιλογής τιμολόγησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτήσουμε την παράγωγο τιμή. Οι τεχνικές ακολουθούν τις αρχές της χρηματοοικονομικής.

Το μετοχικό κεφάλαιο είναι η πιο σημαντική εταιρική απαίτηση, και η αξία του μετοχικού κεφαλαίου προέρχεται από τη χρηματοοικονομική ανάλυση. Το μετοχικό κεφάλαιο είναι οι απαιτήσεις των ιδιοκτητών από την επιχείρηση, και αποτελεί τη δυσκολότερη προσδιορισταία αξία.

Η αξία των δανειακών απαιτήσεων υπολογίζεται με σχετικά ευκολότερο τρόπο προσδιορίζοντας το ποσό των τόκων και του κεφαλαίου που πρέπει να επιστραφεί.

Οι δανειοδότες (οι ομολογιούχοι, οι τραπεζίτες και οι άλλοι πιστωτές) χορηγούν δάνεια στην επιχείρηση σε αντάλλαγμα μετοχών οι οποίες τους κατοχυρώνουν το δικαίωμα πληρωμής με τη μορφή μερισμάτων ή μετρητών από μερίδια επαναγορών. Το ποσό του κέρδους, μείον το ποσό που καταβάλλεται για την αξίωση, καλείται απόδοση.

Όταν μια επιχείρηση πωλεί δάνεια ή μετοχές εμπορεύεται στην αγορά κεφαλαίων. Η αγορά κεφαλαίων μπορεί να είναι:

A) είτε μια επίσημη, οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά όπου το επενδυτικό κοινό μπορεί να βρει, να συγκρίνει, και να επιλέξει από μία λίστα εμπορεύσιμων επιχειρήσεων. (Επίσης στην αγορά αυτή υπάρχουν μεσάζοντες όπως ιδιωτικά επενδυτικά γραφεία, τράπεζες, και χρηματιστές).

B) Είτε μια απλή διαδικασία άντλησης κεφαλαίων από την οικογένεια και τους φίλους.

Οι κάτοχοι των διαφόρων απαιτήσεων μπορούν επίσης, εφόσον το επιθυμούν, να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους, μέσω της πώλησης τους στην αγορά κεφαλαίων. Έτσι, οι πληρωμές των δικαιούχων προέρχονται τόσο από την εταιρεία όσο και από τις πωλήσεις των απαιτήσεων τους στην αγορά κεφαλαίων. Για τους μετόχους, οι αποπληρωμές επέρχονται με τη μορφή μερισμάτων από την εταιρεία και με τη μορφή εσόδων από την πώληση των μετοχών. Η πώληση των μετοχών γίνεται είτε στην ίδια επιχείρηση ως επαναγορά (όταν η επιχείρηση αγοράζει πίσω τις μετοχές της) ή σε άλλους επενδυτές στο χρηματιστήριο. Οι δανειολήπτες εισπράττουν το ποσό που έχουν δανείσει είτε από την ίδια την εταιρεία μέσω των τόκων και ενός καθορισμένου περιοδικού ποσού αποπληρωμής του κεφαλαίου, είτε μέσω της πώλησης του χρέους στην αγορά των ομολόγων.

Η αξία της απαίτησης που διαπραγματεύεται στην αγορά κεφαλαίων βασίζεται στις αναμενόμενες πληρωμές όπου η επιχείρηση θα πληρώσει τελικά για την απαίτηση αυτή. Έτσι, μπορούμε να περιγράψουμε την επιχείρηση ως την γενεσιουργό αξία. Οι δανειολήπτες χρειάζονται τη δημιουργία αρκετά μεγάλης αξίας για να καλύψουν τους τόκους και το κεφάλαιο. Οι μέτοχοι αποκτούν την υπολειμματική αξία μετά την επιστροφή του οφειλόμενου ποσού στους ομολογιούχους. Επομένως, για τους ιδιοκτήτες αυτό που έχει σημασία είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, και της υπολειμματικής αξίας των ιδίων, και για το λόγο αυτό προσλαμβάνουν ή απολύουν

μάντζερ, υποχρέωση των οποίων είναι η πραγματοποίηση της μέγιστης αυτής δυνατής αξίας.

### **Αξία της επιχείρησης= Αξία των χρεών+ αξία των ιδίων κεφαλαίων**

Η παραπάνω ισότητα δείχνει ότι η συνολική αξία που παράγεται σε μια επιχείρηση πρέπει να κατανέμεται μεταξύ των διαφόρων απαιτήσεων. Έτσι, η αποτίμηση μιας εταιρείας γίνεται είτε εκτιμώντας την αξία της επιχείρησης και κατανέμοντας την μεταξύ των αιτούντων, είτε εκτιμώντας απευθείας την αξία των απαιτήσεων.

Η εταιρεία συμμετέχει σε τρεις δραστηριότητες : χρηματοοικονομικές, επενδυτικές και λειτουργικές.

Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες είναι οι συναλλαγές με τους ενάγοντες (claimants) : η δημιουργία ρευστού για τις επιχειρήσεις με αντάλλαγμα μετοχές ή απαιτήσεις και η επιστροφή μετρητών στους ενάγοντες. Οι δραστηριότητες αυτές είναι επενδυτικές δραστηριότητες για τους ενάγοντες, και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες για την επιχείρηση.

Επενδυτικές δραστηριότητες είναι η χρήση των μετρητών που δημιουργούνται μέσω των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που είναι απαραίτητα για την λειτουργία της επιχείρησης. Αυτά τα στοιχεία μπορεί να είναι είτε υλικά στοιχεία ενεργητικού, όπως αποθέματα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός, είτε γνώση και πνευματικά στοιχεία του ενεργητικού, όπως η τεχνολογία και τεχνογνωσία.

Λειτουργικές δραστηριότητες είναι η αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων στα οποία η εταιρεία έχει επενδύσει για την παραγωγή και πώληση των προϊόντων της. Συνδυάζουν τα στοιχεία του ενεργητικού με την εργασία και τα υλικά για την παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών, τα πωλούν σε πελάτες τους και συλλέγουν μετρητά. Εάν ο συνδυασμός επιτύχει, οι επιχειρήσεις δημιουργούν αρκετά μετρητά για την επανεπένδυση σε περιουσιακά στοιχεία ή για να επιστραφούν στους ενάγοντες.

Η κατανόηση αυτών των δραστηριοτήτων είναι θεμελιώδους σημασίας για την κατανόηση της αξίας που παράγεται σε μια επιχείρηση.

## 4.7 Μέθοδοι Αποτίμησης

### 4.7.1 Αποτίμηση με βάση τους χρηματιστηριακούς δείκτες

Μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης είναι η χρησιμοποίηση των χρηματιστηριακών δεικτών της αγοράς. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και συγκρίσιμες εταιρείες, οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Η μέθοδος αυτή λοιπόν βασίζεται στην παραδοχή ότι, η αγορά, λειτουργώντας αποτελεσματικά, εκτιμάει την αξία των μετοχών λαμβάνοντας υπόψη της όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, όπως η οικονομική κατάσταση.

#### 4.7.1.1 Δείκτης τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)

Ο δείκτης P/E: είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή. Επομένως ο δείκτης P/E είναι ένας αριθμός, που αντιπροσωπεύει τον αριθμό των ετών μέσα στα οποία τα κέρδη της (χωρίς να προεξοφλούνται στο παρόν) γίνονται ίσα με την αξία της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα που προκύπτει δείχνει το ποσό που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε ευρώ κέρδους της εταιρείας ή τον αριθμό των ετών που θα χρειαστούν ώστε τα κέρδη της εταιρείας να αποπληρώσουν το κόστος της αγοράς της.

Ο δείκτης (P/E) μπορεί να υπολογιστεί για το προηγούμενο έτος, για το τρέχον έτος ή για το επόμενο έτος. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης(P/E) τόσο περισσότερα είναι διατεθειμένη να καταβάλει η αγορά για κάθε € των ετήσιων αποδοχών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο δείκτης(P/E) του προηγούμενου έτους θα είναι πραγματικός, ενώ του τρέχοντος και του επόμενου έτους θα είναι εκτιμήσεις, αλλά σε κάθε περίπτωση, το «P» της εξίσωσης είναι η τρέχουσα τιμή. Οι εταιρείες που δεν είναι επικερδής επί του παρόντος (δηλαδή, εκείνες οι οποίες έχουν αρνητικά κέρδη) δεν έχουν καθόλου δείκτη (P/E). για τις εν λόγω εταιρείες μπορούμε να αντικαταστήσουμε τον δείκτη (P/E) από τον δείκτη τιμή προς πωλήσεις (P/S).

#### 4.7.1.2 Δείκτης της PEG

Ο δείκτης PEG λαμβάνει υπόψη την προβλεπόμενη αύξηση της τιμής της μετοχής

**PEG = P/E/ ποσοστιαία αναμενόμενη απόδοση κερδών της επόμενης χρονικής περιόδου**

Όσο χαμηλότερη είναι η PEG, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία της μετοχής, γιατί θα πρέπει να πληρώσεις λιγότερα για κάθε μονάδα αύξησης των κερδών.

#### **4.7.1.3 Δείκτης καταβολής μερίσματος**

Η μερισματική απόδοση μετρά το ποσοστό επιστροφής μιας εταιρείας προς τους μετόχους της υπό μορφή μερισμάτων.

**Μερισματική Απόδοση = το ποσό του μερίσματος ανά μετοχή που καταβλήθηκε κατά την διάρκεια ενός έτους δια την τιμή της μετοχής.**

Οι ώριμες, καθιερωμένες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλότερη μερισματική απόδοση, ενώ οι νέες, που έχουν γνώμονα την ανάπτυξη, τείνουν να έχουν χαμηλότερη, και οι περισσότερες μικρές αναπτυσσόμενες εταιρείες δεν έχουν καθόλου μερισματική απόδοση, καθώς δεν πληρώνουν καθόλου μερίσματα.

Ο δείκτης πληρωμής μερίσματος παρουσιάζει το ποσοστό των κερδών μιας επιχείρησης που καταβάλλεται στους επενδυτές με τη μορφή μερισμάτων.

**Δείκτης Καταβολή Μερίσματος = ετήσιο μέρισμα ανά μετοχή / ετήσια κέρδη ανά μετοχή (EPS)**

Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο περισσότερο η εταιρεία θεωρεί ότι δεν είναι σε θέση να κάνει μια κερδοφόρα επένδυση. αυτό δεν είναι αναγκαστικά είτε καλό ή κακό. εταιρείες που εξακολουθούν να αναπτύσσονται, θα τείνουν να έχουν χαμηλότερα ποσοστά πληρωμής μερίσματος, από μεγαλύτερες εταιρείες, διότι είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν τα κέρδη τους περισσότερο παραγωγικά.

#### **4.7.1.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ/ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (P/BV)**

P/BV Είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς την εσωτερική λογιστική αξία της μετοχής. Είναι ένας αριθμός που δείχνει πόσες φορές την καθαρή της θέση αξίζει μια επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερο το πριμ όπου η αγορά είναι πρόθυμη να πληρώσει για τις μετοχές της εταιρείας.  
**4.7.1.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ (P/S)**

Μπορούμε να υπολογίσουμε τον δείκτη P/S, με την χρήση της τρέχουσας τιμής της μετοχής προς το σύνολο των πωλήσεων ανά μετοχή για το προηγούμενο έτος.

Μετοχές με χαμηλό δείκτη P/S, με τη χρήση της τρέχουσας τιμής της μετοχής προς το σύνολο των πωλήσεων ανά μετοχή για το προηγούμενο έτος. Μετοχές με χαμηλό δείκτη P/S (κάτω του ενός) θεωρούνται καλές επενδύσεις. Οι πωλήσεις, προφανώς, δεν αποκαλύπτουν την όλη εικόνα: μια εταιρεία θα μπορούσε να έχει τεράστιες πωλήσεις, αλλά και να είναι τρομερά ασύμφορη. Λόγω των περιορισμών αυτών, ο δείκτης P/S χρησιμοποιείται συνήθως μόνο για τις μη κερδοφόρες εταιρείες, δεδομένου ότι οι εταιρείες αυτές δεν έχουν δείκτη P/E.

#### **4.7.1.6 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE)**

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων δείχνει το κέρδος μιας εταιρείας σε σύγκριση με τη λογιστική αξία. Υπολογίζεται από το εισόδημα, μετά από φόρους, προς την λογιστική αξία. Χρησιμοποιείται ως μια γενική ένδειξη της αποτελεσματικότητας της εταιρείας. Με άλλα λόγια, πόσο κέρδος θα είναι σε θέση να παράγει μέσω των ιδίων κεφαλαίων. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν αναπτυσσόμενες εταιρείες με υψηλό δείκτη.

#### **4.7.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

Τα μοντέλα που βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών και εμφανίζονται στην κατάσταση ταμειακών ροών είναι τα εξής:

##### **4.7.2.1 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**

Το μοντέλο προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων είναι ένα μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών προς τους μετόχους το οποίο όμως λαμβάνει υπόψη μόνο τις ροές μερισμάτων. Συνεπώς η αξία της μετοχής δίνεται από την προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων με επιτόκιο προεξόφλησης το κόστος κεφαλαίου.

**Αξία των ιδίων κεφαλαίων = παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων στο χρόνο T + παρούσα αξία της αναμενόμενης τελικής αξίας τον χρόνο T**

$$V^E_0 = d_1/p_E + d_2/p^2_E + d_3/p^3_E + \dots + d_T/p^T_E + P_T/P^T_E$$

**Όπου  $P_E$  είναι το επιτόκιο προεξόφλησης**

Τα μερίσματα είναι οι ταμειακές ροές όπου οι μέτοχοι λαμβάνουν από την εταιρεία, είναι δηλαδή ένα ποσοστό επί των ετήσιων κερδών που η εταιρεία καταβάλλει στους μετόχους της ως εισόδημα, το μερίδιο από τα διανεμόμενα καθαρά κέρδη μιας εταιρείας που αναλογεί σε μια μετοχή.



Οι καθιερωμένες εταιρείες είναι πιθανότερο να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα από ό,τι οι μικρότερες ή αναπτυσσόμενες εταιρίες, οι οποίες συχνά προτιμούν να χρησιμοποιούν τα κέρδη τους, για να χρηματοδοτήσουν την περαιτέρω επέκτασή τους. Οι εταιρείες που δεν διανέμουν μερίσματα για τις μετοχές τους, είναι συνήθως επειδή έχουν καθυστερήσει τις πληρωμές των χρεών τους, ή επειδή η κατάστασή τους δεν είναι καλή ή επειδή θέλουν να διατηρήσουν τα κέρδη. Υπάρχουν βέβαια και εταιρείες που μπορεί βραχυπρόθεσμα να δανείζονται για να καταφέρουν να μοιράσουν μέρισμα στους μετόχους τους και να δημιουργήσουν μια καλή εικόνα της εταιρείας απέναντι στους επενδυτές.

Η αξία του μερίσματος επηρεάζεται από δύο συνιστώσες. Η πρώτη είναι το ίδιο το μέρισμα, το οποίο, δεδομένης της αβεβαιότητας για το μέλλον του μερίσματος, απαιτεί να γίνει μια εμπειρισταωμένη πρόβλεψη για το τι θα ανακοινώσει η εταιρία σε μια μεταγενέστερη ημερομηνία.

Η αγορά μιας μετοχής εμπεριέχει μεγαλύτερο ποσοστό κινδύνου από ότι η τοποθέτηση των χρημάτων στην τράπεζα. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές θα απαιτήσουν μια υψηλότερη μέση απόδοση των μετοχών ως αντιστάθμισμα της μεγαλύτερης αβεβαιότητας και της πιθανότητας για ζημία.

Οι επενδυτές αποδίδουν μικρότερη αξία σε μια μετοχή που αναμένεται να αποδώσει Χ% ετησίως από ότι σε έναν τραπεζικό λογαριασμό με την ίδια ετήσια απόδοση, γιατί το μέρισμα της μετοχής είναι αβέβαιο. Συνοπτικά θα λέγαμε ότι το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση του μερίσματος είναι υψηλότερο. Αυτό το επιτόκιο είναι η δεύτερη συνιστώσα που επηρεάζει την αξία του μερίσματος.

Συνεπώς, η βασική τιμή μιας μετοχής μπορεί να παρουσιάσει διακυμάνσεις εξαιτίας δύο παραγόντων. Μπορεί να μεταβληθούν οι προσδοκίες για τα μερίσματα ή μπορεί να μεταβληθούν οι προσδοκίες για τα μερίσματα ή μπορεί να μεταβληθεί ο απαιτούμενος ρυθμός απόδοσης. Δηλαδή, μπορεί να υπάρξουν διαφοροποιήσεις στις μελλοντικές χρηματικές ροές ή στον τρόπο που αξιολογούν οι επενδυτές αυτές τις ροές.

