

ΤΕΙ ΠΑΤΡΑΣ

Σ.Δ.Ο

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και ο ρόλος του
στην Ελληνική Οικονομία.

Εποδαστές: Καρατζάς Γεώργιος-Κονδύλης Απόστολος

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ ΘΕΜΑΤΟΣ: κ. Κωνσταντίνος Τόγιας.

ΠΑΤΡΑ 1992



ΑΡΙΘΜΟΣ
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

476



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	ΣΕΛΙΔΑ
ΚΕΦ 1. Αναγκαιότητα και ρόλος υπαρξίτις του Χρηματιστηρίου	2
ΚΕΦ 2. Εισαγωγή σε βασικές έννοιες του Χ.Α.Α.	7
ΚΕΦ 3. Αμοιβαία Κεφάλαια και Εταιρίες Επενδύσεων	12
ΚΕΦ 4. Τεχνικές αγοραπωλησιών και επίλογης μετοχών	16
ΚΕΦ 5. Αναπτυξιακό υποβαθρο οικονομίας	28
ΚΕΦ 6. Αναπτυξιακό υποβαθρο κλάδου	38
ΚΕΦ 7. Αναπτυξιακό υποβαθρο εταιρίας	46
ΚΕΦ 8. Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων	56
ΚΕΦ 9. Υπολογισμός μελλοντικών κερδών	78
ΚΕΦ 10. Τεχνική ανάλυση	87
ΚΕΦ 11. Χρηματιστήριο και Ελληνική πραγματικότητα	102
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	107

Αναγκαιότητα και ρόλος υπάρξης του Χρηματιστηρίου

(Κοιτίσας σελ. 13-15)

Κατά την λειτουργία της ελεύθερης ιδιωτικής οικονομίας δημιουργούνται ανάγκες επέκτασης και εκσυγχρονισμού των επιχειρήσεων, καθώς αυτό επιβάλλεται από τον ανταγωνισμό. Αυτό ασφαλώς απαιτεί κεφάλαια από τις επιχειρήσεις, οι οποίες φυσικά δεν μπορούν να κάλυψουν όλες τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες με δικά τους κεφάλαια και καταφεύγουν σε ξένα κεφάλαια. Αυτά τα κεφάλαια μπορούν να βρεθούν είτε μέσω δανεισμού από τις Τραπεζές, είτε από το Χρηματιστήριο με ομολογιακά δάνεια ή με την έκδοση μετοχών. Η προσφυγή στο Χρημ/ριο αναφέρεται στην έκδοση μετοχών και ομολογών στο κοινό με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις, έχοντας ως υποχρέωση οι τελευταίες να αποδίδουν στους μετόχους στο τέλος κάθε χρήσης ένα ποσό χρημάτων ανά μετοχή που καλείται μερίσμα και αντιπροσωπεύει ένα μέρος των κερδών της επιχείρησης που δικαιούται ο μέτοχος. Ουσιαστικά σε κάθε μετοχή ανήκει ένα ποσοστό της επιχείρησης. Ωστόσο εκτός από τις επιχειρήσεις, συχνά υπάρχει η ανάγκη άντλησης κεφαλαίων και από το ίδιο το κράτος για την κάλυψη των χρηματικών του αναγκών. Έτσι λοιπόν, και το κράτος εκδίδει κρατικά ομόλογα και εντοκά γραμμάτια του Δημοσίου, τα οποία είναι τίτλοι που παίρνει ο δικαιούχος καταβάλλοντας το αντίστοιχο ποσό χρημάτων και οι οποίοι τίτλοι διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο.

Το κράτος ωφείλει να καταβάλλει στους δικαιούχους το ποσό που αυτοί το δανείσαν στη λήξη της προθεσμίας του δανεισμού, προσυζητημένο με ένα τόκο, που αποτελεί το κέρδος του επενδυτή και για τον οποίον εγγυάται το ίδιο το κράτος. Συνήθως το χρονικό διάστημα για το οποίο είναι δεσμευμένα τα χρήματα του επενδυτή είναι 1-3 χρόνια.

Στο μεταξύ όμως ο επενδυτής μπορεί να πουλήσει αυτούς τους τίτλους στο Χρηματιστήριο και να πάρει τα χρήματα του. Εξ' αιτίας της βεβαιότητας της απόδοσης των κρατικών τίτλων, αυτοί ονομάζονται τίτλοι σταθερού εισοδήματος σε αντίθεση με τις μετοχές οι οποίες ονομάζονται τίτλοι μεταβλητού εισοδήματος, επειδή οι τελευταίοι εξαρτώνται από την πορεία της κάθε επιχείρησης.

Όλο το προαναφερθέν σύστημα άντλησης κεφαλαίων τόσο από τις Τραπεζές όσο και από τις μετοχές και τα ομόλογα, ονομάζεται κεφαλαιαγορά.

Ειδικότερα όμως Χρηματιστηριακή αγορά είναι η αγορά όπου ανταλλάσσονται οι μετοχές και τα ομόλογα των επιχειρήσεων, καθώς επίσης και οι κρατικοί τίτλοι.

Στην Χρηματιστηριακή αγορά οι αξίες των τίτλων και κυρίως των μετοχών μεταβάλλονται καθημερινά καθώς αυτοί αλλάζουν χέρια βασιζόμενοι αποκλειστικά στον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης όπως αυτοί διαμορφώνονται από διάφορους παραγοντες οι οποίοι θα αναλυθούν σε παρακάτω κεφάλαια.

Το κέρδος για τον επενδυτή ο οποίος επενδύει σε μετοχές είναι εκτός από την μερισματική απόδοση της εταιρίας στην οποία είναι μετοχές, και υπεραξία που πιθανόν να έχει στους τίτλους της εταιρίας των οποίων η τιμή αγοράς-πώλησης να είναι υψηλότερη από την τιμή κτίσης τους.

Ετσι επι παραδειγματι αν καποιος κατειχε μια μετοχη μιας εταιριας την οποια την ειχε αγορασει 1000δρχ και η σημερινη τιμη αγορας και πωλησης ειναι 1500δρχ, ο ενλογω επενδυτης εχει κερδος 500δρχ ανα μετοχη το οποιο αντιστοιχει σε αποδοση 50%, χωρις βεβαια να λαμβανουμε υπ'οψην και το μερισμα που θα παρει απο τα κερδη. Ετσι, αν στην παραπανω μετοχη προσθεσουμε και μερισμα χριστης 200δρχ, το ωφελος του επενδυτη ειναι $500+200=700$ δρχ, ητοι κερδος 70% .

Οι επιχειρησεις τωρα που ειναι εισηγμενες στο Χρηματιστηριο εχουν σημαντικα ωφελη. Το σημαντικωτερο ωφελος ειναι η φτηνη αντλιση κεφαλαιων. Σε αντιθεση με τον τραπεζικο δανεισμο, στις μετοχες δεν υπαρχει καταβολη τοκου, αλλα μερισματος στα κερδη και το οποιο δε μπορεί να το καθορισει ποσο θα ειναι διοικηση της εταιριας, αναλογα με την μερισματικη πολιτικη που ακολουθει. Μια μερισματικη αποδοση γυρω στο 10% της αξιας κτησης μιας μετοχης, θεωρειται καλη για τους επενδυτες, πραγμα που καθιστα φανερη την διαφορα του κοστους των κεφαλαιων που αντλουνται απο το Χρηματιστηριο και απο τον Τραπεζικο τομεα, οπου στον δευτερο ο τοκος ειναι 25-30% ετησιως. Στην Χρηματιστηριακη αγορα μπορεί με την εγκριση της επιτροπης Κεφαλαιαγορας η εταιρια να αντλισε νεα κεφαλαια κοβοντας και πουλοντας νεες μετοχες, προς το κοινο και αυξανοντας ετσι το μετοχικο της κεφααιο. Δυστηχως στην Ελλαδα ο θεσμος του Χρηματιστηριου ηταν μεχρι πριν απο λιγο καιρο υποβαθμισμενος παρεξηγημενος και αγνωστος στο ευρυ κοινο. Απο την αρχη του ετους 1990 παρατηρηθηκε μια αλλαγη αυτης της καταστασης η οποια οδηγησε σε μια Χρηματιστηριακη "εκρηξη", χωρις αυτο βεβαια να αποτελει μοναδικη περιπτωση στην ιστορια του Χ.Α.Α. αφου κατι αναλογο ειχε γινει το 1987.

Εχει ειπωθει οτι το Χρηματιστηριο αποτελει τον καθροστη της οικονομιας μιας χωρας καθως επισης οτι οι υγιεις οικονομίες αναπτυσσονται κατα κυριο λογο μεσω του Χρηματιστηριου. Το Χ.Α.Α. μπορούμε να πουμε οτι το ανακαλυψαν πρωτα οι επενδυτες, λογω των υψηλων αποδοσεων του και μετα οι επιχειρηματιες. Αυτη την στιγμη το Χ.Α.Α. βρισκεται σε φαση "απογειωσης". Ολο και περισσοτερα κεφαλαια απορροφονται και προσελκυνονται, ολο και περισσοτερες επιχειρησεις εισαγωνται σε αυτο για να αντλίσουν κεφαλαια. Εξαιρεση βεβαια αποτελουν οι τελευταιοι μηνες που στιγματιστηκαν απο την κριση στον Περσικο Κολπο, με αποτελεσμα να εχουμε μια ολιγομηνη πτωση τωσο στο Χ.Α.Α., αλλα και σε ολα τα Χρηματιστηρια του κοσμου. Η αναπτυξη και διαδοση του θεσμου του Χρηματιστηριου στην Ελλαδα, ειναι πολυ θετικη τωσο για τις επιχειρησεις ωσο και γενικότερα για την οικονομικη αναπτυξη. Οπως χαρακτηριστικα ανεφερε ο Διοικητης της Τραπεζας της Ελλαδος (ετησια εκθεση του Δ.Τ.Ε. για το 1989) "Το Χ.Α.Α. πρεπει να αποτελεσει μοχλο αναπτυξης της ιδιωτικης οικονομιας" Ωτωσο παρα την εντυπωσιακη προοδο και πορεία του Χ.Α.Α. το α" εξαμηνο του 1990, υπαρχουν αρκετα προβληματα. Χαρακτηριστικα θα αναφερουμε οτι στην Ελλαδα απο το συνολο της αποταμιευσης, μολις το 2-4% πηγαινει στην Χρηματιστηριακη αγορα, την στιγμη που στις Η.Π.Α. το αντιστοιχο ποσοστο ειναι 20-40%. Βεβαια τα κεφαλαια που πηγαιναν στο Ελληνικο Χρηματιστηριο απο την αρχη του 1990 συνεχως αυξαναν μεχρι την κριση στον Περσικο Κολπο. Αρκει να αναφερουμε οτι τον Ιουνιο ο ΗΜΕΡΗΣΙΟΣ τζίρος στο Χ.Α.Α. ηταν 6-7 δισσεκατομμυρια δρχ., ενω ΟΛΟΚΛΗΡΟ το 1986 ηταν μολις 4,5 δισσεκατομμυρια δρχ.

Επίσης το α" εξαμηνο του 1990 ο τζίρος ήταν γύρω στα 300 δισεκατομμύρια ενώ ολό το 1989 ήταν 89 δισεκατομμύρια και το 1988 ήταν 44 δισεκατομμύρια. Παρ' όλα αυτά όμως απαιτείται πολύ μεγαλύτερος έσοδος για να φτάσουμε στα επίπεδα-40% της συνολικής αποταμίευσης, που θα διοχετευούνται στο Χ.Α.Α. για να πούμε ότι έχουμε ισχυρό και σταθερό χρηματιστήριο και κατ'επέκταση οικονομία. Πάντως όλα δείχνουν πως βαδίζουμε προς αυτήν την κατεύθυνση και χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι το α" εξαμηνο του 1990 παρατηρήθηκε για πρώτη φορά μείωση των ξειωτικών καταθέσεων στις Τράπεζες, για να διοχετευτούν από το κοινό κεφάλαιο στο Χ.Α.Α. Παράλληλα απαιτείται και μεγάλη αύξηση των εταιριών που είναι εισιγμένες στο χρηματιστήριο για να αντλήσουν κεφάλαια και να επέλθει ανάπτυξη. Διαφορετικά αν υπάρχει μόνο αύξηση προσφερομένων κεφαλαίων (δηλαδή ζήτηση μετοχών) χωρίς ταυτόχρονη αύξηση προσφερομένων τίτλων, θα δημιουργηθούν επικίνδυνες ανισορροπίες των τιμών των μετοχών και ταυτόχρονα επικίνδυνες στρεβλώσεις. Με την αύξηση λοιπόν και των εισιγμένων εταιριών, το Χ.Α.Α. θα αποκτήσει το λεγόμενο βάθος και πλάτος που του λείπει

Προς αυτή την κατεύθυνση βεβαίως θα βοηθήσει το νέο σχέδιο νόμου για το Χρημ/ριο, το οποίο δίδει κίνητρα (κυρίως φορολογικά) σε επιχειρήσεις για να εισαχθούν σε αυτό.

Παράλληλα όμως με την όλη ανάπτυξη απαιτείται και καλύτερη λειτουργία των διοικητικών υπηρεσιών του Χ.Α.Α. το οποίο προς το παρόν δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες της Αγοράς. Προς αυτή την κατεύθυνση θα βοηθήσει και η μηχανογράφηση και μηχανοργάνωση η οποία λείπει και αποτελεί λυπηρή μοναδικότητα του Χ.Α.Α. στην Ευρώπη.

Κεφάλαιο 2ον

Εισαγωγή σε βασικές έννοιες και λειτουργίες του Χ.Α.Α.

(Παπουλίας σ. 23-26, 63-69 / Κοιτίτσας σ. 19-20, 46-54, 66-67)

Το Χ.Α.Α. αποτελεί ένα παλιό θεσμό όπου το ξεκίνημα του βρίσκεται στο έτος 1876 και αποτελεί Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαιού. Το Χ.Α.Α. υπαγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας. Αν ανατρεξει κανείς στο νομικό πλαίσιο στο οποίο κινείται το Χρηματιστήριο διαχρονικά από την ίδρυση του, θα καταλάβει ότι αποτελούσε μέχρι πρόσφατα έναν τελείως υποβαθμισμένο θεσμό. Έτσι, ο πρώτος νόμος περί Χρηματιστηρίου είναι και ο ιδρυτικός της 30/9/1876. Οι υπόλοιποι νόμοι είναι ο 3632-17/6/1929 και ο 1806-20/9/1988. Παρατηρούμε ότι τα τελευταία 60 έτη το Χ.Α.Α. λειτουργούσε με ένα νόμο του 1929, πράγμα που δείχνει σαφώς την αδυναμία αργής και συγχρόνης λειτουργίας του θεσμού, σύμφωνα με τις εκάστοτε ανάγκες της διεθνούς και Ελληνικής οικονομίας, προς βήθητα και ανάπτυξη της τελευταίας. Παρακάτω αναφερομαστε σε ορισμένους θεσμούς και λειτουργίες του Χ.Α.Α.

ΔΙΟΙΚΗΣΗ: Το Χ.Α.Α. έχει ένα διοικητικό συμβούλιο, που σύμφωνα με τον νόμο 1806/1988 είναι επταμέλες. Αναλυτικότερα αποτελείται από τρεις εκπροσώπους των Χρηματιστών, έναν εκπροσωπο των εισαγμένων στο Χρημ/ριο εταιριών, έναν εκπροσωπο των Εταιριών Επενδύσεων και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έναν εκπροσωπο των εργαζομένων και ένα άτομο με ειδικές γνώσεις και πείρα πάνω σε Χρηματιστηριακά θέματα όπου και συνήθως είναι ο πρόεδρος του Χρημ/ριου. Οι αρμοδιότητες του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. είναι τέτοιες ώστε να επιτυγχάνεται η απροσκοπτή λειτουργία του Χρημ/ριου. Έτσι, το Δ.Σ. ελεγχγει τους

Χρηματιστές, εγκρίνει και διορίζει τους αντικρίστες οι οποίοι είναι βοηθοί των Χρηματιστών, αποφασίζει σχετικά με την εισαγωγή Α.Ε. στο Χρημ/ριο, έχει διαφορές διοικητικές και λειτουργικές αρμοδιότητες για την καλύτερη εξυπηρέτηση του επενδυτικού κοινού καθώς επίσης και το δικαίωμα της προσωρινής αναστολής της διαπραγματεύσης μιας μετοχής, με σκοπό την διασφάλιση του επενδυτικού κοινού από επικίνδυνες καταστάσεις.

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ: Αυτή είναι μια επιτροπή που διορίζεται και υπαγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας. Έχει ως αρμοδιότητες, την γενική εποπτεία του Χ.Α.Α. την διενέργεια εξετάσεων και τον διορισμό νέων Χρηματιστών, την ρύθμιση φορολογικών θεμάτων που αφορούν στους μετοχούς, αλλά και στις εισηγμένες εταιρίες, την διαγραφή καποιών επιχειρήσεων από το Χρημ/ριο, καθώς επίσης και την έγκριση ομολογιακών δανείων.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ-ΧΡΗΜΑΤΗΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ: Οι συναλλαγές, δηλαδή η αγοράπώληση μετοχών από τους επενδυτές στο Χ.Α.Α. γίνεται μέσω καποιών ειδικών ατομών οι οποίοι είναι οι Χρηματιστές. Όπως προαναφέρθηκε αυτοί διορίζονται από την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατόπιν εξετάσεων. Κάθενας από τους Χρηματιστές έχει ένα Χρηματιστηριακό γραφείο στο οποίο δεχεται τους επενδυτές και περνεί τις εντολές τους για αγορά και για πώληση μετοχών. Αυτός παραλαμβάνει και τα χρήματα (αν προκειται για αγορά) και τις μετοχές (αν προκειται για πώληση) και στην συνέχεια κατά τις ώρες λειτουργίας του Χρημ/ριου εκτελεί τις εντολές των πελατών του. Σε περίπτωση αγοράς μετοχών ωφείλει να παραδοσει ο ίδιος στον πελάτη του τις μετοχές και σε περίπτωση πώλησης τα χρήματα. Ο ίδιος κρατάει

ως προμηθεια ενα ποσοστο σε καθε πραξη (ειτε αγορα ειτε πωληση) το οποιο ειναι 1% για ποσο μεχρι 1.000.000 δρχ, 7,5 % για 1.000.001-3.000.000 δρχ και 5%, για ποσα ανω των 3.000.001 δρχ. Επι πλεον αν οι μετοχες ειναι ονομαστικες υπαρχει επιπροσθετη προμηθεια 3%. Η ελαχιστη προμηθεια που ισχυει ειναι 100 δρχ.

Οι εντολες που μπορει να παιρνει ο χρηματιστης απο τον πελατη του μπορει να ειναι ειτε με καποιο οριο στην τιμη, ειτε ελευθερη στην "καλυτερη δυνατη", οποτε ο χρηματιστης αγοραζει και πουλαει κατα την κριση του.

Απο το ετος 1989 αρχισαν να λειτουργουν στην Ελλαδα οι πρωτες χρηματιστηριακες εταιριες οι οποιες ειναι εταιριες που κανουν τις ιδιες εργασιες με τους χρηματιστες, μονο που μπορουν και να επενδυουν τα χρηματα των πελατων τους εν λευκω, αν αυτοι θελησουν, αγοραζοντας και πουλοντας χωρις την εγκριση τους. Παρεχουν δε και περισσοτερες υπηρεσιες, κυριως ενημερωσης και αναλυσης σχετικα με επενδυσεις.

ΕΙΔΗ ΜΕΤΟΧΩΝ : Μια πρωτη διακριση μετοχων ειναι μεταξυ κοινων, και προνομιουχων.

Οι κοινοι μετοχοι παιρνουν μερος, στα καθαρα κερδη χρησης (μεσω μερισματος), στην εκαθαριση, καθώς και στις γενικες συνελευσεις για αναδειξη Δ.Σ., εγκριση ισολογισμων κτλ.

Οι προνομιουχοι μετοχοι εκτος των ανωτερω παιρνουν ενα προμερισμα επι των κερδων (συνηθως 6% επι της ονομαστικης αξιας της μετοχης), ικανοποιουνται προνομιακα σε περιπτωση εκκαθαρισης, καθώς επισης αν οριζεται απο το καταστατικο της επιχειρησης μπορουν να παιρνουν μερισμα και για τις χρησης που δεν εγινε διανομη κερδων.

Οι προνομιουχες μετοχες χωριζονται σε αυτες που εχουν

Δικαιωμα ψήφου και σε αυτές που δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, όπου και αποτελούν την συντριπτική πλειοψηφία των κοινών μετοχών.

Οι προνομιούχες μετοχές εκδίδονται σε ποσοστό 40% επί των κοινών μετοχών.

Τελος μια άλλη διάκριση μετοχών είναι μεταξύ Ανωνυμών και Ονομαστικών. Οι Ανωνυμες δεν αναγράφουν το ονομα του κατοχου ενώ οι Ονομαστικές το γραφουν με οπισθογραφηση του εκαστοτε κατοχου. Οι Τραπεζικές μετοχές είναι ΟΛΕΣ Ονομαστικές.

ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΕΙΣΟΔΟΥ Α.Ε. ΣΤΟ Χ.Α.Α. : Για να μπορεσει μια Α.Ε. να εισαχθει στο Χ.Α.Α. και να αντλησει τα κεφαλαια που επιθυμει απο αυτο, απαιτουνται οι παρακατω βασικες προϋποθεσεις :

- 1) Να διαθετει κεφαλαια τουλαχιστον 170.000.000
- 2) Να εχει παρουσιασει ικανοποιητικα κερδη κατα την τελευταια πενταετια. Αν προκειται δε για νεοσυστατη εταιρια που δεν εχει ισολογισμους 5 ετων απαιτειται εγκριση απο την Επιτροπη Κεφαλαιαγορας.
- 3) Να κανει αυξηση κεφαλαιου τουλαχιστον 25%, η οποια να διατεθει στο κοινο με δημοσια εγγραφη.
- 4) Να δημοσιευσει ενημερωτικο φυλλαδιο σχετικα με την οικονομικη κατασταση της εταιριας, το οποιο να εχει εγκριθει απο το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και,
- 5) Να ορισει αναδοχο εκδοσης (underwriter), ο οποιος θα απορροφησει τις μετοχες που δεν απορροφηθηκαν πιθανως απο το κοινο και να εγγυηθει την τιμη εισαγωγης της μετοχης για 6 μηνες και αν προκειται για νεα επιχειρηση που δεν εχει ισολογισμους 5 ετων, να εγγυηθει για 1 χρονο. Συνηθως αναδοχος εκδοσης είναι μια Τραπεζα η οποια συντασσει και την ολη οικονομικη μελετη, καθώς και την εκδοση του ενημερωτικου

φυλλαδίου. Για την ανάλυση ολης αυτής της διαδικασίας, η αναδοχος παίρνει προμήθεια που κυμαίνεται από 2,5-4,5% , αναλογα με τον κίνδυνο που έχει στην κάθε εταιρία. Λέει να ειπωθεί ότι η βήμηνη εγγυηση αποτελεί καταστρατηγηση της χρημ/ιακής δειοντολογίας του ανταγωνισμού με δυσάρεστα αποτελεσματα αποσποντας τεραστια ποσα στην εξωχρηματιστηριακη αγορα, μεσω προεγγραφων, τα οποια αν πηγαίαν στην επίσημη αγορα του Χ.Α.Α. θα δημιουργούσαν μια μεγάλη αναπτυξη του θεσμου με τεραστια ωφέλη για την Ελληνική Οκονομία.

Αμοιβαία Κεφάλαια και Εταιρίες Επενδύσεων

(Κοιτίσας σ. 110-123)

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ : Πολυ συχνά αρκετοί επενδυτές δισταζουν να επενδύσουν στο Χρημ/ριο εξ' αιτίας της απείριας τους και άλλων παλαιότερων πιθανών δυσάρεστων εμπειριών τους. Έτσι, κυρίως το μεγάλο αποταμιευτικό κοινό, εξ' αιτίας του φόβου και της αγνοίας, στρέφεται σε άλλες μορφές αποταμίευσης και επένδυσης όπως Τραπεζες, Ομόλογα, ακίνητα κτλ. Για να μπορέσει να υπερνηκίθει καθώς αυτό το πρόβλημα κάποιες εταιρίες μεγάλες (ως επί το πλείστον Τραπεζες), ίδρυσαν θυγατρικές εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτές είναι εταιρίες οι οποίες συγκεντρώνουν κεφάλαια από το κοινό και δημιουργούν ένα ενιαίο μεγάλο κεφάλαιο, που συνήθως ανερχεται σε μερικά δισεκατομμύρια δρχ, το οποίο επενδύεται κυρίως σε μετοχές, αλλά και ένα ποσοστό του σε ομόλογα. Στον κάθε πελάτη δίδεται ένας τίτλος (μεριδίο) το οποίο έχει μια συγκεκριμένη αξία η οποία μεταβάλλεται από την πορεία του συνολικού κεφαλαίου. Είναι κάτι σαν μετοχή της εταιρίας αμοιβαίου κεφαλαίου. Ανάλογα μάλιστα και με τα κέρδη της εταιρίας, υπάρχει και ένα μερίσμα. Έτσι, η εταιρία αμοιβαίου κεφαλαίου διαχειρίζεται τα χρήματα των πελατών της όπως αυτή κρίνει πιο σωστά και ανάλογα με την απόδοση των επενδύσεων της, έχουν και τα αντιστοιχα κέρδη αν μεριδίο οι πελάτες της. Αυτό παρουσιάζει πολλά πλεονεκτήματα για τον μέσο επενδυτή. Πρωτον, οι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέτουν επαγγελματίες μανατζερ επενδύσεων οι οποίοι γνωρίζουν και

αναλύουν επαγγελματικά την αγορά των μετοχών και οι επιλογές των επενδύσεων τους είναι πολύ πιο σωστές και προσεγμένες από αυτές ενός ιδιώτη ο οποίος δεν διαθέτει γνώση της χρημ/ριακής αγοράς. Συνεπώς μειώνεται ο κίνδυνος για λανθασμένες επενδύσεις.

Ένα δεύτερο πλεονεκτήμα που έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι το ότι εξ' αιτίας του μεγάλου ογκού του συνολικού κεφαλαίου, μπορεί να επενδυθεί σε διάφορες μετοχές διάφορων κλάδων, επιτυγχάνοντας έτσι μια σημαντική διάσπορα κεφαλαίου, πράγμα δύσκολο για έναν μικροεπενδυτή ο οποίος τα λίγα χρήματα που έχει δεν μπορεί να τα μοιράσει σε αρκετές μετοχές, ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος και μια πιθανή καμψη μιας εταιρίας να την καλύψει η ανοδος των υπολοίπων.

Τέλος θα μπορούσαμε να αναφέρουμε και ως πλεονεκτήμα το ότι ο επενδυτής μέσω του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν χρειάζεται να παρακολουθεί συνεχώς την αγορά και τις εταιρίες για να αλλάζει το χαρτοφυλάκιο του. Αυτό το κάνει για λογαριασμό του το αμοιβαίο κεφάλαιο. Οι αποδοσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων κυμαίνονται κοντά στην αποδοση του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. Αν μάλιστα το χρημ/ριο ακολουθεί συνεχή μεγάλη ανοδική πορεία, τότε οι αποδοσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι χαμηλότερες από αυτήν του γενικού δείκτη κυρίως επειδή ένα ποσοστό κεφαλαίων των αμοιβαίων είναι επενδυμένο σε ομόλογα και ξένους τίτλους τα οποία δεν ακολουθούν την πορεία του γενικού δείκτη.

