

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΩΝ

ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΚΟΥΤΡΟΥΛΗΣ ΓΙΩΡΓΟΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ : ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΕΚΤΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

ΕΚΠΟΝΗΣΗ: ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ ΤΡΥΦΩΝΑΣ

ΛΑΣΚΑΡΗΣ ΛΕΩΝΙΔΑΣ

ΛΟΓΟΒΕΤΗΣ ΕΥΣΤΑΘΙΟΣ



ΠΑΤΡΑ, 1992.

ΑΡΙΘΜΟΣ	113
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

---

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	3
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ.....	5
ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΕΙΕΣ.....	7
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ.....	15
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ.....	16
ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΕΙΕΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΟΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	19
2. ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ	
ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΗΣ ΟΠΟΙΑΣ ΟΙ ΜΕΤΟΧΕΣ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΑΙΤΗΣΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.....	20
ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΟΙ ΟΠΟΙΕΣ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΑΙΤΗΣΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.....	23
3. ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ.....	25
4. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	
ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ.....	40
ΛΟΙΠΟΙ ΣΕ ΧΡΗΣΗ ΔΕΙΚΤΕΣ.....	41
Ο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ.....	43
5. ΚΟΣΤΟΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΗΣ.....	46
6. ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ.....	48
7. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	
ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΗΜΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	50
ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ - ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ.....	52

8. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	90
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ.....	92
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΕΩΣ.....	94
ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ.....	101
ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	104
ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ..	106
9. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	108
DOW THEORY.....	109
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΤΙΜΩΝ.....	112
ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	113
ΜΕΘΟΔΟΙ ΤΑΣΗΣ.....	115
ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	120
ΤΟ ΕΥΡΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	121
ΑΛΛΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ.....	123
10. ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΣΗΜΕΙΩΝ ΚΑΜΠΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΤΙΜΩΝ	
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ.....	125
ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.....	126
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ.....	132
ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ.....	133
ΟΙ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ.....	135
11. ΕΦΑΡΜΟΓΗ.....	137
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ.....	138
ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ.....	148
ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΠΗΓΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	156
ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ.....	161
ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	164
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	170

## 12. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ LEASING - ΕΝΝΟΙΕΣ.....	176
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ.....	178
ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ LEASING.....	181
Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΜΙΣΘΩΣΕΩΝ..	183
ΤΡΟΠΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ LEASING.....	185
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΡΟΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΜΙΣΘΩΤΗ..	186
ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ LEASING.....	187

## 13. ΕΙΔΗ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΜΕΤΑΞΥ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

ΓΕΝΙΚΑ.....	189
SALE AND LEASEBACK.....	190
SERVICE LEASE.....	191
FINANCIAL LEASING.....	192
ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΠΑΙΤΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΟΡΙΑ ΓΙΑ ΜΙΣΘΩΣΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ.....	193
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ - ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ.....	194
ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΟΦΕΛΟΣ ΤΩΝ ΑΛΛΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ.....	198
ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΟΜΕΝΗΣ ΑΠΟΣΒΕΣΗΣ.....	199
ΥΨΗΛΑ ΣΙΩΠΗΡΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΗ ΜΙΣΘΩΣΗ.....	199
ΜΕΓΑΛΕΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΕΣ ΑΞΙΕΣ.....	200
ΕΠΙΤΑΧΥΝΟΜΕΝΗ ΠΑΛΑΙΟΤΗΤΑ.....	201
ΤΑΧΕΙΑ ΑΠΟΣΒΕΣΗ.....	202
ΑΥΞΑΝΟΜΕΝΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ.....	203
ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΩΝ ΜΕΙΩΣΕΩΝ.....	204

## Π Ρ Ο Λ Ο Γ Ο Σ

Το πρόγραμμα εκπαίδευσης των Τ.Ε.Ι. προβλέπει σαν συμπληρωματικό στοιχείο για την κορήγηση πτυχίου την σύνταξη πτυχιακών εργασιών από τους αποφοίτους, σε θέματα που δίδονται από τη Σχολή. Ευρύτερος σκοπός της πτυχιακής εργασίας είναι να έρει ο απόφοιτος των Τ.Ε.Ι. σε επαφή με την πραγματικότητα και να δοκιμάσει την ικανότητά του να εφαρμόζει τις γνώσεις που απόκτησε στην έρευνα οικονομικών ή κοινωνικών προβλημάτων.

Η ομάδα στην οποία δόθηκε η παρούσα εργασία με θέμα:

### «Πηγές Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων εκτός Τραπεζικού Συστήματος»

θέλησε να προβεί σε διεξοδική μελέτη του θέματος με σκοπό να εντοπίσει, να ερευνήσει και να αναλύσει κάθε πτυχή του. Πιστεύουμε ότι κάναμε, ό,τι ήταν δυνατόν έτσι ώστε να πλησιάσουμε στο στόχο μας και σίγουρα το αποτέλεσμα θα ήταν ακόμη καλύτερο αν δε συναντούσαμε αρκετές δυσκολίες στη συγκέντρωση απαραίτητων στοιχείων και χρήσιμων πληροφοριών.

Είναι βέβαιο ότι μια εργασία του τύπου αυτού δεν μπορεί να καλύψει ολοκληρωτικά το αντικείμενο της μελέτης μας το οποίο βέβαια πριν από μας έχει απασχολήσει χιλιάδες άτομα.

Εντούτοις η εικόνα που αναδύεται από τον συσχετισμό των δεδομένων που εξακριβώσαμε και τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε, νομίζουμε ότι μπορούν να αποτελέσουν ένα χρήσιμο εγχειρίδιο για την άντληση ουσιαστών πληροφοριών σχετικά με το θέμα.

Στο σημείο αυτό οφείλουμε να ευχαριστήσουμε όλους όσους μας βοήθησαν στην προσπάθειά μας, και ειδικότερα τον καθηγητή της Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας του Τ.Ε.Ι. Πατρών κ. Γεώργιο Κουτρούλη, τους κ. Μιχάλη Ευσταθείου και Χρήστο Κατσάνη στελέχη του τμήματος Διαχείρισης Διαθεσίμων της ΧΙΟΣ BANK καθώς και τον κ. Δημήτριο Ντούκα αντιπρόσωπο της ECON - ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε., για τις τόσο πολύτιμες υποδείξεις

τους και την βοήθεια τους στην ανεύρεση πηγών όσον αφορά το αντικείμενο της πτυχιακής εργασίας μας.

Οι σπουδαστές

Παπαδόπουλος Τρύφωνας

Λάσκαρης Λεωνίδας

Λογοθέτης Ευστάθιος

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μετά την εμφάνιση του στη γη και αφού διερεύνησε τον γύρω του κόσμο, ο άνθρωπος προχώρησε και έδωσε λύση στις βασικές του ανάγκες. Στην περίοδο αυτή των αναζητήσεων του διαπίστωσε ότι έχει ανάγκη να ανταλλάσει αγαθά, που παράγει, με αγαθά που χρειάζεται για να ζήσει.

Η ανάγκη αυτή τον οδήγησε καταρχήν σε συγκεντρώσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα για την ανταλλαγή των παραγόμενων αγαθών. Έτσι γεννήθηκαν τα παζάρια, οι εμποροπανηγύρεις και μετά πάροδο χρόνων οι εκθέσεις.

Οι διάφοροι τρόποι επαφής και επικοινωνίας των πωλητών και των αγοραστών με την πάροδο του χρόνου και την εξέλιξη των οικονομικών συνθηκών, λόγω του ότι η οργάνωση της παραγωγής συνεχώς βελτιωνόταν και η παραγωγή αυξανόταν, κατέληξαν να μην επαρκούν, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί η ανάγκη της καθημερινής και άμεσης επαφής των ενδιαφερομένων.

Για την κάλυψη αυτών των αναγκών στην αρχή δημιουργήθηκαν και κατεριώθηκαν τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, όπου γινόντουσαν οι ανταλλαγές των προϊόντων και στη συνέχεια οι αγορές και πωλήσεις τους.

Δηλαδή λειτούργησε ο νόμος της προσφοράς και ζήτησης, που οδήγησε στη συνέχεια τους παραγωγούς σε γιγαντοποίηση των συναλλαγών με συνέπεια να φτάσουν οι απλοί γεωργοί να γίνουν επιχειρηματίες, να οργάνωσουν επιχειρήσεις, που με την πάροδο των χρόνων μεγάλωσαν. Έτσι δημιουργήθηκε στη συνέχεια η ανάγκη της ανεύρεσης νέων κεφαλαίων για νέες επεκτάσεις.

Κατ' αυτόν τον τρόπο δημιουργήθηκαν διάφοροι χρηματοδοτικοί οργανισμοί για να καλύψουν τις ανάγκες κεφαλαίων που υπήρχαν και που βέβαια ακόμα και σήμερα εξακολουθούν να υπάρχουν.

Τέτοιοι είναι:

- α. Οι Τράπεζες (Banks)
- β. Τα Χρηματιστήρια Αξιών (Stock Exchanges)
- γ. Η Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing)



Η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων εξυπηρετείται μέσω προεξοφλήσεων συναλλαγματικών, γραμματίων και κορήγησης βραχυπρόθεσμων δανείων από μέρους των Τραπεζών. Αλλά η επέκταση και ο εκσυγχρονισμός των επιχειρήσεων απαιτούν σημαντικά κεφάλαια, προοριζόμενα να ακινητοποιηθούν για μακρύ χρονικό διάστημα, τα οποία οι Τράπεζες δεν έχουν πάντοτε την ευκέρεια να κορηγήσουν εξαιτίας του γεγονότος ότι τα κατατεθειμένα κεφάλαια στα ταμεία τους υπόκεινται σε ανάληψη άνευ προειδοποίησης και συνεπώς δεν προσφέρονται για μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις.

Εξετάζοντας τις σημερινές συνθήκες που επικρατούν στην ανεύρεση κεφαλαίων, τόσο στην ελληνική αγορά όσο και στη διεθνή, διαπιστώνουμε ότι το κόστος του δανεισμού από τις Τράπεζες, για κεφάλαια κίνησης και για αγορά πάγιων περιουσιακών στοιχείων, κυμαίνεται τις περισσότερες φορές από 28% και πάνω για την πρώτη περίπτωση και από 25% έως και 27% για την δεύτερη περίπτωση της αξίας του δανείου.

Πρέπει να τονισθεί ότι τα δάνεια είναι δεσμευμένα ως προς την χρήση τους προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση.

Αρνητικό στοιχείο της παραπάνω χρηματοδότησης εκτός της αποπλήρωσης των δανείων σε τακτά χρονικά διαστήματα είναι και η δέσμευση της επιχείρησης ως προς την χρήση τους προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση χωρίς να υπάρχει η δυνατότητα παρέκκλισης από την συγκεκριμένη χρήση χωρίς χρονοβόρες διαδικασίες.

Αποτέλεσμα των συνθηκών που επικρατούν στην τραπεζική αγορά κεφαλαίων είναι η βελτίωση της θέσης τόσο του Χρηματιστηρίου όσο και της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης στην ανεύρεση κεφαλαίων.

Στα κεφάλαια λοιπόν που θα ακολουθήσουν θα προσπαθήσουμε να δώσουμε μια εικόνα, όσο το δυνατόν πληρέστερη και κατανοητή, όσον αφορά τον τρόπο λειτουργίας και τις δυνατότητες εκμετάλλευσης αυτών των δύο μορφών χρηματοδότησης.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

## ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Το Χρηματιστήριο Αθηνών ιδρύθηκε με Βουλευτικό διάταγμα στις 30 Σεπτεμβρίου 1876 επί Πρωθυπουργίας Αλεξάνδρου Κουμουνδούρου. Η ιστορία του όμως αρχίζει λίγα χρόνια νωρίτερα, δηλ. το 1870, που λειτουργεί σαν μια ανοργάνωτη και ανεπίσημη συγκέντρωση των ενδιαφερόμενων εντός της Λέσχης των Εμπόρων Αθηνών που βρίσκεται στην διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου. Κάθε μέρα συνέρχονταν τα μέλη της Λέσχης και μεταξύ των άλλων υποθέσεων τους διαπραγματεύονταν και τις ομολογίες των τότε Εθνικών Δανείων των 60.000.000 και 28.000.000 εκατ. δραχμών.

Το 1873 άρχισε η συστηματικότερη διαπραγμάτευση αξιών και η διενέργεια κερδοσκοπικών πράξεων και τα μέλη της μετονόμασαν την Λέσχη σε "Χρηματιστήριο" και προχώρησαν στην εκλογή Προέδρου.

Η επίσημη όμως σύσταση του πραγματοποιήθηκε το 1876 και τότε υποβλήθηκε στην Κυβέρνηση προς έγκριση ο πρώτος κανονισμός του Χρηματιστηρίου ο οποίος εγκρίθηκε με μερικές τροποποιήσεις στα τέλη του 1879.

Μέχρι το 1918 το Χρηματιστήριο είχε το χαρακτήρα ενός πλήρως αυτοδιοικούμενου Σωματείου και λειτουργούσε σύμφωνα με τις εκάστοτε αποφάσεις της Διοικούσας Επιτροπής και τον Κανονισμό του.

Το 1918 εκδόθηκε ο Νόμος 1308 με τον οποίο το Χρηματιστήριο χαρακτηρίσθηκε ως νομικό πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου κάτω από τη δικαιοδοσία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, νυν Υπουργείου Εμπορίου, το οποίο μέσω της Κυβερνητικής Εποπτείας που εδρεύει στο Χρηματιστήριο ασκεί έλεγχο όσων αφορά την ομαλή λειτουργία του.

Το Ελληνικό Χρηματιστήριο άλλαξε πολλές έδρες έως ότου να καταλήξει το 1934 στην σημερινή έδρα του, το Μέγαρο Σοφοκλέους, Σοφοκλέους 10, που κατασκευάσθηκε ειδικά για αυτό από την Εθνική Τράπεζα.

Η συμβολή του στην ιστορία της Νεώτερης Ελλάδας και πιο συγκεκριμένα στην εκβιομηχάνιση και την εν γένει οικονομική πρόοδο της Χώρας υπήρξε αδιάλειπτη.

## ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ

Οι οργανωτικές δομές για την λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών διέπονται από διάφορους Νόμους και Διατάγματα, που ρυθμίζουν σήμερα την λειτουργία του και οι βασικότεροι απ' αυτούς είναι:

ο Νόμος 3632/1928, Β.Δ. 148/67, Ν.876/79, Ν. 1806/88 και Ν. 1892/1990, Π.Δ. 348/85, 350/85, 360/85.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Σήμερα λειτουργεί με ιδιωτικά κριτήρια και τελεί υπό την εποπτεία της πολιτεία, την οποία ασκεί ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας μέσω του ριζομένου Κυβερνητικού Επόπτη. Ο Κυβερνητικός Επόπτης είναι ανώτερος υπάλληλος του αρμοδίου Υπουργείου και παρίσταται καθημερινά στις Δημόσιες συνεδριάσεις του Χρηματιστηρίου, τις οποίες και παρακολουθεί και ελέγχει.

Ενας πρόχειρος ορισμός του Χρηματιστηρίου Αξιών είναι ότι αυτό αποτελεί μια οργανωμένη αγορά μέσα στην οποία διενεργούνται, σύμφωνα με ορισμένους κανόνες, οι αγοραπωλησίες επί των κινητών αξιών.

Κινητές αξίες είναι οι τίτλοι που εκδίδουν το Κράτος, Δημόσιοι Οργανισμοί, Τράπεζες, Ανώνυμες Εταιρείες και που παρέχουν ορισμένα δικαιώματα στους κατόχους τους.

Οι κινητές αυτές αξίες προσφέρουν την δυνατότητα ρευστοποίησης των ακινητοποιηθέντων κεφαλαίων μέσω μιας νόμιμης μεταβίβασής τους.

Ο όρος «κινητές αξίες» περιλαμβάνει, εκτός των μετοχών και των ομολογιών, τα ομόλογα, τους ιδρυτικούς τίτλους, τις προνομιούχες μετοχές, τις μετοχές επικαρπίας κ.λ.π.

Αυτές οι αξίες αποκαλούνται γενικά κρεόγραφα.

Αυτές είναι:

- 1) Τα ανώνυμα Δημόσια κρεόγραφα ημεδαπά ή αλλοδαπά.

2) Τα ανώνυμα Ελληνικά κρεσόγραφα κάθε Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου.

3) Οι μετοχές και οι ομολογίες Ελληνικών Ανωνύμων Εταιρειών, που πρέπει να έχουν καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 500 εκατομμυρίων δρχ. και να έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

4) Οι μετοχές και ομολογίες Ανωνύμων Εταιρειών κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις.

5) Ο χρυσός, τα χρυσά νομίσματα, ο άργυρος και το συναλλάγμα. Η γενικότερη συναλλαγή συναλλάγματος ανατέθηκε μονοπωλιακά στην Τράπεζα της Ελλάδος για λόγους προστασίας του Εθνικού Νομίσματος.

6) Τα Τραπεζικά ομόλογα. Είναι τίτλοι ομολογιακών δανείων, που εκδίδονται μόνο από Τράπεζες.

7) Τα έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου.

## ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ

Οι κινητές αξίες, αντικείμενο των χρηματιστηριακών συναλλαγών, κατανέμονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Οι αξίες της πρώτης κατηγορίας πιστοποιούν δικαιώματα συνεταίρου σε μια επιχείρηση και ονομάζονται μετοχές, ενώ οι αξίες της δεύτερης κατηγορίας πιστοποιούν δικαιώματα πισωτού και λέγονται ομολογίες.

Οι μετοχές διακρίνονται σε :

α) Κοινές: Για την συγκέντρωση των κεφαλαίων, τα οποία απαιτούνται για την ίδρυση μιας επιχείρησης, το εταιρικό κεφάλαιο υποδιαιρείται σε πολλά ίσα μερίδια. Αυτή η κατανομή καθιστά δυνατή τη συμμετοχή στην ιδρυόμενη επιχείρηση όχι μόνο των μεγάλων αποταμιευτών αλλά και των μικρών.

Για κάθε ένα των ίσων μεριδίων εκδίδεται μία μετοχή με την οποία πιστοποιείται η συμμετοχή του κατόχου της στο κεφάλαιο της εκάστοτε εταιρείας.

Ανάλογα με το ποσό της εισφοράς παραδίδεται στον δικαιούχο μια απλή μετοχή, αν αυτό αντιστοιχεί σε ένα μερίδιο, ενώ αν αυτός συμμετέχει με πολλά μερίδια είναι δυνατόν να κορηγηθεί σ' αυτόν τίτλος ή πιστοποιητικό το οποίο αντιπροσωπεύει πολλά μερίδια, δηλ. πολλές απλές μετοχές. Στην πράξη δηλ. έχουμε τίτλους απλούς και πολλαπλούς (διπλούς, πενταπλούς, δεκαπλούς κ.λ.π.)

Η ονομαστική αξία κάθε μετοχής (απλής) δεν είναι δυνατόν να οριστεί κατώτερη των 100 δρχ. και ανώτερη των 30000 δρχ. Η έκδοση μετοχών σε τιμή κατώτερη του άρτιου απαγορεύεται. Η έκδοση μετοχών υπέρ του άρτιου επιτρέπεται, και η διαφορά που προκύπτει είναι δυνατόν να διατεθεί για πληρωμή μερισμάτων ή ποσοστών.

Κάθε τίτλος αποτελείται από το κύριο σώμα και από μια σειρά μικρών αποδείξεων οι οποίες χρησιμεύουν για την πληρωμή των κερδών (μερισμά-

των). Οι αποδείξεις αυτές, οι οποίες είναι αριθμημένες ή αναφέρουν την οικονομική χρήση για την οποία προορίζεται η κάθε μία, καλούνται μερισματαποδείξεις.

Μερικές φορές οι εταιρείες μετά την λήξη του α εξαμήνου, κορηγούν έναντι των κερδών της χρήσεως ποσό που καλείται προμέρισμα. Τόσο το μέρισμα όσο και το προμέρισμα καταβάλλονται με την προσκόμηση της εκάστοτε μερισματαπόδειξης. Οι αποδείξεις αυτές αποτελούν απαραίτητα συμπλήρωμα των ανώνυμων τίτλων. Είναι όμως δυνατόν να μην υπάρχουν επί ονομαστικών τίτλων. Έτσι οι μετοχές της Τράπεζας της Ελλάδος δεν έχουν μερισματαποδείξεις. Η Τράπεζα γνωρίζει ποιοί είναι οι δικαιούχοι και για ποιο ποσό ο καθένας.

Οι ονομαστικές μετοχές αναφέρουν το όνομα του δικαιούχου και μεταβιβάζονται με ειδική διαδικασία, ενώ οι ανώνυμες, δικαιούχοι των οποίων είναι οι εκάστοτε κάτοχοι τους, μεταβιβάζονται δι' απλής παραδόσεως.

Τα κέρδη τα οποία διανέμονται στους μετόχους κάθε χρήση δεν είναι σταθερά γιατί εξαρτώνται από την πορεία της εκάστοτε επιχείρησης. Έτσι το μέρισμα μπορεί να ποικίλλει από χρήση σε χρήση. Αυτός είναι και ο λόγος που οι μετοχές χαρακτηρίζονται ως αξίες μεταβλητού εισοδήματος.

Υποχρεωτική πάντως από το νόμο είναι η εκ των καθαρών κερδών κράτηση ποσοστού 6% τουλάχιστον, επί του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου, για καταβολή πρώτου μερίσματος.

Για να προσελκυσθούν επενδυτές επί μετοχικών τίτλων ο Α.Ν. 148/1967 επέβαλε στις Ανώνυμες Εταιρείες την υποχρέωση να διανέμουν κάθε έτος στους μετόχους τους τουλάχιστον το 30% των καθαρών κερδών τους μετά την αφαίρεση των νόμιμων αποθεματικών, εφόσον το διανεμητέο τμήμα κερδών είναι μεγαλύτερο του προαναφερθέντος πρώτου μερίσματος. Για να μην δημιουργείται ταμειακό πρόβλημα εξαιτίας της εφαρμογής της συγκεκριμένης διάταξης επέτρεψε στις Εταιρείες την διανομή των κερδών ή ενός μέρους



αυτών με νέες μετοχές, με αποτέλεσμα παράλληλα να αυξάνεται και το μετοχικό τους κεφάλαιο.

β) Προνομιούχες: Κατά την σύσταση μιας Ανώνυμης Εταιρείας ή κατά την εξέλιξη των εργασιών της, με τροποποίηση του καταστατικού, είναι δυνατόν να οριστεί προνόμιο υπέρ μετοχών. Οι μετοχές αυτές καλούνται προνομιούχες.

Οι μετοχές αυτές έχουν το προνόμιο της απολαβής, προ των κοινών μετοχών, του πρώτου μερίσματος και της προνομιακής απόδοσης του καταβληθέντος κεφαλαίου εκ του προϊόντος της εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας. Ακόμη είναι δυνατόν να οριστεί για τις προνομιούχες μετοχές προνομιακή καταβολή μερισμάτων και για τις χρήσεις κατά τις οποίες δεν έγινε διανομή μερίσματος.

Οι προνομιούχες μετοχές μπορούν να εκδοθούν με και άνευ δικαίωμα ψήφου.

Στην τελευταία περίπτωση επιτρέπεται ο καθορισμός υπέρ αυτών και δικαιώματος απολαβής ορισμένου ποσού στην περίπτωση ανυπαρξίας κερδών ή ανεπάρκεια αυτών.

Εκδίδονται κατά την σύσταση ή και μετά την ίδρυση μιας Ανώνυμης Εταιρείας, όταν τα εταιρικά κεφάλαια αποδειχθούν ανεπαρκή για την εκπλήρωση των σκοπών της και η κάλυψη των απαιτούμενων κεφαλαίων με κοινές μετοχές συναντά δυσκολίες ή δεν τυχάνει της προτίμησης των παλαιών μετόχων.

Το καθεστώς κάτω από το οποίο εκδίδονται προνομιούχες μετοχές τις κάνει να παρέχουν μεγάλη ασφάλεια στους κατόχους τους.

γ) Επικαρπίας: Τα καταστατικά κάποιων εταιρειών προβλέπουν, πριν την διάλυση της εταιρείας, την απόσβεση ενός αριθμού μετοχών μέσω κληρώσεως, κάθε έτος. Πραγματοποιείται μέσω ειδικών αποθεμάτων που δημιουργούνται με ανάλογες κρατήσεις από τα κέρδη της κάθε χρήσης. Στους κατό-

χους των προς απόσβεση κληρούμενων μετοχών καταβάλλεται η ονομαστική τους αξία (ολόκληρη ή μέρος της), οι δε πλήρως εξοφλούμενες μετοχές αντικαθίστανται με άλλες που καλούνται μετοχές Επικαρπίας.

Η προ της διάλυσης μερική ή ολική εξόφληση των μετοχών διευκολύνει την εκκαθάριση της εταιρείας κατά την λήξη του χρόνου, για τον οποίο συνεστήθηκε.

Την εξόφληση των μετοχών μέσω κληρώσεως προβλέπουν συνήθως τα καταστατικά εταιρειών οι οποίες έχουν αναλάβει την εκμετάλλευση ενός προνομίου για ορισμένο χρόνο. Μετά την πάροδο αυτού οι εγκαταστάσεις και γενικά τα ενεργητικά τους στοιχεία περιέρχονται σ' αυτόν τον Δημόσιο Οργανισμό (Κράτος, Δήμος κλπ.) που είχε εκχωρήσει το προνόμιο. Η εξόφληση του συνόλου των μετοχών προβλέπεται να έχει πραγματοποιηθεί όταν θα έχει λήξει το προνόμιο.

Πρέπει να σημειωθεί ότι σε εταιρείες τέτοιας μορφής η εξόφληση πραγματοποιείται με τμηματικές καταβολές προς όλους γενικά τους μετόχους και σφράγιση των μετοχών τους.

Οι κάτοχοι μετοχών επικαρπίας διατηρούν την ιδιότητα του μετόχου, δεν δικαιούνται όμως μέρος του πρώτου μερίσματος αφού έχουν εισπράξει ολόκληρη την ονομαστική αξία. Έχουν όμως πλήρη δικαιώματα επί του συμπληρωματικού μερίσματος, καθώς επίσης και επί του καθαρού ενεργητικού, το οποίο θα απομείνει κατά την διάλυση της εταιρείας μετά την πληρωμή και προς τους υπόλοιπους μετόχους της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους.

#### Ιδρυτικοί τίτλοι:

Πρόκειται περί τίτλων άνευ ονομαστικής αξίας, οι οποίοι παρέχονται κυρίως στους ιδρυτές της εταιρείας, που είναι πρόσωπα με δεδομένη δραστηριότητα, πείρα και τεχνική κατάρτιση, για τις υπηρεσίες που παρέχουν κατά την ίδρυση της εταιρείας. Οι τίτλοι αυτοί δεν είναι μετοχές και συ-

νεπώς δεν παρέχουν στους κατόχους τους τα γενικά δικαιώματα, τα οποία έχουν οι μέτοχοι.

Το μόνο δικαίωμα που απορρέει από την κατοχή τους είναι η συμμετοχή σε μέρος των κερδών, που έχει οριστεί στο καταστατικό.

#### Ομολογίες:

Οι έκτακτες ανάγκες του Κράτους, οι οποίες δεν είναι δυνατόν να καλυφθούν από τους τακτικούς πόρους ή με την επιβολή νέων φόρων, κυρίως όμως οι πολεμικές δαπάνες καθώς και οι δαπάνες για την εκτέλεση προγραμμάτων μακράς πνοής, που σκοπεύουν στην οικονομική ανάπτυξη και την άνοδο του βιοτικού επιπέδου, καθιστούν αναγκαία την προσφυγή σε μακροπρόθεσμο δανεισμό, ο οποίος επιτυγχάνεται με την έκδοση ομολογιακών δανείων.

Εκτός όμως του Κράτους, στην έκδοση τέτοιων δανείων καταφεύγουν και οι δημόσιοι οργανισμοί για την εκτέλεση έργων κοινής ωφέλειας καθώς και οι Ανώνυμες Εταιρείες για την επέκταση και τον εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεών τους.

Για την σύναψη ομολογιακών δανείων Ανώνυμων Εταιρειών απαιτείται η παροχή άδειας εκ μέρους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία εγκρίνει το επιτόκιο του υπό έκδοση δανείου.

Το ποσό του δανείου διαιρείται σε ίσα μερίδια και κάθε ένα απ' αυτά συνιστά μια ομολογία. Και εδώ εκδίδονται απλοί και πολλαπλοί τίτλοι αντιπροσωπεύοντας αντίστοιχα μία και πολλές ομολογίες. Στο κύριο σώμα των ομολογιών είναι προσαρτημένες μικρές αποδείξεις (τοκομερίδια), αριθμημένες συνήθως, που αναγράφουν την οικονομική χρήση για την οποία προορίζεται η κάθε μία, οι οποίες χρησιμεύουν για την πληρωμή των τόκων. Το εισόδημα που απολαμβάνουν οι ομολογιούχοι είναι πάντοτε σταθερό και δεν εξαρτάται από την ύπαρξη ή μη κερδών. Γι' αυτό και χαρακτηρίζονται οι ομολογίες σαν αξίες σταθερού εισοδήματος.

Η σύμβαση του δανείου, μεταξύ του νομικού προσώπου που το εκδίδει (σφειλέτου) και των ομολογιούχων, ορίζει τον αριθμό των ομολογιών που θα εκδοθούν, την ονομαστική τους αξία, το επιτόκιο και την χρονολογία πληρωμής των τόκων, τον τρόπο και τον χρόνο εξόφλησης του δανείου κλπ.

Είδη ομολογιών: Είδαμε ότι οι ομολογίες παρέχουν σταθερό εισόδημα, σε αντίθεση με τις μετοχές, των οποίων το εισόδημα είναι μεταβλητό. Αυτή όμως η έννοια του σταθερού εισοδήματος νοεύεται σε περιόδους πληθωρισμού. Όταν αυξάνονται τα μέσα πληρωμών, ενώ ο όγκος των προσφερόμενων αγαθών δεν αυξάνεται αναλόγως, διαταράσσεται η ισορροπία μεταξύ αγαθών και νομίσματος και για να αποκατασταθεί αυτή η ισορροπία υψώνονται οι τιμές των αγαθών.

Συνέπεια αυτής της ανισορροπίας είναι να μειωθεί η αγοραστική δύναμη των σταθερών εισοδημάτων αντιστρόφως ανάλογα ως προς την αύξηση των τιμών.

Ο πληθωρισμός τα τελευταία πενήντα χρόνια υπήρξε παγκόσμιο φαινόμενο. Δεν υπάρχει νόμισμα το οποίο διατήρησε την αρχική του αγοραστική δύναμη. Το γεγονός αυτό επέδρασε δυσμενώς και στην επενδυόμενη σε ομολογίες αποταμίευση, η οποία για να προσελκυθεί ξανά θα έπρεπε να εξασφαλιστεί πλήρως απέναντι στους νομισματικούς κινδύνους. Αυτό έγινε δυνατό με διάφορες "ρήτρες", όπως επικράτησε να ονομάζονται στην χώρα μας οι διάφορες εξασφαλίσεις. Έτσι όλα τα δάνεια, τα οποία εξέδωσε η ΔΕΗ, τα της Οικονομικής Αναπτύξεως 1960 και 1962, τα δάνεια της εταιρείας ΦΙΞ του 1955, της Πειραιϊκής-Πατραϊκής του 1962 και 1964, της εταιρείας ΤΙΤΑΝ του 1962 κλπ. περιέχουν ρήτρα δολλαρίου, το οποίο σημαίνει ότι οι τόκοι και το κεφάλαιο θα εξοφλούνται βάσει της ισοτιμίας της δραχμής έναντι του δολλαρίου κατά την ημέρα της πληρωμής. Εάν π.χ.

το δολλάριο υψωθεί κατά ποσοστό 10%, κατά το ίδιο ποσοστό θα αυξηθούν οι πληρωμές σε δραχμές των τόκων και των εξοφλούμενων ομολογιών.

Διαφορετική είναι η περίπτωση, τού σε μεταλλικές δραχμές Δανείου όπως π.χ. του Εθνικού Δανείου Απαλλοτριώσεως 6% 1958 του οποίου οι ομολογίες παρέχονταν για αποζημίωση των ατόμων που τους στερούσαν αναγκαστικά τα κτήματα τους.

Η ρήτρα της μεταλλικής δραχμής, δεδομένου ότι επρόκειτο περί αναγκαστικών απαλλοτριώσεων, ετέθη στο Δάνειο αυτό με ρητή επιταγή του Συντάγματος, το οποίο απέβλεπε στην ουσιαστική και μη απειλούμενη από ενδεχόμενη υποτίμηση του νομίσματος αποζημίωση τους.

Γίνεται χρήση του όρου "μεταλλική δραχμή" από το νομοθέτη και σε άλλες περιπτώσεις όπως π.χ. στο δασμολόγιο, για την πληρωμή των δασμών, στο ποινικό νόμο, για τον καθορισμό των χρηματικών ποινών κλπ. καθώς και στον εκάστοτε καθορισμό της τιμής της μεταλλικής δραχμής με υπουργικές αποφάσεις.

Η τιμή της μεταλλικής δραχμής εξαρτάται από την τιμή του χρυσού σε δολάρια και από την τιμή του δολαρίου σε δραχμές.

Συνήθως η μεταλλική δραχμή ταυτίζεται με την χρυσή δραχμή η οποία είναι σταθερά συνδεδεμένη με την διεθνή τιμή του χρυσού. Η διεθνής τιμή του χρυσού αποτιμάται σε δολάρια κατά ουγγιά.

Περί των ρητρών, οι οποίες είναι δυνατόν να τεθούν σε ομολογιακά δάνεια που έχουν εκδοθεί από Ανώνυμες Εταιρείες προβλέπει ο νόμος ότι επιτρέπεται να κορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα για απολαβή, πέρα του τόκου, και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών, τα οποία απομένουν μετά την αφαίρεση του προς διανομή πρώτου μερίσματος. Το δικαίωμα μπορεί να αφορά την απολαβή κάποιας άλλης πρόσθετης παροχής (πέρα του τόκου) και να έχει σχέση με το ύψος της παραγωγής ή το γενικότερο επίπεδο δραστηριότητας της Εταιρείας.

Ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές: Πρόκειται για ομολογίες, οι οποίες παρέχουν στο κομιστή το δικαίωμα μετατροπής τους σε κοινές μετο-

κές της εκδότριας Εταιρείας. Η μετατροπή είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί μέσα σε μια ορισμένη χρονική περίοδο, σύντομη συνήθως, και σε τιμή που έχει καθορισθεί εκ των προτέρων. Εάν ασκηθεί το συγκεκριμένο δικαίωμα, ο ομολογιούχος γίνεται μέτοχος και η Εταιρεία προχωρά σε αύξηση του κεφαλαίου της. Εάν δεν ασκηθεί, ο κομιστής θα διατηρήσει την ιδιότητα του ομολογιούχου μέχρι να εξοφληθεί το δάνειο.

Κατόπιν άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιτρέπεται η έκδοση ομολογιακού δανείου από Ανώνυμες Εταιρείες, ασφαλισμένου στο σύνολό του και μετά των τόκων του, με υποθήκη επί ενός ή περισσότερων ακινήτων των οφειλέτων ή κάποιου τρίτου.

Οι εκ του δανείου αξιώσεις των ομολογιούχων που προκύπτουν από την υποθήκη ασκούνται αποκλειστικά από τον εκπρόσωπο τους, ο οποίος ορίζεται παρουσία της εταιρείας που εκδίδει το δάνειο, και το όνομά του αναγράφεται στο πρόγραμμα του δανείου και δημοσιεύεται σε δύο τουλάχιστον εφημερίδες.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δικαιούται να ορίσει άλλο εκπρόσωπο ομολογιούχων, αν ο υπάρχων παραιτηθεί, πεθάνει ή ανακληθεί από τον Πρόεδρο των Πρωτοδικών. Επίσης δικαιούται να ανακαλέσει η ίδια τον οποιαδήποτε που έχει οριστεί ως εκπρόσωπος μετά από αίτηση ομολογιούχων που εκπροσωπούν το 1/10 του όλου ομολογιακού δανείου, αν συντρέχουν σοβαροί λόγοι.

### **Διαφορές μεταξύ Μετοχών και Ομολογιών**

α) Οι μετοχές εκδίδονται από τις Εταιρείες, ενώ οι ομολογίες, εκτός των Εταιρειών, είναι δυνατόν να εκδίδονται από το Κράτος, τους Δήμους και γενικότερα από τα Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου.

β) Οι μέτοχοι εισπράττουν μέρισμα, εφ' όσον η Εταιρεία πραγματοποιεί κέρδη. Οι ομολογιούχοι αντίθετα απαιτούν την καταβολή του τόκου, ανεξάρτητα του αν η Εταιρεία πραγματοποίησε ή όχι κέρδη.

γ) Ο τόκος των ομολογιών είναι σταθερός, ενώ το μέρισμα των μετόχων ποικίλλει ανάλογα με τα κέρδη.

δ) Ο ομολογιούχος, ως δανειστής της εταιρείας, δεν έχει το δικαίωμα να αναμιγνύεται στη διοίκηση, να μετέχει στις Γενικές Συνελεύσεις ή να ασκεί έλεγχο. Αντίθετα ο μέτοχος έχει όλα τα παραπάνω δικαιώματα.

## ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Κύριες συναλλαγές:

- α) Η αγορά και πώληση τοις μετρητοίς.
- β) Η αγορά και πώληση επί προεσμία.
- γ) Η αγορά και πώληση επί δώρο.
- δ) Η αγορά και πώληση επί διπλασιασμό.
- ε) Η σύμβαση μεταφοράς.
- ζ) Stellage.

α) Οι πράξεις τοις μετρητοίς εκκαθαρίζονται την επόμενη εργάσιμη ημέρα και προ της επίσημης συνεδρίασης.

Αυτός που είναι σε θέση να καταβάλλει την αξία των αγορασθέντων κρεογράφων θα προτιμήσει η εντολή του να εκτελεσθεί τοις μετρητοίς, επιτυχάνοντας συνήως με τον τρόπο αυτό καλύτερη τιμή.

β) Στις πράξεις επί προεσμία αγοραστής και πωλητής θα εκτελέσουν αμοιβαία τις υποχρεώσεις τους στο τέλος του τρέχοντος δεκαπενθήμερου.

Προτιμείται η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή συναλλαγή όταν:

1. Όταν κάποιος δεν έχει την ευχέρεια να καταβάλλει αμέσως την αξία των τίτλων, τους οποίους αγοράζει, ή να παραδώσει τους τίτλους, τους οποίους πουλά.

2. Εάν ο εντολέας ενδιαφέρεται απαραίτητα να προβεί σε αγορά ή πώληση κρεογράφων και δεν βρίσκει αντισυμβαλλόμενο να συναλλάξει τοις μετρητοίς.

3. Εάν θέλει να κερδοσκοπήσει επί κρεογράφων μεγαλύτερης αξίας των κεφαλαίων, τα οποία διαθέτει.

γ) Πρόκειται περί σύμβασης επί προεσμία, κατά την οποία ο ένας από τους δύο συμβαλλόμενους, έναντι καταβολής στον άλλο συμφωνημένου ποσού, αποκτά το δικαίωμα, <<εαν θέλει>>, κατά την χρηματιστηριακή λήξη να αγο-



ράσει από αυτόν ή να του πουλήσει (αναλόγως της συμφωνίας) ορισμένη ποσότητα ορισμένων χρηματιστηριακών πραγμάτων σε ορισμένη τιμή.

Αυτός που αποκτά το δικαίωμα (ο επί δώρο δικαιούχος) οφείλει να καταβάλει στον αντισυμβαλλόμενο του, το αργότερο μέχρι την επομένη της σύστασης, το συμφωνημένο ποσό που καλείται δώρο, το οποίο αποτελεί την αποζημίωση του δεσμευόμενου από την σύμβαση, την αντιπαρακή δηλ. της δήλωσης του ότι παραχωρεί το συγκεκριμένο δικαίωμα.

Ο αγοραστής του δικαιώματος μπορεί να δηλώσει την εκτέλεση της σύμβασης (βεβαίωση της επί δώρο συναλλαγής) καθ' όλη τη χρονική περίοδο, για την οποία έγινε η σύμβαση και το αργότερο την τελευταία ημέρα της χρηματιστηριακής λήξης.

Εαν γίνει θετική δήλωση (θα τα πάρω ή θα σου τα δώσω), αυτός που αποκτά το δικαίωμα θα καταβάλλει ή θα εισπράξει, ανάλογα με την περίπτωση, την συμφωνημένη αξία των κεσόγραφων και θα παραλάβει ή θα παραδώσει αντίστοιχα τα κρεόγραφα.

Τέτοιου είδους συμβάσεις είναι καθαρά κερδοσκοπικές πράξεις και συνάπτονται κυρίως σε περιόδους σχετικής χρηματιστηριακής σταθερότητας.

δ) Η σύμβαση επί διπλασιασμό πραγματοποιείται σε μια οριστική αγοραπωλησία επί προθεσμία με τον πρόσθετο όρο, ότι ο ένας από τους συμβαλλόμενους θα δικαιούται κατά την λήξη της προθεσμίας, να απαιτήσει τον διπλασιασμό των τίτλων που θα αγορασθούν από τον άλλο συμβαλλόμενο, οι οποίοι (τίτλοι) αποτέλεσαν το αντικείμενο της μεταξύ τους σύμβασης.

ε) Μεταφορά είναι η σύμβαση με την οποία πραγματοποιείται ταυτόχρονα αφ' ενός πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων τοις μετρητοίς, με τιμή συμφητισμού που προκύπτει από σχετικό με την συγκεκριμένη σύμβαση άρρο, και αφ' ετέρου επαναγορά αυτών των πραγμάτων σε τιμή που έχει οριστεί μεταξύ των συμβαλλόμενων. Από τους δύο συμβαλλόμενους, αυτός που αγορά-

ζει και μεταπουλιά καλείται μεταφέρων, ενώ αυτός που πουλά και ξαναγοράζει καλείται μεταφερόμενος.

z) Ως *Stellage* χαρακτηρίζεται η σύμβαση, κατά την οποία, ο ένας των δύο συμβαλλόμενων, έναντι προηγούμενης καταβολής χρηματικού ποσού, αποκτά το δικαίωμα κατά την λήξη, να αγοράσει ή να πουλήσει από τον ή στον άλλο συμβαλλόμενο αντίστοιχα στην τιμή της ημέρας, κατά την οποία πραγματοποιήθηκε η σύμβαση, την συμφωνημένη ποσότητα τίτλων μιας ορισμένης αξίας.

Ο δικαιούχος της σύμβασης αυτής είναι υποχρεωμένος να αγοράσει ή να πουλήσει στη λήξη και δεν έχει το δικαίωμα να εγκαταλείψει την σύμβαση, γιατί αλλιώς δεν θα υπήρχε αντιπαροχή γι' αυτόν που παραχωρεί το δικαίωμα.

## **ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ**

### **ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΟΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές δεν επεκτείνονται σε όλες γενικότερα τις κινητές αξίες, παρά μόνο σε αυτές που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο υπό τις προϋποθέσεις του σχετικού Νόμου.

Σύμφωνα με αυτόν, στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι δυνατόν με την εισαγωγή τους να καταστούν αντικείμενα διαπραγμάτευσης:

- α) Τα ανώνυμα δημόσια κρεόγραφα, ημεδαπά και αλλοδαπά.
- β) Τα ανώνυμα ελληνικά κρεόγραφα Δήμων, Κοινοτήτων και γενικότερα κάθε Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου.
- γ) Οι μετοχές και οι ομολογίες αλλοδαπών ανωνύμων εταιρειών σύμφωνα με τις ισχύουσες προϋποθέσεις για τις ημεδαπές Ανώνυμες Εταιρείες, με τον πρόσθετο όρο να είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Πολιτείας, της οποίας έχουν την ιθαγένεια.
- δ) Οι μετοχές και οι ομολογίες ελληνικών ανωνύμων εταιρειών οι οποίες έχουν καταβάλλει μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ενενήντα (90.000.000) εκατομμυρίων δραχμών.

**Προϋποθέσεις** σχετικές με την εταιρεία της οποίας οι μετοχές αποτελούν αντικείμενο αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Π.Δ. 350/24.5.1985 .

**Προσαρμογή στο Κοινοτικό Δίκαιο**

1) Νομική κατάσταση της εταιρείας.

Πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται, όσο αφορά την ίδρυση της και την καταστατική της λειτουργία.

2) Ελάχιστο μέγεθος της εταιρείας.

Τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων και των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης, πρέπει να είναι τουλάχιστον ενενήντα (90.000.000) δρχ. (το ποσό αυτό όμως καθορίζεται με βάση 1 εκατομμύριο Ευρωπαϊκές μονάδες ECU.). Η παραπάνω προϋπόθεση δεν εφαρμόζεται για την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισηγμένες.

Αν εξαιτίας μεταβολής της αντιστοιχίας της Ευρωπαϊκής Λογιστικής μονάδας με την δραχμή, το προβλεπόμενο στην παραπάνω παράγραφο ποσό είναι κατώτερο ή ανώτερο κατά 10% της αξίας σε δραχμές του ενός εκατομμυρίου Ευρωπαϊκών λογιστικών μονάδων κατά την διάρκεια περιόδου ενός έτους, ο Υπουργός Εμπορίου, με απόφαση του που εκδίδεται μέσα σε προθεσμία δώδεκα μηνών από την λήξη αυτής της περιόδου, προσαρμόζει ανάλογα το προβλεπόμενο στην παραπάνω παράγραφο ποσό.

3) Διάρκεια και περιουσιακή διάρθρωση της εταιρείας.

Η εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει νόμιμα τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της για πέντε τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η εταιρεία πρέπει να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της και να έχει ικανοποιητικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης κατά την τελευταία πριν την εισαγωγή πενταετία.

Μπορεί να υπάρξει παρέκκλιση απ' αυτές τις προϋποθέσεις προκειμένου για εταιρείες με βραχύτερο βίο ή νεοσύστατες όταν μια τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον της εταιρείας ή των επενδυτών και υφίσταται η βεβαιότητα ότι οι επενδυτές διαθέτουν τις απαραίτητες πληροφορίες, ώστε να σχηματίσουν σαφή γνώμη για την εταιρεία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

#### 4) Αύξηση κεφαλαίου.

α) Η εταιρεία της οποίας οι μετοχές δεν έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε Χρηματιστήριο άλλου Κράτους μέλους, δεσμεύεται εγγράφως ότι θα διαθέσει σε δημόσια εγγραφή μετοχές που θα προέρχονται μόνο απ' αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και θα αντιπροσωπεύουν, σε ονομαστική αξία, το 25% τουλάχιστον αυτού.

Η έκδοση μετοχών με δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται μόνο από Τράπεζες που προσφέρουν υπηρεσίες ανάδοχου έκδοσης κινητών αξιών με δημόσια εγγραφή για λαβηρισμό των εκδοτών πελατών τους και εγγυώνται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση, με δημόσια εγγραφή, κεφαλαίου της εταιρείας.

Η τιμή διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών της εταιρείας από την ημέρα εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο και για έξι (6) μήνες δεν θα πρέπει να είναι κατώτερη από την τιμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Σε αντίθετη περίπτωση ο ανάδοχος υποχρεούται σε αποζημίωση όλων των ζημιωθέντων κατόχων νέων μετοχών της εταιρείας.

Ο ανάδοχος έκδοσης μετοχών υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάσταση των νέων μετοχών (ονοματεπώνυμο, διεύθυνση κατοικίας, αριθμό αστυν. ταυτότητας, αριθμό και ποσό μετοχών) από την οποία θα φαίνεται η

επαρκής διασπορά των μετοχών.

β) Οι διατάξεις της παραπάνω παραγράφου (α) έχουν εφαρμογή και για μετοχές που είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο Αξιών ενός ή περισσότερων τρίτων κρατών.

γ) Οι διατάξεις της παραπάνω παραγράφου (α) δεν έχουν εφαρμογή προκειμένου:

i) περί εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μετοχών εταιρείας που οι μετοχές της είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήρια Αξιών άλλου ή άλλων Κρατών μελών.

ii) περί σύστασης εταιρείας με συγχώνευση εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

iii) περί απορρόφησης εταιρείας της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες από εταιρεία που οι μετοχές της είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

**Προυποθέσεις σχετικές με τις μετοχές που αποτελούν αντικείμενο αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.**

1) Νομική κατάσταση των μετοχών.

Η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.

2) Διαπραγματευσιμότητα των μετοχών.

Οι μετοχές πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

3) Σε περίπτωση έκδοσης μετοχών με δημόσια εγγραφή, η εισαγωγή τους πραγματοποιείται μετά την λήξη της περιόδου κατά την διάρκεια της οποίας είναι δυνατή η υποβολή αίτησης εγγραφής.

4) Διασπορά των μετοχών.

Το αργότερο κατά τον χρόνο της εισαγωγής πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών στο κοινό εντός της Ελληνικής Επικράτειας ή της επικράτειας άλλου ή άλλων Κρατών μελών.

Θεωρείται ως επαρκής η διασπορά των μετοχών μιας εταιρείας που ζητά την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, όταν το 25% τουλάχιστον του μετοχικού της κεφαλαίου σε ονομαστική αξία είναι κατανομημένο στο ευρύ κοινό και σε αριθμό τουλάχιστον 100 φυσικών ή και νομικών προσώπων.

Αν οι μετοχές είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο Αξιών ενός ή περισσότερων τρίτων Κρατών, η Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου μπορεί, κατά παρέκκλιση του πρώτου εδαφίου (ι) της τρίτης συνθήκης (γ) όσον αφορά την αύξηση κεφαλαίου, να προβλέπει την εισαγωγή όταν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά στο κοινό ή στα τρίτα Κράτη όπου είναι εισηγμένες.

Σε περίπτωση αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας, η Διοικούσα Επιτροπή

του Χρηματιστηρίου μπορεί να κρίνει αν η διασπορά των μετοχών είναι επαρκής σε σχέση με το σύνολο των μετοχών που έχουν εκδοθεί και όχι μόνο ως προς αυτή τη συμπληρωματική σειρά.

5) Εισαγωγή μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

Η αίτηση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί.

6) Εμφάνιση των μετοχών.

Για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μετοχών που έχουν εκδοθεί απ' εταιρείες με έδρα σε άλλο Κράτος μέλος πρέπει η εμφάνιση των μετοχών αυτών να είναι σύμφωνη προς τις διατάξεις που ισχύουν σ' αυτό το άλλο Κράτος-μέλος. Όταν η εμφάνιση των μετοχών αυτών δεν είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν στην Ελλάδα η Διοικούσα Επιτροπή γνωστοποιεί αυτό στο κοινό.

Η εμφάνιση των μετοχών που έχουν εκδοθεί απ' εταιρείες με έδρα σε τρίτο Κράτος, πρέπει να παρέχει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών.

7) Μετοχές που έχουν εκδοθεί απ' εταιρείες τρίτου Κράτους.

Οι μετοχές που έχουν εκδοθεί απ' εταιρεία σε τρίτο Κράτος εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μόνο εφόσον έχουν εισαχθεί προηγουμένως σε Χρηματιστήριο Αξιών της χώρας της έδρας της εταιρείας ή της χώρας κύριας κυκλοφορίας αυτών.

8) Μετοχές που έχουν εκδοθεί από εταιρείες τρίτου Κράτους.

Οι μετοχές που έχουν εκδοθεί από εταιρεία σε τρίτο Κράτος εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εφόσον έχουν εισαχθεί προηγουμένως σε Χρηματιστήριο Αξιών της χώρας της έδρας της εταιρείας ή της χώρας κύριας κυκλοφορίας αυτών.



## ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ

Το Χρηματιστήριο Αξιών είναι καταρχήν μια ελεύθερη αγορά, που μέσα από τις λειτουργίες της η παραγωγική διαδικασία δικαιώνει τους στόχους της, οι οποίοι είναι η τροφοδότησή της με υγιή κεφάλαια προκειμένου να πραγματοποιήσει τους αναπτυξιακούς της ορατισμούς. Τα υγιή αυτά κεφάλαια προσφέρουν οι επενδυτές, οι οποίοι αποβλέπουν σε όφελος, σε κέρδος τους.

Αυτά τα κεφάλαια είναι υγιή για τις παραγωγικές μονάδες γιατί είναι βασικά απαλλαγμένα από το άγχος της επιστροφής τους. Τούτο έχει σαν αποτέλεσμα το σωστό προγραμματισμό, γεγονός που ίσως είναι και το πιο σημαντικό στοιχείο για τη λειτουργία μιας παραγωγικής μονάδας. Ένα άλλο στοιχείο, που δίνει την έννοιά του υγιούς χρήματος, είναι η απαλλαγή τους από τα χρηματοοικονομικά έξοδα, τα οποία φρενάρουν κάθε οικονομική δραστηριότητα, γιατί η ευκολία στη λήψη δανείων και η αλόγιστη χρήση τους, δρα καταλυτικά και αντισοικονομικά στην πορεία κάθε παραγωγικής μονάδας.

Είναι αλήθεια ότι για να μπορέσει κανείς να ασχοληθεί και να πάρει μια σωστή και τεκμηριωμένη θέση για ένα θέμα, όπως είναι το Χρηματιστήριο Αξιών, είναι απαραίτητο πρώτα από όλα να αναζητήσει τι μπορεί το Χρηματιστήριο να προσφέρει, τι προσφέρει ή ακόμη και τι δεν προσφέρει.

Βεβαίως εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι όταν αναφερόμαστε στην Κεφαλαιαγορά και στο Χρηματιστήριο είναι αυτονόητο ότι για την ύπαρξη αυτών των θεσμών απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ύπαρξη μιας ελεύθερης οικονομίας.

Το Χρηματιστήριο Αξιών είναι σαφώς μια ελεύθερη, ανταγωνιστική αγορά, που μέσα από τις λειτουργίες της αγοράζονται ή πωλούνται χρεόγραφα, των οποίων οι τιμές προσδιορίζονται σαφώς και επηρεάζονται από την κάθε φορά παρουσιάζομενη προσφορά και ζήτηση. Το Χρηματιστήριο θεωρείται ότι

είναι ο άριστος χώρος προβλέψεων των μελλοντικών επενδύσεων, με συνέπεια οι τιμές των μετοχών να απεικονίζουν την καλύτερα πληροφορημένη γνώμη για τις εξελίξεις.

Δηλαδή, σαν ορισμός, το Χρηματιστήριο Αξιών είναι ο χώρος και ο τόπος που η παραγωγική διαδικασία συναντάται με το Κεφάλαιο, τους επενδυτές και μέσα από τις λειτουργικές του διαδικασίες και σε μια ατμόσφαιρα ελεύθερου ανταγωνισμού, τροφοδοτεί την οικονομία με σωστά και λειτουργικά κεφάλαια.

Ειδικότερα ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ είναι ο μηχανισμός που θέτει σε λειτουργία τη δράση της Βιομηχανίας, του Εμπορίου και γενικότερα της παραγωγικής διαδικασίας. Εκεί μπορούν να βρουν ανταπόκριση τα μακροπρόθεσμα αναπτυχιακά σχέδια και οδηγεί, με την προσφορά των απαιτούμενων γι' αυτό κεφαλαίων, στην πραγματοποίηση των οραματισμών, που σχεδιάζουν οι παραγωγικές μονάδες και μάλιστα τις διευκολύνει στο να συνεχίσουν την πορεία τους βασισμένες σε υγιείς και ορθολογικές βάσεις. Η υλοποίηση αυτής της διαδικασίας γίνεται μόνο με την άντληση κεφαλαίων από το χώρο του, μέσω αυξησεων κεφαλαίου, για μια συγκεκριμένη επεχείρηση, όπως προβλέπουν οι κείμενες νομοθετικές ρυθμίσεις για τη χρηματοδότηση των αναπτυξιακών προγραμμάτων.

Εδώ πρέπει να γνωρίσουμε ότι είναι αναγκαίο οι παραγωγικοί τομείς μιας ελεύθερης Οικονομίας να απορροφούν την αποταμίευση και αυτό ασφαλώς γίνεται μέσω θεσμών, οι οποίοι τις διοχετεύουν προς τις παραγωγικές μονάδες. Η Αγορά διοχετεύει με τρεις τρόπους προς τις παραγωγικές μονάδες:

- 1) Μέσω του μακροχρόνιου τραπεζικού δανεισμού.
- 2) Μέσω της πρωταγενούς αγοράς Κεφαλαίων.
- 3) Μέσω της δευτερογενούς αγοράς Κεφαλαίων.