Είναι γνωστό ότι η αργή αύξηση του μερίσματος μπορεί να συμπιέσει την τιμή μιας μετοχής, όπως είναι επίσης γνωστό ότι η αβεβαιότητα για αυτά τα μερίσματα ή μια αύξηση στα ομολογιακά και τραπεζικά επιτόκια μπορεί να επιφέρουν ανάλογο αποτέλεσμα.

Τέλος εάν π.χ. αναμένουμε μια εταιρεία να πληρώσει μεγάλο μέρισμα τότε ως αντιστάθμισμα η τιμή της μετοχής της θα μειωθεί έτσι ώστε να διατηρηθεί σταθερή η

παρούσα της αξία. Επομένως οι μεταβολές των μερισμάτων (τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα) δεν προσδίδουν καμία διαφοροποίηση στην αξία της επιχείρησης, είναι απλά μια πολιτική πληρωμής των μετοχών.

Τα μερίσματα όμως, έχουν σημασία κυρίως μακροπρόθεσμα, ίσως γι' αυτό επί του παρόντος, οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους δεν ενδιαφέρονται πάρα πολύ για τα μερίσματα. Κάτι που είναι κρίμα να συμβαίνει, διότι ιστορικά, τα μερίσματα έχουν παίξει μεγάλη σημασία στο δυναμικό συνολικής απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου.

#### **4.7.2.2 Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών**

Η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την αξία του χρέους της συν την αξία του μετοχικού της κεφαλαίου. Είναι η αξία των επενδυτικών και λειτουργικών δραστηριοτήτων της, η οποία κατανέμεται μεταξύ των μετοχών και των δανειστών της. Το μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών υπολογίζει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου άμεσα προβλέποντας τις χρηματοροές προς τους μετόχους. Επίσης αποτιμά την αξία του μετοχικού κεφαλαίου προβλέποντας τις χρηματοροές που απορρέουν από τις επενδύσεις της εταιρείας και τις λειτουργικές της δραστηριότητες, αφαιρώντας την αξία του καθαρού χρέους (καθαρό χρέος μιας εταιρείας είναι το χρέος του παθητικού μείον τυχόν επενδύσεις που η εταιρεία κατέχει ως στοιχεία ενεργητικού).

Οι εταιρείες κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους αναπτύσσουν διάφορες λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες οι οποίες επιφέρουν χρηματικές ροές (εισροές και εκροές). Οι επενδύσεις απαιτούν δαπάνες σε μετρητά, που ονομάζονται κεφαλαιουχικές δαπάνες επενδύσεων (εκροές  $I_t$ ) και γίνονται συνήθως με σκοπό να βελτιωθούν οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, οι οποίες επιφέρουν ταμειακές εισροές  $C_t$ . Η διαφορά μεταξύ των εισροών και των εκροών αυτών ( $C_t - I_t$ ) ονομάζεται ελεύθερη ταμειακή ροή γιατί είναι το μέρος των μετρητών από εργασίες που είναι «ελεύθερο» για επανεπενδύσεις σε νέα στοιχεία του ενεργητικού.

Το μοντέλο λοιπόν που μας βοηθάει στην πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών ονομάζεται μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών (discounted cash flow model).

**Αξία της επιχείρησης = παρούσα αξία των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών**

$$V^F_{0} = (C_1 - I_1) / P_f + (C_2 - I_2) / P_f^2 + (C_3 - I_3) / P_f^3 + (C_4 - I_4) / P_f^4 + \dots + C_n - I_n / P_f^n$$

Το προεξοφλητικό επιτόκιο ( $r_f$ ), είναι αυτό που απεικονίζει καλύτερα την επικινδυνότητα των ταμιακών ροών από το σύνολο των επενδυτικών της σχεδίων, και λέγεται μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

Το ποσό των μετρητών το οποίο είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της εταιρίας πριν από οποιαδήποτε επένδυση σε ενεργητικό ονομάζεται λειτουργική ταμιακή ροή (operating cash flow) και ισούται με τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (net operating profit after taxes) ή για συντομία NOPAT συν τις αποσβέσεις:

Earnings before Interest , Taxes, Depreclatlon and Amortlzation

-Depreclatlon and Amortlzation

-Taxes

**= Net Operating Profits After taxes**

+Depreclatlon & Amortlzatlon

**= Operating Cash Flow**

-Capital Expendtures (Gross)

-Changes In Working Capital (Gross)

**=FREE CASH FLOW**

Οι ελεύθερες ταμιακές ροές δεν αποδίδουν προστιθέμενη αξία για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Επιπλέον, η απόδοση των επενδύσεων δεν φαίνεται άμεσα στα αποτελέσματα της επιχείρησης. Μπορεί για παράδειγμα μια επιχείρηση, κάποια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, να επενδύσει μεγάλα χρηματικά ποσά σε ένα project (υψηλές εκροές). Επίσης την ίδια χρονική περίοδο μπορεί η εταιρεία να μην αποκτήσει αντίστοιχες εισροές (λειτουργικά έσοδα). Στην περίπτωση αυτή οι ελεύθερες συνολικές χρηματοροές που θα δημιουργηθούν τη συγκεκριμένη αυτή περίοδο θα είναι αρνητικές. Για το λόγο αυτό η επένδυση μπορεί, λανθασμένα, να θεωρηθεί ότι δεν έπρεπε να γίνει και ότι είναι αρνητική για την επιχείρηση. Βέβαια αυτό δεν είναι σωστό, η απόδοση της επένδυσης μακροπρόθεσμα θα φανεί.

Οι αναλυτές λοιπόν που μπορούν να χρησιμοποιούν το μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών θα πρέπει να προβλέπουν τα αναμενόμενα κέρδη της επιχείρησης, και όχι τις ελεύθερες χρηματοροές, για να καταλήξουν σε πιο σωστά και ασφαλή αποτελέσματα.

#### **4.7.2.3 Προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA)**

Ο πλούτος των μετόχων μεγιστοποιείται με το να μεγιστοποιείται η διαφορά μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας και των ιδίων κεφαλαίων που είναι τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην επιχείρηση.

Ο δείκτης της προστιθέμενης αγοραίας αξίας (market value added- MVA) ισούται ακριβώς με αυτή τη διαφορά, δηλαδή:

**MVA= Market Value of stock – Equity capital supplied by shareholders = (shares outstanding)x(stock price) – Total common equity**

Όταν υπολογίζεται η προστιθέμενη αγοραία αξία θα πρέπει να αναφέρεται το χρονικό διάστημα στο οποίο έχει υπολογισθεί. Θεωρητικά, το ιδανικό θα ήταν να υπολογίζεται από το έτος ίδρυσης της επιχείρησης έως σήμερα.

Ο δείκτης εμφανίζει τα εξής βασικά μειονεκτήματα:

A)Επειδή επηρεάζεται από την τιμή της μετοχής, είναι δυσχερής ο υπολογισμός του σε επίπεδο επιχειρηματικής μονάδας και πιο κάτω. Παράλληλα, σε περιόδους χρηματιστηριακής «έξαψης» είναι δυνατόν να εμφανίζεται μεγάλη προστιθέμενη αγοραία αξία που δεν οφείλεται όμως στην ικανότητα της Διοίκησης αλλά στο κλίμα ανόδου του χρηματιστηρίου.

B)Ο δείκτης αναφέρεται σε παρελθούσες περιόδους και ενσωματώνει τις αποδόσεις διαφορετικών Διοικήσεων.

#### **4.7.2.4 Οικονομική προστιθέμενη αξία**

Είναι ο δείκτης που δείχνει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μία συγκεκριμένη περίοδο, όπως για παράδειγμα σε μια οικονομική χρήση.

Η οικονομική προστιθέμενη αξία (economic value added) αναλύεται στην επόμενη ενότητα.

#### **4.8 Σημασία Πρόβλεψης στην Αποτίμηση**

Η δημιουργία ενός μοντέλου αποτίμησης στηρίζεται στο ερώτημα : «τι πρέπει να προβλεφθεί». Η πρόβλεψη είναι η καρδιά της θεμελιώδους ανάλυσης. Υποθέτουμε ότι

επενδύουμε σε κάποιο περιουσιακό στοιχείο σήμερα, με σκοπό να το πουλήσουμε κάποια στιγμή στο μέλλον. Η απόδοση της επένδυσης αυτής υπολογίζεται από τα μετρητά που θα παραχθούν: τα μετρητά όπου πληρώσαμε γι' αυτή την επένδυση και τα μετρητά που θα λάβουμε κατά την πώληση. Αυτές οι αποδόσεις απεικονίζονται σε δύο είδη επενδύσεων:

- **Επενδύσεις πεπερασμένου χρονικού ορίζοντα** . ένα παράδειγμα είναι τα ομόλογα. Αποδίδουν κάθε χρόνο ταμειακές ροές (CF) με τη μορφή κουπονιών και μία τελική ταμειακή ροή στη λήξη. Ένα ακόμα παράδειγμα είναι οι επενδύσεις σε στοιχεία του ενεργητικού (single asset), όπως ένα κτίριο προς ενοικίαση. Αποδίδει περιοδικές ταμειακές ροές (μέσω των ενοικίων) και μία τελική ταμειακή ροή όταν το ακίνητο δεν είναι πλέον κατάλληλο για χρήση.
- **Επενδύσεις αόριστου χρονικού ορίζοντα**. Οι επενδύσεις αυτές δεν έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης. Ένα παράδειγμα τέτοιων επενδύσεων είναι οι επενδύσεις στις μετοχές κάποιας επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις θεωρείται ότι θα λειτουργούν για πάντα, δεν έχουν καθορισμένο χρονοδιάγραμμα λειτουργίας και ούτε συγκεκριμένη πρόβλεψη εκκαθάρισης. Κάποιος επενδυτής, βέβαια, ίσως θελήσει να τερματίσει τη συγκεκριμένη επένδυση, πουλώντας τη μετοχή. Επομένως θα πρέπει να προβλεφτεί η τελική αποπληρωμή της μετοχής.

Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων με συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα είναι ένα σχετικά εύκολο έργο ( π.χ. Αξία των ομολόγων = παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών). Όμως, δεν ισχύει το ίδιο για τις επιχειρήσεις που δεν έχουν ημερομηνία λήξης, καθώς και για τις στρατηγικές όπου ακολουθούνται από τους διαχειριστές τους. Οι επιχειρήσεις επενδύουν σε projects όπου το ένα διαδέχεται το άλλο ασταμάτητα. Η αποτίμηση του μετοχικού κεφαλαίου και η στρατηγική ανάλυση, παρουσιάζουν δύο επιπρόσθετες επιπλοκές λόγω των συνεχόμενων λειτουργιών όπου περικλείουν. Πρώτον, καθώς οι επενδύσεις συνεχίζουν επ' αόριστον, οι αποδόσεις τους θα πρέπει να προσδιοριστούν για μη καθορισμένο χρονικό διάστημα. Αυτό δημιουργεί πρακτικά ζητήματα. Δεύτερον, το χαρακτηριστικό που πρέπει να προβλέψουμε για να συλλάβουμε την προστιθέμενη αξία δεν είναι τόσο προφανές. Ο εντοπισμός του απαιτεί το να έχουμε κατανοήσει πλήρως την επιχείρηση και τα χαρακτηριστικά της, έτσι ώστε να καταφέρουμε να εντοπίσουμε που βρίσκεται αυτή η προστιθέμενη αξία.

#### 4.9 Εσφαλμένες θεωρήσεις μοντέλων αποτίμησης

Σε αυτή την παράγραφο στόχος είναι να παρατεθούν τα θέματα που σχετίζονται με τα μοντέλα αποτίμησης όσο αναφορά την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων, την πολυπλοκότητα των υπολογισμών και να καταδείξει την σημασία και τους περιορισμούς στους οποίους υπόκεινται τα μοντέλα αυτά. (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/>)

- I. Η αντικειμενικότητα της αποτίμησης έγκειται στο γεγονός ότι οι μέθοδοι αποτίμησης είναι κατ' ουσία μαθηματικά μοντέλα. Παρά το γεγονός ότι τα μοντέλα αποτίμησης είναι ποσοτικά, ωστόσο τα δεδομένα με τα οποία τροφοδοτούνται φέρουν αρκετά στοιχεία υποκειμενικότητας. Για το λόγο αυτό η τελική αξία που προσδιορίζεται βάσει των μοντέλων αυτών είναι επηρεασμένη από τις προκαταλήψεις και τις θεωρήσεις που εισάγονται στη διαδικασία από τους εκτιμητές. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου ο καθορισμός της τιμής έχει προηγηθεί της αποτίμησης. Κάποιος, θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι για την αντιμετώπιση του φαινομένου αυτού και επομένως την βελτίωση της αξιοπιστίας των υπολογισμών θα μπορούσε να είναι ο περιορισμός των προκαταλήψεων. Η εμπειρία έχει δείξει ότι κάτι τέτοιο δεν είναι απολύτως εφικτό. Και αυτό γιατί όλες σχεδόν οι πληροφορίες, αναλύσεις και απόψεις που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον σχετικά με μια επιχείρηση είναι αδύνατο να μην επιδράσουν στις υποθέσεις που γίνονται κατά τη διαδικασία της αποτίμησης. Ένας επιπλέον επιβαρυντικός παράγοντας είναι και το ότι πολλές φορές η αποτίμηση είναι προσανατολισμένη προς την ικανοποίηση και εξυπηρέτηση συμφερόντων και αποφάσεων που ήδη έχουν προκαθοριστεί. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σε μια περίπτωση εξαγοράς όπου η διαδικασία αποτίμησης διεξάγεται από την ίδια την εταιρεία – στόχο, είναι αναμενόμενο ότι η προσδιοριζόμενη αξία θα είναι επηρεασμένη προς τα επάνω. Αυτό φυσικά δεν καταργεί τη σημασία της αποτίμησης, απλώς υποδηλώνει ότι κανείς θα πρέπει να αντιμετωπίζει τα αποτελέσματα οποιουδήποτε μοντέλου αποτίμησης με σκεπτικισμό.
- II. Η αποτίμηση η οποία έχει τεκμηριωθεί και διεξαχθεί σωστά είναι διαχρονική (timeless). Η αξία που προσδιορίζεται από οποιοδήποτε μοντέλο αποτίμησης βασίζεται κατά κύριο λόγο στις πληροφορίες που αφορούν συγκεκριμένα στην εταιρεία αλλά και ευρύτερα την αγορά όπου δραστηριοποιείται. Με δεδομένο ότι οι πληροφορίες αυτές δεν είναι στάσιμες και ότι υπάρχει μια συνεχής ροή δεδομένων, η αποτίμηση μιας επιχείρησης απαξιώνεται πολύ γρήγορα, γι' αυτό και θα πρέπει να ανανεώνεται συνεχώς ώστε να συμπεριλαμβάνει την τρέχουσα πληροφόρηση. Η πληροφόρηση αυτή μπορεί να αφορά ειδικά την επιχείρηση, να επηρεάζει έναν ολόκληρο τομέα ή να μεταβάλλει τις

προσδοκίες για όλες τις επιχειρήσεις της αγοράς. Το πιο απλό παράδειγμα πληροφορίας που αφορά αποκλειστικά την επιχείρηση είναι η αναφορά κερδών (earning report), η οποία δεν δείχνει μόνο την τρέχουσα οικονομική επίδοση της εταιρείας, αλλά και το επιχειρηματικό μοντέλο (business model) που ακολουθεί η συγκεκριμένη επιχείρηση. Επίσης, πληροφορίες σχετικά με μακροοικονομικά μεγέθη μιας χώρας καθώς και τα επίπεδα των επιτοκίων επιδρούν σημαντικά στα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στις αποτιμήσεις. Για παράδειγμα, αν η οικονομία βρίσκεται σε κατάσταση ύφεσης, θα πρέπει να γίνει μια επανεκτίμηση των ρυθμών ανάπτυξης που αρχικώς είχαν συμπεριληφθεί στο μοντέλο αποτίμησης. Παρομοίως, αν σημειωθεί μια αύξηση των επιτοκίων δανεισμού, αυτό βεβαίως θα επηρεάσει σημαντικά τα επενδυτικά πλάνα μιας εταιρείας. Ανεξάρτητα από τις μεταβολές που συντελούνται και τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες γύρω από αυτές, είναι γεγονός ότι η αλλαγή στα δεδομένα της αποτίμησης μιας επιχείρησης σε ορισμένες περιπτώσεις αντιμετωπίζεται ως πρόβλημα. Για το λόγο αυτό και στις περιπτώσεις που οι αναλυτές αλλάζουν την αποτίμησή τους, τους ζητείται πάντοτε να υπάρχει επαρκής τεκμηρίωση της αλλαγής αυτής.