Χαρακτηριστικά μπορούμε να αναφέρουμε την περίοδο 4/4/1990 - 5/7/1990 όπου το Χ.Α.Α. βρισκόταν σε ρυθμό απογείωσης. Στην περίοδο αυτή ο Γενικός Δείκτης είχε αύξηση 142,6% ενώ τα τρία αμοιβαία που υπήρχαν από την αρχή του 1990, την ίδια περίοδο

είχαν αύξηση το "Δήλος" 64,02% το "Ερμης" 103,6% και το "Intertrust" 60,42% .

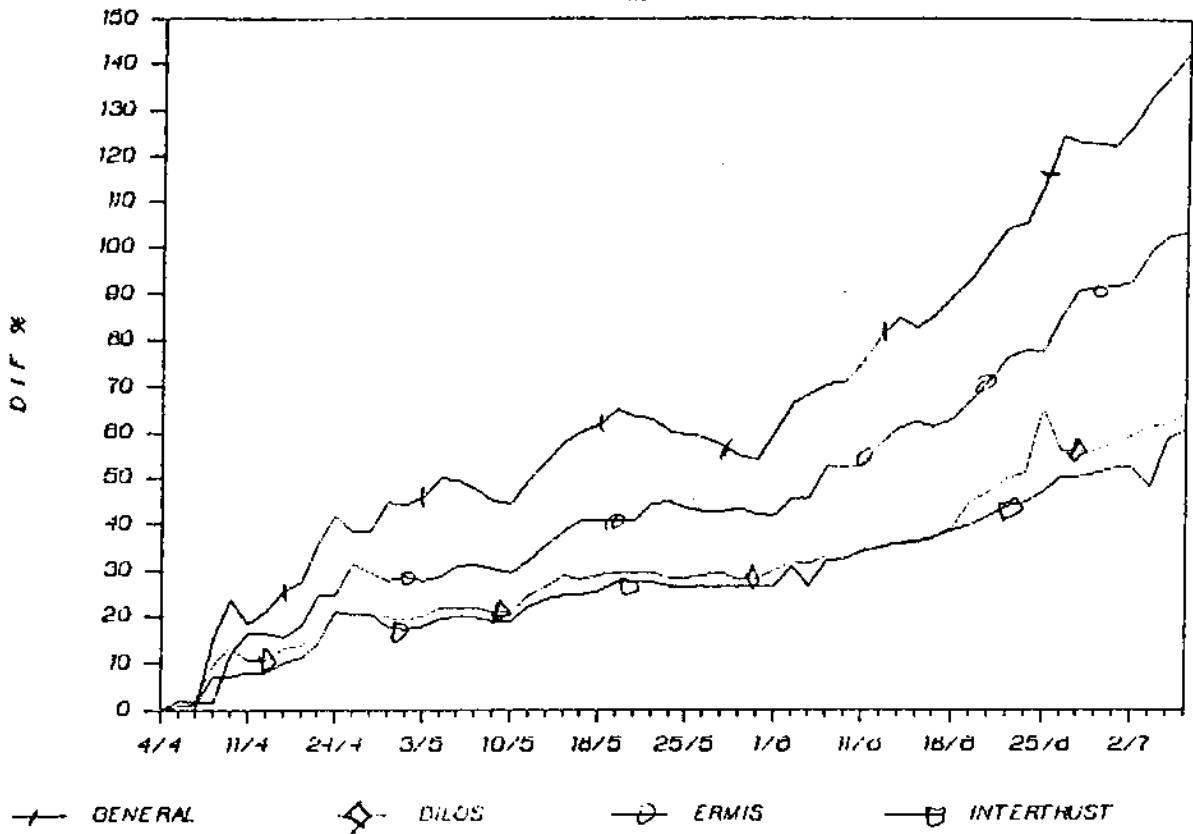
Συγκριτική απόδοση φαίνεται στο απεναντί διαγράμμα(1). Σε περίπτωση ομής πτώσης του Γενικού Δείκτη η αντιστοχη πτώση των αμοιβαίων είναι μικρότερη. Έτσι, παίρνοντας την πτωτική περίοδο 5/7-18/9/1990 έχουμε πτώση του Γενικού 19% του "Δήλος" 11,3% του "Ερμης" 18,3% και του "Intertrust" 3,72 % .Οι διαφορές που παρατηρούνται οφείλονται στην διαφορετική διαρθρωση των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων. (Διαγράμμα 2) Η τοποθέτηση σε αμοιβαία κεφάλαια κρίνεται ως η ιδανικότερη για τον μέσο αποταμιευτή και συγκρινομένη με εναλλακτικές μορφές επένδυσης θεωρείται η καλύτερη. Σήμερα στην Ελλάδα υπάρχουν 7 αμοιβαία κεφάλαια όπου κρίνονται λίγα σε σχέση με την Ιταλία επί παραδειγματι όπου υπάρχουν πάνω από 300 αμοιβαία κεφάλαια. ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ : Αυτές είναι εταιρίες που επενδύουν σε μετοχές και άλλους τίτλους μόνο που είναι Α.Ε. και είναι εισηγμένες στο Χρημ/ριο. Έχουν δηλαδή μετοχές, ισολογισμούς κτλ. Τα κεφάλαια τους τα αντλούν, είτε από κέρδη των επενδύσεων τους που δεν δινεμηθήκαν στους μετόχους, είτε από αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Συνήθως οι εταιρίες επενδύσεων είναι θυγατρικές Τραπεζών.

* Όπως φαίνεται από τα διαγράμματα 1,2 το "Ερμης" παρουσιάζει ποσοστιαία μεταβλητότητα ανάλογη του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. πράγμα που δείχνει ότι το χαρτοφυλάκιο του είναι περισσότερο επενδυμένο στο Χ.Α.Α. από ότι είναι τα άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια.

** Από 23/4/90 υπάρχουν τα Αμοιβαία "Άλφα Αναπτυξιακό" και "Άλφα Σταθερού Εισοδήματος", από 25/5/90 το "Ευρωπαϊκή Πίστη" και από 2/8/90 το "Άσπις Πρόνοια".

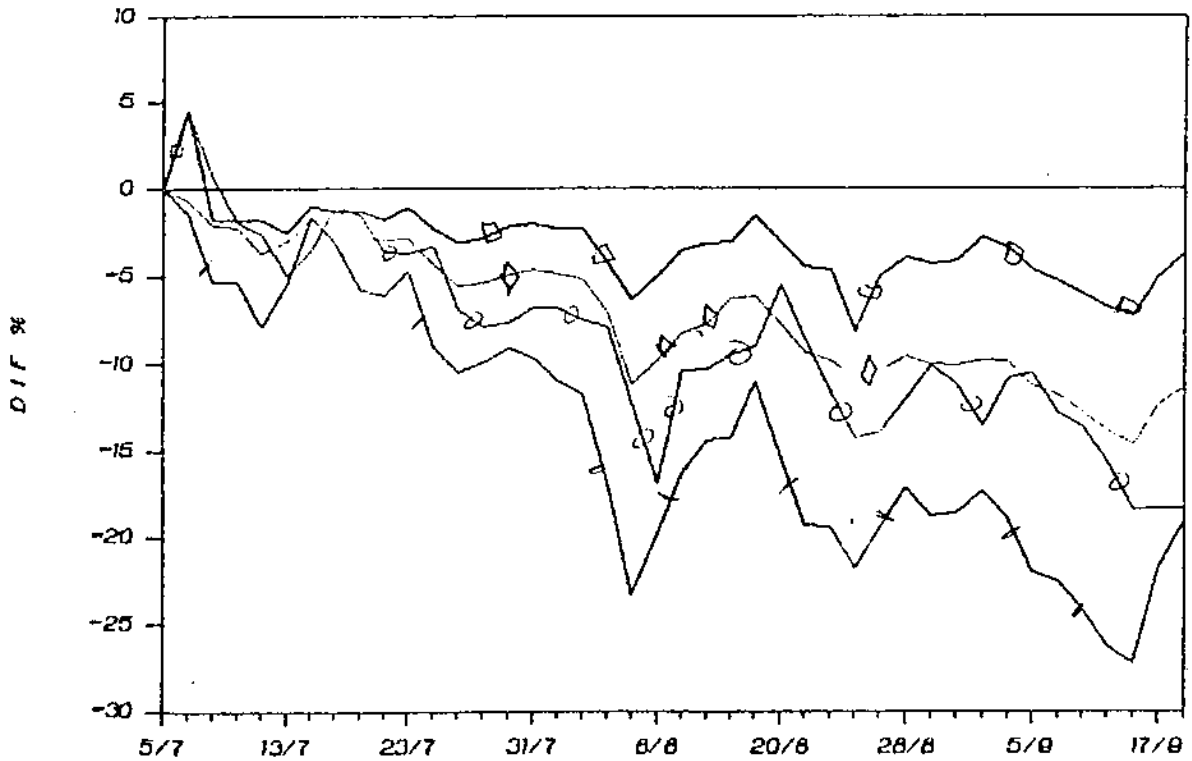
FROM 4/4 TO 5/7 1990

(1)



FROM 5/7 TO 18/9 1990

(2)



Τεχνικές αγοραπωλησιών και επιλογής μετοχών

(Fortune 389 Νο23, Παπούλιας σ. 145-153, Κοτίτσας σ. 31-37)
Ο Warren Buffett ένας από τους πιο επιτυχημένους επενδυτές της Αμερικής είπε : "Δεν χρειάζεται να είσαι επιστημονική διανοία. Οι επενδύσεις δεν είναι ένα παιχνίδι που αυτός που έχει 160 IQ (δείκτης νοημοσύνης) νικάει αυτόν που έχει 130 IQ. Λογικότητα είναι απαραίτητη."¹ Η αλήθεια είναι ότι οι χρηματιστηριακές επενδύσεις πέρα από την γνώση και την πείρα χρειάζονται λογικότητα. Στο περσάμα των δεκαετιών έχουν γραφτεί πολλά, είτε σε εμπειρικό, είτε σε επιστημονικό επίπεδο. Ανεξάρτητα πάντως από τις επιμερους διαφωνίες και διαφορές αποψεων, το σίγουρο είναι πως λίγο πολύ όλοι συμφωνούν με κάποιους "γενικά παραδεκτούς" κανόνες που ισχύουν αν κάποιος θέλει να είναι πετυχημένος.

Πρόσφατα ο εκδότης του περιοδικού Fortune, σε μια ετήσια έκδοση του περιοδικού, έκανε μια αναφορά στην Χρημ/ριακή αγορά και ανφέρθηκε με συντομία αλλά και με περιεκτικότητα στον τρόπο αντιμετώπισης της αγοράς από μέρος του επενδυτή. Μια από τις βασικότερες αρχές που έδειξε ότι ισχύουν διαχρονικά και παγκοσμία χωρίς εξαιρέσεις είναι ότι, σε ένα μεταβλητό οικονομικό περιβάλλον, η τοποθέτηση των περιουσιακών μας στοιχείων με την μακροπρόθεσμη περίοδο υπ' όψη, είναι η μόνη λογική θεωρηση. Τότε μόνο μπορεί να είναι σίγουρος κάποιος ότι θα επιβιώσει.

Κατι εξ' ίσου σπουδαίο και άμεση συνέπεια του προηγούμενου είναι η υπομονή και επιμονή. Υπομονή μέχρι να βρεθεί η

κατάλληλη ευκαιρία και επιμονή στην επιλογή σε μακροπρόθεσμη βάση. Χρειάζεται όλοι μας να μάθουμε να μην πηγαινουμε για το "μεγάλο ψάρι"². Οι μετοχές είναι πολύ λιγότερο επικίνδυνες από ότι νομίζουν μερικοί και πολύ αποδοτικότερες από ότι νομίζουν κάποιοι άλλοι. Αλλά, αυτό που χρειάζεται είναι ο μακροπρόθεσμος σχεδιασμός. Ο κανόνας που ισχύει είναι το ότι δεν έχει σημασία το ποσο γρηγορά θα ανεβείς σε ένα βουνό, αλλά το να σιγουρευτείς ότι δεν θα πεσεις ούτε μια φορά.

Μια παγίδα στην οποία πέφτουν συχνά οι νέοι επενδυτές είναι η απληστία. Η αρχή που ισχύει είναι : Μην είστε απληστοί. Όταν έχετε κάποιο ουσιαστικό κέρδος, πάρτε τουλάχιστον κάποιο μέρος του. Κανείς δεν καταφέρνει να αγοράζει διαρκώς χαμηλά και να πουλάει ψηλά.

Σπουδαίο για έναν επενδυτή που ξεκινάει να επενδύει σε χρημ/κούς τίτλους είναι να ξεκινήσει νωρίς αποφασίζοντας να διαθέτει ένα ποσοστό του εισοδήματός του σε τακτική βάση. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα όταν σταματήσει την εργασία του να έχει εκατομμύρια. Προσοχή όμως χρειάζεται έτσι ώστε να υπέρχει αρκετός διαφορισμός στην επιλογή μετοχών που κάνει ανάμεσα σε διαφορετικούς κλάδους, αμοιβαία κεφάλαια, ίσως ακόμα και σε διαφορετικές χώρες τώρα που διεθνοποιείται η αγορά και δημιουργούνται τα *global & international funds* που επενδύουν παγκοσμίως.

Αναμφισβητητα αυτή η επιλογή επένδυσης παρουσιάζει πολύ καλή αντοχή σε περιόδους ασταθείας και μετριάζει πολύ τον κίνδυνο. Σπουδαίο επίσης είναι το να ακολουθείται η τακτική της επένδυσης, σε τακτά χρονικά διαστήματα, ίσου ποσού χρημάτων, γιατί κατ'αυτον τον τροπο έχουμε το πλεονεκτήμα της εξαιρετικής απόδοσης σε εναλλάσσομενες ανοδικές και καθοδικές

περιόδους επειδή στην ανοδο αγοράζονται λιγότερα κομμάτια και στην πτώση περισσότερα. Εξαιρεση στην μεθοδο αυτη που ειναι ευρητερα γνωστη ως Μουαγιε Δραχμων (dollar cost averaging), ειναι η συνεχης καθοδικη κινηση των τιμων. Ενα αλλο πλεονεκτημα αυτης της μεθοδου ειναι το οτι ο επενδυτης απαλασσειται απο τον εντοπισμο των καταλληλων χρονικων στιγμων αγορας και πωλησης (timing), οπου αποτελει δουλεια εξαιρετικα δυσκολη ακομη και για τους επαγγελματιες.

Ερχομενοι λιγο στο θεμα της επιλογης μετοχων, ενα ζητημα το οποιο θα αναλυσουμε διεξοδικοτερα στην συνεχεια, ειναι καλο να πουμε οτι ο γενικος κανοντας ειναι πως η επιλογη μας αρχικα λαμβανει υπ'οψη την πορεια της οικονομιας σαν συνολο και πως αυτη προβλεπεται να εξελιχθει σε συνδιασμο παντα με τις διεθνεις παραμετρους και μεταβλητες. Στην συνεχεια το ενδιαφερον μας στρεφεται στους επιμερους κλαδους απο τους οποιους καλουμαστε να εντοπισουμε ποιοι εχουν τις πιο ευνοϊκες προοπτικες. Αν μετα απο αναλυση καταληξουμε σε καποιον κλαδο ως τον καλυτερο, βρισκομαστε μετα μπροστα στην επιλογη της καλυτερης εταιριας του κλαδου. Σε αυτο το σημειο η πειρα εχει δειξει πως πρεπει να επιλεγονται οι εταιριες που κυριαρχουν στον κλαδο. Ισως αυτες να ειναι συγκριτικα ακριβοτερες και ισως να μην υποσχονται εντυπωσιακες αυξησεις κερδων στο αμεσο μελλον, αλλα σιγουρα αποτελουν εγγυηση και υποκεινται στον γενικοτερο κανονα της αγορας ο οποιος λεει πως : "ο,τι πληρωνεις παιρνεις" .

Καθως το μεγαθος της επενδυσης μεγαλωνει σταδιακα, ο επενδυτης στρεφεται επιλεκτικα και σε αλλες μορφες επενδυσης περα απο τις μετοχες, οπως ειναι τα ομολογα, ο χρυσος, και τα ακινητα. Οταν καποιο απο τα παραπανω εχει υπερτιμηθει

πολυ, τότε στρεφόμεστε με ένα μέρος της επένδυσης μας σε κάποιο άλλο συγκριτικά φτηνότερο. Ποτε δεν πηγαίνουν και τεσσερα μαζί προς τα κάτω, ενώ παντα υπάρχει κάποιο συγκριτικά φτηνότερο.

Παντα πρέπει να υπάρχει φυσικά κάποιο τμήμα σε ρευστα το οποίο θα μεταβάλλεται αναλογα με την εποχη και τις τάσεις της αγοράς. Αυτό πρέπει να συμβαινει κυριως για δυο λόγους. Ο πρώτος είναι οτι παντα υπάρχουν ευκαιρίες για αγορά και οταν παρουσιαστεί μια ευκαιρια για αγορά, θα πρέπει τότε να υπάρχουν ρευστα. Ο δευτερος λόγος αφορά τις περιόδους πτώσης. Σε αυτές τις περιόδους, που συνυθως ερχονται μετα απο παρατεταμενες ανοδους που έχουν δημιουργήσει "υπερθερμασμενες αγορες", ο επενδυτης που έχει λογικα πρωτητερα ρευστοποιήσει κάποιο μέρος των κερδων του, είναι σε θέση να αγοράσει με τα ρευστα που διατηρεί οταν μετα την πτώση παρουσιαστούν οι μεγάλες ευκαιρίες.

Κατι το οποίο δεν πρέπει να συνεχεται με την επένδυση είναι, η κερδοσκοπια. Οι πλουσιότεροι άνθρωποι του κόσμου είναι αυτοι που επενδύουν διαχρονικα και ξαναεπενδύουν τα κερδη τους. Δεν χρειαζονται συχνες εισοδοι και εξοδοι απο την αγορά με το παραμικρο και χωρίς ουσιαστικο λογο.

θα ήταν παραλειψη αν δεν αναφερομασταν στην ενδεδειγμενη πορεία που πρέπει να ακολουθει ένας επενδυτης σε περιόδους πτωτικης τάσης της αγοράς (bear market). Γενικα μιλώντας μπορούμε να χωρίσουμε τους επενδυτες σε δυο μεγάλες κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορια ανηκουν αυτοι που αγοράζουν και πουλανε αναλογα με τις κινήσεις της αγοράς, δίνοντας ελαχιστη και μερικες φορές καθολου σημασια στις εταιρίες. Στην δεύτερη κατηγορια ανηκουν αυτοι που αγοράζουν αναλογα

με την αξιολόγηση των εταιριών και όχι με την κίνηση της αγοράς. Στις περιόδους πτωτικής αγοράς οι δευτεροί αποδεικνύονται κερδισμένοι μακροπροθεσμά. Χρειάζεται μακροπροθεσμή θεώρηση της αγοράς και προσκόληση στις επιλογές. Μεγάλοι επαγγελματίες μανατζερ επενδύσεων λένε συχνά : "Μην επιτρέπετε στην αγορά να διαμορφώνει τις αποφάσεις σας." 3

Αυτή η μακροπροθεσμή στρατηγική παρουσιάζει τρία βασικά πλεονεκτήματα : α) Μας γλυτώνει από την επιπονη και επικίνδυνη προσπάθεια του χρονισμού των αγορών και πωλήσεων στα βέλτιστα ελαχίστα και μέγιστα αντιστοιχά. β) Βελτιώνει την απόδοση του χαρτοφυλακίου μας γιατί έχει αποδειχθεί ότι μέσα στον χρόνο οι μετοχές είναι αποδοτικότερες του πληθωρισμού και γ) Εάν παραμενούμε επενδυμένοι μακροπροθεσμά μπορούμε να παρακολουθούμε τις μεγάλες κινήσεις από την αρχή, όπου συνήθως είναι εντυπωσιακές. 4

Σχετικά τώρα με την πτωτική αγορά, η ιστορία έχει δείξει ότι συνήθως προκαλείται μία πτώση της τάξης του 30 % . Αυτή ήταν η μέση απώλεια των προηγούμενων έξη μεγάλων πτώσεων. Όσον αφορά στην διάρκεια, αυτή είναι περίπου 9 μήνες. Η μεγαλύτερη πτώση που σημειώθηκε μετά τον Β' Παγκόσμιο πόλεμο στην Wall Street, ήταν την περίοδο 1973-74 στην πετρελαϊκή κρίση, όπου ο δείκτης Dow Jones έχασε το 45.% της αξίας του και διηρκήσε 22 μήνες. Ποτέ δεν συνιστάται η πώληση μετά την πτώση. Τότε χρειάζεται να παραμένει κανείς επενδυμένος και να ετοιμάζεται να αγοράσει, αφού μόνο σε μία τέτοια περίοδο υπάρχουν τόσο καλές μετοχές σε τόσο φτηνό επίπεδο, ακόμη και σε τιμές ξεπουληματος ! Ο Άαρντ Ροτζερ, μέγας Τραπεζίτης και Χρηματιστής είπε ότι έκανε την περιουσία του αγοράζοντας όταν

οι άλλοι πούλαγαν. Ο Τομας Σουιν, ο οποίος διαχειρίζεται 2,4 δισεκατομμύρια \$, είπε: "Οι άνθρωποι πάντα πανικοβάζονται. Αν μελετήσεις αυτό το φαινόμενο θα δεις ότι θ στις 10 φορές κερδίζεις όταν αγοράζεις στον πανικό". ⁵

Σε αυτό το σημείο θα αναφέρουμε ορισμένες παρατηρήσεις που έχουν γίνει και οι οποίες θα λέγαμε ότι είναι σημαντικές.

⁶ Καλό είναι να αποφεύγονται οι συχνές και ασκοπές μετακινήσεις από χρεογράφο σε χρεογράφο. Έχει αποδειχθεί ότι καλό είναι να αγοράζει κανείς όταν οι άλλοι πούλανε μαζί και να πούλαει όταν οι άλλοι αγοράζουν. Επίσης όταν δεν ξέρουμε τι ακριβώς να κάνουμε, καλό θα ήταν να μην κάνουμε τίποτα απολύτως. Όταν μια μετοχή προέρχεται από παρατεταμένη πτώση καλό είναι να αποφευχθεί η αγορά της. Κατι επίσης σπουδαίο είναι ότι αν κάποια μετοχή δεν θα την αγοράζαμε, αλλά την έχουμε στο χαρτοφυλάκιο μας, τότε πρέπει να την πούλησουμε. Ένας πολύ βασικός κανόνας για τις επενδύσεις σε μετοχές είναι, ότι ποτέ δεν πρέπει να βάζουμε χρήματα στο χρημ/ριο τα οποία τα έχουμε ανάγκη επειδή υπάρχει μεγάλος κίνδυνος σε βραχυπρόθεση βάση. Στο σημείο αυτό είναι καλό να κάνουμε μια αναφορά στις τρεις βασικότερες τεχνικές αγοραπωλησιών. ^{Α)} Στην πρώτη από αυτές έχουμε ήδη αναφερθεί καθώς σχολιαζαμε την γενική θεωρία της αγοράς. Πρόκειται για το Μουαγιε δολαρίων (dollar cost-averaging). Η μέθοδος αυτή έχει αρκετούς οπαδούς, κυρίως από τους μικροεπενδυτές. Το χαρακτηριστικό είναι η αγορά ενός σταθερού ποσού χρημάτων, σε τακτά χρονικά διαστήματα όπως 3μηνο, 6μηνο, ετος κτλ. Σε περίοδο πτωτικής αγοράς αγοράζονται με τα ίδια χρήματα περισσότερες μετοχές, ενώ το αντίθετο συμβαίνει σε περίοδο ανοδικής τάσης.

Αν για παραδειγμα καποιος επενδυει καθε 3μηνο 500.000 δρχ σε αγορα με αυξομοιωσεις, θα εχουμε :

Εξαμηνα	Επενδυση	Τιμη	Αριθμος μετοχων
1ο	500.000	5000	100
2ο	500.000	4000	125
3ο	500.000	2500	200
4ο	500.000	5000	100

ΣΥΝΟΛΟ: 1 ΧΡΟΝΟΣ	2.000.000	16.500	525

Μεσο κοστος επενδυτη $(2.000.000:525) = 3809$ δρχ.

Μεση αξια μετοχης $(16.500:4) = 4125$ δρχ.

Παρατηρουμε οτι η διαφορα που δημιουργειται $(4125-3809.5=315)$ ειναι υπερ του επενδυτη. Η μεθοδος ειναι πολυ αποτελεσματικη σε περιόδους εναλλασσομενων ανοδων και καθοδων και αποδιδει περισσοτερο σε χαρτοφυλακιο μετοχων και οχι σε μια μονο αξια. Εκτος απο τα παραπανω πλεονεκτηματα, εχουμε και το πλεονεκτημα του οτι με την μεθοδο αυτη απαλλαξομαστε απο την επιλογη της βελτιστης χρονικης στιγμης αγορας. Η μεθοδος δεν αποδιδει σε συνεχεις πτωτικες περιόδους αφου εξαλειφεται το πρωτο και βασικότερο πλεονεκτημα των μεταβολων των τασεων. Επισης δεν αποδιδει οταν ο επενδυτης ειναι ασυνεπης με την τηρηση του. 7.

Β) Η δευτερη μεθοδος που θα αναφερουμε ειναι αυτη της σταθερης σχεσης μετοχων/ομολογιων (constant ratio plan). Για την εφαρμογη αυτης της μεθοδου ειναι αναραιτητη : α) επιλογη σταθερης αναλογιας (50-50 η 60-40 κλπ) μεταξυ μετοχων και

ομολογών και β) εναρξη σε περιοδο όπου οι μετοχές δεν είναι ψηλά. Χαράκτηριστικό αυτής της μεθοδου είναι ότι η επένδυση σε μετοχές μειώνεται όταν αυτές βρίσκονται σε υψηλό επίπεδο και αυξάνεται όταν οι μετοχές βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο. Το δύσκολο σημείο του προγράμματος είναι η χρονική στιγμή εναρξης, πράγμα που απαιτεί προβλεψη σωστή, αλλά και σωστή επιλογή σχέσης. Αν βρίσκομαστε σε περιοδο όπου η αγορά μετοχών είναι ψηλά, τότε προσανατολιζομαστε σε τοποθέτηση του μεγαλύτερου μέρους του κεφαλαίου μας σε ομολογίες. Το αντίθετο πρέπει να κάνουμε όταν οι μετοχικές αξίες βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. 8

Μια παραλλαγή αυτής της μεθοδου, είναι να την εφαρμοσουμε σε σταθερο ΠΟΣΟ δραχμών που επενδύουμε σε μετοχικούς τίτλους, αντί για σταθερο ΠΟΣΟΣΤΟ μεταξύ μετοχών/ομολογών. Από εκεί και πέρα η μεθοδος είναι η ίδια. Πλεονεκτήμα αυτής της μεθοδου είναι το ότι παρέχει υψηλό εισοδημα λόγω της υπάρξης των ομολογιών, αλλά πετυχαινει συγκριτικά περιορισμένα κερδη.