Είναι βέβαιο ότι όταν συζητάμε για τροφοδότηση των παραγωγικών μονάδων με κεφάλαια εκείνο το στοιχείο, που έχει βαρύνουσα και αποφασιστική σημασία, είναι το κόστος αυτού του κεφαλαίου. Κατά συνέπεια αυτός ο παράγοντας θα μετρήσει στην εκλογή του τρόπου απόκτησης κεφαλαίου για την περαιτέρω παραγωγική διαδικασία.

Πάντως, για να προχωρήσει η παραγωγική μονάδα σ' αυτήν την απόφαση, πρέπει να λάβει υπόψη τις επικρατούσες συνθήκες γύρω από το ύψος κυρίως τη σχέση ΙΔΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ, που επικρατεί στη συγκεκριμένη επιχείρηση. Γιατί ακριβώς αυτό το οριζοντιοκόσμη σημείο στη σχέση ΙΔΙΩΝ προς ΞΕΝΑ Κεφάλαια είναι εκείνο, που επηρεάζει ακόμη και την ομαλή περαιτέρω λειτουργία της επιχείρησης.

Σε αυτό το σημείο γίνεται συνήθως το μοιραίο λάθος και ξεπερνιέται το όριο αντοχής της επιβάρυνσης των τόκων με συνέπειες πολλές φορές δυσμενείς. Στην Ελλάδα, τουλάχιστο μέχρι σήμερα, αυτό ήταν το πιο "μελανό" σημείο, γιατί κατά κανόνα οι επιχειρήσεις δε λαμβάνουν υπόψη τους τη σχέση των Κεφαλαίων και προβαίνουν σε πολλές περιπτώσεις σε αλόγιστο δανεισμό με συνέπεια να φορτώνονται τεράστια χρηματοοικονομικά έξοδα. Το γεγονός αυτό δημιούργησε στη συνέχεια το σοβαρό σήμερα θέμα των προβληματικών επιχειρήσεων.

Αυτό το φαινόμενο βεβαίως μεγενθύνθηκε από το γεγονός ότι ένα μεγάλο πλήθος από τις παραγωγικές μονάδες είναι ακόμη σήμερα οικόγενειακό έλεγχου και χαρακτήρα ακόμη και με καθεστώς Ανώνυμης Εταιρείας. Αυτή η ιδιαιτερότητα οδηγούσε τις επιχειρήσεις στον άμετρο δανεισμό, γιατί αν προέβαιναν στην αύξηση κεφαλαίου ήταν απαραίτητο οι φορείς των επιχειρήσεων, προκειμένου να διατηρήσουν τη δική τους σχέση κεφαλαίων προς τα συνολικά Κεφάλαια, να συμμετάσχουν και αυτοί στην αύξηση ενώ αυτοί δεν το επιθυμούσαν, ο καθένας βέβαια για δικούς του λόγους και προτιμούσαν να στρέφονται στο δανεισμό.

Μια αδιάσειστη απόδειξη δίνει η μελέτη των στοιχείων γύρω από τη χρησιμοποίηση ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ) από την Βιομηχανία μας. Αυτή μας αποδεικνύει πόσο η χρησιμοποίησή τους είναι πέρα για πέρα αντιοικονομική, γιατί αυτά, εισερχόμενα στην παραγωγική διαδικασία, δημιουργούν ανελαστικότητα και προσθέτουν επιβαρύνσεις τέτοιας έκτασης, που καταλήγουν να οξύνουν το πρόβλημα του κόστους της βιομηχανικής παραγωγής σε σημείο, που να το καθιστούν αδύναμο να ανταποκριθεί στον ελεύθερο ανταγωνισμό. Και είναι ασφαλώς άξιο απορίας πώς αυτή η ολοκάρη πραγματικότητα ξεπερνιέται με τόσο "ελαφρότητα" από το παραγωγικό κύκλωμα και ανεξάρτητα του αν προέρχεται από "αδιαφορία" ή "λαθεμένη ερμηνεία" οδηγεί, κατά την αντιμετώπιση του συγκεκριμένου προβλήματος, στη κατάχρηση της χρησιμοποίησης ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, με αποτέλεσμα να διαγκώνει μόνιμα μια αντιαναπτυξιακή ατμόσφαιρα και πραγματικότητα.

Και κάπου εδώ φαίνεται ότι υπερτονίζονται, αν και δεν συμβιβάζονται εύκολα με την λογική της οικονομικής πραγματικότητας, τα "πλεονεκτήματα" της χρήσης των Ξένων Κεφαλαίων από τις τυχόν "μειωμένης αξίας" εξοφλήσεις των κεφαλαίων αυτών. Αλλά δυστυχώς στο σημείο ακριβώς αυτό είναι και το λάθος της οικονομικής σκέψης, γιατί ιδιαίτερα στη σημερινή εποχή, που τα υψηλά επιτόκια αναπροσαρμόζονται, οι καταβαλλόμενοι τόκοι αντιπροσωπεύουν υγιές και σκληρό κεφάλαιο σημερινής αξίας, με αποτέλεσμα να παραμένει το περιουσιακό στοιχείο και όταν μάλιστα το ληφθέν δάνειο τοποθετήθηκε σε μηχανήματα, απαραίτητα, σε τέτοιο βαθμό, λόγω και της τεχνολογικής εξέλιξης, που να είναι στην ουσία αρνητικό στοιχείο του παραγωγικού κόστους της επιχείρησης.

Βεβαίως το μόνο θετικό στοιχείο, από μια ματιά στα στοιχεία των αποτελεσμάτων του Τραπεζικού και Βιομηχανικού κλάδου, φανερώνει ότι ο

Βιομηχανικός δίνει...το σημαντικότερο μέρος των κερδών των Τραπεζών, το οποίο όμως τρέφεται από τη "λανθασμένη" χρησιμοποίηση των Τραπεζικών Κεφαλαίων από το χώρο της παραγωγής.

Από τα παραπάνω παίρνουμε την ευκαιρία να αναπτύξουμε τους στόχους και σκοπούς, που επιδιώκει η καθόλου οικονομία κάθε χώρας από τη χρησιμοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών, σαν χώρου απ'όπου θα αντληθούν υγιή κεφάλαια.

Αυτές οι κακοδαιμονίες και άλλες, που προκύπτουν από προηγούμενες μελέτες, αποτελούν τις προεκτάσεις ενός βασικού και τερατώδους λάθους. Του λάθους της καταχρηστικής χρησιμοποίησης του Ξένου Κεφαλαίου.

Ως προς αυτό σημειώνουμε ορισμένες ενδεικτικές διαπιστώσεις με βάση παλαιότερες μελέτες, που συνεχίζουν να είναι επίκαιρες:

1) Τα Ξένα Κεφάλαια (Δανειακά) αποτελούν το 71,70% του συνόλου των απασχολούμενων Κεφαλαίων.

2) Τα έξοδα χρηματοδότησης αντιστοιχούν:

- α) στο 8,53% των Ξένων Κεφαλαίων (Δανειακών) μοιράζονται μεγάλο μέρος τους αποτελούν άτακες υποχρεώσεις (ποσοστό όμως που είναι πολύ σημαντικό και πολύ φοροποιοτό).
- β) Στο 21,62% της Καθαρής Θέσης.
- γ) Στο 27,57% των Μικτών Κερδών.
- δ) Στο 35,60% των συνολικών Δαπανών.

3) Η υποκατάσταση των δανειακών κεφαλαίων με ΙΔΙΑ θα έδινε υψηλότερο ποσοστό αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων, με την προϋπόθεση βέβαια ότι τα Καθαρά Κέρδη θα ήταν μεγαλύτερα από εκείνα, που προέρχονται από την αξιοποίηση των Δανειακών Κεφαλαίων.

4) Πολλές επιχειρήσεις αναγκάζονται να παρουσιάζουν διογκωμένα κέρδη, παραλείποντας όμως τη διενέργεια των κανονικών αποσβέσεων, πέρα από το γεγονός ότι οι αποσβέσεις θα έπρεπε να διενεργούνται πληρωρισμένες

(προσαρμογή στην πραγματική αξία) και ανάλογα με την πραγματική απαξίωση (π.κ. πολύ μεγάλες στα μηχανήματα, για την κάλυψη του αυξημένου ρυθμού της τεχνολογικής πρόοδου, περιορισμένης στα κτίρια κλπ).

Η χρησιμοποίηση των Ξένων Κεφαλαίων είναι ένα βασικό λάθος, διότι οι παραγωγικές μονάδες εργάζονται:

- α) Χωρίς αυτοδύναμη ρευστότητα.
- β) Χωρίς τη δυνατότητα του ανεπηρέαστου προγραμματισμού της δραστηριότητας.
- γ) Χωρίς τη δυνατότητα αύξησης της παραγωγικότητας του έμψυχου και άψυχου δυναμικού της και της αποδοτικότητας των κεφαλαίων της.
- δ) Χωρίς "Βιομηχανική συνείδηση". Εργάζονται θα λέγαμε για τις τράπεζες.

Η υποκατάσταση σημαντικού μέρους των Δανειακών Κεφαλαίων με ΙΔΙΑ θα είχε τα παρακάτω αποτελέσματα:

α) Μόνιμη αύξηση της αποδοτικότητας. Όταν η αποδοτικότητα των ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ είναι πολύ περιορισμένη και το κόστος απόκτησης των ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ φθάνει στο 20-30% αυτών, ποια είναι η οικονομική σκέψη, που οδηγεί στη χρησιμοποίηση των ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ;

β) Μόνιμη και αυτοδύναμη ρευστότητα. Αν αντικαθίστατο μέρος των Δανειακών Κεφαλαίων με ΙΔΙΑ δεν θα υπήρχε το πρόβλημα της εξόφλησής τους.

γ) Ευχερή και προγραμματισμένη ανανέωση των επενδύσεων. Όταν η μείωση των εξόδων χρηματοδότησης δημιουργεί ένα μόνιμο πλεόνασμα κερδών και δεν πιέζουν την επιχείρηση τα χρεωλύσια των Δανειακών Κεφαλαίων, είναι εύκολο ένα επιτυχημένο πρόγραμμα ανάπτυξης, ώστε η παραγωγική μονάδα να εναρμονίζεται με την τεχνολογική πρόοδο και ΟΧΙ να την κυνηγά όντας είκοσι χρόνια πίσω τουλάχιστον.

δ) Αύξηση της παραγωγικότητας. Όταν η Διοίκηση απαλλάγεται από την

απώλεια χρόνου για την εξεύρεση των απαραίτητων ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, με σκοπό κατά βάση, να εξοφλήσει τα παλαιότερα, θα αποκτήσει τη χρονική δυνατότητα αλλά και την πνευματική ηρεμία να ασχοληθεί με τη μεθοδευση της ποσοτικής και ποιοτικής βελτίωσης της παραγωγής, αφού προηγουμένως έχει εξασφαλίσει την ανανέωση του υλικού παραγωγικού δυναμικού της.

ε) Εξασφάλιση της δυνατότητας για οργάνωση. Είναι αυτονόητο ότι μια παραγωγική μονάδα, που δρα κάτω από τις συνθήκες που προαναφέραμε και που τις δημιουργεί η αντικατάσταση του ΞΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ από ΙΔΙΑ, εξασφαλίζει τις προϋποθέσεις επιλογής του κατάλληλου προσωπικού για την επάνδρωση των τμημάτων της. Και η ηρεμία, που εξασφαλίζει η προγραμματισμένη ρευστότητα, επιτρέπει την αξιοποίηση του δυναμικού αυτού.

Ενάντια στα μειονεκτήματα της χρησιμοποίησης του Ξένου Κεφαλαίου, πολλοί προβάλλουν το πλεονέκτημα της μειωμένης αξίας εξόφλησής τους.

Πρόκειται ασφαλώς για μύθο, αφού τελικά η απόσβεση των ΞΕΝΩΝ Κεφαλαίων γίνεται δυο φορές:

Μία με τους καταβαλλόμενους τόκους, που οι καταβολή τους μάλιστα γίνεται σε παρόντα χρόνο άρα δεν είναι πληρωρισμένοι ως προς το μέλλον και με αναπροσαρμοσμένο πληρωριστικό επιτόκιο και άλλη με τα καταβαλλόμενα χρεωλύσια για την εξόφληση του ονομαστικού ποσού, που και αυτά είναι μερικώς πληρωρισμένα.

Επρεπε βεβαίως στις παραπάνω θέσεις μας για χρησιμοποίηση ΙΔΙΩΝ Κεφαλαίων να τονίσουμε, ότι τυχόν μειωμένη εξόφληση των ΞΕΝΩΝ Κεφαλαίων εξαιτίας πληρωριστικής μεταβολής αντισταθμίζεται από την αυξημένη αξία αντικατάστασης των επενδύσεων, που θα γίνεται με το πλεονάζον κέρδος από μείωση των εξόδων χρηματοδότησης. Για αυτούς όλους τους λόγους επιμένουμε στην αποδεδειγμένα σωστή οικονομική άποψη για χρησιμοποίηση από τις

παραγωγικές μονάδες ΙΔΙΩΝ Κεφαλαίων, στο μέγιστο βαθμό. Η κεφαλαιαγορά για το σκοπό αυτό είναι στη διάθεση όλων.

Οι διαπιστώσεις μας αυτές μας οδηγούν στη σκέψη ότι πρέπει να γίνει μια συντονισμένη προσπάθεια με πρωταγωνιστές τις επιχειρήσεις και τους φορείς τους. Πρέπει πρώτα εκείνοι να πιστέψουν ότι ο θρασμός του Χρηματιστηρίου Αξιών τους είναι χρήσιμος να αλλάξουν ριζικά νοοτροπία και να κάνουν στροφή προς την Κεφαλαιαγορά και το Χρηματιστήριο Αξιών προκειμένου να αντλήσουν υγιή κεφάλαια.

Η επιμονή μας να αναπτύξουμε με τόση ανάλυση το θέμα της σύνθεσης των Κεφαλαίων μιας επιχείρησης οφείλεται στο ότι θελήσαμε με αυτή την ανάλυση να αντιληφθεί ο αναγνώστης τι επιδιώκει και τι εξασφαλίζει η παρουσία και ποιά η προσφορά του Χρηματιστηρίου Αξιών στο χώρο της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και με αντίληψη αυτής της προσφοράς του να διαλυθούν οι παρεξηγήσεις. Θεωρήσαμε καθήκον μας να επιμένουμε για να γνωρίσει ένα ευρύ κοινό τη χρησιμότητα αυτού του παρεξηγημένου θεσμού και με τη γνώση αυτή να αρχίσει να το τοποθετεί στις σωστές του διαστάσεις.

Και προχωρούμε τώρα στην ανάπτυξη του δευτέρου τρόπου διοχέτευσης Κεφαλαίων στην παραγωγική διαδικασία. Αυτός είναι η Πρωταγενής αγορά Κεφαλαίων (η Κεφαλαιαγορά), η οποία εκφράζει την έκδοση νέων τίτλων (μετοχών), μέσω της αυξήσεως κεφαλαίων, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από τους επενδυτές και την διοχέτευσή τους στην παραγωγική διαδικασία προκειμένου να ικανοποιήσει τα νέα αναπτυξιακά της προγράμματα.

Πιο πάνω αναφερθήκαμε στο θέμα της αναζήτησης Κεφαλαίων και αποδεικτικά καταλήξαμε στο ότι ο σωστότερος και επιβεβλημένος ορθόδοξος τρόπος είναι η εξασφάλισή τους να γίνει από την Κεφαλαιαγορά με αύξηση του κεφαλαίου της επιχείρησης με την έκδοση νέων μετοχών.



## **Η αύξηση κεφαλαίου μιας Α.Ε. γίνεται:**

### 1) Με καταβολή μετρητών.

Στην περίπτωση αυτή καλούνται κατά κανόνα οι παλιοί μέτοχοι να συνεισφέρουν μετρητά ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους στο υφιστάμενο κεφάλαιο της επιχείρησης. Αν αυτοί δεν επιθυμούν να συμμετάσχουν παραιτούνται του δικαιώματός τους υπέρ άλλων, σύμφωνα με τις νομοθετικές ρυθμίσεις και το καταστατικό της Εταιρείας.

### 2) Από Αναπροσαρμογή των Παγίων περιουσιακών στοιχείων.

Από αυτή τη λογιστική ρύθμιση διανέμονται δωρεάν μετοχές στους παλιούς μετόχους, αφού έχει προηγηθεί η προβλεπόμενη νομική διαδικασία εκτίμησης των παγίων.

### 3) Από Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών.

Αυτή η λογιστική ρύθμιση απλώς μεταφέρει τα κατά καιρούς συγκεντρωθέντα διάφορα αποθεματικά στο μετοχικό κεφάλαιο και δε φέρνει ουσιαστική μεταβολή γιατί απλούστατα δεν εισέρχεται κανένα νέο περιουσιακό στοιχείο στην επιχείρηση. Η μόνη διαφοροποίηση είναι στον αριθμό των μετοχών ή στην ονομαστική τιμή της μετοχής με συνέπεια η χρηματιστηριακή τιμή να πέσει ανάλογα στην πρώτη περίπτωση. Οι μετοχές που προκύπτουν από αυτή τη ρύθμιση, διανέμονται υποχρεωτικά στους παλιούς μετόχους.

Η πρωτογενής αγορά πρέπει να είναι πολύ καλά οργανωμένη και ανεπτυγμένη μα και δραστήρια για να μπορεί να ανταποκρίνεται στη σωστή και ομαλή τροφοδότηση της δευτερογενούς αγοράς με υγιείς τίτλους, που να έχουν το πλεονέκτημα να είναι και ελκυστικοί. Με τη σωστή οργάνωση της Πρωτογενούς Αγοράς επιτυγχάνεται και η σωστή λειτουργία της Δευτερογενούς και στην συνέχεια η απόκτηση εμπιστοσύνης των επενδυτών και η διαύγεια των συναλλαγών στη Δευτερογενή Αγορά.

Ασφαλώς υπάρχει ένα μέγα πλήθος παραλείψεων, αστοκίας και κακών εφαρμογών, που είχαν δημιουργήσει μέχρι πρότινος μια πνιγερή ατμόσφαιρα γύρω από τη λειτουργία του θεσμού και αυτός είναι ο λόγος που επιλέξαμε την παράθεση όλων αυτών των αρνητικών στοιχείων. Δηλαδή να μπορέσει ο αναγνώστης να αντιληφθεί τι έχει φταίξει και είναι παρεξηγημένος ο χώρος και τι επομένως πρέπει να γίνει για να λειτουργήσει η Κεφαλαιαγορά σωστά. Μέσα από τη γνώση των κακώς κειμένων προσπαθούμε να οδηγήσουμε τον αναγνώστη στην αντίληψη του ποια είναι τα στοιχεία ομαλής λειτουργίας, για να εκτιμηθεί το τι προσφέρει και ποιοι είναι οι στόχοι και οι σκοποί της ύπαρξης μιας σωστής Κεφαλαιαγοράς σε κάθε ελεύθερη οικονομία.

Και περνάμε τώρα στον τελευταίο τρόπο της τροφοδότησης των παραγωγικών μονάδων με κεφάλαια, που είναι η δευτερογενής αγορά, της οποίας την υλοποίηση εκφράζει το Χρηματιστήριο Αξιών, που ως γνωστό είναι μια ελεύθερη αγορά.

Στην πρακτική πλευρά στο Χρηματιστήριο Αξιών γίνονται αγορές και πωλήσεις κρεαγράφων, τα οποία έχουν εισαχθεί μέσω της πρωτογενούς αγοράς σε αυτό και που οι τίτλοι τους έχουν αλλάξει ιδιοκτήτες τουλάχιστον μια φορά. Οι τιμές των κρεαγράφων διαμορφώνονται βάση της προσφοράς και της ζήτησής τους. Βεβαίως μεταξύ των δύο αγορών (πρωτογενούς και δευτερογενούς) υπάρχει απόλυτη σχέση και εξάρτηση.

Είναι βέβαιο ότι με τη δημιουργία της δευτερογενούς αγοράς διευκολύνεται αρκετά η διάθεση των κρεαγράφων χωρίς μάλιστα μεγάλο κόστος, γιατί αν δεν υπήρχε αυτή θα ήταν αρκετά δύσκολο σε όσους έχουν διαθέσιμα κεφάλαια, να τα επενδύουν σε κρεαγραφα. Έτσι καθιερώθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών για να διευκολύνει την τοποθέτηση των κεφαλαίων αυτών στη Βιομηχανία, στο Εμπόριο και γενικότερα στις παραγωγικές μονάδες.

Τα Χρηματιστήρια Αξιών είναι ως γνωστό ελεύθερες αγορές, που διαμαρτυρίζουν τον ρόλο του μεσολαβητή, προκειμένου να αγοραστούν ή να πωλη-

θούν χρηματιστηριακοί τίτλοι σε τιμές, που τις διαμορφώνουν οι εκάστοτε ουνεήκες, που επικρατούν τόσο στις ίδιες τις επιχειρήσεις όσο και στην εντόπια και διεσνή οικονομία. Τα Χρηματιστήρια Αξιών πληρούν δυο βασί- κούς στόχους κάθε οικονομίας. Ενας είναι εκείνος της αγοραπωλησίας υφι- σταμένων χρεογράφων και ο άλλος είναι αυτή καθεαυτή η προσφορά του σαν χώρου, που τροφοδοτεί τις επιχειρήσεις με υγειή κεφάλαια.

Μεταξύ πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς ασφαλώς υπάρχει στενή σχέση, γιατί μια καλά οργανωμένη δευτερογενής αγορά είναι απαραίτητη για να απορροφήσει τους παλιούς και νέους τίτλους, που προσφέρει η πρω- τογενής αγορά, χωρίς βέβαια μεγάλο κόστος, με συνέπεια η δευτερογενής αγορά να αποκτά αφενός βάθος, που σημαίνει ύπαρξη ικανοποιητικού αριθμού προσφερομένων τίτλων, ούτως ώστε να ικανοποιείται η εκάστοτε ζήτηση χω- ρίς να επιφέρει βαθείς διακυμάνσεις στις τιμές των τίτλων, και αφετέρου πλάτος, που σημαίνει μεγάλη ποικιλία τίτλων στην αγορά, για να μπορεί αυτή να κάνει επιλογή σε ευρύτερη βάση.

Στο χώρο του Χρηματιστηρίου Αξιών πραγματοποιούνται ανάμεσα σε ένα πλήθος ενδιαφερομένων συναλλαγές με τη μεσολάβηση ασφαλώς των χρηματι- στών και των χρηματιστηριακών εταιριών, που εκφράζουν με αντικειμενικό- τητα τη διαμόρφωση των τιμών των χρεογράφων μέσω του ανταγωνισμού των μελών του Χρηματιστηρίου, τα οποία στην προκειμένη περίπτωση είναι ε- λεύθεροι επαγγελματίες και προσπαθούν να επιτύχουν κάθε φορά το επιθυ- μητό προκειμένου να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους (επενδυτές).

Στην πρακτική ερμηνεία του θεσμού του Χρηματιστηρίου τα πράγματα έ- χουν ως εξής: Κάθε στιγμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασής του, η οποία ως γνωστό είναι δημόσια και διέπεται από νόμους και κανόνες, υπάρχουν δύο αντιμέτωπες τάσεις: Οι αγοραστές και οι πωλητές, ή σύμφωνα με πα- λιάτερη ορολογία, οι υψωτές και οι υποτιμητές, οι οποίοι στοιχηματίζουν μεταξύ τους. Κάθε τιμή που διαμορφώνεται στο Χρηματιστήριο, για κάθε

κρεόγραφο, το χρηματιστηριακό κοινό δέχεται ότι είναι και η πραγματική που αντιστοιχεί στο συγκεκριμένο κρεόγραφο. Δηλαδή δέχεται ότι η πιθανότητα για την αύξηση της τιμής σε κάποια στιγμή είναι η ίδια με την πιθανότητα της πτώσης της, γιατί αλλιώς αν δεν ήταν ίσες, αλλά μεγαλύτερη για τη μια ή την άλλη πλευρά τότε κανείς δε θα συνέβαλλε στη διαφοροποίηση. Ως εκ τούτου, τις πραγματοποιούμενες μεταβολές το Χρηματιστηριακό κοινό τις δέχεται σαν πραγματικά αντιστοιχούσες στην οικονομική κατάσταση της αγοράς και πιστεύει πάντοτε στις ίσες πιθανότητες, έχει όμως πάντοτε υπόψη του ότι η δική του άποψη ή σκεψη ή ενέργεια θα έχει ένα συντελεστή μεταβλητότητας προς όφελός του. Έτσι η κερδοσκοπία στο Χρηματιστήριο είναι ένα καθαρό παιχνίδι, στο οποίο όλοι μπορούν να συμμετάσχουν είτε ανεβάζοντας είτε κατεβάζοντας τις τιμές, γιατί εκ των προτέρων καθένας έχει το πλεονέκτημα με το μέρος του και έτσι η κερδοσκοπία αυτή που λέγεται Χρηματιστήριο, είναι ένα παιχνίδι δίκαιο γιατί κάθε κερδοσκοπική με την έννοια αυτή χρηματιστηριακή πράξη δεν είναι εκ των προτέρων ευνοϊκή ή δυσμενής γι' αυτό μαθηματικά εκφράζεται ως εξής: "Η ολική μαθηματική ελπίδα κάθε πράξεως είναι μηδέν". Η έννοια της μαθηματικής ελπίδας, δηλαδή του ενδεχομένου κέρδους, είναι το γινόμενο της πιθανότητας πραγματοποίησής του επί το ελπιζόμενο κέρδος. Δηλαδή ο "κερδοσκοπών" στο Χρηματιστήριο παίζει δίκαιο παιχνίδι, αλλά δε γνωρίζει τις μελλοντικές μεταβολές του συντελεστή μεταβλητότητας, άρα παίζει σε παιχνίδι, που οι όροι του μεταβάλλονται.

Με αφορμή τα ανωτέρω γίνεται αντιληπτό ότι η τιμή μιας μετοχής συνεχώς μεταβάλλεται βάση των αντιστοίχων πιέσεων που δέχεται από την προσφορά και τη ζήτηση.

Τα αίτια που επιδρούν στην προσφορά ή στη ζήτηση και μεταβάλλουν τις τιμές των μετοχών είναι:

1) Γενικά, που επιδρούν σε όλες τις αξίες του Χρηματιστηρίου. Αυτό είναι τα επιτόκια, η πολιτική και η κοινωνική κατάσταση της χώρας, που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και το διεθνές περιβάλλον.

2) Ειδικά, που επιδρούν μόνο σε ορισμένες κατηγορίες μετοχών και αυτά επηρεάζονται π.χ. από την απόδοση, τη σημερινή και τη μελλοντική, από τα τυχόν προνόμια, που έχει η επιχείρηση, από την πίστη της στην αγορά και ένα πλήθος και ένα πλήθος άλλων στοιχείων.

Αυτή η συμπεριφορά στη διαμόρφωση των τιμών των χρεογράφων μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το Χρηματιστήριο πάντα προεξοφλεί τα μελλούμενα να συμβούν και αυτό το φαινόμενο έχει άμεση επίδραση στις τιμές των χρεογράφων.

Μετά από την ανάπτυξη του τι είναι η δευτερογενής αγορά, που εκφράζεται μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών, το βασικό στοιχείο είναι η παροχή πληροφοριών προκειμένου να δυνηθούν οι ενδιαφερόμενοι να στηρίξουν τις αποφάσεις τους για την απόκτηση χρεογράφων σε σωστά κριτήρια. Αυτό το μεγάλο θέμα αναπτύσσουμε παρακάτω.

Τα Χρηματιστήρια Αξιών είναι χρήσιμα και αναγκαία στις ελεύθερες οικονομίες γιατί συνδέουν το κεφάλαιο με τις παραγωγικές μονάδες και μεσολαβούν για την τροφοδότησή τους με υγιή κεφάλαια για να επιτύχουν αυτή τη δυνατότητα τα διέπουν ορισμένοι κανόνες, που δικαιολογούν την παρουσία των Χρηματιστηρίων. Η αναγκαιότητα αυτή επιτυγχάνεται ως εξής:

- α) Με την ύπαρξή τους επιτυγχάνεται η ταχύτητα στις συναλλαγές.
- β) Επιτυγχάνεται ορισμένη τιμή ανταποκρινόμενη στην εκάστοτε συνολική οικονομική κατάσταση πράγμα που διευκολύνει στον προσδιορισμό της τιμής των χρεογράφων σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή σε περιπτώσεις όπως πτώχευσης, διανομής, σύνταξης ισολογισμών, είσπραξης διαφόρων φόρων κλπ.

γ) Οι αγοραστές και οι πωλητές μπορούν να παρακολουθούν κάθε μέρα τις διακυμάνσεις των τιμών και να επιλέγουν τον χρόνο και την κατά την κρίση τους συμφέρουσα τιμή αγοράς ή πώλησης, να πουλάνε και να αγοράζουν οποιονδήποτε αριθμό τίτλων χωρίς να απασχολούνται με την αναζήτηση αντισυμβαλλομένων.

δ) Επιτυγχάνεται η άμεση, διαρκής και εύκολη διαπραγμάτευση τίτλων, ομολογιών και συναλλάγματος, δηλαδή η εύκολη τοποθέτηση κεφαλαίων σε δάνεια και επιχειρήσεις και η εύκολη οικονομική επαφή των διαφόρων χωρών. Επιτυγχάνεται μόνο με την ύπαρξη χρηματιστηρίων η έκδοση μεγάλων δανείων, η σύσταση Ανωνύμων Εταιριών, η εκτέλεση μεγάλων έργων και εκμετάλλευση των πλουτοπαραγωγικών πηγών κάθε χώρας. Έτσι το Χρηματιστήριο σπινθαινει η καρδιά της οικονομίας μιας χώρας.

ε) Η διαμόρφωση της τιμής μιας μετοχής δίνει στις επιχειρήσεις την δυνατότητα να εκτιμήσουν το κόστος των κεφαλαίων τους, αφού η διαμόρφωση της τιμής επηρεάζεται και από την απόδοση του τίτλου, με συνέπεια να δίνεται μια ένδειξη στην επιχείρηση, προκειμένου να σταθεμίσει τη δυνατότητα του κόστους κεφαλαίου, αν θελήσει να αντλήσει νέα κεφάλαια από την Κεφαλαιαγορά. Με αυτόν τον τρόπο το Χρηματιστήριο διευκολύνει τις επιχειρήσεις να σταθεμίσουν τη συμφέρουσα λύση και να αποταθούν στο ευρύτερο κοινό για άντληση κεφαλαίων.

Στη χώρα μας όμως μέχρι πριν από λίγο καιρό, το μέγιστο μέρος για άντληση κεφαλαίων έλεγχαν μέχρι σήμερα οι τράπεζες διαμέσου της παροχής δανείων, με συνέπεια να έχει καταστεί το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μια ρηχή και μικρή αγορά, όπου οι κάτοχοι τίτλων δεν συναντούσαν μεγάλη ευκολία στη ρευστοποίησή τους και οι ενδιαφερόμενοι αγοραστές δεν είχαν ευκολία για απόκτηση τίτλων χωρίς να διαταραχθεί η τιμή σημαντικά.

Σαν συνέπεια αυτών των φαινομένων, οι ουσιώδεις λειτουργίες, που υποχρεούται να εκπληρώνει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, πραγματοποιού-

νταν όχι σε ικανοποιητικό βαθμό, με αποτέλεσμα να εκμηδενισθεί σχεδόν ο ρόλος του και ο στόχος του, που είναι η συνεχής τροφοδότηση των παραγωγικών μονάδων με νέα υγιή κεφάλαια και να περιορισθεί σε ένα άκαρο και ξένο προς τη φιλοσοφία του ρόλο, δηλαδή στην αγορά και πώληση των ήδη κυκλοφορούντων τίτλων.

Με τα αίτια για αυτήν την κατάσταση, που επικρατούσε στην Κεφαλαιαγορά και ειδικότερα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έχουμε ασχοληθεί προηγουμένως και μάλιστα λεπτομερώς, εκείνο, όμως που δεν μας απασχόλησε ακόμη είναι η παντελής έλλειψη πληροφόρησης. Δεν είναι δυνατό να αναπτυχθεί στο ευρύ κοινό η μετοχική ιδέα, όταν το μεγαλύτερο μέρος του αν όχι το σύνολο δεν γνωρίζει τίποτα για το τι είναι Χρηματιστήριο, πως λειτουργεί, το ρόλο του στην οικονομία της χώρας και γενικά για πλεονεκτήματα των επενδύσεων σε κρεόγραφα.

Ο Χρηματιστηριακός χώρος είναι στείρος από πλευράς παροχής ικανοποιητικών στοιχείων, επίσης υπάρχει μεγάλο κενό στη δυνατότητα επεξεργασίας των στοιχείων που προσφέρονται στους ενδιαφερομένους, για να τους παρακινήσουν να στρέψουν με εμπιστοσύνη το ενδιαφέρον τους στους χρηματιστηριακούς τίτλους. Είναι ανεπίτρεπτο και συνάμα αντιεπενδυτικό να αφήνονται οι επενδυτές μόνοι ή σχεδόν μόνοι με την πρακτική εμπειρία τους και να διερευνούν με αυτή τις φήμες και τις διαδόσεις, τα ζωτικής σημασίας στοιχεία, που απαιτεί η επιλογή για τις επενδύσεις τους, απόδειξη ότι η συνήθεια αυτή οδήγησε στο να παρασυρθούν χιλιάδες άτομα κατά παρελθόν και προσφάτως να επενδύσουν τις οικονομίες τους σε διάφορους μετοχικούς τίτλους, για τους οποίους οι περισσότεροι δεν είχαν όχι μόνο γνώση αλλά ούτε ιδέα για το τι κάνουν και αν αυτό που κάνουν, έχει σχέση με το συμφέρον τους πολλές φορές.

## **ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ**

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες κατασκευάζονται για να δείξουν το επίπεδο των τιμών της αγοράς και την κατεύθυνσή τους. Η χρησιμότητά τους προχωρεί και πιο πέρα αφού βρίσκεται σε εξάρτηση με τις οικονομικές συνθήκες και οι κινήσεις της μπορούν να συγκριθούν με το ΑΕΠ, το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, τα επιχειρηματικά κέρδη, την κατανάλωση κ.λ.π.

Επιπλέον δίνει τη δυνατότητα να συγκρίνεις την απόδοση του καρτοφυλακίου σου με αυτήν της αγοράς. Τα προβλήματα που αντιμετωπίζονται κατά την κατάρτιση του δείκτη είναι, α) το μέγεθός του, β) η επιλογή των μετοχών που θα τον ορίσουν και γ) η στάθμιση της σπουδαιότητας της μετοχής στο δείκτη.

## **ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ**

Από τους τρεις δείκτες που δημοσιεύονται αυτός του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι ο πιο παλιός, μόνο που έχει αλλάξει επανειλημμένα χωρίς να δίνεται χρονική συνέχεια μ' αυτόν που ίσχυε προηγούμενα. Έτσι η χώρα και οι μελετητές στερούνται δείκτη για όλες τις χρονικές περιόδους.

Οι τελευταίοι τρεις δείκτες έχουν βάση το 1954, 1964 και 1980 (ο ισχύων).

Ο σημερινός δείκτης δημοσιεύτηκε το 1984 με έτος βάσης το 1980 και είναι σταθμισμένος με την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών του. Περιλαμβάνει 11 τραπεζικές, 3 ασφαλιστικές και εταιρείες επενδύσεων και 35 εμποροβιομηχανικές, σύνολο δηλ. 49 μετοχές. Η συνολική χρηματιστηριακή τους αξία σχετίζεται προς την αντίστοιχη του έτους βάσης 31.12.1980 η οποία ορίστηκε ίση με 100 εις στα τετράγωνα.

Ο δείκτης αυτός δε χρειάζεται προσαρμογή για split, κεφαλοποιήσεις υπεραξίας, ή μέρισμα σε μετοχές αλλά η βάση πρέπει να προσαρμόζεται για νέες εκδόσεις τοις μετρητοίς κατά τρόπο ώστε η σχέση της προσαρμοσμένης αξίας βάσης και της τρέχουσας μετά την έκδοση να παραμένει αμετάβλητη ό-



πως ήταν πριν την αλλαγή μεταξύ της πρώην αξίας βάσης και της τρέχουσας πρό της έκδοσης.

Επίσης συγχώνευση μιας χρηματιστηριακής και μιας μη απαιτεί την αύξηση της βάσης αφού προστίθεται επί πλέον αξία με την συγχώνευση.

δηλ.

$$\frac{\text{Τρέχουσα Χρημ/κή Αξία Μετοχών του Δείκτη}}{\text{Χρημ/κή Αξία στο Έτος Βάσης}} \times 100$$

Η σταθμισή προκύπτει με πολλαπλασιασμό του αριθμού των μετοχών της κάθε εταιρείας επί την τιμή της μετοχής, αφού αεροιστούν.

#### ΛΟΙΠΟΙ ΣΕ ΧΡΗΣΗ ΔΕΙΚΤΕΣ

Δύο ακόμη δείκτες είναι στη διάθεση των επενδυτών και αναλυτών της χρηματιστηριακής αγοράς, εκτός αυτού του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Και οι δύο είναι σταθμισμένοι, όπως και αυτός του Χρηματιστηρίου, με βάση την αξία των μετοχών που τον συνιστούν.

Ο Δείκτης της Εμπορικής Τράπεζας παρέχεται σαν Γενικός, Τραπεζικός και Βιομηχανικός, έχει βάση το τέταρτο τρίμηνο του 73, όταν οι τιμές ήταν υψηλές, και ορίστηκε ίσος με 1.000 και ο μεν τραπεζικός/ασφαλιστικός απαρτίζεται από επτά (4 τρ. + 3 ασφ.) μετοχές ο δε βιομηχανικός από είκοσι τρεις βιομηχανικές και εμπορικές. Μεταξύ των μετοχών περιλαμβάνονται και αρκετές χωρίς ικανοποιητική διασπορά (ΑΕΒΑΗ, Εθνική Ασφαλ., Αστήρ, Γεν. Αποθηκών, κ.λ.π.) πράγμα που υποβαθμίζει την σημασία του.

Ο υπολογισμός του γίνεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης} = \frac{K_1 * P_1 + K_2 * P_2 + \dots K_n * P_n}{\Lambda_1 * \bar{P}_1 + \Lambda_2 * \bar{P}_2 + \dots \Lambda_n * \bar{P}_n}$$

όπου  $K_i$  = αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία

$P_i$  = τιμή κλεισίματος

$\Lambda_i$  = αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία στο έτος βάσης

$\bar{P}_i$  = μέση τιμή μετοχής 3μήνου, 10/73 - 12/73

Ο Δείκτης της Τραπεζικής Πίστωσης που δημοσιεύεται από την ICAP βασίζεται σε αξία βάσης 10 του έτους 1959, αποτελείται από είκοσι μετοχές από τις οποίες τρεις τραπεζικές και μία ασφαλιστική.

Σταθμίζεται όπως και οι υπόλοιποι δύο (με πολλαπλασιασμό του αριθμού των μετοχών επί την τιμή). Ο δείκτης αυτός πλεονεκτεί στην επιλογή του έτους βάσης (1959) γιατί πρόκειται για έτος κανονικό που δεν έχει επηρεασθεί από σημαντικά γεγονότα σαν αυτά που ακολούθησαν ιδιαίτερα στη δεκαετία του 1970. Ο υπολογισμός του γίνεται με τον προηγούμενο τύπο μόνο που το κλάσμα πολλαπλασιάζεται επί 10 αντί για 1.000 της Εμπορικής Τράπεζας.

## Ο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ

Κατά το 1987 πολλές μετοχές αγοράστηκαν σε τόσο υψηλές τιμές που πολλοί διερωτώνται σήμερα αν ποτέ φτάσουν στα επίπεδα που ήταν πρό της πτώσης του Οκτωμβρίου 87. Στο τέλος του 1988 η τιμή π.χ. της Νάουσας ήταν στις 3.000 από τις 10.000 του 1987. Για να πούμε αν αυτή η τιμή είναι χαμηλή, λογική ή υψηλή θα πρέπει να τη συσχετίσουμε προς μια διακύμανση τιμών κάποιας μακρινής περιόδου. Ας πάρουμε την πενταετία 1984-88 που η τιμή της διακυμάνθηκε ως εξής:

1988	Κατ.	2.900*	Ανωτ.	4.850	Μέση	3.730
7	>>	932	>>	10.000	>>	3.324
6	>>	312	>>	1.012	>>	509
5	>>	190	>>	333	>>	236
4	>>	132	>>	211	>>	162

\* Οι τιμές έχουν προσαρμοστεί για μετοχοποίηση της υπεραξίας και μείωση της ονομαστικής αξίας.

Κατ' αρχήν θα πρέπει να τονιστεί ότι το 1987 είναι έτος χρηματιστηριακής ευφορίας. Για να συμπληρώσουμε την εικόνα θα πρέπει να πούμε ότι το 1983 συμπληρώθηκε ο μεγάλης διάρκειας χρηματιστηριακός κύκλος που άρχισε στο τέλος της δεκαετίας του 1960. Η ανοδική του πορεία κορυφώθηκε το 1973 και η καθεδική του περατώθηκε το 1983. Το 1985 ξεκίνησε ο σημερινός χρηματιστηριακός κύκλος ο οποίος βρίσκεται σε εξέλιξη.

Η μετοχή των Κλωστηρίων Νάουσας το 1988 διαπραγματευόταν μεταξύ 2.900 - 4.850. Ιστορικά, (3)

(3) Η ιστορική διακύμανση της τιμής είναι η εξής:

1973 - 76	Κατ.	120	Ανωτ.	478
1977 - 78		202		208
1979 - 83		120		205

Δυστυχώς το Χρηματιστήριο Αθηνών όταν αλλάζει τους δείκτες διακόπτει τη σύνδεση και συνέχισή του με τα προηγούμενα έτη και έτσι είναι αδύνατη η σύγκριση.

ακολουθήσει την αγορά σ' όλες τις μεταβολές. Χωρίς να λαμβάνουμε υπόψη μελλοντικά κέρδη και τιμές η σημερινή τιμή ή καλύτερα μια διακύμανση τιμής, μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν ένδειξη αν είναι χαμηλή ή υψηλή. Αν η τιμή των 3.000 δρχ. τέλους 1988 συσχετιστεί προς αυτές του 1987 (932 - 10.000) (σως από πολλούς να θεωρηθεί λογική έως υπερτιμημένη. Αν συσχετιστεί προς αυτές των προ του 1987 ετών να θεωρηθεί υπερβολικά υψηλή (132 - 1.012) κι αν συσχετιστεί με την διακύμανση του έτους 1988 (2.900 - 4.850) υποτιμημένη.

Καλύτερα όμως να δούμε τι η διεθνής εμπειρία πρεσβεύει για το αν μια τιμή είναι υψηλή ή χαμηλή, αφού η δική μας αγορά ακόμα δεν έχει διαμορφώσει πλήρως την ταυτότητα της. Στην καθοδική πορεία οι τιμές φτάνουν στο επίπεδο όπου στην προηγούμενη ανοδική φάση σημειώθηκαν οι ανώτατες. Στην κοιλιά δηλ. της αγοράς βρίσκονται τιμές λογικές σε σχέση με την τρέχουσα διακύμανσή τους.

Ως προς τις κινήσεις των τιμών είναι σημαντικό για τους επενδυτές να γνωρίζουν,

- α) αν η μετοχή κινείται προς τα πάνω όταν η αγορά (στο σύνολό της) κινείται προς τα κάτω (defensive stock),
- β) αν κινείται όπως η αγορά, ανεβαίνει δηλ. όταν η αγορά ανεβαίνει και κατεβαίνει όταν και αυτή κατεβαίνει και
- γ) αν προηγείται της αγοράς στην αλλαγή κατεύθυνσης και κατά την καθοδική και κατά την ανοδική πορεία.

Στην περίπτωση της Νάουσας σημειώνουμε την υπερβολική εύνοια της αγοράς που είχε σαν συνέπεια μεγάλη διακύμανση στην τιμή της κατά το 1987, όπως έγινε και με άλλες μετοχές. Μετά το κράχ του Οκτωβρίου 1987 άρχισε η πτώση τόσο γρήγορα όσο και η άνοδος χωρίς ανάλογη πτώση στα κέρδη ή τις προοπτικές. Για τέτοιες περιπτώσεις μεγάλων διακυμάνσεων (σως να είναι καλύτερα να μην προσπαθείς να προβλέψεις τη θέση στο κύκλο.

Οι ευρείες κινήσεις στις τιμές των μετοχών είναι γνωστές σε χρηματιστηριακούς κύκλους. Το εύρος τους ποικίλει, με βάση τα ξένα χρηματιστηριακά διαρκεί από 2 - 10 έτη χωρίς να μπορεί να προβλεφθεί η διάρκειά τους. Οι δικοί μας αντίστοιχοι κύκλοι στις τελευταίες τρεις δεκαετίες (διαγρ. 10 - 1) διάρκεσαν αυτός που ξεκίνησε το 1964 δεκαεπτά έτη. Η ανοδική φάση διάρκεσε εννιά έτη, με κορύφωση το 1973 και η καθοδική που ακολούθησε 10 έτη, με το ναδίρ στο 1983. Ο επόμενος κύκλος με αφετηρία το 1984 δεν έχει ακόμα ολοκληρωθεί. Μια ανοδική της φάση που περατώθηκε τον Οκτώβριο του 1987 διάρκεσε τρία έτη ενώ η κίνηση των τιμών βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη.

Εχει ήδη γίνει πραγματικότητα και προχωρεί η διεθνοποίηση των αγορών κεφαλαίων αλλά και ο συγχρονισμός των κύκλων. Ως εκ τούτου θα πρέπει να αναμένεται ότι και εμείς θα επηρεαζόμαστε από τις διεθνείς κινήσεις ακολουθώντας την ίδια κατεύθυνση με κάποια ίσως χρονική καθυστέρηση και διαφοροποίηση στην ένταση και το εύρος των διακυμάνσεων. Για τις ευρείες κινήσεις των χρηματιστηριακών κύκλων είναι βέβαιο ότι δεν έχουν ακόμα επινοηθεί εργαλεία πρόβλεψης ανάλογα με αυτά των οικονομικών κύκλων.

Είναι δεδομένο ότι οι χρηματιστηριακοί κύκλοι προηγούνται των κινήσεων των οικονομικών κύκλων. Όμως έχουν επινοηθεί και χρησιμοποιούνται τρόποι να αποφασίζεις την χρονική στιγμή της επένδυσης ή ρευστοποίησης στο πλαίσιο των οικονομικών κύκλων.

Δύο τεχνικές που βοηθούν προς αυτή την κατεύθυνση βασίζονται στην εσωτερική αξία των μετοχών, όπως αυτή εκφράζεται από τις σχέσεις μερίσματος/τιμής και τιμής/κερδών (P/E) και αναλύονται παρακάτω.

**ΚΩΣΤΟΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ  
ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΚΩΣΤΟΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΗΣ**

Το κόστος έκδοσης περιλαμβάνει την προμήθεια του underwriter και τα έξοδα της έκδοσης. Η προμήθεια κανονικά θα πρέπει να επηρεάζεται από το ρίσκο της έκδοσης που εκτός από τον εκδότη ορίζεται και από την χρονική στιγμή έκδοσης (π.χ. ακατάλληλη για πώληση μετοχών). Οι εκδόσεις με υψηλότερο κίνδυνο θα πρέπει να συνεπάγονται υψηλότερη προμήθεια.

Στις ελάχιστες και πιο πρόσφατες εκδόσεις της χώρας μας το κόστος διακυμάνθηκε από 2.8% έως 4.4% .

π.χ.

Α.Ε.	Υψος Αύξησης σε εκατ. δρχ.	Ανάδοχος	Προμήθεια Αναδόχου % αξίας	Έξοδα Έκδοσης εκ. δρχ.	Σύνολο εκ. δρχ.	Συνολικό Κόστος % αξίας
ΠΕΤΖΕΤ.	633,750	ΤΡ. ΕΠΕΝ.	3,375	6,300	27,689	4,4
SHELMAN	795,500	ΕΤΕΒΑ			35,000	4,4
ΦΟΥΡΛΗ	900,000	ΤΡ. ΠΙΣΤΕΩΣ			25,000	2,8
ΙΟΝΙΚΗ	1.746,990	ΕΤΒΑ			53,530	3,1

**Κόστος εισαγμένης**

1. Η εταιρεία καταβάλλει κάθε τρίμηνο συνδρομή στο Χρηματιστήριο η οποία καθορίζεται ως εξής:

α. Ποσοστό 0,12 τοις χιλίοις εφόσον η αξία των τίτλων που έχουν εισαχθεί δεν υπερβαίνει το ποσό των 200.000.000 δρχ.

β. Ποσοστό 0,090 τοις χιλίοις για ποσό από 200.000.001 έως 500.000.000 δραχμές.

γ. Ποσοστό 0,060 τοις χιλίοις για ποσό από 500.000.001 έως 1.000.000.000 δραχμές.

δ. Ποσοστό 0,048 τοις χιλίοις για ποσό από 1.000.000.001 έως 3.000.000.000 δραχμές.

ε. Ποσοστό 0,033 τοις χιλίοις για ποσό από 3.000.000.001 έως

5.000.000.000 δραχμές.

στ. Ποσοστό 0.0275 τοις χιλίοις για ποσό από 5.000.000.001 έως 20.000.000.000 δραχμές.

ζ. Ποσοστό 0.022 τοις χιλίοις για ποσό μεγαλύτερο από 20.000.000.000 δραχμές.

2. Το κατώτερο όριο της πρώτης τριμηνιαίας συνδρομής ορίζεται σε 50.000 δρχ.

3. Για τον καθορισμό της πρώτης τριμηνιαίας συνδρομής των νεοεισαγόμενων τίτλων τα ανωτέρω ποσοστά υπολογίζονται επί της τιμής εισαγωγής.

4. Καταβάλλεται επίσης εφ' άπαξ ποσό 200.000 δρχ. σε δικαίωμα εγγραφής (ενώ οι ομολογίες του Δημοσίου απαλλάσσονται).

#### ΩΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Κύρια Αγορά. 8.30 π.μ. - 12.30 μ.μ. -/- Δευτέρα - Παρασκευή.

Όλες οι αξίες διακινούνται μέσα σε αυτή τη χρονική περίοδο χωρίς καμία εξαίρεση. Στην πραγματικότητα, οι συναλλαγές συνεχίζονται μεταξύ 12.30 μ.μ. και 2.30 μ.μ. σύμφωνα με τις τιμές που έχουν διαμορφωθεί πριν τις 12.30 μ.μ.

Παράλληλη Αγορά. Οι συναλλαγές αρχίζουν δέκα λεπτά μετά το επίσημο κλείσιμο της Κύριας Αγοράς.

## ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

Οι κύριοι κανόνες όσον αφορά την Παράλληλη Αγορά εμπεριέχονται στην υπουργική απόφαση που υιοθετήθηκε το Δεκέμβριο του 1989.

Επιχειρήσεις που επιθυμούν να συμπεριληφθούν οι μετοχές τους στην Παράλληλη Αγορά πρέπει να πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις:

1. Minimum Ιδία Κεφάλαια 100.000.000 (αντί 200.000.000 για την εγγραφή στην Κύρια Αγορά).
2. Ικανοποιητικά κέρδη των τριών τελευταίων οικονομικών ετών πριν από την αίτηση εγγραφής.
3. Τουλάχιστον δυο από τους τρεις πιο πρόσφατους ισολογισμούς πρέπει να έχουν εκδοθεί από Ορκωτούς Λογιστές.
4. Το μετοχικό κεφάλαιο πρέπει να αυξηθεί τουλάχιστον κατά 15% πριν από την εγγραφή. Οι νέες μετοχές πρέπει να διανέμονται σε επενδυτές των οποίων ο αριθμός πρέπει να ξεπερνάει τουλάχιστον τα 100 άτομα (νομικά ή φυσικά πρόσωπα).
5. Η εγγραφή πρέπει να εκδοθεί από εξειδικευμένο οργανισμό που σχετίζεται με το Χρηματιστήριο.

Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με την ίδια απόφαση:

- Επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές εμπεριέχονται στην Κύρια Αγορά, δεν μπορούν να συμπεριληφθούν στην Παράλληλη Αγορά.
- Επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές τους εμπεριέχονται στην Παράλληλη Αγορά, υποχρεούνται να εκδίδουν αναλυτική αναφορά ή λογαριασμούς δύο φορές το χρόνο.
- Σε ειδικές περιπτώσεις επιχειρήσεις με λιγότερο από τρία χρόνια παρής κ' λειτουργίας μπορεί να γίνουν αποδεκτές στην Παράλληλη Αγορά.



## ΠΑΡΟΥΣΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ

Μέχρι τώρα μόνο δύο εταιρείες έχουν εγγραφεί στην Παράλληλη Αγορά.

Μία εταιρεία κλωστοϋφαντουργίας, Αθηναϊκά Ερισκλωστήρια, και μια μεταλλουργική εταιρεία, Μεταλλουργική Ροκάς.

Είναι πιθανόν ότι κάποιες εταιρείες που ελέγχονται από Οργανισμούς του δημόσιου τομέα και οι οποίες είναι υποψήφιες για ιδιωτικοποιτήσεις, θα ιδιωτικοποιηθούν μέσω της Παράλληλης Αγοράς.

## ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΗΜΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται στη βελτίωση των δυνατοτήτων της εξωτερικής ανάλυσης που γίνεται από τους μετόχους, τους χρηματιστηριακούς κύκλους, τους δανειστές και γενικά από τρίτους που έχουν οποιοδήποτε ενδιαφέρον για τις επιχειρήσεις, με σκοπό την απόκτηση αξιόπιστων πληροφοριών, αφού ολοι αυτοί οι διερευνητές στηρίζονται σε στοιχεία που δημοσιεύονται ή παρέχονται από την επιχείρηση.

Αριθμοδείκτης είναι ένα κλάσμα, του οποίου οι όροι ανταποκρίνονται σε λογιστικά στοιχεία, τα οποία εκφράζουν μια απόλυτη τιμή ή ένα ποσοστό. Το πηλίκο δηλαδή του κλάσματος δίνει μια άλλη πληροφορία, την οποία δεν έδιναν οι όροι του κλάσματος. Η πληροφορία που μας δίνει το πηλίκο, δηλαδή ο αριθμοδείκτης, έχει πολλαπλές ερμηνείες και εξαρτάται από τη θέση που βρίσκεται ο ενδιαφερόμενος αναλυτής.

Η ανάλυση μέσω των αριθμοδεικτών είναι ασφαλώς χρήσιμη γιατί μας δίνει τη δυνατότητα σύγκρισης σε δύο επιχειρηματικές περιόδους, είτε για την ίδια την επιχείρηση, είτε για διαφορετικές ομοειδείς, είτε ακόμη και για την εξαγωγή μέσω των αριθμοδεικτών. Έτσι διαπιστώνουμε το ποσοστό απόκλισης κάθε επιχείρησης από το σύνολο.

Είναι αλήθεια ότι οι αριθμοδείκτες απομονωμένοι δεν δίνουν σχεδόν καμιά αξιόπιστη πληροφορία και γι' αυτό η χρήση τους πρέπει να γίνεται μόνο με συνδυασμό πολλών. Η αλόγιστη χρήση των αριθμοδεικτών, χωρίς να έχουμε επίγνωση της σημασίας τους και την δυνατότητα των συνδυασμών τους, μπορεί να μας οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

Η χρησιμοποίηση ενός μόνο αριθμοδείκτη είναι ένα φαινόμενο που παρατηρείται στην Ελλάδα ακόμη και από επίσημους φορείς όπως είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι εφημερίδες και τα περιοδικά.

Χειρότερη πράγματι πληροφόρηση δεν μπορεί να γίνει, γιατί ο εντοπισμός ενός προβλήματος από τη χρησιμοποίηση ενός μεμονωμένου δείκτη αντιστοι-

χεί σε ένα μικρό μέρος της συνολικής εικόνας μιας επιχείρησης, με συνέπεια να αντιστρέφει μια μεταβολή σε σχέση με ένα άλλο δείκτη.