- III. Μια ορθή αποτίμηση παρέχει ακριβή εκτίμηση της αξίας. Πολλοί αναλυτές συμφωνούν ότι ακόμη και μια άκρως προσεκτική και λεπτομερής αποτίμηση εμπεριέχει αβεβαιότητα ως προς τα εξαγόμενα αποτελέσματα, αφού στους υπολογισμούς υπεισέρχονται οι υποθέσεις των εκτιμητών σχετικά με την μελλοντική κατάσταση της επιχείρησης και της οικονομίας. Όπως επισημαίνει ο Damodaran, είναι εκτός πραγματικότητας το να περιμένει ή να απαιτεί κανείς την απόλυτη εγκυρότητα των αποτελεσμάτων μιας αποτίμησης, με δεδομένο ότι τόσο η εκτίμηση των ταμειακών ροών όσο και των προεξοφλητικών επιτοκίων εμπεριέχει σφάλμα. Αυτό λοιπόν που θα πρέπει να έχει κανείς υπόψη του κατά την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων ενός μοντέλου αποτίμησης είναι ότι υπάρχει ένα περιθώριο λάθους. Επιπλέον, ο βαθμός εγκυρότητας των υπολογισμών κυμαίνεται ανάλογα με την εκάστοτε περίπτωση. Πιο συγκεκριμένα, η αποτίμηση μιας μεγάλης και ώριμης (mature) εταιρείας με μακρά πορεία οικονομικών επιδόσεων, συνήθως δίνει αποτελέσματα που προσεγγίζουν με σχετικά μεγάλη ακρίβεια την πραγματική αξία της επιχείρησης, συγκριτικά με εκείνη μιας εταιρείας με σχετική μικρή παρουσία στον κλάδο (young firm). Αν αυτή η νέα επιχείρηση τυγχάνει να δραστηριοποιείται και σε μια αναδυόμενη αγορά (emerging market), όπου υπάρχει αβεβαιότητα και ως προς το μέλλον της αγοράς, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι ο βαθμός εγκυρότητας της αποτίμησης μετριάζεται σημαντικά. Ως γενικός κανόνας ισχύει ότι ο προσδιορισμός της αξίας ώριμων εταιρειών είναι πιο εύκολος συγκριτικά με τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, ενώ δυσκολεύει σημαντικά όταν

πρόκειται για πολύ νέες εταιρείες συγκρινόμενες με εκείνες που έχουν εδραιωμένα προϊόντα και αγορές. Τα προβλήματα δεν εντοπίζονται στα διαθέσιμα μοντέλα αποτίμησης, αλλά στις δυσκολίες που υπάρχουν αναφορικά με τις εκτιμήσεις που αφορούν στο μέλλον.

- IV. Όσο πιο ποσοτικό είναι ένα μοντέλο, τόσο καλύτερη είναι η αποτίμηση. Υπάρχει μια γενικότερη αντίληψη ότι όσο πιο ολοκληρωμένο ή σύνθετο είναι ένα μοντέλο αποτίμησης, τόσο πιο αξιόπιστα θα είναι τα εξαγόμενα από αυτό αποτελέσματα. Ωστόσο ο ισχυρισμός αυτός δεν ευσταθεί απόλυτα. Ο λόγος είναι ότι όσο αυξάνει ο βαθμός πολυπλοκότητας των μοντέλων αποτίμησης, τόσο αυξάνει και ο αριθμός των απαραίτητων δεδομένων για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης, το οποίο κατ' επέκταση επισύρει τον κίνδυνο επιπρόσθετων λαθών κατά την εισαγωγή των στοιχείων. Τέτοια μοντέλα είναι συνήθως εκείνα που χαρακτηρίζονται ως «μαύρα κουτιά» (black boxes), όπου από το ένα μέρος οι αναλυτές τροφοδοτούν με τα δεδομένα, και από το άλλο γίνεται αυτόματα ο υπολογισμός της αξίας. Ο Damodaran (2002) υπογραμμίζει τρία βασικά σημεία, τα οποία θα πρέπει να ισχύουν σε όλα τα μοντέλα αποτίμησης: καταρχήν, δεν θα πρέπει να χρησιμοποιούνται περισσότερα στοιχεία από αυτά που είναι απαραίτητα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Επιπρόσθετα, υπάρχει μια σχέση ανταλλαγής μεταξύ των ωφελειών του να συμπεριλαμβάνονται στα μοντέλα κατά το δυνατό περισσότερες λεπτομέρειες, και του κόστους και σφαλμάτων των εξαγόμενων αποτελεσμάτων που στηρίζονται στις λεπτομέρειες αυτές. Τέλος, την αποτίμηση δεν την κάνουν στην πραγματικότητα τα μοντέλα αλλά οι αναλυτές. Με άλλα λόγια, σε μια εποχή που χαρακτηρίζεται από σωρεία πληροφοριών, ο διαχωρισμός των πληροφοριών εκείνων που είναι ουσιώδεις για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι σχεδόν εξίσου σημαντικός με την επιλογή της τεχνικής και του μοντέλου για την ολοκλήρωσή της.
- V. Το οικονομικό όφελος που μπορεί να προκύψει από την αποτίμηση στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές. Πολύ συχνά στην πράξη, η διαδικασία αποτίμησης μιας εταιρείας στηρίζεται στην έκδηλη υπόθεση ότι οι αγορές κάνουν λάθη. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές που πιστεύουν στην αναποτελεσματικότητα της αγοράς δαπανούν χρόνο και πόρους στη διεξαγωγή αποτίμησης για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης, σε αντιδιαστολή με εκείνους που θεωρούν ότι η τιμή που έχει διαμορφωθεί στην αγορά είναι η καλύτερη εκτίμηση της αξίας. Ωστόσο, σύμφωνα με τον Damodaran υπάρχει το εξής παράδοξο: από τη μια πλευρά, οι επενδυτές που θεωρούν ότι οι αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά, αναγνωρίζουν την αξία της αποτίμησης, ιδιαίτερα όταν χρειάζονται για παράδειγμα να προσδιορίσουν τις συνέπειες μιας πιθανής αλλαγής στον τρόπο που λειτουργεί μια επιχείρηση ή να



κατανοήσουν τους λόγους για τους οποίους οι τιμές στην αγορά αλλάζουν διαχρονικά. Επιπλέον, αν οι επενδυτές μέσω της αποτίμησης δεν προσπαθήσουν να εντοπίσουν τις μετοχές εκείνες που πιθανόν είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες, δεν φαίνεται ξεκάθαρο με ποιο τρόπο οι αγορές θα γίνουν αποτελεσματικές. Με άλλα λόγια, φαίνεται ότι προϋπόθεση για την επίτευξη της αποτελεσματικότητας των αγορών είναι όλοι εκείνοι οι επενδυτές που πιστεύουν το ακριβώς αντίθετο. Αυτοί οι τελευταίοι, από την άλλη πλευρά, αγοράζουν ή πωλούν μετοχές με βάση ότι τα όποια λάθη των αγορών τελικά θα διορθωθούν, διότι με αυτό τον τρόπο δημιουργούνται οφέλη για τους επενδυτές. Τελικά, γεγονός είναι ότι οι αγορές κάνουν λάθη και ο εντοπισμός των λαθών αυτών συχνά απαιτεί δεξιότητες και τύχη. Ο ισχυρισμός αυτός μας οδηγεί στα εξής συμπεράσματα: πρώτον, αν μια μετοχή φαίνεται πάρα πολύ καλή (είτε είναι υπερτιμημένη είτε υποτιμημένη) στην πραγματικότητα ίσως και να μην είναι. Δεύτερον, όταν η αξία μιας επιχείρησης με βάση το μοντέλο αποτίμησης διαφέρει σημαντικά από την χρηματιστηριακή της αξία, θα πρέπει να επαναλάβουμε τους υπολογισμούς μας, με την υπόθεση ότι η αξία που έχει διαμορφωθεί στην αγορά είναι η σωστή, πριν καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η μετοχή μπορεί να είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη.

Αυτό που ενδιαφέρει και έχει σημασία είναι το αποτέλεσμα της αποτίμησης και όχι η διαδικασία. Η εστίαση του ενδιαφέροντος στο αποτέλεσμα της αποτίμησης μιας επιχείρησης, δηλαδή στον προσδιορισμό της αξίας της και στην εξαγωγή συμπερασμάτων για το κατά πόσο αυτή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, συχνά υποσκελίζει τη σημασία της ίδιας της διαδικασίας αποτίμησης. Συγκεκριμένα, μέσα από τη διαδικασία αυτή μπορούμε να λάβουμε επίγνωση των καθοριστικών παραγόντων της αξίας της επιχείρησης, ενώ παράλληλα παρέχεται η δυνατότητα να απαντήσουμε σημαντικά ερωτήματα όπως: ποια είναι η κατάλληλη αξία που πρέπει να οριστεί όταν η επιχείρηση εμφανίζει υψηλό ρυθμό ανάπτυξης, Ποια είναι η αξία ενός brand-name, Ποια είναι η επίδραση των περιθωρίων κέρδους (profit margins) στην αξία της επιχείρησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

### Εισαγωγή

Στο σημερινό κόσμο ο πιο σημαντικός στόχος του μάνατζμεντ μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της τρέχουσας αξίας της. Και αυτό όχι μόνο γιατί αυξάνεται με αυτόν τον τρόπο η περιουσία των μετόχων, αλλά και κάτι πιο σημαντικό: ωφελείται το σύνολο της κοινωνίας (Κολυβάκης, 2006).

Στη πολυπλοκότητα του σημερινού περιβάλλοντος, όμως είναι δύσκολο να μετρήσει κανείς αν το μάνατζμεντ μιας εταιρίας έχει αυξήσει ή έχει μειώσει την αξία της επιχείρησης σε μια χρονική στιγμή, αφού η αξία αυτή επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Στη σύγχρονη εποχή, οι τεχνικές που πρέπει να χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης, βασίζονται στις αρχές της χρηματοοικονομικής θεωρίας και της αποτίμησης αν και υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο μεθοδολογιών. Η αποτίμηση βασίζεται σε προσδοκίες, ενώ η μέτρηση της απόδοσης σε πραγματικά αποτελέσματα. Η πιο διαδεδομένη μεθοδολογία σήμερα είναι αυτή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας – Economic Value Added ( ή του Οικονομικού Κέρδους) (Παπαδόπουλος, 2006)

Η EVA υπολογίζει την αξία που προστίθεται στην επιχείρηση. Έτσι, αν τα στελέχη εστιάζουν στην οικονομική προστιθέμενη αξία εξασφαλίζουν πως εργάζονται για την επίτευξη του κύριου σκοπού της επιχείρησης: Την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων ή ισοδύναμα, τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι πως μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για τμήματα της εταιρίας και συνολικά για την επιχείρηση. Έτσι καθίστανται ένα χρήσιμο εργαλείο για τον υπολογισμό της απόδοσης των στελεχών σε όλα τα επίπεδα. Για τον λόγο αυτό, ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις συνδέουν τις παροχές προς τα στελέχη τους με την οικονομική προστιθέμενη αξία που παράγουν οι μονάδες των οποίων προΐστανται.

### 5.1 Η Έννοια του Οικονομικού κέρδους – Οικονομική Αξία

Το κυρίαρχο στοιχείο της επένδυσης είναι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κίνδυνο, με την ελπίδα υψηλότερων αποδόσεων που ανταμείβουν την ανάληψη αυτού του κινδύνου.

Αν επιτευχθεί αυτή η απόδοση που αποζημιώνει για τον επενδυτικό κίνδυνο, μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι έχει δημιουργηθεί οικονομική αξία (οικονομικό κέρδος).

Το παρόν κεφάλαιο θα εξετάσει τη σημασία του οικονομικού κέρδους, τόσο σε ότι αφορά τη θεωρητική διάσταση της έννοιας όσο και την πρακτική εφαρμογή της σε περιβάλλον επιχείρησης που αναπτύσσεται στο μέλλον (going concern). Θα εξεταστεί λοιπόν τι σημαίνει και πώς επιτυγχάνεται με βάση τη θεωρία του οικονομικού κέρδους η αξία μιας εταιρείας για τους προμηθευτές του κεφαλαίου (τράπεζες και μετόχους), αλλά και τι μπορεί να σημαίνει για τους εργαζόμενους (σύστημα κινήτρων και αμοιβών). Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το οικονομικό κέρδος και η οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA) χρησιμοποιούνται εδώ εναλλακτικά, καθώς είναι έννοιες ταυτόσημες.

Το κέρδος από λογιστικής άποψης ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τα έξοδα. Σε πολύ απλές μορφές επιχειρηματικής δραστηριότητας, αυτός ο προσδιορισμός της κερδοφορίας μπορεί να αρκεί για να εκφράσει και τη δημιουργία οικονομικής αξίας. Για παράδειγμα όταν κάποιος αγοράσει ένα προϊόν και την ίδια ημέρα το μεταπωλήσει σε υψηλότερη τιμή από αυτή που πλήρωσε για να το αποκτήσει, το κέρδος συμπίπτει με την οικονομική αξία.

Το οικονομικό κέρδος ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο οι ταμειακές εισφορές (cash inflows) ξεπερνούν το κόστος όλων των συντελεστών της παραγωγής. Αυτοί περιλαμβάνουν όχι τα έξοδα λειτουργίας της επιχείρησης αλλά και επιπρόσθετα το κόστος του επενδυμένου στην επιχείρηση κεφαλαίου.

Καθώς οι επιχειρήσεις γίνονται όλο και πιο πολύπλοκες, παράγοντες όπως η διαχρονική αξία του χρήματος, οι αποσβέσεις των παραγωγικών, οι φορολογικές και λογιστικές διατάξεις και οι επενδύσεις (αποθέματα και χρεώστες) καθιστούν πολύ δύσκολη τη μέτρηση της πραγματικής κερδοφορίας.

Το Οικονομικό Κέρδος ή η Economic Value Added είναι ένας δείκτης χρηματοοικονομικής απόδοσης που συνδέει τη γνωστή ιδέα του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) με τις αρχές του σύγχρονου χρηματοοικονομικού μανάτζμεντ – και ειδικότερα με την ιδέα ότι το κεφάλαιο έχει κόστος και πώς, μόνο αν η εταιρεία παράγει αποδόσεις πάνω από το κόστος του κεφαλαίου, δημιουργεί οικονομική αξία (Παπαδόπουλος, 2006).

Η αποτίμηση μιας εταιρείας στη βάση Οικονομικού Κέρδους θα μας δίνει πάντοτε την ορθολογική, από οικονομική άποψη, αξία, αδιάφορα με το ποια είναι η λογιστική αξία της καθαρής θέσης των μετοχών. Αυτό ισχύει και για την περίπτωση που το επενδυμένο κεφάλαιο δεν αποτελεί αμερόληπτη αποτίμηση της τρέχουσας αξίας του ενεργητικού και η απόδοση του κεφαλαίου δεν αποτελεί αμερόληπτη απόδοση της πραγματικής απόδοσης. Αυτό συμβαίνει λόγω του μαθηματικού τρικ ότι μια αύξηση της λογιστικής αξίας μειώνει την περιοδική μέτρηση του Οικονομικού Κέρδους (EVA) και αντίστροφα. Επομένως, οι μεταβολές αυτές σε παρούσα αξία αλληλοαναιρούνται. Επιπρόσθετα αξίζει να σημειωθεί εδώ ότι η αποτίμηση στη βάση του Οικονομικού κέρδους θα είναι πάντοτε ταυτόσημη με την αποτίμηση της προεξόφλησης των ταμειακών ροών (DCF) και της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV) που αποτελεί το πρότυπο αποτίμησης οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου το οποίο παράγει ταμειακές ροές στο μέλλον. (Παπαδόπουλος, 2006)

## 5.2 Η εξέλιξη της

Η εξέλιξη του Οικονομικού Κέρδους ή της EVA – Economic Value Added) δεν αποτελεί νέα ανακάλυψη, αλλά έχει ιστορικές ρίζες που ανάγονται στη θεωρία του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) των κλασικών οικονομολόγων. Ο Alfred Marshall (1890) προσδιόρισε το κέρδος ως το καθαρό όφελος που μένει αφού αφαιρεθεί η αμοιβή του επενδυμένου κεφαλαίου με το τρέχον επιτόκιο. (Κολυβάκης, 2006). Στις αρχές του 1920 η General Motors εφάρμοσε αυτή την έννοια και το 1950 η General Electric το ονόμασε «residual income» εφαρμόζοντάς το, σαν δείκτη απόδοσης για να μετρήσει την οικονομική επίδοση των αποκεντρωμένων της θυγατρικών (Stewart, 1994). Στα 200 χρόνια από την εισαγωγή της έννοιας στην οικονομική θεωρία, πολύ περιορισμένη είναι η βιβλιογραφία σχετικά με την αξιοπιστία της. Οι Solomons (1965) πρότειναν τη χρήση του residual income σαν εσωτερικό μετρητή απόδοσης και ο Antony (1973, 1982a, και 1982b) το πρότειναν και σαν εξωτερικό δείκτη.