Γ.) Τέλος, η τρίτη μεθοδος είναι αυτή της "κανονικής τιμής". Και αυτή η μεθοδος μοιάζει με τις προηγούμενες με την έννοια ότι δεν δίνει βάση στον κατάλληλο χρονισμό στην αγορά. Εδώ επεξεργαζομαστε στοιχεία του παρελθόντος για τον προσδιορισμο της "κανονικής τιμής".⁹ Αφού την προσδιορίσω, τότε αγοράζω όταν η χρημ/ριακή τιμή βρίσκεται κάτω από αυτή την τιμή και πουλάω όταν την ξεπερνά. Η χρονική περιοδος αναφοράς είναι μακροπροθεσμη, συνήθως 10-15 χρόνια. Στο Ελληνικό όμως χρημ/ριο, το οποίο δεν έχει σταθεροποιηθεί και και παρουσιάζει μεγάλη μεταβλητοτητα, η περιοδος αυτή πρέπει να περιορίζεται στα 2-3 τελευταία χρόνια για να είναι πιο ρεαλιστική. Φυσικά μπορούμε να ορίσουμε "ζώνες" ποσοστών πάνω ή κάτω από

την μεση τιμη, π.χ. 20 % ,μεσα στα οποια να αγοραζουμε και να πουλαμε. Οσο για την μεση τιμη, μπορουμε να την υπολογισουμε για μακροπροθεσμες περιόδους και απο τον κινητο μεσο, στον οποιο θα αναφερθουμε στο κεφαλαιο της τεχνικης ανάλυσης.

Το βασικότερο μειονεκτημα της μεθοδου αυτης γινεται φανερο σε περιόδους που ξεφευγουν απο το "κανονικο", δηλαδή σε περιόδους υπερκανονικων ανοδων (α" εξαμηνο 1990 στο Χ.Α.Α.) και καθοδων (Περσικος Κολπος β" εξαμηνο του 1990). Τότε οι ιστορικες τιμες, συνηθως δεν εχουν σημασια.

Ολοκληρωνουμε το κεφαλαιο αυτο κανοντας μια συντομη αναφορα στις τεχνικες αξιολογησης μετοχων, χωρις να επεκταθουμε αναλυτικα αφου αυτο θα γεινει στα επομενα κεφαλαια. Μιλωντας γενικα, ο επενδυτης προσπαθει να προβλεψει, σταθμιζοντας ορισμενους παραγοντες, την πιθανη κινηση των τιμων των μετοχων. Απαραιτητη προυποθεση φυσικα ειναι να γνωριζει ποιοι παραγοντες επηρεαζουν τις τιμες (των μετοχων). Ο νομος της προσφορας και της ζητησης καθοριζει βασικα την ανοδο και την καθοδο των τιμων των κινητων αξιων, οπως επηρεαζει βεβαια και τις τιμες των εμπορευματων. Τα αιτια ομως που προκαλουν την προσφορα και την ζητηση ειναι πολλα και μπορουμε να τα χωρισουμε σε γενικα και ειδικα.

Τα γενικα αιτια¹⁰ επιδρουν σε ολες τις αξιες και περιλαμβανουν την αφθονια ή μη διαθεσιμων κεφαλαιων, την προσφορα χρηματος που με την σειρα της καθοριζει το υψος των επιτοκιων, την πολιτικη και κοινωνικη σταθεροτητα, τα κυβερνητικα μετρα κυριως στον αναπτυξιακο τομεα, τις διεθνεις συγκρισιες, τις τεχνολογικες εξελιξεις, τα καταναλωτικα προτυπα και αλλους συναφεις παραγοντες που μπορει να επιραζουν τις τιμες των αξιων γενικα.

Αντιθέτα, τα ¹¹ειδικά, επιδρούν σε συγκεκριμένες μετοχικές αξίες ή ακόμα και σε μεμονομένες ομάδες μετοχικών αξιών. Σαν τέτοια μπορούμε να αναφέρουμε τα κέρδη της επιχείρησης, το μερίσμα, τα επιτοκία των ομολογών, η ασφάλεια του τίτλου λόγω καλής λειτουργίας, η φορολογία συγκεκριμένων κλάδων, ο τύπος και γενικότερα η ειδησιογραφία, αλλά και τα οικονομικά δεδομένα της εταιρίας όπως αυτά προκειπτούν από τους ισολογισμούς και από διάφορες μελέτες.

Όσο μεγαλύτερη δυνατότητα έχει ένας επενδυτής να συλλέξει και να αναλύσει τέτοιου είδους δεδομένα και πληροφορίες, τόσο πιο ασφαλείς και επιτυχημένες επιλογές θα κάνει. Από ένα σημείο όμως και μετά το επίπεδο της ανάλυσης μπορεί να αποκτήσει ειδικό χαρακτήρα, για το οποίο όμως απαιτούνται ειδικές γνώσεις, εξαιρετική πληροφόρηση και χρήση Η/Υ με ειδικό software.

Όμως υπάρχουν ορισμένοι δείκτες που τυγχάνουν ευρείας χρήσης και αποδοχής από την πλειονότητα των επενδυτών και οι οποίοι συχνά δημοσιεύονται σε εφημερίδες και περιοδικά του οικονομικού τύπου, διευκολύνοντας έτσι τον μέσο μικροεπενδυτή που αδυνατεί να τους υπολογίσει μόνος του.

Ένας τέτοιος δείκτης είναι ο λόγος τιμής προς κέρδη (P/E). Ο δείκτης αυτός προκύπτει από την διαίρεση της χρημ/ριακής τιμής της μετοχής με το ετησίο καθαρό κέρδος που ανάλογει ανά μετοχή. Είναι φανερό ότι όσο μικρότερος είναι ο λόγος αυτός, τόσο "φτηνότερη" θεωρείται η μετοχή και αντίστροφα. Αυτό που κυρίως έχει σημασία κατά την χρήση αυτού του δείκτη είναι:

- α) Τα προσδοκώμενα κέρδη της επομένης χρήσης αφού αυτά θα καθορίσουν σε μεγάλο βαθμό την κατεύθυνση της μεταβολής του λόγου και κατά πάσα πιθανότητα την τιμή της μετοχής, β) Το

υψος του σε σχέση με αυτο του κλαδου των ομοειδων επιχειρησεων. γ) Το υψος του σε σχέση με αυτο του συνολου της αγορας και δ) Το υψος του σε σχέση με τις ιστορικές τιμες που εχουν διαμορφωθεί για αυτον στις προηγουμενες χρημ/ριακες περιόδους για την συγκεκριμένη εταιρία.

Η ποσοστιαία μερισματική αποδοση είναι ένας ακόμη δείκτης αξιολογήσης με ευρεία χρήση και εφαρμογή. Προκύπτει απο το πηλικο του ετησιου μερισματος δια της χρημ/ριακης τιμης. Οσο μεγαλύτερη είναι η αποδοση αυτη, τόσο περισσότερο μπορεί να ζητηθεί η μετοχη σε συνδιασμο φυσικά και με άλλους δείκτες, αλλά και με τις συσχετίσεις που αναφεραμε για τον προηγουμενο δείκτη (P/E).

Η εσωτερική αξία είναι μια τιμή η οποία προκύπτει με διαφορους τρόπους και για αυτο είναι σημαντικό να ξερούμε την μεθοδο υπολογισμού που επελέξε ο αναλυτης. Συνήθως όμως προκύπτει απο τη διαιρεση του αθροισματος του μετοχικου κεφαλαιου (ονομαστική αξία), των αποθεματικών και της υπεραξίας των παγειων στοιχειων, με το συνολο των μετοχων της εταιρίας. Η αξία αυτη θα πρέπει θεωρητικά να συμπίπτει με την χρημ/ριακή, αν και αυτο δεν συμβαινει ποτε. Ομως η αποκλιση τους συνήθως λαμβανεται υπ'οψη απο τους επενδυτες και κυρίως για ορισμένες κατηγορίες μετοχων.

Η σχέση ιδιων προς ξένα κεφάλαια μας λέει αν η επ'χειρηση έχει καλή διαρθρωση κεφαλαιων και προσδιορίζει σε ένα βαθμο το μεγεθος της δανειακης επιβαρυνσης της επιχειρησης, κάτι που σιγουρα θα επηρεασει τα μελλοντικά κερδη. Αυτος ο δείκτης συνήθως λαμβανεται υπ'οψη σε συνδιασμο με την κυκλοφοριακή ρευστότητα, η οποία προκύπτει απο τη διαιρεση του κυκλοφορουντος ενεργητικου μειον τα διθεσημα, δια των

βραχυπροθεσμιών υποχρεώσεων και δείχνει την ικανότητα της εταιρίας να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της.

Συχνά δημοσιεύεται και η εμπορευσιμότητα. Αυτός ο δείκτης δεν έχει σχέση με τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρίας όπως αυτές προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας, αλλά δείχνει το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού για μια μετοχική αξία και την δυνατότητα για ευκόλη ρευστοποίηση της επένδυσης, καθώς αυτή προκύπτει από τη διαίρεση του αριθμού των μετοχών που αλλάξαν χέρια μέσα σε ένα χρόνο, δια του αριθμού των μετοχών της εταιρίας.

Τέλος σημαντικό ρόλο στην αξιολόγηση μιας επένδυσης παίζει η διοίκηση της εταιρίας και η επιτυχημένη διαχείριση στο διάστημα του χρόνου. Αυτό συχνά εγγυάται τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης σε συνδιασμό πάντα με τον τομέα δραστηριότητας και τις μελλοντικές προοπτικές που αυτός παρουσιάζει.

1. Fortune σ.37- 2. Fortune σ.6- 3-4. Fortune σ.33

5. Fortune σ.39- 6. Παπούλιας σ.108- 7. Παπούλιας σ.110,111

8-9. Παπούλιας σ.112,113- 10. Κοτιτσάς σ.31- 11. Κοτιτσάς σ.32

Αναπτυξιακό υποβαθρο οικονομίας

(Fundamental σ.125-145, Παπούλιας σ.198-206)

Μια ανάλυση της ανάπτυξης της οικονομίας κατά το παρελθόν, αλλά και στις μελλοντικές προοπτικές, έχει ουσιαστική σημασία για τον επενδυτή. Η αναμενόμενη ανάπτυξη της οικονομίας έχει διακλαδωτικές επιπτώσεις τόσο στις αμοιβολογίες όσο και στις μετοχές. Η ανάλυση αυτή δεν δίνει ενδείξεις για τις καθημερινές κινήσεις των μετοχών, αλλά μόνο πρόβλεψη για την τάση και την θέση στον Χρημ/ρειακό κύκλο.

Ένα πρώτο στοιχείο που παρακολουθεί ο επενδυτής στην μελέτη του της οικονομίας, είναι οι ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ. Τους βασικούς αυτούς οικονομικούς δείκτες μελετούν και προβλέπουν την πορεία τους εκτός από τους επενδυτές, και οι αρμόδιοι της οικονομικής πολιτικής της χώρας καθώς και ο ΟΟΣΑ και το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο. Μάλιστα ορισμένοι τέτοιοι δείκτες όπως το ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν) πατούσιαζουν και παγκόσμιο ενδιαφέρον.

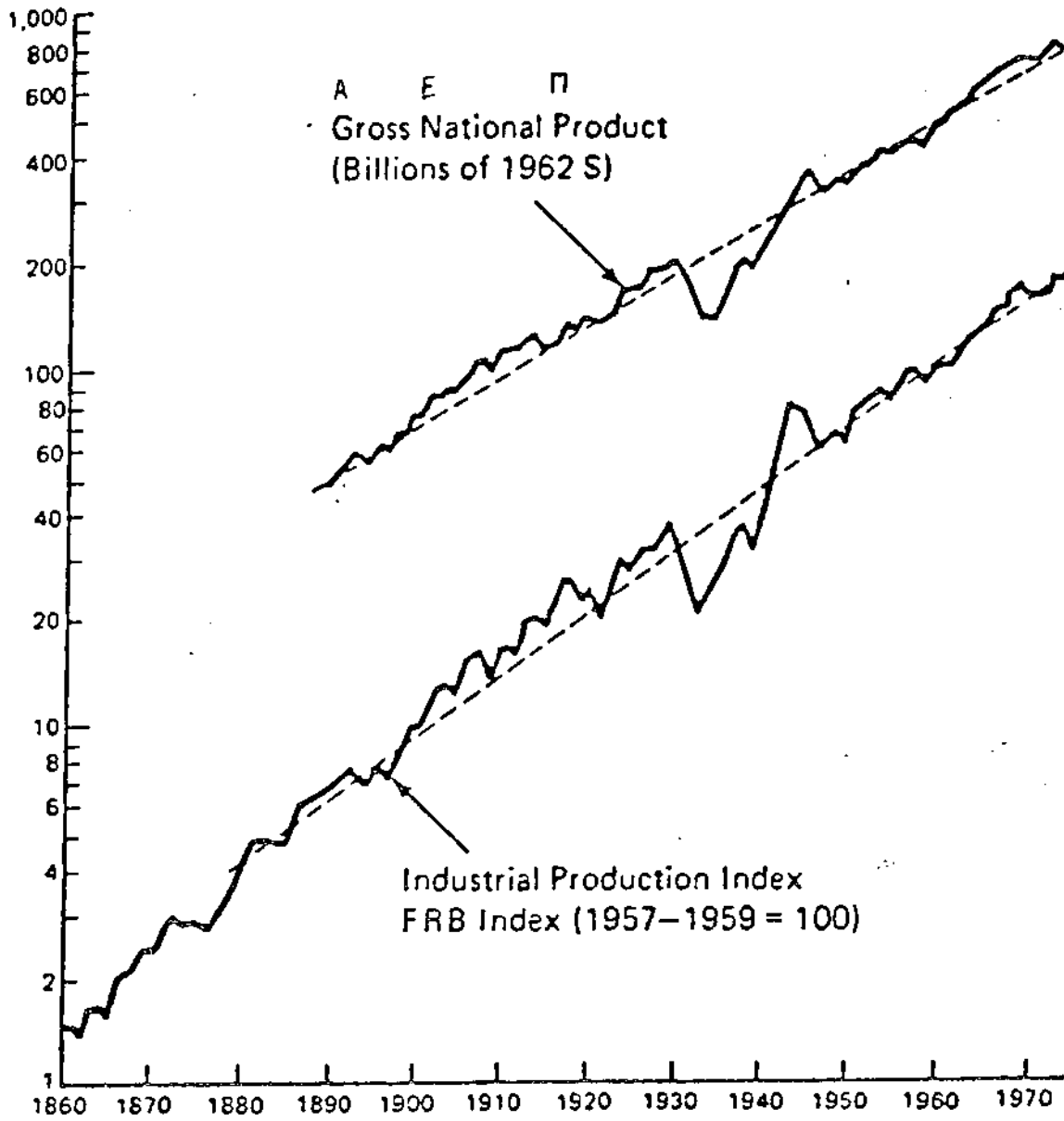
Το ΑΕΠ είναι η αξία των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών που παραγονται στην διάρκεια ενός έτους. Ο τρόπος χρήσης του ΑΕΠ από τον επενδυτή είναι η αξιολόγηση κάθε συστατικού μέρους του, η πιθανολόγηση κατεύθυνσης του και η συσχέτιση του με συγκεκριμένους κλάδους της παραγωγικής διαδικασίας. Κατά το παρελθόν έχουν γίνει αρκετές προσπάθειες συσχέτισης του ΑΕΠ με τις τιμές των μετοχών, χωρίς όμως να προκειψεί κάποιο σταθερό μοντέλο πρόβλεψης. Γενικά έχει παρατηρηθεί ότι οι μεταβολές των τιμών των μετοχών προηγούνται αυτών του ΑΕΠ.

Χρησιμο για τον αναλυτη είναι να έχει στην διάθεση του τα στοιχεία μεταβολής του ΑΕΠ για μεγάλες χρονικές περιόδους. Τότε είναι σε θέση να υπολογίσει τον μέσο ρυθμό ανάπτυξης του στο περασμά του χρόνου και να τον θεωρήσει σαν ένα αξιοπίστο σημείο εκκίνησης της πρόβλεψης του για την μελλοντική του κατεύθυνση.

Σε άμεση συσχέτιση με το ΑΕΠ, βρίσκεται για τους επενδυτές, και ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος βασίζεται στις φυσικές μονάδες παραγωγής και δείχνει την τρέχουσα βιομηχανική παραγωγή σε σχέση με κάποιο έτος βάσης. Κι αυτός ο δείκτης ενδιαφέρει τους επενδυτές αναφορικά με τα επίμερους στοιχεία του καθώς οι επενδυτές μπορούν να είναι σε θέση να προβουν σε διακλαδικές συγκρίσεις στους ρυθμούς αύξησης, αλλά και να διαπιστώσουν ποιοι κλάδοι αποτελούν πολύ ελξης για αυτούς. Παράλληλα ενδιαφέρον παρουσιάζεται στην προσπάθεια συσχέτισης των δυο προαναφερθέντων βασικών δεικτών. Μια τέτοια συσχέτιση έχει αποπειραθεί να γίνει για τα στοιχεία της Αμερικανικής Οικονομίας, που υπάρχουν διαθέσιμα και ομαδοποιημένα για μεγάλες χρονικές περιόδους. Αυτή η προσπάθεια επικονίζεται στο διαγράμμα (3).

Το διαγράμμα αυτό είναι ημιλογαριθμικό και έτσι απεικονίζονται ποσοστιαίες μεταβολές. Από αυτό γίνεται φανερό ότι ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από αυτόν του ΑΕΠ. Κατι άλλο που γίνεται φανερό είναι το ότι παροθσιάζουν συγκριτικά παρομοίους ρυθμούς ανάπτυξης αφού οι γραμμές τάσης τους είναι σχεδόν παράλληλες. Πέρα όμως από αυτούς τους βασικούς οικονομικούς δείκτες, υπάρχουν πολλοί άλλοι που λαμβανονται υπ' όψη από τους επενδυτές. Ένας από αυτούς είναι ο δείκτης ανεργείας. Ο

FIGURE 7-1
More Than a Century of Economic Growth



ΠΗΓΗ Fundamental

στοχος για το ποσοστο που θεωρειται ικανοποιητικο για καθε χωρα διαφερει. Μιλωντας γενικα θα μπορούσαμε να πουμε οτι στην αρχικη φαση ανακαμψης της οικονομιας και μεχρι την σταθεροποιηση της, παρατηρειται ενα σταθερο σχετικα ποσοστο ανεργιας αφου η ταση που επικρατει δεν ειναι η προσληψη επιπλεον προσωπικου, αλλα η υπερωριακη απασχοληση του υπαρχοντος. Μετα την φαση της σταθεροποιησης και καθως προχωρει η οικονομικη αναπτυξη, αυξανει η απασχοληση και μειωνεται η ανεργια.

Η ανεργια ομως ειναι αντιστροφως αναλογη του πληθωρισμου, ο οποιος αποτελει ενα ακομα στοιχειο ερευνης του επενδυτη. Αυτο συμβαινει επειδη υψηλοι ρυθμοι πληθωρισμου σχετιζονται συχνα με βραχυπροθεσμες ανωμαλιες στην αγορα μετοχων. Ακομη ο πληθωρισμος ειναι επικινδυνος επειδη μπορει να προκαλεσει αλλαγη των καταναλωτικων συνηθειων. Για παραδειγμα το κοινο μπορει να αρχισει να καταναλωνει περισσοτερα και να αποταμιευει λιγοτερα. Αυτο θα προκαλεσει με την σειρα του μεταβολη στην κεφαλαιακη μορφη της αγορας και κατα συνεπεια θα προκληθει μια επιβρανδυση στο ρυθμο αναπτυξης της αγορας, αλλα και της οικονομιας. Τελος υψηλος πληθωρισμος μπορει να προκαλεσει μεταβολη των καταναλωτικων προτεραιοτητων. Ισως επι παραδειγματι το καταναλωτικο κοινο να στραφει απο τα διαρκη καταναλωτικα αγαθα σε καταναλωση τροφιμων, πραγμα το οποιο με την σειρα του θα ευνοουσε καποιους κλαδους ενω παρλληλα θα ηταν αρνητικο για καποιους αλλους.

Η αυξηση του προσωπικου εισοδηματος επισης ειναι σπουδαια για τον επενδυτη. Αυτο συμβαινει διοτι η αυξηση του προσωπικου εισοδηματος σχετιζεται αμεσα με την αυξηση των επιχειρηματικων κερδων, αφου μια αυξηση του θα σημανει αυξηση

του επιπέδου των πωλήσεων και κατ'επέκταση αύξηση των επιχειρηματικών κερδών.

Απο την άλλη μεριά, τα επιχειρηματικά κέρδη σχετίζονται άμεσα με την αύξηση του επιπέδου των τιμών των μετοχών. Ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι σε περιόδους αύξησης των επιχειρηματικών κερδών, παρατηρείται αύξηση των τιμών των μετοχών, ενώ το αντίθετο συμβαίνει σε περιόδους στασιμότητας ή μείωσης τους. Ο Henry Latane και ο Donald Tattle έχουν βρει μια υψηλή συσχέτιση (0,829) ανάμεσα στις τιμές των μετοχών και της ανάπτυξης των κερδών. Πέρα όμως από αυτό, ο επενδυτής μπορεί μετά από προσεκτική μελέτη, να προσδιορίσει και να τοποθετήσει χρονικά την λήξη ενός επιχειρηματικού κύκλου.

Αναφορικά τώρα με την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στον επιχειρηματικό κύκλο και αυτόν της αγοράς, μπορούμε να παρατηρήσουμε σε γενικές γραμμές τα εξής:

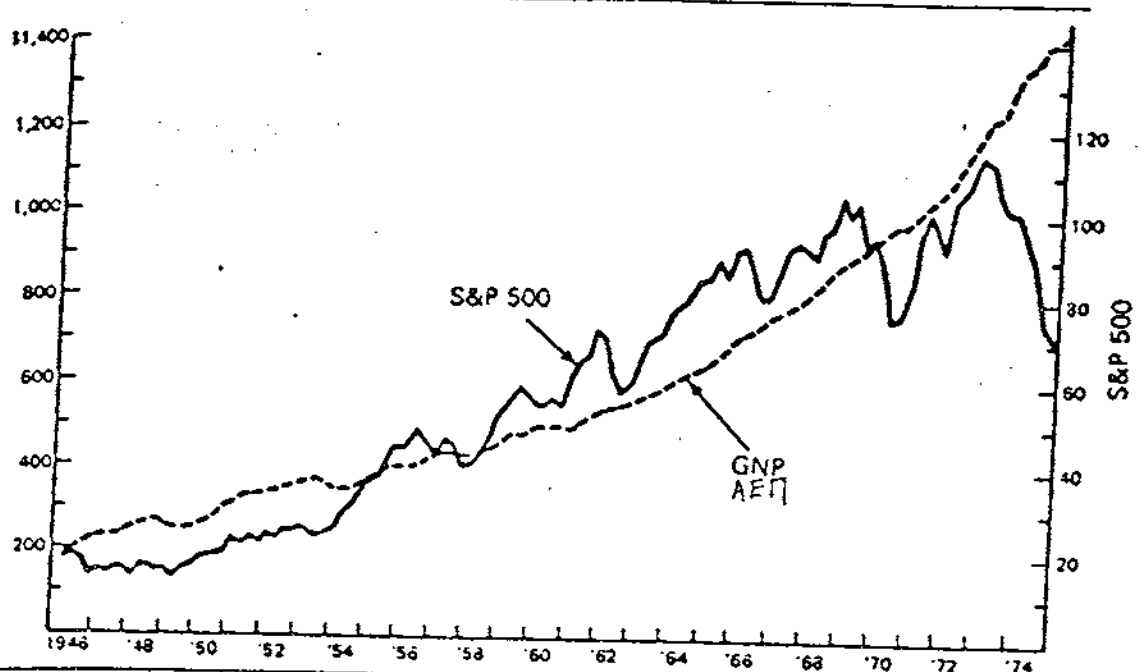
1) Οι τιμές στο Χρημ/ριο είναι συχνά πολύ περισσότερο ευμεταβλητές από τις γενικές οικονομικές σειρές όπως το ΑΕΠ.

2) Οι Χρημ/ριακές τιμές και οι οικονομικοί δείκτες δεν κινούνται πάντα προς την ίδια κατεύθυνση (διαγράμμα 4). Πολλοί μάλιστα λένε πως οι τιμές των μετοχών έχουν "προβλέψει" τις περισσότερες οικονομικές υφέσεις μετά τον Β' Παγκόσμιο πόλεμο.

3) Το ΑΕΠ, συγκριτικά με την Βιομηχανική παραγωγή παρουσιάζεται σταθερότερο γιατί περιλαμβάνει τον συγκριτικά σταθερότερο τομέα της προσφοράς υπηρεσιών.

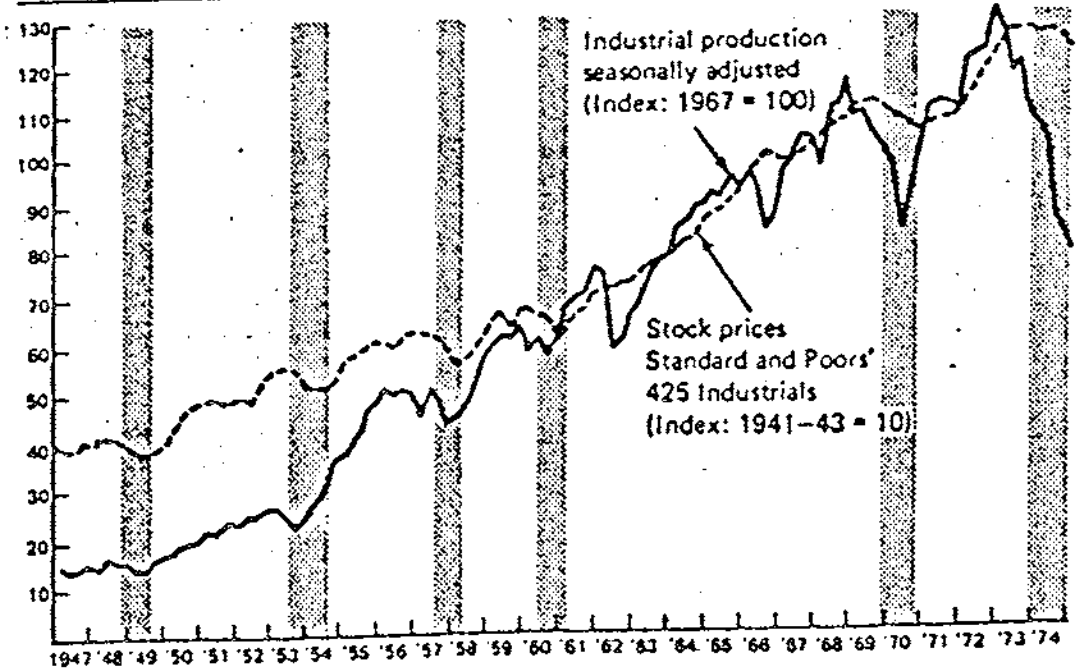
4) Παρα το γεγονός ότι η Βιομηχανική παραγωγή είναι πιο ευμεταβλητή, το διαγράμμα (5) δείχνει ότι συνήθως αυτή αλλάζει κατεύθυνση μετά την έναρξη της κίνησης αγοράς μετοχών. (Οι σκιασμένες περιοχές του διαγράμματος αντιπροσωπεύουν

FIGURE 6-1
GNP versus S&P 500 Stock Index (1946-74)



ΠΗΓΗ Fundamental

FIGURE 7-5
Stock Prices and Industrial Production 1947-74



περιοδους οικονομικης υφεσης).