Παράδειγμα:

αν απομονώσουμε την κάποια αύξηση των μικτών κερδών δεν σημαίνει υποχρεωτικά αύξηση της αποδοτικότητας αν συνοδεύεται π.χ. από ελάττωση των πωλήσεων ή αύξηση των επενδύσεων. Δηλαδή δεν αρκεί η μελέτη ενός μόνο δείκτη για να διαπιστωθεί μια καλή ή κακή κατάσταση.

**ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ**  
**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ**  
**(INVESTMENT RATIOS)**

Γενικά.

Οι αριθμοδείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές όταν πρόκειται ν' αποφασίσουν αν θα πρέπει να αγοράσουν, να πωλήσουν ή να διατηρήσουν την επένδυσή τους σε μετοχικούς τίτλους μιας επιχείρησης.

Οι περισσότεροι από τους ευρύτατα χρησιμοποιούμενους επενδυτικούς αριθμοδείκτες συσχετίζουν την τρέχουσα τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης με κατά μετοχή μεγέθη του ισολογισμού και της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως. Η αναφορά σε κατά μετοχή σχέσεις είναι χρήσιμη από πρακτικής απόψεως διότι, οι τιμές που αναφέρονται στη χρηματιστηριακή Αγορά αφορούν τη μια μετοχή και όχι συνολικά μεγέθη της επιχείρησης.

Οι σπουδαιότεροι επενδυτικοί αριθμοδείκτες είναι οι εξής:

- 1) Τα κατά μετοχή κέρδη (Earnings per share)
- 2) Το κατά μετοχή μέρισμα (Dividends per share)
- 3) Μερισματική απόδοση (Divident yield)
- 4) Ποσοστό διανεμομένων κερδών (Pay out ratio)
- 5) Εσωτερική αξία μετοχής (Book Value per share)
- 6) Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E Ratio)
- 7) Ταμιακή ροή κατά μετοχή (Cash flow per share)
- 8) Αριθμοδείκτης αποδόσεως μετοχής σε ταμιακή ροή (Cash flow)
- 9) Αριθμοδείκτης ποσοστού αυτοχρηματοδοτήσεως
- 10) Αριθμοδείκτης διάρκειας εξοφλήσεως επενδύσεων
- 11) Απόσβεση κατά μετοχή (Depreciation per share)

## Τα κατά μετοχή κέρδη

(Earnings per share-E.P.S.)

Τα κατά μετοχή κέρδη μιας επιχείρησης είναι ένας από τους πιο σπουδαίους δείκτες που χρησιμοποιείται στη χρηματοοικονομική ανάλυση, αλλά είναι συγχρόνως ο πιο παραπλανητικός. Ο υπολογισμός των κατά μετοχή κερδών μιας επιχείρησης, η οποία έχει μόνο κοινές και προνομιούχες μετοχές (με ψήφο ή χωρίς ψήφο) βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των καθαρών κερδών της χρήσεως με τον μέσο αριθμό των μετοχών της που ήταν σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια αυτής, ήτοι:

$$\begin{aligned} \text{Κέρδη κατά μετοχή} &= \frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \\ \text{E.P.S.} &= \frac{5.000.000}{250.000} = \\ &= 20 \text{ Δρξ.} \end{aligned}$$

Σημειώνεται ότι πολλοί αναλυτές, στην περίπτωση που θέλουν να υπολογίσουν τα κέρδη κατά μετοχή μιας επιχείρησης λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τις κοινές με ψήφο μετοχές. Η άποψή μας είναι ότι θα πρέπει να λαμβάνονται και οι δύο κατηγορίες μετοχών (κοινές και προνομιούχες), διότι δεν στη χώρα μας οι προνομιούχες μετοχές δεν διαφέρουν σε τίποτα από τις κοινές, παρά μόνο στο ότι δεν έχουν δικαίωμα ψήφου. Σε αντίθετομα αυτού έχουν προτεραιότητα στη λήψη μερίσματος ή δίνουν σταθερό ή και προσωρευτικό μέρισμα καθώς και προτεραιότητα στη λήψη των κεφαλαίων που αντιπροσωπεύουν σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης.

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών, που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης και επηρεάζεται, τόσο από το συνολικό ύψος των κερδών της επιχείρησης, όσο και από τον αριθμό των με-

τοχών της. Το ύψος των κερδών, κατά μετοχή, αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης, με βάση τη μια μετοχή της και χρησιμοποιείται ευρύτατα.

Διαφορές στα κέρδη κατά μετοχή μεταξύ επιχειρήσεων είναι δύσκολο να ερμηνευθούν για τον απλούστατο λόγο ότι όλες οι επιχειρήσεις δεν έχουν τον ίδιο αριθμό μετοχών. Ακόμη και επιχειρήσεις που έχουν τα ίδια περιουσιακά στοιχεία και τα ίδια κέρδη μπορεί να εμφανίζουν διαφορετικά κατά μετοχή κέρδη διότι έχουν διάφορο αριθμό μετοχών.

Επίσης, συγκρίσεις των κατά μετοχή κερδών της ίδιας επιχείρησης, διαχρονικά πρέπει να γίνονται με μεγάλη προσοχή διότι είναι δυνατόν η τυχόν υπάρχουσα διαφορά να οφείλεται στη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης και όχι στη μείωση της κερδοφόρας δυναμικότητάς της.

Αν κατά τη διάρκεια της χρήσεως αυξηθεί το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης με καταβολή μετρητών και έκδοση νέων μετοχών τότε, για να υπάρξει συνέπεια μεταξύ του αριθμητή (συνολικά κέρδη) και του παρονομαστή (αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία) θα πρέπει να βρεθεί ο σταθμικός μέσος όρος του αριθμού των μετοχών που υπήρχαν κατά τη διάρκεια της χρήσεως στην οποία πραγματοποιήθηκαν τα κέρδη της επιχείρησης. Τούτο διότι τα κεφάλαια που προήλθαν από την αύξηση του κεφαλαίου συμμετείχαν στην παραγωγή κερδών από την στιγμή που μπήκαν στην επιχείρηση. Επομένως, ο νέος αριθμός μετοχών που βρίσκεται σε κυκλοφορία θα πρέπει να επηρεάσει το σύνολο των μετοχών της επιχείρησης κατά ένα ποσοστό, το οποίο εξαρτάται από τη χρονική διάρκεια που οι νέες μετοχές τέθηκαν σε κυκλοφορία.

Εστω:

100.000 μετοχές βρίσκονταν σε κυκλοφορία κατά τους 9

πρώτους μήνες του έτους, οπότε  $100.000 \times 9/12 = 75.000$

140.000 μετοχές βρίσκονταν σε κυκλοφορία κατά τους

τρεις τελευταίους μήνες του έτους μετά την κατά

40.000 αύξηση του αριθμού αυτών την

1/10, ήτοι  $140.000 \times 3/12 = 35.000$

ΜΕΙΣΟΣ ΣΤΑΘΜΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ  
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ

---

110.000

Τα παραπάνω δύνανται να γίνουν πιο κατανοητά με την βοήθεια ενός παραδείγματος:

Εστω ότι η επιχείρηση ΧΩΖ είχε στη 1/1/19Χ8 100.000 μετοχές. Την 1/1/19Χ8 αύξησε το μετοχικό της κεφάλαιο με καταβολή μετρητών και έκδοση 40.000 νέων μετοχών. Για να βρεθεί ο μέσος όρος του αριθμού των μετοχών που βρίσκονταν σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια της χρήσεως θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι οι 40.000 νέες μετοχές βρίσκονταν σε κυκλοφορία κατά τα 9/12 της χρήσεως 19Χ8. Ο μέσος όρος του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια της χρήσεως 19Χ8 βρίσκεται όπως παρακάτω:

Αριθμός μετοχών την	1/1/19Χ8	100.000
Αριθμός νέων μετοχών που εκδόθηκαν την	1/4/19Χ8	40.000
Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία την	1/4/19Χ8	140.000
Μέσος σταθμικός όρος του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία	=	Αριθμός μετοχών στη 1/1/19Χ8
	+	$\frac{\text{Αριθμός νέων μετοχών} \times \text{Αριθμός μηνών μέχρι το τέλος της χρήσης}}{\text{Αριθμός μηνών χρήσεως}}$
	=	$100.000 + \frac{40.000 \times 9}{12}$
	=	$100.000 + \frac{360.000}{12}$
	=	$100.000 + 30.000 =$
	=	130.000 μετοχές

Από το παραπάνω παράδειγμα προκύπτει ότι ο μέσος σταθμικός όρος του αριθμού των μετοχών που κυκλοφόρησαν κατά τη διάρκεια της χρήσεως βρίσκεται, αν στον αριθμό των μετοχών που κυκλοφορούσαν καθόλη τη διάρκεια



της χρήσεως προσθέσουμε τον ισοδύναμο αριθμό μετοχών που προήλθαν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ( $40.000 \times 9/12$ ).

Τα παραπάνω δεν ισχύουν αν ο αριθμός των μετοχών μιας εταιρίας μεταβληθεί λόγω αύξησεως του μετοχικού της κεφαλαίου από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ή της υπεραξίας των παγίων στοιχείων ως και λόγω κατατμήσεως (split) ή συμπτύξεως (reverse split) των μετοχών της που κυκλοφορούν. Αν π.χ. μια επιχείρηση διπλασιάσει τον αριθμό των μετοχών της λόγω κατατμήσεως αυτών, τότε οποιαδήποτε στιγμή γίνει αυτό μέσα στη χρήση αντί να λάβουμε το μέσο όρο αυτών θεωρούμε ότι οι νέες μετοχές τέθηκαν σε κυκλοφορία από την αρχή της χρήσεως. Τούτο συμβαίνει διότι, ο νέος αριθμός μετοχών αποτελεί υποδιαίρεση των ήδη κυκλοφορούσων μετοχών της επιχείρησης και δεν αντιπροσωπεύει νέα κεφάλαια.

Το ίδιο γίνεται και όταν μία επιχείρηση διανέμει δωρεάν μετοχές στους μετόχους της, οι οποίες προήλθαν από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, ή της υπεραξίας των παγίων της στοιχείων, καθώς και από κεφαλαιοποίηση κερδών.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι, όταν οι νέες μετοχές δεν αυνοδεύονται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (εισροή νέων κεφαλαίων σε κρήμα ή σε είδος), τότε θεωρούνται ότι κυκλοφορούσαν καθόλη τη διάρκεια της χρήσεως εντός της οποίας καλούμεθα να υπολογίσουμε τα κατά μετοχή κέρδη.

Όταν πρόκειται να γίνουν συγκρίσεις με τα κατά μετοχή κέρδη προηγούμενων χρήσεων, στις περιπτώσεις διανομής δωρεάν μετοχών λόγω κεφαλαιοποιήσεως αποθεματικών, ή υπεραξίας παγίων, ή κερδών, τότε γίνεται προσαρμογή των κατά μετοχή κερδών όλων των προηγούμενων χρήσεων με βάση τον πιο πρόσφατο αριθμό μετοχών. Θεωρούμε δηλαδή ότι και οι νέες μετοχές βρίσκονταν σε κυκλοφορία καθόλη την υπο κρίση περίοδο. Αν τώρα υπο-

θέσουμε ότι η επιχείρηση ΧΩΖ είχε εκτός από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που έγινε με την έκδοση των 40.000 νέων μετοχών με μετρητά και κατάτμηση (split) των μέχρι την 31/10/19X8 υφισταμένων μετοχών της (οπότε μια μετοχή έγινε δύο), η εύρεση του μέσου σταθμικού του αριθμού των μετοχών που υπήρχαν σε κυκλοφορία κατά τη χρήση 19X8 γίνεται όπως φαίνεται στον πίνακα 4.

Αν παρακολουθήσουμε την εξέλιξη του αριθμού των μετοχών της υποθετικής επιχείρησης ΧΩΖ κατά τα τρία τελευταία χρόνια όταν, κατά την περίοδο αυτή συνέβησαν οι αναφερόμενες στον πίνακα 5 μεταβολές στον αριθμό των μετοχών, βλέπουμε πώς διαμορφώνεται ο μέσος σταθμικός αριθμός μετοχών της επιχείρησης.

Πίνακας 4

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΣΟΥ ΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΑΡΙΘΜΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ				
Ημερομηνία που τέθηκαν σε κυκλοφορία	Αύξηση ή μείωση μετοχών	Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία	Μήνες ή ημέρες που οι μετοχές κυκλοφορούν	Ισοδύναμος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία
1/1/19X8	—	100.000	1 μήνα	100.000
1/4/19X8	40.000	140.000	9 μήνες	130.000
1/11/19X8	140.000	280.000	12 μήνες	260.000
31/12/1988		280.000		260.000
$\begin{aligned} \text{Μέσος σταθμικός αριθμός μετοχών} &= 200.000 + \frac{40.000 \times 9 \times 2}{12} = \\ &= 200.000 + 60.000 = \\ &= 260.000 \end{aligned}$				

Πίνακας 5

Επιχείρηση ΧΩΖ				
Ετος		19X8	19X7	19X6
		Ετος 3	Ετος 2	Ετος 1
1.	Αριθμός Μετοχών την 1/1	600.000	400.000	300.000
2.	Αριθμός Νέων Μετοχών την 1/4 με μετρητά			100.000
2.	Διανομή δωρεάν νέων μετοχών την 1/8 (στις 2 παλ. μετ. 1 νέα δωρεάν)		200.000	
3.	Κατάτμηση των μετοχών την 1/3 και 1 παλαιά μετοχή γίνεται δύο μετοχές (100% αύξηση)	600.000		
		1.200.000	600.000	400.000
Ετος 1	Υπολογισμός του μέσου σταθμικού αριθμού μετοχών			
	Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία την 1/1	600.000	400.000	300.000
	Εκδοση νέων μετοχών με μετρητά την 1/4 100.000 X 9/12			75.000
	Μερικό σύνολο	600.000	400.000	375.000
Ετος 2	Διανομή δωρεάν μετοχών την 1/8 (αύξηση 50%)		200.000	187.500
	Μερικό σύνολο	600.000	600.000	562.500
Ετος 3	Κατάτμηση μετοχών 1/3, 1 παλ. έγινε 2 μετοχές αύξηση (100%)	600.000	600.000	562.500
	ΜΕΙΣΟΣ ΣΤΑΘΜΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ	1.200.000	1.200.000	1.200.000

Για τον υπολογισμό των κατά μετοχή κερδών θα διαιρέσουμε τα κέρδη κάθε έτους με τον αντίστοιχο μέσο σταθμικό αριθμό μετοχών έτους. Έτσι, τα κατά μετοχή κέρδη αποκτούν οικονομική σημασία διότι τότε μόνο είναι συγκρίσιμα. Εστω τα εξής στοιχεία:

	<u>ΕΤΟΣ 3</u>	<u>ΕΤΟΣ 2</u>	<u>ΕΤΟΣ 1</u>
Συνολικά κέρδη (δρχ.)	90.000.000	70.000.000	60.000.000
Μέσος σταθμικός αριθμός μετοχών	1.200.000	1.200.000	1.125.000
Κέρδη κατά μετοχή (δρχ.)	75,0	58,3	53,3

Μέχρι τώρα ασχοληθήκαμε με επιχειρήσεις που έχουν μόνο κοινές και προνομιούχες μετοχές. Αν όμως υπάρχουν και μετατρέψιμες ομολογίες, δηλαδή ομολογίες που μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές, ή οπτιόνς που παρέχουν δικαίωμα αγοράς μετοχών της επιχείρησης, τότε θα πρέπει να βρεθεί η επίδραση των τίτλων αυτών επί των κερδών. Τα κατά μετοχή κέρδη βρίσκονται αφού ληφθεί υπόψη και ο αριθμός των νέων μετοχών που θα προκύψει από την μετατροπή των παραπάνω αναφερθέντων μορφών τίτλων ως εάν είχαν μετατραπεί κατά την έκδοσή τους.

### Το κατά μετοχή μέρισμα (Dividends per share)

Ο δείκτης των κατά μετοχή κερδών μιας επιχείρησης παρέχει ένδειξη του ποσοστού των κερδών που μοιράζονται στους μετόχους (μέρισμα) και αυτού που παρακρατείται από την επιχείρηση με την μορφή διαφόρων αποθεματικών. Για τούτο ο υπολογισμός του ύψους του κατά μετοχή μερίσματος αποτελεί χρήσιμο δείκτη.

Το μέρισμα κατά μετοχή (D.P.S.) βρίσκεται, αν διαιρέσουμε το σύνολο των διανεμομένων κερδών (μερισμάτων) της χρήσεως με το σύνολο των μετοχών που δικαιούνται μερίσματος, ήτοι:

		Σύνολο μερισμάτων	
Μέρισμα κατά μετοχή (D.P.S.)	=	Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία	
		3.000.000	
	=	250.000	=
	=	12 Δρχ.	

Προκειμένου να γίνουν συγκρίσεις των κατά μετοχή μερισμάτων με αντίστοιχα στοιχεία προηγούμενων χρήσεων θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη τυχόν διανομή δωρεάν μετοχών από κεφαλαιοποιήσεις κερδών, αποθεματικών και υπεραξίας παγίων στοιχείων καθώς και τυχόν κατάτμηση (split) ή σύμπτυξη μετοχών (reverse split). Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις και προκειμένου τα στοιχεία να καταστούν συγκρίσιμα, θα πρέπει να γίνεται προσαρμογή των μερισμάτων των προηγούμενων χρήσεων με βάση τον αριθμό των μετοχών της τελευταίας χρήσεως.

Το παρακάτω παράδειγμα δείχνει τον τρόπο προσαρμογής των κατά μετοχή μερισμάτων μιας επιχείρησης, στην οποία κατά την τελευταία χρήση έγινε κατάτμηση του αριθμού των μετοχών της κατ' αναλογία 1 παλαιάς μετοχής προς 3 νέες.

Επιχείρηση ΑΩ			
	19Χ4	19Χ5	19Χ6
Σύνολο μερισμάτων (Δρχ.)	5.000.000	7.000.000	9.000.000
Αριθμός μετοχών	200.000	250.000	750.000
Πράγματι διανεμηθέν μέρισμα κατά μετοχή	25	28	12
Προσαρμοσμένο κατά μετοχή μέρισμα	6,7	9,3	12
ΣΗΜ. Κατά τη χρήση 19Χ5 έλαβε χώρα αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση 50.000 νέων μετοχών με καταβολή μετρητών. Στη χρήση 19Χ6 έγινε κατάτμηση των μετοχών και η μία μετοχή έγινε τρεις.			

Όπως φαίνεται από το παραπάνω παράδειγμα η προσαρμογή των μερισμάτων των προηγούμενων χρήσεων (19Χ4 και 19Χ5) έγινε με βάση τον αριθμό των μετοχών που προέκυψαν κατά την χρήση 19Χ5 δεν λήφθηκε υπόψη. Αν δεν γινόταν προσαρμογή των μερισμάτων των προηγούμενων χρήσεων, τότε η εικόνα θα ήταν παραπλανητική και θα έδειχνε κάμψη του μερίσματος, ενώ στην πραγματικότητα συμβαίνει το αντίθετο αφού το μέρισμα κατά μετοχή παρουσιάζει συνεχή αύξηση.

Πολλές επιχειρήσεις τείνουν να δίνουν σταθερό και ελαφρώς αυξανόμενο μέρισμα κάθε χρόνο και τούτο διότι το σταθερό μέρισμα παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια στους επενδυτές από ό,τι ένα κυμαινόμενο. Έτσι, οι επιχειρήσεις ορίζουν ένα ύψος μερίσματος τέτοιο, το οποίο προβλέπουν ότι θα μπορούν να δίνουν και στο μέλλον.

### Η μερισματική απόδοση (Divident yield)

Η μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών που επενδύσει τα κεφάλαιά τους και βρίσκεται, αν διαιρέσουμε το μέρισμα κατά μετοχή με την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο, ήτοι:

$$\begin{aligned} \text{Μερισματική Απόδοση} &= 100 \times \frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο χρηματιστήριο}} \\ &= 100 \times \frac{100}{1.000} \\ &= 10\% \end{aligned}$$

Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο πιο ελκυστική γίνεται στους επενδυτές. Σύγκριση της μερισματικής απόδοσης μιας επιχείρησης με τη μερισματική απόδοση άλλων επιχειρήσεων δείχνει τη σχετική σπουδαιότητα αυτής. Οι μερισματικές αποδόσεις διαφόρων επιχειρήσεων διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους και τούτο διότι το ύψος των μερισμάτων που καταβάλει η κάθε μία εξαρτάται από τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί.

Ο παρακάτω πίνακας δίνει τη μερισματική απόδοση μερικών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο κατά τα έτη 1978-87.

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
(31/12)

επί της %

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Αιγαίον	2,65	3,33	2,48	1,32	-	-	-	-	-
Ανατόλια	-	8,92	-	-	-	-	-	-	-
Βόμβυξ	2,07	3,74	3,71	3,71	8,53	-	-	-	-
Δημητριάδης	9,93	13,88	10,10	10,53	21,13	20,83	10,00	6,40	2,38
Ετρα	8,41	7,38	9,06	10,96	7,37	18,95	8,21	5,44	6,00
Κομφόζογλου	10,18	12,78	9,07	15,15	16,26	18,63	15,62	11,43	5,33
Κλ. Νασούσης	10,71	11,52	14,31	15,37	18,35	15,79	11,65	9,03	6,13
Λέκκας	5,36	5,60	5,83	-	-	12,47	-	6,49	1,44
Μακ. Κλωστήρια	-	-	-	-	-	-	-	-	2,50
Πειρ. Πατραϊκή	6,85	6,40	8,42	6,67	-	-	-	-	-
Τρία Αλφα	-	-	-	6,82	17,88	18,10	12,23	9,25	8,20
Φίντεξπορτ	-	-	1,92	10,91	4,90	10,48	7,59	5,79	8,75
Λιπάσματα	4,30	3,87	6,07	7,46	-	-	-	4,23	-
Παπουτσάνης	7,06	6,45	5,85	8,50	7,69	-	-	-	5,34
Πετρετάκης	7,14	9,52	5,00	18,52	17,59	8,40	5,16	3,76	2,09
Πυριτιδοποιείον	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Κερ. Αλλατίνη	7,62	7,50	10,00	12,11	12,78	11,21	9,09	6,38	-
Ηρακλής	5,20	6,45	8,82	9,20	16,22	-	-	-	-
Τιτάν	5,38	6,00	9,93	9,38	19,57	5,53	6,98	6,77	2,44
Χαλκίδος	8,80	11,32	17,50	17,06	-	-	-	-	-
Χάλυψ	5,40	3,22	3,13	-	-	-	-	-	-
Αλουμίνιο	4,98	7,93	19,98	14,42	-	21,60	14,07	-	8,42
Βιοσώλ	4,50	6,67	5,45	6,43	-	-	-	-	-
Λαυρεωτική	7,69	4,17	6,67	-	-	-	-	-	-
Λεβεντέρης	11,32	13,33	15,59	14,86	18,88	20,98	14,60	14,60	6,80
Μέτκα	12,28	13,53	15,45	16,88	34,83	27,18	18,48	7,88	3,13
Ράδιο Αθήναι	2,65	9,00	6,10	7,00	20,86	27,84	12,87	13,78	7,83
Ελαίς	5,16	7,28	7,13	6,37	13,58	19,07	12,00	7,26	4,55
Καμπάς	3,33	1,74	2,26	2,19	15,54	-	6,25	6,34	1,57
Μπουτάρης	-	-	-	-	-	-	-	-	9,95



## Το ποσοστό διανεμομένων κερδών

### (Percentage of distributed profits)

Το ποσοστό των κερδών, που διανέμει μια επιχείρηση σαν μέρισμα στους μετόχους της, βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των καταβαλλόμενων μερισμάτων με το σύνολο των καθαρών της κερδών, ήτοι:

Ποσοστό διανεμομένων κερδών	=	100 x	$\frac{\text{Σύνολο μερισμάτων χρήσεως}}{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}$	=
	=	100 x	$\frac{4.500.000}{10.000.000}$	=
	=			45%

Όσο μεγαλύτερα είναι τα ποσοστά των διανεμομένων κερδών τόσο μεγαλύτερο είναι το καταβαλλόμενο στους μετόχους μέρισμα. Αντίθετα, όσο μικρότερο είναι το ποσοστό αυτό, τόσο πιο συντηρητική είναι η μερισματική πολιτική, που ακολουθεί η επιχείρηση, και τόσο μεγαλύτερο το ύψος των παρακρατούμενων κερδών, με τη μορφή διαφόρων αποθεματικών, για την χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων. Αυτή την τακτική ακολουθούν συνήθως νέες και αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, τείνουν δηλαδή να έχουν χαμηλό ποσοστό διανεμομένων κερδών.

Αντίθετα, παλαιές και μη αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις τείνουν να μοιράζουν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους για μέρισμα και ως εκ τούτου να παρουσιάζουν υψηλό ποσοστό διανεμομένων κερδών ή μερισμάτων.

Το ποσοστό διανεμομένων κερδών της Α.Ε. ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ ήταν 74,8% το 19X6, 77,2% το 19X7 και 84,8% το 19X8. Η αύξηση του 19X8 οφείλεται, κυρίως, στη μείωση των κερδών της εταιρίας, η οποία θ έελοντας να δώσει ένα ικανοποιητικό μέρισμα στους μετόχους της, παρακράτησε μικρό ποσοστό κερδών σε αποθεματικά.

## Η τρέχουσα μερισματική απόδοση

### (Current dividend yield)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\begin{aligned} \text{Μερισματική απόδοση} &= 100 \times \frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}} = \\ &= 100 \times \frac{100}{2.000} = \\ &= 5\% \end{aligned}$$

Η μερισματική απόδοση μετρά την απόδοση, που είχαν οι επενδυτές μετοχοί από την επένδυσή τους σε μετοχές, με βάση το μέρισμα που τους καταβλήθηκε.

Η μερισματική απόδοση δείχνει το πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας δεδομένης επιχείρησης, αγοράζοντάς τις σε κάποια δεδομένη στιγμή στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία.

Ενας άλλος παρεμφερής δείκτης είναι η μερισματική απόδοση, με βάση τα ίδια κεφάλαια ή την καθαρή θέση της της επιχείρησης και δίνεται από τη σχέση:

$$\begin{aligned} \text{Μερισματική απόδοση} &= 100 \times \frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}} = \\ \text{ιδίων κεφαλαίων} &= 100 \times \frac{4.500.000}{70.000.000} = \\ &= 6,4\% \end{aligned}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με βάση τα καταβαλλόμενα από αυτή μερίσματα. Η μερισματική αυτή απόδοση είναι, συνήθως, μεγαλύτερη από εκείνη, που υπολογίζεται βάση το μέρισμα και τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της επιχείρησης.

Τούτο, διότι, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, η οποία προσδιορίζεται με βάση την αξία των περιουσιακών της στοιχείων, όπως αυτά εμφανίζονται στα βιβλία της.

### **Αριθμοδείκτης καλύψεως καταβαλλομένων μερισμάτων (Dividend coverage ratio)**

Συναφής προς τον αριθμοδείκτη ποσοστού διανεμομένων κερδών είναι και ο αριθμοδείκτης καλύψεως μερισμάτων ο οποίος υπολογίζεται από τη σχέση:

Αριθμοδείκτης καλύψεως	=	Καθαρά κέρδη χρήσεως	=	
καταβαλλομένων μερισμάτων		Σύνολο καταβαλλομένων μερισμάτων		
		20.000.000		
		10.000.000		
		= 2 φορές		

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να συνεχίσει την καταβολή του τρέχοντος μερίσματος και στο μέλλον. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός τόσο μεγαλύτερη ασφάλεια παρέχεται στους μετόχους, ότι θα συνεχίσουν να λαμβάνουν τουλάχιστον το τρέχον μέρισμα, αφού η επιχείρηση έχει μεγάλο περιθώριο κερδών.

## Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής

### (Market price)

Η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης στη Χρηματιστηριακή Αγορά προσδιορίζεται από τις δυνάμεις της αγοράς και αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητά της, όπως αυτή εκτιμάται από τους παρόντες και υποψηφίους μετόχους. Η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών είναι μια πολύ χρήσιμη μεταβλητή, βάση της οποίας προσδιορίζεται η απόδοση των επενδύσεων σε τίτλους.

Η αγορά μιας μετοχικής αξίας στην ανώτατη τιμή όταν, η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε περίοδο εξάρσεως, δεν αποτελεί συνήθως συμφέρουσα επένδυση ακόμη και για μια πολύ καλή επιχείρηση.

Πολλές μετοχές οι οποίες αγοράστηκαν λίγο πριν από την οικονομική κρίση του Οκτωβρίου 1987 δεν έχουν ακόμη μέχρι σήμερα ανακτήσει τις τιμές τους. Γι' αυτό οι επενδυτές θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικοί για την τιμή που πληρώνουν, προκειμένου ν' αποκτήσουν μετοχές ακόμη και αν πρόκειται για υγιείς και με θετικές προοπτικές επιχειρήσεις. Τούτο, διότι η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης δεν προσδιορίζεται μόνο από την ποιότητά της, αλλά και από τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στην Χρηματιστηριακή Αγορά.

Προκειμένου ένας επενδυτής ν' αποφασίσει να επενδύσει σε μετοχικούς τίτλους θα πρέπει να γνωρίζει και να παρακολουθεί την πορεία των τιμών τους, για μια σειρά ετών στο παρελθόν, καθώς και την πορεία των διακυμάνσεών τους. Τούτο είναι απαραίτητο διότι κάθε μετοχική αξία ακολουθεί τη δική της πορεία και ως εκ τούτου, γνώση του παρελθόντος μιας μετοχικής αξίας βοηθά τον επενδυτή στο να κρίνει αν η τρέχουσα τιμή τους βρίσκεται σε λογικά ή όχι επίπεδα και επομένως αν είναι συμφέρουσα ή όχι η αγορά τους. Η τελική απόφαση από τον επενδυτή θα εξαρτηθεί επίσης και από το ύψος των προσδοκώμενων κερδών ως και από τις προβλέψεις μελλοντικής διαμόρφωσης της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών της.

### Εσωτερική αξία μετοχής (Book value per share)

Η εσωτερική αξία βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών της που βρίσκονται σε κυκλοφορία:

$$\begin{aligned} \text{Εσωτερική αξία μετοχής} &= \frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \\ &= \frac{50.000.000}{250.000} = \\ &= 200 \text{ Δρχ.} \end{aligned}$$

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι, εκτός από ορισμένες επιχειρήσεις (εταιρίες επενδύσεων και επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας), η εσωτερική αξία μιας επιχείρησης δεν χρησιμοποιείται ευρύτατα διότι:

α) Η αξία των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται σε ιστορικές τιμές, οπότε δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα (εξαιρείται η περίπτωση που έχει γίνει πρόσφατη αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων σε τρέχουσες τιμές).

β) Η αξία των περισσότερων περιουσιακών στοιχείων προσδιορίζεται από την κερδοφόρα δυναμικότητά τους και όχι την αξία τους όπως αυτή γράφεται στα βιβλία της επιχείρησης.

Για τους λόγους αυτούς, η εσωτερική αξία των μετοχών εκφράζεται σαν ποσοστό της χρηματιστηριακής τους αξίας.

**Λόγος εσωτερικής αξίας προς χρηματιστηριακή τιμή  
(Book value to market price ratio)**

Ο λόγος της εσωτερικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή τιμή δείχνει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των δύο παραπάνω τιμών και παρέχει ένδειξη περί του εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη σε σχέση με την τρέχουσα τιμή της στη Χρηματιστηριακή Αγορά. Θα πρέπει όμως η ερμηνεία αυτής της σχέσης να γίνεται με μεγάλη προσοχή, διότι η εσωτερική αξία δίδεται σε ιστορικές τιμές (εκτός αν έχει γίνει αναπροσαρμογή), ενώ η τιμή στο χρηματιστήριο εκφράζει την τρέχουσα αξία, όπως αυτή αποτιμάται από τους επενδυτές στην Αγορά.

Ο λόγος αυτός διατυπώνεται ως εξής:

Λόγος τρέχουσας αξίας προς τρέχουσα χρηματ/κή τιμή	=	$\frac{\text{Εσωτερική αξία κατά μετοχή}}{\text{Τρέχουσα τιμή στο χρημ/ριο}}$	=
	=	$\frac{1.000}{2.000}$	=
	=	0,5	

### Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings ratio)

9 Ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή, όπως διεξώνως εκφράζεται με τον συμβολισμό (P/E), βρίσκεται αν διαιρέσουμε την τρέχουσα αξία μιας μετοχής με τα κατά μετοχή κέρδη της προηγούμενης ή της τρέχουσας χρήσης (εφόσον είναι γνωστά), ήτοι:

(P/E)	=	$\frac{\text{Τρέχουσα αξία μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχή}}$	=
	=	$\frac{1.000}{100}$	=
	=	10 φορές	

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύεται μια μετοχή τα κέρδη του προηγούμενου έτους στο χρηματιστήριο, ή πόσες δραχμές είναι διατεθειμένος να καταβάλλει ένας επενδυτής για κάθε δραχμή κέρδους της επιχείρησης. Συγχρόνως μας πληροφορεί για τον αριθμό των ετών που απαιτούνται σε καθαρά κέρδη ανά μετοχή, για να αγοραστεί η μετοχή. Ο υπολογιζόμενος κατ' αυτό τον τρόπο λόγος τιμής προς κέρδη προϋποθέτει ότι τα κέρδη, με βάση τα οποία υπολογίζεται, θα παραμείνουν τα ίδια και στο μέλλον.

Ο αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή είναι πάντοτε θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιάς. Επίσης όταν τα κέρδη είναι μηδέν ο αριθμοδείκτης P/E ισούται με το άπειρον και δεν υπολογίζεται.

Συνήθως οι αναλυτές υπολογίζουν τον αριθμοδείκτη P/E είτε με βάση τα κατά μετοχή κέρδη της προηγούμενης χρήσης (ιστορικός λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή), είτε με βάση τα προσδοκώμενα κέρδη της τρέχουσας χρήσης (προσδοκώμενος λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή), διότι η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης επηρεάζεται πολύ από τα προσδοκώμενα

κέρδη της τρέχουσας χρήσης και είναι χρήσιμο να συγκρίνεται η τρέχουσα τιμή της μετοχής με τα τρέχοντα ή και τα αναμενόμενα την επόμενη χρήση κέρδη. Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιούνται τα κέρδη της επόμενης χρήσης για τον υπολογισμό του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) είναι ότι, οι επενδυτές που αγοράζουν και πωλούν μια μετοχική αξία προβαίνουν σ' αυτή τους την ενέργεια βασιζόμενοι στα προσδοκώμενα κέρδη της επιχείρησης στο μέλλον.

Πάντως, θα πρέπει να λεχθεί ότι ορισμένοι αναλυτές, προκειμένου να προσδιορίσουν το ύψος του προσδοκώμενου λόγου τιμής προς κέρδη, τον υπολογίζουν με βάση το μέσο όρο των κατά μετοχή προβλεπόμενων κερδών για τα επόμενα πέντε ή και περισσότερα χρόνια.

Η έννοια του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) είναι παρόμοια με αυτή του επιτοκίου κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιείται για τη μετατροπή των μελλοντικών κερδών σε τρέχουσα αξία. Το ύψος του εκάστοτε χρησιμοποιούμενου επιτοκίου κεφαλαιοποίησης είναι ανάλογο με τον κίνδυνο που περικλείει κάθε μορφή επενδύσεως. Η τιμή που κάποιος είναι διατεθειμένος να πληρώσει για να αποκτήσει μια μετοχική αξία εξαρτάται από την απόδοση που είναι διατεθειμένος να δεχθεί, αφού λάβει υπόψη του τους κινδύνους που αυτή περικλείει.

Ετσι, αν ο κίνδυνος που περικλείει μια μετοχική αξία δικαιολογεί π.χ. 10% απόδοση, η αξία της μετοχής θα είναι δρχ. 1000, όταν τα κατά μετοχή κέρδη είναι δρχ. 100. Αν ο κίνδυνος δικαιολογεί απόδοση 5% τότε η αξία της μετοχής με κέρδη 100 δρχ. κατά μετοχή είναι δρχ. 2000. Ως εκ τούτου στο παράδειγμά μας, η αξία της μετοχής μπορεί να κυμανθεί μεταξύ δρχ. 1000 και δρχ. 2000 ανάλογα με τον κίνδυνο που περικλείει.

Αν οι μελλοντικοί κίνδυνοι είναι μεγαλύτεροι από τους κινδύνους που εμφανίστηκαν στο παρελθόν, τότε είναι απαραίτητο να αυξηθεί το επιτόκιο



κεφαλαιοποιήσεως. Αντίθετα, αν οι κίνδυνοι στο μέλλον αναμένεται να είναι χαμηλότεροι από τους κινδύνους του παρελθόντος, τότε το επιτόκιο κεφαλαιοποιήσεως θα πρέπει να είναι χαμηλότερο.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι το επιτόκιο κεφαλαιοποιήσεως είναι το αντίστροφο του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) και βρίσκεται από τη σχέση:

$$\begin{aligned} \text{Επιτόκιο Κεφαλαιοποιήσεως} &= 100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}} = \\ &= 100 \times \frac{750}{7.500} = \\ &= 10\% \end{aligned}$$

Ο παρακάτω πίνακας εμφανίζει τη σχέση μετετροπής του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) σε επιτόκιο κεφαλαιοποιήσεως και δείχνει τον κίνδυνο που περικλείει κάθε επένδυση. Έτσι, ένα μέτρο του βαθμού κινδύνου που περικλείει κάθε επένδυση είναι και το ύψος του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E). Όσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος τόσο μικρότερος είναι ο λόγος τιμής προς κέρδη (P/E) για να αντισταθμίσει τον αυξημένο κίνδυνο, με την προϋπόθεση ότι όλες οι άλλες συνθήκες είναι ίδιες.

Σχέση P/E και επιτοκίου κεφαλαιοποιήσεως	
P/E	Επιτόκιο Κεφαλαιοποιήσεως
2	50%
5	20%
6	16,7%
7	14,3%
8	12,5%
9	11,1%
10	10,0%
15	6,7%
20	5,0%
30	3,3%

θεωρητικά τουλάχιστον, μια μετοχική αξία η οποία έχει υψηλό λόγο τιμής προς κέρδη δείχνει ότι οι επενδυτές την αγοράζουν, διότι έχουν εμπιστοσύνη στην ικανότητά της να διατηρήσει και να βελτιώσει τα κέρδη της. Ως εκ τούτου, ο λόγος τιμής προς κέρδη είναι ένα μέτρο της εμπιστοσύνης, που έχουν οι επενδυτές ως προς την μελλοντική ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

Σχετικά με το ποιο πρέπει να είναι το ιδανικό ύψος του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) δεν μπορεί εύκολα να δοθεί απάντηση διότι:

α) Άλλο είναι το ιδανικό ύψος του P/E για τον κλάδο, άλλο για ολόκληρη την Αγορά και άλλο για την μεμονωμένη επιχείρηση.

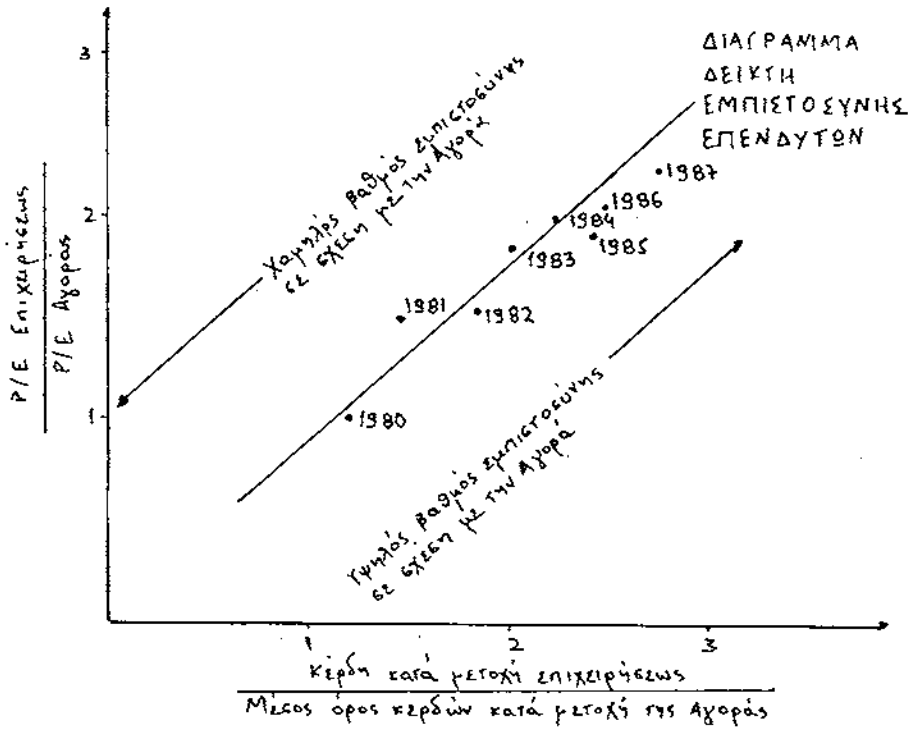
β) Ο βαθμός εμπιστοσύνης των επενδυτών, ως προς την ικανότητα των επιχειρήσεων να πραγματοποιούν κέρδη, ποικίλλει από επιχείρηση σε επιχείρηση.

γ) Το ιδανικό ύψος του λόγου τιμής προς κέρδη μεταβάλλεται διαχρονικά ανάλογα με τις υπάρχουσες στην Αγορά συνθήκες. Όταν η Αγορά βρίσκεται σε άνοδο και η ζήτηση τίτλων υπερβαίνει την προσφορά, τότε ο λόγος τιμής προς κέρδη είναι υψηλότερος απ' ό,τι όταν η Αγορά βρίσκεται σε ύφεση. Το 1973, ο μέσος όρος του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ήταν 35 φορές  $\nu$  ενώ το 1983 ήταν 8 φορές και εξακολουθεί να βρίσκεται στο χαμηλό επίπεδο του 10 φορές. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η πτωτική τάση της τιμής του P/E, που παρουσιάστηκε κατά τα έτη 1973-84, οφείλεται κυρίως στην απομάκρυνση πολλών επενδυτών από τις επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους σαν αποτέλεσμα της μειωμένης εμπιστοσύνης τους στη χρηματιστηριακή γενικά Αγορά. Αντίθετα, η άνοδος της τιμής του P/E κατά τα έτη 1986/87 οφειλόταν στην έντονη ζήτηση τίτλων, η οποία είχε σαν αποτέλεσμα την άνοδο των τιμών τους με ρυθμό πολύ μεγαλύτερο της ανόδου των κερδών των επιχειρήσεων.

Στην Αμερική διάφορα γραφεία συμβούλων επενδύσεων, στην προσπάθειά τους να εκτιμήσουν την τιμή των μετοχών των άλλων επιχειρήσεων, συγκρίνουν το P/E των μετοχών της συγκεκριμένης επιχείρησης με το μέσο όρο του P/E των μετοχών που περιλαμβάνονται στο δείκτη των βιομηχανικών μετοχών Dow Jones. Παράλληλα γίνεται σύγκριση των κερδών κατά μετοχή της συγκεκριμένης επιχείρησης με το μέσο όρο των κατά μετοχή κερδών των επιχειρήσεων του ίδιου δείκτη.

Οι λόγοι που προκύπτουν τοποθετούνται σ' ένα διάγραμμα σαν το παρακάτω όπου, στον κάθετο άξονα εμφανίζεται ο λόγος του P/E της συγκεκριμένης εταιρίας προς το μέσο P/E του δείκτη ( $P/E \text{ εταιρίας} / P/E \text{ του δείκτη}$ ) και στον οριζόντιο άξονα ο λόγος των κατά μετοχή κερδών του δείκτη Dow Jones (κέρδη κατά μετοχή εταιρίας / Μέσος όρος κερδών κατά μετοχή του δείκτη).

ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΛΤΕΣ



Η σχέση μεταξύ του P/E και των κατά μετοχή κερδών της συγκεκριμένης επιχείρησης με τα αντίστοιχα μεγέθη της Αγοράς, όπως απεικονίζονται με το δείκτη Dow Jones, μπορεί να ονομαστεί δείκτης εμπιστοσύνης του κοινού προς τις μετοχές της επιχείρησης.

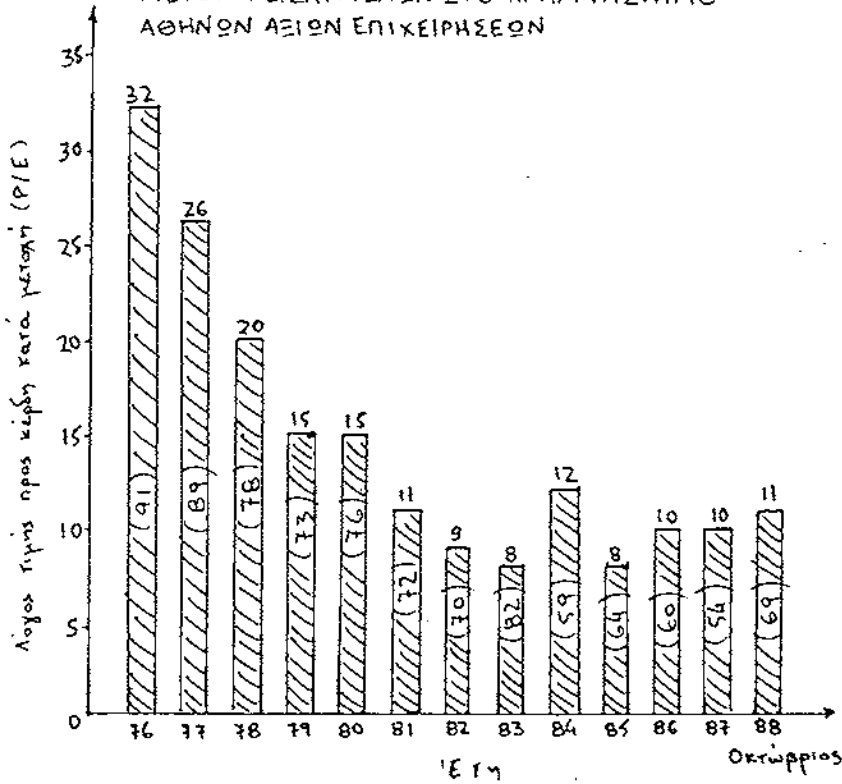
Λόγος P/E επιχείρησης προς P/E Αγοράς και λόγος κατά μετοχή κερδών επιχείρησης προς μέσο ύψος κατά μετοχή κερδών Αγοράς				
	Λόγος P/E ε		Λόγος κερδών κατά μετοχή	
1980		1		1,2
1981		1,5		1,4
1982		1,5		1,8
1983		1,8		2,0
1984		2,0		2,2
1985		1,8		2,0
1986		2,0		2,5
1987		2,2		2,8

Όσο υψηλότερος είναι ο λόγος του P/E και των κατά μετοχή κερδών της επιχείρησης προς τα αντίστοιχα μεγέθη της Αγοράς, τόσο μεγαλύτερη είναι η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού προς τις μετοχές της συγκεκριμένης επιχείρησης. Όσο διαρκεί αυτή η εμπιστοσύνη, μπορεί να λεχθεί ότι η επιχείρηση είναι σε καλύτερη θέση από τη θέση της Αγοράς. Με άλλα λόγια εκείνο που λέγεται είναι ότι είτε τα κατά μετοχή κέρδη ή το P/E της επιχείρησης είναι μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα μεγέθη της Αγοράς και αυτό μας βοηθά στο να δούμε αν το P/E της επιχείρησης είναι υψηλό, χαμηλό ή κανονικό. Κανονικό θεωρούμε το μέσο P/E της Αγοράς σε δεδομένο χρόνο. Βέβαια, το μέγεθος του P/E της Αγοράς μεταβάλλεται διαχρονικά, γεγονός που δείχνει ότι ένα μέγεθος P/E σε μια χρονική περίοδο μπορεί να θεωρείται χαμηλό ενώ σε μίαν άλλη να θεωρείται υψηλό. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και μεταξύ διαφορετικών Αγορών. Ένα μέγεθος P/E να θεωρείται χαμηλό σε μια Αγορά και υψηλό σε μια άλλη. Κατά τη διάρκεια των ετών 1975-77 στο Χρηματιστήριο Αθηνών ένα P/E γύρω στα 15 φορές τα κέρδη θεωρείτο χαμηλό

διότι τότε το μέσο P/E της Αγοράς ήταν γύρω στο 30 φορές τα κέρδη, ενώ κατά την περίοδο 1982-83, ένα P/E 15 φορές τα κέρδη ήταν υψηλό, διότι το μέσο P/E της Αγοράς ήταν τότε 8-9 φορές τα κέρδη.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΤΕΣ

ΜΕΣΟΣ ΛΟΓΟΣ ΓΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΚΑΤΑ  
ΜΕΤΟΧΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ  
ΑΘΗΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ



Το αν ένα P/E είναι χαμηλό, υψηλό ή κανονικό είναι επίσης ζήτημα σύγκρισης αυτού με το μέσο P/E του κλάδου στον οποίο ανήκει μια επιχείρηση. Οι λόγοι τιμής προς κέρδη (P/E) των επιχειρήσεων που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους ποικίλλουν διαχρονικά, όπως ακριβώς συμβαίνει και με το μέσο P/E της Αγοράς.

Συμπερασματικά θα μπορούσε να λεχθεί ότι, αν το P/E μιας επιχείρησης είναι χαμηλό ή υψηλό, εξαρτάται από τη σχετική σπουδαιότητα αυτού σε σύγκριση με το αντίστοιχο μέγεθος τόσο του βιομηχανικού κλάδου όπου ανήκει η επιχείρηση όσο και του μέσου P/E της Αγοράς.

Εκτός από τις παραπάνω συγκρίσεις ενός P/E με το μέσο P/E του κλάδου και της Αγοράς, χρήσιμη είναι και η παρακολούθηση του P/E μιας επιχείρησης διαχρονικά για να διαπιστωθεί η τάση του. Παρακολουθώντας την τάση του P/E μιας επιχείρησης για μια μακρά περίοδο μπορούμε να δούμε αν το ύψος αυτού αποτελεί ένα ρεαλιστικό ή όχι μέγεθος. Τούτο διότι το μέσο P/E μιας επιχείρησης για μακρά περίοδο, π.κ. ο μέσος όρος του P/E για μια περίοδο δέκα ετών, μπορεί να θεωρηθεί ως κανονικό μέγεθος για μια επιχείρηση. Πάντως το μέσο μέγεθος P/E θα πρέπει να μελετάται με προσοχή, προκειμένου να διαπιστωθεί αν ο μέσος όρος αντανακλά τον κίνδυνο που περιλαμβάνει κάθε επιχείρηση.

Γενικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι, ένα υψηλό P/E σε σύγκριση με το μέσο P/E του κλάδου ή της Αγοράς υποδηλώνει, είτε ότι η επιχείρηση προτιμάται από τους επενδυτές γιατί είναι η καλύτερη μέσα στον κλάδο, είτε ότι είναι υπερτιμημένη διότι οι επενδυτές έχουν υπερεκτιμήσει τις δυνατότητές της. Αντίθετα, ένα χαμηλό P/E υποδηλώνει ότι, είτε η επιχείρηση δεν προτιμάται από τους επενδυτές, είτε είναι υποτιμημένη.

Όπως είναι γνωστό, η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης στη Χρηματιστηριακή Αγορά επηρεάζεται τόσο από τα κατά μετοχή κέρδη της και από το μέρισμα που διανέμει στους μετόχους, όσο και από τη μερισματική της πο-



λιτική γενικότερα. Υπάρχουν επιχειρήσεις που διανέμουν μικρό μέρος και παρακρατούν το μεγαλύτερο μέρος από τα κέρδη τους ως αποθεματικό για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους, ενώ άλλες ακολουθούν αντίθετη πολιτική. Οι επιχειρήσεις που παρακρατούν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους ανήκουν στην κατηγορία των αναπτυξιακών επιχειρήσεων και έχουν συνήθως υψηλό P/E. Τούτο διότι η προσδοκία των επενδυτών για αυξημένα μελλοντικά κέρδη είναι αυξημένη, εφόσον τα παρακρατούμενα κέρδη επανεπενδυόμενα αναμένεται ότι θα αποφέρουν μεγαλύτερα κέρδη στο μέλλον. Συνήθως οι μετακτές των επιχειρήσεων αυτών προτιμώνται από τους επενδυτές και κυρίως από εκείνους που δίνουν βαρύτητα στην επίτευξη κερδών κεφαλαίου και ενδιαφέρονται λιγότερο για εισόδημα (μέρισμα). Το ύψος των διανεμομένων μερισμάτων ενδιαφέρει περισσότερο τους θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι αποβλέπουν στο ύψος της συνολικής ετήσιας απόδοσης των επενδύσεών τους (μέρισμα + μεταβολή τιμής).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, μια επιχείρηση, η οποία επανεπενδύει τα παρακρατούμενα κέρδη της, αλλά δεν επιτυγχάνει αύξηση των μελλοντικών της κερδών, προτιμάται λιγότερο από μια άλλη που ακολουθεί μια πιο φιλελεύθερη πολιτική μερισμάτων και διανέμει το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της σαν μέρισμα. Συνήθως, οι τελευταίες ανήκουν στην κατηγορία των μη αναπτυξιακών επιχειρήσεων και έχουν χαμηλό P/E στη Χρηματιστηριακή Αγορά σε σύγκριση πάντα με τα P/E των αναπτυξιακών επιχειρήσεων.

Τούτο διότι, παρά το γεγονός ότι μια δραχμή σε μέρισμα σήμερα αξίζει περισσότερο από ότι μια δραχμή κερδών στο μέλλον (λόγω του υπάρχοντος πληθωρισμού), η προσδοκία για μεγαλύτερα μελλοντικά κέρδη είναι πολύ μικρή, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να μη τις προτιμούν και να μη πληρώνουν υψηλή τιμή για τα τρέχοντα κέρδη των επιχειρήσεων αυτών.

Από όλα τα παραπάνω τίθεται το ερώτημα, πώς το ύψος του P/E μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν οδηγός για τους επενδυτές προκειμένου να λάβουν μια επενδυτική απόφαση; Η απάντηση εδώ συνδέεται και με τη μελέτη των εξής στοιχείων:

1) Θα πρέπει ο επενδυτής να γνωρίζει ποια τιμή θεωρείται λογική για την απόκτηση μετοχών της επιχείρησης. Αυτή θα βρεθεί, αν συγκριθεί το τρέχον P/E με το ύψος του P/E της ίδιας επιχείρησης για μια σειρά προηγούμενων περιόδων ή ετών. Έτσι, οι επενδυτές θα μπορέσουν να δουν τις διακυμάνσεις που παρουσίασε το P/E της επιχείρησης για μια μακρά σχετικά περίοδο.

2) Θα πρέπει να γίνει σύγκριση του P/E της επιχείρησης με το μέσο όρο του P/E του κλάδου στον οποίο αυτή ανήκει, ή της Αγοράς. Κατ' αυτό τον τρόπο οι επενδυτές αποκτούν ένα μέτρο σύγκρισης του P/E της επιχείρησης με τα διαμορφούμενα στην Αγορά των άλλων επιχειρήσεων.

Η μελέτη των P/E των επιχειρήσεων που έχουν τις μετοχές τους εισηγμένες στο Χρηματιστήριο βοηθά τους επενδυτές σημαντικά, προκειμένου ν' αποκτήσουν μια συγκριτική εικόνα σχετικά με τις τιμές τους στην Αγορά. Τους βοηθά δηλαδή να επιλέξουν εκείνες τις μετοχικές αξίες που η τιμή τους είναι περισσότερο συμφέρουσα, με την προϋπόθεση βέβαια ότι ισχύουν για όλες οι ίδιες οικονομικές συνθήκες.

Στο σημείο αυτό πρέπει να πούμε ότι, η τιμή που οι επενδυτές προτίθενται να πληρώσουν προκειμένου ν' αποκτήσουν μετοχές μιας επιχείρησης είναι εξίσου σημαντική, όπως το ίδιο σημαντικό είναι και οι παράγοντες που συνθέτουν μια υγιή επιχείρηση. Τούτο διότι, η αγορά μετοχών σε υπερβολικά υψηλή τιμή είναι ενδεχόμενο να ζημιώσει τους επενδυτές.

Για το λόγο αυτό, κρίνεται σκόπιμο να παρακολουθηθεί η πορεία της τιμής των μετοχών της επιχείρησης και να είναι γνωστές οι διακυμάνσεις (ανωτέρα-κατωτέρα) της τιμής αυτών στη Χρηματιστηριακή Αγορά.

ΛΟΓΟΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
(31/12)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Αιγάλεον	23,0	43,0	19,0	18,0	--	--	--	--	--	--
Ανατόλια	11,0	--	5,0	--	--	--	--	--	--	--
Βόμβυξ	39,0	24,0	8,0	11,0	11,0	--	--	15,8	--	--
Δημητριάδης	9,0	8,0	9,0	12,0	9,0	4,0	3,9	8,4	11,8	24,0
Ετμα	17,0	11,0	13,0	10,0	9,0	12,7	4,9	11,4	17,2	5,9
Καμίζογλου	8,0	9,0	7,0	10,0	6,0	5,8	3,6	3,8	4,5	8,7
Κλ. Ναούσης	13,0	8,0	6,0	3,0	6,0	4,8	3,0	3,1	4,0	7,0
Λέκκας	30,0	18,0	40,0	--	--	--	--	12,6	12,5	38,6
Μακ. Κλωστήρ.	11,0	--	--	--	--	--	--	8,0	13,0	16,3
Πειρ. Πατ/κή	14,0	9,0	8,0	7,0	--	--	--	--	--	--
Τρία Αλφα	--	--	--	--	--	4,3	5,6	7,6	6,9	7,5
Φίντεξπορτ	--	--	--	--	--	31,9	8,9	12,3	15,5	10,7
Λιπάσματα	45,0	26,0	18,0	13,0	8,0	--	--	--	4,3	--
Παπουτσάνης	37,0	13,0	--	16,0	4,0	--	--	--	--	8,7
Πετρετάκης	7,0	12,0	8,0	10,0	3,0	2,9	6,9	5,7	18,5	22,0
Πυρ/ποιείον	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Κερ. Αλλατίνη	16,0	12,0	9,0	4,0	4,0	5,4	8,2	9,8	19,7	--
Ηρακλής	17,0	16,0	12,0	8,0	8,0	5,2	--	--	--	--
Τιτάν	16,0	10,0	9,0	6,0	5,0	3,2	--	5,6	7,3	24,5
Χαλκίδος	12,0	11,0	8,0	5,0	6,0	--	--	--	--	--

συνέχεια του πίνακα  
επόμενη σελίδα

ΛΟΓΟΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
(31/12)

Χάλυψ	14,0	18,0	26,0	28,0	--	--	--	--	--	--
Αλουμίνιο	18,0	13,0	10,0	5,0	6,0	--	3,3	3,9	--	72,1
Βιοσώλ	14,0	11,0	7,0	10,0	15,0	--	2,7	--	14,9	12,3
Λαυρεωτική	18,0	12,0	19,0	16,0	--	--	6,3	--	--	46,9
Λεβεντέρης	9,0	6,0	4,0	6,0	3,0	3,3	2,0	2,8	3,5	6,8
Μέτκα	11,0	7,0	4,0	4,0	3,0	1,8	2,0	4,7	4,7	12,1
Ράδιο Αθήναι	19,0	28,0	12,0	9,0	8,0	7,3	3,6	5,1	4,7	7,3
Ελαίς	14,0	8,0	6,0	5,0	6,0	3,3	2,3	5,1	6,7	9,2
Καρπός	29,0	27,0	52,0	40,0	27,0	2,2	--	7,1	6,5	34,9
Μπουτάρης	--	--	--	--	--	--	--	--	--	11,7
Οίλων	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Παυλίδης	--	5,0	3,0	5,0	6,0	2,7	2,5	--	--	8,3
Κυλ. Σαρ/λοι	6,0	3,0	4,0	5,0	3,0	4,8	4,3	--	--	--
Μύλ. Αγ. Γεωργ	14,0	10,0	6,0	6,0	7,0	--	--	--	--	8,2
Καρέλιας	--	--	2,0	5,0	2,0	7,0	2,7	1,9	2,7	10,5
Παπαστράτος	17,0	9,0	5,0	3,0	3,0	4,4	1,4	1,7	2,7	7,2
Βίς	10,0	11,0	7,0	9,0	3,0	2,7	4,1	5,5	5,2	5,4
Λάμψα	32,0	40,0	84,0	55,0	85,0	--	--	--	--	--
Αθηναία	6,0	4,0	4,0	5,0	4,0	2,4	2,7	3,1	3,1	3,9
Βιοτέρ	8,0	7,0	3,0	4,0	3,0	--	--	4,1	--	--
Διαμαντής	7,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,2	2,9	7,0	8,2	6,4
Κλαουδάτος	12,0	8,0	5,0	4,0	12,0	5,7	4,9	16,1	5,9	9,0
Λαμπρόπουλος	18,0	8,0	--	4,0	5,0	37,7	3,7	4,6	8,2	4,9
Ευλεμπορία	14,0	10,0	2,0	2,0	4,0	5,6	2,4	5,0	5,3	5,4
Ελφίκο	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8,5
Φουρλής	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Σέλμαν	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

ΣΗΜ: Οι εταιρίες, Μπουτάρης, Ελφίκο, εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο το 1987 ενώ οι εταιρίες Φουρλής και Σέλμαν εισήχθησαν το 1988.

Ο παραπάνω πίνακας εμφανίζει το λόγο τιμής προς κέρδη κατά μετοχή (P/E) μερικών επιχειρήσεων που έχουν εισηγμένες τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο, κατά τα έτη 1978-87. Η μελέτη του P/E θα μας βοηθήσει να αγοράσουμε μετοχές της επιχείρησης σε τιμή που θεωρείται αρκετά συμφέρουσα. Όσο υψηλότερο είναι το P/E μιας μετοχικής αξίας τόσο μεγαλύτερη είναι η εμπιστοσύνη των επενδυτών σ' αυτή και στη μελλοντική εξέλιξη των κερδών της.

Γενικά, αναπτυσσόμενες υγιείς επιχειρήσεις με χαμηλό δανεισμό έχουν υψηλό P/E σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις που δεν παρουσιάζουν ανάπτυξη (growth) και που αγοράζονται από επενδυτές που έχουν προτίμηση στη λήψη ικανοποιητικού μερίσματος. Οι τελευταίες αυτές επιχειρήσεις έχουν συνήθως χαμηλό P/E στην Αγορά. Επίσης, χαμηλής ποιότητας επιχειρήσεις ή επιχειρήσεις που περικλείουν υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο τείνουν να έχουν ή πολύ χαμηλό P/E ή αρκετά υψηλό λόγω μη υπάρξεως κερδών.

Συμπερασματικά θα μπορούσε να λεχθεί ότι, είναι λογικό οι επενδυτές να αναζητούν επιχειρήσεις καλής ποιότητας και να έχουν σαν επιδίωξη την την απόκτηση μετοχών σε χαμηλή τιμή με ένα λογικό P/E. Αντίθετα, απόκτηση μετοχών που έχουν υψηλό P/E μπορεί να οδηγήσει σε ζημιά από μια ενδεχόμενη πτώση των τιμών τους στην Αγορά.

#### **Ταμιακή ροή κατά μετοχή (Cash flow per share)**

Τα τελευταία χρόνια δίνεται μεγάλη σημασία στην ταμιακή ροή (cash flow) των επιχειρήσεων. Με τον όρο ταμιακή ροή εννοούμε το ύψος των κεφαλίων που εισέρευσαν στην επιχείρηση σαν αποτέλεσμα της δραστηριότητάς της, μετά την αφαίρεση όλων των καταβληθεισών δαπανών. Το ύψος της ταμιακής ροής κατά μετοχή βρίσκεται, αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη της χρήσεως, πριν από την αφαίρεση των αποσβέσεων χρήσεως, με τον αριθμό των μετοχών μιας επιχείρησης που βρίσκεται σε κυκλοφορία, ήτοι:

Ταμιακή ροή κατά μετοχή (cash flow κατά μετοχή)	=	$\frac{\text{(Καθαρά κέρδη + Αποσβέσεις χρήσεως)}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$	=
	=	$\frac{5.000.000 + 2.000.000}{250.000}$	=
	=	28 Δρχ.	

Ο δείκτης αυτός, πρέπει να χρησιμοποιείται, σαν συμπλήρωμα του δείκτη των καθαρών κερδών κατά μετοχή και είναι πολύ χρήσιμος στις περιπτώσεις συγκρίσεων μεταξύ επιχειρήσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί το cash flow κατά μετοχή είναι ένα στοιχείο περισσότερο συγκρίσιμο από ότι τα καθαρά κέρδη κατά μετοχή, λόγω των μεγάλων διαφορών που υπάρχουν μεταξύ των επιχειρήσεων ως προς τις μεθόδους και την πολιτική αποσβέσεων που κάθε επιχείρηση εφαρμόζει.

Η καθαρά ταμιακή ροή δείχνει το κατά πόσο οι τρέχουσες ανάγκες της επιχείρησης καλύπτονται από τα ρευστά που προέρχονται από τη δραστηριότητα αυτής.

### **Αριθμοδείκτης αποδόσεως μετοχής σε ταμιακή ροή (cash flow) και άλλοι συναφείς αριθμοδείκτες.**

Η κατά μετοχή ταμιακή ροή είναι σημαντικό μέγεθος, ιδίως για τους επενδυτές στο χρηματιστήριο αλλά και για τους δανειστές, τις τράπεζες και γενικά τους ενδιαφερόμενους για μια επιχείρηση. Αυτό γιατί το ύψος της ταμιακής ροής δεν επηρεάζεται από τους χειρισμούς εκείνους που μπορούν να αλλοιώσουν τα οικονομικά αποτελέσματα μιας επιχείρησης. Πάντως, ο υπολογισμός της ταμιακής ροής κατά μετοχή αποκτά ιδιαίτερη σημασία αν συνδυάζεται με τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών μιας επιχείρησης δηλαδή των αριθμοδείκτη αποδόσεως της μετοχής σε ταμιακή ροή, ήτοι:

Αριθμοδείκτης αποδόσεως μετοχής σε ταμιακή ροή	=	100 x	$\frac{\text{Ταμιακή ροή κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}$	=
			$\frac{300}{900}$	
			= 100 x $\frac{300}{900}$	=
				= 33,3%

Ο αριθμοδείκτης αυτός συμπληρούμενος και από τον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη κατά μετοχή (P/E ratio) βοηθά, σε μεγάλο βαθμό, την ανάλυση των μετοχών μιας επιχείρησης, με την προϋπόθεση σύγκρισής με το P/E ratio άλλων ομοειδών επιχειρήσεων ή τον αριθμοδείκτη P/E του κλάδου που ανήκει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Σύγκριση του cash flow μιας επιχείρησης με τις επενδύσεις δείχνει το ύψος της αυτοχρηματοδότησής της μέσα σε μια χρήση. Έτσι, με την ευρεία έννοια του όρου, το cash flow ταυτίζεται με την αυτοχρηματοδότηση.

Επίσης, μεγάλη πληροφορική αξία έχουν και οι διαχρονικές ενδοεπιχειρησιακές, καθώς και διεπιχειρησιακές συγκρίσεις με την ανάλυση του cash flow σε συσχετισμό με τις πωλήσεις.

Για την εκτίμηση του ποσοτού αυτοχρηματοδότησης χρησιμοποιείται ο αριθμοδείκτης ταμιακής ροής προς καθαρές πωλήσεις χρήσεως, ήτοι:

Αριθμοδείκτης ποσοτού αυτοχρηματοδότησης	= 100 x	$\frac{\text{Ταμιακή ροή}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}}$	=
	= 100 x	$\frac{3.000.000}{10.000.000}$	=
	=	30%	

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό της χρηματοδότησης μιας επιχείρησης από τα ίδια τα κεφάλαιά της. Για να γίνει όμως ορθή ερμηνεία του αριθμοδείκτη αυτού απαιτείται να παραμένει σταθερή η σχέση πωλήσεων προς τα απασχολούμενα κεφάλαια, διαφορετικά μπορεί να οδηγηθεί κανείς σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

Πέραν αυτών, για να βρεθεί η διάρκεια, κατά την οποία το σύνολο των επενδύσεων μιας επιχείρησης σε πάγια θα αποδραμευτεί με τη μορφή κερδών και αποσβέσεων, υπολογίζεται ο αριθμοδείκτης καθαρών παγίων προς ταμιακή ροή, ήτοι:

Αριθμοδείκτης Διάρκειας	=	Καθαρά Πάγια	=
Εξοφλήσεως Επενδύσεων		Ταμιακή ροή	
		15.000.000	
	=	3.000.000	=
	=	5 έτη	

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης, τόσο περισσότερος χρόνος απαιτείται μέχρι να εξοφληθούν τα πάγια της επιχείρησης, λαμβανομένων υπόψη μόνο των εισροών από τη δραστηριότητά της.

### **Απόσβεση κατά μετοχή (Depreciation per share)**

Επειδή για πολλές εταιρίες το ύψος των ετησίων αποσβέσεων είναι πολύ σημαντικό, η δε πολιτική αποσβέσεων διαφέρει σημαντικά από επιχείρηση σε επιχείρηση, είναι χρήσιμο παράλληλα με το συντελεστή αποσβέσεων, να προσδιορίζεται και το ύψος των κατά μετοχή αποσβέσεων της χρήσεως.

Το μέγεθος αυτό δίνεται από τη σχέση:

Απόσβεση κατά μετοχή =		Σύνολο αποσβέσεων χρήσεως	=
		Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία	
		2.000.000	
	=	250.000	=
	=	8 Δρχ.	



Το ύψος των αποσβέσεων, που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή μιας επιχείρησης, είναι χρήσιμο όταν συγκρίνουμε διάφορες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις και κυρίως όταν το συσχετίζουμε με τα κατά μετοχή κέρδη και την ταμιακή ροή.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα κατά μετοχή μεγέθη της ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ κατά την περίοδο 19Χ4-19Χ8.

Διάφοροι κατά μετοχή αριθμοδείκτες της ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ κατά τα έτη 19Χ4-Χ8					
	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Κέρδη κατά μετοχή.....	101,8	160,4	160,7	194,4	70,8
Μέρισμα κατά μετοχή.....	85	120	120	150	60*
Χρηματιστηριακή τιμή (31/12).....	1800	1635	1860	1360	1087*
Ποσοστό διανεμομένων κερδών.....	83,5	74,8	74,7	77,2	84,8
Παρούσα μερισματική απόδοση.....	4,7%	7,3%	6,5%	11,0%	5,5%
Εσωτερική αξία μετοχής (31/12).....	580	633	740	812	1096
Εσωτερική αξία χρηματιστηριακή τιμή.....	32,2%	38,7%	39,8%	59,7%	100,8%
Αριθμοδείκτης Ρ/Ε (31/12).....	17	16	11	8	8
Ταμιακή ροή κατά μετοχή...	258	399	429	529	365
Απόσβεση κατά μετοχή.....	156	238	268	335	294

\* Αυξηση αριθμού μετοχών από 3.076.638 ονομαστικής αξίας δραχ.188 σε 4.614.957 ονομαστικής αξίας δραχ.605, λόγω αναπροσαρμογής της αξίας των παγίων.

## Ανάλυση με αριθμοδείκτες και πληθωρισμός

Όταν τα στοιχεία (όροι) ενός αριθμοδείκτη εκφράζονται σε νομισματικές μονάδες της ίδιας περίπου χρονικής περιόδου (χρήσεως), πράγμα που σημαίνει ότι η αγοραστική δύναμη όλων των αναφερομένων ποσών είναι η ίδια τότε το μέγεθος που εκφράζει ο αριθμοδείκτης ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και δεν επηρεάζεται από τον πληθωρισμό.

Όταν όμως ένας από τους δύο όρους εκφράζεται σε ιστορικές τιμές (μη αναπροσαρμοσμένες) και ο άλλος σε τρέχουσες τιμές, τότε το μέγεθος που εκφράζει ο αριθμοδείκτης έχει κάποιες αποκλίσεις από την πραγματικότητα, διότι δε λήφθηκαν υπόψη οι πληθωριστικές πιέσεις που έχουν ασκηθεί επί το ποσό που εκφράζεται σε ιστορικές τιμές.

Όπως είναι γνωστό, σε ιστορικές τιμές αναγράφεται συνήθως τα στοιχεία του ισολογισμού (πάγια, αξία αποθεμάτων όταν εφαρμόζεται η μέθοδος LIFO - τελευταίο εισαχθέν πρώτο εξαχθέν κ.α.).

Πέραν αυτού, κάτω από συνθήκες αυξανόμενου πληθωρισμού, υπάρχει τάση αυξήσεως των επιτοκίων, τα οποία στη συνέχεια προκαλούν μείωση της αξίας των μακροχρόνιων υποχρεώσεων της επιχείρησης. Έτσι, τα οικονομικά αποτελέσματα ποικίλουν από έτος σε έτος, ανάλογα με τη μεταβολή του ρυθμού του πληθωρισμού. Οι μεταβολές αυτές, θα έχουν σοβαρή επίδραση, αν ο προσδιορισμός του κόστους πωληθέντων γίνεται με τη μέθοδο FIFO (πρώτο εισαχθέν πρώτο εξαχθέν).

Τα παραπάνω σε περιπτώσεις συγκρίσεως των αριθμοδεικτών αναλύσεως της ίδιας επιχείρησης διαχρονικά ή συγκρίσεως των αριθμοδεικτών διαφόρων επιχειρήσεων σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, έχουν την τάση να προσδίδουν στα αποτελέσματα της μελέτης μειωμένη αξιοπιστία, σε σχέση με εκείνη που θα είχαν αν δε υπήρχε πληθωρισμός ή αν οι ρυθμοί πληθωρισμού ήταν χαμηλοί.

Η απόκλιση των μελετωμένων μεγεθών των λογιστικών καταστάσεων από την πραγματικότητα είναι ακόμη πιο μεγάλη όταν μια επιχείρηση αλλάζει συχνά τις λογιστικές αρχές που ακολουθεί, δηλαδή αλλάζει τις μεθόδους αποτίμησης των αποθεμάτων, αλλάζει την ακολουθούμενη μέθοδο αποσβέσεως παγίων (από τους σταθερούς συντελεστές αποσβέσεων σε αυξανόμενους συντελεστές αποσβέσεων ή αντιστρόφως) κλπ. Το ίδιο συμβαίνει και όταν οι αλλαγές αυτές γίνονται από άλλες επιχειρήσεις του κλάδου όπου ανήκει και η μελετούμενη επιχείρηση.

Στις περιπτώσεις αυτές οι αναλυτές θα μπορούσαν να επέμβουν και να προσαρμόσουν τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων σύμφωνα με μια κοινή βάση. Η διαδικασία όμως αυτή, εκτός του ότι είναι πολύ δύσκολη, δεν εξαφανίζει εντελώς το πρόβλημα και γι' αυτό οι αναλυτές χρησιμοποιούν τα δημοσιευόμενα στοιχεία όπως έχουν.

Σημειώνεται όμως ότι, κατά την αξιολόγηση των διαφόρων αριθμοδεικτών οι αναλυτές πρέπει να χρησιμοποιούν (επιστρατεύουν) και τη δική τους κρίση και εμπειρία, για να πληρώσουν όσο το δυνατόν περισσότερο προς τα πραγματικά δεδομένα της επιχείρησης που μελετούν, πολλές φορές ένας αριθμοδείκτης μπορεί να εμφανίζεται "καλός" ή "κακός" αλλά στην πραγματικότητα να συμβαίνει το αντίθετο και ως εκ τούτου ο αναλυτής να είναι δύσκολο να πάρει τη σωστή απόφαση ή να πάρει κάποια απόφαση.

## ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ (COMPERATIVE ANALYSIS)

Η συγκριτική ή διαχρονική χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων συντελείται με την κατάταξη των στοιχείων κατά κατηγορίες και για μια σειρά ετών.

Τα λογιστικά στοιχεία αποκτούν μεγαλύτερη σημασία όταν συγκρίνονται με άλλα παρόμοια προηγούμενων ετών ή χρήσεων. Οι καταστάσεις με λογιστικά στοιχεία δύο ή περισσότερων χρήσεων καλούνται συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις (comperative statements). Έτσι, ετήσια, εξαμηνιαία, τριμηνιαία ή και μηνιαία στοιχεία μπορούν εύκολα να συγκριθούν με τα αντίστοιχα προηγούμενων χρήσεων και να οδηγήσουν σε συμπεράσματα σχετικά με την τάση και το ρυθμό τους διαχρονικά.

Η παρουσίαση των συγκριτικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων επαυξάνει τη χρησιμότητα αυτών και εμφανίζει περισσότερο καθαρά τη φύση και τις τάσεις των τρεχουσών μεταβολών που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης. Οι συγκριτικές καταστάσεις για μια σειρά είναι πιο σημαντικές από εκείνες που παρουσιάζουν μια μόνο περίοδο. Για να είναι όμως δυνατή και επωφελής η σύγκριση των λογιστικών στοιχείων διαχρονικά πρέπει οι συγκριτικές καταστάσεις να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις:

1. Η ταξινόμηση των στοιχείων να είναι ομοιόμορφη σε όλες τις περιόδους στις οποίες αναφέρονται.

2. Στις ίδιες επί μέρους ομάδες στοιχείων να είναι ενταγμένα τα αυτά στοιχεία.

3. Να τηρούνται οι αυτές λογιστικές αρχές καθ' όλη την υπο κρίση περίοδο. Σε περίπτωση που υπάρχει κάποια αλλαγή αυτών θα πρέπει να σημειώνεται, ώστε να λαμβάνεται υπόψη από τον αναλυτή.

4. Να σημειώνονται τυχόν μεταβολές στις συνθήκες ή στη φύση των στοιχείων.

Στην έκταση που οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν τηρούνται, οι συγκρίσεις μπορεί να δώσουν παραπλανητική εικόνα και να οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι συγκριτικές καταστάσεις καθίστανται περισσότερο χρήσιμες αν παράλληλα με τα απόλυτα μεγέθη περιέχουν και ποσοστά.

Για να είναι δυνατή η πρόβλεψη της πορείας μιας επιχείρησης στο μέλλον, είναι απαραίτητο να συγκεντρώνονται στοιχεία και πληροφορίες για δύο ή περισσότερες περιόδους. Τούτο διότι, τα στοιχεία αυτά είναι πολύ περισσότερο αποκαλυπτικά από ότι οι πληροφορίες μιας μόνο περιόδου.

Η συγκριτική ανάλυση περιλαμβάνει τις εξής μεθόδους:

- 1) Τις συγκριτικές καταστάσεις συνήθους μορφής διαχρονικά.
- 2) Τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών τάσεως.
- 3) Την διαχρονική ανάλυση των <<κοινών μεγεθών>> των λογιστικών καταστάσεων.
- 4) Τη διαχρονική ανάλυση των αριθμοδεικτών.

## ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Η κατάρτιση των συγκριτικών καταστάσεων επιτρέπει την αξιολόγηση των μεταβολών των διαφόρων ομάδων στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων και των μεταβολών της χρηματοοικονομικής θέσεως μιας επιχειρήσεως. Η απεικόνιση των εν λόγω μεταβολών γίνεται διαχρονικά τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και σε ποσοστά.

Μια σε βάθος ανάλυση των συγκριτικών καταστάσεων μπορεί να οδηγήσει στον εντοπισμό των παραπάνω μεταβολών.

Μια ετήσια αύξηση των πωλήσεων, π.χ. κατά 10%, συνοδευόμενη από αύξηση των απαιτήσεων της επιχειρήσεως κατά 15%, κατά την ίδια περίοδο, χρειάζεται περαιτέρω διερεύνηση για τη διαφορά που υπάρχει στο ποσοστό αύξησεως των πωλήσεων και στο αντίστοιχο ποσοστό της αυξησεως των απαιτήσεων. Η διαφορά αυτή είναι δυνατόν να οφείλεται στην αλλαγή της πολιτικής πωλήσεων και της παροχής περισσότερων διευκολύνσεων στους πελάτες της, ή σε άλλους λόγους.

Η σύγκριση των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων για 2-3 χρόνια μπορεί να γίνει εύκολα με την παρακολούθηση των μεταβολών τόσο των απολύτων μεγεθών όσο και των ποσοστών τους. Κατ' αυτό τον τρόπο, δίνεται πληρέστερη εικόνα έναντι εκείνης που παρέχεται από την εξέταση μεμονωμένα των απολύτων μεγεθών ή των ποσοστιαίων μεταβολών των στοιχείων.

Μια μεταβολή π.χ. 10% στην αξία αποθεμάτων, ύψους δρχ. 50.000, είναι λιγότερο σημαντική από την ίδια ποσοστιαία μεταβολή ύψους αποθεμάτων δρχ. 5.000.000. Για το λόγο αυτό είναι απαραίτητο μαζί με τις ποσοστιαίες μεταβολές ν' αναγράφονται και τα απόλυτα μεγέθη τους, γιατί τότε μόνο έχουμε την πραγματική εικόνα των μεταβολών των στοιχείων μιας επιχειρήσεως και μπορούμε να φθάσουμε σε σωστά συμπεράσματα.

Για τη μελέτη στοιχείων περισσότερων ετών η σύγκριση των μεταβολών των διαφόρων μεγεθών είναι προτιμότερο να γίνεται με τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών τάσεως.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να πούμε ότι οι συγκριτικές καταστάσεις, κάνουν την αξία τους, αν τα στοιχεία και οι μεταβολές που απεικονίζουν, δεν είναι συγκρίσιμες, από το ένα έτος στο άλλο και δεν τηρούνται οι γενικά παραδεκτές αρχές της λογιστικής καθώς και οι προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω. Κατά την εξαγωγή των συμπερασμάτων του ο αναλυτής θα πρέπει να λάβει υπόψη του ότι, σε περιπτώσεις μεταβολών των τιμών, τα μεγέθη που απεικονίζονται στις συγκριτικές καταστάσεις εμφανίζουν αξίες σε νόμισμα διαφορετικής αγοραστικής δύναμης λόγω του υπάρχοντος πληθωρισμού.

Ο υπολογισμός των μεταβολών των διαφόρων στοιχείων των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως είναι απλός. Όταν όμως παρουσιάζονται αρνητικά μεγέθη στο έτος βάσεως και θετικά μεγέθη μετέπειτα, ή και αντίστροφα, τότε δεν υπολογίζονται ποσοστιαίες μεταβολές.

Αν π.χ. τα καθαρά κέρδη μιας επιχειρήσεως στο υπό εξέταση έτος είναι 500.000 δρχ. και στο προηγούμενο έτος εμφανιζόταν ζημία δρχ. 100.000, τότε η καθαρή μεν αύξηση των κερδών της είναι δρχ. 600.000, αλλά η μεταβολή αυτή δεν μπορεί να απεικονιστεί με ποσοστά. Το ίδιο συμβαίνει και όταν κάποιο στοιχείο δεν υπήρχε στο έτος βάσεως. Δεν μπορεί να υπολογιστεί ποσοστιαία μεταβολή. Αντίθετα, όταν υπήρχε κάποια αξία στο έτος βάσεως και δεν υπάρχει στο υπό εξέταση έτος, τότε η ποσοστιαία μείωση του εν λόγω στοιχείου είναι 100%.

Με τη μελετημένη ανάλυση είναι δυνατή η σύγκριση των ετησίων μεγεθών, με τους μέσους όρους των αντιστοίχων μεγεθών ολόκληρης της εξεταζόμενης περιόδου, με σκοπό να επισημανθούν τυχόν ασυνήθιστες διακυμάνσεις,

δεδομένου ότι ο μέσος όρος εξομαλύνει κατά κάποιο τρόπο τις ακραίες περιπτώσεις.

Ο πίνακας 8-1 δείχνει τη συγκριτική ανάλυση των στοιχείων των ισολογισμών της Α.Ε. τσιμέντα ΤΙΤΑΝ σε απόλυτα μεγέθη και ποσοστά κατά τα έτη 19Χ6-Χ8.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8-1

Α.Ε. Τσιμέντα ΤΙΤΑΝ - Στοιχεία ισολογισμών 19Χ6 - Χ8 (Τα ποσά σε εκατ. δραχ.)							
ΤΙΤΛΟΙ Λ/ΣΜΩΝ	ΠΟΣΑ			ΜΕΤΑΒΟΛΗ			
	19Χ6	19Χ7	19Χ8	19Χ6/Χ7	%	19Χ7/Χ8	%
Καθαρά πάγια...	4.821,7	6.475,9	8.705,0	1.654,2	34,3	2.229,1	34,4
Συμμετοχές.....	588,0	679,1	827,2	91,1	15,5	148,1	21,8
Αποθέματα.....	1.839,1	2.809,4	3.157,0	970,3	52,7	347,6	12,3
Χρεώστες.....	1.007,2	1.419,5	1.936,4	412,3	40,9	516,9	36,4
Διαθέσιμα.....	129,3	108,0	168,9	(21,3)	16,5	60,9	56,4
Σύν. Ενεργητικού	8.385,3	11491,9	14794,5	3.106,6	37,0	3.302,6	28,7
Μετοχικό Κεφ...	388,6	388,6	1.452,6	-	-	1.064,3	273,9
Διαφ. Αποθεματ..	1.398,7	1.720,1	1.959,8	321,4	23,0	239,7	13,9
Σύν. ιδίων κεφ.	1.787,3	2.108,7	3.412,7	321,4	15,2	1.304,0	61,8
Μακροπρό. υποχρ.	3.221,3	4.175,4	5.360,4			1.185,0	28,4
Μεσοβραχ. υποχρ.	3.376,7	5.207,8	6.021,4	1.831,1	54,2	813,7	15,6
Σύν. ξένων κεφ.	6.598,0	9.383,2	11381,8	2.785,2	42,2	1.998,6	21,3
Σύν. παθητ. +ΚΒ	8.385,3	11491,9	14794,5	3.106,6	37,0	3.302,6	28,7



ΠΙΝΑΚΑΣ 8-2

Συγκριτική κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης  
Α.Ε. Τιμέντα ΤΙΤΑΝ  
(Τα ποσά είναι σε εκατ. δρχ.)

ΤΙΤΛΟΙ Λ/ΣΜΩΝ	ΠΟΣΑ			ΜΕΤΑΒΟΛΗ			
	19Χ6	19Χ7	19Χ8	ΠΟΣΑ	%	ΠΟΣΑ	%
Εσοδα πωλήσεων	159,4	180,5	200,6	21,1	13,2	20,1	11,2
Μείον: Κόστος πωληθέν.	119,0	130,5	140,0	11,5	9,7	9,5	7,3
Μικτό κέρδ. πωλ. Μείον	40,4	50,0	60,6	9,6	23,8	10,6	21,2
Εξοδα διοικήσ.	6,0	5,0	4,0	(1,0)	16,7	(1,0)	(20,0)
Εξοδα διαθέσεως	10,4	12,0	14,5	1,6	15,4	2,5	20,8
Εξοδα χρηματοδ.	5,0	7,0	7,5	2,0	40,0	0,5	7,1
Λοιπά λειτ. εξοδ	1,0	1,5	2,0	0,5	50,0	0,5	33,3
Σύνολο λειτ. εξ.	22,4	25,5	28,0	3,1	13,8	2,5	9,8
Λειτουργ. αποτ.	18,0	24,5	32,6	6,5	36,8	8,1	33,1
Διάφορα έσοδα	3,0	4,5	4,0	1,5	50,0	(0,5)	(11,1)
Διάφορα έξοδα	1,0	1,5	2,0	0,5	50,0	0,5	33,3
Αποτ. χρ. προ φορ	20,0	27,5	34,6	7,0	35,0	7,6	27,6
Φόρος εισοδήμ.	9,0	12,2	15,5	3,2	35,6	3,3	27,0
Καθαρό αποτέλ.	11,0	14,8	19,1	3,8	34,5	4,3	29,1

## ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΕΩΣ

Στις περιπτώσεις που οι συγκρίσεις αφορούν μεγέθη των λογιστικών καταστάσεων για μακρά χρονική περίοδο (π.χ. 5 - 10 χρόνια), η προηγούμενη μέθοδος παρακολουθήσεως των διαχρονικών μεταβολών είναι πάρα πολύ δύσκολη και κοπιαστική. Στις περιπτώσεις αυτές είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται οι αριθμοδείκτες τάσεως.

Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών τάσεως προϋποθέτει την επιλογή ενός έτους ή μιας χρονικής στιγμής που θα αποτελέσει τη βάση. Οι αριθμοδείκτες κατά τη συγκεκριμένη αυτή στιγμή, για όλα τα μεγέθη που πρόκειται να μελετηθούν, θα είναι ίσοι με το 100. Εφόσον το έτος βάσεως αποτελεί την αφηρητή για όλες τις μετέπειτα συγκρίσεις, θα πρέπει, να είναι ένα ιδεώδες έτος από πλευράς συνθηκών και αποτελεσμάτων της επιχειρήσεως. Ο πίνακας Β-3 παρουσιάζει τα ακαθάριστα πάγια, τις αποσβέσεις, και τους αριθμοδείκτες τάσεως των αντιστοίχων μεγεθών των εταιριών Α.Ε. ΑΓΕΤ - ΗΡΑΚΛΗΣ και Α.Ε. Τσιμέντα ΤΙΤΑΝ τα έτη 19Χ4-Χ9.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β-3

Πάγια και Αριθμοδείκτες Τάσεως ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ και ΤΙΤΑΝ						
Α.Ε. ΑΓΕΤ-ΗΡΑΚΛΗΣ	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8	19Χ9
Ακαθ.πάγια εκ.δρχ.	6.892,4	7.377,9	7.889,9	8.767,9	10.676,2	16.183,1
Αποσβέσεις >> >>	2.722,4	3.119,2	3.599,5	4.327,1	5.131,9	6.156,7
Αριθμ.τάσ.ακαθ.παγ.	100,0	107,0	114,5	127,2	154,9	234,8
Αριθμ. τάσεως αποσβ.	100,0	114,6	132,2	158,9	188,5	226,1
<b>Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΤΙΤΑΝ</b>						
Ακαθ.πάγια εκ. δρχ.	5.055,6	5.369,4	6.958,7	8.109,8	9.639,9	12.446,9
Αποσβέσεις >> >>	2.458,7	2.873,9	3.294,7	3.960,6	4.837,1	5.986,1
Αριθμ.τάσ.ακαθ.παγ.	100,0	106,2	137,6	160,4	190,7	246,2
Αριθμ. τάσεως αποσβ.	100,0	116,9	134,0	161,1	196,7	243,5

Το 19Χ4 έχει επιλεγεί σαν έτος βάσεως για τα παραπάνω στοιχεία. Ο αριθμοδείκτης τάσεως υπολογίζεται αν διαιρέσουμε την τιμή του ενός μεγέθους στο υπό κρίση έτος με την τιμή αυτού στο έτος βάσεως, δηλαδή:

Δείκτης Τάσεως (Δ.Τ.)	= 100 Χ	$\frac{\text{Μέγεθος στο υπό κρίση έτος}}{\text{Μέγεθος στο έτος βάσεως}}$	=
	= 100 Χ	$\frac{150.000}{90.000}$	=
	= 166,7		

Ο αριθμοδείκτης τάσεως στο παράδειγμά μας είναι 166,7, κάνοντας την υπόθεση ότι το ύψος του μεγέθους κατά το τρέχον έτος ήταν δρχ. 150.000 και κατά το έτος βάσεως δρχ. 90.000.

Έτσι, οι αριθμοδείκτες τάσεως δίνουν πιο ανάγλυφα τις μεταβολές των οικονομικών στοιχείων διαχρονικά και καθιστούν δυνατή την οριζόντια ανάλυση και μελέτη αυτών. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να πούμε ότι, δεν είναι απαραίτητο να υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες τάσεως όλων των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων, αλλά μόνο εκείνοι που παρουσιάζουν κάποιο ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τον αναλυτή. Αυτό γιατί βασικός σκοπός κάθε οικονομικής ανάλυσεως είναι να γίνουν συγκρίσεις μεταξύ οικονομικών μεγεθών, τα οποία έχουν κάποια λογική σχέση μεταξύ τους. Τονίζεται ότι, κατά την μελέτη των αριθμοδεικτών τάσεως, θα πρέπει να καταβάλλεται μεγάλη προσοχή, ώστε τα οικονομικά στοιχεία των διαδοχικών ετών ή περιόδων να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους.

Ο αναλυτής, συγκρίνοντας την τάση διαφόρων σχετιζομένων μεταξύ τους οικονομικών μεγεθών, σχηματίζει γνώμη για το αν υπάρχουν ευνοϊκές ή όχι τάσεις που αντανακλούνται από τα στοιχεία αυτά.

Όπως τονίστηκε, στο έτος βάσεως κάθε ένα από τα οικονομικά στοιχεία απεικονίζεται με το 100. Αν η απόλυτη τιμή ενός οικονομικού στοιχείου είναι μικρότερη από αυτή στο έτος βάσεως, τότε ο αριθμοδείκτης τάσεως θα

είναι μικρότερος του 100. Αν η απόλυτη τιμή του είναι μεγαλύτερη από αυτή που εμφανίζεται στο έτος βάσεως, τότε ο αριθμοδείκτης θα είναι μεγαλύτερος του 100.

Οι ποσοστιαίες αυξήσεις υπολογίζονται αν από τους διαδοχικούς αριθμοδείκτες τάσεως αφαιρεθεί το 100, ενώ οι ποσοστιαίες μειώσεις υπολογίζονται αν από το 100 αφαιρεθεί κάθε ένας αριθμοδείκτης τάσεως.

Ο πίνακας 8-4 εμφανίζει τη συγκριτική κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως μιας υποθετικής επιχείρησης κατά τα έτη 19Χ4-Χ8.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β-4

Συγκριτική κατάσταση αποτελεσμάτων - δείκτες τάσεως

ΤΙΤΛΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Εσοδα πωλήσεων	159,4	180,5	200,6	230,4	260,5
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	113,2	125,8	144,5	163,4
Κόστος πωληθέντων	119,0	130,5	140,0	160,5	180,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	109,7	117,6	134,9	151,3
Μικτό κέρδος	40,4	50,0	60,0	69,9	80,5
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	123,8	150,0	173,0	199,3
Εξοδα διοικήσεως	6,0	5,0	4,0	4,5	5,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	83,3	66,7	75,0	83,3
Εξοδα διαθέσεως	10,4	12,0	14,5	16,0	17,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	115,4	139,4	153,8	163,5
Εξοδα χρηματοδοτήσ.	5,0	7,0	7,5	9,0	8,5
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	140,0	150,0	180,0	170,0
Λοιπά λειτουργ. εξ.	1,0	1,5	2,0	2,0	1,5
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	150,0	200,0	200,0	150,0
Σύνολο λειτουργ.εξ.	22,4	25,5	28,0	31,5	32,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	113,8	125,0	140,6	142,9
Λειτουργικό αποτελ.	18,0	24,5	32,6	38,4	48,5
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	136,1	181,1	213,3	269,4
Διάφορα έσοδα	3,0	4,5	4,0	4,5	5,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	150,0	133,3	150,0	166,7
Διάφορα έξοδα	1,0	1,5	2,0	2,0	2,5
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	150,0	200,0	200,0	250,0
Αποτέλεσμα προ φόρ.	20,0	27,5	34,6	40,9	51,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	137,5	173,0	204,5	255,0
Φόρος εισοδήματος	9,0	12,2	15,5	18,4	23,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	135,5	172,2	204,4	255,6
ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ	11,0	14,8	19,1	22,5	28,0
Αριθμοδείκτης τάσ.	100,0	134,5	173,6	204,5	254,5

ΣΗΜ: Τα δραχμικά ποσά αναφέρονται σε εκατομμύρια δραχμές

Όπως βλέπουμε ο πίνακας αυτός δίνει μια λεπτομερή εικόνα της εξέλιξης των επιμέρους στοιχείων της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως. Αν ο αναλυτής επιθυμεί να έχει πιο λεπτομερή ανάλυση ορισμένων άλλων στοιχείων της επιχειρήσεως και των εξελίξεών τους τότε, εφόσον υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, συντάσσει αναλυτικές συγκριτικές καταστάσεις και αριθμοδείκτες τάσεως.

Ο παρακάτω πίνακας 8-5 δίνει μια συγκριτική εικόνα των αριθμοδεικτών τάσεως, των συνολικών υποχρεώσεων και των ιδίων κεφαλαίων της Α.Ε. ΑΓΕΤ - ΗΡΑΚΛΗΣ κατά τα έτη 19Χ4-Χ8.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8-5

Αριθμοδείκτες τάσεως της Α.Ε. ΑΓΕΤ - ΗΡΑΚΛΗΣ κατά τα έτη 19Χ4-Χ8					
	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	1.783,8	1.946,5	2.275,3	2.514,3	5.057,9
Σύνολο υποχρεώσεων (εκ. δρχ.)	4.416,8	4.817,2	7.027,9	13.076,7	22.873,6
Αριθμοδείκτης τάσ. ιδίων κεφαλαίων (%)	100,0	109,1	127,6	140,9	283,5
Αριθμοδείκτης τάσ. συνολικών υποχρεώ- σεων (%)	100,0	109,1	159,1	296,1	517,9

Από τον πίνακα αυτό φαίνεται ότι οι συνολικές υποχρεώσεις της επιχειρήσεως αυξήθηκαν, στην περίοδο 19Χ4-Χ8, κατά 417,9%, ενώ τα ίδια κεφάλαιά της κατά την ίδια περίοδο σημείωσαν αύξηση κατά 183,5%, πράγμα που σημαίνει ότι η χρηματοδότηση των επενδύσεών της έγινε, κατά κύριο λόγο, με ξένα κεφάλαια. Αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξεως ήταν να μειωθεί το περιθώριο ασφαλείας των πιστωτών της.

## ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

### (TIME SERIES ANALYSIS OF COMMON SIZE STATEMENTS)

Η μέθοδος των κοινών μεγεθών χρησιμοποιείται στην ανάλυση των χρονολογικών σειρών. Κατ' αυτή γίνεται σύγκριση μεταξύ των διαφόρων κοινών μεγεθών μιας επιχειρήσεως διαχρονικά.

Οι συγκρίσεις αυτές των κοινών μεγεθών είναι πολύτιμες γιατί δείχνουν τις μεταβολές των ποσοστών συμμετοχής των επί μέρους στοιχείων, στους τομείς περιουσίας, υποχρεώσεων, κόστους και των άλλων κατηγοριών οικονομικών στοιχείων.

Ωστόσο, χρειάζεται προσοχή στην ερμηνεία αυτών των μεταβολών και των τάσεων τους διαχρονικά, γιατί ένα ποσοστό μπορεί να μεταβληθεί, είτε από μεταβολή του απολύτου μεγέθους του αντίστοιχου στοιχείου, είτε από τη μεταβολή του συνόλου του τομέα στον οποίο ανήκει. Για την ερμηνεία των καταστάσεων κοινών μεγεθών διαχρονικά, είναι απαραίτητο να εξεταστούν, τόσο τα απόλυτα μεγέθη που αντιστοιχούν σε κάθε ποσοστό, όσο και η βάση πάνω στην οποία υπολογίστηκαν.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει την αξία των μηχανημάτων και το σύνολο του ενεργητικού μιας υποθετικής επιχειρήσεως τα τελευταία πέντε χρόνια:

	19X4	19X5	19X6	19X7	19X8
Μηχανήματα (εκ. δρχ.)	150	150	150	180	200
Σύνολο ενεργητικού (εκ. δρχ.)	1.000	900	800	850	700
Ποσοστό συμμετοχής μηχανημάτων στο σύνολο του ενεργητικού (%)	15%	16,7%	18,8%	21,2%	28,6%

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι το ποσοστό συμμετοχής των μηχανημάτων στο σύνολο του ενεργητικού, παρουσιάζει μεν αύξηση από το ένα έτος στο άλλο, αλλά μόνο στα δύο τελευταία έτη η μεταβολή ήταν πράγματι

αποτέλεσμα της αύξησης των μηχανημάτων. Τα τρία προηγούμενα χρόνια (19Χ4-Χ6) η αύξηση οφειλόταν στη μείωση του συνόλου του ενεργητικού.

Ο πίνακας 8-6 εμφανίζει τους " κοινού μεγέθους" ισολογισμούς της Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΤΙΤΑΝ, κατά τα έτη 19Χ4-Χ8.

Από τον παρακάτω πίνακα φαίνεται η συνεχής πτώση του ποσοστού των καθαρών παγίων. Το ποσοστό των παγίων στο σύνολο του ενεργητικού μειώθηκε από 70% το 19Χ4 και έφτασε στα 58,8% το 19Χ8, γεγονός που οφείλεται στις υψηλές αποσβέσεις που πραγματοποίησε η επιχείρηση. Αντίθετα, το ποσοστό των αποθεμάτων και των απαιτήσεων σημείωσε σημαντική αύξηση. Η συμμετοχή των αποθεμάτων αυξήθηκε από 14,4% το 19Χ4 στο 21,3% το 19Χ8 και των απαιτήσεων από 8,7% το 19Χ4 στο 13,1% το 19Χ8, γεγονός που παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση κορήγησε περισσότερες πιστώσεις στους πελάτες της προκειμένου να αυξήσει τις πωλήσεις της. Το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε από 25,6% το 19Χ4 στο 23,1% το 19Χ8, ενώ αντίθετα αυξήθηκε το ποσοστό συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων από 74,4% το 19Χ4 στο 76,9% το 19Χ8. Το ποσοστό των βραχυχρονίων υποχρεώσεων αυξήθηκε σημαντικά και από 29,5% το 19Χ4 έφθασαν το 40,7% το 19Χ8, ενώ αντίθετα μειώθηκε το ποσοστό των μακροχρονίων υποχρεώσεων από 44,9% το 19Χ4 στο 36,2%, γεγονός που σημαίνει ότι η εξόφληση των μακροχρονίων υποχρεώσεων έγινε κυρίως με την προσφυγή στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό.



ΠΙΝΑΚΑΣ Β-6

Κοινά μεγέθη ισολογισμών Α.Ε. Τσιμέντα ΤΙΤΑΝ					
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Καθαρά πάγια.....	70,0%	65,8%	57,5%	56,4%	58,8%
Συμμετοχές.....	4,3%	4,9%	7,0%	5,9%	5,6%
Αποθέματα.....	14,4%	18,0%	21,9%	24,4%	21,3%
Χρεώστες.....	8,7%	9,2%	12,0%	12,4%	13,1%
Διαθέσιμο.....	2,6%	2,1%	1,6%	0,9%	1,2%
Σύνολο κυκλοφορ. ενεργητικού.....	25,7%	29,3%	35,5%	37,7%	35,6%
Σύνολο ενεργητικού	100%	100%	100%	100%	100%
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ + ΚΑΘ.ΘΕΣ.</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	7,3%	6,1%	4,6%	3,4%	9,8%
Διάφορα αποθεματ.	18,3%	18,2%	16,7%	15,0%	13,3%
Σύνολο ιδίων κεφ.	25,6%	24,3%	21,3%	18,4%	23,1%
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	44,9%	46,7%	38,4%	36,3%	36,2%
Μεσοβραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	29,5%	29,0%	40,3%	45,3%	40,7%
Σύνολο ξένων κεφ.	74,4%	75,7%	78,7%	81,7%	76,9%
Σύνολο παθητ. + ΚΘ	100%	100%	100%	100%	100%

## ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

### (TIME SERIES ANALYSIS OF FINANCIAL RATIOS)

Η μέχρι τώρα εξέταση των διαφόρων αριθμοδεικτών, συνίστατο στη σύγκρισή τους με τις τιμές των αντιστοίχων αριθμοδεικτών ομοειδών επιχειρήσεων σε ορισμένη χρονική στιγμή. Η ανάλυση αυτή καλείται διαστρωματική ( cross sectional analysis ) και είναι στατικής μορφής, διότι οι αριθμοδείκτες που υπολογίζονται δεν είναι τίποτε άλλο παρά μια στιγμιαία απεικόνιση της χρηματοδοτικής θέσεως μιας επιχειρήσεως. Βασικός αντικειμενικός σκοπός αυτού του είδους της αναλύσεως είναι η δημιουργία της απαραίτητης πληροφορικής βάσεως για τη λήψη ορθών αποφάσεων, με τη σύγκριση ενός αριθμοδείκτη με την αντίστοιχη τιμή άλλου τρίτων επιχειρήσεων.

Αντίθετα, η εξέταση των αριθμοδεικτών μιας επιχειρήσεως διαχρονικά αναφέρεται στη συμπεριφορά αυτών για μια σειρά ετών (time series) και βοηθά στο να προβλεφεί η μελλοντική χρηματοοικονομική κατάσταση. Βοηθάει επίσης στο να διαπιστωθεί αν μια ευνοϊκή κατάσταση μετατρέπεται σε μη ευνοϊκή, ή αντίθετα, αν μια δυσμενής οικονομική κατάσταση βελτιώνεται με την πάροδο του χρόνου.

Υπάρχουν διάφορες στατιστικές μέθοδοι για τη μελέτη της συμπεριφοράς μιας χρονολογικής σειράς στο παρελθόν όπως και στο μέλλον. Στην περίπτωση που γίνεται σύγκριση ενός αριθμοδείκτη με τον αντίστοιχο άλλων ομοειδών επιχειρήσεων και για μια σειρά ετών, τότε έχουμε την διαχρονική διαστρωματική ανάλυση, η οποία είναι πάρα πολύ χρήσιμη, διότι βοηθά στο να αντιμετωπιστούν τα μειονεκτήματα της απλής διαστρωματικής αναλύσεως.

Ο πίνακας 8-7 δίνει μια εικόνα της πορείας ορισμένων οικονομικών αριθμοδεικτών και των τάσεών τους της Α.Ε. ΑΓΕΤ - ΗΡΑΚΛΗΣ κατά τα έτη 1944-48.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β-7

Οικονομικοί Αριθμοδείκτες της Α.Ε. ΑΓΕΤ - ΗΡΑΚΛΗΣ					
	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Αριθμοδ. γενικής ρευσιτότητας.....	0,74	0,87	0,70	0,88	0,44
Αριθμοδείκτης τάσ. % .....	100,0%	117,6%	94,6%	118,9%	59,5%
Αριθμοδ. ειδικής ρευσιτότητας.....	0,35	0,45	0,33	0,53	0,23
Αριθμοδείκτης τάσ. Αριθμ. ταχυτ. κυκλ. αποθεμάτων.....	100,0%	128,6%	94,3%	151,4%	65,7%
Αριθμ. ταχυτ. κυκλ. αποθεμάτων.....	6,6	7,7	6,4	8,6	6,9
Αριθμοδείκτης τάσ. Αριθμ. ιδίων προς ξένα κεφάλαια.....	100,0%	116,7%	97,0%	130,3%	104,5%
Αριθμ. ιδίων προς ξένα κεφάλαια.....	0,40	0,40	0,32	0,19	0,22
Αριθμοδείκτης τάσ. Αριθμ. ιδίων κεφ. προς πάγια.....	100,0%	100,0%	80,0%	47,5%	55,0%
Αριθμ. ιδίων κεφ. προς πάγια.....	0,41	0,44	0,41	0,25	0,23
Αριθμοδείκτης τάσ. Αριθμ. αποδ. συναλ. κεφαλαίων.....	100,0%	107,3%	100,0%	61,0%	56,1%
Αριθμ. αποδ. συναλ. κεφαλαίων.....	10,67%	13,05%	11,27%	8,17%	4,58%
Αριθμοδείκτης τάσ. Αριθμ. ιδίων κεφ.	100,0%	122,3%	105,6%	76,6%	42,9%
Αριθμ. ιδίων κεφ.	17,55%	25,35%	21,72%	23,79%	6,46%
Αριθμοδείκτης τάσ. %	100,0%	144,4%	123,8%	135,6%	36,8%

## ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

Σ' αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε τις αδυναμίες που παρουσιάζουν οι δημοσιευόμενες λογιστικές καταστάσεις, χωρίς να παραβλέπεται η χρησιμότητά τους, οι οποίες συνδέονται με τη φύση τους ως στατικές λογιστικές καταστάσεις. Τα κυριότερα μειονεκτήματα αυτών μπορούν να συνοψιστούν στα παρακάτω:

Ο ισολογισμός παρουσιάζει συνήθως τα διάφορα μεγέθη της επιχειρήσεως σε ιστορικές και όχι σε τρέχουσες τιμές. Έτσι όλα τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις μιας επιχειρήσεως εμφανίζονται συνήθως σε τιμές ιστορικού κόστους βασισμένες σε γεγονότα του παρελθόντος. Η απεικόνιση των μεγεθών του ισολογισμού σε ιστορικές τιμές αντιπροσωπεύει αξίες που αναφέρονται σε τιμές που υπήρχαν κατά το χρόνο που συνέβησαν τα αντίστοιχα λογιστικά γεγονότα. Όταν όμως οι τιμές μεταβάλλονται σημαντικά από έτος σε έτος, όπως πολύ συχνά συμβαίνει λόγω του υπάρχοντος πληθωρισμού, τα μεγέθη του ισολογισμού δεν αντιπροσωπεύουν πλέον την πραγματικότητα, αφού δεν δίνουν την πραγματική αξία της επιχειρήσεως, αφού δεν αναφέρονται σε πραγματικές τρέχουσες τιμές.

Ένα άλλο συναφές επίσης πρόβλημα που συνδέεται με τον ισολογισμό, είναι η μεταβολή της αγοραστικής δυνάμεως του νομίσματος, στην οποία αναφέρονται τα διάφορα μεγέθη, δηλαδή της δραχμής στην προκειμένη περίπτωση. Λόγω της μεταβολής του γενικού επιπέδου των τιμών, η δραχμή δεν διατηρεί σταθερή την αγοραστική της δύναμη. Θα πρέπει λοιπόν κάθε χρόνο να γίνεται αναπροσαρμογή των ιστορικών τιμών των μεγεθών του ισολογισμού, ώστε να αντισταθμίζεται η απώλεια της αγοραστικής αξίας του νομίσματος στο οποίο αναγράφονται τα ποσά. Κάτι τέτοιο όμως δεν γίνεται, με αποτέλεσμα ο ισολογισμός ν' απεικονίζει στοιχεία με αξίες του αυτού μεν νομίσματος, διαφορετικής όμως αγοραστικής δυνάμεως από έτος σε έτος.

Για παράδειγμα αναφέρουμε τα εξής:

Εστω ότι στον ισολογισμό του 1987 κάποια στοιχεία αναγράφονται με τιμές κτήσεως του 1970, ενώ άλλα με τιμές 1975, 1980 ή 1985. Ως γνωστόν, οι διακυμάνσεις στην αγοραστική αξία της δραχμής κατά την παραπάνω περίοδο, 1970-1987, υπήρξαν σημαντικές. Αποτέλεσμα είναι οι συγκρίσεις διαφόρων επιχειρήσεων μεταξύ τους, καθώς και η μελέτη των μεγεθών της αυτής επιχειρήσεως διαχρονικά να είναι λιγότερο αξιόπιστες από ότι θα ήταν, αν τα στοιχεία αναφέρονταν σε νομισματικές μονάδες της αυτής αγοραστικής δυνάμεως.

Μια άλλη πρόσθετη αδυναμία του ισολογισμού, που συνδέεται με τη δυνατότητα ή όχι συγκρίσεων μεταξύ επιχειρήσεων, είναι το γεγονός ότι όλες οι επιχειρήσεις δεν ακολουθούν την ίδια κατάταξη των ομοειδών στοιχείων τους. Τόσο οι τίτλοι όσο και η ταξινόμηση των στοιχείων των ισολογισμών διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Τέτοιες διαφορές καθιστούν δύσκολες τις συγκρίσεις και ελαττώνουν την αξία της αναλύσεως των στοιχείων του ισολογισμού.

Ο ισολογισμός μπορεί να θεωρηθεί ότι παρουσιάζει αδυναμίες και είναι ανεπαρκής και από μια άλλη άποψη. Υπάρχουν ορισμένα στοιχεία του τα οποία είναι αδύνατο να μετρηθούν και ν'απεικονιστούν, όπως π.χ. η φήμη και πελατεία της επιχειρήσεως που έχει αποκτηθεί από τη μακροχρόνια λειτουργία της, η εμπειρία των εργαζομένων σ'αυτήν, καθώς και άλλα άυλα στοιχεία. Η μη απεικόνιση των στοιχείων αυτών είναι μεν σύμφωνη με την αρχή της αντικειμενικότητας αλλά ταυτόχρονα αποτελεί ελλειπή πληροφόρηση η οποία ενδέχεται να επηρεάζει τις αποφάσεις των ενδιαφερομένων.