Η ιδέα ότι η κύρια ευθύνη των στελεχών μιας εταιρείας είναι η αύξηση της αξίας της εταιρείας έγινε ευρέως δεκτή από την οικονομική κοινότητα το 1986 όταν και ο «Rappaport» δημοσίευσε το βιβλίο του «Creating Shareholder Value». Ο «Rappaport» διατύπωσε ότι τα λογιστικά κέρδη αποτυγχάνουν να μετρήσουν τα οικονομικά κέρδη. Τα κύρια επιχειρήματά του ήταν ότι η χρησιμοποίηση διαφορετικών λογιστικών

μεθόδων, η εξαίρεση των απαιτήσεων για επενδύσεις και ο μη υπολογισμός της διαχρονικής αξίας του χρήματος στα λογιστικά κέρδη αποτελούν τους λόγους για τους οποίους, τα τελευταία είναι αξιόπιστη πηγή μέτρησης των οικονομικών κερδών (Παπαδόπουλος, 2006).

Ειδικότερα, η «Economic Value Added» εκλαϊκεύτηκε και εμπορευματοποιήθηκε από την εταιρία συμβούλων Stern, Steward & Co (1991) και από εμπορική άποψη, είναι η πιο επιτυχημένη μέθοδος μέτρησης απόδοσης που χρησιμοποιείται από τις εταιρείες και τους συμβούλους. Η μέθοδος αυτή δικαιολογείται από τη χρηματοοικονομική θεωρία και συνάδει με τις αρχές της αποτίμησης και αποτελεί μία παραλλαγή του υπολειμματικού εισοδήματος. Η βασική διαφορά του Economic Value Added από την απλή έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος έγκειται στον τρόπο υπολογισμού τόσο των κερδών όσο και των επενδυμένων κεφαλαίων.

### **5.3 Δημιουργία αξίας**

Στην μέτρηση του οικονομικού κέρδους εταιρείας υπάρχουν πολυπλοκότητες. Για να υπάρξει δημιουργία αξίας, η επιχείρηση πρέπει να δημιουργήσει οικονομικό κέρδος. Αν η επιχείρηση έχει κερδοφορία από λογιστική άποψη, αλλά όχι από οικονομική τότε θα αξίζει λιγότερο από το ποσό που αρχικά έχει επενδυθεί σε αυτή και η οικονομική αξία θα έχει καταστραφεί. Αν είναι κερδοφόρα και παρέχει αποδεκτή απόδοση ίση με την αμοιβή του κίνδυνου, η αξία της θα πρέπει να ισούται με την αποτίμηση του επενδυμένου κεφαλαίου και τίποτε περισσότερο. Μια επιπρόσθετη πολυπλοκότητα είναι η διάσταση της χρονικής αξίας του χρήματος. Το κέρδος μιας μόνο περιόδου δεν μπορεί να εκφράσει τη δημιουργία αξίας, γιατί αυτή είναι αποτέλεσμα επενδύσεων που αποδώσουν σε βάθος χρόνου.

Η Economic Value Added είναι εκείνο το πρακτικό εργαλείο το οποίο μετρά την περιοδική απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου σε αρμονία με τις αρχές της σύγχρονης χρηματοοικονομικής θεωρίας. Σε αντίθεση με τα λογιστικά κέρδη, η σύνδεση του οικονομικού κέρδους με τη δημιουργία αξίας είναι διαφανή. Σε επίπεδο αρχής, η καθαρή παρούσα αξία οποιασδήποτε εταιρείας ισούται με την προεξοφλημένη ταμειακή ροή του Οικονομικού Κέρδους που αναμένεται να δημιουργήσει η εταιρεία από τη σημερινή της λειτουργία.

Η ιδέα πίσω από το Οικονομικό Κέρδος είναι ότι οι επενδυτές θα πρέπει να κερδίζουν μία απόδοση που θα τους αποζημιώνει για τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Με άλλα λόγια,

τα ίδια κεφάλαια θα πρέπει να κερδίζουν τουλάχιστον την ίδια απόδοση με αυτήν που προσφέρει η κεφαλαιαγορά για επενδύσεις παρόμοιου κινδύνου. Η μεθοδολογία αυτή που χρησιμοποιεί τη μέση απόδοση της αγοράς με αναπροσαρμογή στον κίνδυνο σαν ελάχιστη ζητούμενη απόδοση, δικαιολογείται από το γεγονός ότι η μέση αυτή απόδοση είναι αποτέλεσμα ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου επενδύσεων, που σε μέσους όρους εκφράζει τον επενδυτικό κίνδυνο της οικονομικής δραστηριότητας και μπορεί εύκολα να προσδιοριστεί. Η μέση αυτή μακροπρόθεσμη απόδοση της αγοράς εκφράζει τη μέση απόδοση που οι εισηγμένες εταιρείες δημιουργούν από τη λειτουργική τους δραστηριότητα – και που αποτελεί σημαντικό μέρος της συνολικής οικονομίας.

## **5.4 Μέθοδοι μέτρησης EVA**

### **Δείκτες μέτρησης απόδοσης και μέτρησης πλούτου**

Για να εξετάσουμε τα στοιχεία της EVA και να μελετήσουμε λεπτομερέστερα τα σημεία του υπολογισμού της απαιτείται η κατανόηση κάποιων βασικών αρχών. Αρχικά, θα δούμε πώς έννοιες όπως η μέτρηση απόδοσης (performance measure) – που διακρίνεται από την έννοια της μέτρησης πλούτου (wealth measure) – συνδέεται στενά με Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA) και θα καταλήξουμε με την παρουσίαση μιας πιο ολοκληρωμένης συνολικής εικόνας της EVA, δείχνοντας τους οικονομικούς υπολογισμούς που την περιβάλλουν.

Η EVA είναι ένας τρόπος μέτρησης απόδοσης (performance measure). Η διαφορά μεταξύ της μέτρησης απόδοσης και της μέτρησης πλούτου έγκειται στο γεγονός ότι η μέτρηση της απόδοσης μιας εταιρείας βρίσκεται υπό τον έλεγχο της όπως άλλωστε και ένας δείκτης όπως η απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά μια μέθοδος μέτρησης πλούτου (wealth measure), δεν βρίσκεται υπό τον έλεγχο της εταιρείας αλλά εξαρτάται από την συνολική και μακρόπνοη προοπτική μιας χρηματιστηριακής αγοράς όπως κάνει π.χ. ο δείκτης P/E. Βέβαια παρ' όλο που αυτά τα δύο αυτά είδη είναι διακεκριμένα, συνδέονται έμμεσα.

Για κάθε δείκτη μέτρησης απόδοσης (performance measure) υπάρχει και ένας αντίστοιχος για τη μέτρηση του πλούτου (wealth measure). Θεωρητικά, σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, ένας δείκτης μέτρησης απόδοσης μπορεί να επηρεάσει τον αντίστοιχο μέτρησης του πλούτου. Για παράδειγμα, αναφέρουμε το εξής ζεύγος

δεικτών: των κερδών ανά μετοχή ή EPS (performance measure) και του P/E (wealth measure). Οι μεταβλητές που καθορίζουν τον δείκτη EPS – κέρδη και μετοχές – είναι αριθμοί που επηρεάζονται μόνο από τις ενέργειες και αποφάσεις της εταιρείας. Από την πλευρά, ο δείκτης P/E, ο οποίος καθορίζεται από την τιμή των μετοχών της εταιρείας, εξαρτάται από την αξία αυτών των ενεργειών και των αποφάσεων όπως αυτές αποτιμώνται από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Το βασικό κριτήριο για την αντίστοιχη των δεικτών μέτρησης απόδοσης και πλούτου είναι η συνέπεια μεταξύ των στοιχείων που τους απαρτίζουν. Κάθε στοιχείο του ενός δείκτη θα πρέπει να αναφέρεται στην ίδια ομάδα των ενδιαφερομένων ή κατόχων κεφαλαίου και τους αντίστοιχους ισχυρισμούς – λογαριασμούς «περί εταιρικής περιουσίας». Για παράδειγμα, ο δείκτης EPS εξ ορισμού αφορά την κατανομή των κερδών σε κοινούς μετόχους, ο δείκτης P/E αναφέρεται στο πόσο πολλαπλασιάζει τα κέρδη της μετοχής η αγορά, δηλαδή ποια είναι η αξία που κατέχουν οι μέτοχοι.

Στον παρακάτω Πίνακα 13 παρουσιάζονται ορισμένοι δείκτες μέτρησης απόδοσης και οι αντίστοιχοι δείκτες μέτρησης πλούτου (David Harper, 2008).

Πίνακας 13. Δείκτες μέτρησης απόδοσης και πλούτου

Δείκτες Μέτρησης Απόδοσης (Performance Measure's)	Δείκτες Μέτρησης Πλούτου (Wealth measure's)
ROE, EPS	P/E
Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας Economic Value Added	Αγοραία Προστιθέμενη Αξία Market Value Added
Free Cash Flow – Ελεύθ. Ταμειακές Ροές	Χρημ/κή Τιμή x Κοινές Μετοχές

Η EVA αποτελεί μία μέθοδο μέτρησης απόδοσης με βάση την υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογιζόμενη σε ταμειακή βάση, ύστερα από την αφαίρεση όλων των υποχρεώσεων της επιχείρησης. Όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 14 Δείκτες Μέτρησης Απόδοσης και πλούτου ανά επίπεδο ανάλυσης

Μέθοδοι Μέτρησης		Σύνολο Επιχείρησης		Μέτοχοι	Υπολειμματική Αξία
Απόδοσης	Λογιστική	EBITDA	EBIT	Net Income	CVA or EVA
	Ταμειακή	CFO	FCFF	FCFE	
	Απόδοση	ROGIC	ROIC	ROE	Economic Spread
	Πλούτος (Wealth)	Enterprise Multiples		P/E	MVA

CFO =Cash from Operations

CVA = Cash Value Added

Economic Spread =Roga - Wacc

ROGIC = Return on Gross Invested Capital

ROGA = Return on Gross Assets

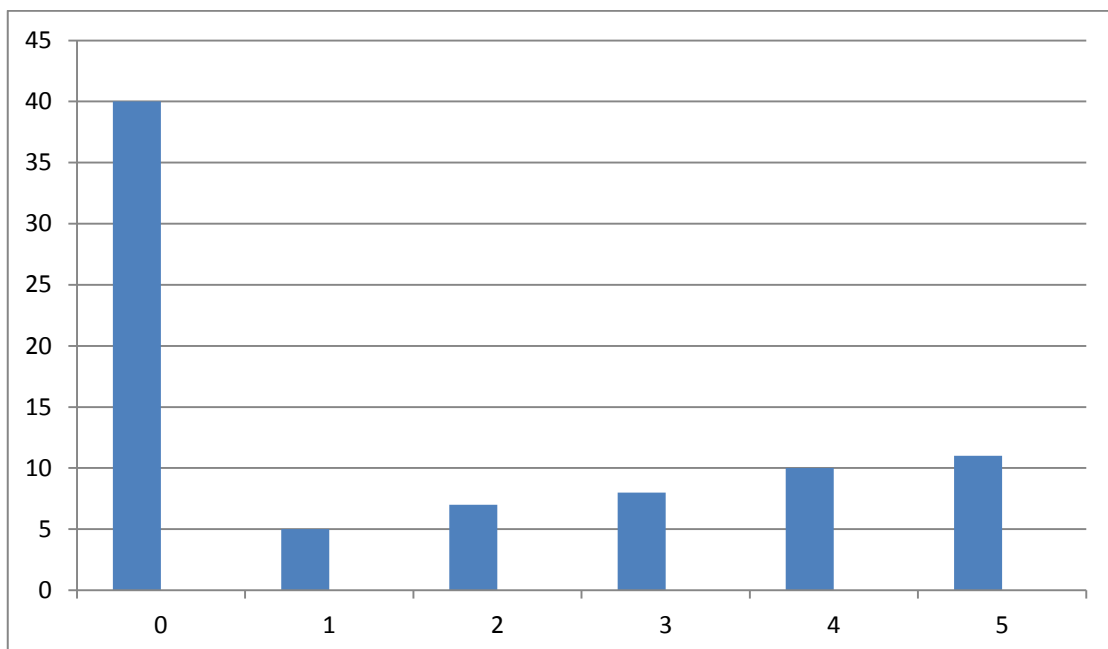
Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται πως η EVA αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο αναλυτικό εργαλείο για τους επενδυτές, συγκριτικά με άλλες μεθόδους μέτρησης απόδοσης και αποτίμησης. Καθορίζοντας τα επίπεδα ανάλυσης: δημιουργία κέρδους για την επιχείρηση, για τους μετόχους ή και για τους δανειστές. Επιπλέον συνοψίζει για κάθε ένα από τα παραπάνω επίπεδα ανάλυσης τις διαφορετικές μεθόδους μέτρησης απόδοσης και αποτίμησης που ενδείκνυται να χρησιμοποιηθούν και καταδεικνύει ποιες από αυτές είναι μονάδες μέτρησης απόδοσης και ποιες πλούτου.

Στον πίνακα βλέπουμε στις στήλες τα διάφορα επίπεδα ανάλυσης και στις γραμμές τις αντίστοιχες μεθόδους μέτρησης απόδοσης και πλούτου. Η πρώτη σειρά δείχνει τις μετρήσεις απόδοσης σε λογιστική βάση, ενώ από κάτω από κάθε μέθοδο μέτρησης βρίσκονται οι αντίστοιχες σε ταμειακή βάση για το ίδιο επίπεδο ανάλυσης. Για παράδειγμα, η ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FCFF) είναι αναλογική προς τα κέρδη προ φόρων και τόκων(EBIT). Τα κέρδη προ φόρων και τόκων EBIT είναι τα κέρδη που συσσωρεύονται τόσο στους μετόχους όσο και στους δανειστές (το σύνολο δηλαδή των κερδών που αποκομίζει ο φορέας της επιχείρησης) και οι ελεύθερες ταμιακές ροές προς την επιχείρηση (FCFF) είναι η αντίστοιχη αξία σε χρηματικές ροές.



Ο πίνακας δείχνει ακόμη πως οι μέθοδοι μέτρησης απόδοσης, έχουν αντίστοιχες μεθόδους μέτρησης απόδοσης (σε διαφορετική βάση) και μεθόδους μέτρησης πλούτου. Η απόδοση επί του ακαθάριστου επενδυμένου κεφαλαίου (ROGIC), για παράδειγμα, αντιστοιχεί στα EBITDA διότι προσθέτει πίσω την απόσβεση κεφαλαίου στον παρανομαστή.

Στη χρηματοοικονομική θεωρία το μοντέλο αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow) λέει ότι η εσωτερική αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών. Με άλλα λόγια, αν γνωρίζουμε τις μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, μπορούμε να τις προεξοφλήσουμε σε μία ενιαία παρούσα αξία. Η ιδέα αυτή απεικονίζεται στο παρακάτω Διάγραμμα όπου οι μελλοντικές ταμειακές ροές (5 ετών) είναι να προεξοφλούνται για την συνολική αξία μιας εταιρείας 40ευρώ.



Διάγραμμα 5 Προεξόφληση Free Cash Flow σε Παρούσα Αξία

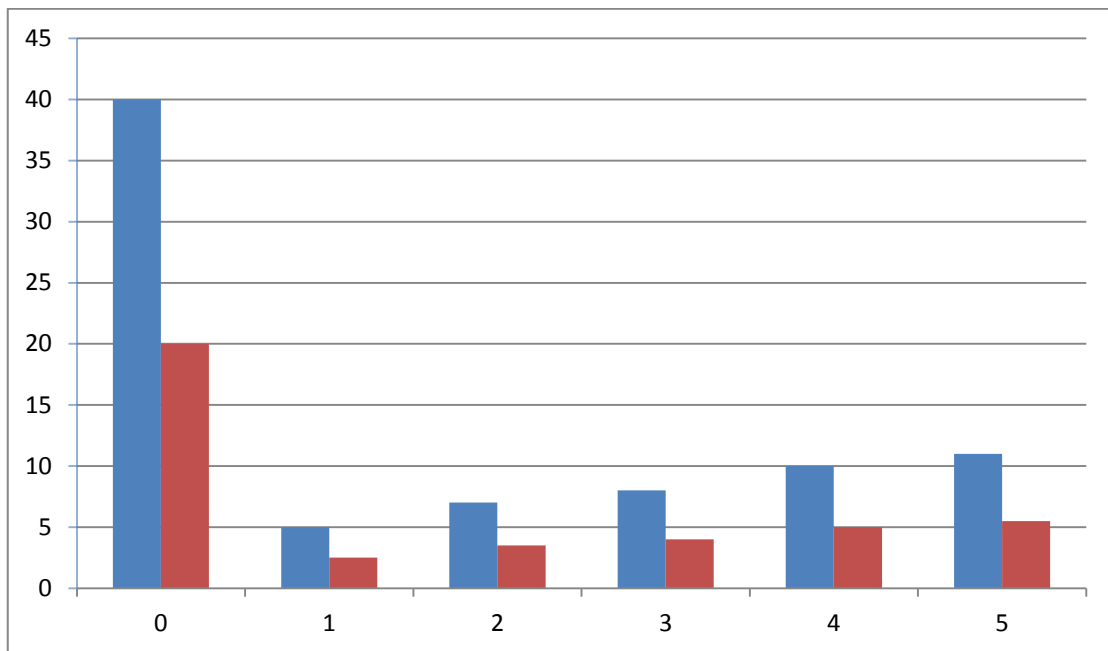
Η EVA βασίζεται στην ίδια ιδέα με τη διαφορά ότι, η εσωτερική αξία της επιχείρησης είναι κατανομημένη σε δύο μέρη: στο επενδυμένο κεφαλαίο και στην παρούσα αξία των μελλοντικών EVA's.