Εκτος απο τους προαναφερθεντες δεικτες οικονομικης δραστηριοτητας, ο επενδυτης συχνα λαμβανει υπ'οψη του και αλλα στοιχεια οπως δημογραφικοι παραγοντες. Οι ρυθμοι μεταβολης του πληθυσμου ειναι στοιχειο που παιζει ρολο στον προσδιορισμο της μελλοντικης παραγωγικης ικανοτητας, των ποσοστων ανεργιας, αλλα και των αναγκαιων παραγωγικων επενδυσεων. Τον ιδιο σπουδαιο ρολο παιζει και ο μεσος ορος ηλικιας ο οποιος καθως με την παροδο του χρονου αυξανει, ολο και περισσοτερα άτομα αντιστοιχουν στην ηλικια του ενεργου πληθυσμου και κατα συνεπεια ο πληθυσμος που βρισκεται στην μεση ηλικια μεγαλωνει. Με την σειρα του αυτο μεταβαλλει το μανατζμεντ των επιχειρησεων, αλλα και την πολιτικη προωθησης των προιοντων. Για παραδειγμα η Johnson & Johnson διαφημιζει το σαμπουαν που εχει για βρεφη και για τους ενηλικες. Ακομη, σημαντικό ρολο παιζει και το γεγονος της ολοενα αυξανομενης συμμετοχης των γυναικων στην εργατικη δυναμη. Τελος, η μεση ηλικια του πληθυσμου, αλλα και η κατανομη του, παιζουν ρολο στην διαμορφωση καταναλωτικων προτυπων.

Αναμεσα στους δεικτες που λαμβανει υπ'οψη του ενας επενδυτης για την αξιολογηση του αναπτυξιακου υποβαθρου της οικονομιας, περιλαμβανονται και αυτοι της νομισματικης πολιτικης που ακολουθει η καθε κυβερνηση. Γενικα μποrouμε να πουμε πως εχει παρατηρηθει οτι μια επιταχυνση στο ρυθμο αυξησης της ποσοτητας του χρηματος, ακολουθειται απο αυξηση των τιμων των μετοχων και αντιστροφα. Ο *Beyl Sprinkel* μαλιστα επιχειρωντας να προσδιορισει αυτη την χρονικη υστερηση της αγορας, συμπαιρανε οτι οι αλλαγες στην νομισματικη αναπτυξη οδηγουν σε αλλαγες των τιμων των μετοχων κατα μεσο ορο 9 μηνες μετα

οταν προκειται για πτωτικη αγορα και 2 με 3 μηνες μετα οταν προκειται για ανοδικη αγορα. Τετοιου ειδους συσχετισεις ομως εχουν συχνα αμφισβητηθει απο αρκετους αναλυτες.

Σε αμεση σχεση με τα πιο πανω βρισκεται και η πολιτικη που ακολουθειται απο τις Εμπορικες τραπεζες. Γενικα μιλωντας, οταν υπαρχουν καλες οικονομικες συνθηκες και προοπτικες, αυξανουν τα δανεια προς τον επιχειρηματικο κοσμο και μειωνονται προς το δημοσιο. Συνεπως αγοραζουμε μετοχες οταν ο λογαριασμος "ομολογα-ομολογιες" ειναι διογκωμενος και πουλαμε οταν συρικνοιεται. Απαραιτητη προυποθεση ειναι η υπαρξη ενος φιλελευθεροποιημενου Τραπεζικου συστηματος και οχι ενος κρατικα κατευθινομενου, που φυσικα προσδιοριζει τα μεγεθη που δεσμευονται για τον δανεισμο του δημοσιου.

Τα κεφαλαιακα εξοδα απο την αλλη μερια απο μερους των επιχειρησεων, συντελουν σε μια πιο σαφη εικονα της τασης της οικονομιας. Η τεχνολογικη προοδος απαιτει ολοενα και αυξανομενα κεφαλαιακα εξοδα για επενδυσεις. Οποιοσδηποτε σχεδιασμος για μειωση τους απο μερους των επιχειρησεων για τις μελλοντικες περιόδους, μπορεί να αποτελει σημαδι οικονομικης υφεσης. Εχει παρατηρηθει οτι οι νεες παραγγελιες προηγουνται του ανωτατου σημειου της οικονομικης δραστηριοτητας 6 με 12 μηνες, ενω στον αντιποδα προηγουνται λιγους μηνες πριν το τελος της υφεσης.

Απο την αλλη μερια, τα αποθεματα αποτελουν σημαντικο παραγοντα στην αναλυση του επενδυτη καθως εχει παρατηρηθει ισχυρη συσχετιση τους με τους οικονομικους κυκλους. Το βιβλιο *Forecasting Business Conditions* (Προβλεψη επιχειρηματικων συνθηκων), παρατηρησε για τα αποθεματα: "...Αποτελουν εναν απο τους κακους ηθοποιους του οικονομικου κυκλου... Μεταβολες

αποθεμάτων ήταν ο κυρίως παραγοντας στις μικρότερες υφέσεις του 1924 και 1927. Επαιξαν κυρίαρχο ρόλο στην απογείωση του 1936-1937 και την καταρρευση του 1937. Οι 4 ηπιες υφέσεις που ειχαμε απο τον Β' Παγκοσμιο Πολεμο και μετα, συχνά αναφερονταν σαν <<προσαρμογες αποθεματων>>".

Οι επιχειρηματιες σχεδιαζουν τα αποθεματα τους με βαση τις αναμενομενες πωλησεις. Αν αυτες δεν πραγματοποιηθουν, ειναι αναγκαια η μειωση τους. Κλασικο παραδειγμα αποτελει η Αυτοκινητοβιομηχανια στην περιοδο της πετρελαικης κρισης του 1974. Εφ' οσον τα αποθεματα στο συνολο της οικονομιας ειναι μεγαλα, μια μικρη αλλαγη στον ρυθμο μεταβολης τους, μπορει να προκαλεσει προσαρμογες στην οικονομια ^{σε}μεγαλο βαθμο.

Ο επενδυτης μπορει να συμβουλευεται στατιστικες για να προσδιοριζει αν το επιπεδο των αποθεματων ειναι ικανοποιητικο η οχι. Τα αποθεματικα πρεπει να συσχετιζονται με τις πωλησεις, αφου ενα δεδομενο επιπεδο τους μπορει να θεωρειται λογικο για ενα επιπεδο πωλησεων και παραλογο για ενα αλλο. Το διαγραμμα (δ) δειχνει γραφικα την σχεση που παρουσιαζει η σχεση: αποθεματα/πωλησεις για την περιοδο 1955-1974 (οι σκιασμενες περιοχες αντιστοιχουν σε υφέσεις). Γινεται φανερο οτι η σχεση αυτη φθινει στα πρωτα χρονια της οικονομικης αναπτυξης και αυξανει ενα χρονο η και περσοσσοτερο πριν την εναρξη της οικονομικης υφησης.

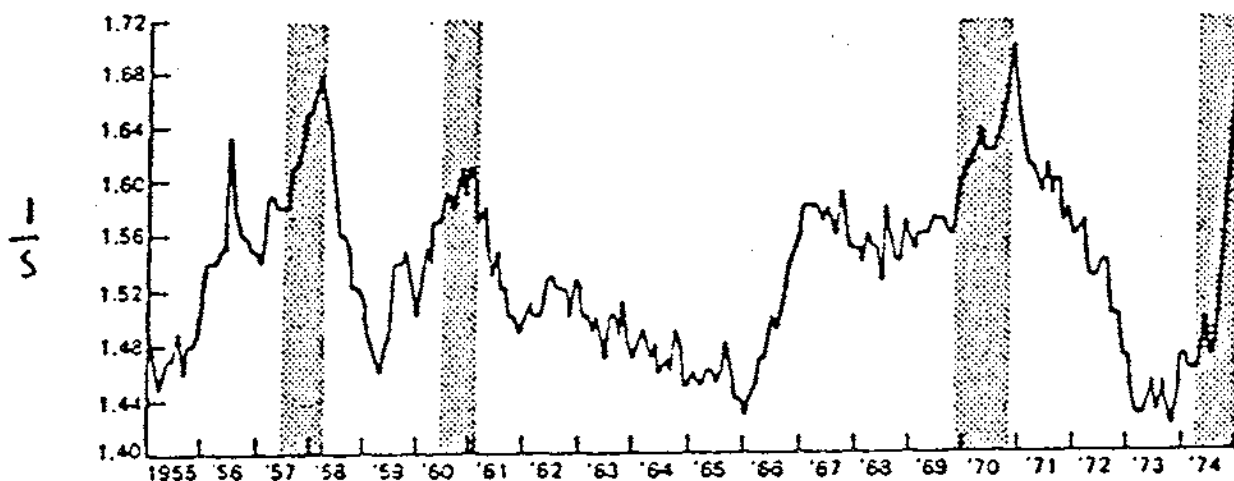
Γενικα μιλωντας τα αποθεματα ειναι ενας leading indicator (δεικτης που προηγείται), αφου προαναγγελει τις μελλοντικες κινήσεις της οικονομιας.

Με βαση τα παραπανω γινεται αντιληπτο οτι ο επενδυτης ωφειλει να μελεταει καλα το αναπτυξιακο υποβαθρο της οικονομιας για να προβλεπει τις τασεις της για την πορεια των μετοχων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6

FIGURE 7-8

Manufacturing and Trade Inventories Sales Ratios, 1955-74



ΠΗΓΗ: Fundamental

Αναπτυξιακό υποβαθρο κλάδου

(Fundamentals 149-156, Παπουλίας σ.168,190,206,207)

Η ανάλυση του κλάδου είναι μια λογική συνέχεια της ανάλυσης του αναπτυξιακού υποβαθρου της οικονομίας. Ο επενδυτής θα ασχοληθεί με ζητήματα όπως: πως θα επηρεαστεί ο κλάδος απο μια πιθανή ενεργειακή κρίση, ποιες είναι οι σχετικές ανταγωνιστικές θέσεις των διαφόρων κλάδων μεταξύ τους και άλλα συναφή ερωτηματα. Φυσικά επειδη το αναπτυξιακό υποβαθρο διαφέρει απο κλάδο σε κλάδο, εναποκειται στον επενδυτη να επιλέξει τους κλάδους με το μεγαλύτερο ενδιαφέρον για ανάλυση. Νεοι κλάδοι γινιουνται και παλιοι στασιροποιουνται η ακομα και εκλειπουν. Η γνώση που σχετιζεται με τους παραγοντες που επηρεαζουν τον καθε κλάδο, είναι χρησιμη στον προσδιορισμο του κινδυνου που σχετιζεται με καθε δεδομενο κλάδο. Για παραδειγμα μπορεί να αναζητηθει τα αν ένας κλάδος είναι ευαισθητος περισσότερο η λιγοτερο στα επιτοκια η στις πολιτικες μεταβολες.

Κατω ομως απο τις συγχρονες ανταγωνιστικες συνθηκες των επιχειρησεων, το βασικότερο προβλημα που έχει να ξεπερασει ένας επενδυτής είναι ο προσδιορισμος με ακριβεια του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται μια επιχείρηση. Αυτό συμβαινει επειδη σημερα ελσενα και περισσοτερες επιχειρησεις επεκτεινουν τις δραστηριοτητες τους σε παραπανω απο εναν κλάδο.

Ενα πρωτο στοιχειο που λαμβανει υπ"οψη του ο επενδυτής στην μελετη των κλάδων είναι αυτο της ζωης του κλάδου. Τα σταδια της ζωης μιας επιχείρησης είναι τεσσερα: α) βρεφικό,

β) αναπτυξης, γ) ωριμότητας και δ) υφέσεως.

Τα χαρακτηριστικά του βρεφικού¹ σταδίου είναι ότι αυτό αναφέρεται στη γενννηση ενός νέου κλάδου ή ενός νέου προϊόντος. Σε αυτή την φάση δεν υπάρχει αξιολογός ανταγωνισμός, ενώ το αγοραστικό κοινό έχει ανάγκη εκπαίδευσης στη χρήση των νέων προϊόντων. Συνήθως υπάρχει περιορισμένος αριθμός παραγομένων μοντελών και οι τιμές τείνουν να είναι μάλλον ψηλές, αν και κατά καιρούς γίνονται εκπτώσεις με σκοπό την προώθηση των προϊόντων. Η εμφάνιση των computers αποτελεί ένα καλό παραδειγμα για αυτό το στάδιο, την εποχή φυσικά που έκαναν την εμφάνιση τους, καθώς επίσης και ο θεσμός του leasing τουλάχιστον στην Ελλάδα πρόσφατα. Ο επενδυτής αναλαμβάνει μεγάλο κίνδυνο επενδύοντας σε κλάδους που βρίσκονται σε αυτό το στάδιο καθώς και σε συγκριτικά μικρές επιχειρήσεις που παράγουν κυρίως ένα προϊόν το οποίο βρίσκεται σε αυτό το στάδιο. Σχεδόν παντοτε ο κλάδος αυτός χαρακτηρίζεται από υψηλή τεχνολογία.

Στο στάδιο της αναπτυξης² αρχίζουν να κάνουν την εμφάνιση τους επιθετικοί ανταγωνιστές. Οι πωλήσεις αυξάνουν ταχύτητα και δίνεται αρκετή έμφαση στην διαφήμιση. Αρχίζουν να εμφανίζονται νέα μοντέλα, βελτιώνεται η ποιότητα και οι τιμές προσαρμόζονται προς τα κάτω για να διαμορφώσουν τελικά μια μαζική αγορά. Στο στάδιο αυτό βρίσκονται σήμερα οι Η/Υ. Ο επενδυτής από την μεριά του μπορεί τώρα να επενδύει με λιγότερο κίνδυνο και να έχει μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη. Ο λόγος είναι ότι έχουν γίνει σε ένα μεγάλο βαθμό οι αρχικές ανακατατάξεις εισόδου και εξόδου επιχειρήσεων στον κλάδο και έχει αρχίσει τώρα αυτός να παίρνει κάποια οριστική μορφή αφού τώρα έχουν επιβιώσει οι ισχυρότερες και υγιέστερες

επιχειρήσεις. Η μερισματική αποδοχή αυξάνει σημαντικά αφού οι επιχειρήσεις αποθεματοποιούν για επανεπένδυση μικρότερο ποσοστό από τα κέρδη τους εφόσον έχουν περάσει το στάδιο της ανάγκης για υψηλή χρηματοδότηση. Πολύ σημαντικό όμως είναι να προσδιορίσει ο επενδυτής τις επιχειρήσεις εκείνες οι οποίες παρουσιάζουν ισχυρά διοικητικά και οικονομικά αποθέματα, έτσι ώστε να υπάρχει κάποια ικανοποιητική ασφάλεια για την επιβίωση τους στον ανταγωνισμό.

Το επομένο στάδιο είναι αυτό της ωριμότητας³, ανάλογα με τον κλάδο. Σε αυτό το στάδιο ο ανταγωνισμός είναι μάλλον σχετικά σταθερός και οι μετοχικές αξίες τείνουν να μην διαφέρουν πολύ στο περασμά του χρόνου από εταιρία σε εταιρία. Η διαφήμιση τείνει να χρησιμοποιείται εκτεταμένα. Το βάρος τώρα κυρίως πέφτει στην περικοπή των εξόδων και την μείωση του κόστους. Από την άλλη μεριά ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων τείνει να αυξάνει αργά σε σχέση με το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, ιδίως σε περιόδους υφέσεως. Στο στάδιο αυτό ο επενδυτής μπορεί να πετύχει κεφαλαιακά κέρδη αλλά, πολύ κρίσιμο ρολό θα παίξει ο χρονισμός στην αγορά και στην πώληση γιατί οι μεταβολές τώρα πια υποκείνται σε κυκλικές διακυμανσεις. Παραδείγματα τέτοιου κλάδου αποτελούν οι βιομηχανίες σιδήρου και χαλυβα παγκοσμία. Ο κύκλος ζωής ενός κλάδου, όπως είπαμε αρχικά, κλείνει με το στάδιο της υφέσεως⁴. Τώρα οι πωλήσεις αυξάνουν πολύ πιο αργά από το ΑΕΠ ή παρουσιάζουν και ολική υφέση. Συνήθως παρατηρείται μείωση του αριθμού των ανταγωνιστών, ενώ παράλληλα γίνεται προσπάθεια εξαλείψης των μη επικερδών προϊόντων. Οι τιμές στην αγορά διαμορφώνονται σε επίπεδα τέτοια που μόλις που διατηρούν κάποιο επίπεδο κερδούς, ενώ οι χρημ/ριακές τιμές παρουσιάζουν ελάχιστο ενδιαφέρον. Φυσικά οι

επενδυτές αποφεύγουν να επενδύουν σε τέτοιους κλάδους, αν και μπορεί να αποδειχθεί συμφερουσα η αγορά καποιας μεμονωμενης εταιριας του κλαδου με καλο μανατζμεντ σε λογικη τιμη. Στην Ελλάδα μπορούμε να πουμε οτι ο κλαδος της κλωστουφαντουργιας παρουσιαζει τα πιο πανω χαρακτηριστικα.

Στην συνεχεια της μελετης μας και αφου αναλυσαμε τους κυκλους ζωης των κλαδων, θα επικεντροσουμε την προσοχη μας σε ορισμενους παραγοντες που παρουσιαζουν ενδιαφερον στην μελετη του αναπτυξιακου υποβαθρου του κλαδου. Συνολικα θα ασχοληθουμε με επτα επι μερους στοιχεια τα οποια ειναι:

1) Παρελθουσες τασεις αναπτυξης κλαδων, 2) Προσφορα και ζητηση, 3) Φυση προϊοντος, 4) Σχεση του κλαδου με το επιπεδο εισοδηματος, 5) Παραγωγικη δυναμικότητα κλαδου, 6) Πολιτικοι παραγοντες και 7) Διεθνης θεωρηση.

Ξεκινουμε απο την παρελθουσα ⁵ταση αναπτυξης του κλαδου. Στο προηγουμενο κεφαλαιο καναμε αναφορα στους παρελθοντες ρυθμους αναπτυξης της οικονομιας. Ετσι και εδω, οποιαδηποτε αλλαγη στο ρυθμο αναπτυξης, αν συσχετιστει με τα διαθεσιμα ιστορικα στοιχεια του κλαδου, μπορεί να βοηθησει τον επενδυτη να προσδιορισει το που βρικεται η εταιρια στην καμπυλη του κυκλου ζωης.

⁶ Προσφορα και ζητηση ειναι το επομενο στοιχειο που λαμβανεται υπ'οψη στην αναλυση του κλαδου. Ερωτηματα οπως τα παρακατω χρειαζονται απαντησεις: Εχει η ζητηση αυξηθει; Που βρισκεται η βασικη πηγη ζητησης; Εχει ο κλαδος την δυνατοτητα να ανταποκριθει και να ανταπεξεληθει σε μελλοντικη αυξηση της ζητησης; Υπαρχει η αναλογη ρευστοτητα ωστε να γινουν αμεσες επενδυσεις για την αντιμετωση μιας αναμενομενης αυξησης της ζητησης; Αυτα τα ερωτηματα μαλιστα αποκτουν

ιδιαιτερη βαρυτητα για κλαδους οπου καποια αυξηση της προσφορας "προύποθετει χρονοβορες και πολυ δαπανηρες επενδυσεις, οπως στη βαρια βιομηχανια και στον τομεα ηλεκτρικης ενεργειας.

Η φυση των προϊόντων⁷ μπορούμε να πουμε οτι αποτελεί ουσιαστικο στοιχειο της ζήτησης και συνεπως προσδιοριστικο της παραγοντα. Μια βασικη ερωτηση στην οποια πρεπει να απαντησει ο επενδυτης ειναι το εαν το προιον ή τα προιοντα του κλαδου με το περασμα του χρονου, τεινουν να παρουσιαζουν αυξανομενη ζητηση ταυτιζομνα με τα καταναλωτικα προτυπα που διαμορφωνουν οι κοινωνιες, αλλα και με τα προτυπα του τροπου ζωης γενικοτερα.

Στη φυση των προϊόντων περιλαμβανεται ομως και το στοιχειο της προσφορας, επειδη ειναι αναγκη να προσδιοριστεί εαν ο κλαδος εχει την δυνατοτητα μαζικης παραγωγης του προϊόντος ή των προϊόντων. Εαν δεν υπαρχει αυτη η δυνατοτητα, τοτε θα υπαρχει δυσκολια παραγωγης ποιοτικων προϊόντων σε ανταγωνιστικες τιμες. Ακομη στη φυση του προϊόντος περιλαμβανεται και το ζητημα της δυνατοτητας μακροπροθεσμης τεχνολογικης βελτιωσης των προϊόντωντου κλαδου. Η πιθανοτητα υπαρξης τετοιας δυνατοτητας, υποσχεται την δυνατοτητα απο μερους του κλαδου να αντιμετωπισει τις ανταγωνιστικες προκλήσεις αλλων κλαδων στην χωρα, αλλα και ακομα και ξενων ανταγωνιστων. Στην κατηγορια αυτη ανηκει ο κλαδος των Η/Υ.

Το τεταρτο στοιχειο ενδιαφεροντος εχει να κανει με την επιδραση που εχει στον κλαδο η μεταβολη του εισοδηματικου επιπεδου του καταναλωτικου κοινού. Οι οικονομολογοι ονομαζουν αυτη την συσχετιση "ελαστικοτητα". Ετσι λοιπον λεμε οτι ενα προιον παρουσιαζει "εισοδηματικη ελαστικοτητα" οταν η ενταση

των πωλήσεων μεταβάλλεται πάνω ή κάτω ταχύτερα από την μεταβολή που παρουσιάζει το εισόδημα. Αντιθέτα, "εισοδηματικά ανελαστικό" ονομάζεται το προϊόν του οποίου οι μεταβολές στην ζήτηση είναι μικρότερες από αυτές του εισοδήματος του καταναλωτή.

Μια πιο δημοφιλής μέθοδος προσδιορισμού του ίδιου στοιχείου, είναι ο προσδιορισμός του εάν ένα προϊόν είναι ανθεκτικό στην ύφεση ή όχι, δηλαδή αν πρέπει να ικανοποιηθεί οπωσδήποτε η καταναλωτική του ανάγκη ή αν μπορεί να αφήσει. Μιλώντας γενικά μπορούμε να πούμε ότι τα είδη που αποτελούν μικρό μέρος του εισοδήματος θεωρούνται συγκριτικά ανελαστικά (πχ τσιγκλες, εφημερίδες κτλ). Αυτά που αποσπούν πιο μεγάλο μέρος του εισοδήματος θεωρούνται επίσης "ανθεκτικά στην ύφεση", όπως τσιγάρα, μπύρα κτλ.

Τα δύο πιο πάνω στοιχεία αφορούν κυρίως στην ζήτηση. Αντιθέτα η παραγωγική δυνατότητα του κλάδου αναφέρεται στον τομέα της προσφοράς. Συχνά υπάρχει μια συσχέτιση ανάμεσα στην τιμή που διαμορφώνεται για ένα προϊόν και στο ποσοστό της παραγωγικής δυναμικότητας που απασχολείται. Κλασικό παράδειγμα αποτελεί η τσιμεντοβιομηχανία στις αρχές της δεκαετίας του 1960. Τότε, εξ' αιτίας των μεγάλων παραγωγικών επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν, φαινόταν πως κάθε εταιρία του κλάδου μπορούσε με το δεδομένο δυναμικό που διαθέτει, να καλύψει την αναμενόμενη αύξηση της ζήτησης για τα επόμενα χρόνια.

Ξεφευγώντας από τα πιο πάνω στοιχεία που αναλύσαμε, θα αναφερθούμε σε έναν άλλο τομέα ο οποίος αφορά στους πολιτικούς παράγοντες. ¹⁰ Η κυβερνητική παρέμβαση μπορεί να είναι άμεση ή έμμεση. Η άμεση παρέμβαση αφορά στη διαχείριση ή την παραγωγή και διαθεσιμότητα των προϊόντων και των

υπηρεσιών από την κυβέρνηση. Κλαστικό παράδειγμα αποτελούν οι εταιρίες προσφοράς υπηρεσιών, τραπεζών και συγκοινωνιών. Σε αυτούς τους τομείς η κυβερνητική πολιτική συχνά καθορίζει τόσο τις τιμές, όσο και το είδος των υπηρεσιών.

Όλοι όμως οι κλάδοι, παρουσιάζουν ένα βαθμό εξάρτησης από την κυβερνητική πολιτική, καθώς το κράτος συχνά παρεμβίνει εμμεσα στις δραστηριότητες τους. Για παράδειγμα, ο κλάδος της αυτοκινητοβιομηχανίας, έχει περιορισμούς από την κυβέρνηση στο θέμα της εκπομπής καυσαερίων. Το ίδιο συμβαίνει και στην καπνοβιομηχανία όπου έχει διαφημιστικούς περιορισμούς από την κυβέρνηση. Άκομη οι βιομηχανίες τροφίμων έχουν περιορισμούς στον τομέα των προσθετών θρεπτικών στοιχείων και στις ποσότητες που αυτά προστίθενται.

Εξ' ίσου σπουδαίο ρόλο παίζουν και οι διεθνείς επιδράσεις¹¹ στους επιμερους κλάδους. Οι σύγχρονες τηλεπικοινωνίες έχουν μικρύνει τον κόσμο, αλλά τον ίδιο μεγάλο ρόλο έχει παίξει και η επέκταση του διεθνούς εμπορίου, που έχει ουσιαστικά αυξήσει κατακόρυφα τις διεθνείς αλληλεπιδράσεις. Κλασικό παράδειγμα αποτελούν οι πετρελαϊκές κρίσεις και κυρίως αυτή του 1973, αλλά και τα τελευταία γεγονότα στον Περσικό Κόλπο τα οποία έχουν επιπτώσεις, τουλάχιστον οικονομικές, παγκοσμία. Το ενδιαφέρον του επενδυτή στρέφεται λοιπόν, τόσο στο διεθνές πολιτικό επίπεδο, όσο και στις διεθνείς οικονομικές αγορές και στον ρόλο που θα διαδραματίσουν στο μέλλον. Σαν παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε την ΕΟΚ του 1992 και τον ρόλο που αυτή θα διαδραματίσει.

Κλείνουμε την αναφορά μας στους επιμερους παραγόντες που λαμβάνει υπ' όψη του ο επενδυτής, με την αναφορά στον τομέα των κοινωνικών αλλαγών.¹² Αν και αυτόν τον παράγοντα τον

αναφερουμε τελευταίο, αυτό δεν σημαίνει ότι έχει και την μικρότερη σημασία. Σαν κύριο σημείο αναφερουμε την αλλαγή των καταναλωτικών προτύπων. Επί παραδειγματι μπορούμε να αναφερουμε την αυξημένη ζήτηση που παρουσιάζεται για τα μικρότερα συγκριτικά αυτοκίνητα, αλλά και οι αλλαγές προτίμησης στην κατανάλωση τροφίμων και ποτών (στροφή από το κρασί στους χυμούς και τα αναψυκτικά), αν και αυτές οι αλλαγές αργούν να συντελεστούν στο περσίωμα του χρόνου.