Άλλο σημαντικό στοιχείο το οποίο προβληματίζει τους αναλυτές των εν λόγω καταστάσεων είναι το εξής:

Πολλές φορές γίνονται έξοδα σε κάποια χρονική στιγμή με σκοπό ν' αποδώσουν μελλοντικά. Τίθεται επομένως το ερώτημα: ποιά τμήμα των εξόδων αυτών θα επιβαρύνει τη χρήση εντός της οποίας πραγματοποιήθηκαν και ποιά τις επόμενες χρήσεις. Κλασσική περίπτωση τέτοιων δαπανών αποτελούν τα έξοδα οργάνωσης και πρώτης εγκαταστάσεως καθώς και τα έξοδα εκπαίδευσως προσωπικού.

Εκτός από τα παραπάνω υπάρχουν επίσης ένα πλήθος άλλων παραγόντων που μπορεί να επιδράσουν δυσμενώς στα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχειρήσεως, όπως, αλλαγή επιθυμιών της αγοράς, μεταρρυθμίσεις στη φορολογική νομοθεσία, αλλαγή της εμπορικής πολιτικής της χώρας που είναι εγκατεστημένη η επιχείρηση, ή των χωρών με τις οποίες αυτή συναλλάσσεται κλπ.

Ωστόσο παρά τις παραπάνω αδυναμίες, ο ισολογισμός δεν παύει ν' αποτελεί σημαντική λογιστική κατάσταση, τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους πιστωτές μιας επιχειρήσεως. Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δίνεται από τους ενδιαφερομένους στις πρόσθετες πληροφορίες με τη μορφή υποσημειώσεων ή διευκρινίσεων, που πολλές φορές συνοδεύουν τους δημοσιευόμενους ισολογισμούς.

## ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Αυτοί που χρησιμοποιούν την τεχνική ανάλυση αποβλέπουν στην έγκυρη ένδειξη για την κατεύθυνση της αγοράς, προσδοκώντας έτσι να επιτύχουν αποδόσεις υψηλότερες από αυτή. Η χρησιμοποίηση μάλιστα μηχανικών συστημάτων είναι εύκολη σήμερα με τους Η/Υ, που όμως, ενώ σε εφοδιάζουν με μεγάλη ποικιλία πληροφοριών και συνδιασμών δεν σου λένε τι η αγορά πρόκειται να κάνει αλλά τι έχει κάνει. Γι' αυτό οι τεχνικές που έχουν επινοηθεί και χρησιμοποιούνται για να βοηθούν στη σωστή επιλογή των χρεογράφων ή στην πρόβλεψη των μελλοντικών κινήσεων δεν επιβεβαιώνονται ότι επιτυγχάνουν το σκοπό τους. Είναι πάντως χρήσιμες γιατί σε βοηθούν να καταλάβεις και να εξηγήσεις καλύτερα τη συμπεριφορά της αγοράς και οπωσδήποτε συμβάλλουν σε πιο σωστή κρίση.

Τεχνική ανάλυση χρησιμοποιούν κυρίως αυτοί που επιδιώκουν βραχυπρόθεσμα κέρδη, ιδιαίτερα κεφαλαιακά, από την ανατίμηση της αξίας των μετοχών. Οι "τεχνικοί" αναλυτές μελετούν τα στοιχεία που παράγονται από την ίδια την αγορά και προσπαθούν να την προβλέψουν από την συμπεριφορά της στο παρελθόν. Τα στοιχεία κυρίως τα διαμορφώνουν σε διαγράμματα, με προτίμηση τις τιμές και τον όγκο συναλλαγών, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν ποσοτικές μεθόδους. Συνήθως όλ' αυτά αποβλέπουν να μετρήσουν την προσφορά και τη ζήτηση των χρεογράφων, ερμηνεύοντας τον τρόπο μεταβολής τους στο παρελθόν, ιδιαίτερα όταν αυτός επαναλαμβάνεται και ενεργούν ανάλογα με τις εξηγήσεις που δίνουν. Αυτοί που την χρησιμοποιούν και για την ερμηνεία των σημείων που σχηματίζουν δε θα έλεγαν ότι θυμίζει λίγο Πυθία. Απεναντίας αντιπαραβάλλουν τις αδυναμίες της βασικής ανάλυσης των οικονομολόγων (fundamental analysis) που σχετίζονται με την κατάρτιση του λογαριασμού των αποτελεσμάτων κρήσης, τον τρόπο που απορρέει και χρησιμοποιείται ο πολλαπλασιαστής (P/E) και την πολυπλοκότητα και δυσκολία

της διαδικασίας πρόβλεψης. Κατ' αυτούς δηλαδή η βασική ανάλυση είναι ανεπαρκής.

### **Dow Theory**

Η θεωρία Dow έδωσε το έναυσμα για την αναγνώριση της τεχνικής ανάλυσης γιατί αποτελούσε το πρώτο ολοκληρωμένο σύστημα για ανάλυση και πρόβλεψη των κινήσεων των μετοχών. Πήρε το όνομά του ιδρυτή της ο οποίος ανέπτυξε τη βασική μεθοδολογία μεταξύ 1900-2 σε αρκετές δημοσιεύσεις στον τύπο και αργότερα αναπτύχθηκε εκ νέου λεπτομερέστερα στην Wall Street Journal, αλλά μετά το 1929 από άλλους με αρκετές παραλλαγές και νέες εκδοχές. Σήμερα δεν κατέχει τόσο σημαντική θέση μεταξύ των εργαλείων πρόβλεψης, την αναφέρουμε όμως γιατί αποτελεί τη βάση για την ανάπτυξη άλλων τεχνικών μεθόδων.

Χρησιμοποιήθηκε από τον Dow για να προβλέπει την αγορά και από τους οπαδούς της για μεμονωμένες μετοχές. Η θεωρία συνοπτικά λέει ότι την ίδια στιγμή στην αγορά διακρίνονται τρεις κινήσεις. Η πρώτη αναφέρεται στην ημερήσια διακύμανση που μόνη της δεν έχει καμιά αξία πρόβλεψης. Η δεύτερη κινείται αντίθετα της τρίτης που αναφέρεται στη συνέχεια και διαρκεί από δύο εβδομάδες έως ένα μήνα ή και περισσότερο (οι κινήσεις αναφέρονται σε δευτερεύουσες). Η τρίτη διαρκεί μεγάλο χρονικό διάστημα και οι κινήσεις της (που αναφέρονται σαν κύριες) είναι γνωστές σαν bear ή bull markets. Ο προσδιορισμός της κατεύθυνσης αυτής της κίνησης αποτελεί το βασικό σκοπό της θεωρίας.

Αυτοί που τη χρησιμοποιούν σημειώνουν τις καθημερινές τιμές σε καρτί διαγραμμάτων. Παρακολουθείται αν αυτές σχηματίσουν "γραμμή" για μερικές (ίσως 2-3) εβδομάδες. Σε "γραμμή" θεωρείται η διακύμανση του δείκτη σε μικρή έκταση, περίπου 5% επάνω ή κάτω του μέσου όρου. Με βάση τη γραμμή αυτή συμπεραίνουν αν λαμβάνει χώρα "σώρευση" ή "πώληση" μετοχών.



Όταν ο μέσος όρος σπάσει τη γραμμή προς τα επάνω ερμηνεύεται σα σώρευση μετοχών και όταν τη σπάσει προς τα κάτω ερμηνεύεται σα διανομή ή πώληση (το σπάσιμο πρέπει να γίνει από δύο δείκτες το βιομηχανικό και των μεταφορών, ο τραπεζικός θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί αντί αυτού σ' εμάς). Στη σώρευση αναμένεται άνοδος τιμών και στη διανομή πτώση.

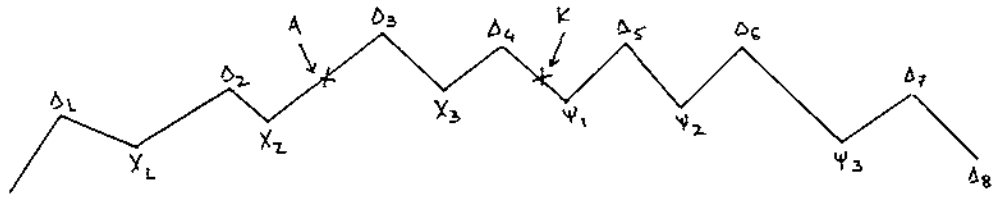
Η κίνηση της γραμμής είναι το ένα μέρος της θεωρίας. Το άλλο αναφέρεται στις κυκλικές κινήσεις της αγοράς και προσπαθεί να εντοπίσει την κύρια κίνηση των τιμών ή την τάση της αγοράς. Εν συντομία η θεωρία λέει ότι αν οι ανώτερες τιμές των κυκλικών διακυμάνσεων της αγοράς (όπως αντιπροσωπεύονται από το δείκτη ή το μέσο όρο) είναι σε διαδοχικά υψηλότερα επίπεδα και οι κατώτερες τιμές της διακύμανσης σε συνεχώς υψηλότερα επίπεδα από τα προηγούμενα, τότε η αγορά είναι ανοδική (Bull market). Το αντίθετο αποδέχεται αν οι διαδοχικά ανώτερες τιμές και οι κατώτερες τιμές που ακολουθούν σημειώνονται σε ολοένα χαμηλότερα επίπεδα, τότε η αγορά είναι πτωτική (Bear market).

Δέχεται η θεωρία ότι άπαξ και εγκατασταθεί μία κύρια κίνηση θα συνεχιστεί μέχρις ότου μια άλλη κίνηση αντίθετης κατεύθυνσης εγκατασταθεί. Στη διάρκεια οποιασδήποτε κατεύθυνσης της κύριας κίνησης θα σημειώνονται διαδοχικές διεισδύσεις στα προηγούμενα χαμηλότερα (στην καθοδική πορεία) ή υψηλότερα (στην ανοδική) επίπεδα τιμών που όμως θα περατούνται σε χαμηλότερα ή υψηλότερα σημεία σε σχέση με τα προηγούμενα. Όταν κάποια στιγμή η κύρια κίνηση δε διεισδύει στο προηγούμενο σημείο (χαμηλότερο ή υψηλότερο ανάλογα με την υπάρχουσα κατεύθυνση) και η δευτερεύουσα κίνηση διεισδύει στο προηγούμενο (υψηλότερο ή χαμηλότερο) σημείο τότε έχει εγκατασταθεί η κύρια κίνηση (ανοδική ή καθοδική).

Με βάση τα προηγούμενα καταρτίστηκε το διάγραμμα που ακολουθεί. Ο δείκτης στην ανοδική αγορά θα πρέπει να έχει κατεύθυνση από το Δ1 προς το Δ4 και στην καθοδική από το Δ5 προς το Δ8. Τα Χ1 έως Χ3 αντιπροσωπεύ-

ουν τις κατώτερες τιμές στην ανοδική πορεία του δείκτη και τα  $\Psi_1$  έως  $\Psi_3$  τις κατώτερες στην καθοδική του πορεία. Οι τιμές του  $X$  (το τέλος των δευτερευουσών κινήσεων) πάντοτε παραμένουν σε επίπεδο υψηλότερο του προηγούμενου και γι' αυτό χαρακτηρίζεται η αγορά ανοδική. Αντιθέτως οι τιμές του  $\Psi$  πάντοτε κατέρχονται σε επίπεδο χαμηλότερο του προηγούμενου και γι' αυτό χαρακτηρίζεται η αγορά σαν καθοδική. Το σημείο στο οποίο επιβεβαιώνεται η καθοδική πορεία είναι το  $K$ . Προτού η δευτερεύουσα κίνηση φτάσει στο  $K$  δε γνωρίζουμε την κύρια κατεύθυνση της αγοράς. Στο σημείο αυτό ο δείκτης βρίσκεται σε επίπεδο χαμηλότερο του προηγούμενου κατώτερου ( $X_3$ ). Θα πρέπει όμως η αλλαγή της κατεύθυνσης του βιομηχανικού δείκτη να επιβεβαιωθεί και από τον δείκτη των μεταχών μεταφοράς. Η τελική δηλαδή επιβεβαίωση για αλλαγή της κατεύθυνσης της αγοράς αργεί να έλθει. Στην περίπτωση της τελευταίας φάσης της ανόδου η επιβεβαίωση για συνέχιση έρχεται στο σημείο  $A$  ότε ο δείκτης υπερέβη το επίπεδο του  $\Omega_2$  που είναι το προηγούμενο υψηλότερο.

Τεχνική Ανάλυση: Διαγράμμα 1



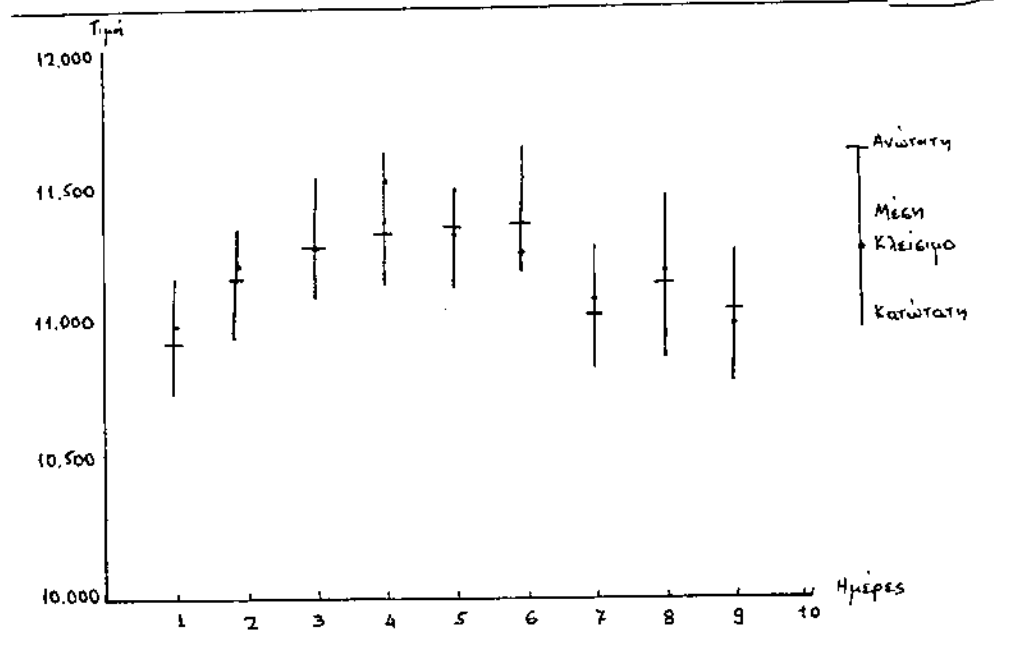
## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΤΙΜΩΝ

Για την κατάρτισή τους έχει καθιερωθεί να σημειώνεται επί του οριζοντίου άξονα ο χρόνος, που είναι πάντοτε ίσου διαστήματος (μέρα, εβδομάδα κ.λ.π.) και επί του καθέτου η τιμή. Συναντώνται αρκετές παραλλαγές στον τρόπο κατάρτισής τους. Σ' αυτά βασίζονται οι πιο παλιές τεχνικές πρόβλεψης και η χρήση τους σαν τέτοιων οφείλεται στην αποδοχή της επανόληψης του ίδιου τρόπου κίνησης των τιμών. Η αξιοπιστία τους σα μέσων πρόβλεψης των τιμών βελτιώνεται όταν χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με άλλες τεχνικές και ίδια με τον όγκο των συναλλαγών. Μεταξύ των τεχνικών αυτών θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τα bar charts, τα line charts και τα point and figure charts.

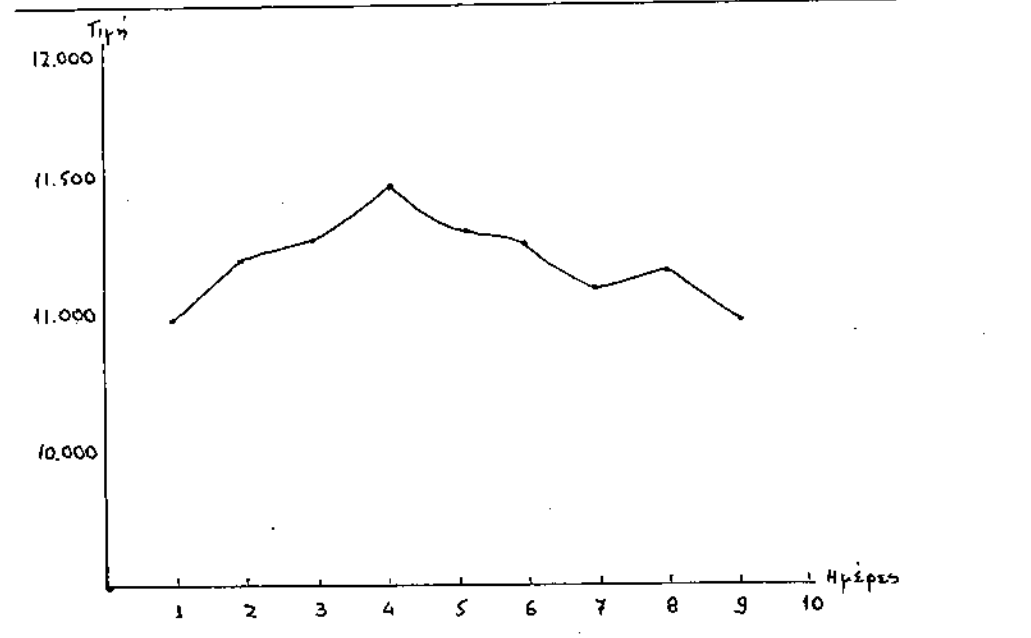
**BAR CHARTS.** Σ' αυτά οι τιμές καταχωρούνται με τη μορφή στήλης κατά τρόπο που να δεικνύεται η διακύμανση (κατώτατη, ανώτατη και μέση, διάγραμμα 2) ενώ είναι δυνατόν αν επιθυμείται να σημειωθεί το άνοιγμα και το κλείσιμο. Είναι απλό στην εφαρμογή του και δυνατή η κατασκευή του από τον καθένα. Μπορεί για την κατάρτισή του να χρησιμοποιηθεί σεμιλογραφικό χαρτί το οποίο δεικνύει τις τιμές σε ποσοστά, οι ίσες δηλαδή αποστάσεις αντιπροσωπεύουν ίσες ποσοστιαίες μεταβολές. Αφού έχουν συγκεντρωθεί οι τιμές αρκετών ημερών ο χρήστης αρχίζει να παρατηρεί για σχηματισμούς που νομίζει ότι είναι σημαντικοί και τους ερμηνεύει ανάλογα. Στο κατώτερο μέρος των διαγραμμάτων παράτίθενται συνήθως ο όγκος των συναλλαγών.

**LINE CHARTS.** Όταν στο προηγούμενο διάγραμμα ενώσουμε τα σημεία των ημερήσιων (εβδομαδιαίων κ.λ.π.) κλεισιμάτων με γραμμή λαμβάνουμε το γραμμικό διάγραμμα 3.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2  
Bar Chart



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3  
Line Chart



## ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Και στα δύο είδη διαγραμμάτων οι κατασκευαστές τους προσπαθούν να ερμηνεύσουν τα σχήματα που διαμορφώνονται και να ανακαλύψουν σημεία ενδεικτικά της κατεύθυνσης ώστε ανάλογα να διαμορφώσουν και την πολιτική τους. Με βάση μάλιστα τη μορφή τους έχουν δώσει και αντίστοιχα ονόματα (κεφάλι και ώμος, λουκάνικο, διπλή μορφή κ.λ.π.). Μιλούν για περιοχές αντίστασης (και σε ατομική βάση και για το σύνολο της αγοράς) στην περίπτωση που έχει εγκατασταθεί η ανοδική τάση και ίσως σημειώνονται ανώτατες τιμές. Όταν διασπάται μια περιοχική αντίστασης σημαίνει ότι αυτοί που έχουν αγοράσει στην προηγούμενη περιοχική αντίστασης και στη συνέχεια οι τιμές έπεσαν, τώρα εξάλειψαν τις ζημιές. Μιλούν για περιοχές στήριξης στην καθοδική πορεία της αγοράς. Σε προηγούμενη δηλαδή ανοδική αγορά είχαν αγοράσει (σώρευση μετοχών) σ' αυτό το επίπεδο και τώρα δεν προσφέρονται για πώληση. Όταν η αγορά διαπερνά την περιοχική στήριξης εμφανίζεται ενισχυμένη αγοραστικά. Οι χρήστες της τεχνικής αυτής δηλαδή θεωρούν ότι οποτεδήποτε λαμβάνει χώρα διάτρηση μιας περιοχής ενισχύεται η δύναμη της αγοράς. Αυτή η ερμηνεία ενδυναμώνεται όταν οι αντίστοιχοι όγκοι μετοχών που καταγράφονται στο ίδιο διάγραμμα δεικνύουν συναλλαγές πάνω από το μέσο όρο.

Οι οπαδοί επίσης της τεχνικής αυτής θέλουν να γνωρίζουν πότε η αγορά έχει σταματήσει την πτωτική της πορεία για να αγοράσουν προτού αυτή στραφεί προς τα επάνω. Το προσπαθούν αυτό μέσα από σχηματισμούς που δημιουργούν οι κινήσεις ερμηνεύοντάς τους κατά συγκεκριμένο τρόπο. Ορισμένοι σχηματισμοί αναφέρθηκαν προηγουμένως. Το πιο γνωστό από αυτά είναι το σχήμα που μοιάζει με κεφάλι και ώμους (και σαν εργαλείο πρόβλεψης είναι γνωστό μ' αυτό το όνομα) και εξηγούν την ικανότητα πρόβλεψης της αντιστροφής κίνησης με την εξής λογική που την εφαρμόζουμε στο διάγραμμα 4.

Τα γράμματα Α, Κ και Δ στο διάγραμμα είναι τα αρχικά των λέξεων αριστερός, κεφάλι και δεξιός (ώμος). Όταν με την πάροδο του χρόνου οι τιμές διαμορφώνουν βαθμιαία το σχήμα αυτό και ιδιαίτερα όταν μετά την "κεφαλή" περατούται η πτώση και παρατηρούν αν σχηματίζεται ο δεξιός ώμος, ερμηνεύουν την κίνηση των τιμών ως εξής. Αν αυτή συνεχίζει την ανοδική πορεία και υπερβεί αρκετά το ανώτατο σημείο του αριστερού ώμου το εξηγούν ότι δεν θα υπάρξει αντίστροφη κίνηση. Αν όμως αυτή αφού σχηματίσει το δεξιό ώμο (δεν πειράζει αν υπερβεί λίγο το ύψος του αριστερού ώμου) λάβει καθοδική κατεύθυνση αναμένουν την εμφάνιση της αντίστροφης κίνησης μόνο αν ο χρηματιστηριακός δείκτης (ή οι τιμές, είναι το ίδιο) υπερβούν καθοδικά την γραμμή του λαιμού. Σαν τέτοια ορίζουν αυτή που σχηματίζουν τα κατώτερα σημεία του αριστερού ώμου, του κεφαλιού και του δεξιού ώμου. Όταν λοιπόν διατηρηθεί η γραμμή από το δείκτη ερμηνεύεται σαν τέλος της ανοδικής πορείας της αγοράς και την εγκατάσταση της καθοδικής.

## ΜΕΘΟΔΟΙ ΤΑΣΗΣ

Οι μέθοδοι αυτοί πιστοποιούν κατά πρώτο την κατεύθυνση της αγοράς και κατά δεύτερο παρέχουν το μέσο προς το οποίο οι καθημερινές διακυμάνσεις τιμών αντιπαράτίθενται για να εντοπιστεί το τέλος της τάσης.

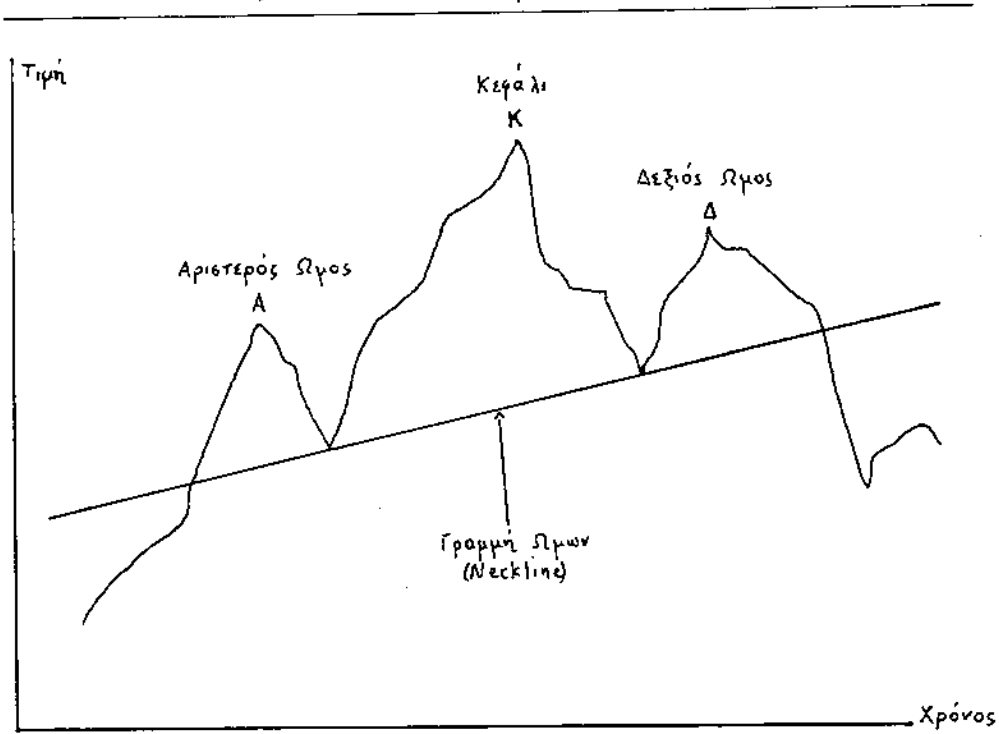
Οι περισσότερο χρησιμοποιούμενες μέθοδοι είναι τα Point and Figure Charts και ο κινητός μέσος όρος.

**Point and Figure Charts.** Αυτά χρησιμοποιούνται όπως και τα προηγούμενα για να προβλέψουν αλλαγή της κατεύθυνσης ή να ορίσουν ότι είμαστε σε συγκεκριμένη τάση. Χρησιμοποιούνται επίσης και για να προβλέψουν το μέγεθος της τιμής που μπορεί να επιτευχθεί. Σε αντίθεση με τα προηγούμενα σε αυτά δεν υπάρχει κλίμακα χρόνου παρά μόνο τιμής (ο κάθετος άξονας). Αυτή καταχωρείται μόνον όταν είναι είναι σημαντική η αλλαγή με ένα Χ για τις ανοδικές αλλαγές και με ένα Ο για τις καθοδικές. Το μέγεθος της αλλαγής που πρέπει να συμβεί για να θεωρηθεί σημαντικό ορίζεται εκ των προτέρων. Σε διαπραγμάτευση π.χ. τιμών μέχρι 1000 δρχ. ορίζεται η καταχώρηση να γίνεται κάθε 50 δρχ., από 1000-5000 κάθε 100 κ.λ.π. Για απεικόνιση υποθέτουμε ότι καταρτίζουμε το διάγραμμα για συγκεκριμένη μετοχή θεωρώντας σα σημαντική αλλαγή τις 100 δρχ. Οι τιμές κλεισίματος έχουν ως εξής:

Ιανουάριος	2, 1989	8000
"	3	7850
"	4	7800
<hr/>		
"	5	8000
"	9	7875
"	10	7750



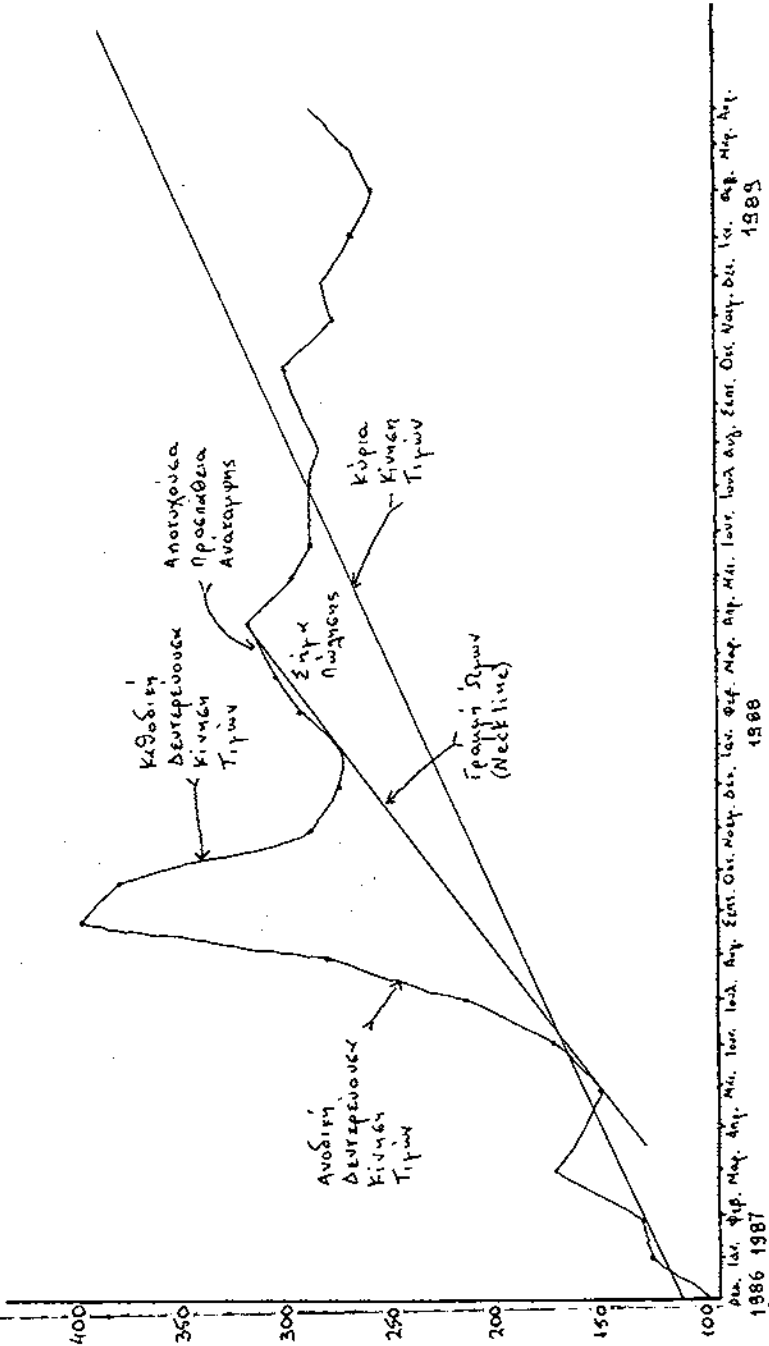
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4  
Τεχνική Ανάλυση: Σχήμα Κεφαλής και Όγκου



Διάγραμμα 5

Τεχνική Ανάλυση: Θεωρία Dow Jones και Σχήμα Κεφαλής και Ώμων

Δείκτης Τιμών Μετοχών  
Χρηματιστηρίου Αθηνών



Δεκ. 1986, Φεβ. 1987, Μαγ. 1987, Αυγ. 1987, Νοβ. 1987, Φεβ. 1988, Μαγ. 1988, Αυγ. 1988, Νοβ. 1988, Φεβ. 1989

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Point and Figure Charts

Τιμή				
8100				
8000	1	X		
7900	0	X	0	
7800	0		0	
7000			0	

1989

Η μορφή που προκύπτει με βάση αυτές τις τιμές δίνεται στον παραπάνω πίνακα. Με την έναρξη του μήνα πολλοί συνηθίζουν να σημειώνουν την τιμή με έναν αριθμό, ανάλογα με το μήνα, σαν ένδειξη χρόνου. Στο παράδειγμά μας η τιμή της 2/1 σημειώνεται με 1 αντί για 0. Για τις 2/3 σημειώνεται η τιμή των 7850 με δύο 0 αφού η τιμή διαπέρασε το 8000 και το 7900. Για τις 4/1 δε σημειώνεται καμία εγγραφή, αφού δε διαπερνά κανένα στρογγυλό αριθμό (δεν υπήρξε αλλαγή με βάση το μέγεθος που ορίσαμε). Η μεταβολή της 5/1 αφορά αλλαγή κατεύθυνσης και πρέπει να αλλάξουμε στήλη, έτσι σημειώνεται με δύο X η άνοδος στις 8000 αφού διαπερνά δύο επίπεδα τιμών (7900 και 8000). Συνεχίζουμε και για τις υπόλοιπες ημερομηνίες με τον ίδιο τρόπο.

Ο χρήστης αναζητεί στο διάγραμμά του περιοχές "συμφώρησης" που σχηματίζονται από οριζόντια εναλλασσόμενα  $X$  και  $O$  γύρω από μια τιμή. Όταν τυχόν η τιμή ξεφύγει από την περιοχή συμφώρησης εξηγείται, από πλευράς πρόβλεψης, ότι η τιμή θα συνεχίσει να κινείται προς την κατεύθυνση που ξέφυγε. Όταν ειδικότερα η στήλη των  $O$  διαπερνά το επίπεδο της περιοχής συγκέντρωσης σημαίνει καθεδική πορεία. Για να ορίσουν την τιμή που αναμένεται μετρούν το πλάτος της περιοχής συμφώρησης που σχηματίστηκε προτού σημειωθεί η εξέλιξη (με διαπέραση των  $X$  ή  $O$  των αντίστοιχων επιπέδων συμφώρησης) και αναμένουν ανάλογη διακύμανση.

Ο αναγνώστης φυσικά διερωτάται για την υπευθυνότητα αυτής της τεχνικής. Οι χρήστες επικαλούνται επιτυχίες της μεθόδου αδυνατούν όμως να δώσουν εξηγήσεις για το πως και το γιατί.

**Κινητός μέσος όρος.** Καταρτίζεται με λήψη του μέσου όρου μιας σειράς στην οποία διαδοχικά προστίθενται η ημερήσια τιμή ενώ συγχρόνως αφαιρείται η πρώτη τιμή της σειράς για να εξαχθεί στη συνέχεια ο νέος μέσος όρος. Η συνθηθέστερη χρονική διάρκεια είναι οι 200 ημέρες. Η κατάρτιση μπορεί να αφορά μεμονωμένη μετοχή ή το χρηματιστηριακό δείκτη, όπως στην προκειμένη περίπτωση (πίνακας 2).

Αυτό που επιτυγχάνει ο κινητός μέσος όρος είναι να ομαλοποιεί τις πιο οξείες διακυμάνσεις των τιμών και να δεικνύει έτσι περισσότερο ορατά την τάση των τιμών. Ο μέσος όρος λόγω του τρόπου που υπολογίζεται ακολουθεί τις πραγματικές τιμές των μετοχών. Όταν οι προπαρασκευασμένες καθημερινές τιμές διαπεράσουν την γραμμή που συνδέει τους μέσους όρους, οι χρήστες ισχυρίζονται ότι δεικνύεται αλλαγή στην κατεύθυνση της αγοράς. Ερμηνεύουν έτσι την προς τα κάτω διάτρυση της γραμμής του μέσου όρου από τις πραγματικές τιμές (βλ. σημ.α στο διάγραμμα 6). σα σινιάλο για πώληση, ιδιαίτερα όταν η γραμμή του μέσου όρου είναι επίπεδη. Πωλούν επίσης

όταν η γραμμή του μέσου όρου είναι καθοδική και οι πραγματικές τιμές τη διαπερνούν ανοδικά (σημείο β) όπως και όταν οι πραγματικές τιμές είναι κάτω από το μέσο όρο και παρά την προσπάθεια να το διατηρήσουν αποτυγχάνουν (σημεία γ και γ'). Ερμηνεύουν επίσης τη στένωση του χώρου μεταξύ γραμμής μέσου όρου και πραγματικών τιμών που βρίσκονται υπεράνω του μέσου όρου σαν ένδειξη ότι η ανοδική αγορά τελειώνει (σημ.δ). Οι αντίθετες καταστάσεις των σημείων α, β και γ εκπέμπουν σιγνιάλα αγοράς.

Πίνακας 2

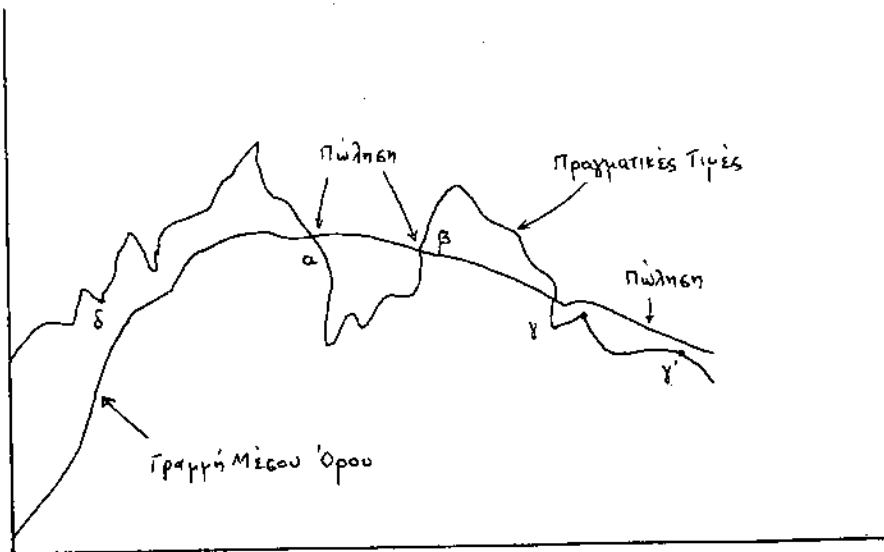
Υπολογισμός Κινητού Μέσου Όρου

Ημερομηνία	Χρημ/ριακός Δείκτης	10 ημερών Κινητό σύνολο	10 ημερών Κινητός Μέσος Όρος
2-1-89	283,60		
3-1-89	284,86		
4-1-89	283,25		
5-1-89	281,04		
9-1-89	279,27		
10-1-89	278,03		
11-1-89	277,74		
12-1-89	276,79		
13-1-89	276,60		
16-1-89	276,52	2797,70	279,77
17-1-89	276,48	2790,58	279,58
18-1-89	276,05	2781,77	278,18
19-1-89	276,16	2774,68	277,47

Ειδικότερα όταν οι πραγματικές τιμές διατρυπούν ανοδικά τη γραμμή του μέσου όρου και ιδιαίτερα όταν αυτή επιπεδοποιείται είναι γι'αυτούς σιγιάλο για αγορά όπως κι όταν οι πραγματικές τιμές το διατρυπούν καθοδικά αρκεί η γραμμή του μέσου όρου να είναι ανοδική ως και όταν οι πραγματικές τιμές είναι πάνω από τη γραμμή του μέσου όρου.

Διαγράμμα 6

Κινητός Μέσος Όρος Υποθετικής Μετοχής 200 Ημερών



## ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Η παρακολούθηση του όγκου των συναλλαγών ίσως είναι η πρώτη σε αξιοπιστία μέθοδος των τεχνικών της μετοχικής αγοράς. Μελετάται κυρίως για να προβλεφθεί τυχόν αλλαγή στην κατεύθυνση της αγοράς αλλά και για μεμονωμένα χρεόγραφα. Εκφράζει μάλλον την ευαισθησία της αγοράς για το μέλλον. Ερμηνεύεται έτσι ο υψηλός όγκος των συναλλαγών όταν συμπέσει με ανοδική αγορά σαν αισιοδοξία των επενδυτών ενώ όταν συμπέσει με καθεδική σαν απαισιοδοξία.

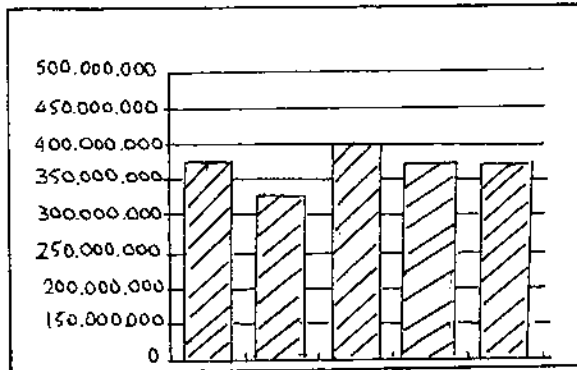
Πιστεύεται γενικότερα ότι όταν η αύξηση του όγκου των συναλλαγών συμβεί σε περίοδο που οι τεχνικοί αισθάνονται ότι βρίσκεται προς το τέλος, αναμένεται αλλαγή της κίνησης (ανοδική ή καθεδική). Μιλούν σ' αυτή την περίπτωση για "κλίμα πωλήσεων". Πιστεύουν ότι οι τελευταίοι από τους απαισιόδοξους πωλούν και πιέζουν τις τιμές προς τα κάτω προετοιμάζοντας έτσι την αγορά προς τα επάνω. Σ' άλλη περίπτωση επίσης μιλούν για "ξεπούλημα", όταν υψηλός όγκος συναλλαγών σε ανοδική πορεία σπρώχνει τις τιμές ακόμα προς τα επάνω. Ερμηνεύεται ότι οι υψηλές τιμές εξαντλούν τον ενθουσιασμό των κερδοσκόπων και προετοιμάζεται έτσι η αγορά για την καθεδική της πορεία. Αυτές οι καταστάσεις περιγράφονται συνοπτικά σαν "τεχνικά αδύνατη αγορά", φράση που ιδιαίτερα χρησιμοποιείται όταν ο όγκος αυξάνει σ' αντιδράσεις (αντίθετες κινήσεις) και πέφτει σ' αναρρώσεις. Η φράση "τεχνικά δυνατή αγορά" χρησιμοποιείται για να περιγράψει αυτή όταν ο όγκος αυξάνει σε αναρρώσεις και πέφτει σ' αντιδράσεις.

Από αυτή την κατάσταση θα πρέπει να διακρίνουμε τις περιπτώσεις του πανικού που έχουμε όταν ανήσυχτοι αγοραστές υπερσχύουν των πωλητών και αγοράζουν όσο κι όσο, οπότε έχουμε άνοδο τιμών και την περίπτωση που ανήσυχτοι ανήσυχτοι πωλητές υπερσχύουν των αγοραστών και πωλούν όσο κι όσο, οπότε έχουμε πτώση τιμών.



Τεχνική Ανάλυση: Διάγραμμα 7

---



## ΤΟ ΕΥΡΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η έννοια αυτή αναφέρεται στον αριθμό των χρεογράφων των οποίων οι τιμές κινούνται ανοδικά ή καθεδικά. Με βάση τον αριθμό των ανόδων και καθόδων αξιολογείται η δύναμη της αγοράς και συμπεραίνεται για τυχόν αλλαγή στην κατεύθυνσή της. Η εφαρμογή της μεθόδου απεικονίζεται στον πίνακα 3.

Αυτός είναι ο πιο συνήθης τρόπος μέτρησης του εύρους της αγοράς, όμως η έμφαση δε δίνεται στο γεγονός ότι το εύρος έγινε αρνητικό αλλά στην κατεύθυνσή του. Εξυπακούεται ότι όταν δύο αναλυτές ξεκινήσουν τη μέτρηση σε διαφορετικές ημερομηνίες θα προσδιορίσουν διαφορετικά εύρη, όμως η κατεύθυνση της μεταβολής και στους δυο θα είναι ίδια. Ως προς τη χρησιμοποίησή του σε γενικές γραμμές θα λέγαμε ότι η αύξηση του θεωρείται ευνοϊκό σημείο σε ανοδική αγορά και μη ευνοϊκό σε αγορά που πέφτει. Για τις τρεις τελευταίες ημέρες θα μπορούσε να λεχθεί ότι η αγορά είναι τεχνικά αδύνατη. Η μέθοδος δηλαδή δείχνει ποιά είναι η κατάσταση σε σχέση με την προσφορά και τη ζήτηση.

Το εύρος συνήθως δε χρησιμοποιείται από μόνο του αλλά σχετίζεται με το βιομηχανικό χρηματιστηριακό δείκτη με τον οποίο κινούνται σαν τραινάκι (ο δείκτης προηγείται και το εύρος έπεται). Στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έχει παρατηρηθεί αρκετές φορές απόκλιση του δείκτη και του εύρους στη διάρκεια της ανοδικής φάσης, οι δύο γραμμές δηλαδή απομακρύνονται η μεν γραμμή εύρους πέφτοντας η δε γραμμή του δείκτη ανεβαίνοντας η μεν πρώτη λόγω των διαδοχικών νέων καθεδικών τιμών η δε δεύτερη λόγω διαδοχικών ανώτερων τιμών.

Πίνακας 3  
Μέτρηση Εύρους της Αγοράς

---

	Διαφορά			Εύρος
	Ανοδικά	Καθεδικά	ανόδων - καθεδων	
Δευτέρα	50	40	+10	+10
Τρίτη	47	42	+ 5	+15
Τετάρτη	30	50	-20	- 5
Πέμπτη	25	63	-38	-43
Παρασκευή	25	49	-24	-67

---

## ΑΛΛΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ

Ο αριθμός των τεχνικών που χρησιμοποιούνται είναι μεγάλος, εκτείνεται από αυτοσχεδιασμούς έως μαθηματικούς ή στατιστικούς συσχετισμούς.

Οι μέθοδοι είναι αρκετά δημοφιλείς, ίσως γιατί είναι κατανοητές λόγω απλότητας, σ' αντίθεση με την άλλη τη βασική (οικονομική) μέθοδο που απαιτεί πληροφορίες για την αγορά, τους κλάδους και τις εταιρίες που δύσκολα αποκτώνται ή χρησιμοποιούνται αλλά κι όταν δημοσιεύονται δεν είναι εύκολη η ερμηνεία ή η κατανόησή τους από τους πολλούς. Συνοπτικά αναφέρουμε ορισμένες ακόμα μεθόδους, χωρίς φυσικά να εξαντλείται το θέμα.

Οι Χρηματιστηριακοί Κύκλοι. Κοιτάζοντας στο παρελθόν παρατηρούμε τις μεγάλες διακυμάνσεις του δείκτη. Την άνευ προηγούμενου άνοδο του τέλους του 1960 και των αρχών του 1970 που κορυφώθηκε το 1973. Την σημαντικότερη επίσης πτώση της δεκαετίας του 1970 που άρχισε το 1974 και περατώθηκε το 1984 καθώς και τον επόμενο κύκλο που άρχισε το 1985 και βρίσκεται σε εξέλιξη. Οι χρηματιστηριακοί κύκλοι που αναπτύχθηκαν περισσότερο πια πάνω, ποικίλουν και συνήθως δε μοιάζουν. Αν μάλιστα παράλληλα με αυτούς μελετήσεις και τις οικονομικές συνθήκες θα προκύψει κάποια συσχέτιση του δείκτη και των οικονομικών συνθηκών. Οι αναλυτές πάντως που δέχονται τη συσχέτιση το βρίσκουν δύσκολο να προβλέψουν την αγορά από τις οικονομικές συνθήκες.

Προεξόφληση των Ειδήσεων. Αυτές αναφέρονται στην αντίδραση της αγοράς στα ευνοϊκά και δυσμενή γι' αυτή και την οικονομία νέα. Όταν η αγορά δεν αντιδράσει σε καλά νέα εξηγείται από τους "τεχνικούς" ότι αυτή είχε προεξοφλήσει τα νέα καιρό πριν. Το συναντάμε αυτό σε αρκετές περιπτώσεις στο έτος και για οικονομικά νέα και για αποκλειστικά χρηματιστηριακά

(π.χ. κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων). Μάλιστα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης λέγεται "πούλα όταν τα καλά νέα βγαίνουν".

Θεωρία της Αντίθετης Γνώμης. Οι οπαδοί της ενεργούν αντίθετα απ'ότι η κοινή γνώμη για την οποία πιστεύουν ότι πάντοτε κάνει λάθος. Αποφασίζουν έτσι την πολιτική τους αφού προσδιορίσουν τη διάθεση της αγοράς. Αγοράζουν όταν οι άλλοι πωλούν, πωλούν όταν οι άλλοι αγοράζουν.

## **ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΣΗΜΕΙΩΝ ΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΤΙΜΩΝ**

Στη διαδικασία πρόβλεψης της αγοράς, εκτός του ότι είναι απαραίτητο να καθορίσουμε τη σημερινή της θέση σε σχέση με το παρελθόν, θα πρέπει να προδιαγράψουμε και την πορεία της στο μέλλον και ανάλογα να αποφασίζουμε το είδος του κρεογράφου (μετοχές ή ομολογίες) που θα αγοράσουμε ή πουλήσουμε. Η πρόβλεψη γίνεται με ανάλυση των πληροφοριών που αναφέρονται σε τέσσερες κατηγορίες, α) οικονομικών συνθηκών, β) νομισματικών συνθηκών, γ) πολιτικών συνθηκών και δ) εσωτερικών πληροφοριών της αγοράς, που γίνεται με την τεχνική ανάλυση και αφορά κυρίως την βραχυπρόθεσμη πρόβλεψη.

## **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ**

Η πρώτη επιλογή του επενδυτή αναφέρεται στο είδος του κρεογράφου που θα αγοράσει, ομολογίες δηλαδή ή μετοχές. Μετά αρχίζει η επιλογή των κρεογράφων από το είδος που επιλέχθηκε και έτσι ελπίζεται να αποδώσουν περισσότερο από την αγορά. Η σημαντικότερη λοιπόν απόφαση του επενδυτή είναι τότε να τα αγοράσει. Για να προβλεφθούν τα σημεία καμψής ή ανάκαμψης της αγοράς με βάση τις οικονομικές ενδείξεις στο πλαίσιο της πολιτικής αγορών και πωλήσεων, επικεντρώνουμε την προσοχή μας στην τάση αυτής και τις κυκλικές διακυμάνσεις. Στο πλαίσιο αυτό δεν μας απασχολούν οι καθημερινές κινήσεις της αγοράς αλλά οι ευρείς κινήσεις της οικονομικής δραστηριότητας που είναι γνωστές σαν επιχειρηματικοί (ή οικονομικοί) κύκλοι. Αξιολογούμε προς τούτο την τρέχουσα οικονομική πολιτική και προσπαθούμε να προβλέψουμε τα μελλοντικά οικονομικά μέτρα που θα ληφθούν. Έτσι εκτός των βασικών οικονομικών δεικτών (ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, διαθέσιμο κ.λ.π.) προς τα οποία συσχετίζεται η χρηματιστηριακή αγορά παρακολουθούμε και τους αντίκτυπους που συνεπάγεται η λήψη οικονομικών μέτρων στα κέρδη των επιχειρήσεων, στα ε-

πιτόκια, στις αποδόσεις στα ομολογιακά δάνεια κ.λ.π. και πρωταρχικά στις τιμές.

Προβλέψεις σχετικές με την οικονομική πορεία τη δική μας, αλλά και τη διεθνή κάνουν διάφοροι διεθνείς οργανισμοί (π.χ. ΟΟΣΑ), το ΥΠ.ΕΘ.Ο. οι τράπεζες στα ενημερωτικά τους δελτία, ενώ στον οικονομικό τύπο δημοσιεύονται προβλέψεις μεγάλων χρηματοδοτικών οργανισμών. Ο ΙΟΒ του Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών προβαίνει σε τριμηνιαίες προβλέψεις για το οικονομικό και ιδιαίτερα το επιχειρηματικό κλίμα. Όταν η πρόβλεψη γίνεται μέσω των οικονομικών ενδείξεων αυτή μπορεί να ενισχυθεί και με τεχνική ανάλυση για τις πιο κοντινές προβλέψεις.

### **ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.**

Όταν χρησιμοποιούνται οι οικονομικοί δείκτες για να προβλέψουμε τυχόν αντιστροφή της κατεύθυνσης των τιμών της αγοράς η πρόβλεψη στηρίζεται στην εξής απλή σκέψη. Όταν αναμένεται βελτίωσή τους, πράγμα που σημαίνει βελτίωση των οικονομικών συνθηκών και των επιχειρηματικών κερδών, η αγορά θα αντανakλάσει με την πάροδο του χρόνου θετικά την προσδοκία αυτή και στις τιμές των μετοχών. Το αντίθετο θα συμβεί αν οι δείκτες αναμένεται να χειροτερέψουν, η αγορά θα αντανakλάσει αρνητικά, δηλαδή με πτώση τιμών, την απαισιοδοξία. Θα πρέπει να έχουμε υπόψη ότι οι προβλέψεις μπορεί να αντιστραφούν ή να μην επαληθευτούν στην έκταση που αναμενόταν. Η πιθανότητα αυτή κατά κάποιο τρόπο μας υποχρεώνει να παρακολουθούμε τις αναθεωρήσεις στους οικονομικούς δείκτες και κατά την αξιολόγησή τους θα πρέπει να αντιπαραθέτουμε τις δυνάμεις εκείνες που ίσως βρίσκονται σε εξέλιξη και μπορούν να εξασθενίσουν τις προβλέψεις.

Υπενθυμίζουμε τις προσδοκίες στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές μετά το κραχ του Οκτωβρίου του 1987. Οι προβλέψεις του τέλους του 1987

για τις χώρες του ΟΟΣΑ το 1988 ήταν για μείωση του ρυθμού αύξησης του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Όμως, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, το ΑΕΠ το 1988 ξεπέρασε κατά πολύ τις προβλέψεις του 1987.

Κατά μέσο όρο εκτιμάται (Ιαν.89) άνοδος στις χώρες του ΟΟΣΑ 4% έναντι της πρόβλεψης 2,2%. Η αύξηση επίσης της βιομηχανικής παραγωγής ήταν σημαντικά υψηλότερη (5,5%). Σημειώνουμε ότι οι μεγαλύτερες αυξήσεις σημειώθηκαν στις πιο μεγάλες χώρες. Όμως κατά το 1988 στα περισσότερα χρηματιστήρια δεν υπήρξε ανάλογη αντανάκλαση στις τιμές των ευνοϊκών αυτών εξελίξεων. Και τούτο γιατί όλοι έβλεπαν τις αβεβαιότητες στις οικονομικές συνθήκες του 1989 και ιδιαίτερα εσωρούσαν τις οικονομίες υπερερμιασμένες. Σημειώνουμε επιπρόσθετα ότι το 1988 ήταν εκλογικό έτος στις ΗΠΑ και συνήθως αυτές γίνονται με ανοδική οικονομία. Σ' αυτό συνέβαλε η καλάρωση στη χρηματοδότηση της οικονομίας που εφαρμόστηκε μετά το κραχ του Οκτωβρίου του 1987 για να αντισταθμιστούν οι δυσμενείς συνέπειες.

Οι ευνοϊκές δηλαδή εξελίξεις στις οικονομίες κατά το 1988 δεν αντανακλάστηκαν στις τιμές των χρεογράφων γιατί η πιθανότητα για εμφάνιση πληθωριστικών τάσεων, αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και καλάρωση στην επιχειρηματική δραστηριότητα, ήταν αυξημένη.

Οι οικονομικοί δείκτες που παρακολουθούνται περισσότερο από τους επενδυτές θα αναπτυχθούν στη συνέχεια. Προσθέτουμε μόνο ότι αυτοί αποτελούν μέρος των πληροφοριών που χρειάζονται για τις προβλέψεις τους.

Συνήθως είναι ενήμεροι των τάσεων στην οικονομία και της κατάστασης στους κλάδους. Στη διαδικασία της επιλογής των μετοχών που θα αποτελέσουν το καρτοφυλάκιο γίνεται αξιολόγηση της επιχείρησης και εντοπίζονται τα επενδυτικά πλεονεκτήματα της μετοχής. Στη διαδικασία πρόβλεψης αναλύεται η χρηματιστηριακή αγορά, η θέση της, όπως προηγουμένως είπαμε, σε σχέση με τον κύκλο της και οι αναμενόμενες οικονομικές συνθήκες.



## ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ.

Είναι η αξία σε δραχμές των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών που παράγονται, συνήθως στη διάρκεια του έτους από την οικονομία. Ο συνήθης τρόπος χρήσης από τον επενδυτή είναι να λαμβάνει χωριστά και να αξιολογεί κάθε συστατικό μέρος αυτού, το σύνολο των οποίων αποτελεί το ΑΕΠ και να πιθανολογεί την κατεύθυνση χωρίς να γίνεται προσπάθεια πρόβλεψης μεγεθών, που είναι δουλειά ειδικών αναλυτών. Προβλέψεις για το ΑΕΠ γίνονται από το ΥΠΕΘΟ και ΟΟΣΑ ενώ οι κατευθύνσεις της κυβερνητικής οικονομικής και εισοδηματικής πολιτικής με τον πρωθυπουργικό λόγο στην έκθεση της Θεσσαλονίκης και τη συζήτηση του προυπολογισμού στη Βουλή. Πολλοί έχουν κάνει προσπάθειες να συσχετίσουν τις τιμές των μεταχών με το ΑΕΠ και με βάση αυτό να κάνουν προβλέψεις, αλλά δεν το έχουν επιτύχει. Ίσως γιατί η αγορά προηγείται των μεταβολών του ΑΕΠ.

## ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ.

Ο δείκτης αυτός βασίζεται στις φυσικές μονάδες παραγωγής και δείχνει την τρέχουσα βιομηχανική παραγωγή σε σχέση με το έτος βάσης. Σ' αυτόν αντικατοπτρίζονται πολύ ικανοποιητικά οι δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης οι οποίες επηρεάζουν ισχυρά τις χρηματιστηριακές αγορές. Προβλέψεις για την βιομηχανική παραγωγή ανακοινώνει ο ΣΕΒ. Και ο δείκτης αυτός διαιρείται σε υποδείκτες και αυτοί σε ακόμα υποδεέστερες κατηγορίες. Με σύγκριση μπορούν να εντοπιστούν οι κλάδοι στους οποίους σημειώθηκε αύξηση μεγαλύτερη από αυτή του συνόλου της βιομηχανίας ή από άλλους. Το αποτέλεσμα της σύγκρισης είναι ένδειξη για πιθανή ή μη περιοχή επενδυτικών κερδών. Οι αυξήσεις δηλαδή στους επιμέρους δείκτες πιθανόν να δεικνύουν κλάδους προς τους οποίους κατευθύνονται βιομηχανικές επενδύσεις (περίπτωση για τη δεκαετία του 1970 τα είδη ένδυσης/υπόδυσης) και οι μειώσεις (περίπτωση επίπλων) να υποδεικνύουν κλάδο προς αποφυγή. Ο δεί-

κτης της βιομηχανικής παραγωγής είναι πιο ευαίσθητος στις κυκλικές διακυμάνσεις από τον δείκτη του ΑΕΠ.

## LEADING INDICATORS

Υπάρχει μεγάλος αριθμός οικονομικών δεικτών που δημοσιεύονται στον οικονομικό τύπο με τη μορφή πινάκων ή διαγραμμάτων που ίσως να προκαλούν σύγχυση στον επενδυτή. Αυτό που ο μη ειδικευμένος οικονομολόγος και επενδυτής παίρνει παίρνει από τους δείκτες είναι η θέση της οικονομίας στον κύκλο και προς τα που κατευθύνεται. Για την πρόβλεψη της κατεύθυνσης έχουν επιλεγεί μια σειρά οικονομικών δεικτών γνωστοί σαν Leading indicators, που τους χρησιμοποιούν οι οικονομολόγοι στην προσπάθειά τους να προβλέψουν την οικονομική κατάσταση στη χώρα τους.

Μεταξύ των δεικτών αυτών χρησιμοποιούνται και οι εξής:

1) Η μέση εβδομαδιαία απασχόληση, αφού είναι φυσιολογικό στην αρχή της βελτίωσης των οικονομικών συνθηκών και να σταθεροποιηθεί αυτή να μην προσλαμβάνεται προσωπικό αλλά το υπάρχον να χρησιμοποιείται υπερωριακά.

2) Απασχόληση/Ανεργία, αφού η σταθεροποίηση της οικονομικής ανάκαμψης ενθαρρύνει τους εργοδότες στην πρόσληψη νέου προσωπικού και μείωση συνεπώς της ανεργίας (σημειώνεται ότι σε εμάς δεν επιτρέπονται οι ομαδικές απολύσεις).

3) Οι νέες παραγωγικές επενδύσεις, που φυσικό είναι να προκαλούνται από την αυξημένη ζήτηση για προϊόντα, αφού αυξάνουν οι παραγγελίες για διαρκή βιομηχανικά αγαθά λόγω εξάντλησης ή επερχόμενης εξάντλησης της παραγωγικής δυναμικότητας. Αυτό γιατί η μέση απασχόληση ανέβηκε και οι νέες προσλήψεις αυξάνουν τις διαθεσίμες καταναλωτικές δαπάνες. Έχει επιβεβαιωθεί ότι οι νέες παραγγελίες προηγούνται του ανωτάτου σημείου της οικονομικής δραστηριότητας 6 - 12 μήνες ενώ στον αντίποδα προηγείται λίγους μήνες προ του τέλους της ύφεσης.

4) Οι κατασκευές αποτελούν σημαντικό παράγοντα αναεέρμωσης της οικονομίας, αφού παρασύρουν κι άλλους υποκλάδους σε αυξημένη δραστηριότητα (έπιπλα, οικιακές συσκευές, κοινοφελείς υπηρεσίες κ.λπ.).

5) Τα αποθέματα ετοίμων αφού η αυξημένη ζήτηση παρακινεί τους επιχειρηματίες σε αυξημένη παραγωγή και συσώρευση προϊόντων εν όψει και του γεγονότος ότι τώρα δεν υπάρχει η δυνατότητα άμεσης αύξησης της παραγωγής, αφού ο βαθμός απασχόλησης είναι ο υψηλότερος δυνατός και η ανταπόκριση στην αυξημένη ζήτηση δεν μπορεί να γίνει χωρίς νέες επενδύσεις σε παραγωγικά μέσα τα οποία όμως απαιτούν χρόνο. Για τη χώρα μας θα πρέπει να έχουμε υπόψη ότι ακόμα και στις περιόδους μειωμένης ζήτησης και χωρίς ακόμη να έχουν εμφανιστεί σημεία ανάκαμψης οι επιχειρήσεις δεν έχουν τη δυνατότητα απόλυσης του προσωπικού και συνεπώς συσσωρεύουν αποθέματα εξ' ανάγκης και όχι για να ικανοποιήσουν επερχόμενη ζήτηση. Η ευαισθησία δηλαδή κατά τη μέτρηση είναι μειωμένη σ'εμάς.

6) Τα επιχειρηματικά κέρδη, η ενδεχόμενη αύξηση των οφείων δημιουργεί αισιοδοξία για εμφάνιση νέου επιχειρηματικού κύκλου, μόνο που η πιστοποίηση της αύξησης καθυστερεί μέχρι τη δημοσίευση των ισολογισμών.

Τέλος ο επενδυτής θα μπορούσε να αντιπαραβάλλει τους δείκτες που δείχνουν έναρξη νέου επιχειρηματικού κύκλου προς αυτούς που δεν δείχνουν τέτοια έναρξη, αφαιρώντας δηλαδή τους μεν από τους δε και να υιοθετήσει τις ενδείξεις της πλειοψηφίας. Αυτός ο τρόπος χρήσης των leading indicators έχει δείξει θετικά αποτελέσματα στην προσπάθεια πρόβλεψης των επερχόμενων οικονομικών συνθηκών.

Δύο ακόμα δείκτες σημαντικού ενδιαφέροντος για τους επενδυτές είναι οι λιανικές πωλήσεις και ο πληθωρισμός. Ο πρώτος αντανακλά τη δυνατότητα και επιθυμία του καταναλωτή να προβαίνει σε δαπάνες και να αιμοδοτεί έ-

ται την οικονομία. Όταν ο καταναλωτής αισθάνεται εμπιστοσύνη για το μέλλον δαπανά περισσότερο. Η αύξηση του όγκου των πωλήσεων δημιουργεί αισιοδοξία στον επιχειρηματικό κόσμο, μάλιστα για ορισμένους κλάδους που εξαρτώνται από τις πωλήσεις προς το καταναλωτικό κοινό αξίζει ακόμα μεγαλύτερη προσοχή.

Η επιθυμητή οικονομική ανάπτυξη είναι αυτή που αντιπροσωπεύει πραγματική αύξηση της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών και όχι αυτή που προσθέτει δραχμές στην ίδια ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών. Ο πληθωρισμός δηλαδή όταν περιλαμβάνεται στη μέτρηση ορισμένων δεικτών (ΑΕΠ, μισθοί, κ.λ.π.) δεν συνεπάγεται πραγματικά οφέλη για κανέναν. Η οικονομική πολιτική που επιθυμείται είναι η οικονομική ανάπτυξη με σταθερότητα τιμών.

Στην έκταση που αυτό επιτυγχάνεται αντανakλάται σε υψηλότερες τιμές στις μετοχικές αξίες.

Σε περιόδους πληθωρισμού τα κέρδη και τα μερίσματα αυξάνουν. Στην έκταση που αυτά αυξάνουν όσο και το ποσοστό του πληθωρισμού ή και περισσότερο τότε οι μετοχικές αξίες ωφελούν τους αγοραστές και τους προστατεύουν από τον πληθωρισμό. Θεωρείται δηλαδή ότι από μόνη της η εμφάνιση πληθωρισμού δε συμβάλλει στην αύξηση των τιμών των μετοχών αν οι επιχειρήσεις δεν πείθουν ότι μπορούν να μετακυλίσουν το αυξημένο κόστος στις τιμές πώλησης των προϊόντων τους. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία σε εμάς που ισχύουν ακόμα οι αγορανομικοί έλεγχοι και το είδαμε την περίοδο του υψηλού πληθωρισμού 1980-86.

## ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ

Οι μεταβολές στην ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία παίζουν σπουδαίο ρόλο στην πρόβλεψη της κατεύθυνσης των τιμών των μετοχικών αξιών. Όταν ο ρυθμός αύξησης στην ποσότητα του χρήματος επιταχύνεται ακολουθείται από αντίστοιχη αύξηση των τιμών των μετοχικών αξιών και αντίστροφα, η μείωση στο ρυθμό αύξησης στην προσφορά του χρήματος προηγείται της πτώσης στις μετοχικές αξίες.

Παράλληλα με την παρακολούθηση των μεταβολών στην ποσότητα του χρήματος επιτηρείται και η επενδυτική δραστηριότητα των εμπορικών τραπεζών. Όταν η οικονομία βρίσκεται σε καλάρωση οι δυνατότητες των τραπεζών στη χορήγηση επιχειρηματικών δανείων είναι περιορισμένες. Τότε αυτές στρέφονται στην αγορά ΕΓΔ και κρατικών ομολόγων. Όταν οι οικονομικές συνθήκες βελτιώνονται αυξάνουν τη χορήγηση επιχειρηματικών δανείων και περιορίζουν έτσι τη δανειοδότηση του δημοσίου ενώ δεν αποκλείεται και η ρευστοποίηση των προηγουμένως αγορασθέντων κρατικών κρεογράφων (σε μας ισχύουν ακόμα περιορισμοί για την κατ'αυτόν τον τρόπο άσκηση από τις τράπεζες των επενδυτικών τους δραστηριοτήτων).

Συνοπτικά δηλαδή όταν υπάρχουν καλές οικονομικές προοπτικές αυξάνουν τα δάνεια προς τον επιχειρηματικό κόσμο και μειώνονται αυτά προς το δημόσιο και αντίστροφα. Συνεπώς αγοράζουμε μετοχές όταν ο λογαριασμός "Ομολογίες", "Ομόλογα" είναι διογκωμένος και πωλούμε όταν αυτός είναι συρρικνωμένος.

Εξυπακούεται ότι όλα αυτά ισχύουν ιδιαίτερα υπό καθεστώς ελεύθερης διακίνησης των κεφαλαίων και φιλελευθεροποιημένο τραπεζικό σύστημα και όχι όταν τα διατάγματα ορίζουν το ποσοστό των καταθέσεων που πρέπει να επενδυθούν σε δάνεια του δημοσίου. Τα κεφάλαια δηλαδή επενδύονται μεταξύ βραχυπρόθεσμων κρεογράφων, ομολογιών και μετοχικών αξιών με βάση την

επίτευξη της μεγαλύτερης απόδοσης και το λιγότερο κίνδυνο. Οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων κρεογράφων στις περιόδους της ανάκαμψης και ιδιαίτερα στις τελευταίες φάσεις αυτής, συνηθέστερα είναι ανοδικές λόγω του αυξημένου δανεισμού που σημειώνεται ή του φόβου εμφάνισης πληθωρισμού.

Η άνοδος στα επιτόκια προηγείται της πτώσης στις τιμές των μετοχικών αξιών. Κατά την παρακολούθηση των κινήσεων αυτών θα πρέπει να είμαστε ενήμεροι της ρευστότητας των επιχειρήσεων και των κερδών τους που μπορούν να αμβλύνουν την ανάγκη για δανεισμό.

Η προτίμηση όμως για βραχυπρόθεσμα κεφάλαια επεκτείνεται βαθμιαία και στα μακροπρόθεσμα με αποτέλεσμα τη γενική άνοδο του κόστους του χρήματος. Την περίοδο αυτή οι επενδυτές αποφεύγουν να επενδύουν σε πιστωτικά κρεογραφα, ιδιαίτερα μακροπρόθεσμα ομολογιακά δάνεια, γιατί οι τιμές σ' αυτά είναι καθοδικές και προτιμούν τις μετοχικές αξίες των οποίων οι τιμές ακολουθούν ανοδική κατεύθυνση.

## ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ

Η αβεβαιότητα γενικά δεν ευνοεί ανοδική κατεύθυνση στις τιμές των μετοχών. Μιλώντας για αβεβαιότητα εννοούμε όχι μόνο την οικονομική αλλά και την πολιτική, αφού η δεύτερη αποφασίζει και κατευθύνει την πρώτη.

Ο προϋπολογισμός, η εισοδηματική πολιτική, οι δαπάνες, η φορολογία, οι κρατικές προμήθειες και το επιχειρηματικό κλίμα που προβάλλει προς τα έξω είναι μερικές από τις πράξεις της Κυβέρνησης που επηρεάζουν την οικονομική ζωή της χώρας. Σημειώνουμε ότι σε εμάς το δημόσιο είναι ο μεγαλύτερος καταναλωτής, εργοδότης και επιχειρηματίας (παράγει το 50% του εγχώριου προϊόντος) και η επίδοσή του στη σωστή χρήση των διαθέσιμων πόρων της χώρας επηρεάζει σε μεγαλύτερη έκταση από ότι σε άλλες δυτικές χώρες την πορεία της οικονομίας και την ευημερία των πολιτών της.

Μεγάλης σημασίας είναι επίσης και ο έλεγχος του τραπεζικού και πιστωτικού συστήματος, γιατί μέσα από τις πολιτικές επένδυσης και δανεισμού που εισάγει επηρεάζει την επιχειρηματική δραστηριότητα και γενικά το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Άλλος σημαντικός παράγοντας επηρεασμού διαδοχικά της πολιτικής, οικονομικής ζωής και στη συνέχεια των τιμών των χρηματιστηριακών αξιών είναι η θέση της χώρας στις διεθνείς συστάξεις ή η ύπαρξη πιθανοτήτων για πόλεμο ή εμπλοκής σε τέτοιο (μία αιτία που η χρηματιστηριακή αγορά έχει προσφέρει ελάχιστα στην ανάπτυξη της χώρας είναι και οι συχνοί πόλεμοι που διεξάγαμε). Πιο πρόσφατο παράδειγμα είναι οι συνέπειες της κυπριακής κρίσης το 1974 που είχε σαν αποτέλεσμα την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας και την πτώση των μετοχικών αξιών. Τέλος οι απεργίες μπορεί να προκαλέσουν προσωρινά κάποια πτώση στις τιμές των μετοχών τελικά όμως ανακάπτουν. Αυτό, γιατί οι επιχειρήσεις αναπληρώνουν την παραγωγή και πωλήσεις που χάθηκαν μετά την απεργία ή χρησιμοποιούν τα αποθέματα τα οποία μπορεί και να αύξησαν σημαντικά εν όψει αυτής.

## ΟΙ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ

Απαραίτητη για τον επενδυτή των χρηματιστηριακών αξιών είναι η όσο το δυνατό καλύτερη κατανόηση του αντίκτυπου των μεταβολών της οικονομικής δραστηριότητας επί των τιμών των μετοχών και των επιτοκίων. Εχει αποδειχθεί στενή σχέση των επιχειρηματικών κύκλων, όπως είναι γνωστές οι μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα και των αγορών κεφαλαίων και βραχυπρόθεσμων κρεαγράφων. Όμως η προσπάθεια πρόβλεψης των σημείων στροφής των χρηματιστηριακών τιμών είναι περιορισμένη κυρίως στους επαγγελματίες επενδυτές ενώ το ευρύτερο κοινό περιορίζεται στην επιλογή «των καλών» αξιών που μεταφράζεται σε προσπάθεια εντοπισμού υποτιμημένων αξιών με τη βοήθεια των χρηματιστηριακών γραφείων ή συμβούλων.

Είναι όμως επιβεβαιωμένο σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές ότι τα σημεία αντιστροφής των ανώτατων τιμών των μετοχών ή των κατώτερων προηγούνται των επιχειρηματικών κύκλων κατά μερικούς μήνες.

Επί αυτού επισημάινουμε ότι όταν η αγορά είναι ανοδική πρώτα κινούνται ανοδικά ορισμένες μετοχές, που είναι οι πιο «καλές» και ακολουθούν οι λιγότερο καλές. Επίσης και τα ποσοστά αύξησης των τιμών διαφέρουν από μετοχή σε μετοχή. Όταν η αγορά είναι καθοδική ορισμένες μετοχές προηγούνται στην πτώση, ενώ παράλληλα και τα ποσοστά αυτής είναι διαφορετικά.

Και στις δύο περιπτώσεις μιλάμε για μετοχές που έχουν υψηλή διασπορά γιατί οι άλλες που δεν έχουν συνεπάγονται ακόμα περισσότερο ρίσκο και ακόμα περισσότερες απροσδόκητες μεταβολές έξω από το ρυθμό της αγοράς.

Όταν λοιπόν κάνουμε σωστή οικονομική πρόβλεψη θα μπορούμε να κάνουμε και σωστότερη πρόβλεψη των πωλήσεων και κερδών. Θα πρέπει να γνωρίζουμε όμως πως οι διάφοροι κλάδοι αντιδρούν στις αλλαγές της οικονομικής δραστηριότητας. Οι επιχειρήσεις π.χ. εργαλείων ή κεφαλαιουχικών αγαθών υφίστανται έντονα τον αντίκτυπο της μεταβολής (καλάρωση ή ένταση στην



οικονομική δραστηριότητα) ενώ αυτές των καταναλωτικών αγαθών επηρεάζονται ελάχιστα έως λιγότερο.

Για τη συμπεριφορά της δική μας χρηματιστηριακής αγοράς μέχρι στιγμής δεν έχουμε υπόψη μας μελέτες. Από μία όμως περιορισμένη έκτασης μελέτη προκύπτει ότι δεν αντανakλά τις μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα προτού αυτές εμφανιστούν αλλά ταυτόχρονα ή μετά την εμφάνισή τους. Ο επενδυτής θα πρέπει να αξιολογεί σωστά την τρέχουσα οικονομική πορεία και να είναι σε θέση να ερμηνεύει τα οικονομικά μέτρα ή και ακόμα καλύτερα να προβλέπει την λήψη τέτοιων μέτρων. Συγχρόνως όμως θα πρέπει να γνωρίζει τον αντίκτυπο στις τιμές των κρεωγράφων, τα επιτόκια και τις αποδόσεις, από τη λήψη τέτοιων μέτρων.

## ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό θα επιχειρήσουμε την ανάλυση και την ερμηνεία των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ, της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιηθούν στοιχεία τα οποία δίνονται μέ-  
σω:

1. Συγκριτικών ισολογισμών, καταστάσεων αποτελεσμάτων και καταστά-  
σεων πηγών και χρήσεων κεφαλαίων της επιχείρησης.
2. Καταστάσεων κοινών μεγεθών των ισολογισμών, των αποτελεσμάτων  
και των πηγών και χρήσεων κεφαλαίων (ποσοστιαία σύνθεση αυτών).
3. Επιλεγμένων αριθμοδεικτών οικονομικής κατάστασης, αποδοτικότητας  
και δραστηριότητας και των αριθμοδεικτών διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσι-  
μότητας της επιχείρησης.
4. Αριθμοδεικτών τάσεως των διαφόρων οικονομικών μεγεθών της επι-  
χείρησης.

Με βάση τα στοιχεία αυτά, θα επιδιώξουμε παρακάτω μια συνοπτική πα-  
ρουσίαση και ερμηνεία αυτών με σκοπό τον προσδιορισμό της τρέχουσας οι-  
κονομικής κατάστασης, των πηγών και χρήσεων κεφαλαίων, της διάρθρωσης  
των κεφαλαίων (μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης) και της αποδοτικότη-  
τας και δραστηριότητας των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Τέλος θα προσπαθήσουμε να δούμε αν ο αποδοτικότερος τρόπος χρημα-  
τοδότησής της την παρούσα στιγμή με βάση τα συμπεράσματα που προκύπτουν  
από την μελέτη των οικονομικών στοιχείων της είναι μια αύξηση του με-  
τοχικού της κεφαλαίου.

## ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ

### Γενικές πληροφορίες

Η Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ ασχολείται με τη παραγωγή και εμπορία τεσσάρων προϊόντων, τα οποία διαθέτει τόσο στην εσωτερική αγορά όσο και στην εξωτερική αγορά. Η εταιρεία συμμετέχει στις ακόλουθες εταιρείες με τα αντίστοιχα ποσά και ποσοστά:

### Συμμετοχές της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ

	Αξία συμμετοχής	Ποσοστό συμμετοχής
1) ΤΡΙΚΟΛΟΝ Γαλλοελληνική Α.Ε.	17.000.000 δρχ.	85%
2) ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Κλωστοϋφαντουργία Α.Ε.	9.920.000 δρχ.	66%
3) ΒΕΡΛΑΝ Βαμβακουφαντουργία Α.Ε.	168.300.000 δρχ.	99%
4) ΛΑΝΑΚΟΤ Πρακτορεύσεις Ε.Π.Ε.	1.080.000 δρχ.	90%

Οι πωλήσεις της επιχείρησης παρουσίασαν ανοδική πορεία κατά την πενταετία 19Χ4-Χ8 (αύξηση κατά 13,5%) και μόνο το 19Χ8 σημείωσαν αισθητή κάμψη (11,7%), η οποία απορρόφησε το μεγαλύτερο μέρος των ευνοϊκών αποτεσμάτων από την αύξηση των τεσσάρων προηγούμενων ετών (πίνακας εφαρμ. Νο 1).

Αποτέλεσμα αυτού ήταν κατά την υπό κρίση πενταετία (19Χ4-Χ8), η αύξηση των πωλήσεων σε ποσότητα να περιοριστεί μόλις στο 0,3%.

Αναλυτικότερα, οι πωλήσεις σε ποσότητα των βαμβακονημάτων Καρντέ, που αποτελούν το κυριότερο προϊόν της επιχείρησης, παρουσίασαν κάμψη της τάξης του 8,7%, ενώ αντίθετα σημείωσαν αύξηση κατά 16,7%. Οι πωλήσεις των βαμβακονημάτων πεννιέ και κατά 1.691,0% οι πωλήσεις των σύμμικτων και συνεχτικών νημάτων. Η σημαντική αύξηση των τελευταίων οφείλεται στο χαμηλό ύψος πωλήσεων του έτους 19Χ4.

Από πλευράς αξίας, οι πωλήσεις παρουσίασαν συνεχή αύξηση καθόλη την πενταετία, που έφθασε σε ποσοστό 90% περίπου το 19Χ8, σε σύγκριση με το 19Χ4. Αυτό οφείλεται αφενός, στην αύξηση των τιμών πωλήσεων εξαιτίας ανατιμήσεων των πρώτων υλών και αύξησης των λοιπών στοιχείων κόστους και αφετέρου στην άνοδο των τιμών συναλλάγματος, δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων πραγματοποιήθηκε σε ξένες αγορές. Οι εξαγωγές αυτές αντιπροσώπευαν, κατά μέσο όρο, στην κρινόμενη πενταετία, το 65,9% των συνολικών πωλήσεων και σημείωσαν αύξηση κατά 68,1%. Οι πωλήσεις εσωτερικού, επίσης, αύξησαν τη συμμετοχή τους στο σύνολο των πωλήσεων των ετών 19Χ4-Χ8 και παρουσίασαν αύξηση κατά 140% περίπου.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι, οι πωλήσεις της επιχείρησης αναμένεται ότι θα σημειώσουν σημαντική βελτίωση κατά τα αμέσως προσεχή χρόνια με αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών της επιχείρησης. Ενισχυτικό παράγοντα της αισιοδοξίας αυτής αποτελεί και η ανατίμηση των ξένων νομισμάτων των χωρών εξαγωγής των προϊόντων της επιχείρησης.

#### Οικονομικά στοιχεία

Οι πίνακες 2, 4, 6 και 8 της χρηματοοικονομικής ανάλυσης εμφανίζουν τους συγκριτικούς ισολογισμούς και τα αποτελέσματα της επιχείρησης κατά την υπό κρίση πενταετία 19Χ4-Χ8 (σε απόλυτους αριθμούς και κοινά μέγεθος). Οι πίνακες 3 και 7 εμφανίζουν τους αριθμοδείκτες τάσεως των στοιχείων αυτών κατά την ίδια χρονική περίοδο.

Από τη μελέτη των πινάκων προκύπτει ότι σημειώθηκε σημαντική αύξηση σε ορισμένα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης.

Πιο αναλυτικά, τα προ αποσβέσεων πάγια στοιχεία σημείωσαν αύξηση κατά 102% περίπου και τα καθαρά πάγια κατά 52,5%. Η διαφορά στο ρυθμό αύξησης μεταξύ των προ αποσβέσεων παγίων και των καθαρών παγίων οφείλε-

ται στις διενεργηθείσες αποσβέσεις κατά την ίδια περίοδο και οι οποίες ήταν μεγαλύτερες των πραγματοποιηθείσων επενδύσεων σε πάγια, όπως φαίνεται και από τον αριθμοδείκτη κάλυψης επενδύσεων.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Α.Ε. ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΣΕ ΠΟΣΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΑ								
ΠΟΣΟΤΗΤΕΣ (χιλ. κιλά)	19Χ4	%	19Χ5	%	19Χ6	%	19Χ7	%
Βαμβακονήματα καρντέ	8.065,9	83,6	7.602,2	79,8	8.080,7	76,7	8.329,3	76,1
Βαμβακονήματα πεννιέ	1.548,6	16,1	1.721,2	18,1	1.662,6	15,8	1.817,6	16,6
Νήματα σύμμικτα - συνθετ.	27,6	0,3	202,5	2,1	789,9	7,5	799,9	7,3
ΣΥΝΟΛΟ (χιλ.κιλά)	9.642,1	100	9.525,9	100	10533,2	100	10.946,8	100
ΑΞΙΑ (σε εκατ. δρχ.)								
Πωλήσεις προϊόντων	1.175,6	97,8	1.408,9	97,8	1.940,1	98,8	2.218,5	98,5
Πωλήσεις υποπροϊόντων	25,6	2,2	31,2	2,2	22,3	1,1	33,8	1,5
Βιομηχανοποίηση για λ/σμό τρί- των (FACON)	0,4	-	0,5	-	2,0	0,1	0,6	-
ΣΥΝΟΛΟ	1.201,6	100	1.440,6	100	1.964,4	100	2.252,9	100
ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	363,0	30,2	433,8	30,1	582,1	29,6	870,3	38,6
ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	838,6	69,8	1.006,8	69,9	1.382,3	70,4	1382,6	61,4
ΣΥΝΟΛΟ	1.201,6	100	1.440,6	100	1.964,4	100	2.252,9	100

Μεταβολή 19Χ4-Χ8

Πηγή : Απολογισμοί ετών 19Χ4-Χ8

Επόμενη σελίδα : συνέχεια πίνακα 1

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**

ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Α.Ε. ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΣΕ ΠΟΣΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΑ							
ΠΟΣΟΤΗΤΕΣ (χιλ. κιλά)							
	19Χ8	%	Ποσό	Ποσοστό			
Βαμβακονήματα καρντέ	7.367,3	76,2	-698,6	-9,0%			
Βαμβακονήματα πεννιέ	1.807,3	18,7	+258,7	+14,0%			
Νήματα σύμμικτα - συνθετ.	494,4	5,1	+466,8	+1.691,0%			
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b> (χιλ.κιλά)	<b>9.669,0</b>	<b>100</b>	<b>+26,9</b>	<b>+0,3%</b>			
<b>ΑΞΙΑ</b> (σε εκατ. δρχ.)							
Πωλήσεις προϊόντων	2.244,2	98,4	+1068,6	+90,9%			
Πωλήσεις υποπροϊόντων	35,2	1,5	+9,6	+37,5%			
Βιομηχανοποίηση για λ/σμό τρι- των (FACON)	0,9	0,1	+0,5	+125,0%			
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.280,3</b>	<b>100</b>	<b>+1078,7</b>	<b>+89,8%</b>			
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ</b> <b>ΕΙΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>870,7</b>	<b>38,2</b>	<b>+507,7</b>	<b>+139,9%</b>			
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ</b> <b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>1.409,6</b>	<b>61,8</b>	<b>+571,0</b>	<b>+68,1%</b>			
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.280,3</b>	<b>100</b>	<b>+1078,7</b>	<b>+89,8%</b>			

Μεταβολή 19Χ4-Χ8

Πηγή : Απολογισμοί ετών 19Χ4-Χ8

Ωστόσο σημαντική αύξηση σημειώθηκε στο κονδύλι των συμμετοχών της επιχείρησης. Η αύξηση αυτή (150% περίπου) οφείλεται, κυρίως, στην επέκταση της επιχείρησης με την ίδρυση και συμμετοχή της κατά 99% στην ευγενική επιχείρηση ΒΕΡΛΑΝ - ΒΑΜΒΑΚΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΚΗ (υφαντήρια), που στην ουσία αποτελεί επένδυσή της ύψους δρχ. 168,3 εκατ. κατά την περίοδο 19Χ4-Χ8, καθώς και την συμμετοχή της σε άλλες επιχειρήσεις.

Η ενέργεια αυτή της διοίκησης της εταιρείας παρέχει ένδειξη ότι προτίμησε την οριζόντια επέκτασή της, αντί της αύξησης της παραγωγικής δυναμικότητας των εγκαταστάσεων της με νέες επενδύσεις.

Κατά την ίδια περίοδο σημειώθηκε σημαντική αύξηση κατά 106%, των αποθεμάτων και κατά 28% των απαιτήσεων. Η αύξηση των αποθεμάτων απέβη προς όφελος της επιχείρησης, λόγω των ανατιμήσεων των πρώτων υλών και των ετοιμών προϊόντων.

Η αύξηση των απαιτήσεων παρέχει ένδειξη ότι η διοίκηση της επιχείρησης, στην προσπάθεια της να επιτύχει αύξηση των πωλήσεων της παρέχει περισσότερες πιστωτικές διευκολύνσεις στους πελάτες της. Παράλληλα όμως, επεδίωξε και πέτυχε αυξημένες πιστώσεις από τους προμηθευτές της. Αυτό φαίνεται από την αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της κατά 52% (πίνακας 2 χρηματοοικονομικής ανάλυσης Επιχ. : ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ Α.Ε.), κατά την περίοδο 19Χ4-Χ8.

Αντίθετα, μείωση κατά 24% σημείωσαν οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης λόγω εξόφλησής τους.

Από τη μελέτη του πίνακα 4 (χρηματοοικονομικής ανάλυσης) των κοινών μεγεθών (ποσοστιαία σύνθεση) των ισολογισμών προκύπτει ότι, αυξήθηκε η συμμετοχή των παγίων στοιχείων αυτής από 33,9% το 19Χ4 στο 39,6% το 19Χ8. Αυτό ήταν συνέπεια της αύξησης των κονδυλίων των συμμετοχών και των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων.

Αντίθετα, το κυκλοφορούν ενεργητικό αυτής σημείωσε μείωση από 66,1% το 19Χ4 στο 60,4% το 19Χ8 λόγω περιορισμού των διαθεσίμων και των απαιτήσεων.

Η συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των απασχολούμενων κεφαλαίων αυξήθηκε και από 24,6% το 19Χ4 ανέβηκε στο 32,5% το 19Χ8.



**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**

Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ (2)					
Ισολογισμοί 31/12 για τα έτη 19Χ4-Χ8 (σε εκατ. δραχμές)					
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
α) Πάγια					
Πάγια προ	834,2	849,3	960,7	1.102,3	1.684,6
αποσβέσεων					
Αποσβέσεις	(392,0)	(465,4)	(544,8)	(611,9)	(1.010,4)
Καθαρά πάγια	442,2	383,9	416,4	490,4	674,2
Συμμετοχές	78,7	80,5	196,3	196,3	196,3
Μακροπρόθεσμες					
Απαιτήσεις					
(Φόρος 5427/77,1294			3,6	5,3	63,5
/82, Εγγυήσεις)	-	-			
β) Κυκλοφορούν					
Ενεργητικό					
Αποθέματα	197,5	165,7	245,0	360,3	406,6
Απαιτήσεις	766,9	769,4	814,1	897,1	982,7
γ) Διαθέσιμο					
Ταμεία - Καταθέσεις	51,1	11,7	42,7	21,6	30,1
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.536,4</b>	<b>1.411,2</b>	<b>1.718,1</b>	<b>1.971,0</b>	<b>2.353,4</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΑ</b>					
<b>ΒΕΣΗ</b>					
α) ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	332,9	332,9	332,9	332,9	332,9
Αποθεματικά	45,8	67,7	148,4	157,3	165,1
Σύνολο ιδίων					
Κεφαλαίων	378,7	400,6	481,3	490,2	764,5
β) ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Βραχυπρόθεσμες	939,9	849,7	1.058,1	1.309,2	1.423,9
Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες	217,8	160,9	178,7	171,6	165,0
Υποχρεώσεις					
Σύνολο Υποχρεώσεων	1.157,7	1.010,6	1.236,8	1.480,8	1.588,9
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	<b>1.536,4</b>	<b>1.411,2</b>	<b>1.718,1</b>	<b>1.971,0</b>	<b>2.353,4</b>
<b>&amp; Κ.Β.</b>					

Πηγή : Ισολογισμοί, ετών 19Χ4-Χ8

(2) Βλέπε επόμενη σελίδα

(2) Στους ισολογισμούς των χρήσεων 19Χ4-Χ8 το ποσό των ανταλλακτικών δεν περιλαμβάνεται στα αποθέματα, όπως συμβαίνει κατά τα επόμενα χρόνια, αλλά στα πάγια. Επίσης οι αποσβέσεις των ανταλλακτικών από τη χρήση 19Χ6 και μετά βαρύνουν το κόστος των πωληθέντων και δεν εμφανίζονται στις αποσβέσεις.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3**

**Α.Ε. ΚΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ  
ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΕΩΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ  
19Χ4 = 100**

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Πάγια προ αποσβέσεων	100,0	101,8	115,2	132,1	201,9
Αποσβέσεις	100,0	118,7	138,9	156,1	257,8
Καθαρά πάγια	100,0	86,8	94,2	110,9	152,5
Συμμετοχές	100,0	102,3	249,4	249,4	249,4
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	-	-	100,0	147,2	1.763,9
Αποθέματα	100,0	83,9	124,1	182,3	205,9
Απαιτήσεις	100,0	100,3	106,2	117,0	128,1
Διαθέσιμα	100,0	22,9	83,6	42,3	58,9
Σύνολο Ενεργητικού	100,0	91,9	111,8	128,3	153,2
=====	=====	=====	=====	=====	=====
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (ΚΒ)	100,0	105,8	127,1	129,4	201,9
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,0	90,4	112,6	139,3	151,5
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	100,0	73,9	82,0	78,8	75,8
Σύνολο Υποχρεώσεων	100,0	87,3	106,8	127,9	137,2
Σύνολο Παθητικού & Κ.Β.	100,0	91,9	111,8	128,3	153,2
=====	=====	=====	=====	=====	=====

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4**

**Α.Ε ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ  
ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ  
19Χ4 = 100**

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>19Χ4</b>	<b>19Χ5</b>	<b>19Χ6</b>	<b>19Χ7</b>	<b>19Χ8</b>
Καθαρά πάγια	28,8%	27,2%	24,2%	24,9%	28,6%
Συμμετοχές	5,1%	5,7%	11,4%	9,9%	8,3%
Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις (Φόρος 5427/77, 1294 /Β2, Εγγυήσεις)	-	-	0,2%	0,3%	2,7%
<b>Σύνολο Παγίου Κυκλοφορούν Ενεργητικό</b>	<b>33,9%</b>	<b>32,9%</b>	<b>35,8%</b>	<b>35,1%</b>	<b>39,6%</b>
Αποθέματα	12,9%	11,8%	14,3%	18,3%	17,3%
Απαιτήσεις	49,9%	54,5%	47,4%	45,5%	41,8%
Διαθέσιμο	3,3%	0,8%	2,5%	1,1%	1,3%
<b>Σύνολο Κυκλοφορ. &amp; Διαθ.</b>	<b>66,1%</b>	<b>67,1%</b>	<b>64,2%</b>	<b>64,9%</b>	<b>60,4%</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΑ ΘΕΣΗ</b>					
Μετοχικό Κεφάλαιο	21,6%	23,6%	19,4%	16,9%	25,5%
Αποθεματικά	3,0%	4,8%	8,6%	8,0%	7,0%
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>24,6%</b>	<b>28,4%</b>	<b>28,0%</b>	<b>24,9%</b>	<b>32,5%</b>
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	61,2%	60,2%	61,6%	66,4%	60,5%
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	14,2%	11,4%	10,4%	8,7%	7,0%
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>75,4%</b>	<b>71,6%</b>	<b>72,0%</b>	<b>75,1%</b>	<b>67,5%</b>
<b>Σύνολο Παθητικού &amp; Κ.Θ.</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## **Ανάλυση της Τρέχουσας Οικονομικής κατάστασης**

Η τρέχουσα οικονομική κατάσταση της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ δεν μπορεί να θεωρηθεί ικανοποιητική, τουλάχιστον από την πλευρά των πιστωτών της. Το κυκλοφορούν ενεργητικό της (κυκλοφορούν + διαθέσιμο) παρά την κατά 39,8% αύξηση του κατά την περίοδο 19Χ4-Χ8 υπολείφθηκε της κατά 51,5% αύξησης των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της.

Εξετάζοντας, επίσης, τους κοινού μεγέθους ισολογισμούς της επιχείρησης (πίνακας εφαρμ. Νο 4) διαπιστώνεται ότι υπήρξαν μεταβολές στη σύνθεση του κεφαλαίου κίνησης αυτής. Παρατηρείται κάποια σημαντική αύξηση στο ποσοστό συμμετοχής των αποθεμάτων στο σύνολο του ενεργητικού, ενώ μειώθηκε το ποσοστό συμμετοχής των απαιτήσεων και των διαθεσίμων μονολότι, τα σε απόλυτα ποσά μεγέθη αυτών δεν μειώθηκαν ή δεν μειώθηκαν ανάλογα. Παράλληλα, σημειώθηκε μείωση του ποσοστού συμμετοχής των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων στο σύνολο των απασχολουμένων κεφαλαίων. Τα παραπάνω ενισχύονται από τους δείκτες τάσης (πίνακας εφαρμ. Νο 3) και από τους αριθμοδείκτες ρευστότητας (πίνακας εφαρμ. Νο 5).

Ο πίνακας Νο 5 απεικονίζει τους κυριότερους αριθμοδείκτες που επιτρέπουν την μελέτη της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ. Οι αριθμοδείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας εκτός του ότι, καθόλη την υπό εξέταση περίοδο παρέμειναν γενικά σε χαμηλά επίπεδα παρουσίασαν και ελαφρά πτωτική τάση, χωρίς όμως μεγάλες διακυμάνσεις.

Ως εκ τούτου η θέση της επιχείρησης από βραχυχρόνια σκοπιάς δεν μπορεί να θεωρηθεί καλή, δεδομένου ότι αμφότεροι οι αριθμοδείκτες ρευστότητας δεν θεωρούνται ικανοποιητικοί για μια βιομηχανική επιχείρηση, όπως η Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ.

Στο σημείο αυτό σημειώνεται ότι, παρά τους υφιστάμενους χαμηλούς αριθμοδείκτες ρευστότητας, η επιχείρηση δεν είχε ουσιαστικά προβλήματα στην αντιμετώπιση των υποχρεώσεων της. Αυτό ενδέχεται να συνδέεται με

την ακολουθούμενη πολιτική της. Πράγματι η επιχείρηση επεδίωξε την όσο το δυνατόν εντατικότερη εκμετάλλευση των κεφαλαίων κίνησης της, με αποτέλεσμα να αντιμετωπίσει με επιτυχία την εξόφληση των υποχρεώσεών της κατά τη υπό κρίση περίοδο. Αυτό πιστεύεται ότι επιτεύχθηκε χάρις στο σωστό χρονικό προγραμματισμό τόσο των εισπράξεων όσο και των πληρωμών της, ο οποίος της εξασφάλισε ομαλή ροή κεφαλαίων και διεξαγωγή των εργασιών της με τη χρησιμοποίηση του μικρότερου δυνατού ύψους κεφαλαίων κίνησης. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι, η επιχείρηση δεν πρόκειται ν' αντιμετωπίσει στο μέλλον προβλήματα ρευστότητας σε περίπτωση που αναπτυχθούν μη ευνοϊκές συνθήκες (π.χ. μείωση πωλήσεων).

Πάντως το ύψος των διαθεσίμων, που είχε η επιχείρηση καθόλη την υπό κρίση περίοδο, παρέχει ένδειξη ότι, δεν θα πρέπει να ήταν σε θέση να εκμεταλλευθεί ευκαιρίες που τυχόν της παρουσιάστηκαν. Αυτό τουλάχιστον δείχνει η παρακολούθηση των αριθμοδεικτών ρευστότητας (πίνακας εφαρμ. Νο 5).

Τα παραπάνω ενισχύονται και από την εξέταση των αριθμοδεικτών ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων και ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων.

Ο πρώτος, σημείωσε αύξηση και από 1,57 το 19Χ4 έφτασε στο 2,32 το 19Χ8 με αντίστοιχη μείωση των ημερών παραμονής ανεισπράκτων των απαιτήσεων της από 232 ημέρες το 19Χ4 στις 157 ημέρες το 19Χ8. Η μείωση του αριθμοδείκτη αυτού παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση ακολούθησε μία πιο δραστήρια πολιτική στην είσπραξη των απαιτήσεων της, γεγονός που της επέτρεψε να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της.

Αντίθετα, ο αριθμοδείκτης κυκλοφορίας αποθεμάτων της επιχείρησης σημείωσε μικρή κάμψη, με αποτέλεσμα την αύξηση του χρόνου παραμονής των αποθεμάτων στις αποθήκες της, από 60 ημέρες το 19Χ4, στις 65 ημέρες το 19Χ8. Η αύξηση αυτή ενδέχεται να επιδιώχθηκε από την επιχείρηση λόγω του ότι ανέμενε αύξηση των τιμών των προϊόντων της.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να λεχθεί ότι, λόγω του ότι η επιχείρηση προς το τέλος του έτους προβαίνει σε αυξανόμενες αγορές πρώτων υλών, το ύψος των αποθεμάτων στις 31/12 εκάστου έτους ενδέχεται να μην είναι αντιπροσωπευτικό του πράγματι υπάρχοντος ύψους αποθεμάτων κατά την διάρκεια της χρήσεως.

Ο οριζοδεικτής καθαρών πωλήσεων προς το καθαρό κεφάλαιο κίνησης σημείωσε αύξηση και από 16 φορές το 19Χ4 έφθασε στις 45 φορές το 19Χ6, γεγονός που δείχνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποίησε εντατικά τα κεφάλαια κίνησης της, για να καλύψει την ποσοτική αυτών ανεπάρκεια.

Κατά τα έτη 19Χ7-Χ8 δεν είναι δυνατόν να υπολογιστεί ο σχετικός οριζοδεικτής, λόγω του ότι η επιχείρηση είχε αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης.

Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει την πορεία του καθαρού κεφαλαίου κίνησης της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ, κατά τα έτη 19Χ4-Χ8.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5

### Α.Ε ΚΛΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Αριθμοδείκτες ρευστότητας & δραστηριότητας

	19X4	19X5	19X6	19X7	19X8
Αριθμ. γενικής ρευστότητας & δραστηριότητας	1,08	1,11	1,04	0,98	1,00
Αριθμ. Ειδικής ρευστότητας	0,87	0,92	0,81	0,70	0,71
Αριθμ. ταμειακής ρευστότητας	0,05	0,01	0,04	0,02	0,02
Ποσοστά διαθέσιμων προς κυκλοφορούν	5,43%	1,23%	3,87%	1,69%	2,12%
Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων	6,08	8,69	8,02	6,25	5,61
Αριθμός ημερών παραμονής αποθεμάτων	60	42	46	58	65
Ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων	1,57	1,87	2,41	2,51	2,32
Αριθμός ημερών παραμονής απαιτήσεων	232	195	151	145	157
Αριθμοδ. καθ. πωλήσεων προς καθαρό κεφάλαιο κίνησης	15,89	14,84	44,95	(*)	(*)

(\*) Αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης

	19X4	19X5	19X6	19X7	19X8
Μικτό κεφ. κίνησης (εκατ. δρχ.)	1.015,5	946,8	1.101,8	1.279,0	1.419,4
<u>Μείον:</u> Βραχυπρ. Υποχρεώσ. (εκατ. δρχ.)	939,9	849,7	1.058,1	1.309,0	1.423,9
<b>ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦ. ΚΙΝΗΣΗΣ</b> (εκατ. δρχ.)	75,6	97,1	43,7	(30,2)	(4,5)



Το μικτό κεφάλαιο κίνησης, όπως φαίνεται από τον πίνακα εφαρμ. Νο 5 παρουσίασε συνεχή σχεδόν αύξηση, ενώ το καθαρό παρουσίασε κάμψη, μέχρι που το 19Χ7 έγινε αρνητικό (30,2 εκατ.). Το 19Χ8 παρουσίασε μεν αύξηση αλλά εξακολούθησε να είναι και πάλι αρνητικό (4,5 εκατ.). Η μείωση του αρνητικού κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης οφείλεται στα αυξημένα προ αποσβέσεων κέρδη, τα οποία επέτρεψαν την εξόφληση μέρους των βραχυκρόνιων υποχρεώσεων της.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι, κατά την πενταετία 19Χ4-Χ8, την μεγαλύτερη πηγή κεφαλαίων κίνησης αποτέλεσαν τα προ αποσβέσεων κέρδη της επιχείρησης. Κατά την ίδια περίοδο το μεγαλύτερο ποσό των πηγών διατέθηκε για την πληρωμή μερισμάτων (κατά μέσο όρο 74% των κερδών), γεγονός που δείχνει ότι η επιχείρηση ακολούθησε φιλελεύθερη μερισματική πολιτική, η οποία κατέληξε προς όφελος των μετόχων της. Αυτό γιατί οδήγησε σε βελτίωση σε βελτίωση ή και συγκράτηση της κάμψης των τιμών των μετοχών της επιχείρησης στη Χρηματιστηριακή Αγορά, σε περίοδο συνεχούς κάμψης των τιμών των μετοχών ομοειδών επιχειρήσεων. Έτσι, η μερισματική απόδοση των μετοχών της Α.Ε. ΚΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ, με βάση τη χρηματιστηριακή τιμή τους, ήταν πολύ καλή και από 10,7% το 19Χ4 έφθασε στο 18,5% το 19Χ8 (πίνακας εφαρμ. Νο 15).

Ο συντελεστής όμως τιμής προς κέρδη κατά μετοχή (P/E) κυμάνθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα και παρουσίασε πτωτική πορεία. Το υφιστάμενο επίπεδο του 19Χ8 του (P/E) παρέχει περιθώρια μελλοντικής ανόδου της τιμής των μετοχών της επιχείρησης, ιδίως σε μια περίοδο ανάκαμψης της Χρηματιστηριακής Αγοράς. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από το γεγονός ότι η εσωτερική της μετοχής ήταν, το 19Χ8, υπερδιπλάσια της χρηματιστηριακής τιμής.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 6

### Α.Ε ΚΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ 19Χ4-19Χ8 (σε εκατ. δρχ.)

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Καθαρές πωλήσεις	1.201,6	1.440,6	1.964,4	2.252,9	2.280,3
Κόστος πωληθέντων	850,9	1.021,0	1.441,1	1.759,5	1.759,2
<b>Μικτά κέρδη</b>	<b>350,7</b>	<b>419,6</b>	<b>523,3</b>	<b>493,4</b>	<b>521,1</b>
Εξοδα διοίκησης	32,6	42,1	61,1	64,9	76,2
Εξοδα διάθεσης	87,4	101,4	137,9	141,6	117,1
Χρηματοοικον. έξοδα	91,5	94,9	98,2	153,4	178,5
Αποσβέσεις Χρήσης	104,9	104,8	79,2	83,3	130,6
<b>Σύνολο λειτουργικών εξόδων</b>	<b>316,4</b>	<b>343,2</b>	<b>376,4</b>	<b>443,2</b>	<b>502,4</b>
Καθαρά λειτουργικά κέρδη	34,3	76,4	146,9	50,2	18,7
Διάφορα έσοδα	14,2	13,9	6,6	20,7	61,1
Διάφορα έξοδα	0,2	1,6	-	0,4	10,2
Καθαρά κέρδη προ φόρων	48,3	88,7	153,5	70,5	69,6
Φόροι και Εισφορές	8,1	17,8	12,2	13,0	2,8
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>40,2</b>	<b>70,9</b>	<b>141,3</b>	<b>57,5</b>	<b>66,8</b>
<b>ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ</b>					
Μέρισμα χρήσης	35,2	48,7	60,5	48,7	58,7
Αποθεματικά διάφορα	5,0	22,2	80,8	8,9	8,1
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>40,2</b>	<b>70,9</b>	<b>141,3</b>	<b>57,5</b>	<b>66,8</b>

Πηγή : Απολογισμοί επιχείρησης ετών 19Χ4-Χ8

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ  
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ 19Χ4=100

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Καθαρές πωλήσεις	100,0	119,9	163,5	187,5	189,8
Κόστος πωληθέντων	100,0	120,0	169,4	206,8	206,7
Μικτά κέρδη	100,0	119,6	149,2	140,7	148,6
Εξοδα διοίκησης	100,0	129,1	187,4	199,1	233,7
Εξοδα διάθεσης	100,0	116,0	157,8	162,0	134,0
Χρηματοοικον. έξοδα	100,0	103,7	107,3	167,7	195,1
Αποσβέσεις	100,0	99,9	75,5	79,4	124,5
Σύνολο λειτουργικών εξόδων	100,0	108,5	118,9	140,1	158,8
Καθαρά λειτουργικά κέρδη	100,0	222,7	428,3	146,4	54,5
Διάφορα έσοδα	100,0	97,9	46,5	145,8	430,3
Καθαρά κέρδη προ φόρων	100,0	183,6	317,8	146,0	144,1
Καθαρά κέρδη Χρήσης	100,0	176,4	351,5	143,0	166,2
Μερίσματα	100,0	138,4	171,9	138,4	166,8

**ΠΙΝΑΚΑΣ Β**

**Α.Ε ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ  
ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ  
19Χ4-19Χ8**

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Καθαρές πωλήσεις	100%	100%	100%	100%	100%
Κόστος πωληθέντων	70,8%	70,9%	73,4%	78,1%	77,1%
<b>Μικτά κέρδη</b>	<b>29,2%</b>	<b>29,1%</b>	<b>26,6%</b>	<b>21,9%</b>	<b>22,9%</b>
Εξοδα διοίκησης	2,7%	2,9%	3,1%	2,9%	3,3%
Εξοδα διάθεσης	7,3%	7,0%	7,0%	6,3%	5,2%
Χρηματοοικον. έξοδα	7,6%	6,6%	5,0%	6,8%	7,8%
Αποσβέσεις χρήσης	8,7%	7,3%	4,0%	3,7%	5,7%
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b>26,3%</b>	<b>23,8%</b>	<b>19,1%</b>	<b>19,7%</b>	<b>22,0%</b>
Καθαρά λειτουργικά κέρδη	2,9%	5,3%	7,5%	2,2%	0,8%
<u>Πλέον:</u>					
Διάφορα έσοδα	1,1%	1,0%	0,3%	0,9%	2,7%
Διάφορα έξοδα	-	0,1%	-	-	0,4%
Καθαρά κέρδη προ φόρων	4,0%	6,2%	7,8%	3,1%	3,1%
<u>Μείον:</u>					
Φόροι και Εισφορές	0,7%	1,3%	0,6%	0,6%	0,1%
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>
<b>ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ</b>					
Μέρισμα χρήσης	87,6%	68,7%	42,8%	84,7%	87,9%
Αποθεματικά διάφορα	12,4%	31,3%	57,2%	15,3%	12,1%
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## Ανάλυση των πηγών και χρήσεων κεφαλαίων

Οι πίνακες εφαρμ. Νο 9 και Νο 10 δίνουν μια εικόνα των μεταβολών της οικονομικής θέσης της επιχείρησης κατά τα έτη 19Χ4-Χ8 και των κυριότερων πηγών και χρήσεων κεφαλαίων της. Από τη μελέτη των πινάκων αυτών προκύπτει ότι, κατά μέσο όρο, το 56% περίπου των κεφαλαίων της επιχείρησης προήλθε από τη δραστηριότητα της, ενώ το 43% από βραχυπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων (πιστώσεις) και μόνο το 1% περίπου από το μακροπρόθεσμο δανεισμό.

Οι επενδύσεις σε πάγια κόλυψαν, κατά μέσο όρο, το 36,9% περίπου των πηγών κεφαλαίων, αν ληφθεί υπόψη και το ύψος των συμμετοχών για το λόγο που προαναφέρθηκε. Ως εκ τούτου, το ποσό των διενεργηθείσων αποσβέσεων χρησιμοποιήθηκε τόσο για επενδύσεις όσο και για αύξηση των συμμετοχών της σε άλλες επιχειρήσεις και μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Για την πληρωμή μερισμάτων η επιχείρηση διέθεσε κατά μέσο όρο, το 16% των πηγών κεφαλαίων της. Το 37,7% χρησιμοποιήθηκε για την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων. Η επιχείρηση ακολούθησε και ενδεχομένως θα ακολουθήσει και στο μέλλον αυτή την πολιτική, με σκοπό να βελτιώσει τη θέση της από άποψης κεφαλαίων κίνησης.

Επίσης, οι ίδιοι πίνακες δείχνουν ότι, η εταιρεία μείωσε το ποσοστό των κεφαλαίων που διατέθηκαν για επενδύσεις δεδομένου ότι, το ποσοστό του 40,42% των πηγών κεφαλαίων του 19Χ4, που απορροφήθηκε από τις επενδύσεις σε πάγια και συμμετοχές, μειώθηκε στο 15,4% το 19Χ8.

Τέλος θα πρέπει να αναφερθεί ότι, για την πενταετία 19Χ4-Χ8, το ποσοστό που διατέθεταν για επενδύσεις<sup>3</sup> αυξανόταν μέχρι το 19Χ6, ενώ σημείωνε σημαντική κάμψη κατά το 19Χ8 λόγω διάθεσης μεγαλύτερου ποσοστού για την πληρωμή μερισμάτων και των φόρων υπεραξίας.

3. Περιλαμβανομένου και του ποσού των συμμετοχών.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 9**

**Α.Ε. ΚΛΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ**  
**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ**  
**19Χ4-Χ8**  
**(ΠΗΓΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ)**

(σε εκατ. δρχ.)

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8	Σύνολο
<b>ΠΗΓΕΣ</b>						
Από τις τρέχουσες εργασίες:						
Κέρδη χρήσης	40,2	70,9	141,3	57,5	66,8	376,7
Αποσβέσεις χρήσης	104,9	104,8	79,2	83,3	130,6	502,8
Σύνολο κεφαλαίων από τις τρέχουσες εργασίες	145,1	175,1	220,5	140,8	197,4	879,5
Από άλλα στοιχεία:						
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	102,1	-	208,4	251,1	114,7	676,3
Μακροπρόθεσμος δανεισμός	-	-	17,8	-	-	17,8
<b>ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΙΣΡΟΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>247,2</b>	<b>175,1</b>	<b>446,7</b>	<b>391,9</b>	<b>312,1</b>	<b>1.573,6</b>
<b>ΧΡΗΣΕΙΣ</b>						
Για:						
Μερίσματα	35,2	49,0	60,5	48,6	58,7	252,0
Επενδύσεις σε πάγια	51,6	46,5	111,8	157,3	48,2	415,4
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις (Φορ. 542/77, 1249,82 εγγυήσεις)	-	-	3,6	1,7	58,2	63,5
Συμμετοχές	48,2	1,8	115,8	-	-	165,8
Μείωση μακροπρ. υποχρεώσεων	12,9	56,9	-	7,1	6,6	83,5
<b>Σύνολο</b>	<b>147,9</b>	<b>154,2</b>	<b>291,7</b>	<b>214,7</b>	<b>171,7</b>	<b>980,2</b>

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8	ΣΥΝΟΛΟ
Αύξηση (μείωση) κεφ. κίνησης	99,3	21,5	155,0	177,2	140,4	593,4
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΚΦΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	247,2	175,7	446,7	391,9	312,1	1.573,6

Για τον υπολογισμό του ποσού των επενδύσεων σε πάγια κατά τη χρήση 19Χ8 αφαιρέθηκε η υπεραξία που προέκυψε από την αναπροσαρμογή και προστέθηκαν οι αποσβέσεις.