Δηλαδή σύμφωνα με την EVA:

**Intrinsic Value = Invested Capital + Present Value of Future EVA's**

Δεδομένου ότι η εσωτερική αξία διασπάται σε δύο μέρη, μπορούμε επίσης να καταλάβουμε γιατί η EVA ονομάζεται και υπολειμματικό κέρδος.

Στην περίπτωση αυτή, ωστόσο, οι κόκκινες στήλες αντιπροσωπεύουν τις μελλοντικές EVA's, οι οποίες με τη σειρά τους αντιπροσωπεύουν ένα μέρος των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών και θα είναι πάντα μικρότερες από αυτές.



Διάγραμμα 6: EVA και FCF

Οι EVA's που αντιπροσωπεύουν το μέρος των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά την επιβάρυνση κεφαλαίου αφαιρούνται. Σε αυτό το παράδειγμα οι μελλοντικές EVA's είναι προεξοφλημένες στην παρούσα αξία των 20ευρώ, όπως εκπροσωπείται από την κόκκινη στήλη ενώ η μπλε, η οποία αντιπροσωπεύει τη μερίδα του επενδυμένου κεφαλαίου ύψους 20ευρώ. Μαζί οι δύο στήλες δείχνουν πως η EVA χωρίζει την εσωτερική αξία μιας εταιρείας σε δύο κομμάτια.

## 5.5 Η Σχέση της MVA και της EVA

Το κλειδί για την κατανόηση της σχέσης ανάμεσα στα δύο αυτά κομμάτια αφορά την Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA), η οποία αντιπροσωπεύει

τον τρόπο με τον οποίο η αγορά προεξοφλεί την επιχείρηση πέρα από το επενδυμένο της κεφάλαιο. Στο παράδειγμα είναι απλά το όνομα που δόθηκε προς την παρούσα αξία των μελλοντικών οικονομικών κερδών – η κόκκινη στήλη 20ευρώ. Αν, τώρα, για παράδειγμα, η εταιρεία αυτή έκανε μελλοντικά EVA's ίσα με μηδέν, η Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added της θα είναι μηδενική, και η συνολική αξία της επιχείρησης θα μπορούσε απλώς να είναι ίση με το κεφάλαιο που επενδύθηκε.

Βέβαια, η αγορά δεν μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές ταμειακές ροές (EVA's) άψογα, με αποτέλεσμα να μπορούμε να μιλάμε για Αγοραία προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA), με δύο διαφορετικούς τρόπους:

1. Την Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA), όπως αυτή καθορίζεται από την αγορά και
2. την θεωρητική Αγοραία Προστιθέμενη Αξία, που αναμένεται από τις μελλοντικές ταμειακές ροές (EVA's).

Αλλά, όπως ακριβώς, σύμφωνα με το παραδοσιακό μοντέλο αποτίμησης, η αποτίμηση της εταιρείας στην αγορά αναμένεται να συγκλίνει με τις προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές, η Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA) αναμένεται να συγκλίνει με την προεξοφλημένη αξία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας – Economic Value Added. Και εδώ, με τον όρο Market Value Added (MVA) εννοούμε το μετοχικό κεφάλαιο που είναι εισηγμένο σε μία χρηματιστηριακή αγορά, αφαιρουμένου του επενδυμένου κεφαλαίου (David Harper, 2008).

Οι σχέσεις αυτές παρουσιάζονται ως εξής : Η Market Value Added (MVA) είναι ο δείκτης μέτρησης του πλούτου που το Μάνατζμεντ της εταιρείας έχει δημιουργήσει για τους επενδυτές. Στην πράξη η MVA δείχνει τη διαφορά μεταξύ αυτού που τοποθέτησαν οι επενδυτές – σε αξία – στη συγκεκριμένη εταιρεία και αυτού που δικαιούνται να πάρουν σήμερα. Η EVA είναι «το καύσιμο που προκαλεί ανάφλεξη στην MVA». Η εταιρεία που έχει θετικό EVA διαχρονικά, θα πρέπει να έχει αυξημένη MVA και αντίστροφα (καθώς αρνητικό EVA θα μειώσει την MVA και η αγορά θα αμφιβάλλει για το αν η εταιρεία είναι σε θέση να παράσχει αξιοπρεπείς επενδύσεις στο επενδυμένο κεφάλαιο).

Η MVA αποτελεί σωρευτικό μετρητή της εταιρικής απόδοσης, ο οποίος δείχνει το ποσό που η μετοχή της εταιρείας έχει προσθέσει ή, αντίθετα, έχει αφαιρέσει από τις «τσέπες» των επενδυτών διαχρονικά. Ταυτόχρονα συγκρίνει το ποσό αυτό με το κεφάλαιο που οι

ίδιοι οι επενδύτες τοποθέτησαν στην εταιρεία. Όταν η MVA είναι θετική, η εταιρεία έχει κάνει πλουσιότερους τους μετόχους.

Ο υπολογισμός της MVA ξεκινά με τον συνολικό κεφάλαιο που η εταιρεία έχει απορροφήσει στη διάρκεια της ζωής της. Προσδιορίζεται δε με τη πρόθεση των δανειακών και των ιδίων κεφαλαίων σωρευτικά. Στη συνέχεια, μερικές αναπροσαρμογές κεφαλαιοποιούν δαπάνες που αποτελούν επένδυση έναντι μελλοντικής κερδοφορίας και όχι έξοδα (π.χ. δαπάνες R&D). Το αναπροσαρμοσμένο ύψος του επενδυμένου κεφαλαίου συγκρίνεται με την τρέχουσα αξία της επιχείρησης – στην περίπτωση εισηγμένης εταιρείας – που αποτελεί την τρέχουσα αξία του μετοχικού κεφαλαίου και των δανείων, για να υπολογισθεί η MVA, δηλαδή, η διαφορά μεταξύ του τι μπορούν να λάβουν οι προμηθευτές του κεφαλαίου σήμερα (τρέχουσα συνολική αξία) και του ποσού που έχουν τοποθετήσει στην εταιρία (επενδυμένο κεφάλαιο).

Η MVA θα πρέπει να τείνει να κινείται παράλληλα με την εταιρική αξία. Η EVA αποτελεί το δείκτη που μας φανερώνει τι έχει συμβεί στην αξία της εταιρείας. Οι επιτυχημένες εταιρείες προσθέτουν MVA (πριμ υπεραξίας) και επομένως, αυξάνουν την αξία του επενδυμένου κεφαλαίου. Το αν η εταιρεία προσθέτει (ή όχι) πριμ υπεραξίας, εξαρτάται από το επίπεδο της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου. Αν η πραγματική απόδοση είναι πάνω από το κόστος του κεφαλαίου, η εταιρεία θα έχει προσθέσει πριμ στο αρχικό επενδυμένο κεφάλαιο και άρα, θα έχει αυξήσει την αξία της (ή, αντίστροφα, θα βρίσκεται σε discount).

Η παραπάνω σχέση είναι πολύ ισχυρή ακόμη και στην αγορά των ομολόγων και ισχύει για την απόδοση και την τιμή της ομολογίας. Όταν η απόδοση του ομολόγου (yield) είναι πάνω από το τρέχον επιτόκιο της αγοράς (κόστος κεφαλαίου), το ομόλογο πωλείται με πριμ (δηλαδή σε αναλογία με την αγορά των μετοχών η εταιρεία έχει θετική EVA και επομένως, θετική MVA).

Παρατηρείται, έτσι οι μεταξύ της αγοραίας προστιθέμενης αξίας και οικονομικής προστιθέμενης αξίας υπάρχει έμμεση και όχι άμεση σχέση. Αυτό συμβαίνει διότι η MVA έχει ως κύριο παράγοντα καθορισμού της, την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, η οποία όμως εξαρτάται περισσότερο από τις προσδοκίες για τις μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές που θα παράγει η επιχείρηση.

Μόνο στην περίπτωση που δεν μεταβληθούν οι προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές αποδόσεις (δηλαδή η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμιακών ροών παραμένει η ίδια) τότε η αύξηση της MVA θα είναι ίση με το ποσό της EVA που αντιστοιχεί στους μετόχους.

Η ισοδυναμία των μεθόδων προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών και προεξόφλησης EVA είναι ανεξάρτητη από τις λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία των οικονομικών καταστάσεων από την επιχείρηση. Όπως φαίνεται και στην πιο πάνω απόδειξη, χρησιμοποιήθηκαν γενικές σχέσεις, που δεν αντιστοιχούν σε κάποιο συγκεκριμένο λογιστικό σύστημα.

Συμπερασματικά, η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) αντανακλά τις παρελθούσες επιδόσεις της επιχείρησης ακόμα και σε εποχές που τα στελέχη της εταιρίας δεν είχαν καν γεννηθεί. Αντίθετα η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) δείχνει την αξία που παρήχθη στη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Σημαντικό είναι επίσης πως η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) μπορεί να εφαρμοσθεί και σε επίπεδο επιχειρησιακής μονάδας ενώ η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) εφαρμόζεται μόνο σε επίπεδο επιχείρησης

Επομένως, η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) αντανακλά τις παρελθούσες επιδόσεις της επιχείρησης ακόμα και σε εποχές που τα στελέχη της εταιρίας δεν είχαν καν γεννηθεί. Αντίθετα, η οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA) δείχνει την αξία που παρήχθη στη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου.

Να σημειωθεί πως η EVA μπορεί να εφαρμοσθεί και σε επίπεδο επιχειρησιακής μονάδας ενώ η MVA εφαρμόζεται μόνο σε επίπεδο επιχείρησης.

## 5.6 Ο υπολογισμός της EVA

Η οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added υπολογίζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση, σε μία δεδομένη χρονική στιγμή και είναι η διαφορά μεταξύ των εσόδων και του κόστους, όπου το κόστος περιλαμβάνει όχι μόνο τις λειτουργικές δαπάνες αλλά και το κόστος χρήσης του συνολικού κεφαλαίου. Ο υπολογισμός της γίνεται σε νομισματικές μονάδες και χονδρικά έχει ως εξής (Young, O'Byrne, 2000):

$$EVA = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})^5$$

Όπου:

$$\text{ROIC} = \text{Return On Invested Capital}$$

και

WACC= Weighted Average Cost of Capital

WACC είναι το κόστος κεφαλαίου για οποιαδήποτε επένδυση και είναι η απόδοση που θα ανέμενε ο επενδυτής αν τοποθετούσε τα χρήματά του σε κάποια άλλη, παρόμοιου κινδύνου επένδυση. Με άλλα λόγια, το κόστος κεφαλαίου είναι ένα κόστος ευκαιρίας.

### 5.6.1 Η Έννοια του Κόστους – Κόστος Ευκαιρίας

Για τους περισσότερους ανθρώπους κόστος σημαίνει πληρωμή κάποιου χρηματικού ποσού. Στην πραγματικότητα όμως η έννοια του κόστους είναι πιο ουσιαστική. Πίσω από το χρηματικό ποσό κρύβεται το πραγματικό κόστος.

Τα οικονομικά αγαθά και οι συντελεστές που τα παράγουν βρίσκονται σε στενότητα. Αυτό σημαίνει ότι, αν μια οικονομία θελήσει να αυξήσει την ποσότητα ενός αγαθού, πρέπει να μειώσει την ποσότητα κάποιου άλλου.

Με άλλα λόγια, η παραγωγή ενός αγαθού δεσμεύει παραγωγικούς συντελεστές που θα μπορούσαν, μέσα σε κάποια όρια, να παράγουν κάποιο άλλο αγαθό. Είναι, λοιπόν φανερό ότι η παραγωγή κάποιου αγαθού σημαίνει και θυσία των άλλων που θα μπορούσαν να παραχθούν με τους ίδιους παραγωγικούς συντελεστές. Αυτή είναι η πραγματική έννοια του κόστους. Το πραγματικό κόστος ενός αγαθού είναι τα άλλα αγαθά που θυσιάστηκαν για την παραγωγή του.

Για να γίνει κατανοητή η έννοια του πραγματικού κόστους, αρκεί να ληφθεί υπόψη ότι κάθε άνθρωπος έχει στη διάθεσή του 24 ώρες την ημέρα. Οι δραστηριότητες που μπορεί να αναπτύξει κάθε ημέρα είναι περιορισμένες από τη διάρκεια της ημέρας. Αν το άτομο αποφασίσει να πάει στον κινηματογράφο για 3 ώρες, είναι πιθανό να αισθανθεί ορισμένη ευχαρίστηση. Ταυτόχρονα όμως υφίσταται και ένα κόστος, που δεν είναι μόνον η τιμή του εισιτηρίου, αλλά και η απώλεια της ευκαιρίας που είχε να κάνει κάτι άλλο στη διάρκεια των τριών ωρών. Το πραγματικό αυτό κόστος λέγεται και κόστος ευκαιρίας ή ακόμη και εναλλακτικό κόστος.

Σε οποιοδήποτε στάδιο της οικονομικής ανάπτυξης, η διαθεσιμότητα έτοιμων τελικών εμπορευμάτων αποτελεί προϋπόθεση για την ανάδειξη της διάκρισης μεταξύ των αναγκών και των επιθυμιών. Το παράδοξο της έλλειψης αναγνωρίζει ότι σε μια δυναμική, καπιταλιστική, ταξική κοινωνία, η πλειοψηφία θα φιλοδοξεί πάντα σε ό, τι

έχουν σχετικά λίγοι σε οποιοδήποτε σημείο στο χρόνο. Αυτό οδηγεί σε αυτό που είναι ίσως η πιο βασική έννοια στην οικονομία - η έννοια του «κόστους ευκαιρίας». Λέγεται ότι «κόστος ευκαιρίας μπορούν να προκύψουν μόνο σε έναν κόσμο όπου οι διαθέσιμοι πόροι είναι περιορισμένοι, έτσι ώστε όλες οι επιθυμίες δεν μπορεί να ικανοποιηθούν» (Pearce, 1983, σελ 322. Πλάγια στοιχεία έχουν προστεθεί). Η έννοια υπονοεί ότι η κοινωνία πρέπει να θυσιάσει κάτι σε απόλυτους όρους σε αντάλλαγμα για περισσότερο από κάτι άλλο. Η συζήτηση σε αυτό το έγγραφο δείχνει ότι η αποτυχία να διακρίνει σωστά μεταξύ «επιθυμίας» και «ανάγκης» προσδίδει μια κυκλικότητα στην έννοια του κόστους ευκαιρίας. Η ιδέα αποκτά σημασία μόνο υπό τους όρους της «έλλειψης της αφθονίας» που είναι εγγενείς σε μια καπιταλιστική ταξική κοινωνία.

Κόστος ευκαιρίας είναι το κόστος που προκύπτει από την θυσία ενός αγαθού, για την παραγωγή κάποιου άλλου.

Είναι η θυσία κάποιων άλλων αγαθών που θα μπορούσαν να παραχθούν με τους ίδιους παραγωγικούς συντελεστές που χρησιμοποιούνται για τη παραγωγή του συγκεκριμένου αγαθού.

#### **(α) Γενική μορφή**

$$ΚΕ = \frac{\text{Μοναδες του αγαθου που θυσιάζεται}}{\text{Μοναδες του αγαθου που παραγεται}}$$

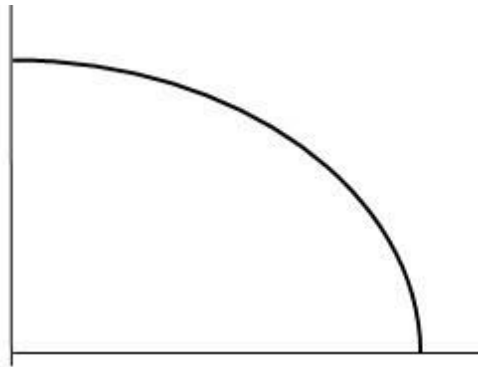
Το κόστος ευκαιρίας μπορεί να είναι:

1. Συνεχώς αυξανόμενο
2. Συνεχώς μειούμενο
3. Σταθερό
4. Σταθερό και ίσο με 1

#### **1) Κόστος Ευκαιρίας συνεχώς αυξανόμενο**

Αυτό σημαίνει ότι οι παραγωγικοί συντελεστές δεν είναι εξίσου κατάλληλοι για τη παραγωγή όλων των αγαθών και καθώς αυξάνεται η παραγωγή ενός αγαθού θα αποσπώνται από τη παραγωγή άλλων αγαθών συντελεστές όλο και λιγότερο κατάλληλοι για τη παραγωγή του συγκεκριμένου αγαθού.