Με τα ανωτέρω ολοκληρώθηκε η ανάλυση του αναπτυξιακού υποβαθμού του κλάδου και του πως αυτός επηρεάζεται από τους διάφορους παράγοντες, ώστε να γνωρίζει και να προβλέπει ο επενδυτής την πορεία των διάφορων κλάδων για την επιλογή του χαρτοφηλακίου του.

-
1. Fundamental σ. 150, - 2-3-4. Fundamental σ. 151.
 5. Fundamental σ. 152, - 6-7. Fundamental σ. 153
 - 8-9. Fundamental σ. 154, - 10-11. Fundamental σ. 155
 12. Fundamental σ. 156.

Αναπτυξιακό υιοθέτητο εταιρίας

(fundamental) σ. 173-183, Παπουλίας σ.170)

Αυτο και το επόμενο κεφάλαιο, ασχολούνται με την ανάλυση μιας μεμονωμένης εταιρίας. Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την ανάλυση ποιοτικών στοιχείων τα οποία περιλαμβάνουν: 1) Αξιολόγηση της ποιότητας του μανατζμεντ, 2) Ανάλυση παραγωγής των προϊόντων ή των παρεχόμενων υπηρεσιών, 3) Το αναπτυξιακό υιοθέτητο όπως αυτό αντανακλάται από παρελθόντα στοιχεία ανάπτυξης, αλλά και σύγχρονο σχεδιασμό. Στο επόμενο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση ποσοτικών στοιχείων τα οποία αφορούν στην ανάλυση των οικονομικών δηλώσεων της εταιρίας και στην αξιολόγηση τους για την εξαγωγή ασφαλών κατά το δυνατόν προβλεψεων σχετικά με τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Ουσιαστικό όμως είναι ερωτησίο ο πραγματικός διαχωρισμός των δύο αυτών κεφαλαίων.

1) Καθως ξεκινάμε την αναφορά μας με τον πρώτο τομέα που θα αναλύσουμε, την ποιότητα του μανατζμεντ, είναι καλό να αναφέρουμε ότι πρόκειται ουσιαστικά για πολύ δύσκολο έργο, διότι η αξιολόγηση υποκειται σε πολλούς υποκειμενικούς παραγοντες και εκτιμήσεις. Επιπλέον η μελέτη του μανατζμεντ εκτείνεται πολύ πιο πέρα από τη μελέτη των ανθρώπων που περιλαμβάνονται. Ο χώρος όπου αυτοι δραστηριοποιούνται και οι σχετικές ευκαιρίες που τους παρουσιάζονται, είναι πολύ σημαντικά στοιχεία που πρέπει να ληφθούν υπ"οψη και να συσχετισθούν. Εμείς θα ασχοληθούμε κύριως με 4 υποτομείς ανάλυσης: α) Τον βασικό σχεδιασμό του μανατζμεντ, β)

Εκπαίδευση και πείρα, γ) Βαθος μαναντζμεντ και δ) Στοιχεια του παρελθοντος.

Αν και είναι γενικά παραδεκτο πως είναι δυσκολο τo να καθοριστει αν υπαρχει βασικός σχεδιασμός και μάλιστα λογικός, η προσεκτική και με σκεψη θεωρηση του μελλοντος, είναι ένα απο τα βασικά χαρακτηριστικά του επιτυχημενου μαναντζμεντ. Ένας επενδυτης επι παραδειγματι θα μπορούσε να απαντησει σε ερωτησεις οπως: Έχει τεθει μακροπροθεσμος σχεδιασμος; Έχει θεσπιστει συστημα κανονων το οποιο να απανταει σε καθημερινα προβληματα στον εργασιακο χωρο; Διαθετει υψηλα εκπαιδευμενο προσωπικο, νεο σε ηλικια και είναι προθυμη η επιχειρηση να πληρωνει τα απαιριτητα χρηματα για τις υπηρεσιες τετοιων ατομων;

Σχετικά με το βασικό σχεδιασμό και το αν θεωρείται πετυχημενος έχουν γραφτει πολλά βιβλια. Υπαρχουν ομως τρεις βασικοί στοχοι των οποίων η υπαρξη θεωρείται επιβεβλημενη:

1) Η εταιρια θα πρεπει να δραστηριοποιείται στον τομεα των δηροσιων σχεσεων και των σχετικων με αυτες δραστηριοτητων, ωστε να διατηρει μια καλη εικονα στην επενδυτική κοινοτητα.
2) θα πρεπει να επιζητα οικονομική πολιτική η οποια θα επιτρεπει την υπαρξη μακροπροθεσμης αναπτυξης καθώς και οικονομικής σταθεροτητας. Έτσι πολυ μεγάλη σημασια έχουν η διαχειρηση του χρεους της επιχειρησης καθώς και η μερισματική πολιτική.
3) Η εταιρια πρεπει να αναπτυσει δημιουργική πολιτική στον τομεα των εξαγορων και των συγχωνεψεων, καθώς αυτες παιζουν ολοένα και σπουδαιότερο ρολο στο παγκοσμιο επιχειρηματικό συστημα.

Απο την άλλη μερια στην προσπαθεια αξιολογησης του επιπεδου εκπαίδευσης και εμπειρίας των μανατζερς, τον σπουδαιότερο

ρολο στην διαμόρφωση γνώμης, παίζει η προσωπική επαφή με τα άτομα της διοίκησης, αλλά και με ανθρώπους οι οποίοι έρχονται σε επαφή μαζί τους, όπως πελάτες, προμηθευτές κτλ. Όπως είναι φυσικό ο μέσος επενδυτής δεν έχει τέτοιου είδους δυνατότητες και ευκαιρίες και για αυτό τον σημαντικότερο ρόλο σε αυτή την περίπτωση παίζει ο ειδικός οικονομικός τύπος καθώς επίσης και οι ετήσιες εκθέσεις που δημοσιεύουν οι εταιρίες και όπου περιέχουν τέτοιου είδους στοιχεία.

Όταν λέμε βαθός του μαναντζμεντ³ αναφερόμαστε στον σχεδιασμό που πρέπει να υπάρχει σε μια εταιρία σχετικά με την προοπτική αντικατάστασης του υπάρχοντος ειδικού προσωπικού σε διαχειρηστικές θέσεις, με άτομα τα οποία ετοιμάζονται προοδευτικά για αυτή την "διαδοχή". Εταιρίες οι οποίες δεν διαθέτουν αυτού του είδους τον σχεδιασμό, πιθανότατα θα αντιμετωπίσουν σοβαρά προβλήματα στον πια τα υπάρχοντα στελέχη δεν θα διαθέτουν την απαιτούμενη ικανότητα αλλά και ενεργητικότητα για να ανταπεξέλθουν στον ανταγωνισμό. Φυσικά για να υπάρχει βαθός στο μαναντζμεντ, είναι απόλυτα αναγκαίο να υφίσταται ένα ικανοποιητικό και πλήρες εκπαιδευτικό πρόγραμμα, αλλά και ο σχετικός σχεδιασμός.

Τέλος σε ότι αφορά στην μελέτη στοιχείων του παρελθόντος για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την ποιότητα του μαναντζμεντ⁴, μπορούμε να πούμε ότι η κυριότερη πηγή πληροφόρησης είναι οι ετήσιες οικονομικές αναφορές που εκδίδονται από την εταιρία.

2) Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναφερθήκαμε στον κύκλο ζωής του κλάδου. Απόλυτα σχετική με αυτό είναι και η ανάλυση που θα κάνουμε παρακάτω, αλλά σε επίπεδο μεμονομένης εταιρίας. Θα προσπαθήσουμε να προσδιορίσουμε το που βρίσκονται τα προϊόντα

σε σχέση με τον κύκλο ζωής τους, καθώς και το αν υπάρχει σχεδιασμός για παρουσίαση νέων προϊόντων καθώς τα παλιά ωριμάζουν και φθίνουν στις αποδοσεις τους. Έτσι θα εξετάσουμε θέματα όπως: α) Φύση και διαφοροποίηση προϊόντων, β) Φήμη και ποιότητα προϊόντων και γ) Πρόγραμμα έρευνας και ανάπτυξης.

Υπάρχει μια σειρά από χαρακτηριστικά τα οποία πρέπει να βρίσκονται σε ένα προϊόν, ώστε να εξασφαλίζεται η δυνατότητα μελλοντικού κέρδους. Ένα από αυτά είναι το ότι θα πρέπει να υπάρχει μετρίος συναγωνισμός τιμών στην αγορά. Αυτό είναι εξαιρετικά σημαντικό, γιατί σχετίζεται με την ικανότητα της εταιρίας να ανεβαίνει τις τιμές ώστε να υπερκαλύψει ενδεχόμενο αυξημένο κόστος.

Ένα δεύτερο στοιχείο που συσχετίζεται με τη φύση και τη διαφοροποίηση του προϊόντος, είναι το κόστος παραγωγής. Σαφώς πλεονεκτήματα παρουσιάζουν οι εταιρίες των οποίων τα προϊόντα μπορούν να παραχθούν με συγκριτικά χαμηλότερο κόστος από το μέσο κόστος, με την χρήση βελτιωμένης τεχνολογίας. Συναφές με την προηγούμενη έννοια είναι και το να υπάρχει η δυνατότητα μαζικής παραγωγής, χωρίς όμως να πεφτει η ποιότητα. Με λίγα λόγια αναφερόμαστε και εδώ στην παραγωγική δυνατότητα η οποία είναι διαθέσιμη. Τέλος, μεγάλη σημασία, ιδιαίτερα στον τομέα της διαφοροποίησης του προϊόντος, έχει και το εύρος της αγοράς. Στο σύγχρονο κόσμο οι αγορές αποκτούν ολοένα και περισσότερο διεθνείς διαστάσεις και αυτό σημαίνει ότι πλεονεκτούν τα προϊόντα τα οποία διαφοροποιούνται και έτσι έχουν την δυνατότητα να προσεγγίζουν και να εκμεταλλεύονται τις διεθνείς αγορές.

Καθώς όμως ο ανταγωνισμός γίνεται οξύτερος, κατακλιζούν

καθημερινά την αγορά ολοένα και περισσότερα προϊόντα της ίδιας κατηγορίας και του αυτού είδους.

Αυτό σημαίνει ότι μεγαλύτερες δυνατότητες επιβίωσης και διακρίσης, έχουν τα προϊόντα εκείνα που έχουν κάτι για το οποίο ξεχωρίζουν από το σύνολο. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Polaroid με την φωτογραφική μηχανή που βγαζει φωτογραφίες στιγμής. Εννοείται πως για να μην εξαλειφστεί αυτό το πλεονεκτήμα πρέπει να εξασφαλιστεί η ύπαρξη ασφαλιστικών δικλίδων, όπως οι πατέντες, η υψηλή τεχνολογία και το "know-how".

Σε αυτό το σημείο αξίζει να πούμε και κάτι παραπάνω για τη διαφοροποίηση του προϊόντος, καθώς σχεδόν όλα τα παραπάνω στοιχεία αναφέρονταν στην φύση του προϊόντος. Ο τομέας της διαφοροποίησης αναφέρεται κυρίως στην ποικιλία των προϊόντων που τείνει με τον καιρό να αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημασία στον συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνισμό. Εξ'ίσου σημαντικό ρόλο παίζουν όμως και οι πρώτες ύλες. Το αν δηλαδή έχει εξασφαλιστεί η ύπαρξη αφθονής, φθηνής και καλής ποιότητας πρώτης ύλης, αφού δεν αποτελεί σπάνιο φαινόμενο η κατά καιρούς έλλειψη τους.

Πέρα όμως των ανωτέρων στοιχείων, υπάρχουν και άλλα τα οποία δεν μπορούν να αποτιμηθούν και να υπολογιστούν με χρηματική αξία. Τέτοια στοιχεία είναι, η φήμη του προϊόντος καθώς επίσης και η ποιότητα του. Συνήθως μια εταιρία που διαθέτει αυτά τα χαρακτηριστικά τα χρησιμοποιεί προς ωφελος της προβαλόντας τα κυρίως στις διαφημιστικές της καμπάνιες.

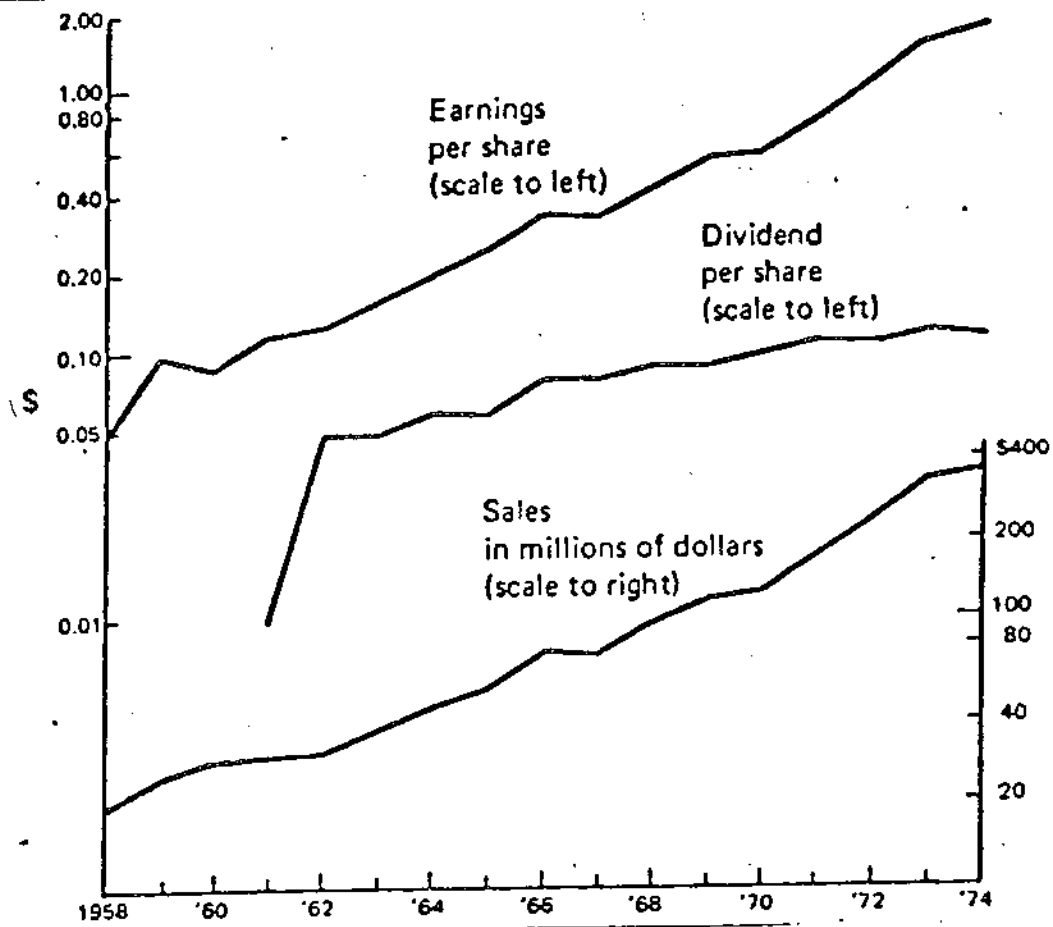
Επειδή όμως υπάρχει το ενδεχόμενο μια εταιρία να διαθέτει όλα αυτά τα χαρακτηριστικά, στην ποιότητα, το είδος, τη φήμη και τη διαφοροποίηση των προϊόντων της, αλλά να μην έχει καλό

σχεδιασμο για το μελλον, μπορεί να υπαρξει μελλοντικη συρικνωση και αποχωρηση της. Ετσι ο επενδυτης ο οποιος κοιταει μπροστα, στην μελετη του δινει πολυ μεγαλο βαρος στον τομεα της ερευνας και της αναπτυξης που εχει μια εταιρια.

Η πιο κλασικη μεθοδος αυτης της ερευνας απο μερους του επενδυτη ειναι η συγκριση των ποσων που δαπανονται σε τετοιου ειδους προγραμματα, σε σχεση με το υψος των πωλησεων η σε σχεση με τα καθαρα κερδη. Ασφαλως για την εξαγωγή ορθων συμπερασματων, απαιτειται και η συγκριση αυτων των ποσοστων σε σχεση με τα αντιστοιχα ποσοστα ομοειδων ανταγωνιστικων επιχειρησεων. Εννοειται φυσικα οτι τετοιου ειδους συσχετισεις αποκτουν μεγαλυτερη βαρυτητα σε επιχειρησεις υψηλης τεχνολογιας.

3) Οσον αφορά τωρα στον τομεα της αναλυσης της παρελθουσας αναπτυξης, το ενδιαφερον του επενδυτη συγκεντρωνεται κυριως στις πωλησεις, στα κερδη ανα μετοχη καθώς και στα μερισματα ανα μετοχη. Ο επενδυτης οταν παρατηρει τετοιου ειδους πινακες και διαγραμματα, συγκεντρωνει την προσοχη του κυριως σε δυο στοιχεια: α) Την ταση στην μακροχρονια' περιοδο και β) Στην σταθεροτητα και στην συνεχεια που εκδηλωνεται.

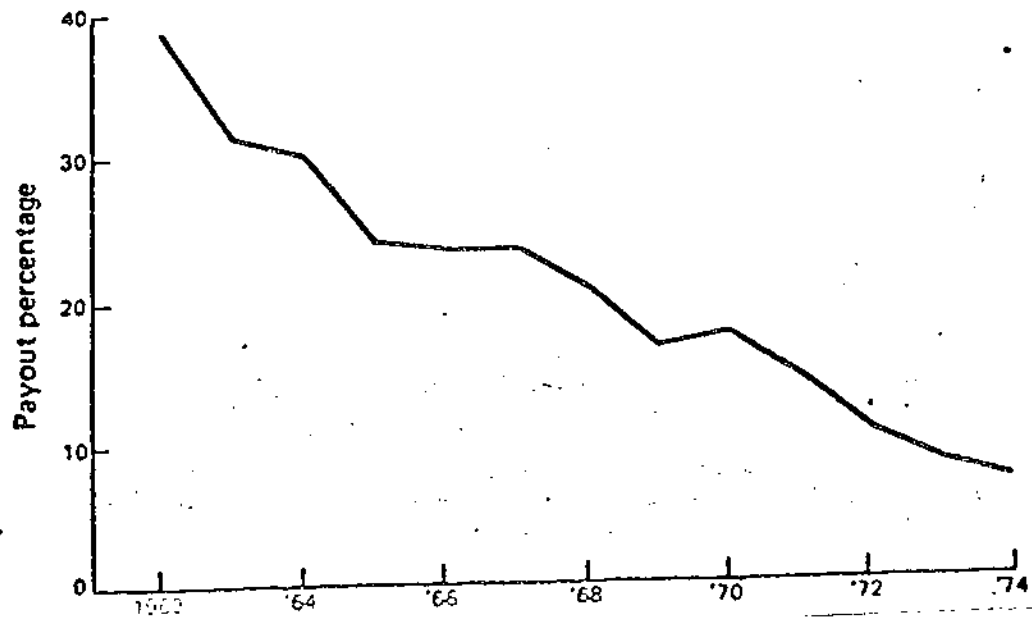
Σε αυτο το σημειο παρτειθενται στο διαγραμμα (7) τα στοιχεια της εταιριας Lowe για 17 χρονια (1958-1974). Το διαγραμμα ειναι φτιαγμενο ημιλογαριθμικο (με λογαριθμικη κλιμακα την καθετη) και μετραει στην αριστερη κλιμακα τα κερδη αν μετοχη (Earning per share) και τα μερισματα ανα μετοχη (Divinded per share) και στην δεξια τις πωλησεις σε εκατομμυρια δολλαρα (Sales in million dollars). Ετσι μας παρεχεται η δυνατοτητα συγκρισης και των τριων μεγεθων και μαλιστα σε ποσοστιαιες μεταβολες ταυτοχρονα. Ειναι φανερο οτι και με την



ΠΗΓΗ: Fundamental.

Διάγραμμα 8

FIGURE 9-2
Lowe's Dividend Payout, 1962-74



πρωτη ματια, τα διαγραμματα δειχνουν σταθερη και συνεχη αναπτυξη στο περαςμα του χρονου. Με δεδομενο το καλο μανατζμεντ της εταιριας τοσο στο παρελθον, οσο και στο παρον, ο επενδυτης μπορει να περιμενει μια αναλογη συνεχεια για το μελλον, χωρις αυτο φυσικα να προδικαζεται, αφου πρπει να συνεξετασθουν και να συσχετισθουν μια πληθωρα επιπροσθετων παραγοντων και πικραμετρων.

Σε αμεση σχεση με τα πιο πανω, βρισκεται ο μακροπροθεσμος και ο βραχυπροθεσμος σχεδιασμος της εταιριας. Αυτο αναγεται κυριως στον οικονομικο σχεδιασμο, στον σχεδιασμο της αγορας, στον σχεδιασμο και τον ελεγχο της παραγωγης και τελος στη διαφοροποιηση.

Ξεκινωντας με τον οικονομικο σχεδιασμο, ο επενδυτης, οπως ειχαμε αναφερει και στην εισαγωγη του κεφαλαιου, επικεντρωνει την προσοχη του, στο περιθωριο κερδους, στην ισορροπια της κεφαλαιακης δομης και στην διατηρηση αξιολογης ρευστοτητας. Περα ομως απο αυτα τα στοιχεια, τα οποια θα τα εξετασουμε αναλυτικα στο επομενο κεφαλαιο, μεγαλη σημασια για τον επενδυτη εχει η μερισματικη πολιτικη που ακολουθει η εταιρια. Ο γενικα παραδεκτος τροπος μελετης της μερισματικης πολιτικης βρισκεται απο τον δεικτη που μετραει το ποσοστο των διανεμομενων κερδων και ο οποιος υπολογιζεται ως εξης:

Μερισμα ανα μετοχη

Ποσοστο διανεμομενων κερδων -----X100

Κερδη ανα μετοχη

Για παραδειγμα η εταιρια Lowe για το 1974 ειχε μερισμα ανα μετοχη 0,12 \$ και κερδη ανα μετοχη 1,71 \$, ορα το ποσοστο διανεμομενων κερδων ηταν $(0,12/1,71) \times 100 = 7\%$. ⁵

Αν βαλουμε τις τιμες αυτου του λογου σε ενα διαγραμμα απο το

1962 ως το 1974 θα έχουμε το διαγράμμα (8). Παρατηρούμε ότι ο δείκτης αυτός φθίνει συνεχώς. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία αυξάνει συνεχώς το ποσοστό των κερδών που επανεπενδύει, μειώνοντας ταυτόχρονα το μερίσμα. Με δεδομένη την ραγδαία αύξηση των πωλήσεων στο αντίστοιχο διάστημα, η πολιτική αυτή θεωρείται κατάλληλη.

Είναι αξιοσημείωτο το ότι το 1962 η τιμή της μετοχής ήταν 2 \$ ενώ το 1975 ήταν περίπου 46⁶ \$. Αυτό φυσικά δεν σημαίνει ότι μια φθίνουσα μερισματική πολιτική οδηγεί σε αύξηση των τιμών. Αυτό συμβαίνει ΜΟΝΟ όταν οι ευκαιρίες επανεπένδυσης βελτιώνονται κάτι που σημαίνει ότι θα αποδοσουν στο μέλλον κέρδη.

Όμως η αξιολόγηση του βραχυπροθεσμού και μακροπροθεσμού σχεδιασμού, δεν εξαντλείται με την μελέτη αυτών των παραμετρών. Το ευκτικό προώθησης και διανομής των προϊόντων στην αγορά, παίζει καθοριστικό ρόλο. Συνήθως το σπουδαιότερο ρόλο παίζει η επιλογή του κατάλληλου καναλιού διανομής. Για παράδειγμα η εταιρία καλλυντικών Avon έχει διαλέξει την απορτα σε πορτα διανομή των προϊόντων της, κάτι που έχει αποδειχθεί εξαιρετικά πετυχημένο.

Απο την άλλη μεριά η εταιρία υπολογιστών Hewlett-Packard, αλλά και άλλοι κατασκευαστές ιδίων προϊόντων, έχουν επιλέξει την απ'ευθείας ταχυδρομική καμπάνια για την προώθηση των υπολογιστών υψηλού κόστους. Επιπλέον η Hewlett-Packard διαλέξε να μην συμμετεχει στην αγορά υπολογιστών χαμηλού κόστους και τιμής. Γενικά μιλώντας οι προσπάθειες της παραπάνω εταιρίας, θεωρούνται επιτυχημένες.

Ειδική κατηγορία αποτελούν οι εταιρίες που συμμετάσχουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, όπου συνήθως εκμεταλλεύονται το

το δικτύιο διανομής τους, για την προώθηση των προϊόντων της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Κλαστικό παράδειγμα αποτελεί η εταιρία Ξυραφιών Gillette όπου απέκτησε την εταιρία στύλων Paper Mate. Η Gillette μπόρεσε να προώθησει τα στύλα μέσω του συστήματος διανομής που χρησιμοποιούσε για τα Ξυραφια. Στον σχεδιασμό και έλεγχο της παραγωγής, υπάρχουν 2 κύριοι παράγοντες που λαμβάνει υπ' όψη ο επενδυτής. Ο πρώτος είναι αυτός της εκτίμησης της μελλοντικής προσφοράς. Από την στιγμή που υποθετούμε ότι αυτή προσδιορίστηκε, εναπομένει να εκτιμηθεί η απαιτούμενη παραγωγική ικανότητα που θα απαιτηθεί για την ικανοποίηση της και να γίνουν φυσικά οι ανάλογες προσαρμογές, κυρίως όταν αυτές απαιτούν πολύ χρόνο και μεγάλο κόστος. Κλαστικό παράδειγμα αποτελεί η εταιρία παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος.

Δευτερός παράγοντας είναι αυτός του ελέγχου των αποθεμάτων, τόσο των πρώτων υλών, όσο και των ετοιμών προϊόντων, κατά την διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας. Ήδη έχουμε αναφερθεί στον κρίσιμο ρόλο που παίζουν τα αποθέματα στην οικονομία σε παγκόσμιο επίπεδο.

Τέλος στον τομέα της διαφοροποίησης, αναφερομαστε στους τομείς που δραστηριοποιείται μια εταιρία, πέρα από την κύρια δραστηριότητα της. Παράδειγμα αποτελούν οι εταιρίες τσιγαρών, που καθώς αντιμετωπίζουν μια σφιχτή αγορά και έναν έντονο ανταγωνισμό, έχουν επεκταθεί και σε άλλους τομείς, όπως αυτός των τροφίμων, με αρκετή επιτυχία τις περισσότερες φορές. Λαμβανοντας όλα που αναφερθηκαν σε αυτά τα κεφάλαια υπ' όψη του, ο επενδυτής έχει την δυνατότητα αφού επιλέξει τον κλάδο με το περισσότερο ενδιαφέρον, να προσδιορίσει με αρκετή επιτυχία την καλύτερη εταιρία.