Ανάλυση μεταβο- λής κεφαλαίου κίνησης						
Αύξηση (μείωση) διαθεσίμων	31,6	(39,4)	31,0	(21,3)	8,5	10,6
Αύξηση (μείωση) αποθεμάτων	16,0	(31,8)	79,3	115,3	46,3	225,1
Αύξηση (μείωση) απαιτήσεων	51,7	2,5	44,7	83,0	85,6	267,5
Μείωση (αύξηση) βραχ. υποχρεώ- σεων	-	90,2	-	-	-	90,2
Σύνολο αύξησης (μείωσης) κεφα- λαίου κίνησης	99,3	21,5	155,0	177,2	140,4	593,4

**ΠΙΝΑΚΑΣ 10**

**Α.Ε. ΚΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ**  
**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ**  
**19Χ4-Χ8**  
**(ΠΗΓΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ)**  
**"ΚΟΙΝΑ ΜΕΓΕΘΗ"**

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8	Σύνολο 19Χ4-19Χ8
<b>ΠΗΓΕΣ</b>						
Από τις τρέχουσες εργασίες:						
Παρακρατηθέντα κέρδη	16,3%	40,4%	31,6%	14,6%	21,4%	23,9%
Αποσβέσεις	42,4%	59,6%	17,7%	21,3%	41,8%	32,0%
Σύνολο κεφαλαίων από τις τρέχουσες εργασίες						
	58,7%	100,0%	49,3%	35,9%	63,2%	55,9%
<u>Από άλλα στοιχεία:</u>						
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	41,3%	-	46,7%	64,1%	36,8%	43,0%
Μακροπρόθεσμος δανεισμός	-	-	4,0%	-	-	1,1%
<b>ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΙΣΡΟΗ</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>ΧΡΗΣΕΙΣ</b>						
Για:						
Μερίσματα	14,2%	27,9%	13,6%	12,4%	18,8%	16,0%
Επενδύσεις σε πάγια	20,9%	26,5%	25,0%	40,1%	15,4%	26,4%
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	-	-	0,8%	0,5%	18,7%	4,1%
Συμμετοχές	19,5%	1,0%	25,9%	-	-	10,5%
Μείωση μακροχρ. υποχρεώσεων	5,2%	32,4%	-	1,8%	2,1%	5,3%
Συνολική εκροή	59,8%	87,8%	65,3%	54,8%	55,0%	62,3%
Αύξηση (μείωση) κεφ. κίνησης	40,2%	12,2%	36,7%	45,2%	45,0%	37,7%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%



Ανάλυση μεταβολής κεφαλαίου κίνησης						
Αύξηση (μείωση) διαθεσίμων	31,6	(39,4)	31,0	(21,3)	8,5	10,6
Αύξηση (μείωση) αποθεμάτων	16,0	(31,8)	79,3	115,3	46,3	225,1
Αύξηση (μείωση) απαιτήσεων	51,7	2,5	44,7	83,0	85,6	267,5
Μείωση (αύξηση) βραχ. υποχρεώσεων	-	90,2	-	-	-	90,2
	<u>99,3</u>	<u>21,5</u>	<u>155,0</u>	<u>177,2</u>	<u>140,4</u>	<u>593,4</u>

## Ανάλυση της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης

Μετά την εξέταση της βραχυχρόνιας οικονομικής κατάστασης και της ροής των κεφαλαίων της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ ακολουθεί η ανάλυση της μακροχρόνιας οικονομικής θέσης της.

Όπως φαίνεται από τους σχετικούς πίνακες, η διάρθρωση των κεφαλαίων της επιχείρησης παρουσίασε βελτίωση, τουλάχιστον από την πλευρά των πιστωτών της, κατά την περίοδο 19Χ4-Χ8. Έτσι, τα ίδια κεφάλαια της σημείωσαν αύξηση κατά 29,4% κατά την τετραετία 19Χ4-Χ8 σαν συνέπεια παρακράτησης φόρων με τη μορφή αποθεματικών. Το 19Χ8, σημειώθηκε σημαντική αύξηση (κατά 101,9%), κυρίως, λόγω της αναπροσαρμογής της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Κατά την ίδια περίοδο, οι πάσης φύσεως υποχρεώσεις της επιχείρησης αυξήθηκαν κατά 37,2% και έφθασαν, το 19Χ8 στο ποσό των δρχ. 1.588,9 εκατ. έναντι των δρχ. 1.157,7 του 19Χ4.

Η συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων της επιχείρησης βελτιώθηκε επίσης και από 24,6% το 19Χ4 έφθασε στο 32,5% το 19Χ8, γεγονός που παρέχει ένδειξη ότι αυξήθηκε στην επιχείρηση για την πληρωμή τόκων και εξόφληση υποχρεώσεων.

Αντίθετα, η συμμετοχή των υποχρεώσεων της επιχείρησης στο σύνολο των απασχολούμενων κεφαλαίων μειώθηκε. Συγκεκριμένα, η συμμετοχή των μακροπρόθεσμων από 14,2% το 19Χ4, έφθασε στο 7,0% το 19Χ8. Ελαφριά επίσης, μείωση παρουσίασε και το ποσοστό συμμετοχής των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων το οποίο από 61,2% που ήταν το 19Χ4 έφθασε στο 60,5% το 19Χ8.

Οι παραπάνω διαπιστώσεις εμφανίζονται στο πίνακα εφαρμ. Νο 12, με τους αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και μακροχρόνιας πίστης (long term solvency) της επιχείρησης. Ειδικότερα, ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανειακά κεφάλαια αυξήθηκε από 0,3 το 19Χ4 στο 0,5 το 19Χ8

και δείχνει ότι κατά το έτος αυτό μια μονάδα υποχρεώσεων της επιχείρησης καλυπτόταν από μισή μονάδα (0,5) ιδίων κεφαλαίων.

Σημαντική επίσης αύξηση παρουσίασε ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, ο οποίος από 1,7 το 19Χ4 έφθασε το 4,6 το 19Χ8, γεγονός που δείχνει ότι η ασφάλεια που παρέχεται από την επιχείρηση στους μακροχρόνιους πιστωτές της είναι πολύ μεγάλη.

Πάντως, η αύξηση του αριθμοδείκτη ιδίων κεφαλαίων προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις οφείλεται, κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι η επιχείρηση μείωσε κατά πολύ τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της και κατά δεύτερο στην αύξηση των ιδίων κεφαλαίων από παρακράτηση κερδών και την αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Αντίθετα, ο αριθμοδείκτης κάλυψης καταβαλλόμενων τόκων δεν παρουσίασε ανάλογη εξέλιξη. Έτσι, κατά τα έτη 19Χ5-Χ6 βελτιώθηκε και έφθασε το 19Χ6 στο 1,4. Στη συνέχεια όμως, σημείωσε κάμψη και επανήλθε στα επίπεδα του 19Χ4 (0,4) σαν συνέπεια της αύξησης των χρηματοοικονομικών εξόδων, τα οποία σημείωσαν αύξηση κατά 95,1% στην πενταετία 19Χ4-Χ8 (πίνακας εφαρμ. Νο 7). Το ύψος του αριθμοδείκτη αυτού είναι πολύ χαμηλό και δείχνει ότι τα καθαρά κέρδη δεν καλύπτουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα της επιχείρησης, οπότε σε περίπτωση μείωσης τους θα θέσουν σε κίνδυνο την ικανότητα αυτής ν' ανταποκριθεί στη πληρωμή των χρηματοοικονομικών της εξόδων.

Από τα παραπάνω προκύπτει το συμπέρασμα ότι η θέση της επιχείρησης από μακροχρόνια σκοπιά βελτιώθηκε, αλλά δεν μπορεί να θεωρηθεί ικανοποιητική, τουλάχιστον από την πλευρά των πιστωτών της και ενδέχεται ν' αντιμετωπίσει προβλήματα σε περίπτωση που στο μέλλον θα υπάρξουν δυσμενείς συνθήκες.

Η υπάρχουσα διάρθρωση κεφαλαίων κατά την εξεταζόμενη περίοδο δεν ευνόησε ιδιαίτερα την επιχείρηση δεδομένου ότι, όπως προκύπτει από τον αριθμοδείκτη οικονομικής μοκλεύσεως, τα ξένα κεφάλαια το 19X7 ελάχιστα ωφέλησαν την επιχείρηση ενώ το 19X8 επέδρασαν αρνητικά στα κέρδη της.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί, ότι κατά την υπό κρίση περίοδο η επιχείρηση χρηματοδότησε τις ανάγκες της σε κεφάλαια από τα κέρδη της και από την προσφυγή στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να λεχθεί ότι, σε περίπτωση που η επιχείρηση θελήσει να προβεί στο άμεσο μέλλον σε αυξημένες επενδύσεις, θα χρειαστεί μακροπρόθεσμα κεφάλαια τα οποία θα μπορέσει να αποκτήσει, είτε με αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, είτε με την προσφυγή στον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Στην τελευταία περίπτωση η διάρθρωση των κεφαλαίων της θα γίνει δυσμενέστερη αυτής του 19X8.

## Ανάλυση αποτελεσμάτων

Τα οικονομικά αποτελέσματα της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ κατά την πενταετία 19Χ4-Χ8 δεν μπορούν να θεωρηθούν ικανοποιητικά, από την άποψη ποσοστού κερδών από πωλήσεις και αποδοτικότητας των κεφαλαίων της.

Τα μικτά κέρδη της επιχείρησης εμφανίζουν ανοδική πορεία μέχρι το 19Χ6 και ενώ το 19Χ7 σημείωσαν κάμψη αυξήθηκαν και πάλι το 19Χ8 στο ίδιο σχεδόν επίπεδο του 19Χ7.

Το κόστος πωληθέντων και οι λειτουργικές της δαπάνες σημείωσαν σημαντική άνοδο και απορρόφησαν ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των πωλήσεων της<sup>4</sup>. Έτσι, το καθαρό λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης δεν σημείωσε ανάλογα με τα κέρδη αύξηση και δεν μπορεί να κριθεί ικανοποιητικό σε σχέση με τα απασχολούμενα κεφάλαια. Τα χαμηλά κέρδη μπορεί να είναι αποτέλεσμα μη ικανοποιητικών πωλήσεων δεδομένου ότι ο κλάδος της κλωστουφαντουργίας βρίσκεται σε ύφεση διεθνώς, ή να είναι αποτέλεσμα της πολιτικής των πωλήσεων της εταιρείας ή στον αυξημένο ανταγωνισμό και τη μη εντατική και αυξημένου κόστους λειτουργία της επιχείρησης.

Το κόστος πωληθέντων σημείωσε αύξηση κατά 106,7% και κάλυψε το 19Χ8 το 77,1% των καθαρών πωλήσεων. Επίσης οι λοιπές λειτουργικές δαπάνες σημείωσαν αύξηση κατά 58,8% και κάλυψαν το 19Χ8 το 22% του συνόλου των πωλήσεων. Οι καθαρές πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 89,8% στην πενταετία και τα καθαρά λειτουργικά κέρδη, ενώ μέχρι το 19Χ6 σημείωσαν αύξηση κατά 328,3%, τα δύο χρόνια (19Χ7-Χ8) μειώθηκαν αισθητά και παρουσίασαν κάμψη κατά 45,5% σε σύγκριση με το 19Χ4. Τα καθαρά κέρδη χρήσης παρουσίασαν αύξηση κατά 66,2% και τα καθαρά προ φόρων κέρδη χρήσης κατά 44,1%.

---

4. Η αύξηση του κόστους εμφανίζεται εντονότερη της πράγματι υφιστάμενης διότι κατά της χρήσεις 19Χ4 και 19Χ5 το ύψος των ανταλλακτικών που αναλώθηκαν (ποσό δρχ. 25,2 εκατ. και 26,6 εκατ. αντίστοιχα) δεν περιλαμβάνονταν στο κόστος, όπως συμβαίνει κατά τις επόμενες χρήσεις (19Χ6-Χ8), αλλά στις αποσβέσεις.

Κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών, 19X7 και 19X8, το καθαρό περιθώριο ή το ποσοστό καθαρού κέρδους της επιχείρησης ήταν πολύ χαμηλό και έφθασε στο 2,2% και 0,8% αντίστοιχα, ενώ κατά τα έτη 19X5 και 19X6 ήταν περισσότερο ευνοϊκό και έφθασε στο 5,3% και 7,5% αντίστοιχα, χωρίς όμως και τότε να μπορεί να θεωρηθεί ικανοποιητικό. Η μείωση του περιθωρίου οφειλόταν, κυρίως, στην αύξηση του κόστους των πωληθέντων.

Ωστόσο χρειάζονται πιο λεπτομερειακά στοιχεία, προκειμένου να προσδιοριστούν οι λόγοι του σχετικά χαμηλού περιθωρίου της επιχείρησης. Την ίδια περίπου πορεία ακολούθησε και ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους, ο οποίος από 29,2% το 19X4 έφθασε στο 21,9% το 19X7 και στο 22,9% το 19X8.

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε αρχικά από 10,6% το 19X4 στο 29,4% το 19X6 και στη συνέχεια σημείωσε αισθητή κάμψη, τα έτη 19X7-8 στα επίπεδα του 11,7% και 8,7% αντίστοιχα. Η αποδοτικότητα αυτή για τα δύο τελευταία χρόνια δεν μπορεί σε καμιά περίπτωση να θεωρηθεί ικανοποιητική και οφείλεται κυρίως στη μείωση του περιθωρίου κέρδους κατά τη μονάδα πωλούμενων προϊόντων. Έτσι στο άμεσο μέλλον η ύπαρξη ικανοποιητικής απόδοσης των κεφαλαίων της επιχείρησης θα εξαρτηθεί από την αύξηση του περιθωρίου κέρδους από την πώληση των προϊόντων της και από το βαθμό χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων. Όπως φαίνεται από τον πίνακα εφαρμ. Νο 3 και Νο 7, ο ρυθμός αύξησης των ιδίων κεφαλαίων από παρακράτηση κερδών μειώθηκε τα δύο τελευταία χρόνια. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της προσπάθειας της επιχείρησης να ακολουθήσει γενναϊόδωρη πολιτική μερισμάτων παρά τα μειωμένα κέρδη της.

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και δραστηριότητας, όπως φαίνεται και από τον πίνακα εφαρμ. Νο 11, ενώ αρχικά παρουσίασαν αύξηση μέχρι το 19X6, τα δύο τελευταία χρόνια (19X7 και 19X8) σημείωσαν κάμψη. Η κάμψη

αυτή επέδρασε κατά ένα μέρος δυσμενώς στη διαμόρφωση των κερδών της επιχείρησης.

Ο πίνακας εφαρμ. Νο 8 παρουσιάζει τις καταστάσεις αποτελεσμάτων κοινού μεγέθους κατά τα τελευταία πέντε χρόνια (19Χ4-Χ8).

Το ποσοστό μικτών κερδών της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ παρουσίασε πτωτική πορεία κατά την πενταετία 19Χ4-Χ8. Το 19Χ7, το ποσοστό μικτού κέρδους έφθασε στο 21,9% και είναι το μικρότερο της πενταετίας, ενώ την επόμενη χρήση σημείωσε μικρή βελτίωση και έφθασε στο 22,9%. Η βελτίωση αυτή ήταν αποτέλεσμα της μείωσης του ποσοστού του κόστους των πωληθέντων.

Σε σύγκριση με την αποδοτικότητα των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων, η κάμψη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων ήταν πάρα πολύ σημαντική. Αυτό οφείλεται κυρίως στις σχετικά δυσμενείς συνθήκες δανεισμού λόγω των υψηλών επιτοκίων. Ο αριθμοδείκτης οικονομικής μοχλεύσεως (πίνακας εφαρμ. Νο 11) ο οποίος ήταν 1,2 το 19Χ4 και 2,1 το 19Χ6 έπεσε στο 0,8 το 19Χ8, γεγονός το οποίο δείχνει ότι, η χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία, δεν ήταν επωφελής για την επιχείρηση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

ΚΛΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.  
Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων	10,6%	17,7%	29,4%	11,7%	8,7%
Αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων	8,6%	11,7%	13,9%	10,7%	10,4%
Μικτό περιθώριο ή μικτό κέρδος	29,2%	29,1%	26,6%	21,9%	22,9%
Καθαρό περιθώριο ή καθαρό κέρδος	2,9%	5,3%	7,5%	2,2%	0,8%
Λειτουργικά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού	2,4%	5,7%	9,7%	2,8%	0,9%
Αριθμ. οικονομικής μοχλεύσεως (Financial Leverage Index)	1,2%	1,5%	2,1%	1,1%	0,8%
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και Μακροχρόνιων υποχρεώσεων	6,7%	12,6%	21,4%	8,7%	7,2%

ΠΙΝΑΚΑΣ 12

ΚΛΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.  
Αριθμοδείκτες διαθερότητας κεφαλαίων

	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Αριθμ. ιδίων προς συνολικά κεφάλαια	24,6%	28,4%	28,0%	24,9%	32,5%
Αριθμ. Ιδίων προς Ξένα κεφάλαια	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5
Αριθμ. παγίων προς ίδια κεφάλαια	1,4	1,2	1,3	1,4	1,2
Αριθμ. παγίων προς μακροπρ. υποχρεώσεις	2,4	2,9	3,5	4,0	5,7
Αριθμ. ιδίων προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1,7	2,5	2,7	2,9	4,6
Αριθμ. καταβαλλόμενων τόκων	0,4	0,7	1,4	0,4	0,4



ΠΙΝΑΚΑΣ 13

ΚΛΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Α.Ε. Αριθμοδείκτες βαθμού χρησιμοποίησης περιουσιακών στοιχείων ή αριθμοδείκτες δραστηριότητας στοιχείων ισολογισμού					
	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Αριθμ. πωλήσεων προς διαθέσιμα	23,5	123,1	46,0	104,3	75,8
Αριθμ. πωλήσεων προς ίδια κεφάλαια	3,2	3,6	4,1	4,6	3,0
Αριθμ. πωλήσεων προς πάγια	2,7	3,8	4,7	4,6	3,4
Αριθμ. πωλήσεων προς σύνολο ενεργητικού	0,8	1,0	1,1	1,1	1,0
Αριθμ. πωλήσεων προς βραχ. υποχρεώσεις	1,3	1,7	1,9	1,7	1,6

ΠΙΝΑΚΑΣ 14

ΚΛΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Α.Ε. Αριθμοδείκτες αποσβέσεων και κάλυψης επενδύσεων					
	19Χ4	19Χ5	19Χ6	19Χ7	19Χ8
Αριθμοδείκτης συνολικών αποσβέσεων προς ακαθ. πάγια	47,0%	54,8%	56,7%	55,5%	60,0%
Αριθμοδ. ετήσιων αποσβέσεων προς ακαθ. πάγια	12,6%	12,3%	8,2%	7,6%	7,8%
Αριθμ. κάλυψης επενδύσεων (ετήσιες αποσβέσεις/ επενδύσεις σε πάγια	2,0	1,9	0,6	0,5	2,7

ΠΙΝΑΚΑΣ 15

ΚΛΩΣΙΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.  
ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΑ ΚΑΤΑ ΜΕΤΟΧΗ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

	19X4	19X5	19X6	19X7	19X8
Πωλήσεις κατά μετοχή (δρχ.)	2.002,5	2.437,3	3.304,8	3.779,0	3.822,8
Κέρδη κατά μετοχή (δρχ.)	68,5	120,8	240,7	97,9	113,8
Μερίσματα κατά μετοχή (δρχ.)	60	83,0	103	83	100
Εσωτερική αξία κατά με- τοχή (δρχ.)	645	682	820	835	1.302
Χρηματιστηριακή τιμή (δρχ.) (31/12)	560	560	720	720	540
Μερισματική απόδοση	10,71%	14,82%	14,31%	11,53%	18,5%
Συντελεστής τιμής προς κέρδος ανά μετοχή (P/E)	8,18	4,63	2,99	7,35	4,75

## Συμπέρασμα

Από την ανάλυση των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης της Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ προκύπτουν τα εξής:

Από βραχυχρόνια σκοπιά, η επιχείρηση παρά τους χαμηλούς αριμοδεικτές ρευστότητας δεν αντιμετώπισε προβλήματα στην εξόφληση των υποχρεώσεων της κατά την περίοδο 19Χ4-Χ8.

Η διατήρηση των αριμοδεικτών ρευστότητας σε χαμηλά επίπεδα, καθόλη την υπό κρίση περίοδο, χωρίς να δημιουργηθούν προβλήματα, δείχνει ότι η διοίκηση της επιχείρησης κατόρθωσε χάρις στο σωστό χρονικό προγραμματισμό των εισπράξεων και πληρωμών της ν' ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Έτσι κατόρθωσε να επιτύχει την πλέον εντατική χρησιμοποίηση των υφιστάμενων κεφαλαίων κίνησης.

Σχετικά με την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της επιχείρησης κατά την υπό κρίση περίοδο αυτή δεν μπορεί να κριθεί ικανοποιητική. Ωστόσο βελτίωση των αποτελεσμάτων είναι δυνατή με αύξηση του περιωρίου κέρδους κατά μονάδα πωλήσεων ή με αύξηση των πωλήσεών της. Η επέκταση της επιχείρησης οριζόντια με τη συμμετοχή της κατά 99% στην Α.Ε. ΒΕΡΛΙΑΝ πιστεύεται ότι θα έχει ευνοϊκή επίδραση στα αποτελέσματά της.

Βελτίωση επίσης των αποτελεσμάτων της επιχείρησης μπορεί να επιτευχθεί με την εντατικότερη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και των κεφαλαίων της.

Από μακροχρόνια σκοπιά παρατηρήθηκε βελτίωση στη διάρθρωση των κεφαλαίων της. Αυτό επιτεύχθηκε χάρις στην παρακράτηση κερδών με τη μορφή αποθεματικών και τη διενέργεια υψηλών αποσβέσεων.

Για τη περαιτέρω βελτίωση της διαρθρωτικής σχέσης των κεφαλαίων της επιχείρησης κρίνεται σκόπιμη η εφαρμογή μιας πιο συντηρητικής πολιτικής μερισμάτων και η παρακράτηση μεγαλύτερων ποσών από τα κέρδη της με τη μορφή αποθεματικών, ή με κεφαλοποίηση μέρους των προς διανομή μερισμάτων

και έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες θα δαθούν σαν μέρισμα (stock dividends). Στο σημείο αυτό θα πρέπει να λεχθεί ότι, κατά την υπό κρίση περίοδο η επιχείρηση εξασφάλισε τα απαραίτητα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων της κυρίως από τις εργασίες της (παρακράτηση κερδών και αποσβέσεις), όπως φαίνεται και από τους πίνακες πηγών και χρήσεων κεφαλαίων της περιόδου 1944-48.

Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι ουσιαστική ανάπτυξη και ενδυνάμωση της θέσης της εταιρείας στην αγορά θα μπορούσε να επέλθει μόνο με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά. Πάντως, η προσφυγή της επιχείρησης στο δανεισμό για την χρηματοδότηση της δεν είναι επωφέλης γι' αυτήν, με τα ισχύοντα υψηλά επιτόκια χρηματοδοτήσεων, όπως φαίνεται και από την εξέλιξη του αρι-  
μοδείκτη οικονομικής μακροεξέλιξης.

ισολογισμός 31ης Δεκεμβρίου 1987  
(σε δραχμές)

σε αντιπαράθεση προς ισολογισμό 31.12.86

ενεργητικό	1987	1986
πόγιο ενεργητικό	3.270.369.260	1.868.372.087
Γήπεδα.....	139.823.620	122.168.920
Κτίρια.....	308.081.031	96.214.248
Μηκάνημα - Εγκαταστάσεις.....	2.317.891.600	1.026.474.930
Μεταφορικά Μέσα.....	13.656.047	13.801.175
Ξηλα και λοιπός εξοπλισμός.....	28.471.375	21.888.991
Έξοδα εγκατάστασης.....	94.894.708	-
Ακίνητοποιήσεις υπό εκτέλεση.....	147.486.496	62.031.468
Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις.....	223.694.186	225.795.387
κυκλοφορούν ενεργητικό	3.682.983.081	3.437.012.309
Αποθέματα πρώτων υλών - υλικών εν/κόν.....	720.103.623	1.227.488.167
Αποθέματα σε επεξεργασία.....	77.186.171	60.547.358
Αποθέματα έτοιμα.....	119.734.361	60.372.899
Λογαριασμοί πελατών.....	1.831.484.134	1.463.671.178
Συνελλογματικές εισπρακτέες.....	113.448.812	138.544.489
Λοιποί κρεστικοί λογαριασμοί.....	791.029.960	488.188.921
διαθέσιμο ενεργητικό	16.844.417	21.320.742
Τραπεζο.....	8.233.608	3.772.825
Καταθέσεις σε τράπεζες.....	11.610.809	17.548.217
	6.940.196.788	5.028.708.140
παθητικό	1987	1986
κεφάλαια και αποθεματικά	3.188.378.314	2.017.952.588
Μετοχικό κεφάλαιο.....	599.386.218	599.386.218
Τεκτικό αποθεματικό.....	200.000.000	189.000.000
Εκτετα αποθεματικό.....	832.400.000	301.400.000
Αφορολόγητα αποθεματικά.....	1.880.138.708	957.822.708
Διαφορά αναπροσαρμογής.....	246.117.933	-
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το έρτιο.....	281.722	281.722
Υπόλοιπο κερδών εις νέα.....	83.733	91.937
προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα	121.680.221	-
Προβλέψεις για υποχρέωση προσημικό - λοιπά.....	121.680.221	-
υποχρεώσεις μακροπρόθεσμες	1.164.831.000	544.893.000
Τραπεζικά δάνεια.....	1.164.831.000	544.893.000
υποχρεώσεις βραχυπρόθεσμες	2.495.310.223	2.468.889.553
Μακροπρ. υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση.....	182.074.000	75.789.275
Τράπεζες βραχυπρ. υποχρεώσεις.....	873.812.392	1.221.830.108
Προμηκευτές.....	16.933.433	7.843.726
Λοιποί πιστωτικοί λογαριασμοί.....	689.314.998	449.853.984
Κερίσματα πληρωτέα παρ'όσων κρήση.....	763.175.400	510.740.460
	6.940.196.788	5.028.708.140

Πηγή: Ο απολογισμός χρήσης 1987, των κλωστήριων ΝΑΟΥΣΑΙ Α.Ε.

ανάλυση λογαριασμού  
"αποτελέσματα χρήσης"

	1987	1986
<b>πίστωση</b>		
Μικτό βιομηχανικό κέρδος.....	3.027.136.457	1.914.403.297
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης.....	466.727.233	719.421.491
Έσοδα συμμετοχών - Πιστωτικοί τόκοι.....	53.196.204	28.590.425
Εκτακτα και ανόργανα έσοδα - Κέρδη.....	75.260.151	382.694.810
	<b>3.622.320.045</b>	<b>3.045.110.023</b>
<b>χρέωση</b>		
Έξοδα διαίτησης.....	213.433.946	213.437.069
Έξοδα διάθεσης.....	521.930.813	492.350.794
Έξοδα χρηματοδότησης.....	368.673.387	177.583.057
Εκτακτα και ανόργανα έξοδα.....	31.475.300	428.326.779
	<b>1.185.513.446</b>	<b>1.311.697.699</b>
Κέρδη προ αποσβέσεων.....	2.486.806.599	1.733.412.324
Αποσβέσεις χρήσεις.....	696.274.199	276.985.541
<b>Καθαρά κέρδη χρήσης.....</b>	<b>1.790.532.400</b>	<b>1.456.426.783</b>

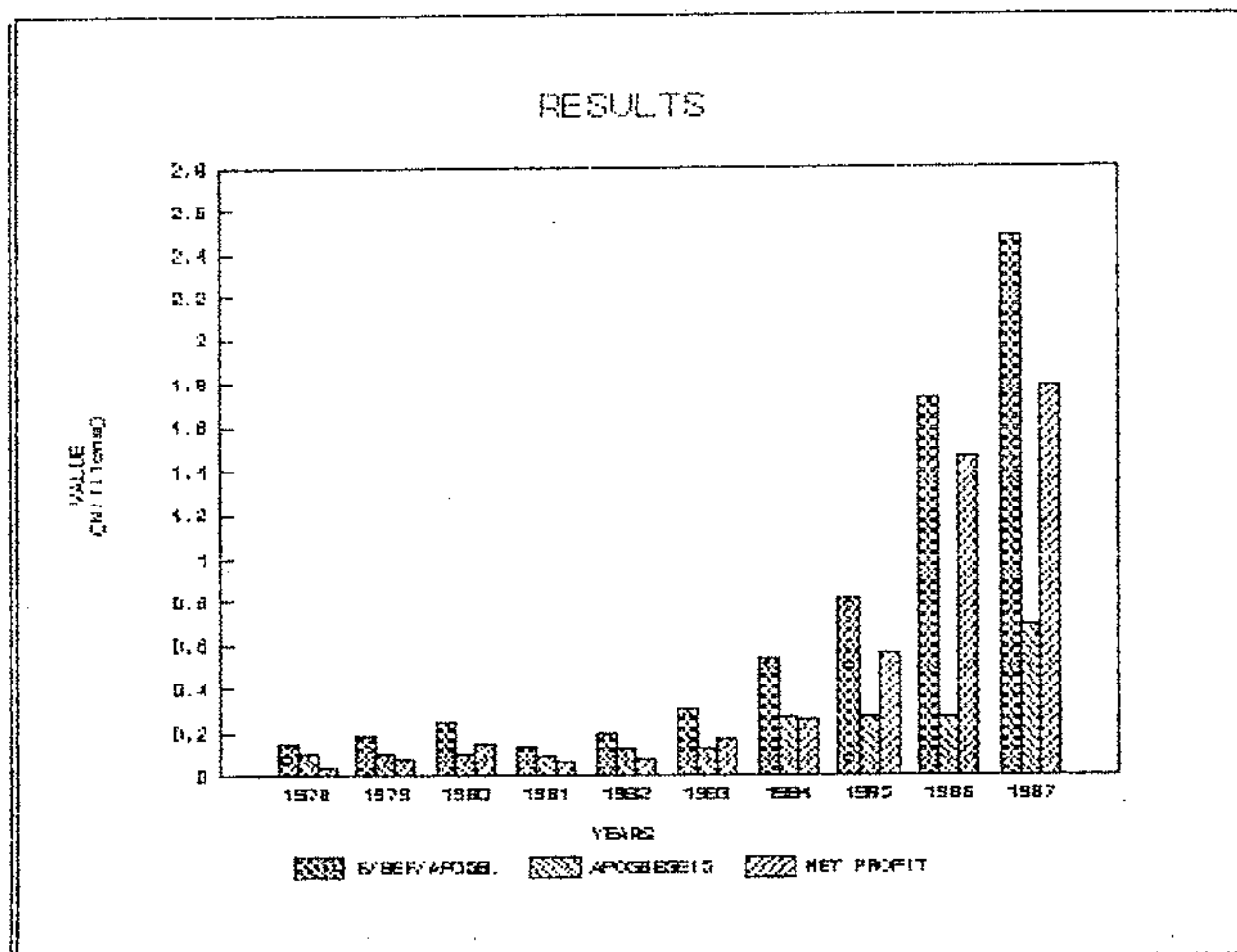
**Διάθεση καθαρών κερδών**

	1987	1986
<b>κέρδη προς διάθεση</b>		
Καθαρά κέρδη χρήσης.....	1.790.532.400	1.456.426.783
Υπόλοιπο προηγούμενης χρήσης.....	91.937	3.741
Διαφορές φόρου προηγούμενων χρήσεων.....	30.132.615	-
	1.820.756.952	1.456.430.524
Φόρος εισοδήματος.....	181.452.624	270.704.146
	1.639.304.328	1.185.726.378
<b>Διάθεση κερδών</b>		
Εις τακτικό αποθεματικό.....	41.000.000	73.500.000
Εις έκτακτο αποθεματικό.....	231.000.000	301.400.000
Εις μέρισμα χρήσης.....	763.175.400	510.740.460
Εις αμοιβές διοικητικού συμβούλου.....	1.733.000	1.468.000
Εις αφορολόγητα αποθεματικά.....	602.312.000	298.525.981
Εις νέο.....	83.928	91.937
	1.639.304.328	1.185.726.378

στοιχεία ισολογισμού 31.12.87  
 θυγατρικών εταιρειών

	ΤΡΙΚΟΛΟΝ Γαλλοελληνική Α.Ε.	ΒΕΡΩΛΗΝ Βαρβακουσι- ντουργική Α.Ε.	ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Κλωστοϋφαν- ντουργία Α.Ε.	ΛΑΝΑΚΟΤ Πρακτορεύσεις Ε.Π.Ε
<b>συμμετοχές</b>				
Αξία συμμετοχών.....	17.000.000	168.300.000	9.920.000	1.080.000
Ποσοστό συμμετοχής.....	85%	99%	66%	90%
<b>31 Δεκεμβρίου 1987</b>				
Πάγιο ενεργητικό.....	165.915.747	197.393.113	192.770.065	-
Κυκλοφορούν ενεργητικό.....	1.017.701.484	675.777.981	240.923.845	16.515.282
Διαθέσιμο.....	3.078.469	4.456.906	1.960.558	2.503.626
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....	1.186.695.700	877.628.000	435.654.468	19.018.908
Μετοχ. Κεφάλαιο-Αποθεματικά- Προβλέψεις.....	248.123.453	325.334.075	195.724.965	1.200.000
Υποχρεώσεις.....	938.572.247	552.293.925	239.929.503	17.818.908
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ.....	1.186.695.700	877.628.000	435.654.468	19.018.906
<b>αποτελέσματα χρήσης</b>				
Μικτό κέρδος.....	425.552.222	242.032.911	201.142.270	17.042.373
Γενικά έξοδα.....	329.365.714	158.405.769	67.607.410	337.474
Κέρδη προ αποσβέσεων.....	96.186.508	83.627.142	133.541.860	16.704.899
Αποσβέσεις.....	54.899.815	76.313.953	57.389.145	-
Κέρδη χρήσης.....	41.286.693	7.313.189	76.152.715	16.704.899
Υπόλοιπο κερδών προηγούμε- νης χρήσης.....	1.528	6.172	41.687	-
<b>διάθεση κερδών</b>				
Εις μερίσματα χρήσης.....	15.000.000	-	27.000.000	16.704.899
Εις αποθεματικά.....	17.118.997	7.140.000	43.875.494	-
Εις αμοιβές Διοικ. Συμβου- λίου.....	168.000	-	120.000	-
Εις φόρο εισοδήματος.....	9.000.783	176.000	5.190.923	-
Εις νέο.....	441	3.361	7.985	-



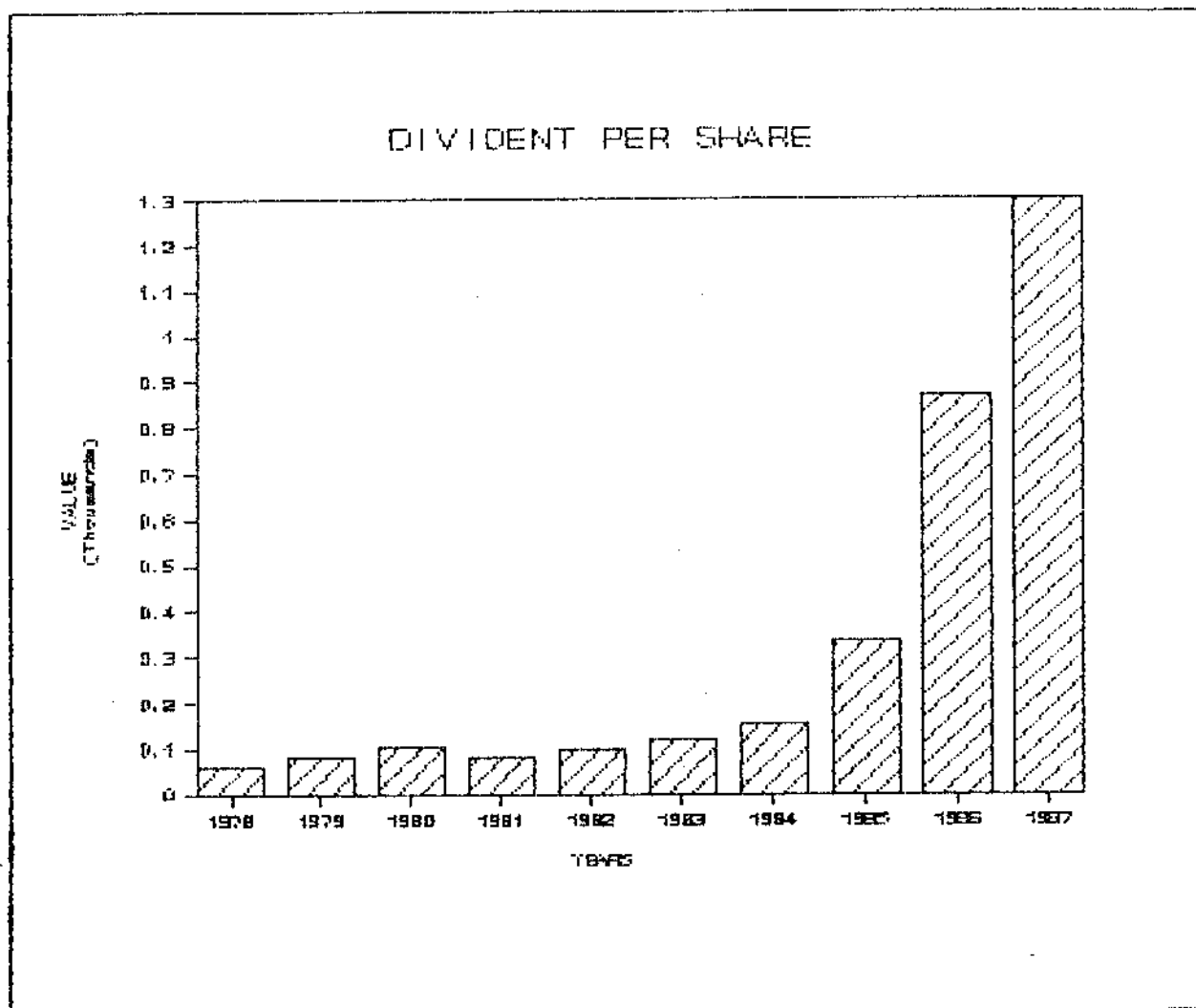


ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 : ΙΣΤΟΓΡΑΜΜΑ "Α.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ"

δεδομένα (σε χιλ. δραχ.)

RESULTS = ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ - VALUE = ΑΞΙΑ - YEARS = ΕΤΗ  
 Ε/ΒΕΦ/ΑΡΟΣΒ. = ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ - ΑΡΟΣΒΕΣΕΙΣ = ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ  
 NET PROFIT = ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ

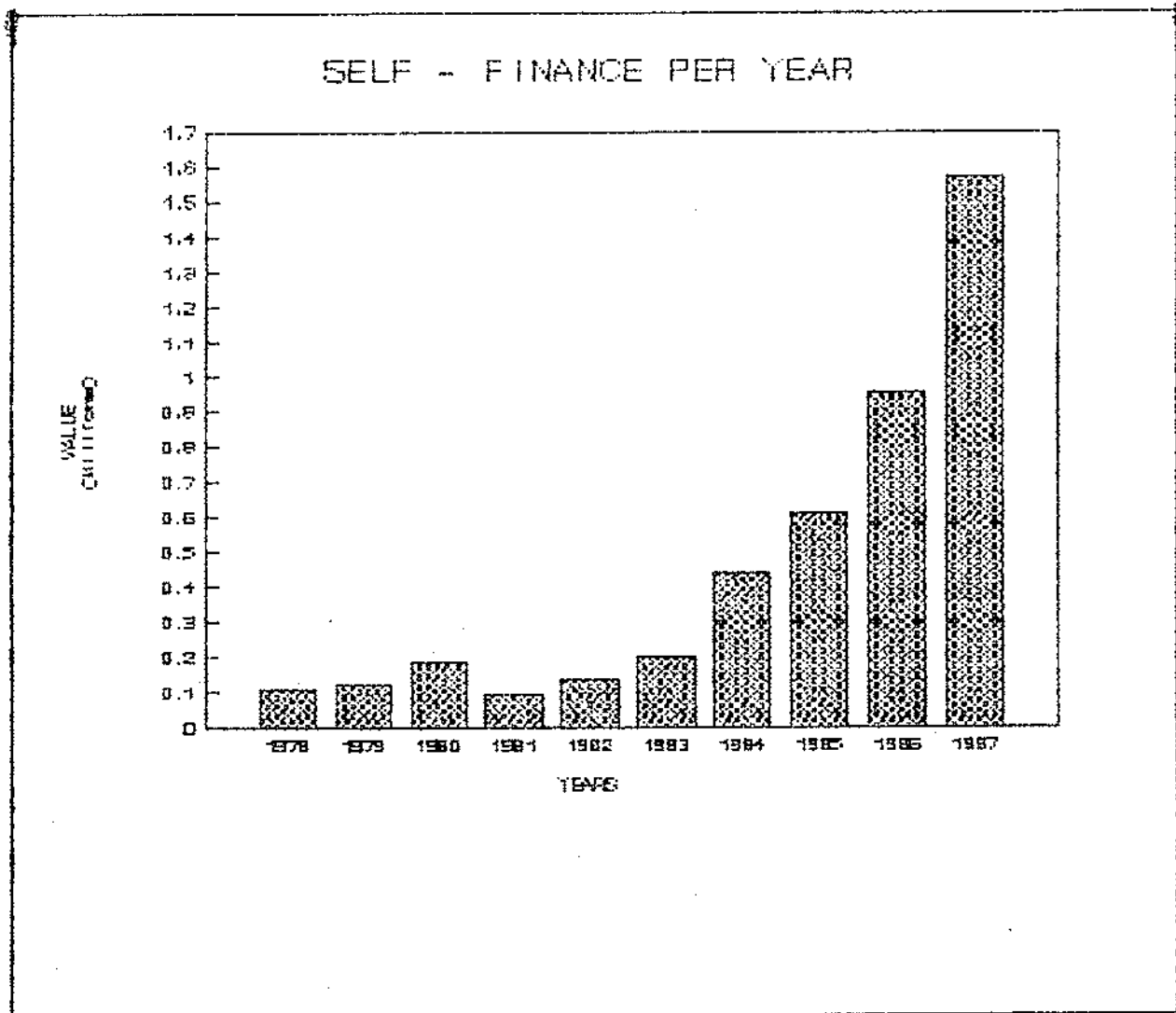
ΕΤΗ	ΚΕΡΔΗ		
	ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ
1978	145.484	104.864	40.620
1979	182.625	104.812	77.813
1980	250.750	105.832	144.918
1981	143.980	83.339	60.641
1982	200.957	130.612	70.345
1983	306.156	127.377	178.779
1984	534.097	275.286	258.811
1985	823.160	266.073	557.087
1986	1.733.412	276.985	1.456.427
1987	2.486.807	696.274	1.790.532



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 : ΙΣΤΟΓΡΑΜΜΑ "ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ Α.Ε."  
(ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ)

DIVIDEND PER SHARE = ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ  
VALUE = ΑΞΙΑ (ΣΕ ΧΙΛΙΑΔΕΣ) -- YEARS = ΕΤΗ

ΕΤΗ	ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΧΙΛ. ΔΡΧ.	ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ ΣΕ ΔΡΧ.
1978	35.223	60
1979	48.726	83
1980	60.467	103
1981	48.726	83
1982	58.706	100
1983	70.447	120
1984	90.994	155
1985	196.077	334
1986	510.740	870
1987	763.175	1.300



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 : ΙΣΤΟΓΡΑΜΜΑ "Α.Ε. ΚΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΑΣ"

δεδομένα (σε χιλ. δρχ.)

SELF - FINANCE PER YEAR = ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΝΑ ΕΤΟΣ  
 VALUE = ΑΞΙΑ - YEARS = ΕΤΗ

ΕΤΗ	ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ
1978	109.814
1979	126.712
1980	186.584
1981	92.189
1982	138.662
1983	205.627
1984	435.086
1985	607.673
1986	950.411
1987	1.570.586

**ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ**

**FINANCIAL LEASING**

## ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ LEASING - ΕΝΝΟΙΕΣ

Σύμφωνα με τη παράγραφο 1 του άρθρου 1 του νόμου 1665/27-11-88 περί των εταιρειών της χρηματοδοτικής μίσθωσης, ο όρος LEASING αποδίδεται στα ελληνικά ως χρηματοδοτική μίσθωση και επιλέχθηκε αυτός ως ο καταλληλότερος, γιατί αφ'ενός αφήνει να φανεί η χρηματοδοτική λειτουργία του θεσμού και αφ'ετέρου εκφράζει την κύρια σχέση μεταξύ της εταιρείας και του αντισυμβαλλομένου που είναι η μίσθωση.

Με την σύμβαση της χρηματοδοτικής μίσθωσης, σύμφωνα με το άρθρο 2 του νόμου, η χρηματοδοτική εταιρεία υποχρεούται να παραχωρεί έναντι μισθώματος την χρησιμοποίηση κινητού πράγματος που προορίζεται για την επιχείρηση ή το επάγγελμα του αντισυμβαλλομένου της, παρέχοντας του συγχρόνως το δικαίωμα να ανανεώσει την μίσθωση για ορισμένο χρόνο (οι συμβαλλόμενοι έχουν την ευχέρεια να ορίσουν ότι το δικαίωμα αγοράς μπορεί να ασκηθεί και πριν από την λήξη του χρόνου μίσθωσης).

Επίσης σαν αντικείμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί να είναι και κινητό που αγόρασε προηγουμένως η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, από τον μισθωτή.

Η σύμβαση που υπογράφεται μεταξύ των αντισυμβαλλομένων, ορίζει σαν εκμισθωτή την εταιρεία LEASING και σαν μισθωτή την επιχείρηση (βιομηχανία, βιοτεχνία, επαγγελματία) που μισθώνει το κινητό αντικείμενο που χαρακτηρίζεται σαν μίσθιο.

Σύμφωνα με την υπογραφομένη σύμβαση, ο εκμισθωτής διατηρεί την κυριότητα του μισθίου σε όλη την διάρκεια της σύμβασης.

Ο μισθωτής έχει την κατοχή και την χρήση του μισθίου έναντι πληρωμής σε καθορισμένα πάντα χρονικά διαστήματα ποσών (μισθωμάτων) στον εκμισθωτή.

Η διάρκεια της σύμβασης διαρκεί συνήθως από 3 έως 10 χρόνια η οποία

καθορίζεται τις περισσότερες φορές και συμπίπτει με την οικονομική ή τεχνολογική ζωή του παραγωγικού αντικειμένου (μίσθου).

Σαν ενδεικτική κατάσταση των πραγμάτων που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι:

- Ηλεκτρονικοί υπολογιστές.
- Εργαλειομηχανές κάθε είδους.
- Τυπογραφικές μηχανές.
- Μηχανές λατομείων-ορυχείων.
- Κλωστοϋφαντουργικές μηχανές.
- Γεωργικές μηχανές.
- Οικοδομικά μηχανήματα.
- Οχήματα μεταφορικά μέσα.
- Γεννήτριες-αντλίες.
- Μέσα μεταφοράς (πλοία-αεροπλάνα) πλην των μέσων μεταφοράς που προορίζονται για λόγους αναψυχής.
- Μηχανήματα γραφείου.
- Τηλεπικοινωνιακό υλικό.
- Επιστημονικά όργανα-Ιατρικά μηχανήματα.
- Μηχανές πωλήσεων.

Άλλο χαρακτηριστικό στοιχείο της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η συμβατική υποχρέωση του μισθωτή να ασφαλίσει και να συντηρεί το μίσθιο.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η βασική διαφορά της χρηματοδοτικής μίσθωσης από τις συνηθεισμένες μορφές χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι το ότι η πρώτη αποτελεί χρηματοδότηση της χρήσης του αντικειμένου, ενώ οι άλλες αποτελούν μορφές χρηματοδότησης της κτήσης του.

## Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Για πολλά χρόνια ο Ελληνικός κατασκευαστικός τομέας, ο οποίος στο μεγαλύτερο μέρος του αποτελείται από μικρομεσαίες επιχειρήσεις, αντιμετωπίζει το πρόβλημα της έλλειψης επαρκών κεφαλαίων για την αγορά σύγχρονου μηχανολογικού εξοπλισμού, που θα βελτιώσει την αποτελεσματικότητά και κατ'επέκταση την ανταγωνιστικότητά τους.

Τα αίτια που οδήγησαν στην έλλειψη των κεφαλαίων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων για τεχνολογικό εκσυγχρονισμό ήταν:

- Η επενδυτική στασιμότητα κατά την τελευταία δεκαπενταετία.
- Η συνεχώς επιδεινούμενη χρηματοοικονομική διάφρωση των επιχειρήσεων (υψηλή δανειακή επιβάρυνση).
- Η έλλειψη οργάνωσης και το ανεπαρκές MANAGEMENT.

Η πολιτεία στην προσπάθειά της να δώσει λύση στα χρηματοδοτικά προβλήματα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη της Ελληνικής Οικονομίας, εισήγαγε τον θεσμό του LEASING.

Η χρηματοδοτική μίσθωση έχει κυρίως αναπτυξιακό και εκσυγχρονιστικό σκοπό. Ο αναπτυξιακός της θεσμός φαίνεται από το γεγονός ότι προσφέρει στην επιχείρηση μια ακόμη μορφή χρηματοδότησης. Με άλλα λόγια του προσφέρει μια εναλλακτική ή συμπληρωματική επιλογή, χωρίς να υποκαθιστά τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό, με αποτέλεσμα να καλύπτει τις επενδυτικές του ανάγκες. Ο εκσυγχρονιστικός σκοπός της χρηματοδότησης φαίνεται από την δυνατότητα που έχει η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης να προμηθεύσει και να μισθώνει στις επιχειρήσεις σύγχρονο, διαρκώς ανανεούμενο και σε μεγάλη γκάμα τεχνολογίας εξοπλισμό.

Ο νέος αυτός θεσμός απευθύνεται τόσο στον Δημόσιο όσο και στον Ιδιωτικό τομέα της Οικονομίας.

Μπορεί να εφαρμοστεί από όλες τις επιχειρήσεις ανεξάρτητα από το

μέγεθός τους. Οι επιχειρήσεις στις οποίες κύρια απευθύνεται ο νέος αυτός θεσμός είναι οι αναπτυσσόμενες οι οποίες συνεχώς αυξάνουν τις παραγωγικές τους επενδύσεις.

Μεταξύ αυτών των επιχειρήσεων είναι εκείνες που :

- Βρίσκονται στο ξεκίνημα και θέλουν να αξιοποιήσουν τα ίδια τα κεφάλαιά τους σε άλλες δραστηριότητες.
- Ασχολούνται με υψηλή τεχνολογία.
- Θέλουν να επεκταθούν σε νέες αγορές και δραστηριότητες.
- Διαθέτουν μεγάλη ποικιλία προϊόντων.

Σύμφωνα με το πενταετές πρόγραμμα της οικονομικής ανάπτυξης που εκπονήθηκε από το υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, οι ακαθόριστες επενδύσεις σε κινητά πάγια για τα επόμενα πέντε χρόνια 1987-1991 θα αυξηθούν κατά 20% σε ετήσια βάση. Υπολογίζεται ότι οι επενδύσεις αυτές μέσω της χρηματοδοτικής μίσθωσης θα καλύψουν τον πρώτο χρόνο (1987) το 1% του συνόλου των επενδύσεων και θα φθάσουν το 1991 το 55%. Δηλαδή, με μια μέση ετήσια αύξηση της τάξης του 1% προβλέπεται ότι η χώρα μας θα φθάσει τον μέσο όρο των ευρωπαϊκών χωρών (7,6%) μετά από 8 χρόνια.

Επίσης η ανάπτυξη του θεσμού LEASING συνδέεται άμεσα και με τον αναπτυξιακό νόμο 1262/82, σύμφωνα με τον οποίο ο μηχανολογικός εξοπλισμός που χρησιμοποιείται για παραγωγικές επενδύσεις τυγχάνει κρατικών επιχορηγήσεων και επιδοτήσεων. Με τον τρόπο αυτό τα κίνητρα των αναπτυξιακών νόμων δίνουν την ευκαιρία στις εταιρείες LEASING να πραγματοποιούν υψηλά κέρδη, τους μισθωτές να πληρώνουν χαμηλά μισθώματα, στην περίπτωση που γίνεται κατάλληλη αξιοποίηση των κινήτρων και από τις δύο πλευρές.

Δύο χρόνια από την εμφάνιση του θεσμού LEASING στην Ελληνική αγορά, τα βήματα που έχουν γίνει δεν μπορούν να χαρακτηρισθούν και ιδιαίτερα σημαντικά.



Τρεις εταιρείες LEASING ήδη λειτουργούν και οι τρεις είναι θυγατρικές τραπεζών (Πίστωση, CITI, ΕΤΒΑ). Δύο από τις εταιρείες έχουν συνάψει σημαντικά συμβόλαια αρκετού μεγάλου ύψους. Παρατηρείτε όμως μία επιφυλακτικότητα στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, κυρίως βιοτεχνικές στην αντιμετώπιση του νέου αυτού θεσμού. Τα αίτια της επιφυλακτικότητας αυτής είναι η μη κατάλληλη ενημέρωση των επιχειρήσεων για τις δυνατότητες του θεσμού και λόγω του ειδικού προστατευτικού καθεστώτος, των βιοτεχνικών επιχειρήσεων με την προσφορά χαμηλότοκων δανείων (17%) σε σχέση με τα επιτόκια των χρηματοδοτικών εταιρειών (22-23%). Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι η σύγκριση των επιτοκίων δεν πρέπει να γίνεται μόνο στα ονομαστικά τους ύψη αλλά να γίνεται σύγκριση των πραγματικών επιτοκίων. Δηλαδή θα πρέπει να περιλαμβάνονται στην σύγκριση το κόστος της προμήθειας, των υποθηκών της ίδιας συμμετοχής κλπ. που μεγαλώνει το κόστος των τραπεζικών δανείων. Σημειώνεται ότι στην Ελλάδα λειτουργεί ο θεσμός του FINANCIAL LEASING και όχι του OPERATING LEASING (χρηματοδοτική λειτουργική).

## ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ LEASING.

Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του νέου αυτού εεσμού.

### ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

1. Το LEASING δίνει την δυνατότητα στον μισωτή να αντικαθιστά ταχέως τον μηχανολογικό εξοπλισμό που χρησιμοποιεί στην επιχείρησή του. Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση μειώνει τον κίνδυνο από την οικονομική και τεχνολογική απαξίωση του εξοπλισμού της γιατί αυτός μεταφέρεται στον εκμισωτή.

2. Το LEASING έχει σαν αποτέλεσμα την εξοικονόμηση μετρητών και κεφαλαίων κίνησης για την επιχείρηση τα οποία θα δαπανηθούν στην περίπτωση που η επιχείρηση θα αγόραζε τον εξοπλισμό.

3. Τα μισθώματα εκπίπτουν, εξ ολοκλήρου από τα έσοδα του μισωτή, εξασφαλίζοντας έτσι μια αυξημένη φορολογική ωφέλεια.

4. Με την χρησιμοποίηση του LEASING αποφεύγεται η υπερβολική αύξηση του Παθητικού στον Ισολογισμό, η οποία θα συνέβαινε με την σύναψη τραπεζικού δανείου για την αγορά του. Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση μειώνει τον δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης και μεγαλώνει κατ'επέκταση την πιστοληπτική της ικανότητα.