Με κόστος ευκαιρίας συνεχώς αυξανόμενο η ΚΠΔ είναι κοίλη:

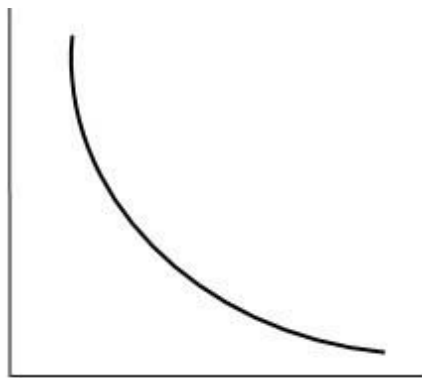


Κόστος ευκαιρίας αυξανόμενο

## 2) Κόστος Ευκαιρίας συνεχώς μειούμενο

Οι παραγωγικοί συντελεστές καθώς αυξάνεται η παραγωγή ενός αγαθού θα αποσπώνται από τη παραγωγή άλλων αγαθών, συντελεστές όλο και περισσότερο εξειδικευμένοι για τη παραγωγή του συγκεκριμένου αγαθού.

Με κόστος ευκαιρίας συνεχώς μειούμενο, η καμπύλη θα είναι κυρτή ως προς την αρχή των αξόνων.



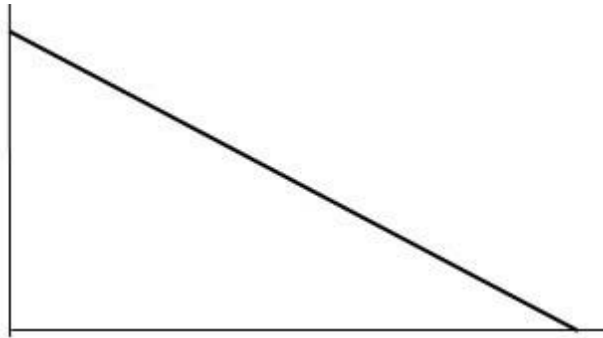
Κόστος Ευκαιρίας μειούμενο

## 3) Κόστος Ευκαιρίας σταθερό

Οι παραγωγικοί συντελεστές είναι εξίσου κατάλληλοι για την παραγωγή όλων των αγαθών.

Η ΚΠΔ είναι ευθεία γραμμή.

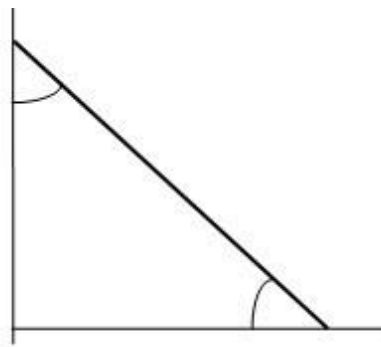




Κόστος ευκαιρίας σταθερό

#### 4) Κόστος Ευκαιρίας σταθερό και ίσο με 1

Οι παραγωγικοί συντελεστές είναι εξίσου κατάλληλοι για την παραγωγή όλων των αγαθών. Η ΚΠΔ είναι ευθεία γραμμή και σχηματίζει ισοσκελές τρίγωνο με τους άξονες.



Κόστος ευκαιρίας ίσο με μονάδα

Το κόστος κεφαλαίου κατέχει θεμελιώδη θέση στη χρηματοοικονομική διότι εμπλέκεται σε θέματα αξιολόγησης επενδύσεων, αποτίμησης εταιριών, βέλτιστης κεφαλαιακής δομής, συγχωνεύσεις και εξαγορές και αξιολόγησης της απόδοσης (μέσω της EVA) των επιχειρηματικών μονάδων.

Μια άλλη έννοια η οποία κατέχει κεντρική θέση στην κατανόηση και στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου, είναι η έννοια του κινδύνου. Οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk-averse) προτιμώντας τον λιγότερο δυνατό κίνδυνο για δεδομένη απόδοση. Αυτό δεν σημαίνει πως οι επενδυτές δεν επιθυμούν τον κίνδυνο (κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε μια κατάσταση όπου όλοι θα επένδυαν μόνο σε κρατικά ομόλογα) αλλά ότι επιθυμούν να αμείβονται «κατάλληλα» για την ανάληψη του κινδύνου και μάλιστα, για δεδομένη απόδοση να αναλαμβάνουν τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο.

Όπως φαίνεται από την σχέση αυτή, μία επιχείρηση παράγει αξία (έχει δηλαδή θετική οικονομική προστιθέμενη αξία) όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC) είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Αν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου, οποιοσδήποτε νέες επενδύσεις (με ίδια οριακή απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου) θα επιφέρουν επιπλέον μείωση αξίας για την επιχείρηση.

Η EVA είναι μια μέθοδος μέτρησης δημιουργίας αξίας που αποφεύγει τα μειονεκτήματα που παρουσιάζουν παραδοσιακές μέθοδοι μέτρησης δημιουργίας αξίας όπως ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή (EPS) και το λογιστικό ποσοστό απόδοσης επί των απασχολούμενων κεφαλαίων (ROI) που εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη και από την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Στοιχεία που μπορούν να χειραγωγηθούν από τη Διοίκηση της επιχείρησης και εξαρτώνται από την αγοραία τιμή της μετοχής, η οποία μπορεί να επηρεάζεται από παράγοντες που είναι άσχετοι με την απόδοση της εταιρίας. Η EVA δεν εξαρτάται από την αγορά ενώ δεν επηρεάζεται και από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, αφού στηρίζεται στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (Παπαδόπουλος, 2006).

Αναλυτικότερα, η EVA βασίζεται στην κλασική οικονομική θεωρία, και για το λόγο αυτό, δεν είναι εντελώς διαφορετική από τις παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούσαν τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Τρεις είναι οι πυλώνες στήριξης της:

Οι ταμειακές ροές είναι οι πιο αξιόπιστες από την λογιστική των δεδουλευμένων (λογιστική βάση).

Ορισμένες δαπάνες αποτελούν στην οικονομική πραγματικότητα μακροπρόθεσμες επενδύσεις.

Η εταιρεία δεν δημιουργεί αξία παρά μέχρι ένα όριο όπου αρχίζει να δημιουργείται απόδοση για τους μετόχους.

$$EVA = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

$$EVA = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

$$EVA = \text{Operating Capital} \times \text{ROIC} - \text{Operating Capital} \times \text{WACC}$$

$$\text{Ισχύει όμως, πως } \text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Operating Capital}$$

Έτσι:

$$EVA = \text{Operating Capital} \times \text{NOPAT} / \text{Operating Capital} - \text{Operating Capital} \times \text{WACC}$$

Δηλαδή:

$$EVA = \text{NOPAT} - \text{Operating Capital} \times \text{WACC}$$

$$\text{Όμως : NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{corporate tax rate})$$

Έτσι:

$$EVA = \text{EBIT} \times (1 - \text{corporate tax rate}) - (\text{Operating Capital}) \times (\text{WACC})$$

Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC) ισούται με τον λόγο των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT) προς το ολικό λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης (operating capital). Δηλαδή:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Operating Capital}$$

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Operating Capital} = (\text{Operating Profits/Sales})_{10\varsigma} \times (\text{Sales/Invested Capital})_{20\varsigma}$$

Ο πρώτος όρος είναι το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, ενώ ο δεύτερος όρος είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού (asset turnover).

Ο δείκτης αυτός αντανακλά την παραγωγικότητα του λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων, τόσο υψηλότερη είναι η λειτουργική παραγωγικότητα της επιχείρησης.

Πιο παραστατικά ο υπολογισμός της EVA έχει ως εξής:

Assets

-Non Interest bearing current liabilities

Total Investors Funds

-Non operating assets

**Operating Invested Capital**

EBITA

-Taxes on EBITA

± Difference in Deferred Taxes

**NOPAT (Net Operating Profits After Taxes)**

ROIC= NOPAT/ Operating Invested Capital

WACC= Weighted Average Cost of Capital

**EVA = Operating Invested Capital x (ROIC-WACC)**

***TOTAL OPERATING CAPITAL επενδυμένο κεφάλαιο***

Ο υπολογισμός του επενδυμένου κεφαλαίου αποτελεί πολύ σημαντικό βήμα στον προσδιορισμό της EVA, δεδομένου ότι η φιλοσοφία της βασίζεται στη «χρέωση» του κεφαλαίου που χρησιμοποιείται. Το επενδυμένο κεφάλαιο αντιστοιχεί στο Λειτουργικό Ενεργητικό της επιχείρησης.

Το λειτουργικό ενεργητικό αποτελείται από εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης που είναι απαραίτητα για την κύρια παραγωγική της διαδικασία. Το συνολικό λειτουργικό ενεργητικό αναλύεται στο λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης και στο λειτουργικό πάγιο ενεργητικό, δηλαδή :

**Total operating capital = Net operating working capital + Operating long – term assets**

**Λειτουργικό Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης**

Η άντληση του λειτουργικού κεφαλαίου κίνησης απευθείας από έναν ισολογισμό, ως διαφορά του κυκλοφορούν ενεργητικού μείον τις τρέχουσες υποχρεώσεις, δεν είναι θεμιτή στην περίπτωση της EVA, γιατί μας ενδιαφέρουν μόνο οι πηγές χρηματοδότησης που προέρχονται από επενδυτές ή δανεισμό. Αλλά σε μια επιχείρηση τμήματα των κεφαλαίων προέρχεται από την ίδια τη λειτουργική δραστηριότητά της.

Η αντίφαση γίνεται κατανοητή με τη χρήση δύο παραδειγμάτων από τις τρέχουσες υποχρεώσεις ενός ισολογισμού. Έτσι ένα βραχυχρόνιο δάνειο (short-term debt) σαφώς και είναι πηγή χρηματοδότησης για την επιχείρηση και δικαίως αποτελεί μέρος του επενδυμένου (λειτουργικού) κεφαλαίου. Αλλά, χρηματοδότηση προκύπτει και από πιστώσεις που έχει η εταιρεία από τους προμηθευτές της (Πληρωτέοι Λογαριασμοί- Accounts Payable), που όμως σε καμία περίπτωση δεν θεωρούνται δανειστές ή επενδυτές της, οπότε και πρέπει το αντίστοιχο ποσό να αφαιρεθεί από το λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης.

Συνοψίζοντας, το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης προκύπτει ως εξής:

**Net Operating Working Capital= All current assets that do not pay interest – All current liabilities that do not charge interest**

Ή

**Net Operating Working Capital=(Cash +Accounts Receivable + Inventories) – (Accounts Payable + Accruals)**

Έτσι η αρχική σχέση για το συνολικό λειτουργικό ενεργητικό μπορεί να διαμορφωθεί ως εξής:

**Total Operating Capital = (Cash + Accounts Receivable +Invetories +Operating long-term assets) – (Accounts Payable + Accruals)**

### **Λειτουργικό Πάγιο Ενεργητικό**

Το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό αποτελείται από τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού που είναι αναγκαία για την πραγματοποίηση της κύριας παραγωγικής δραστηριότητας μιας επιχείρησης. Για τον ασφαλή χαρακτηρισμό ενός πάγιου στοιχείου του

ενεργητικού ως λειτουργικό ή όχι πρέπει να χρησιμοποιούμε την «αρχή της συνέπειας». Δηλαδή πρέπει να εξετάζουμε εάν τα κέρδη που παράγονται από το συγκεκριμένο πάγιο συμπεριλαμβάνονται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης ή όχι.

### **Μη Λειτουργικό Ενεργητικό**

Το μη λειτουργικό ενεργητικό απαρτίζεται από τα στοιχεία εκείνα του ενεργητικού που δεν παράγουν λειτουργικά κέρδη για την επιχείρηση. Ως παραδείγματα του μη λειτουργικού ενεργητικού μπορούν να θεωρηθούν τα άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα, περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση, συμμετοχή σε θυγατρικές επιχειρήσεις τα έσοδα και τα έξοδα των οποίων δεν περιλαμβάνονται σε αυτά της μητρικής, κλπ.

Με δεδομένα όλα τα προηγούμενα, προκύπτει ένας εναλλακτικός υπολογισμός του επενδυμένου κεφαλαίου (συνολικού λειτουργικού ενεργητικού), αθροίζοντας τα στοιχεία του Παθητικού και λαμβάνοντας πάντα υπόψη μας τη βασική αρχή της ισότητας στα δύο μέρη του ισολογισμού.

### **Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος Μετά Φόρων**

Το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων (Net Operating Profit After Taxes – NOPAT) είναι το μετά φόρων λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης, αφού πρώτα οι αφαιρούμενοι φόροι μετατρέπουν σε ταμειακή βάση.

Έτσι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη υπολογίζονται από την εξής σχέση:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \cdot (1 - \text{tax rate})$$

Όπου EBIT = κέρδη προ φόρων και τόκων

### **Κέρδη προ τόκων και φόρων**

Τα κέρδη προ τόκων και φόρων ( EBIT- Earnings before interested and taxes) είναι το λειτουργικό κέρδος που θα παράγαγε η επιχείρηση, πριν αποδώσει τους φόρους που αναλογούν σε αυτό, υποθέτοντας ότι δεν έχει καθόλου δανεισμό.

Εμπεριέχει όλα τα είδη του λειτουργικού εισοδήματος, περιλαμβάνοντας τα περισσότερα έσοδα και έξοδα, εκτός από εκείνα που προέρχονται από τόκους, όπως επίσης δεν περιλαμβάνει τα έκτακτα έσοδα/ έξοδα, αφού δεν σχετίζονται με τη

λειτουργία της επιχείρησης, για παράδειγμα τα κέρδη από την πώληση παγίων στοιχείων.

Κατά τον υπολογισμό του κέρδους προ τόκων και φόρων, η απόσβεση των ενσώματων και άυλων παγίων αφαιρείται από τα έσοδα. Αυτό που δεν αφαιρείται είναι η απόσβεση υπεραξίας (goodwill), αφού σύμφωνα με την Stern Stewart Company, η υπεραξία μιας εταιρείας (φήμη και πελατεία) έχει αόριστη διάρκεια ζωής και δεν πρέπει απαραίτητα να φθίνει με το πέρασμα του χρόνου.

Έτσι για τον υπολογισμό της EVA η υπεραξία δεν αποσβένεται αλλά η τρέχουσα απόσβεση της υπεραξίας επαναπροστίθεται στα λειτουργικά κέρδη (EBITA).

Η γενική σχέση για τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{NOPAT} = \text{EBITA} * (1 - \text{tax rate})$$

Όπου EBITA = κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεις υπεραξίας

#### **Φόροι στα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεις υπεραξίας**

Οι φόροι στα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεις υπεραξίας (Taxes on EBITA) αφορούν τους φόρους που θα πλήρωνε η επιχείρηση αν δεν είχε καθόλου δανεισμό ή μη λειτουργικά πάγια ή μη λειτουργικά κέρδη.

#### **Αναβαλλόμενη φορολογία**

Κατά τον υπολογισμό του NOPAT, οι φόροι πρέπει να μετατρέπονται σε ταμιακή βάση, δηλαδή να αντιπροσωπεύουν το υψός των φόρων που πραγματικά πλήρωσε η επιχείρηση για τα λειτουργικά της κέρδη. Η μετατροπή αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι όταν σε μια επιχείρηση προκύπτει αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred Taxes), για παράδειγμα από την επιταχυνόμενη απόσβεση, δημιουργείται κεφάλαιο, από το οποίο οι επενδυτές αναμένουν να λάβουν κάποια απόδοση, όπως με τις υπόλοιπες μορφές κεφαλαίου.

Έτσι η διαφορά που προκύπτει από τις αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις μείον τις αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις ενσωματώνεται στον υπολογισμό του NOPAT.

Η σχέση υπολογισμού του NOPAT, τελικά διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - \text{tax rate}) \pm \text{Difference in Deferred Taxes}$$

#### **Απόδοση επενδυμένου Κεφαλαίου**

Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (Return on Invested Capital - ROIC) είναι ένα μέτρο κερδοφορίας (profitability) που προκύπτει από το λόγο των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT) προς το ολικό λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης (Operating – Invested - Capital), όπως φαίνεται από τον τύπο:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Operating Capital}$$

Ερμηνεύοντας το δείκτη της απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου διαπιστώνουμε πόσο καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων παράγεται από κάθε νομισματική μονάδα που είναι επενδυμένη στο ολικό λειτουργικό κεφάλαιο της επιχείρησης, μας δείχνει δηλαδή πόσο καλά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα χρήματά της για να παράγει αποδόσεις. Φυσικά όσο υψηλότερο ποσοστό απόδοσης δείχνει ο δείκτης ROIC τόσο υψηλότερη είναι η λειτουργική παραγωγικότητα της επιχείρησης. Από την άλλη, δεν είναι μόνο το επίπεδο του που έχει σημασία αλλά και η τάση του, αφού ένας φθίνον ROIC μπορεί να σηματοδοτεί δυσκολίες για την επιχείρηση.