1. Fundamentals α. 174- 2-3. Fundamentals α. 175

4. Fundamentals α. 176- 5-6. Fundamentals α. 181.

Κεφάλαιο Βον

Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων

(Παπουλίας σ. 119-142, Νιάρχος σ. 40-65, Fundamentals σ. 197-209)

Τόσο το κεφάλαιο αυτό, όσο και το επομενό, ασχολούνται με την μακροπρόθεσμη ανάλυση των επιχειρήσεων και προσπαθούν να προβλεψουν την πορεία των κρίσιμων και βασικών μεγεθών προκειμένου να προσδιορίσουν την μελλοντική κίνηση των τιμών. Αυτή η μέθοδος ονομάζεται βασική ανάλυση (Fundamental analysis) και αποτελεί μια από τις δύο κυριώτερες "σχολές" ανάλυσης που έχουν επικρατήσει στη σύγχρονη οικονομική ανάλυση των μετοχών.

Το βασικό στοιχείο της οικονομικής ανάλυσης, είναι οι οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες συντάσσονται με βάση τις αποδεκτές λογιστικές αρχές. Αυτές είναι: α) Ισολογισμός, β) Αποτελέσματα χρήσης, γ) Διαθέση αποτελεσμάτων και δ) προσαρτήματα. Πριν προχωρήσουμε στη μελέτη μας, θα αναφερθούμε περιληπτικά για κάθε μια κατηγορία οικονομικών καταστάσεων και θα δούμε επίσης μερικά προβλήματα που ασχολούνται με αυτές, προβλήματα αξιοπιστίας τα οποία προκύπτουν κυρίως κατά τον καταρτισμό τους.

Ο ισολογισμός δείχνει την χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, συνήθως 31/12 ή 30/6. Τόσο ο ισολογισμός, όσο και οι άλλες οικονομικές καταστάσεις, καταρτίζονται με βάση τις αποδεκτές λογιστικές αρχές, έτσι ώστε να υπάρχει ενιαίος τρόπος συντάξης και ενιαίο περιεχόμενο. Στο αριστερό μέρος του ισολογισμού, βρίσκεται το λεγόμενο ενεργητικό (λογιστικά) ή οι χρήσεις

των κεφαλαίων (χρηματοοικονομικά), με σειρά από τα δυσκολότερα ρευστοποιήσιμα προς τα ευκολότερα ρευστοποιήσιμα. Μπορεί βεβαίως να συμβεί και το αντίθετο. Στ' αριστερό μέρος τ' ισολογισμού καταχωρείται το παθητικό (λογιστικά) ή οι πηγές άντλησης κεφαλαίων (χρηματοοικονομικά). Η σειρά είναι από τις μακροπρόθεσμες προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Στο παθητικό υπάρχουν και τα κεφάλαια των ιδιοκτητών (ιδία κεφάλαια) τα οποία καταχωρούνται πρώτα. Από επενδυτική άποψη ο ισολογισμός παρουσιάζει μικρότερο ενδιαφέρον σε σχέση με τα αποτελέσματα χρήσης. Στον πίνακα (1) φαίνεται ο ισολογισμός χρήσης 1988 της εταιρίας Ξυλού "Βαλκαν Εξपोर्ट".

Ο πίνακας των αποτελεσμάτων χρήσης, είναι όπως προαναφεράμε, αυτός ο οποίος παρουσιάζει το μεγαλύτερο ενδιαφέρον. Άλλωστε και η κατάρτιση του αποτελεί και τον μέγιστο σκοπό της λογιστικής διαδικασίας. Στην αρχή εμφανίζεται το ύψος των εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων ή την προσφορά υπηρεσιών.

Απ' την αφαίρεση του κόστους βρίσκουμε τα Μικτά κέρδη. Αν στα μικτά κέρδη προστεθούν τυχόν εσοδα εκμετάλλευσης και αφαιρέσουμε τα μη παραγωγικά έξοδα, έχουμε το ολικό αποτέλεσμα εκμετάλλευσης. Αν τώρα σε αυτό προσθέσουμε οποιαδήποτε εσοδα τα οποία δεν ανήκουν στις πιο πάνω κατηγορίες και αφαιρέσουμε τα αντίστοιχα έξοδα και τις αποσβέσεις, τότε προκύπτει το καθαρό αποτέλεσμα χρήσης. Στον πίνακα (2) φαίνεται ο πίνακας αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρίας "Βαλκαν Εξपोर्ट".

Η τρίτη κατάσταση που αναφεράμε είναι ο πίνακας διαθεσης κερδών. Αυτή η κατάσταση αποτελείται από δύο τμήματα. Στο πρώτο, το καθαρό αποτέλεσμα της χρήσης, αυξομειώνεται από

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι

«ΒΑΛΚΑΝΕΞΠΟΡΤ» ΕΜΠΟΡΙΟΝ - ΜΕΤΑΛΛΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΙ Α.Ε.

ΑΡ. Μ.Α.Ε. 8196/62/Β/86/31

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1988

25η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1988)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜ. ΧΡΗΣΕΩΣ 1988			ΠΟΣΑ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΕΩΣ 1987			ΠΑΘΗΤΙΚΟ	ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜ. ΧΡΗΣΕΩΣ 1988		ΠΟΣΑ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΕΩΣ 1987	
	ΑΣΙΑΚΗΣ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΑΝΑΠ.ΑΣΙΑ	ΑΣΙΑΚΗΣ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΑΝΑΠ.ΑΣΙΑ		Α. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	Β. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ
Β. ΕΣΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ							Α. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ				
2. Ξενοαλλογιστικές διαφορές (δανείων για κτήσεως παγίων στοιχείων)	604.292.782	540.345.460	63.947.322	591.694.512	488.996.407	102.698.105	Ι. Μετοχικό κεφάλαιο καταβλημένο (365.638 μετοχές των 1.000 δραχμ. έκαστη)	365.638.000		365.638.000	
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							ΙΙΙ. Διαφορές αναμηνής - επιχορ. επενδ		1.021.085	1.021.085	
Γ.1. Ακίνητες ακινήτοποιήσεις							4. Έκτοκτο αποθεματικό	410.954.218		46.060.126	
Γ. Έσοδα ερευνών και αναπτύξεως	2.220.141	2.220.141	0	2.220.141	1.998.126	222.015	2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπων περιουσιακών στοιχείων	411.975.303		47.081.211	
Γ.2. Ενδοκίνητες ακινήτοποιήσεις							IV. Αποθεματικό κεφάλαιο				
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	490.198.547	0	490.198.547	178.299.436	0	178.299.436	1. Τακτικό αποθεματικό	73.700.000		57.200.000	
2. Άγρια - Φυτείες - Δάση	4.865.050	0	4.865.050	4.668.800	0	4.668.800	4. Έκτοκτο αποθεματικό	150.300.000		800.000	
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	1.039.510.621	992.633.436	116.877.185	853.516.760	766.011.056	87.505.704	5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	676.506.019		604.541.235	
4. Μηχθ. - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	2.679.841.137	2.499.307.370	180.533.767	2.633.433.471	2.466.603.209	166.830.262	900.506.019		869.541.235		
5. Μεταφορικά μέσα	372.190.571	124.140.922	48.049.649	168.019.549	111.656.645	56.362.904					
6. Επιπλα και λοιπός εξοπλισμός	78.703.787	66.357.320	12.346.467	72.472.812	64.602.868	7.869.944					
7. Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές	49.501.680	0	49.501.680	1.173.138		1.173.138					
	4.514.811.393	3.612.439.048	902.372.345	3.911.583.966	3.408.873.778	502.710.188	V. Αποτελεσματο εις νέον Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέον	364.095		32.550.069	
Σύνολο ακινήτοποιήσεων (Γ.1-Γ.2)	4.517.031.534	3.614.659.189	902.372.345	3.913.804.107	3.410.871.904	502.932.203	Σύνολο Ίσων Κεφαλαίων (Α+ΑΙΙ+ΑΙΥ+ΑΥ)	1.678.483.417		1.107.810.515	
ΙΙΙ. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις							Β. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΣΟΔΑ				
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις		111.809.654			111.809.694		2. Λοιπές Προβλέψεις	2.558.111		0	
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		8.718.917	120.528.611		24.593.237	136.402.931	Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Σύνολο παγίου ενεργητικού (Γ.1-Γ.2-Γ.3)			1.022.900.956			639.335.134	Γ.1. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.224.549.966		1.344.087.852	
Δ. ΧΥΚΑΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							7. Γραμμάτια πληρωτέα μακρ. λήξεως	1.224.549.966		1.344.616.471	
Γ. Αποθέματα							II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Εμπορεύματα		290.394.766			174.808.770		Γ. Προμηθευτές	146.510.217		113.008.164	
2. Προϊόντα έτοιμα και ημιτελή υποπροϊόντα και υπολείψατα		1.533.024.862			1.675.224.860		2. Γραμμάτια πληρωτέα	172.153.577		58.804.047	
4. Πρώτες και βοηθητικές ύλες		776.592.706			444.964.521		3. Τρόπεζες λογαριασμοί βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	2.351.620.491		2.012.624.264	
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων		55.747.095	2.657.759.433		58.944.452	2.353.942.600	4. Προκαταβολές πελατών	66.989.435		39.461.665	
II. Απαιτήσεις							5. Υποχρεώσεις από φέρους - τέλη	142.107.747		99.013.315	
Γ. Πελάτες		1.102.882.640			606.190.489		6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	56.320.363		45.832.254	
2. Γραμμάτια εισπρακτέα							10. Μερισματα πληρωτέα	29.373.651		36.980.663	
- Καρτοφυλάκιου	36.485.181			19.958.500			11. Πιστωτές διάφοροι	85.851.074		85.417.892	
- Στις τράπεζες σε εγγύηση	754.789.016	791.274.197		648.639.834	668.596.334			3.050.926.555	2.494.142.064		
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση		87.019.476			66.229.406		Σύνολο υποχρεώσεων (Γ.1-Γ.2)	4.275.476.521		3.838.756.535	
3α. Επιταγές εισπρακτέες		222.266.906			202.966.255		Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ				
3β. Επιταγές σε καθυστέρηση		7.686.534			9.051.204		1. Έσοδα επόμενων χρήσεων	27.609.839		18.042.378	
7. Απαιτήσεις κατά οργάνων διοικήσεως					205.696		2. Έσοδα χρήσεως δουλεψμενο	49.572.783		110.417.896	
8. Δεσμευμένοι λογαριασμοί καταθέσεων					224.400		3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί	283.411.554			
10. Επιδφ. - επίδομοι πελάτες και χρεώστες		90.392.270			36.667.145			360.594.176	128.460.276		
11. Χρεώστες διάφοροι		150.531.921			141.624.886						
12. Λογαριασμοί διασ. αξίας προκ. λων & ηστ.		1.973.045	2.454.026.989			1.733.797.815					
II. Κρετύγραφο											
Γ. Μετοχές		16.282.213			16.282.213						
3. Λοιπά κρετύγραφο		4.883.713	21.165.926		4.863.713	21.165.926					
IV. Διθέσιμα											
Γ. Ταμείο		58.842.956			42.200.322						
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		34.103.406	92.946.364		160.541.995	202.742.317					
Σύνολο κυκλοφ. ενεργητικού (Δ.1-Δ.2-Δ.3-Δ.4)			5.225.898.712			4.311.648.661					
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ											
1. Έσοδα επόμενων χρήσεων					21.347.426						
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα		4.365.235	4.365.235			21.347.426					
Γενικό σύνολο ενεργητικού (Β+Γ+Δ+Ε)			6.317.112.225			5.075.029.326	Γενικό Σύνολο Παθητικού (Α-Β-Γ+Δ)	6.317.112.225		5.075.029.326	
Λογαριασμοί Τόξεως Χρεωστικοί							Λογαριασμοί Τόξεως Πιστωτικοί				
1. Αλλάρια περιουσιακά στοιχεία			68.699.847				1. Δικαιούχοι αλλότρων περ. στοιχείων	66.699.847			
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυησεων και εμπρησμάτων ασφαλιών			77.009.970		131.720.540		2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυησεων και εμπρησμάτων ασφαλιών	77.009.970		131.720.540	
4. Λοιποί λογαριασμοί τόξεως			36.460.373		629.553		4. Λοιποί λογαριασμοί τόξεως	36.460.373		629.553	
			182.170.190			132.350.093				182.170.190	

ενδεχομενες φορολογικες διαφορες ή απο υπολοιπα προηγουμενων χρησεων, για να προκυψει τελικα το συνολο των κερδων προς διαθεση. Στο δευτερο τμημα γινεται η διανομη των κερδων. Προσδιοριζεται το ποσο των κερδων προς διαθεση με την μορφη μερισματος, ουνηθως με τους φορους και το ποσο που μενει στην επιχειρηση με τη μορφη αποθεματικου. (Πινακας 2)

Η τελευταια κατασταση ειναι το προσαρτημα το οποιο ουσιαστικα δινει επεξηγησεις απαραιτητες για την κατανοηση του ισολογισμου και των αποτελεσματος. Εκει βρισκουμε τυχον αποκλισεις απο τη δομη του ισολογισμου ή καποιες ιδιαιτεροτητες, κυριως στις μεθόδους υπολογισμου των αποθεματων και των αποσβεσεων. Με την ενταξη της Ελλάδας στην ΕΟΚ, υιοθετηθηκαν και οι κοινοτικοι κανονισμοι καταρτησης οικονομικων καταστασεων και ετσι μπηκαν στην Ελλάδα οι διεθνεις πρακτικες των δυτικων χωρων.

Οπως προαναφεραμε τιθεται κατα καιρους ζητημα αξιοπιστίας των λογιστικων καταστασεων, καθώς ειναι δυνατον με δεδομενους χειρισμους να προκυψουν στρεβλωσεις των αποτελεσματος. Υπαρχουν δυο γενικα παραδεκτες μεθοδοι, η μεθοδος FIFO και η μεθοδος LIFO. Ειναι σημαντικό να γνωριζουμε ποια απο τις δυο μεθόδους εχει επιλεγει, και να την λαβουμε υπ'οψη μας οταν προβαινουμε σε συγκρισεις μεταξυ εταιριων.

Τα βασικότερα σημεία στα οποία διαφοροποιουνται οι δυο πιο πανω μεθοδοι, ειναι: α) Ο υπολογισμος αποθεματων, β) Οι αποσβεσεις και γ) Οι χρηματοοικονομικες δαπανες. Ειναι λοιπον δυνατο, αναλογα με το ισχυον οικονομικο πλαισιο και κυριως στους τομεις του πληθωρισμου και της φορολογιας, να επιλεγει η πιο συμφερουσα μεθοδος υπολογισμου για τα δεδομενα στοιχεια. Ετσι, μπορεί να παρουσιασσει μια διαστρεβλωμενη εικονα της

κάθε επιχείρησης, αν δεν ληφθούν υπ' όψη οι ιδιαιτερότητες που παρουσιάζει ή κάθε μια μέθοδος.

Αφού λοιπόν ολοκλήρωσαμε τα εισαγωγικά στοιχεία σχετικά με τις οικονομικές καταστάσεις και τον καταρτισμό τους, καθώς και τα πιθανά προβλήματα που προκύπτουν, περναμε στην κυρίως ανάλυση αυτών των δεδομένων. Οι αναλυτές, προκειμένου να κατορθώσουν να έχουν μια όσο το δυνατόν πιο πλήρη και σαφή εικόνα της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, αλλά και των προοπτικών που πιθανόν να έχουν στο μέλλον, έχουν επινοήσει μια πληθώρα δεικτών οι οποίοι προκύπτουν από τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων. Για να πετύχουν μάλιστα καλύτερη ανάλυση σε επιμερους τομείς δραστηριοτήτων, ομαδοποίησαν αυτούς τους αριθμοδείκτες ανάλογα με την κατηγορία που αυτοί μελετούν. Έτσι μπορούμε να διακρίνουμε 5 βασικές ομάδες αριθμοδεικτών: α) Ρευστότητας, β) Δραστηριότητας, γ) Αποτελεσματικότητας, δ) Μοχλευσης και ε) Κεφαλαιακής Διαρθρώσης. Βεβαία υπάρχουν και κάποιοι άλλοι δείκτες που ναι μεν δεν κατατάσσονται σε κάποια ιδιαίτερη κατηγορία, αλλά που αποτελούν δυνατά εργαλεία στα χέρια του εμπειρού αναλυτή. Και αυτούς θα τους δούμε καθώς προχωράμε στην μελέτη μας.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ : Σε αυτή την κατηγορία μπορούμε να διακρίνουμε κυρίως τρεις αριθμοδείκτες: α) Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, β) Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας και γ) Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας. Ο υπολογισμός αυτού του τύπου των αριθμοδεικτών, σκοπεύει στο να δώσει μια εικόνα της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Μπορούμε να πούμε ότι είναι άμεσης σπουδαιότητας για τον επενδυτή, καθώς αυτοί οι δείκτες σχετίζονται με την

καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης και έχει αποδειχθεί ότι η ανεπάρκεια κεφαλαίων κίνησης ή η κακή διαχείριση τους, αποτελεί μια από τις σπουδαιότερες αιτίες πτώχευσης.

Κατά την παρακολούθηση αυτής της κατηγορίας των αριθμοδεικτών σπουδαίο είναι επίσης το να επισημανθεί, πέρα από το απόλυτο μέγεθος τους και η τάση που παρουσιάζουν. Η παρακολούθηση των αριθμοδεικτών στο περσμά του χρόνου, δίνει την δυνατότητα να διαπιστωθεί αν υπάρχει βελτίωση ή χειροτέρευση της οικονομικής κατάστασης. Μερικές φορές μάλιστα, μπορεί να αποβεί χρήσιμη μια διαεπιχειρησιακή έρευνα στον ίδιο κλάδο για να προσδιοριστεί μια μέση τιμή που θεωρείται ικανοποιητική.

Ο πιο γνωστός και ευρύτερα χρησιμοποιημένος δείκτης είναι ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας. Αυτός προκύπτει αν διαιρέσουμε το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού μιας επιχείρησης με το σύνολο των βραχυπροθεσμών υποχρεώσεων της. Έχουμε δηλαδή:

κυκλοφορούν ενεργ. + Διαθεσίμα

Δείκτης Γενικής Ρευστότητας = -----

βραχυπροθεσμές υποχρεώσεις

Έτσι στην "Βαλκαν" που παραθετούμε τον ισολογισμό έχουμε:

5.225.898.712

Δ.Γ.Ρ. = ----- = 1,7129.

3.050.926.555

Αν και δεν είναι δυνατόν να καθοριστεί ένας "στανταρ" αριθμοδείκτης, έχει επικρατήσει ένας αριθμοδείκτης γύρω στο 2 να θεωρείται ικανοποιητικός. Σε περίπτωση πάντως που προκύψει

χαμηλη τιμη, ο αναλυτης συχνα καταφευγει σε μια σειρα συνοδευτικους αριθμοδεικτες για να προσδιορισει με μεγαλυτερη σαφηνεια τους τομεις οπου παρουσιαζεται μεγαλυτερη υστερηση. Παντως ειναι δυνατον να προσδιοριστεί διαχρονικα απο την μελετη των δεδομενων μιας επιχειρησης, μια προσεγγιστικη τιμη η οποια θεωρεται ικανοποιητικη, αν ληφθει υπ'οψη οτι στο παρελθον τετοιου υψους ρευστοτητα εχει αποδειχθει ικανοποιητικη για την ευρυθμη λειτουργια της επιχειρησης.

Η αμεση ρευστοτητα μιας επιχειρησης μπορεί να προσδιοριστεί απο τον δευτερο αριθμοδεικτη που προαναφεραμε, τον αριθμοδεικτη ειδικης ρευστοτητας, ο οποίος συμπληρωνει τον προηγουμενο. Για τον υπολογισμο του δημιουργουμε το πληκιο του διαθεσιμου ενεργητικου και όλων των ταχεως ρευστοποιησημων στοιχειων (απαιτησεις, γραμματεια εισπρακτα, προκαταβολες κτλ), προς το συνολο των βραχυπροθεσμων υποχρεωσεων. Απλουστερα θα μπορούσαμε να πουμε οτι προκυπτει απο τον προηγουμενο δεικτη αν απο τον αριθμητη αφαιρασουμε τα αποθεματα. Ετσι για την "Βαλκαν", εχουμε:

(5.225.898.712-2.657.759.433)

Δ.Α.Ρ. = ----- = 0,84.

3.050.926.555

Λαμβανοντας υπ'οψη οτι τα αποθεματα πρεπει να καταλαμβάνουν θεωρητικα το 50% του συνολου του κυκλοφορουντος ενεργητικου, ενας δεικτης γυρω στη μοναδα η περιπου στο μισο του Αριθμοδεικτη Γενικης Ρευστοτητας, κρινεται ικανοποιητικος. Αυτος ο δεικτης μας δειχνει την ικανοτητα της επιχειρησης να

ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Ο πιο περιοριστικός δείκτης της ρευστότητας, είναι αυτός της ταμειακής ρευστότητας, ο οποίος προκύπτει από το πηλίκο των διαθεσίμων προς τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις. Εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης για την εξοφλήση των τρεχουσών ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της με την καταβολή μετρητών. Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τον επενδυτή, όταν μελετάει τραπεζικές επιχειρήσεις, αν και γενικά, εξ' αιτίας της μεγάλης σπουδαιότητας του δείκτη, το κράτος καθορίζει μια ελαχίστη ταμειακή ρευστότητα.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ : Ένα από τα ερωτήματα που πρέπει να ξέρει να απαντήσει ο επενδυτής είναι, το πως η επιχείρηση διαχειρίζεται τα στοιχεία του ενεργητικού της. Ελεγχονται αποτελεσματικά τα αποθέματα; Είναι τα αποθέματα "φρέσκα" ή κινούνται αργά; Συλλέγονται οι λογαριασμοί εισπρακταίοι μέσα σε ένα λογικό διάστημα ή αργούν υπερβολικά; Στην απάντηση τέτοιου είδους ερωτημάτων βοηθούν οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας. Εμείς θα εξετάσουμε δύο από αυτούς: α) Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων και β) Κυκλοφοριακή ταχύτητα χορηγούμενων πιστώσεων.

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων μετράει την ταχύτητα με την οποία κινούνται τα αποθέματα από την στιγμή της παραγωγής, μέχρι την τελική πώληση. Ο υπολογισμός του δείκτη αυτού γίνεται αν διαιρέσουμε το κόστος των πωληθέντων εμπορευμάτων ή τις πωλήσεις αν δεν είναι γνωστό το κόστος, με το μέσο αποθέμα ετοιμών προϊόντων. Αν το μέσο αποθέμα είναι δύσκολο να υπολογιστεί, τότε υπολογίζουμε το μέσο αποθέμα αρχής και τέλους χρήσης (δηλαδή αυτό του προηγούμενου και του τωρινού ισολογισμού), δια 2. Έτσι για

εταιρια "Βαλκαν" που παραθετουμε τον ισολογισμο, εχουμε:

5.369.180.835

Κ.Τ.Α. = ----- = 2,142

(2.353.942.603+2.657.759.433)/2

Αν τωρα θελουμε να υπολογισουμε τον μεσο χρονο παραμονης των αποθεματων στην αποθηκη, διαιρουμε τις 365 μερες του χρονου, δια την Κ.Τ.Α. και ετσι εχουμε : $365/2,142 = 170,4$ ημερες.

Μιλωντας γενικα, μια υπερ αποθεματοποιηση μπορεί να υποδηλωνει επικινδυνη οικονομικη κατασταση, ιδιαιτερα αν τα αποθεματα ετοιμων προιοντων εχουν αγορασει με πιστωση ή με τραπεζικο δανεισμο οπου απαιτειται η καταβολη τοκου. Αντιθετα, μεγαλη ταχυτητα μπορεί να συνδεεται με χαμηλα κερδη, γιατι αυτα μπορεί να συμπιεζονται απο την προσπαθεια επιτευξης υψηλων πωλησεων.

Ο αριθμοδεικτης Κυκλοφοριακης Ταχυτητας Χορηγουμενων Πιστωσης, υπολογιζεται απο τον λογο των πωλησεων προς τις απαιτησεις. Ετσι για την "Βαλκαν" εχουμε:

7.037.848.112

Κ.Τ.Χ.Π. = ----- = 2,867

2.454.026.989

Αυτο σημανει πως η πραγματικη δεσμευση των κεφαλαιων στο χρονο ειναι: $365/2,867 = 127,27$ ημερες. Αυτό το νουμερο μπορεί να συγκριθει με τα αντιστοιχα των προηγουμενων χρησεων, για να προσδιοριστεί αν υπηρξε επιδεινωση η καλυτερευση στο περασμα του χρονου.

Οσο μεγαλυτερη ειναι η ταχυτητα εισπραξης των απαιτησεων στην

επιχείρηση, τόσο καλύτερα είναι, διότι αυτό σημαίνει πως υπάρχουν μικρότερες πιθανότητες απώλειας των επισφάλων απαιτήσεων. Ακόμη μια ενδεχομενή βελτίωση του δείκτη, πιθανόν να υποδηλώνει μια βελτίωση της πιστωτικής πολιτικής, αλλά και μια ενδειξη βελτίωσης της ρευστότητας.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ : Έχουν επινοηθεί αρκετοί αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, καθώς είναι εξαιρετικά σημαντικό να προσδιορίσει ο επενδυτής το κατά ποσο απασχολούνται με επιτυχία οι πόροι μιας επιχείρησης, καθώς επίσης και το ποια περιθώρια κέρδους διαμορφώνονται από την στρατηγική που έχει επιλεγεί να ακολουθηθεί. Εδώ θα εξετάσουμε 5 αριθμοδείκτες οι οποίοι είναι ενδεικτικοί και που έχουν την μεγαλύτερη εφαρμογή στην ανάλυση των περισσότερων αναλύτων. Αυτοί είναι:

- α) Αποδοτικότητας Συνόλου Κεφαλαίων,
- β) Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων,
- γ) Μεικτο Περιθώριο Κέρδους,
- δ) Καθαρο Περιθώριο Κέρδους και
- ε) Λειτουργικών Δαπανών.

Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας του Συνόλου των Κεφαλαίων, υπολογίζει την αποδοτικότητα των κεφαλαίων, αναξαρτητά από τις πηγές προέλευσης τους και προκύπτει αν διαιρέσουμε τα κέρδη + τόκους ξένων κεφαλαίων, προς τα ίδια + ξένα κεφάλαια $\times 100$ για να υπολογιστεί ποσοστιαία.

Ο αριθμοδείκτης αυτός χρησιμοποιείται κυρίως όταν θέλουμε να προβούμε σε διαεπιχειρησιακές συγκρίσεις, αλλά και σε διαχρονικές συγκρίσεις των τιμών του δείκτη της ίδιας εταιρίας. Υφίσταται όμως κίνδυνος σύγχυσης ή εξαγωγής λανθασμένων συμπερασμάτων, στην περίπτωση κατά την οποία διαφορετικές επιχειρήσεις ακολουθούν διαφορετικές πολιτικές αποσβεσεων ή αν περιλαμβάνουν ή όχι στα κέρδη τα λειτουργικά εσοδα ή έξοδα. Ο επενδυτής φυσικά αντιλαμβάνεται ότι όταν ο

Δείκτης παίρνει χαμηλές τιμές, οι αιτίες μπορούν να αναχθούν σε υψηλές δαπάνες επί των πωλήσεων, υψηλά γενικά έξοδα, κακή διαχείριση ή δυσμενείς οικονομικές συνθήκες.