5. Η διαδικασία απόκτησης του εξοπλισμού μέσω LEASING είναι απλούστερη και ταχύτερη και δεν απαιτούνται στις περισσότερες περιπτώσεις πρόσθετες εξασφαλίσεις όπως υποθήκες, προσημειώσεις κλπ. που συμβαίνει με τα τραπεζικά δάνεια.

6. Οι συμβάσεις LEASING δεν επιβαρύνονται με τον ειδικό τραπεζικό φόρο. Επιπρόσθετα δίνεται η δυνατότητα στον μισωτή μέσω του μηνιαίου μισθώματος να κάνει καλύτερο ταμειακό προγραμματισμό της επιχείρησής του.

7. Λόγω της ευελιξίας του LEASING, δίνεται η δυνατότητα στον μισωτή να συμφωνεί κυμαινόμενα μισθώματα σύμφωνα με τις ταμειακές του ανάγκες.

Επίσης ο μισωτής έχει την δυνατότητα να επιλέγει τον καταλληλότερο εξοπλισμό γι'αυτόν και να συμφωνεί με την εταιρεία LEASING για την απόκτησή του.

8. Κάλυψη της επιχείρησης έναντι της συνεχούς αύξησης των κεφαλαιουχικών αγαθών. Θεωρούμε ότι οι αποσβέσεις υπολογίζονται βάσει του κόστους κτήσης αυτό σημαίνει ότι κατά την περίοδο αποξίωσης του μηχανήματος η επιχείρηση εμφανίζει πλασματικά μεγάλα κέρδη (και φορολογείται επ'αυτών) κατά το ποσό που το κόστος αντικατάστασης υπερβαίνει το κόστος κτήσης.

#### ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

1. Το ύψος του μισθώματος που καταβάλλεται για την ενοικίαση των παγίων περιουσιακών στοιχείων μέσω LEASING θεωρείται αρκετά υψηλό.

2. Παρά το γεγονός ότι η επιχείρηση έχει την οικονομική εκμετάλλευση και την ελεύθερη χρήση του εξοπλισμού κατά την διάρκεια της χρηματοδοτικής μίσθωσης, εν τούτοις η αποστέρηση του στοιχείου της ιδιοκτησίας συχνά θεωρείται ότι μειώνει το κύρος και την επιφάνεια της επιχείρησης.

3. Οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης πολλές φορές εισέρχονται και παρεμβαίνουν σε θέματα διοίκησης και παρακολούθησης της οικονομικής κατάστασης των μισωτριών επιχειρήσεων.

## Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΜΙΣΘΩΣΕΩΝ

### 12 ΑΠΛΑ ΜΑΘΗΜΑΤΑ

**ΠΕΛΑΤΗΣ:** Οποιαδήποτε επιχείρηση, ανεξάρτητα από την νομική της μορφή.

**ΑΓΑΘΑ ΠΡΟΣ ΜΙΣΘΩΣΗ:** Η χρηματοδοτική μίσθωση, αφορά κάθε κινητό κεφαλαιουχικό αγαθό οπουδήποτε και αν παράγεται αυτό.

**ΠΟΣΑ:** Το ελάχιστο κόστος εξοπλισμού που μπορεί να εκμισθώσει είναι 5.000.000 δραχμές.

**ΔΙΑΡΚΕΙΑ:** Η διάρκεια της σύμβασης είναι τουλάχιστον τριετής και εξαρτάται από τον τύπο του εξοπλισμού και την ωφέλιμη ζωή του.

**ΠΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΕΙ:** Ο υποψήφιος μισθωτής επιλέγει τον εξοπλισμό που επιθυμεί και τον προμηθευτή. Κατόπιν παρέχει στον εκμισθωτή τεχνικές και άλλες πληροφορίες, πάνω στα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τη χρήση τέτοιου εξοπλισμού. Ο υποψήφιος μισθωτής θα πρέπει να εφοδιάσει τον εκμισθωτή με στοιχεία και πληροφορίες που θα αναγράφονται στην αίτηση, την οποία θα πρέπει να συμπληρώσει.

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ:** Αφού η αίτηση γίνει δεκτή από τον εκμισθωτή και ο μισθωτής δεχθεί τους όρους της μίσθωσης, η σύμβαση υπογράφεται και από τις δύο πλευρές, καθώς και από τυχόν τριτεγγυητή.

**ΠΑΡΑΚΕΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ:** Όταν η σύμβαση μισθώσεως έχει υπογραφεί, ο εκμισθωτής παραγγέλλει τον εξοπλισμό στον προμηθευτή που προσδιορίστηκε από τον μισθωτή.

**ΑΠΟΣΤΟΛΗ ΤΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΠΛΗΡΩΜΗ:** Μετά την παραλαβή και εγκατάσταση του εξοπλισμού, ο μισθωτής υπογράφει ένα πιστοποιητικό αποδοχής που εξασφαλίζει ότι ο εξοπλισμός είναι αυτός ακριβώς που παράγγειλε και που αναγράφεται στο τιμολόγιο του προμηθευτή.

Το πιστοποιητικό αποδοχής, μαζί με το τιμολόγιο του προμηθευτή και φωτοτυπία της φορτωτικής, στέλνονται κατόπιν στον εκμισθωτή, ο οποίος

πληρώνει σύμφωνα με τους όρους πληρωμής που έχουν γίνει αποδεκτοί.

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΙΣΧΥΟΣ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ: Η σύμβαση ισχύει από την ημερομηνία υπογραφής του πιστοποιητικού αποδοχής από το μισθωτή.

ΜΙΣΘΩΜΑΤΑ: Τα μισθώματα προκαταβάλλονται συνήθως κάθε μήνα. Μεταβαλλόμενα μισθώματα για συγκεκριμένη σύμβαση χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι επίσης δυνατά.

ΕΥΘΥΝΗ ΣΥΝΤΗΡΗΣΕΩΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΣ: Με την υπογραφή της συμβάσεως χρηματοδοτικής μισθώσεως, ο μισθωτής είναι απολύτως υπεύθυνος για το μίσθιο, την ασφάλεια, τη συντήρηση και την καλή χρήση του. Ο μισθωτής υποχρεούται για τη σύναψη συμβάσεως συντηρήσεως με την κατασκευάστρια εταιρεία ή τον αντιπρόσωπό της στην Ελλάδα, καθώς και για την ασφαλιστική εταιρεία της επιλογής του εκμισθωτή.

ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΛΗΞΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ: Στο τέλος της διάρκειας της μισθώσεως, ο μισθωτής έχει τις ακόλουθες τρεις επιλογές:

1. Να αγοράσει τον εξοπλισμό σε μια προκαθορισμένη, κατά την υπογραφή της συμβάσεως, τιμή, μέχρι 5% επί του αρχικού κόστους.
2. Να επιστρέψει τον εξοπλισμό στον εκμισθωτή.
3. Να παρατείνει την σύμβαση χρηματοδοτικής μισθώσεως σε ετήσια ή μεγαλύτερη βάση με ένα προκαταβλητέο μηνιαίο μίσθωμα αισθητά χαμηλότερο από το ήδη ισχύον.

## ΤΡΟΠΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ LEASING

\* Με ορισμένες αλλαγές στις λεπτομέρειες, η ίδια διαδικασία ισχύει γενικά σε κάθε περίπτωση LEASING.

1. Επενδυτική απόφαση της επιχείρησης.
2. Αξιολόγηση χρηματοδοτικού κινδύνου.
3. Δόμηση προγράμματος χρηματοδοτικής μίσθωσης.
4. Όροι της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης.

### Κριτήρια Εκμισθωτή

- α. Χαρακτήρας.
- β. Καλή οικονομική κατάσταση.
- γ. Ιστορικό φερεγγυότητας και αξιοπιστίας.
- δ. Συνθήκες λειτουργίας μισθωτή σε σχέση με την αγορά.
- ε. Ανταγωνισμός.
- στ. Ασφάλειες.

## ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΡΟΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΜΙΣΘΩΤΗ

Στην περίπτωση που ο μισθωτής - επιχείρηση θα πρέπει να επιλέξει τον συμφερότερο τρόπο χρηματοδότησης για αυτόν, θα πρέπει να σταθερίσει και να μετρήσει τα παρακάτω κριτήρια:

- την αξία του εξοπλισμού ή το ύψος της επένδυσης
- τη διάρκεια της χρηματοδοτικής μίσθωσης ή του δανεισμού
- ο αριθμός των μισθωμάτων
- τα προκαταβολόμενα μισθώματα
- η φυσική ζωή του εξοπλισμού, βάσει των προδιαγραφών του παραγωγού - κατασκευαστή.
- η καταβολή της χρηματικής εγγύησης
- η προμήθεια και τα έξοδα του εκμισθωτή
- το φορολογικό κλίμακιο εκμισθωτή
- τυχόν χρηματοδότηση της επένδυσης
- οι αποσβέσεις της επένδυσης
- το κόστος του δανείου
- οι φορολογικές απαλλαγές
- ο δείκτης του πληθωρισμού
- τα διάφορα επιτόκια

## ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ LEASING

Η εισαγωγή και λειτουργία του LEASING αποκτά μεγάλη σημασία για την Εθνική Οικονομία της οποίας βασικές προτεραιότητες είναι η ανάπτυξη των επενδύσεων, η αύξηση της παραγωγικότητας και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.

Μάλιστα εν όψει της ολοκλήρωσης της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κοινής Αγοράς, οι ανάγκες αυτής της Οικονομίας μας γίνονται ακόμα περισσότερο επιτακτικές.

Πιστεύεται ότι η λειτουργία των εταιρειών LEASING στην χώρα μας θα καλύψουν κατά ένα μεγάλο ποσοστό τις ανάγκες της Οικονομίας μας.

Για το λόγο αυτό, οι εταιρείες LEASING θα πρέπει να προσανατολισθούν κύρια στο βιομηχανικό εξοπλισμό, ηλεκτρονικό εξοπλισμό και εξοπλισμό υψηλής τεχνολογίας κύρια. Αυτό δεν σημαίνει ότι τα υπόλοιπα αντικείμενα δεν θα τύχουν του ενδιαφέροντος και της προσοχής των εταιρειών LEASING.

Η προώθηση όλων των εργασιών των εταιρειών προϋποθέτει την εξεύρεση και την πρόσληψη κατάλληλου επιστημονικού και εξειδικευμένου προσωπικού, οι οποίοι θα είναι σε θέση να εφαρμόσουν σύγχρονες μεθόδους MANAGEMENT και MARKETING.

Από τη μεριά της η Πολιτεία, θα πρέπει να ενθαρύνει τις συνεχείς ανάπτυξης του θεσμού, με την κατάλληλη κλαδική ενημέρωση, και την κορήγηση των κατάλληλων κινήτρων όπως φοροαπαλλαγές, λογιστική τακτοποίηση εκκρεμοτήτων, αποδέσμευση μισθών στελεχών εταιρειών LEASING, κ.λ.π.

Βασική προϋπόθεση όμως, υλοποίησης όλων των παραπάνω είναι η διατήρηση ενός οικονομικού περιβάλλοντος σταθερού, που δεν θα υπάρχουν πληθωριστικές διακυμάνσεις και η φορολογική πολιτική θα είναι γνωστή και σταθερή χωρίς απότομες εναλλαγές.



Συνοψίζοντας τα παραπάνω θα πρέπει να τονισθεί ότι οι εταιρείες LEASING θα πρέπει να λειτουργήσουν μέσα στα πλαίσια ενός υγιούς ανταγωνισμού και με καθαρά ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια.

Συγχρόνως, θα πρέπει να τονισθεί ότι και οι παραπάνω προϋποθέσεις αν δεν υπάρξουν θα λειτουργήσουν σαν περιοριστικοί παράγοντες στην εφαρμογή και εξάπλωση του θεσμού στην Ελλάδα. Αυτό θα έχει σαν συνέπεια να στερηθεί η Ελληνική Οικονομία, μια από τις δυναμικότερες και αναπτυξιακές, συγχρόνως, μορφές χρηματοδότησης που τόσο ανάγκη έχουν οι Ελληνικές επιχειρήσεις.

ΕΙΔΗ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ

ΜΕΤΑΞΥ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

## LEASE FINANCING (ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ)

Οι εταιρίες ενδιαφέρονται γενικά για τη χρήση κτιρίων και εξοπλισμού, τα οποία δεν βρίσκονται στην κυριότητά τους. Ένας τρόπος για την απόκτηση του εξοπλισμού αυτού είναι να τα αγοράσουν. Μία άλλη εναλλακτική λύση είναι η εκμίσθωση. Πρίν το 1950, χρηματοδοτική μίσθωση συσχετιζόταν με την ακίνητη περιουσία -ακίνητα και κτίρια- αλλά σήμερα είναι πιθανό, να εκμισθώνεται στην πραγματικότητα κάθε είδος πάγιου περιουσιακού στοιχείου. Το παρακάτω απόσπασμα από μία πρόσφατη έκδοση του fortune θα μας δώσει μια ιδέα της χρησιμότητας που έχει η μίσθωση εξοπλισμού. Η εκμίσθωση για την ακίνητη περιουσία αύξησε τη σημασία αυτής της οικονομικής τεχνικής:

«Πάγια κεφάλαια εξοπλισμού με αρχικό κόστος λίγο περισσότερο από 60 δισεκατομμύρια δολάρια, είναι σε εκμίσθωση τώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες σε σωματεία, ιδρύματα, Νομικά Πρόσωπα, Δημοτικά Συμβούλια και στην τοπική αυτοδιοίκηση. Νέος εξοπλισμός αξίας πάνω από 11 δισεκατομμύρια δολάρια εκμισθώθηκε τον προηγούμενο χρόνο, και υπολογίστηκε ότι αντιστοιχεί περίπου στο 14% της συνολικής επιχειρηματικής επένδυσης σε κεφάλαιο πάγιου εξοπλισμού. Συνολικά, ο όγκος του leasing, επεκτείνεται κατά 20% κάθε χρόνο. Εάν το leasing συνεχίσει να αναπτύσσεται με τον τελευταίο ρυθμό, μέχρι το 1977, περίπου το ένα πεντηκοστό από όλο το νέο πάγιο κεφάλαιο εξοπλισμού που επενδύεται από τους επιχειρηματίες θα εκμισθώνεται.

Συγκεντρωτικά, όπως θα δούμε παρακάτω, το leasing είναι απολύτως όμοιο με τον δανεισμό, και έτσι εξασφαλίζει οικονομική δύναμη. Στην πραγματικότητα, η εκμίσθωση είναι ένας τρόπος δανεισμού. Το leasing παίρνει διάφορες μορφές και οι σπουδαιότερες από αυτές είναι οι εξής: sale and leaseback, service leasing and financial leasing.

## SALE AND LEASEBACK

### (ΠΩΛΗΣΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ & ΕΠΑΝΑΜΙΣΘΩΣΗ ΑΥΤΟΥ)

Σε μια συμφωνία sale and leaseback, η επιχείρηση που έχει στην ιδιοκτησία της γη, κτίρια ή εξοπλισμό πουλά την περιουσία της σε ένα οικονομικό ίδρυμα, και ταυτόχρονα συνάπτει συμφωνία για να εκμισθώσει την ιδιοκτησία της ξανά για μια καθορισμένη περίοδο κάτω από ορισμένους όρους. Εάν περιλαμβάνεται και η ακίνητη περιουσία, το οικονομικό ίδρυμα είναι ασφαλιστική εταιρεία. Εάν η ιδιοκτησία αποτελείται από εξοπλισμό και μηχανήματα, το οικονομικό ίδρυμα μπορεί να είναι ασφαλιστική εταιρεία, εμπορική τράπεζα ή μια ειδική εταιρεία leasing.

Πρέπει να σημειωθεί ότι ο πωλητής αποδέχεται αμέσως την τιμή αγοράς που θέτει ο αγοραστής. Την ίδια στιγμή ο πωλητής διατηρεί τη χρήση της ιδιοκτησίας. Αυτή η παραλληλότητα εξασφαλίζει το χρονοδιάγραμμα πληρωμής της εκμίσθωσης. Σε μια συμφωνία για δάνειο με υποθήκη, το οικονομικό ίδρυμα θα λάβει μια σειρά από ίσες δόσεις αρκετά επαρκείς για να εξοφληθεί το δάνειο, και να εξασφαλίζει στον δανειστή ένα καθορισμένο ρυθμό απόδοσης της επένδυσής του. Σε μια συμφωνία sale and lease-back, οι δόσεις της μίσθωσης είναι καθορισμένες ακριβώς με τον ίδιο τρόπο, όπως και στα δάνεια με προθεσμία, και είναι επαρκείς ώστε να επιστρέψει στο οικονομικό ίδρυμα ολόκληρη η τιμή αγοράς και επιπροσθέτως να εξασφαλίσει σ' αυτό μια σταθερή απόδοση της επένδυσής του.

## SERVICE LEASE

### (ΜΙΣΘΩΣΗ ΣΥΜΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΟΜΕΝΟΥ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΣΥΝΤΗΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ)

Το service lease, συμπεριλαμβάνει μαζί τα οικονομικά και τις υπηρεσίες διατήρησης. Η IBM είναι μια από τις πρωτοπόρες στα συμβόλαια του service lease. Υπολογιστές και τα φωτοτυπικά μηχανήματα γραφείου, μαζί με τα αυτοκίνητα και τα φορτηγά είναι τα βασικά είδη εξοπλισμού που περιλαμβάνονται στο service lease. Αυτές οι μισθώσεις συνήθως απαιτούν για τον αγοραστή να διατηρεί και να συντηρεί τον εξοπλισμό που έχει μισθώσει, και το κόστος αυτής της συντήρησης υπολογίζεται στις δόσεις για την μίσθωση.

Ένα άλλο σπουδαίο χαρακτηριστικό του service lease είναι ότι συχνά δεν εξοφλείται τελείως με τις καθορισμένες δόσεις της μίσθωσης. Με άλλα λόγια, οι δόσεις που απαιτούνται από τα συμβόλαια της μίσθωσης δεν είναι επαρκείς για να καλύψουν ολόκληρο το κόστος του εξοπλισμού. Είναι φανερό ωστόσο, ότι τα συμβόλαια του lease υπογράφονται για πολύ μικρότερη από την προσδοκώμενη διάρκεια ζωής του μισθωμένου εξοπλισμού, και ο εκμισθωτής προσδοκά να καλύψει το κόστος του ή από τις επόμενες μετά την ανανέωση δόσεις ή από τη διάθεση του μισθωμένου εξοπλισμού.

Ένα τελευταίο χαρακτηριστικό του service lease είναι ότι συχνά περιλαμβάνει μια ρήτρα ακύρωσης, δίνοντας έτσι το δικαίωμα στον μισθωτή να ακυρώσει την μίσθωση και να επιστρέψει τον εξοπλισμό πριν την λήξη της βασικής συμφωνίας μίσθωσης. Αυτός είναι ένας σπουδαίος παράγοντας για τον μισθωτή, γιατί σημαίνει ότι μπορεί να επιστρέψει τον εξοπλισμό εάν η τεχνολογική ανάπτυξη τον καταστήσει απηρχαιωμένο ή όταν απλά δεν τον χρειάζεται άλλο.

## FINANCIAL LEASING (ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ)

Μια αυστηρή χρηματοδοτική μίσθωση είναι αυτή που δεν εξασφαλίζει τις υπηρεσίες διατήρησης, δεν είναι ακυρώσιμη, και εξοφλείται πλήρως με τις προκαθορισμένες δόσεις (που σημαίνει ότι ο εκμισθωτής λαμβάνει τις δόσεις του μισθώματος που είναι ίσες με ολόκληρη την τιμή του μισθώμενου εξοπλισμού). Οι τυπικές συμφωνίες περιλαμβάνουν τα εξής βήματα:

1) Η εταιρεία η οποία θα χρησιμοποιήσει τον εξοπλισμό επιλέγει τα ειδικά αντικείμενα που χρειάζεται και διαπραγματεύεται την τιμή και τους όρους παράδοσης με τον κατασκευαστή ή τον αποκλειστικό αντιπρόσωπο.

2) Έπειτα η εταιρεία που θα χρησιμοποιήσει τον εξοπλισμό, συμφωνεί με μία τράπεζα ή με μία εταιρεία εκμίσθωσης να αγοράσουν αυτές τον εξοπλισμό από τον κατασκευαστή ή τον αποκλειστικό αντιπρόσωπο, ενώ η εταιρεία που θα τον χρησιμοποιήσει, ταυτόχρονα εκτελεί μία συμφωνία για να μισθώσει τον εξοπλισμό από το οικονομικό ίδρυμα. Οι όροι που απαιτούνται για την πλήρη εξόφληση του μισθώματος με δόσεις, προσθέτουν μια απόδοση της τάξης του 6 έως 12% ετησίως στο υπόλοιπο το οποίο δεν έχει ακόμη εξοφληθεί.

Στον μισθωτή δίνεται συνήθως η ευχέρεια να ανανεώσει την μίσθωση, στην λήξη της βασικής μίσθωσης, με μειωμένο μίσθωμα, αλλά δεν έχει το δικαίωμα να ακυρώσει την βασική μίσθωση χωρίς να εξοφλήσει πλήρως το οικονομικό ίδρυμα.

Οι χρηματοδοτικές μισθώσεις είναι σχεδόν ίδιες με τις συμφωνίες για sale and leaseback. Η μόνη διαφορά που υπάρχει είναι ότι ο μισθωμένος εξοπλισμός είναι καινούργιος και ότι ο εκμισθωτής τον αγοράζει από τον κατασκευαστή ή τον αποκλειστικό αντιπρόσωπο αντί από τον μισθωτή που τον χρησιμοποιεί. Το sale and leaseback μπορεί να θεωρηθεί σαν ένας ειδικός τύπος του financial leasing.

## ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΠΑΙΤΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΟΡΙΑ ΓΙΑ ΜΙΣΘΩΣΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ

Ολόκληρο το ποσόν των ετήσιων δόσεων για την μίσθωση εκπίπτει από το φόρο εισοδημάτων με σκοπό να εξασφαλίσει την συγκατάθεση της εφορίας ότι το συγκεκριμένο συμβόλαιο είναι γνήσια μίσθωση και όχι ένα είδος δανείου που καλείται μίσθωση. Το γεγονός ότι ένα συμβόλαιο μίσθωσης συντάσσεται με ορισμένο τύπο που είναι αποδεκτός από την εφορία είναι πολύ σημαντικό. Τα παρακάτω είναι οι σημαντικότερες προϋποθέσεις για την καλύτερη διεκπεραίωση της μίσθωσης από την σκοπιά της εφορίας:

1. Η περίοδος πρέπει να είναι μικρότερη από τριάντα χρόνια, διαφορετικά η μίσθωση θεωρείται σαν ένα είδος πώλησης.

2. Το ενοίκιο πρέπει να αντιπροσωπεύει μια λογική απόδοση στον εκμισθωτή, η "λογική" κυμαίνεται από 7%-12% στην επένδυση.

3. Το δικαίωμα ανανέωσης πρέπει να είναι καλόπιστο και αυτή η προϋπόθεση μπορεί να γίνει καλύτερη δίνοντας στον μισθωτή, πρώτα, την ευχέρεια να γνωρίσει μια άλλη όμοια προσφορά.

4. Δεν πρέπει να υπάρχει δικαίωμα επαναγοράς. Εάν υπάρχει, πρέπει να δίνεται στον μισθωτή ισότιμα μαζί με μία ίδια εξωτερική προσφορά.

## ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ

Για να κατανοηθούν τα πιθανά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης, το κόστος της μίσθωσης πρέπει να συγκριθεί με το κόστος της ιδιοκτησίας του εξοπλισμού. Σε μια τυπική περίπτωση μια εταιρεία που σκεδιάζει την απόκτηση καινούργιου εξοπλισμού πρέπει επίσης να σκεφτεί πως θα χρηματοδοτήσει τον εξοπλισμό. Όταν η χρηματοδότηση είναι απαραίτητη, οι δυο σημαντικότερες εναλλακτικές λύσεις είναι:

(1) ένα δάνειο προθεσμίας με εγγύηση τον εξοπλισμό ή (2) μια σύμβαση μίσθωσης. Για να υπολογίσουμε το κόστος της μίσθωσης, πρέπει να κάνουμε σύγκριση της μίσθωσης έναντι της επιλογής δανεισμού για αγορά.

Αυτή η σύγκριση πραγματοποιείται καλύτερα με τον τρόπο που παρουσιάζεται στον πίνακα 1. Εκεί υποθέτουμε ότι η εταιρεία αποκτά ένα κομμάτι του εξοπλισμού αξίας \$1.000 και ότι έχει την ευχέρεια ή να δανειστεί τα \$1.000 με 5%, τα οποία θα εξοφληθούν σε δέκα ετήσιες δόσεις των \$130 η κάθε μία, ή να μισθώσει την μηχανή για \$150 το χρόνο.

(Με μια συμφωνία μίσθωσης η εταιρεία πληρώνει 5% σιωπηρό επιτόκιο. Αυτό είναι το ποσοστό που κερδίζει ο εκμισθωτής). Η μηχανή θα χρησιμοποιηθεί για δέκα χρόνια, και η υπολειμματική της αξία εκτιμάται ότι θα είναι στο τέλος της περιόδου αυτής \$100. Εάν η εταιρεία μισθώσει τον εξοπλισμό, το κόστος συντήρησης περιλαμβάνεται στις δόσεις για την μίσθωση. Αλλά εάν αγοράσει την μηχανή, υπολογίστηκε ότι πρέπει να δαπανά \$20 το χρόνο για συντήρηση.

Να σημειώσουμε ότι η απόφαση για να αποκτηθεί η μηχανή δεν εξετάζεται σ' αυτό το σημείο. Εδώ απλά ασχολούμεθα με το εάν θα αποκτήσουμε την μηχανή με μίσθωση ή με αγορά. Ωστόσο, εάν το πραγματικό κόστος της μίσθωσης είναι σημαντικά χαμηλότερο από το κόστος του δανείου, και αυτό μπορεί να συμβεί για πολλούς λόγους, τότε το κόστος κεφαλαίου που χρησιμοποιείται στον προϋπολογισμό του κεφαλαίου θα πρέπει να ξαναυπολογι-



σσει και, ίσως, σχέδια που παλιότερα θεωρούνταν ανέφικτα (ίσως γίνουν εφικτά).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΙΤΟΥ ΜΙΘΩΣΗΣ ΕΝΑΝΤΙ ΑΓΟΡΑΣ													
ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΚΑΒΑΡΟΥ ΚΟΙΤΟΥ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ										ΠΕΡΙΠΤΩ- ΣΗ ΜΙ- ΘΩΣΗΣ	ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΙΤΟΥ		
ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΔΑΝΕΙΟΥ													
ΧΡΟ- ΝΙΑ	ΟΛΙ- ΓΗ ΟΔΙΣΗ	ΤΟ- ΚΟΣ	ΧΡΕΩ- ΣΤΕΥΣΙΟ	ΥΠΟ- ΛΟΙΠΟ	ΚΟΙΤΟΣ ΣΥΝΤΗ- ΡΗΣΗΣ	ΑΠΟ- ΣΒΕΣΗ	(3)+(6) +(7)= ΔΑΠΑΝΗ ΑΦΑΙΡΕ- ΤΕΑ ΑΠΟ ΤΟΝ ΦΟΡΟ	(0.40) (8)= ΦΟΡΟΛΟΓΙ- ΚΕΣ ΕΛΑ- ΦΥΝΣΕΙΣ	(2)+(6) -(9)= ΕΚΡΟΗ ΜΕΤΡΗ- ΤΩΝ ΣΤΗΝ ΙΔΙΟΚΤΗ- ΣΙΑ	(1-0.4)x (LEASE COST)= ΚΟΙΤΟΣ ΜΙΘΩΣΗΣ ΜΕΤΑ ΦΟ- ΡΟΥ	PVIF'S ΓΙΑ 10%	(10)x(12) ΠΑΡΟΥΣΙΑ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΚΟΙΤΟΥ ΤΗΣ ΙΔΙΟ- ΚΤΗΣΙΑΣ	(11)x(12) ΠΑΡΟΥΣΙΑ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΚΟΙΤΟΥ ΤΗΣ ΜΙ- ΘΩΣΗΣ
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
1	130	50	80	920	20	90	160	64	86	90	0,909	78	82
2	130	46	84	836	20	90	156	62	88	90	0,826	73	74
3	130	42	88	748	20	90	152	61	89	90	0,751	67	68
4	130	38	92	656	20	90	148	59	91	90	0,683	62	61
5	130	34	96	560	20	90	144	58	92	90	0,621	57	56
6	130	28	102	458	20	90	138	55	95	90	0,564	54	51
7	130	23	107	351	20	90	133	53	97	90	0,513	50	46
8	130	18	112	239	20	90	128	51	99	90	0,467	46	42
9	130	13	117	122	20	90	123	49	101	90	0,424	43	38
10	130	8	122	0	20	90	118	47	103	90	0,386	40	35
10	-	-	-	-	-	-	-	-	(100)	-	0,386	(39)	-
ΣΥ- ΝΟΛΑ	\$ 1300	\$ 300	\$ 1000		\$ 200	\$ 900	\$ 1400					\$ 531	\$ 553

Οι στήλες 2 και 5 του πίνακα 1 δείχνουν το πρόγραμμα πληρωμής για το δάνειο. Η στήλη 7 δίνει την ετήσια χρέωση της απόσβεσης, θεωρώντας ότι ο εξοπλισμός ανήκει στην εταιρεία και τον αποσβένει σε μια ενιαία βάση (το αποσβέσιμο κόστος είναι \$900, \$1.000 λιγότερο \$100 υπόλειμμα).

Η στήλη 8 δίνει ολόκληρη την δαπάνη που αφαιρείται από τον φόρο: τόκος συν απόσβεση συν κόστος συντήρησης. Θεωρώντας έναν φορολογικό συντελεστή 40%, αυτές οι φορολογικές εκπτώσεις μειώνουν τον φορολογικό λο-

γαριασμό ως το 40% του ποσού των εκπτώσεων, τα αποτελέσματα δε καταγράφονται στις φορολογικές εξοικονομήσεις στην στήλη 9.

Η συνολική δαπάνη των μετρητών συσχετιζόμενη με την συμφωνία δανεισμού - αγοράς είναι η συνολική ετήσια δόση για την μίσθωση που καταγράφεται στην στήλη 2 συν το κόστος συντήρησης στην στήλη 6. Αυτή είναι η μικτή εκροή μετρητών. Αφαιρώντας τις φορολογικές εξοικονομήσεις στην στήλη 9 από το σύνολο των δόσεων στις στήλες 2 και 6 έχουμε το καθαρό κόστος των μετρητών στην ιδιοκτησία που καταγράφεται στην στήλη 10.

Υποθέτουμε ότι η εταιρεία leasing, επιθυμεί να πάρει 5% απόδοση στην επένδυσή της, οι ετήσιες δόσεις μισθώσεως πρέπει να είναι \$150.

Ωστόσο, τα έσοδα της μισθώσεως είναι μια δαπάνη που αφαιρείται, έτσι το κόστος μετά τον φόρο είναι  $(1 - t)$  φορές την δόση της μισθώσεως.

Έτσι, το κόστος της μισθώσεως μετά τον φόρο είναι \$90 το χρόνο, για δέκα χρόνια. Αυτό το ποσό καταγράφεται στην στήλη 11.

Η στήλη 10 δείχνει την καθαρή δαπάνη των μετρητών της εταιρείας κάθε χρόνο αν επιλέξει να δανειστεί τα χρήματα και να αγοράσει την μηχανή, ενώ η στήλη 11 δείχνει την καθαρή εκροή των μετρητών εάν επιλέξει την εναλλακτική λύση της μισθώσεως. Αλλά δεν μπορούμε άλλο να προσθέτουμε δολλάρια πληρωτέα μέσα σ' ένα χρόνο σε εκείνα που είναι πληρωτέα σε άλλον όπως δεν μπορούμε να προσθέτουμε μήλα σε πορτοκάλια. Πρέπει, συνεπώς, να τοποθετήσουμε την ετήσια ροή των μετρητών της μισθώσεως και του δανεισμού σε μια κοινή βάση, και αυτό απαιτεί να τα μετατρέψουμε σε παρούσες αξίες.

Για να τα μετατρέψουμε σε παρούσες αξίες, πολλαπλασιάζουμε τις εκροές μετρητών στις στήλες 10 και 11 με τους συντελεστές PVIF στη στήλη 12, αυτοί οι συντελεστές PVIF είναι για 10%, το υποτιθέμενο κόστος κεφαλαίου της εταιρείας. Οι παρούσες αξίες καταγράφονται στις στήλες 13 και 14. Όταν αυτές οι στήλες αεροιστούν, έχουμε τις καθαρές παρούσες αξίες

του κόστους της ιδιοκτησίας και της μίσθωσης. Η χρηματοδοτική μέθοδος που παρουσιάζει την μικρότερη παρούσα αξία του κόστους είναι αυτή που πρέπει να επιλεγεί. Το παράδειγμα στον πίνακα 1 δείχνει ότι ο δανεισμός έχει το πλεονέκτημα έναντι της μίσθωσης. Η παρούσα αξία του κόστους της αγοράς είναι \$22 μικρότερη από εκείνη της μίσθωσης ( $\$553 - \$531 = \$22$ ). Επομένως σ' αυτή την περίπτωση η εταιρεία θα έχει πλεονέκτημα όταν αγοράσει τον εξοπλισμό.

## ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΘΦΕΛΟΣ ΤΩΝ ΑΛΛΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ

Πως μπορεί το συγκριτικό κόστος της μίσθωσης έναντι της ιδιοκτησίας να επηρεαστεί εάν το παράδειγμα είναι τροποποιημένο έτσι ώστε να επιτρέψει την επιταχυνόμενη απόσβεση; Η επιταχυνόμενη απόσβεση μπορεί να προκαλέσει μια υψηλότερη φορολογική έκπτωση, από τώρα λιγότερους φόρους, τα επόμενα χρόνια. Αυτό μπορεί να μειώσει το καθαρό κόστος της ιδιοκτησίας (στήλη 10) τα επόμενα χρόνια και να το αυξήσει αργότερα. Αφού το κόστος της μίσθωσης μετά την φορολογία (στήλη 11) δεν επηρεάζεται, το αποτέλεσμα θα είναι ν'αυξηθεί το πλεονέκτημα της ιδιοκτησίας (στήλη 13) τα αμέσως επόμενα χρόνια και να μειωθεί αργότερα. Όταν η ανάλυση αποπερατωθεί στις στήλες "παρούσα αξία", το τελικό αποτέλεσμα με την επιταχυνόμενη απόσβεση κάνει την ιδιοκτησία συγκριτικά πιο ελκυστική από ότι μέχρι τώρα.

Θα ήταν ίσως χρήσιμο να συνοψίσουμε τις αποκλίσεις και τις συνέπειες αυτών για την εκτίμηση της ιδιοκτησίας έναντι της μίσθωσης, και αυτό έγινε στον πίνακα 2. Το υλικό στον πίνακα συνοψίζει τα επιχειρήματα για τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της μίσθωσης. Κάθε υποθετικός παράγοντας υπόκειται σε σημαντικούς περιορισμούς, γι'αυτό εξετάζονται με τη σειρά.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2

#### ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΥΠΟΘΕΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΕΝΑΝΤΙ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

ΥΠΟΘΕΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ
Χρήση της επιταχυνόμενης απόσβεσης	Κόστος της ιδιοκτησίας χαμηλότερο.
Υψηλά σιωπηρά επιτόκια στην μίσθωση	Κόστος της μίσθωσης υψηλότερο
Μεγάλες υπολειμματικές αξίες	Κόστος της ιδιοκτησίας χαμηλότερο.
Επιταχυνόμενη παλαιότητα	Κόστος της μίσθωσης χαμηλότερο
Ταχεία απόσβεση	Κόστος της μίσθωσης χαμηλότερο
Αυξανόμενη πιστωτική ικανότητα	Κόστος της μίσθωσης χαμηλότερο
Επένδυση φορολογικών μειώσεων	Κόστος της μίσθωσης χαμηλότερο

## **ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΑΧΥΝΟΜΕΝΗΣ ΑΠΟΣΒΕΣΗΣ**

Υποστηρίζεται συχνά ότι εξαιτίας της δυνατότητας να χρησιμοποιηθούν οι μέθοδοι της επιταχυνόμενης απόσβεσης η ιδιοκτησία πρέπει να είναι λιγότερο δαπανηρή από την μίσθωση. Ένα τέτοιο επιχειρήμα δεν λαμβάνει υπ' όψιν την ανταγωνιστική πλευρά της χρηματαγοράς και της κεφαλαιαγοράς.

Το όφελος των εκμισθωτών από την επιταχυνόμενη απόσβεση και τον ανταγωνισμό είναι φορολογικά πλεονεκτήματα, τέτοια που να μοιράζονται μεταξύ μισθωτή και εκμισθωτή. Η μορφή των δόσεων για την εξόφληση της μίσθωσης μπορεί να γίνει πιο ελαστική. Έτσι, καμιά ευκαιρία δεν είναι διαθέσιμη στους ιδιοκτήτες του εξοπλισμού και αυτό απεικονίζεται στο ανταγωνιστικό σύστημα των επιτοκίων που κρεώνονται από τις εταιρείες leasing.

## **ΥΨΗΛΑ ΣΙΩΠΗΡΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΗΝ ΜΙΣΘΩΣΗ**

Συχνά γίνεται η δήλωση ότι η μίσθωση πάντα συνεπάγεται υψηλά επιτόκια.

Αυτό το επιχειρήμα είναι αμφιβάλου κύρους. Πρώτον, όταν η φύση του μισθωτή σαν πιστωτικό ρίσκο λαμβάνεται υπ' όψιν, ίσως να μην υπάρχει καμιά διαφορά. Δεύτερο, είναι δύσκολο να διαχωρίσεις την δαπάνη των χρημάτων για την μίσθωση από τις άλλες υπηρεσίες που ίσως περιλαμβάνονται σ' ένα συμβόλαιο μίσθωσης. Εάν, εξαιτίας των εξειδικευμένων λειτουργιών, μια εταιρεία leasing μπορεί να εκτελεί μη οικονομικές υπηρεσίες για την διατήρηση του εξοπλισμού σε πιο χαμηλό κόστος από τον μισθωτή, ή μερικά άλλα ιδρύματα που μπορούν να εκτελούν τέτοιες υπηρεσίες, τότε το πραγματικό κόστος της μίσθωσης ίσως να είναι χαμηλότερο από τα χρήματα που αποκτήθηκαν από δανεισμό ή άλλες πηγές. Οι ικανότητες για την εκτέλεση εξειδικευμένων υπηρεσιών ίσως να δίνει την δυνατότητα στην εταιρεία leasing να λειτουργεί κρεώνοντας ένα χαμηλότερο συνολικό κόστος από τον μι-

σθωτή που πρέπει να πληρώσει για το σύνολο των χρημάτων συν τις υπηρεσίες σε μια άλλη βάση.

## ΜΕΓΑΛΕΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΕΣ ΑΞΙΕΣ

Ένα σημαντικό στοιχείο το οποίο πρέπει να τονισθεί σε σχέση με την μίσθωση είναι ότι ο εκμισθωτής είναι κύριος της ιδιοκτησίας στην λήξη της μίσθωσης. Η αξία της περιουσίας στο τέλος της μίσθωσης καλείται υπολειμματική αξία. Επιφανειακά, όπου οι υπολειμματικές αξίες είναι μεγάλες, θα εμφανίζεται ότι η ιδιοκτησία θα είναι λιγότερο δαπανηρή από την μίσθωση. Ωστόσο, ακόμα και αυτό το φανερό πλεονέκτημα της ιδιοκτησίας υπόκειται σε σημαντικό περιορισμό. Στον μισθωμένο εξοπλισμό, ο συντελεστής παλαιότητας μπορεί να είναι τόσο μεγάλος ώστε είναι αμφίβολο εάν οι υπολειμματικές αξίες θα είναι τόσο μεγάλης σπουδαιότητας.

Εάν οι υπολειμματικές αξίες εμφανίζονται ευνοϊκές, ο ανταγωνισμός ανάμεσα στις εταιρείες leasing και τις άλλες οικονομικές πηγές, καθώς και ο ανταγωνισμός ανάμεσα στις εταιρείες leasing, θα εξαναγκάσουν τα επιτόκια της μίσθωσης να πέσουν στο σημείο όπου οι δυνατότητες των υπολειμματικών αξιών είναι πλήρως αναγνωρισμένες στα συμβόλαια της μίσθωσης.

Έτσι, η ύπαρξη των υπολειμματικών αξιών του εξοπλισμού δεν είναι πιθανό να καταλήξει σε μείωση του κόστους της ιδιοκτησίας. Ωστόσο, σε σχέση με την απόφαση αν θα μισθωθεί ή θα αγορασθεί γη, ο συντελεστής παλαιότητας δεν περιλαμβάνεται εκτός από περιοχές όπου αλλάζει ο πληθυσμός, ή χρησιμοποιούνται ως πρότυπα. Σε μια περίοδο με αισιόδοξες προβλέψεις για την αξία της γης, ίσως υπάρχει μια τάση να υπερεκτιμηθούν οι ρυθμοί αύξησης της αξίας της γης. Ίαν μια συνέπεια, η τρέχουσα τιμή αγοράς γης ίσως είναι τόσο υψηλή που πιθανώς ο ρυθμός απόδοσης της αποκτηθείσας γης να είναι συγκριτικά μικρός. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η

μίσθωση μπορεί κάλλιστα να παρουσιασθεί σαν ένας πιο οικονομικός τρόπος απόκτησης γης από ότι η ιδιοκτησία. Αντιστρόφως, εάν η πιθανή αύξηση στην αξία της γης δεν απεικονίζεται πλήρως στις τρέχουσες τιμές, θα ήταν πλεονέκτημα να αγοράσει γη.

Ετσι είναι δύσκολο να γενικεύσουμε εάν η μελέτη των υπολειμματικών αξιών είναι πιθανό να κάνει το πραγματικό κόστος της μίσθωσης υψηλότερο ή χαμηλότερο από το κόστος της ιδιοκτησίας. Τα αποτελέσματα εξαρτώνται εάν η ατομική εταιρεία έχει ευκαιρίες να αρπάξει το πλεονέκτημα των υπεραριστιόδοξων ή υπεραριστιόδοξων εκτιμήσεων των μελλοντικών αλλαγών των αξιών στο σύνολο της αγοράς.

#### **ΕΠΙΤΑΧΥΝΟΜΕΝΗ ΠΑΛΑΙΟΤΗΤΑ**

Μια άλλη διαδεδομένη αντίληψη είναι ότι το κόστος της μίσθωσης θα γίνει χαμηλότερο εξαιτίας της επιταχυνόμενης παλαιότητας σε ορισμένα είδη εξοπλισμού. Εάν ο ρυθμός παλαιότητας του εξοπλισμού είναι υψηλός, το κόστος της μίσθωσης πρέπει να απεικονίζει έναν τέτοιο ρυθμό. Ετσι, σε γενικές γραμμές ίσως να συζητηθεί ότι ούτε οι υπολειμματικές αξίες ούτε οι ρυθμοί παλαιότητας μπορούν να επηρεάσουν το κόστος της ιδιοκτησίας έναντι της μίσθωσης.

Ωστόσο, σε σχέση με την μίσθωση, είναι πιθανό ότι ορισμένες εταιρείες leasing καλά εξοπλισμένες μπορούν να χειρίζονται το πρόβλημα της παλαιότητας. Για παράδειγμα, η Clark Equipment Company είναι κατασκευαστής, επιδιορθωτής, και ειδικός σε χειρισμό υλικού εξοπλισμού, με δικό της δίκτυο πωλήσεων και σύστημα διανομής. Αυτό ίσως δίνει την δυνατότητα στην Clark να κάνει σε ευνοούμενους μισθώσεις για εξοπλισμό. Εάν ο εξοπλισμός γίνει απηρχαιωμένος σ'έναν εκμισθωτή, ίσως να είναι ακόμη ικανοποιητικός για άλλους εκμισθωτές με διαφορετικές υλικές ανάγκες, και η Clark είναι σε θέση να εντοπίσει αυτούς τους άλλους εκμισθωτές.

Αυτή η κατάσταση είναι παρεμφερή με την μίσθωση computer.

Αυτή η επεξήγηση δείχνει πως μια εταιρεία leasing, συνδυάζοντας τον δανεισμό μαζί με άλλες εξειδικευμένες υπηρεσίες, μπορεί να μειώσει το κοινωνικό κόστος της παλαιότητας και να αυξήσει τις υπολειμματικές αξίες. Με τέτοιες λειτουργίες το συνολικό κόστος απόκτησης της χρησιμότητας ενός τέτοιου εξοπλισμού μειώνεται. Ενδεχομένως άλλα ιδρύματα που δεν συνδυάζουν τις οικονομικές με άλλες εξειδικευμένες λειτουργίες, όπως κατασκευή, επιδιόρθωση, υπηρεσίες, και πωλήσεις, ίσως, σε συνδυασμό με οικονομικά ιδρύματα, εκτελούν τις συνολικές λειτουργίες τόσο αποδοτικά και σε τόσο χαμηλό κόστος όπως κάνουν οι ενιαίες εταιρείες leasing.

Ωστόσο, αυτό είναι ένα πραγματικό γεγονός που εξαρτάται από τη συγκριτική αποδοτικότητα των ανταγωνιστριών εταιρειών σε διαφορετικά είδη επιχειρήσεων και διαφορετικά είδη εξοπλισμού. Για να καθοριστεί ποιος συνδυασμός μεθόδων έχει αποτελέσματα στη μείωση του κόστους, χρειάζεται μια ανάλυση στα κύρια σημεία του υποδείγματος στον πίνακα 1.

### **TAXEIA ΑΠΟΣΒΕΣΗ**

Εάν η μίσθωση έχει ζητηθεί για μια περίοδο αρκετά μικρότερη από την αναμενόμενη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου, με ανανεώσεις σε χαμηλότερα μισθώματα, αφού ο εκμισθωτής έχει πάρει πίσω τα έξοδα του κατά την περίοδο της βασικής μίσθωσης, τότε η αφαιρούμενη απόσβεση (στήλη 7, πίνακας 1) είναι μικρότερη σε σχέση με τις αφαιρέσιμες δόσεις της μίσθωσης τα επόμενα χρόνια. Από μια άποψη, αυτό ισοδυναμεί σε μια πολύ γρήγορη απόσβεση, η οποία είναι πλεονέκτημα για τον μισθωτή. Ωστόσο, η εφορία σωστά δεν επιτρέπει την αφαίρεση των δόσεων από μίσθωση στις μισθώσεις που (1) απαιτούν γρήγορη εξόφληση του κόστους του εκμισθωτή και (2) που έχουν συγκριτικά μικρή ανανέωση ή δικαίωμα αγοράς.



## ΑΥΞΑΝΟΜΕΝΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ

Δύο πιθανές καταστάσεις υπάρχουν για να δώσουν στην μίσθωση ένα πλεονέκτημα στις εταιρείες που αναζητούν το μέγιστο βαθμό της οικονομικής επιρροής. Πρώτον, είναι συχνά καθορισμένο ότι οι εταιρείες μπορούν να αποκτήσουν περισσότερα χρήματα για μεγαλύτερο διάστημα από μια συμφωνία μίσθωσης παρά από την σύναψη δανείου για την αγορά ενός ειδικού τεμαχίου του εξοπλισμού. Δεύτερον, η μίσθωση ίσως να μην έχει τόσο μεγάλο αντίκτυπο σε μελλοντική δανειοληπτική ικανότητα όσο ο δανεισμός για την αγορά του εξοπλισμού. Αυτό το σημείο διευκρινίζεται από τους ισολογισμούς δύο υποθετικών εταιρειών Α και Β στον πίνακα 3.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

### ΕΠΙΘΡΑΞΕΙΣ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ

ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ			ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ					
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ Α ΚΑΙ Β			ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α			ΕΤΑΙΡΕΙΑ Β		
	ΧΡΕΗ \$ 50	ΙΔ. ΚΕΦ. 50		ΧΡΕΗ \$150	ΙΔ. ΚΕΦ. 50		ΧΡΕΗ \$50	ΙΔ. ΚΕΦ. 50
ΣΥΝΟΛΟ	----	----	ΣΥΝΟΛΟ	----	----	ΣΥΝΟΛΟ	----	----
ΠΕΡΙΟΥΣ. ΣΤΟΙΧ.	\$100	\$100	ΠΕΡΙΟΥΣ. ΣΤΟΙΧ.	\$200	\$200	ΠΕΡΙΟΥΣ. ΣΤΟΙΧ.	\$100	\$100
	----	----		----	----		----	----

Αρχικά, οι ισολογισμοί και των δύο εταιρειών είναι ακριβώς ίδιοι, και οι δύο έχουν αναλογία χρέους 50%. Επειτα, η κάθε μια αποφασίζει να αποκτήσει περιουσιακά στοιχεία αξίας \$100. Η εταιρεία Α δανείζεται \$100 να κάνει την αγορά, έτσι ένα περιουσιακό στοιχείο και μια οφειλή πηγάζουν στον ισολογισμό της, και η αναλογία χρέους της αυξάνεται στο 75%. Η εταιρεία Β μισθώνει τον εξοπλισμό. Η μίσθωση ίσως να απαιτεί πάγια ε-

πιβάρυνση τόσο υψηλή όσο, ή ακόμη υψηλότερη, από το δανεισμό, και οι αν-  
νειλλημένες υποχρεώσεις από την μίσθωση μπορεί να είναι ίσες ή περισσό-  
τερο επικίνδυνες σε άλλους πιστωτές, αλλά το γεγονός είναι ότι η αναφε-  
ρόμενη αναλογία χρέους είναι χαμηλότερη και ίσως δώσει την δυνατότητα  
στην εταιρεία Β να αποκτήσει πρόσθετες πιστώσεις από άλλους δανειστές.  
Το ποσό των ετήσιων μισθωμάτων παρουσιάζεται σαν σημείωση στον απολογί-  
σμό της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας Β, έτσι οι αναλυτές των  
πιστώσεων είναι ενήμεροι επ' αυτού, αλλά τα γεγονότα αποδεικνύουν ότι  
πολλοί από αυτούς εξακολουθούν να δίνουν μικρότερη βαρύτητα στην μίσθωση  
της εταιρείας Β από ότι στον δανεισμό της εταιρείας Α.

Αυτή η επεξήγηση δείχνει αρκετά καθαρά μια αδυναμία της αναλογίας  
χρέους - εάν δυο εταιρείες συγκρίνονται και αν μια από αυτές μισθώσει  
μια σημαντική ποσότητα εξοπλισμού, τότε η αναλογία χρέους όπως υπολογί-  
σαμε δεν παρουσιάζει με ακρίβεια την συγκριτική οικονομική θέση τους.

### **ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΩΝ ΜΕΙΩΣΕΩΝ (ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ)**

Η επένδυση φορολογικών μειώσεων μπορεί μόνο να εκληφθεί αν τα κέρδη  
της εταιρείας και οι φόροι υπερβαίνουν ένα ορισμένο επίπεδο. Εάν η επι-  
χείρηση είναι μη κερδοφόρα, ή εάν επεκτείνεται τόσο γρήγορα και παράγει  
μεγάλες φορολογικές πιστώσεις τότε δεν μπορεί να τις χρησιμοποιήσει ό-  
λες, και τότε ίσως γίνει κερδοφόρα αρχίζοντας μια συμφωνία μίσθωσης.

Εδώ ο εκμισθωτής (μια τράπεζα ή εταιρεία leasing) θα πιστώσει και  
θα δώσει στον μισθωτή την αντίστοιχη μείωση στα έξοδα της μίσθωσης. Οι  
σιδηρόδρομοι και οι αεροπορικές εταιρείες χρησιμοποιούν πολύ την μίσθω-  
ση για αυτόν τον λόγο τα τελευταία χρόνια, καθώς και οι βιομηχανικές ε-  
ταιρείες που αντιμετώπισαν ειδικές περιπτώσεις. Η Anaconda, για παρά-  
δειγμα, χρηματοδότησε το μεγαλύτερο μέρος της δαπάνης για το κτίσιμο  
ενός εργοστάσιου αλουμινίου, που ήταν \$138 εκατομμύρια, διαμέσου μιας

σύμβασης μίσθωσης το 1973. Η Anaconda είχε υποστεί μια σπώλεια φόρων \$356 εκατομμυρίων όταν η Χιλή απολλοτρίωσε τα κτήματα εξόρυξης χαλκού, και η λογιστική μεταφορά της ζημιάς θα κρατούσε τους φόρους για χρόνια.

Έτσι, η Anaconda δεν μπόρεσε να χρησιμοποιήσει τις φορολογικές μειώσεις σχετίζοντας τις με το καινούργιο εργοστάσιο.

Κάνοντας μια σύμβαση μίσθωσης, η Anaconda μπόρεσε να περάσει τις φορολογικές μειώσεις στους μισθωτές, που με τη σειρά τους έδωσαν στην Anaconda καμψότερες δόσεις εξόφλησης της μίσθωσης από αυτές που θα περιέχονταν σε μια σύμβαση δανείου. Το οικονομικό προσωπικό της Anaconda υπολόγισε ότι η χρηματοδοτική επιβάρυνση πάνω από την διάρκεια ζωής του εργοστασίου θα ήταν κατά \$74 εκατομμύρια λιγότερο με μια σύμβαση μίσθωσης παρά με το σχέδιο δανεισμού και αγοράς.

Ένας όμιλος τραπεζών και η εταιρεία Chrysler προμηθεύτηκαν κοινές μετοχές αξίας \$38 εκατομμυρίων και έγιναν οι ιδιοκτήτες - εκμισθωτές.

Αυτοί οι ιδιοκτήτες - εκμισθωτές δανείστηκαν τα υπόλοιπα από τα απαιτούμενα κεφάλαια από την Prudential, Metropolitan, και την Aetha, μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες. Οι τράπεζες και η Chrysler έλαβαν όχι μόνο την επένδυση των φορολογικών μειώσεων αλλά επίσης και την φορολογική προστασία συσχετιζόμενη με την επιταχυνόμενη απόσβεση στο εργοστάσιο.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

---

- 1) Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας =  $\frac{\text{Διαθέσιμο} + \text{απαιτήσεις} + \text{αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$
- 2) Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας =  $\frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό} - \text{αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$

### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

---

- 1) Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων =  $\frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}}$
- ή
- $\frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}}$

### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

---

- 1) Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων =  $100 \times \frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$
- 2) Αριθμοδείκτης οικονομικής μοχλεύσεως =  $\frac{\text{Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα απασχολούμενων κεφαλαίων}}$

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

---

1) Αριθμοδείκτης  
ιδίων κεφαλαίων  
προς συνολικά =  $\frac{\text{Ιδια κεφάλαια}}{\text{Συνολικά κεφάλαια}}$

2) Αριθμοδείκτης  
ιδίων προς ξένα  
κεφάλαια =  $\frac{\text{Ιδια κεφάλαια}}{\text{Συνολικά κεφάλαια}}$

3) Αριθμοδείκτης  
ιδίων κεφαλαίων  
προς πάγια =  $\frac{\text{Ιδια κεφάλαια}}{\text{Πάγια κεφάλαια}}$

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Το Χρηματιστήριο Αξιών. Η οργάνωση και η λειτουργία του.  
Βεσόδωρου Πλατανόπουλου.
2. Χρηματιστήρια Αξιών.  
Τριαντάφυλλου Κεραμίδα. Αθήνα 1929.
3. Χρηματιστήρια Αξιών - Εμπορευμάτων.  
Τριαντάφυλλου Κεραμίδα. Αθήνα 1957.
4. Η Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων.  
Μάρτιου Γεωργιάδη. Αθήνα 1963. Εκδότης Β. Παπαζήσης.
5. Τι είναι Χρηματιστήρια Αξιών και τι πρέπει να ξέρουμε.  
Αναστάσιου Γεωρ. Σιαφάκα (Χρηματιστού). Εκδόσεις Σμπιλιάς.  
"Το Οικονομικό". Αθήνα 1991.
6. Χρηματιστηριακές επενδύσεις. Ανάλυση κ' διαχείριση.  
Γεώργιου Παπούλια. Εκδότης Διον. Μαρσείας κ' Σία. Αθήνα 1990.
7. Managerial Finance.  
J. Fred Weston, Eugene F. Brigham. Εκδότης The Dryden Press,  
Hinsdale Illinois 1975.
8. Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων.  
Νικήτα Α. Νιόρκου. Εκδόσεις Α. Σταμούλης. Πειραιάς 1989.