Για τον πιο αντικειμενικό προσδιορισμό της λειτουργικής παραγωγικότητας μιας εταιρείας, ο δείκτης ROIC συγκρίνεται με το κόστος κεφαλαίου (WACC), που αντιπροσωπεύει το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης που πρέπει να κερδίσει η επιχείρηση για να δημιουργήσει αξία. Όταν το ROIC είναι μεγαλύτερο του WACC ( $\text{ROIC} > \text{WACC}$ ) η εταιρεία δημιουργεί αξία για τους μετόχους, αλλιώς η αξία καταστρέφεται.

### **Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου**

Το κόστος κεφαλαίου αναφέρεται στην αμοιβή που απαιτείται από τους επενδυτές ή τους δανειστές, ώστε να πειστούν να χρηματοδοτήσουν μια επένδυση. Πρόκειται για την απόδοση που αναμένεται ότι θα έδιναν τα επενδυμένα χρήματα, αν τοποθετούνταν σε κάποια άλλη επένδυση αντίστοιχου κινδύνου, τόσο επιχειρηματικού όσο και χρηματοοικονομικού.

Στην πραγματικότητα το κόστος κεφαλαίου δεν είναι κάτι άλλο από τη θεμελιώδη οικονομική έννοια του κόστους ευκαιρίας και η εκτίμησή του είναι εξαιρετικής σημασίας για όλες τις επιχειρήσεις, αφού εμπλέκεται σε θέματα αξιολόγησης επιμέρους επενδύσεων αλλά και αποτίμησης ολόκληρων εταιρειών.

Δεδομένου ότι το κεφάλαιο μιας επιχείρησης διακρίνεται το Μετοχικό - Ίδιο – Equity) και σε Δανειακό Ξένο-(Debt) γίνεται κατανοητό πως το κόστος επιμερίζεται αντίστοιχα και στις δύο κατηγορίες κεφαλαίου. Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι το κόστος για τα ξένα



κεφάλαια εντοπίζεται στους τόκους των δανείων που έχει συνάψει μια επιχείρηση. Στην περίπτωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων ο προσδιορισμός δεν είναι εύκολα ακριβής. Οι μέτοχοι επενδύοντας τα κεφάλαιά τους σε μια επιχείρηση αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τους δανειστές, καθιστώντας τα ίδια κεφάλαια πιο ακριβά, αφού στην απόδοση που απαιτείται από τα κεφάλαια αυτά, ενσωματώνεται και ένα ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) επιπλέον του επιτοκίου δανεισμού.

Η δυσκολία υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων έγκειται ακριβώς στην επίτευξη ορθού προσδιορισμού της αμοιβής κινδύνου. Η ύπαρξη της έννοιας του κινδύνου δεν σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν επιθυμούν τον κίνδυνο, αφού σε μια τέτοια περίπτωση απλά θα απέφευγαν την εμπλοκή τους σε επιχειρηματικές δραστηριότητες και θα επένδυαν μόνο σε κρατικά ομόλογα. Απλώς οι επενδυτές λειτουργώντας ορθολογικά, συνήθως αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk-averse). Έτσι επιλέγουν να αναλαμβάνουν τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο για μια δεδομένη απόδοση και επιθυμούν να αμείβονται επαρκώς για την ανάληψη του κινδύνου αυτού.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure) της επιχείρησης, δηλαδή το ποσοστό συμμετοχής του μετοχικού και του δανειακού κεφαλαίου στην επιχείρηση επηρεάζει το ύψος του κόστους κεφαλαίου. Τα δύο ποσοστά σταθμιζόμενα καταλλήλως οδηγούν στον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC).

WACC=%Ξένων Κεφαλαίων \* Κόστος Ξένων Κεφαλαίων + %Ιδίων Κεφαλαίων\* Κόστος Ίδιων Κεφαλαίων

Ή

$$WACC = I.K. / (I.K. + \Xi.K.) * K_{\mu} + \Xi.K. / (I.K. + \Xi.K.) * K_{\delta}$$

Όπου I.K. = ύψος ιδίων κεφαλαίων

$\Xi.K.$  = ύψος ξένων κεφαλαίων

$K_{\mu}$  = κόστος μετοχικού (ίδιου) κεφαλαίου

$K_{\delta}$  = κόστος δανειακού (ξένου) κεφαλαίου

Το WACC μπορεί να μειωθεί όταν η διοίκηση της επιχείρησης μεταβάλλει με κατάλληλους χειρισμούς την κεφαλαιακή δομή, ώστε ενώ το συνολικό ύψος κεφαλαίων (ίδια και ξένα) παραμένει το ίδιο, θα αφαιρεθεί κομμάτι από τα «ακριβά» ίδια κεφάλαια,

το οποίο θα αναπληρωθεί από «φθηνότερα» δανειακά, δεδομένου ότι τα κόστη ιδίων και ξένων κεφαλαίων παραμένουν σταθερά (με  $K_m > K_d$ ).

Η επίδραση αυτή στο συνολικό κόστος κεφαλαίου λειτουργεί ως μοχλός που επιφέρει τη μεταβολή του και ονομάζεται Χρηματοοικονομική Μόχλευση (Financial Leverage Effect), ενώ μπορεί να έχει τόσο θετική όσο και αρνητική επίπτωση στο μέσο κόστος κεφαλαίου, ανάλογα με την αποτελεσματικότητα των χειρισμών.

### **Κόστος Δανεισμού**

Το κόστος των ξένων κεφαλαίων αποτελεί ουσιαστικά την απόδοση για την οποία οι τράπεζες είναι διατεθειμένες να δανείσουν στην επιχείρηση μια επιπλέον χρηματική μονάδα. Αυτό εξαρτάται κυρίως από παράγοντες όπως η πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου, το επίπεδο των επιτοκίων γενικότερα, οι παρεχόμενες στην επιχείρηση από την τράπεζα συνολικές υπηρεσίες κ.λπ.

Για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού χρησιμοποιούμε το επιτόκιο δανείου που έχει συνάψει η επιχείρηση. Στη συνηθισμένη περίπτωση που τα χορηγούμενα στην επιχείρηση δάνεια είναι περισσότερα του ενός, βρίσκουμε το μέσο σταθμισμένο επιτόκιο των επιμέρους δανείων, ώστε το καθένα να έχει διαφορετική στάθμιση στο συνολικό κόστος, ανάλογη με το ύψος του.

Στην πιο απλή του μορφή το κόστος των τραπεζικών δανείων ή η απόδοση που απαιτούν οι δανειστές προκύπτει από τη σχέση:

$$A_{\pi}^{\text{δανείου}} = \text{τόκοι χρεωστικοί} / \text{αρχικό ποσό δανείου}$$

Εκτός από τα τραπεζικά δάνεια, υπάρχει περίπτωση η επιχείρηση να έχει εκδώσει ομολογιακό δάνειο για την προσέλκυση νέων επενδυτών. Τα εταιρικά ομόλογα (bonds) διατίθενται στην ονομαστική τους τιμή και το επιτόκιο προεξόφλησης καθορίζεται από την απόδοση που επιδιώκουν οι επενδυτές. Έτσι το κόστος των ομολογιακών δανείων καθορίζεται από την απόδοση που απαιτούν οι ομολογιούχοι για να αγοράσουν τις ομολογίες, και δίδεται από τη σχέση:

$$A_{\pi}^{\text{bonds}} = \sum_{t=1}^T \frac{1 \text{ Coupon}}{(1+r)^t} + \frac{\text{Face Value}}{(1+r)^T}$$

Όπου Face Value = ονομαστική αξία

Coupon = ονομαστικό επιτόκιο

T = χρόνος πληρωμής τόκων

T=διάρκεια (term to maturity)

r= επιτόκιο προεξόφλησης

Στην πραγματικότητα, το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων δεν ισούται ακριβώς με την απόδοση που απαιτούν οι δανειστές, διότι οι πληρωμές των τόκων από δάνεια και ομόλογα έχουν φοροελάφρυνση. Δηλαδή το κράτος λειτουργεί συνεπικουρικά στη διαδικασία του «επιχειρείν» και επιτρέπει τη μείωση του κόστους δανεισμού της επιχείρησης κατά το ποσό που φοροεκπίπτουν οι καταβαλλόμενοι τόκοι, πληρώνοντας έμμεσα το ίδιο τμήμα της χρηματοδότησης μιας εταιρείας (φορολογική εξοικονόμηση).

Έτσι το κόστος δανεισμού ( $K_\delta$ ) προκύπτει από τη μετά φόρων απόδοση (Απ) που απαιτούν οι δανειστές και δίδεται από τη σχέση:

$$K_\delta = \text{Απ} \cdot (1 - T)$$

Όπου T= συντελεστής φορολόγησης

Ενώ η σχέση του WAAC αποδίδεται αναλυτικότερα:

$$\text{WACC} = \text{I.K.} / (\text{I.K.} + \Xi.\text{K.}) \cdot K_\mu + \Xi.\text{K.} / (\text{I.K.} + \Xi.\text{K.}) \cdot K_\delta \cdot (1 - T)$$

### **Κόστος μετοχικού κεφαλαίου**

Η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης από τα ίδια κεφάλαια γίνεται από την έκδοση νέων μετοχών, είτε προνομιούχων είτε κοινών και από τα παρακρατηθέντα κέρδη (αποθεματικά) των υπαρχόντων μετοχών (εσωτερική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου).

$K_{\mu} = \text{Μέρισμα προνομιούχας μετοχής} / \text{Τρέχουσα αξία προνομιούχας μετοχής}$

$K_{\text{ν}\mu} = \text{Μέρισμα προνομιούχας μετοχής} / (\text{Τρέχουσα αξία προνομιούχας μετοχής}) \cdot (1 - \text{Κόστος Κυκλοφορίας})$  (καμία προσαρμογή φόρου διότι η εταιρεία καταβάλλει μερίσματα αφού πληρώσει φόρο εισοδήματος).

$$K_{\text{κ}\mu} = [D_1 / [\text{τιμή μετοχών} \cdot (1 - \text{κόστος κυκλοφορίας})]] + g$$

Όπου  $K_{\text{κ}\mu}$  = κόστος κοινών μετοχών

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

G=αναμενόμενη αύξηση μερισμάτων

## 5.7 Ως Μετρητής Αξίας

Η EVA μπορεί να υπολογιστεί για κάθε οντότητα (entity) της επιχείρησης, όπως τμήματα, θυγατρικές, γεωγραφική περιοχή, μάρκα, προϊόν κ.λπ. Ορισμένοι όμως δείκτες, όπως η αγοραία προστιθέμενη αξία, εξαρτώνται από τις αγοραίες τιμές της μετοχής και κατά συνέπεια μπορούν να υπολογισθούν μόνο για τα τμήματα (όπως για θυγατρικές) της επιχείρησης που διαπραγματεύονται σε αγορά κεφαλαίου. Παράλληλα, για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία ισχύει και η ιδιότητα της προσθετικότητας, δηλαδή αθροίζοντας τα EVA's των επιμέρους στοιχείων ενός συνόλου, προκύπτει η EVA του συνόλου. Έτσι, αν υπολογισθούν τα EVA's για κάθε γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, μπορεί να προκύψει η EVA ολόκληρης της επιχείρησης (Κελεπούρης, 2005).

Το γεγονός της ισοδυναμίας της μεθόδου της προεξόφλησης ταμιακών ροών με την προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι πάρα πολύ σημαντικό διότι δείχνει ακριβώς πως ο δείκτης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας βρίσκεται σε απόλυτη ευθυγράμμιση με την αξία της επιχείρησης. Έτσι, όταν προσδιορίζεται ο δείκτης αυτός, πράγματι μπορούμε να ξέρουμε την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση στη διάρκεια της οικονομικής χρήσης.

Ενώ τόσο οι ελεύθερες ταμιακές ροές όσο και η EVA είναι συμβατές με την αξία της επιχείρησης, ενδείκνυται, όταν πρόκειται να μετρηθεί η απόδοση της επιχείρησης, η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας διότι η ελεύθερη ταμιακή ροή μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί από τη διοίκηση της επιχείρησης. Αρκεί η αναβολή μιας επένδυσης, ώστε να μην πραγματοποιηθεί ταμιακή εκροή και κατά συνέπεια να εμφανισθεί βελτιωμένη η απόδοση της επιχείρησης (Παπαδόπουλος, 2006).

Είναι προφανές, μια επιχείρηση που κερδίζει υψηλότερο κέρδος για κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί, θα αξίζει περισσότερο από κάποια άλλη μικρότερης απόδοσης. Όμοια, μια εταιρία με μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης θα αξίζει λιγότερο από κάποια άλλη με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης (με την προϋπόθεση πως οι εταιρίες έχουν ίδιο πριμ (ROIC - WACC) και το οποίο είναι μεγαλύτερο του μηδενός)

## 5.8 Η επιρροή της EVA στο Management

Η EVA αποτελεί ένα σύστημα Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ που συνδέεται με τη δημιουργία αξίας. Κατά τη χρήση του συστήματος, το μάνατζμεντ – αλλά και οι εργαζόμενοι στην εταιρεία- εστιάζει στη χρήση του κεφαλαίου και στο πως

δημιουργείται το cash flow από την χρήση του. Η εστίαση στη μεγέθυνση της EVA έχει διπλή ωφέλεια:

- ✓ Στρέφει την προσοχή του μάνατζμεντ προς τον πρωταρχικό στόχο που έχει, που είναι η αύξηση της αξίας της εταιρείας και την ωφέλεια για όλους τους shareholders και
- ✓ Αποτρέπει το μάνατζμεντ από το να διοικεί την εταιρεία κοιτάζοντας πίσω στη βάση των πληροφοριών και των στρεβλώσεων της λογιστικής του ιστορικού κόστους.

Η συνολική αξία της εταιρίας θα είναι το πριμ της υπεραξίας της (αναμενόμενη αξία EVA) συν την τρέχουσα αξία (τρέχουσα EVA). Επομένως για να είναι αποτελεσματικός ο στρατηγικός σχεδιασμός, θα πρέπει το μάνατζμεντ να πάρει αποφάσεις συνυπολογίζοντας δύο παραμέτρους εξίσου σημαντικές:

- Τη συμμόρφωση της εταιρείας στο διαρκώς μεταβαλλόμενο εξωτερικό περιβάλλον και
- Τον επιμερισμό των πόρων και των δεξιοτήτων με στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσης (SWOT Analysis, Balanced Scorecards)

Το σημείο εκκίνησης του Στρατηγικού Σχεδιασμού είναι η τρέχουσα αξία που αποτελεί τον «οδηγό» για τον Μακροπρόθεσμο Στρατηγικό Σχεδιασμό. Η εταιρική αξία είναι συνάρτηση των δυνητικών μελλοντικών χρηματοροών και του κινδύνου (risk), που ποσοτικοποιείται με τον συντελεστή προεξόφλησης (WACC), για να αναχθούν οι χρηματοροές σε σημερινές αξίες, συνυπολογίζοντας με αυτόν τον τρόπο την χρονική αξία του χρήματος, ώστε να κάνουμε ομοιόμορφες συγκρίσεις.

Οι χρηματοροές σύμφωνα με τον Porter εξαρτώνται από τον κλάδο και την δομή του, από το μείγμα των προϊόντων, το επίπεδο του ανταγωνισμού, το διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, τις τάσεις της ζήτησης και από την ικανότητα της εταιρείας να εκμεταλλεύεται τις ευκαιρίες που τις παρουσιάζονται. Οι παράγοντες κινδύνου περιλαμβάνουν τη δομή του κόστους της, τη δομή των κεφαλαίων της, την ικανότητα του μάνατζμεντ για κερδοφορία, την εξέλιξη και τις τάσεις του κλάδου, τις ανταγωνιστικές δυνάμεις (Porter's Competitive Forces) και γενικότερα το μακροοικονομικό και θεσμικό περιβάλλον. Ο στρατηγικός σχεδιασμός θα πρέπει να ποσοτικοποιηθεί στη βάση των ταμειακών ροών, του κινδύνου και της περιόδου διατήρησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος για τη δημιουργία οικονομικής αξίας (Κολυβάκης, 2006).