Πολύ δημοφιλής ωστόσο είναι και ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων. Αυτός υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη με τα ίδια κεφάλαια και το εξαγόμενο πολλαπλασιαστεί με το 100 για να υπολογιστεί ποσοστιαία. Έτσι, για την "Βαλκαν" έχουμε:

336.243.118

$$Α.Ι.Κ. = \frac{\text{---}}{\text{---}} \times 100 = 20,03\%$$

1.678.483.417

Αν ο δείκτης παίρνει χαμηλές τιμές, αυτό υποδηλώνει ή κακή διοίκηση, ή χαμηλή παραγωγικότητα, ή κακές οικονομικές συνθήκες, ή η όχι βέλτιστη χρήση των επενδύσεων. Τα αντίθετα υποδηλώνουν υψηλοί αριθμοδείκτες, παράλληλα με την ενδειξη για αποτελεσματική χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων. Φυσικά ενοείται ότι και εδώ είναι δυνατή η σύγκριση μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων.

Οι αριθμοδείκτες περιθωρίου κέρδους, είναι εξαιρετικής σημασίας όταν υπολογίζεται η αποδοτικότητα της επιχείρησης. Είναι λογικό ότι σε μια κορεσμένη αγορά όπου τα μερίδια των πωλήσεων είναι σαφώς καθορισμένα και όπου ο σκληρός ανταγωνισμός δεν επιτρέπει ευκόλα μεταβολές τους, τον σημαντικότερο ρόλο παίζουν τα περιθώρια κέρδους. Ανάμεσα σε δύο εταιρίες με το ίδιο μερίδιο αγοράς, πλεονεκτικότερη είναι εκείνη με το μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους.

Ο αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους, υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τα μείκτα κέρδη χρήσης με το σύνολο των καθαρών

πωλήσεων και αυτό που θα βρούμε το πολλαπλασιάσουμε επί 100 για ποσοστιαία αναφορά. Έτσι, στην "Βαλκαν" έχουμε:

1.668.667.277

Μ.Π.Κ. = ----- Χ 100 = 23,71 %

7.037.848.112

Είναι φυσικό βεβαία ότι αυτός ο δείκτης υπολογίζει ποιο είναι το ΜΕΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από την πώληση μιας μονάδας προϊόντων της. Αυτό που έχει μεγάλη σημασία για τον επενδυτή είναι η διαχρονική παρακολούθηση του δείκτη, προκειμένου να προσδιοριστεί η τάση του στο περσάσμα του χρόνου. Όμως, εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζεται και κατά την σύγκριση ανάμεσα σε διαφορετικές επιχειρήσεις. Το κρίσιμο σημείο βεβαία σε αυτήν την περίπτωση είναι, το να βεβαιωθεί ο επενδυτής ότι έχουν ακολουθηθεί οι ίδιες αρχές λογιστικής και τα στοιχεία είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους. Όπως θα δείξουμε και στο επόμενο κεφάλαιο, ο κατάλληλος χειρισμός αυτών των δεικτών, χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό των μελλοντικών κερδών. Έννοείται φυσικά ότι από τα πράγματα που κοιτάζει πρώτα ο επενδυτής είναι, το κατά ποσο τα κέρδη παρουσιάζουν σταθερότητα στο περσάσμα των ετών, ώστε να σιγουρευτεί σχετικά με την βεβαιότητα ή την αβεβαιότητα που ενέχουν.

Ο αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κερδούς, υπολογίζεται αντίστοιχα αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη χρήσης μιας επιχείρησης, με τις πωλήσεις της και το αποτέλεσμα το πολλαπλασιάσουμε επί 100. Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει ποιο είναι το καθαρό κέρδος που επιτυγχάνει η επιχείρηση από την πώληση μιας μονάδας προϊόντος της. Στο επίπεδο αυτό

προσδιορίζεται η ολική αποδοτικότητα της επιχείρησης. Η τιμή του δείκτη για την "Βαλκαν" είναι:

336.243.118

Κ.Π.Κ. = ----- X 100 = 4,78 %

7.033.848.112

Το περιθώριο κερδών επηρεάζεται άμεσα από τις λειτουργικές δαπάνες. Έτσι αποκτάει μεγάλη σπουδαιότητα ο αριθμοδείκτης δαπανών μιας επιχείρησης σε σχέση με τις πραγματοποιημένες πωλήσεις. Αυτός υπολογίζεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών δαπανών μιας επιχείρησης με το σύνολο των πωλήσεων που πραγματοποίησε και το εξαγόμενο το πολλαπλασιάσουμε επί 100. Έτσι για την "Βαλκαν" ο δείκτης λειτουργικών δαπανών διαμορφώνεται:

5.369.180.835 + 715.135.793

Δ.Λ.Δ. = ----- X 100 = 86,5 %

7.033.848.112

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να πούμε ότι στο σύνολο των λειτουργικών δαπανών, περιλαμβάνονται όλες οι δαπάνες λειτουργίας μιας επιχείρησης καθώς και το κόστος των πωληθέντων προϊόντων της. Γίνεται φανερό ότι όσο μικρότερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο αποδοτικότερη είναι η επιχείρηση αφού με μικρότερες δαπάνες, πετυχαίνει το ίδιο αποτέλεσμα με άλλες επιχειρήσεις οι οποίες όμως έχουν μεγαλύτερο δείκτη λειτουργικών δαπανών.

Τόσο στην προαναφερθείσα ομάδα αριθμοδεικτών, όσο και στις υπολοίπες που αναφεραμε ή που προκειται να αναφέρουμε, πολλοί επενδυτές βρίσκουν χρήσιμη την εξαγωγή της μέσης τιμής

αυτών των δεικτών, για το σύνολο του κάθε κλάδου τον οποίο μελετούν. Αυτό κάνει πιο εύκολη την σύγκριση της αποδοτικότητας της επιχείρησης μέσα στον κλάδο, αν και αυτό προϋποθέτει καλή συλλογή και επεξεργασία δεδομένων.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ : Σκοπός της μελέτης της κεφαλαιακής διαθρώσης μιας επιχείρησης είναι, η μακροχρονία εκτίμηση της πορείας της. Αν ένας επενδυτής αναλώσει στην μελέτη βραχυχρονίων παραμετρών όπως της ρευστότητας για παράδειγμα και αγνοήσει την μακροχρονία ανάλυση της κεφαλαιακής διαθρώσης, ενδέχεται να βγάλει εσφαλμένα συμπεράσματα, αφού υπάρχει το ενδεχόμενο μια τρέχουσα ευνοϊκή οικονομική κατάσταση, να εξουδετερωθεί από μια αντίθετη κατάσταση στην περιουσιακή και κεφαλαιακή διαθρώση της εταιρίας.

Για παράδειγμα μπορεί να υπάρχουν ανεπαρκείς αποσβεσεις, οπότε να χρειάζεται άμεση αντικατάσταση των παγίων, ή μπορεί να υπάρχει υπερέπένδυση παγίων η οποία όμως να μην τυγχάνει απόλυτης εκμετάλλευσης, ή ακόμη μπορεί να υπάρχει αρνητική συσχέτιση ιδίων και ξένων κεφαλαίων με αποτέλεσμα την επιβαρύνση της εταιρίας με πρόσθετα χρηματοοικονομικά έξοδα. Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες που προσδιορίζουν την μακροχρονία οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης είναι: α) Δείκτης Ιδίων προς Συνολικών Κεφαλαίων, β) Δείκτης Ιδίων προς Παγία και γ) Δείκτης Παγίων προς Μακροπροθεσμες Υποχρεώσεις. Αυτοί οι τρεις δείκτες είναι οι αντιπροσωπευτικότεροι και οι ευρύτερα χρησιμοποιούμενοι, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι εξαντλούν όλο το φάσμα της κεφαλαιακής διαθρώσης.

Ο Δείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια δείχνει το ποσοστό του συνόλου των ενεργητικών μιας επιχείρησης που έχει

χρηματοδοτηθεί από τους μετόχους της και προκύπτει ως εξής:

· Ιδια κεφάλαια (Μετοχικό + Αποθεματικά)

$$\Delta. \text{ I.} / \Sigma. \text{ K.} = \frac{\text{-----}}{\text{Συνολικό Κεφάλαιο (Ιδια + Υποχρεώσεις)}} \times 100$$

Στην "Βάλκαν" έχουμε βάση των ανωτέρω:

1.678.483.417

$$\Delta. \text{ I.} / \Sigma. \text{ K.} = \frac{1.678.483.417}{1.678.483.417 + 4.275.476.521} \times 100 = 28.19 \%$$

Φυσικά μια υψηλή τιμή αυτού του δείκτη, σημαίνει ότι υπάρχουν μικρές πιθανότητες να αντιμετωπίσει η επιχείρηση οικονομικές δυσκολίες για την εξοφλήση των υποχρεώσεων της. Σε αντίθετη περίπτωση, υπάρχει κίνδυνος να αντιμετωπίσει προβλήματα ιδίως σε περιόδους οικονομικής υφέσης όπου συνυπάρχουν χαμηλές πωλήσεις και μικρά περιθώρια κέρδους καθώς θα υπάρχει και υψηλή επιβάρυνση της εξυπηρέτησης του κόστους των ξένων κεφαλαίων, κάτι που σε ορισκές καταστάσεις μπορεί να οδηγήσει αυτομάτως και σε πτώχευση.

Από την άλλη μεριά ο αριθμοδείκτης Ιδίων προς Παγία, είναι πιο εξειδικευμένος και αφορά στην χρηματοδότηση των επενδύσεων των παγίων στοιχείων της επιχείρησης. Προκύπτει από την διαιρέση των Ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο των Παγίων της επιχείρησης. Έτσι, για την "Βάλκαν" έχουμε:

1.678.483.417

$$\Delta. \text{ I.} / \Pi. = \frac{\text{-----}}{\text{-----}} = 1,64$$

1.022.900.956

Ο επενδυτής κοιτάζει αν ο δείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες ή μικρότερες της μονάδας. Αν είναι μεγαλύτερος της μονάδας, σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα των επενδύσεων σε παγία, άρα ένα μέρος των κεφαλαίων κίνησης προέρχεται από τους μετόχους της. Εάν η τιμή είναι μικρότερη της μονάδας, τότε τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα των επενδύσεων σε παγία και συνεπώς για την χρηματοδότηση των παγίων έχουν χρησιμοποιηθεί και ξένα κεφάλαια. Ο επενδυτής λοιπόν παρακολουθεί την πορεία του δείκτη από χρόνο σε χρόνο και έτσι διαπιστώνει την πολιτική που ακολουθεί η εταιρία στον τομέα αυτό. Αν για παράδειγμα ο δείκτης σημειώνει άνοδο, τότε η αύξηση των παγίων χρηματοδοτείται περισσότερο από τα ίδια κεφάλαια και λιγότερο από δανεισμό, ενώ το αντίστροφο συμβαίνει όταν μειώνεται ο δείκτης.

Εκτός όμως από τις πιο πάνω πληροφορίες, ο αριθμοδείκτης αυτός είναι δυνατόν να προσφέρει μερικές ενδείξεις σχετικά με το αν η επιχείρηση έχει προβεί ή προβαίνει σε υπερεπένδυση παγίων η οποία με την σειρά της θα απαιτήσει μεγάλες ετήσιες αποσβέσεις και συνεπώς θα υπάρξει συμπίεση των κερδών, ενώ παράλληλα μπορεί να δημιουργηθεί ανεπάρκεια για τις τρέχουσες ανάγκες της. Για να γίνει όμως δυνατή μια τέτοια μελέτη πιθανής υπερεπένδυσης σε παγία, είναι ανάγκη να ληφθούν υπ' όψη και άλλοι αριθμοδείκτες.

Κλείνουμε την αναφορά μας στους αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, με τον Δείκτη Παγίων προς Μακροπροθεσμες Υποχρεώσεις. Αυτός προκύπτει από την διαίρεση του συνόλου των παγίων με το σύνολο των μακροπροθεσμων υποχρεώσεων. είναι δηλαδή: $\Delta.Π./Μ.Υ. = \text{Σύνολο παγίων} / \text{Μακροπροθεσμες Υποχρεώσεις}$. Για την "Βαλκαν" που εξετάζουμε ο δείκτης αυτός διαμορφώνεται

ως εξής:

1.022.900.956

Δ.Π./Μ.Υ= ----- = 0,83

1.224.549.966

Ο επενδυτής παρακολουθεί τις τιμές που είχε ο δείκτης διαχρονικά. Μια ενδεχομενή αύξηση της τιμής του δείκτη παρέχει ένδειξη ότι οι νέες επενδύσεις των παγίων της επιχείρησης έχουν κατά μεγάλο μέρος γίνει με την χρησιμοποίηση ιδίων κεφαλαίων της. Εκτός όμως από τους επενδυτές, για τον δείκτη αυτό ενδιαφέρονται μακροχρονία και οι δανειστές της επιχείρησης, διότι μια υψηλή τιμή του, τους δίνει μια εξασφάλιση σχετικά με την δυνατότητα αποπληρωμής του χρέους εστώ και με εκποίηση των παγίων.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ Ή ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ: Αυτή είναι μια προσθετή σχέση λογαριασμών του ισολογισμού που ενδιαφέρει τους επενδυτές και τους αναλυτές. Για το ύψος των ξένων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιήσει η επιχείρηση δεν υπάρχει ξεκαθαρός κανόνας. Το ύψος καθορίζεται από το ύψος των εσόδων, αλλά κυρίως από την σταθερότητα τους και την τάση τους. Όσο πιο σταθερού ύψους και χρονικής εισροής είναι τα έσοδα, από τις πωλήσεις και την παροχή υπηρεσιών, τόσο ψηλότερη μπορεί να είναι η δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων. Αυτό όμως που φαίνεται να ενδιαφέρει τον επενδυτή είναι, η χρησιμοποίηση και η κατανομή των δανειακών κεφαλαίων.

Η δανειακή επιβάρυνση συνήθως μετρείται από δυο αριθμοδείκτες:

α) Συνολικό Χρέος προς Ιδία Κεφάλαια και β) Συνολικό Χρέος προς σύνολο του Ενεργητικού. Ο πρώτος δείκτης υπολογίζει το

ποσο εισεφεραν οι πιστωτες για καθε 100 δραχμες που εισεφεραν οι μετοχοι και ο δευτερος υπολογιζει το ποσοστο της συμμετοχης στην συνολικη επενδυση που χρηματοδοτηθηκε απο τους πιστωτες.

Η εικονα της μοχλευσης προκυπτει απο την διαφορα αναμεσα στο κοστος του ξενου κεφαλαιου και στο μεικτο κερδος επι του συνολου των ενεργητικων απασχολουμενων κεφαλαιων. Αν το κοστος του ξενου χρηματος ειναι μεγαλυτερο, τοτε μιλαμε για αρνητικη μοχλευση, ενω οταν συμβαινει το αντιθετο μιλαμε για θετικη μοχλευση.

ΔΙΑΦΟΡΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ : Ενας δεικτης που συχνα υπολογιζουν οι επενδυτες, αν και δεν ανηκει σε καποια κατηγορια, ειναι αυτος της λογιστικης αξιας. Αυτη προκυπτει απο τα λογιστικα βιβλια. Η πιο συνηθης χρηση της απο τους επενδυτες ειναι, η διαιρεση της με το συνολο των κυκλοφορουντων μετοχων, προκειμενου να υπολογιστει η λογιστικη αξια ανα μετοχη.

Η βασικότερη αξια του υπολογισμου αυτου ειναι, οτι οι επενδυτες μεσα απο την διαχρονικη της εξελιξη, προσπαθουν να συμπαιρουν την μελλοντικη αυξηση των κερδων που θα ωφειλεται στα μη διανεμομενα κερδη. Ενα απο το βασικότερα προβληματα που σχετιζονται με την λογιστικη αξια ειναι, το οτι εξ' αιτιας των συχνων μετοχοποιησεων της υπεραξιας των παγιων που λαμβανει χωρα, δεν ειναι ασφαλης η συγκριση της με την λογιστικη αξια αλλων επιχειρησεων. Ενα δευτερο προβλημα που προκυπτει ειναι η διαστρεβλωση της σχεσης ιδιων προς ξενα κεφαλαια. Η λογιστικη αξια ανα μετοχη προκυπτει απο το πηλικο του συνολου των ιδιων κεφαλαιων συν τις προβλεψεις, προς το συνολο των μετοχων. Ετσι, για την "Βαλκαν" που μελεταμε η λογιστικη της αξια για το 1988 διαμορφωνεται ως εξης:

1.678.483.417+2.558.111

Λογ. Αξια. ανά Μετοχή = ----- = 4597,5 δρχ.

365.638 (μετοχές)

Η λογιστική αξία δεν έχει τόσο μεγάλη σχέση με την χρηματιστηριακή τιμή και συνεπώς δεν έχει πολύ μεγάλο ενδιαφέρον για τις βιομηχανικές εταιρίες. Όμως για τις τραπεζές, τις ασφαλιστικές εταιρίες, καθώς και για τις εταιρίες επενδύσεων, οι επενδυτές πρέπει να ελέγχουν την λογιστική αξία σε σχέση με την χρηματιστηριακή επειδή έχει μεγάλη συσχέτιση. Και εδώ θα πρέπει να λαμβανουμε υπ' όψη την ιστορική τους σχέση στο περσάσμα του χρόνου.

Μεγάλη σπουδαιότητα παρουσιάζει ακόμα για τον επενδυτή, ο Δείκτης Αποσβέσης Παγίων (εκτός γηπέδων). Αυτός ο δείκτης δείχνει το ποσοστό το οποίο αποσβενει η επιχείρηση για κάθε μονάδα παγίων. Έτσι ο επενδυτής μπορεί να ελεγχξει αν υπάρχει ένας ικανοποιητικός ρυθμός ετησίων αποσβεσεων ή όχι, αλλά και το αν ακολουθείται ομοιομορφη πολιτική αποσβεσεων.

Ακόμη παρέχει την δυνατότητα συγκρίσης μεταξύ ομοειδων επιχειρησεων, αλλά και με την μεση τιμή του κλαδου. Ο δείκτης αυτός προκύπτει αν διαιρέσουμε τις ετησιες αποσβεσεις με το συνολο των προ αποσβεσεων παγίων.

Συνολο ετησιων αποσβεσεων

Δ.Α.Π. = ----- X 100

Παγια προ αποσβεσεων (μαζι και εξοδα εγκαταστασης)

Έτσι για την "ββαλκαν έχουμε:

129.089.315

Δ.Α.Π. = ----- X 100 = 2,52 %

4.517.031.534+604.292.782

Γίνεται βεβαία αντίληπτο ότι ο δείκτης αυτός χάνει πολλή από την αξία του αν δεν συσχετιστούν οι τιμές του για μια σειρά ετών. Πολλές επιχειρήσεις μεταβάλλουν το ύψος των αποσβέσεων προκειμένου να εμφανίσουν τα κέρδη που θέλουν. Μπορεί επι παραδείγματι να εμφανίζουν μικρές αποσβέσεις σε δυσμενείς χρονιές προκειμένου να εμφανίσουν κέρδη.

Σχετικός με τις αποσβέσεις είναι και ο υπολογισμός του *cash flow*. Με τον όρο αυτό εννοούμε τα κέρδη μετά φόρων, αλλά προ αποσβέσεων. Εάν η μέθοδος αποσβέσεων αλλάζει έτσι ώστε να αυξομειώνεται κατά τις ανάγκες της επιχείρησης, ο δείκτης αυτός δίνει στον επενδυτή μια καλύτερη εικόνα της οικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης. Επειδή η "Βαλκαν" δεν παρουσιάζει τέτοιο πρόβλημα θα αναφέρουμε ένα παράδειγμα από τα υποτιθέμενα αποτελέσματα μιας εταιρίας για 2 χρόνια.

² <i>cash flow</i> = κέρδη + αποσβέσεις	1η χρονιά	2η χρονιά
καθαρά κέρδη	50.000.000	70.000.000
αποσβέσεις	35.000.000	10.000.000
+	-----	-----
<i>cash flow</i>	85.000.000	80.000.000

Παρατηρούμε ότι την δεύτερη χρονιά η εταιρία εμφανισε υψηλότερα κέρδη εξ' αιτίας της μείωσης των αποσβέσεων. Όμως η τιμή του *cash flow* μειώθηκε. Από την άποψη λοιπόν των μεθόδων αποσβέσης, το *cash flow* δίνει προφανώς στον επενδυτή ένα καλύτερο μέτρο της επίδοσης της εταιρίας από ότι τα καθαρά κέρδη. Η εταιρία του παραδείγματός μας πήγε χειρότερα από ότι δείχνουν τα καθαρά κέρδη. Μια άλλη χρήση επίσης του *cash flow* είναι και το πηλίκιο, του *cash flow* ανά μετοχή (*cash flow* δια του αριθμού των μετοχών), δια της χρηματιστηριακής τιμής της

μετοχής.

Τέλος ένας ακόμη αριθμοδείκτης που συχνά ελέγχει ο επενδυτής είναι, ο Δείκτης των Δεδομένων Κερδών, ο οποίος προκύπτει ως εξής:

$$\text{Δ.Δ.Κ.} = \frac{\text{Συνολο Διανεμομενων μερισματων}}{\text{Συνολο κερδων}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός αντικατοπτρίζει την μερισματική πολιτική της επιχείρησης και δείχνει το ποσοστό των καθαρών κερδών το οποίο διατίθεται υπό την μορφή μερισμάτων στους μετοχούς. Στο περασμά του χρόνου ο επενδυτής μπορεί να ελεγχξει το ποια είναι η τάση του δείκτη. Όπως ήδη προαναφεραμε, στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης της επιχείρησης το ποσοστό αυτό συνήθως είναι μικρό λόγω του ότι μεγάλο μέρος των κερδών αποθεματοποιείται για επανεπένδυση λόγω των αυξημένων επενδυτικών αναγκών. Στα μεταπειτα όμως στάδια αυξάνει και η επιχείρηση διανέμει περισσότερα κέρδη στους μετοχούς.

Στο σημείο αυτό ολοκληρώθηκε η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων μέσω των αριθμοδεικτών. Στο επομενο κεφάλαιο θα αναφερθουμε στο πως τα στοιχεία που προαναφεραμε, συσχετιζονται από τους αναλυτες, σε μια προσπάθεια υπολογισμού των μελλοντικών κερδών.

1. Παπούλιας σ. 129, 130

2. Νιάρχος σ. 34

Υπολογισμός μελλοντικών κερδών

(Παπουλίας σ. 145-167, 180)

Σκοπος καθε μορφης αναλυσης μετοχων ειναι η προβλεψη μιας τιμης γυρω απο την οποια αναμενεται η διακυμανση των μελλοντικων τιμων. Μεσα απο την βασικη αναλυση, ο καθε αναλυτης προσπαθει μεσω διαφορων μεθοδων να ερμηνευσει την εσωτερικη αξια της μετοχης, ωστε να διαπιστωσει εαν η δεδομενη χρημ/ριακη τιμη συγκρινομενη με την εσωτερικη αξια που εχει υπολογισει, δικαιολογει αγορα η πωληση του δεδομενου μετοχικου τιτλου.

Εχουν αναπτυχθει διαφορες θεωρητικες μεθοδοι, οι οποιες σκοπο εχουν την αποτιμηση της αξιας των μετοχων. Πολλες απο αυτες κανουν χρηση οικονομικων μεθοδων, προκειμενου να υπολογισουν βωση του προσδοκομενου ρυθμου αυξησης των κεφαλαιακων κερδων η μερισματων, την παρούσα αξια μελλοντικων αποδοσεων. Κατα αυτο τον τροπο μπορουν στην συνεχεια να αποφασισουν για αγορα η πωληση μετοχων. Οπως ειναι αντιληπτο, όσο πιο μακροπροθεσμη προβλεψη επιχειρουμε, τόσο πιο αβεβαιη γινεται. Συχνα μαλιστα, πολλές απο αυτες τις μεθοδους απαιτουν τον καθορισμο ορισμενων παραμετρων οι οποιες εχουν καθαρη υποκειμενικη αξια και διαφερουν απο ατομο σε ατομο. Άλλες φορες, η πολυπλοκοτητα των υπολογισμων και η συνεκτιμηση πολλων ασταθμητων και μη προβλεψημων παραγοντων, κανει απαιτητη τη χρηση Η/Υ μεσα απο ειδικα προγραμματα τα οποια περα απο την δυσχερεια τους και το αβεβαιο των προβλεψεων τους, ειναι ουσιαστικα μακρια απο τις δυνατοτητες

του μεσου επενδυτη.

Οι προαναφερθεντες λογοι εχουν κανει αρκετα δημοφιλη την κλασικη θεωρια, η οποια ως βασικο της αξονα εχει την αποψη οτι, οι μελλοντικες τιμες των μετοχων, ειναι αμεσα και απολυτα συνδεδεμενες με το υψος των μελλοντικων κερδων. Ετσι λοιπον, πριν προβουμε στη εκθεση των διαφορων τεχνικων υπολογισμου των μελλοντικων κερδων, θα ασχοληθουμε λιγο με την επιχειρηματολογια αυτης της δημοφιλους θεωριας και θα εκτιμησουμε τα επιμερους στοιχεια που την απαρτιζουν.

Αναμφιβολα το στοιχειο του κερδους εχει ιδιαιτερη βαρυτητα στην διαμορφωση της τιμης μιας μετοχης. Οι λογοι ειναι, δυο ουσιαστικα. Ο πρωτος εχει να κανει με τα κερδη τα οποια περιερχονται αμεσα στην κατοχη του μετοχου υπο την μορφη μερισματος. Εαν η κερδοφορια ειναι αυξημενη, τοτε αναμενονται και υψηλοτερα μερισματα για τους μετοχους, τα οποια με την σειρα τους αποτελουν μια μορφη εισοδηματος. Απο την αλλη μερια, το ποσοστο των κερδων που δεν διανεμεται, αλλα επανεπενδυεται, αποτελει ενα προαγγελο μελλοντικης αυξης της κερδοφοριας της επιχειρησης.

Ειναι λοιπον λογικο, το οτι οι επενδυτες χρησημοποιουν τα κερδη ανα μετοχη και τα μερισματα ανα μετοχη για την αναζητηση υποτιμημενων μετοχων. Συγκεκριμενα τα κερδη ανα μετοχη χρησημοποιουνται στην δημιουργια του λογου τιμης προς κερδη (P/E), ο οποιος στην ουσια ειναι η διαιρεση της χρημ/ριακης τιμης μιας μετοχης, προς τα κερδη που αναλογουν σε καθε μετοχη. Αντιστροφα, για τα μερισματα εχει επινοηθει ο λογος της μερισματικης αποδοσης, ο οποιος ειναι η διαιρεση του μερισματος ανα μετοχη, προς την χρημ/ριακη τιμη και το αποτελεσμα πολ/ζεται επι 100, προκειμενου να βρεθει η

ποσοστιαία αποδοση του μερισματος ανα μετοχη.