## 5.9 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ (ΑΠΟ ΚΕΛΕΠΟΥΡΗΣ)

- ✓ Ενσωματώνει στοιχεία του ισολογισμού σε μία προσαρμοσμένη κατάσταση αποτελεσμάτων.
- ✓ Αναγνωρίζει ότι το κεφάλαιο δεν είναι δωρεάν και ενσωματώνει το κόστος αυτό
- ✓ Βοηθά τα στελέχη καθώς διευκρινίζει πως θα δημιουργήσουν αξία. (Τα κεφάλαια πρέπει να έχουν απόδοση μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου).
- ✓ Η EVA λειτουργεί καλύτερα για εταιρείες των οποίων οι ενσώματες ακινητοποιήσεις (ενεργητικό του Ισολογισμού) συσχετίζονται με την αγοραία αξία των στοιχείων ενεργητικού – κάτι που συμβαίνει συχνά με τις ώριμες βιομηχανικές εταιρείες.
- ✓ Η EVA μετρά το ποσό της αξίας που η εταιρεία δημιουργεί σε συγκεκριμένη περίοδο από τις λειτουργικές της αποφάσεις που αφορούν τη βελτίωση των περιθωρίων και της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, την αποτελεσματική χρήση των παραγωγικών της εγκαταστάσεων και την ανακατανομή των χαμηλής αποδοτικότητας παραγωγικών της πόρων. Επομένως η EVA προάγει την υπευθυνότητα για τη χρήση των παραγωγικών πόρων, ανεξάρτητα αν αυτοί καταχωρούνται στον ισολογισμό ή στη κατάσταση αποτελεσμάτων.
- ✓ Δεν εξαρτάται από την αγορά ενώ δεν επηρεάζεται και από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, αφού στηρίζεται στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων.
- ✓ Μπορεί να μετρηθεί για κάθε επίπεδο και κάθε οντότητα (entity) της επιχείρησης, όπως τμήματα, θυγατρικές, γεωγραφική περιοχή, μάρκα, προϊόν κλπ. Ορισμένοι όμως δείκτες, όπως η αγοραία προστιθέμενη αξία, εξαρτώνται από τις αγοραίες τιμές της μετοχής και κατά συνέπεια μπορούν να υπολογισθούν μόνο για τα τμήματα (όπως για θυγατρικές) της επιχείρησης που διαπραγματεύονται σε αγορά κεφαλαίου. Παράλληλα, για την EVA ισχύει και η ιδιότητα της προσθετικότητας, δηλαδή αθροίζοντας τα EVAs των επιμέρους στοιχείων ενός συνόλου, προκύπτει η EVA του συνόλου. Έτσι, αν υπολογισθούν τα EVAs για κάθε γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, μπορεί να προκύψει η EVA ολόκληρης της επιχείρησης.
- ✓ Στηρίζεται στο οικονομικό κέρδος και όχι στο λογιστικό. Δηλαδή, λαμβάνει υπόψη και το κόστος που έχουν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.
- ✓ Η αξία της επιχείρησης βασίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών ελεύθερων ταμιακών ροών και με την μέθοδο αυτή οι αναλυτές και οι αγορές στηρίζονται για να

υπολογίσουν τη δίκαιη (fair) ή εσωτερική (intrinsic) αξία της επιχείρησης. Η EVA είναι απόλυτα συμβατή με τα αποτελέσματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμιακών ροών. Η μέθοδος προεξόφλησης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, δίνει ακριβώς την ίδια αξία για την επιχείρηση με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών. Η ισοδυναμία αυτή είναι πάρα πολύ σημαντική διότι δείχνει ακριβώς πως ο δείκτης της EVA βρίσκεται σε απόλυτη ευθυγράμμιση με την αξία της επιχείρησης. Έτσι, όταν προσδιορίζεται ο δείκτης αυτός, πράγματι μπορούμε να ξέρουμε την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση στη διάρκεια της οικονομικής χρήσης.

- ✓ Ενώ τόσο η ελεύθερη ταμιακή ροή όσο και η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι συμβατές με την αξία της επιχείρησης, ενδείκνυται, όταν πρόκειται να μετρηθεί η απόδοση της επιχείρησης, η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας διότι η ελεύθερη ταμιακή ροή μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί από τη Διοίκηση της επιχείρησης. Αρκεί η αναβολή μιας επένδυσης, ώστε να μην πραγματοποιηθεί ταμιακή εκροή και κατά συνέπεια να εμφανισθεί βελτιωμένη η απόδοση της επιχείρησης.
- ✓ Δημιουργεί μια κοινή γλώσσα επικοινωνίας για τη λήψη αποφάσεων, κυρίως στρατηγικής φύσεως.
- ✓ Βοηθά στην επίλυση προβλημάτων προϋπολογισμού.
- ✓ Αξιολογεί την απόδοση των στρατηγικών επιχειρηματικών μονάδων (SBU's – Strategic Business Units) και των διοικήσεων τους.
- ✓ Μετρά τη δυναμική ανάπτυξη νέων ευκαιριών που αυξάνουν την εταιρική αξία. Αποτέλεσμα της δημιουργίας ενός τέτοιου περιβάλλοντος αποφάσεων είναι η αύξηση της ποιότητας των αποφάσεων και ο προσανατολισμός προς μακροπρόθεσμου ορίζοντα στρατηγικούς στόχους
- ✓ Η EVA μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για λειτουργικές αποφάσεις και ιδιαίτερα τη χρήση των μετρητών. Δίνει μεγαλύτερη έμφαση στο λειτουργικό περιθώριο που δικαιολογεί τις δαπάνες κεφαλαίου και ευνοεί τη δημιουργία πρόσθετου πριμ υπεραξίας
- ✓ Η EVA αποτελεί κλειδί για τη λήψη αποφάσεων. Με τη χρήση μετρητών προστιθέμενης αξίας (value drivers) στο επίπεδο της επιχειρηματικής μονάδας, οι εταιρείες είναι σε θέση να διαπιστώσουν που μπορεί να επενδυθεί το κεφάλαιο αποτελεσματικότερα και ποια είναι η συνεισφορά κάθε επιχειρηματικής μονάδος στη συνολική αξία της εταιρείας. Οι μάντζερ στη συνέχεια μπορούν να αμειφθούν στη βάση αυτής της συνεισφοράς.

- ✓ Δεν χρησιμοποιεί ιδιαίτερα μαθηματικά ενώ παράλληλα εντοπίζει τους κύριους οδηγούς αξίας (value drivers) σε μία επιχείρηση. Οι οδηγοί αξίας είναι:
  - Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, κερδών και λειτουργικού ενεργητικού
  - Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)
  - Το κόστος κεφαλαίου (WACC)

## 5.10 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

- ❖ Προβληματισμός σε περίπτωση συνεργιών. Παρόλο που η Οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να υπολογισθεί για κάθε επιχειρηματική μονάδα της επιχείρησης που απασχολεί κεφάλαιο και παράγει κέρδη, σε επίπεδο κάτω των στρατηγικών τμημάτων έχει προβλήματα που οφείλονται στις συνέργιες μεταξύ των μονάδων της εταιρίας, ιδιαίτερα στην αξιοποίηση κοινών πόρων.

Προτεινόμενες λύσεις είναι οι εξής:

- i. Χρήση οδηγών αξίας (value drivers) για την παρακολούθηση της απόδοσης των μονάδων που δεν είναι κέντρο επενδύσεων (investment center).
  - ii. Σύνδεση της απόδοσης της μονάδας με βάση και το EVA των συνεργαζόμενων μονάδων.
  - iii. Χρήση τεχνικής κοστολόγησης βάση δραστηριότητας (activity based costing), οποτεδήποτε είναι δυνατό.
- ❖ Υπάρχουν εταιρείες που δεν μπορούν να προσαρμοστούν εύκολα για τη χρήση της EVA. Τέτοιες είναι αυτές που έχουν υψηλή ανάπτυξη, εταιρείες της νέας οικονομίας και της υψηλής τεχνολογίας, στις οποίες τα στοιχεία του ενεργητικού είναι «εκτός ισολογισμού» (off balance sheet) ή άυλα.
  - ❖ Κίνδυνος υποεπένδυσης και αυτό γιατί πολλές φορές η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας μπορεί να οδηγήσει στην αποφυγή των επενδύσεων γιατί τα ανώτατα στελέχη θα προσπαθήσουν να βελτιώσουν τα βραχυπρόθεσμα EVAs για να λάβουν επιπλέον χρηματικά οφέλη εις βάρος της μακροχρόνιας πορείας της επιχείρησης.



- ❖ Επειδή στηρίζεται επί του επενδυμένου κεφαλαίου, είναι περισσότερο κατάλληλη για την ανάλυση εταιριών έντασης στοιχείων ενεργητικού (εκείνα των οποίων η αξία προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από τις ενσώματες ακινητοποιήσεις του ισολογισμού) που παρουσιάζουν κάπως προβλέψιμο τάσεις ανάπτυξης. Η καλύτερη αξιοποίηση του οικονομικού κέρδους τείνει να είναι το παραδοσιακό και ώριμες βιομηχανίες. Ως εκ τούτου, έχει λιγότερη σημασία για τις επιχειρήσεις που έχουν πολλές ασώματες ακινητοποιήσεις και εκτός ισολογισμού στοιχεία. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει δείξει περιορισμένη επιτυχία στην υψηλή τεχνολογία και στις εταιρίες παροχής υπηρεσιών.

## Συμπεράσματα

Η συνεχής εξέλιξη της τεχνολογίας και παράλληλα η παγκόσμια οικονομική κρίση επηρεάζουν κάθε επιχείρηση σε κάθε χώρα και για το λόγο αυτό εμφανίζεται έντονα η ανάγκη για συνεχή προσπάθεια προσαρμογής στις αλλαγές του περιβάλλοντος.

Η Ελλάδα στηρίζει την οικονομία της στον τουρισμό. Ο τουρισμός έχει περιθώρια περαιτέρω ανάπτυξης και γίνονται προβλέψεις συνεχής αύξησης της συνολικής τουριστικής κίνησης. Προϋπόθεση αποτελεί η πολιτική σταθερότητα και η προφύλαξη της τουριστικής ανάπτυξης από το νομοθετικό πλαίσιο. Βασικός παράγοντας για την ανάπτυξη θεωρείται η επένδυση για την δημιουργία περισσότερων τουριστικών καταλυμάτων καθώς και η αναβάθμιση υπηρεσιών των ήδη υπάρχων. Για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου επένδυσης χρησιμοποιούνται τα μοντέλα αποτίμησης αξίας.

Κοινώς αποδεκτό είναι ότι κάθε επιχείρηση έχει στόχο την μεγιστοποίηση κέρδους με την αύξηση των πωλήσεων ή και με την μείωση του κόστους. Όσον αφορά τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης το κάθε μοντέλο αποτίμησης έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται να γίνεται περισσότερη χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, καθώς αυτή εκτιμά το πραγματικό οικονομικό κέρδος της επιχείρησης για την οικονομική περίοδο και διαφέρει σημαντικά από τα λογιστικά κέρδη. Πιο αναλυτικά, η οικονομική προστιθέμενη αξία αντιπροσωπεύει το υπολειμματικό κέρδος (residual income) που παραμένει για τους επενδυτές μετά την αφαίρεση όλου του κόστους κεφαλαίου, συμπεριλαμβανόμενου του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Τα ίδια κεφάλαια έχουν κόστος διότι οι μέτοχοι θα μπορούσαν να είχαν επενδύσει τα κεφάλαια τους σε κάποια άλλη επένδυση ίσου κινδύνου και από την οποία θα είχαν αποκομίσει κάποια συγκεκριμένη απόδοση. Δηλαδή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι το κόστος ευκαιρίας των μετοχών. Αντίθετα, το λογιστικό κέρδος προσδιορίζεται χωρίς να τίθεται χρέωση για τα απασχολούμενα ίδια κεφάλαια. Έτσι είναι πιθανό η επιχείρηση να παράγει θετικά κέρδη (net income) και ταυτόχρονα να καταστρέφει την αξία για τους μετόχους (αν όπως αναφέρθηκε ισχύει ότι  $ROIC < WACC$ ).

Συμπερασματικά, η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου) και ο ρυθμός ανάπτυξης είναι οι παράγοντες που καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης. Για να αυξήσει λοιπόν η διοίκηση μιας επιχείρησης τον πλούτο των μετόχων πρέπει να κάνει τα ακόλουθα:

- ☞ Να αυξήσει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της

- ☞ Να εξασφαλίζει πως η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της, είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της
- ☞ Να αυξάνει τον ρυθμό ανάπτυξης της μόνο όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου. Στην αντίθετη περίπτωση, η αύξηση των μεγεθών θα καταστρέφει τον πλούτο των μετόχων
- ☞ Να μειώσει το κόστος κεφαλαίου της.
- ☞ Με τη χρήση λιγότερου κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει βελτιώσεις στον τρόπο που διοικείται η εταιρεία (καινοτομία, εκσυγχρονισμός).
- ☞ Με την αύξηση του επίπεδου των λειτουργικών κερδών, χωρίς αύξηση του επενδυτικού κεφαλαίου (μείωση κόστους).
- ☞ Με την επένδυση κεφαλαίου σε υψηλής αποδοτικότητας επενδύσεις

Το κυρίαρχο συστατικό ενός ολοκληρωμένου στρατηγικού σχεδιασμού δυνητικής αύξησης της οικονομικής υπεραξίας της εταιρείας που οδηγεί σε ένα καλύτερο μέλλον, είναι να καταφέρει το μάνατζμεντ με τις αποφάσεις του να συντονίσει την αποτίμηση της εταιρείας με την ανάλυση του κινδύνου.

## Βιβλιογραφία

### Ξένη Βιβλιογραφία

- Eleni Michopoulou Simon Darcy Ivor Ambrose, Dimitrios Buhalis, Accessible tourism futures: the world we dream to live in and the opportunities we hope to have, 2015
- Craig Webster Stansilav Ivanov, Geopolitical drivers of future tourist flows, 2015
- Lan-Lan Chang, Kenneth F. Backman and Yu Chih Huang, Creative tourism: a preliminary examination, experience, perceived value and revisit intention, 2014
- Susanne Becken, Oil, the global economy and tourism, 2011
- Josep-Francesc Valls Fanny Porta, Sustainable tourism and economy: Territory and heritage, 1997
- Carla Cardoso Luis Ferreira, The effects of European economic integration on tourism, 2000
- Olga Lysikova, Fashions in Tourism, 2015
- Martina G.Gallarza Irene Gil, The concept of value and its dimensions: a tool for analysing tourism experiences, 2008
- Roger Marshall Rouxelle De Villiers, Marketing tourists gazing into the tourism domain, 2015
- Cristi Fren, The economic importance of vacation homes from the Tourism Satellite Account (TSA) perspective, 2009
- Fred Bronner Robert de Hoog, Economizing on vacations: the role of information searching, 2013
- Young S David, O' Lan-Lan Chang, Kenneth F. Backman and Yu Chih Huang, Creative tourism: a preliminary examination, experience, perceived value and revisit intention, 2014
- Byrne F Stephen, EVA and Value Based Management , McGraw-Hill Education 2000
- Kalotina Chalkiti Marianna Sigala, Staff turnover in the Greek tourism industry, 2010
- Prodromos Vlamis, Greek Fiscal crisis and repercussions for the property market, 2014

- Georgios Boustras Nikolaos Boukas, Forest fires' impact on tourism development: a comparative study of Greece and Cyprus, 2013
- Krishna G. Palepu, Paul M. Healy, and Victor L. Bernard, Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements, 3<sup>rd</sup> edition, Copyright 2004 by South – Western
- Krystina Adams Jeremy Snyder Vlorie Crooks Rory Johnston, Tourism discourse and medical tourists' motivations to travel, 2015
- Victoria Bellou Andreas I. Andronikidis, Examining organizational climate in Greek hotels form a service quality perspective, 2009
- Odysseas Pavlatos Ioannis Paggios, Management accounting practices in the Greek hospitality industry, 2008
- Dr. Socrates I. Papadopoulos, An examination of non-economic factors related to tourism on Greece, 1988
- Helen Kalogeropoulou, Greece: Prospects for the tourism industry within the context of the European Single Market of 1993, 1993
- P.G. Bins, Tourism in the classical era, 1954
- Hayes Sherman, Costs, costs, cost give me a break, The bottom line, 1989
- Ernest Raiklin Bulent Uyar, On the relativity of the concepts of needs, wants, scarcity and opportunity cost, 1996
- Dallen J. Timothy, Shortcomings in planning approaches to tourism development in developing countries: the case of Turkey 2001
- Mercedes Marzo – Navarro, Marta Pedraja – Iglesias, Wine tourism development from the perspective of the potential tourist in Spain, 2009
- Caterina Contini, Paola Scarpellini and Roberto Polidori, Agri- tourism and rural development: the Low-Valdelsa case, Italy, 2009

### **Ελληνική Βιβλιογραφία**

- Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση : Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003
- Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003

- Σακέλλης Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεων-Συγχωνεύσεις & Μετατροπές Εταιριών, 1991
- Χουλιάρα Λουκία, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, 2003

### **Ιστοσελίδες**

- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles>

### **Διπλωματικές Εργασίες**

- Βαρδάκη Ν. Μαρία, Μέθοδοι Αποτίμησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς 2007
- Λάμπρου Αθανασία, Αποτίμηση- Η έννοια, η σημασία και οι σημαντικότερες μέθοδοι Υπολογισμού της Αξίας, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, 2009
- Κελεπούρης Γ. Ευθύμιος, Διοίκηση Επιχειρήσεων με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.