Το πιο σύνθητες "εργαλειο" προσδιορισμου της αξίας μιας μετοχης είναι λοιπον, ο λογος τιμης προς κερδη (P/E).., ο οποιος χρησιμοποιειται για την κεφαλαιοποιηση των κερδων μεσα απο μια πολυ απλη διαδικασια. Ουσιαστικά αυτη η σχεση υπολογιζει ποσες δραχμες είναι προθυμος να πληρωσει ο επενδυτης για καθε μια δραχμη κερδων που παραγει η επιχειρηση. Μιλώντας γενικά, δεν μπορούμε να υπολογίσουμε μια σταθερη τιμη της σχεσης αυτης για την οποια οι τιμες θα βρισκονται σε ικανοποιητικο επιπεδο και πανω απο αυτη την τιμη θα θεωρουνται "ακριβες", ενω κατω απο αυτη θα θεωρουνται "φθηνες". Αυτό συμβαινει για διαφορους λογους, οπως το οτι πρεπει να ληφθει υπ'οψη ο αντιστοιχος λογος της αγορας, αλλα και του κλαδου, καθώς και των αλλων ομοειδων επιχειρησεων, αλλα επίσης και το οτι μεγαλο ρολο παιζουν και οι ιστορικές τιμες που εχουν διαμορφωθεί για την σχεση αυτη, αναφορικά με την συγκρινομενη εταιρια.

Περα όμως απο τα προαναφερθεντα στοιχεια, πρεπει οπωσδηποτε να ληφθει υπ'οψη οτι στη διαμορφωση ενος "δεκτου" P/E, τον σημαντικότερο ρολο παιζουν οι προοπτικές μελλοντικων κερδων. Επι παραδειγματι ενας λογος 20 μπορεί να είναι πολυ λογικος για μια εταιρια η οποια περιμενει υπερδιπλασιασμο των κερδων της, ενω ενας λογος 12 μπορεί να είναι αδικαιολογητος για μια εταιρια η οποια δεν αναμενει αυξηση των κερδων της ή που περιμενει μειωση τους.

Επιστεφουμε τώρα στην διαδικασια του προσδιορισμου της τιμης μεσα απο τον μηχανισμο κεφαλαιοποιησης των κερδων με ενα παραδειγμα. Ας υποθεσουμε λοιπον οτι μια μετοχη η οποια εχει 5.000 δρχ. εχει κερδη ανα μετοχη 500 δρχ. Ο λογος P/E είναι

ισος με $5.000/500=10$. Αν λοιπον ο επενδυτης, εξ' αιτίας των ανακοινωσεων της διοικησης ή απο καποιες μελετες που εχει κανει, υπολογιζει τα κερδη ανα μετοχη να διαμορφωθουν σε 800 δρχ. , τοτε με την τιμη των 5.000 ο λογος P/E διαμορφωνεται σε $5.000/800=6,25$.

Τωρα ο επενδυτης, προκειμενου να αποφασισει ποια τιμη του λογου P/E θεωρειται λογικη, ελεγχει τις ιστορικες τιμες μιας μεγαλης περιοδοι η οποια να περιλαμβανει τουλαχιστον μια κακη και μια καλη περιοδο. Ας υποθεσουμε λοιπον οτι η τιμη αυτη στο παραδειγμα μας διαμορφωνεται στο 12. Τωρα ο επενδυτης για να κανει κεφαλαιοποιηση των μελλοντικων κερδων και να υπολογισει την μελλοντικη τιμη, λυνει την σχεση $(P/E)=\text{τιμη}/\text{κερδη}$ ως προς την τιμη, οποτε εχουμε:

$\text{Τιμη}=(P/E) \times \text{Κερδη}$. Αρα $\text{Τιμη}=12 \times 800=9.600$ δρχ. Μπορει συνεπως ο επενδυτης να υπολογισει πως αν επαληθευτουν οι προβλεψεις του για την κερδοφορια της εταιριας, η τιμη θα διαμορφωθει γυρω στις 9.600 δρχ. Ειναι λογικο οτι αν δεν αναμενεται αυξηση της κερδοφοριας η τιμη μπορει να φτασει το πολυ στις 6.000 δρχ. (500×12). Γινεται λοιπον σαφες το οτι τα προσδοκομενα κερδη παιζουν προτευοντα ρολο στην διαμορφωση του λογου P/E.

Στο σημειο αυτο και πριν προχωρησουμε στην διαδικασια υπολογισμου των μελλοντικων κερδων, ειναι αναγκαιο να εντοπισουμε μερικες πολυ σημαντικες λεπτομερειες, οι οποιες αν δεν ληφθουν υπ' οψη, μπορει να οδηγησουν σε λαθος συμπερασματα. Πρωτα απο ολα, στο προηγουμενο παραδειγμα η επιλογη του ιστορικου P/E ως σημειο αναφορας, αποτελει ουσιαστικα μια υπεραπλουστευση της πραγματικοτητας. Ειπαμε και σε προηγουμενη παραγραφο, οτι ο λογος αυτος επιρεαζεται

απο μια σειρα παραμετρων οπου ο σοβαρος επενδυτης ειναι υποχρωμενος. να τις λαβει σοβαρα υπ'οψη του, οπως η τιμη του λογου για τον κλαδο, το συνολο της αγορας, αλλα και η τιμη που δικαιολογείται απο τη θεση στον χρημ/ριακο κυκλο, οσο και απο την θεση στον κυκλο αναπτυξης του κλαδου.

Εξ'ισου σημαντικό ειναι να προσδιοριστεί η πηγη ή η αιτια η οποια προκαλεσε καποιες μεταβολες του οικονομικου αποτελεσματος στο παρελθον και η οποια μπορεί να προκειται για μια αντικανονικότητα που δεν θα επαναληφθει στο μελλον, οπως επι παραδειγματι μια εκτακτη φορολογία, μια αναπροσαρμογη της αξιας των παγιων ή μια μεταβολη του τροπου υπολογισμού των αποθεματων.

Κατι ακομη που πρεπει να λαβει υπ'οψη του ο επενδυτης ειναι, το οτι η βραχυχρονια προβλεψη κερδων, συνηθως δεν αντανακλαται στις τιμες των μετοχων εστω και αν αποδειχθει ορθη κατα την ανακοινωση των αποτελεσματων. Η πειρα εχει δειξει οτι οι μεταβολες των τιμων προηγουνται των μεταβολων στα κερδη καθώς αυτα προεξοφλουνται απο την προηγηθησα αυξηση των τιμων των μετοχων εξ'αιτιας των διαμορφουμενων προσδοκιων και φημολογιων.

Καθως ο επενδυτης προσπαθει μεσω καποιας διαδικασιας να προβλεψει τα μελλοντικα κερδη, ειτε για βραχυπροθεσμη ειτε για μακροπροθεσμη περιοδο και ανεξαρτητα με το ποια μεθοδο προβλεψης θα επιλεξει, το σιγουρο ειναι οτι θα βασιστει οπωσδηποτε σε στοιχεια του παρελθοντος. Η διαφοροποιηση εγκειται μονο στις μεθόδους επεξεργασιας αυτων των δεδομενων. Σχετικα τωρα με τις διαφορες μεθόδους προβλεψης κερδων, μπορούμε να πουμε πως τετοιου ειδους μελετες ειναι αρκετα πολυπλοκες, απαιτουν εξειδικευμενη γνωση, αλλα και τεχνικο

εξοπλισμο.

Επιπροσθετα απαιτειται μεγαλη εμπειρια ωστε να ειναι δυνατη η συνεκτιμηση πολλων παραγοντων μαζι. Εμεις θα εξετασουμε συνοπτικα 4 διαφορετικες μεθοδους και θα αναφερουμε τα πλεονεκτηματα καθως και τα μειονεκτηματα που παρουσιαζουν.

Μια πρωτη μεθοδος ειναι η προβολη των κερδων του παρελθοντος στο μελλον. Με απλα λογια, δημιουργουμε ενα διαγραμμα οπου στον οριζοντιο αξονα υπαρχει ο χρονος σε ετη και στον καθετο τα κερδη ανα μετοχη. Σημειωνουμε επανω στο διαγραμμα τα κερδη ανα μετοχη για τα περασμενα ετη και στη συνεχεια χαραζουμε την γραμμη τασης που δημιουργειται. Απο το σημειο που τελειωνουν τα δεδομενα, επεκτεινουμε την γραμμη τασης με διακεκομενη γραμμη προβαλοντας την στο μελλον. Ετσι, για την προβλεψη των μελλοντικων κερδων, αρκει να συρουμε την παραλληλη απο το ετος αυτο προς τον καθετο αξονα ως οτου τμησει την προβολη της γραμμης της τασης.

Η μεθοδος αυτη ειναι αρκετα απλη τοσο στον καταρτισμο της οσο και στην εφαρμογη της. Ειναι ομως αρκετα αναξιοπιστη αφου οπως αποδεικνυεται, αδυνατη να προβλεψει τα μελλοντικα κερδη σε πολλες περιπτωσεις.

Μια αλλη μεθοδος ειναι αυτη της προβολης της σχεσεως πωλησεων και κερδων. Πάλι δημιουργουμε ενα διαγραμμα στο οποιο στον οριζοντιο αξονα βαζουμε τα κερδη ανα μετοχη και στον καθετο αξονα τις πωλησεις. Το καθε σημειο του διαγραμματος προσδιοριζεται οταν για καθε χρονο σημειωσουμε τα κερδη ανα μετοχη που αντιστοιχουν σε συγκεκριμενο υψος πωλησεων. Χαρασουμε και παλι την γραμμη τασης και στην συνεχεια την προβαλλουμε διακεκομμενα στο μελλον. Ομως και αυτη η μεθοδος παρουσιαζει τα ιδια μειονεκτηματα. Επιπροσθετα πρεπει να

ληφθει υπ'οψη και το γεγονός ότι η σχέση πωλήσεων-κερδών, δεν διατηρείται σταθερή στο περασμά του χρόνου.

Και στις δύο προαναφερθέντες περιπτώσεις, ο υπολογισμός των μελλοντικών κερδών γίνεται άμεσα από τις δημιουργημένες προβολές. Στην εφαρμογή όμως της τρίτης μεθόδου αυτό γίνεται έμμεσα. Αυτή την φορά δεν προβλεπούμε τα μελλοντικά κέρδη, αλλά τις μελλοντικές πωλήσεις. Επίσης δεν χρησιμοποιούμε διάγραμμα ούτε την μέθοδο προβολής στο μέλλον. Αντίθετα, επιχειρούμε τον προσδιορισμό τους από ανακοινώσεις της διοίκησης ή από την έκθεση προς την Γενική Συνέλευση. Άκομη, μπορούν να γίνουν εκτιμήσεις από ανακοινώσεις κλαδικών ενώσεων ή από δημοσιεύσεις στον τύπο. Άφου φτάσουμε στο σημείο να εκτιμήσουμε το προσδοκώμενο ύψος των πωλήσεων, στη συνέχεια, λαμβανοντας υπ'οψη το περιθώριο κέρδους που έχει η επιχείρηση και με το δεδομένο του ότι δεν θα μεταβληθούν οι παράγοντες που το επηρεάζουν, εκτιμούμε το αντίστοιχόν ύψος των κερδών επί των πωλήσεων και στην συνέχεια το κέρδος ανά μετοχή που διαμορφώνει το λόγο P/E.

Ένας τέταρτος τρόπος υπολογισμού της αύξησης των μελλοντικών κερδών, προκύπτει αν υπολογίσουμε την απόδοση από την άντληση νέων κεφαλαίων. Αυτή μπορεί να γίνει με δύο τρόπους :

A) Άύξηση μετοχικού κεφαλαίου και B) Άποθεματικά. Στην πρώτη περίπτωση η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου γίνεται συνήθως με την έκδοση μετοχών σε τιμή πολύ ψηλότερη από την λογιστική αξία, πράγμα που σημαίνει ότι αυξάνεται η λογιστική αξία της επιχείρησης η οποία με την σειρά της προκαλεί την αύξηση της τιμής.

Στην δεύτερη περίπτωση της αποθεματοποίησης των κερδών, ο επενδυτής άφου βρει ποιο ποσοστό των κερδών αποθεματοποιείται

το πολλαπλασιάζει με τον συντελεστή αποδοσης των ιδίων κεφαλαίων και βρίσκει το ύψος των κερδών που θα προκύψουν από την αύξηση του κεφαλαίου, χωρίς φυσικά να λαμβανονται εδώ υπ' όψη ενδεχομένως αυξήσεις των πωλήσεων ή των περιθωρίων κερδών.

Σε όλες τις παραπάνω διαδικασίες του υπολογισμού των κερδών που περιγράψαμε, είναι φανερό ότι τα αποτελέσματα είναι προσεγγιστικά, οι μηχανισμοί είναι ευχριστοί μεν αλλά απλοϊκοί καθώς έχουν υποστεί αρκετές αφαιρέσεις και η αξιοπιστία αν και ενδεικτική, τελικά φαίνεται να είναι μικρή. Οι αναλύτες όμως επινοήσαν μια μέθοδο υπολογισμού των μελλοντικών κερδών μέσα από τον ρυθμό αύξησης που έχουν παρουσιάσει για μια μεγάλη χρονική περίοδο. Η μέθοδος αυτή παρουσιάζει μεγαλύτερη ακρίβεια και αναφέρεται κυρίως στην μακροχρονία περίοδο. Αν και έχουν επινοηθεί πολλές τέτοιες μέθοδοι για τον υπολογισμό του ρυθμού αύξησης των κερδών, η μέθοδος του λογαριθμικού προσδιορισμού φαίνεται να επικρατεί. Σε αυτή την μέθοδο χρειαζόμαστε τα στοιχεία για τις πωλήσεις, τα κέρδη, τα μερίσματα και τις τιμές της μετοχής για μια εκτεταμένη χρονική περίοδο, όπως για μια δεκαετία. Στη συνέχεια υπολογίζουμε τον ετησίο ρυθμό αύξησης για κάθε ένα στοιχείο ξεχωριστά. Αυτό γίνεται ως εξής: Διαιρούμε αρχικά την αξία του τελευταίου έτους δια της αξίας του έτους εκκίνησης. Η διαίρεση αυτή δίνει ένα πηλίκο, στο οποίο βρίσκουμε τον λογαριθμό. Αφού βρούμε τον λογαριθμό του πηλίκου, τον διαιρούμε με τον αριθμό των ετών για τα οποία έχουμε τα στοιχεία και υπολογίζουμε τα δεδομένα. Η διαίρεση αυτή δίνει ένα νέο πηλίκο του οποίου αυτή τη φορά υπολογίζουμε τον αντιλογαριθμό από τον οποίο στην συνέχεια

αφαιρούμε την μονάδα. Το αποτέλεσμα αυτό δίνει τον ετήσιο ρυθμό αύξησης.

Στο σημείο αυτό αξίζει να πούμε ότι η πιο πάνω μέθοδος οδηγεί σε ακριβέστερα αποτελέσματα, αν στην αρχική διαιρέση της αρχικής αξίας δια της αξίας του έτους εκκίνησης, αντικαταστήσουμε την τιμή της τελευταίας αξίας με την τιμή του μεσου όρου της τελευταίας τριετίας και την αξία του έτους εκκίνησης με τον μεσο όρο της αρχικής τριετίας. Εννοείται ότι με τον ίδιο τρόπο βρίσκουμε τον ρυθμό μεταβολής όχι μόνο για τα κέρδη, αλλά και για τις πωλήσεις, για τα μερίσματα, καθώς και για τις τιμές των τιμών των μετοχών.

Με την αναφορά μας στον λογαριθμικό προσδιορισμό του ρυθμού αύξησης των κερδών, ολοκλήρωσαμε την αναφορά μας στην βασική ανάλυση και σε ότι αφορά τα βασικά της στοιχεία.

-
1. Παπουλίας σ. 161
 2. Παπουλίας σ. 162
 3. Παπουλίας σ. 180

Τεχνική ανάλυση

(Δελής σ. 33-38, Fundamental σ. 296-298, Παπαυλιος σ. 212-224)

Η τεχνική ανάλυση, αποτελεί ουσιαστικά την αλληλοση του νομισματός στην ανάλυση των μετοχών. Είναι εκ"διαμετρου αντιθετη με την βασική ανάλυση την οποία περιγραψαμε στα δυο προηγουμενα κεφαλαια. Προκειται βασικι για μια μεθοδο προβλεψης για την απολυτα βραχυχρονια περιοδο, ειτε για το συνολο της αγορας, ειτε για μεμονομενες μετοχικες αξιες.

Η βασική επιδιωξη είναι η προβλεψη της μελλοντικης προσφορας και ζητησης που θα δημιουργηθει, ειτε για την αγορα ως συνολο, ειτε για μια μεμονομενη μετοχη. Η εμφαση στην προσφορα και την ζητηση διαφερει τελειως απο την εμφαση που δινει στα πραγματικα οικονομικα δεδομενα η βασική ανάλυση. Η τεχνική ανάλυση αδιαφορει για τα τελευταια. Εάν διαπιστωσει ο αναλυτης οτι προκειται να δημιουργηθει υπερβαλουσα προσφορα για τις μετοχες μιας συγκεκριμενης εταιριας, τότε θα θεωρησει την μετοχη ως ευκαιρια αγορας ανεξαρτητα απο τα οικονομικα δεδομενα της επιχειρησης.

Γινονται λοιπον φανερες οι διαφορες αναμεσα στις δυο μορφες ανάλυσης των τιμων των μετοχων. Η βασική ανάλυση προσανατολιζεται στην μακροχρονια περιοδο και λαμβανει υπ"οψη της τα πραγματικα οικονομικα δεδομενα, ενώ η τεχνική ανάλυση προσανατολιζεται στην απολυτα βραχυχρονια περιοδο και λαμβανει υπ"οψη της τα στοιχεια που αφορουν στην προσφορα και την ζητηση. Αυτό της προσδιδει το ιδιόιτερο χαρακτηριστικο του κατάλληλου χρονισμού στην αγορα και στην πώληση μιας

μετοχής. Οι αγοραπωλησίες πρέπει να γίνονται στην κατάλληλη χρονική στιγμή για να αποδίδουν καρπούς. Η ίδια εταιρία μπορεί να θεωρηθεί σήμερα ως ευκαιρία για αγορά και μετά από λίγες μέρες μπορεί να θεωρηθεί ότι πρέπει να πουληθεί απλά επειδή άλλαξαν τα δεδομένα της προσφοράς και της ζήτησης και όχι γιατί μεταβλήθηκαν οι οικονομικές της επιδόσεις, κάτι το οποίο θα λάμβανε σοβαρά υπόψη της η βασική ανάλυση.

Οι τεχνικές προβλεψής προσφοράς-ζήτησης, βασίζονται κυρίως στην απομονώση προτύπων μεταβολής των τιμών των μετοχών και στην χρήση και επεξεργασία στατιστικών δεδομένων. Σπουδαίο ρόλο παίζει η εμπειρία και η παρατήρηση. Αν επί παραδειγματι ο αναλυτής παρατηρήσει ότι ένα συγκεκριμένο πρότυπο συμπεριφοράς επαναλαμβάνεται τακτικά, ίσως να θεωρηθεί κατάλληλο για πρόβλεψη των τιμών στο μέλλον.

Όμως η πείρα έχει δείξει ότι δεν υπάρχουν μοντέλα προβλεψής τα οποία να ισχύουν διαχρονικά και για όλες τις μετοχές. Μπορεί για παράδειγμα ένα πρότυπο να είναι εξαιρετικά αξιόπιστο, αλλά να παρουσιάζεται σπανία. Έτσι λοιπόν φαίνεται καθαρά ότι είναι απαραίτητο να χρησιμοποιηθούν ταυτόχρονα πολλοί δείκτες. Αυτό άλλωστε γίνεται αναγκαίο από την στιγμή που υπάρχουν πολλές συνθήκες οι οποίες αλληλεπιδρούν την ίδια στιγμή.

Συνήθως λέμε ότι υπάρχει λανθασμένη πρόβλεψη ως αποτέλεσμα της μη αναγνώρισης της αλληλουχίας και της αλληλεπίδρασης διαφόρων τεχνικών δεικτών με άλλους. Αλλά και αν ακόμη γίνει δυνατή μια τέτοια συσχέτιση με επιτυχία, δεν μπορεί να λεχθεί ότι υπάρχει και η αλανθαστή τεχνική. Από την άλλη μεριά η ανάγκη ταυτόχρονης χρήσης πολλών διαφορετικών δεικτών, καθιστά δύσκολο τον εντοπισμό της αποτελεσματικότητας ή μη

ενος συγκεκριμένου δείκτη. Μια επιτυχής πρόβλεψη επί ένα μεγάλο χρονικό διάστημα δεν καθιστά μια μέθοδο ως ορθή ούτε επίσης και το αντίθετο.

Κατ'επέκταση, αυτή η αδυναμία ελέγχου της ικανότητας πρόβλεψης συγκεκριμένων δεικτών, κάνει δύσκολο και τον έλεγχο της τεχνικής ανάλυσης ως σύνολο. Ο έλεγχος αναποφευκτά θα γίνει με έναν έμμεσο τρόπο. Ο έλεγχος αφορά πρώτα από όλα στο κατά ποσο υπάρχουν αυτά τα μοντέλα συμπεριφοράς των τιμών πάνω στα οποία βασίζονται οι προβλέψεις, και δεύτερον στο κατά ποσο μπορεί κάποιος ο οποίος χρησιμοποιεί την τεχνική ανάλυση να κερδίσει περισσότερα από κάποιον που δεν την χρησιμοποιεί.

Επιπροσθέτα δημιουργείται το ερώτημα του αν ένα πρότυπο συμπεριφοράς υπάρχει ή δημιουργείται από τον αναλυτή. Αυτό ενισχύεται από το γεγονός του ότι έχει παρατηρηθεί πως μερικοί αναλύτες προτείνουν τεχνικές πρόβλεψης μέσω δεικτών τους οποίους κάποιοι άλλοι αναλύτες δεν τους θεωρούν ικανούς για ορθές προβλέψεις.

Όπως έχουμε ήδη προαναφέρει, συνεκτιμούνται ταυτόχρονα πολλοί διαφορετικοί δείκτες. Στην πραγματικότητα υπάρχουν δεκάδες τέτοιοι δείκτες και αντίστοιχα δεκάδες συστήματα συνδυασμών τους τα οποία χρησιμοποιούνται. Αυτό κάνει σαφές το ότι είναι αδύνατο να καλύψουμε όλο αυτό το φάσμα. Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια επιλεκτική, δεξιοληπτική αναφορά μερικών δεικτών οι οποίοι φαίνονται να είναι οι πιο δημοφιλείς και χαιρούν της μεγαλύτερης εκτίμησης από το σύνολο των αναλυτών.

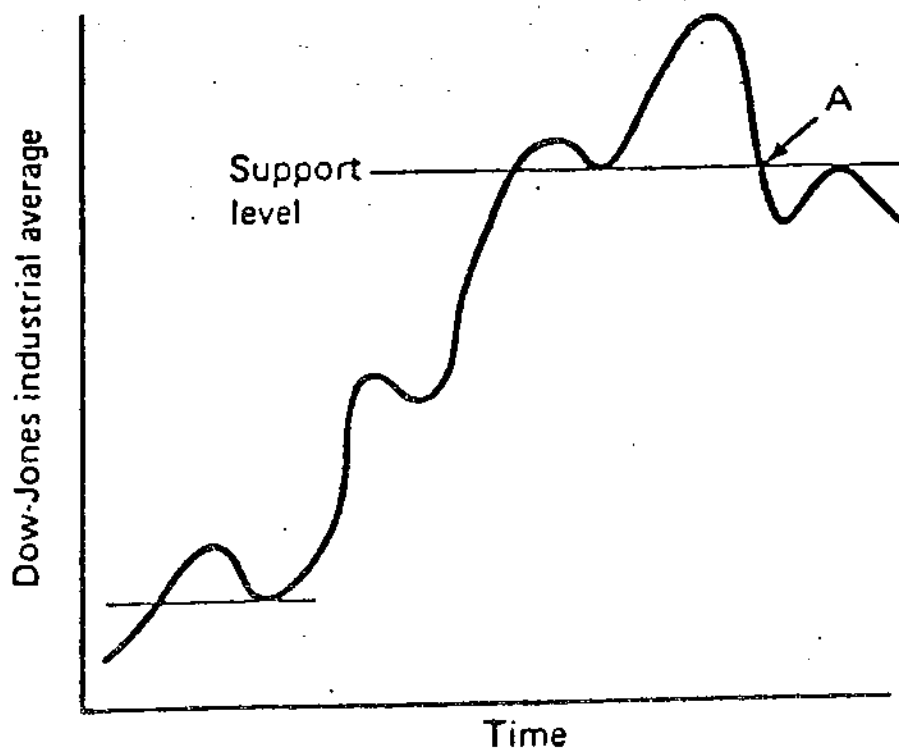
Μια από τις γνωστότερες, αλλά και παλαιότερες μεθόδους, είναι αυτή της θεωρίας του Dow. Ο κυριώτερος σκοπός αυτής της

θεωρίας είναι, να προβλεψει τις μεγάλες αλλαγές στην κίνηση της αγοράς: Οι μακροχρονίες τάσεις οι οποίες παρουσιάζονται στη διεθνή αγορά είναι η ανοδική (bull market) και η καθοδική (bear market). Η θεωρία αυτή ισχυρίζεται ότι εντοπίζει το ποτε αυτή η τάση έχει αλλάξει πορεία.

Το διαγράμμα 9 δεχτεί μια υποθετική κίνηση των τιμών μιας μετοχής που κάνει ξεκαθαρή την θεωρία. Παρουσιάζεται μια ανοδική αγορά. Κατά την διάρκεια αυτής της ανοδικής πορείας υπάρχουν 4 περιπτώσεις πτώσης τιμών. Στις τρεις πρώτες περιπτώσεις η πτώση που ακολούθησε ήταν μικρότερη από την προηγούμενη ανοδο. Στην τέταρτη όμως περίπτωση παρατηρούμε ότι η πτώση είναι μεγαλύτερη από την προηγούμενη ανοδο και διερχεται πέρα από το προηγούμενο "επίπεδο στήριξης" που οριζόταν από το προηγούμενο ελάχιστο της προηγούμενης πτώσης. Η θεωρία ακριβώς εδώ λέει ότι υπάρχει αντιστροφή της τάσης και πως βρισκόμαστε στην αρχή μιας πτωτικής αγοράς. Το σημείο A αποτελεί σύμφωνα με την θεωρία, σημείο πώλησης.

Η θεωρία βεβαία λέει, ότι για να μιλήσουμε με ασφάλεια για το αν πραγματικά έχουμε μπει σε μια φάση πτωτικής αγοράς, πρέπει ανάλογη συμπεριφορά να παρατηρηθεί και σε άλλες κατηγορίες δεικτών. Το αντιστρόφο φυσικά γίνεται προκειμένου να προβλέψουμε την αντιστροφή μιας καθοδικής τάσης σε ανοδική. Το κυριώτερο στοιχείο το οποίο κάνει την θεωρία του Dow δημοφιλή είναι, το ότι πρόβλεψε με επιτυχία και έδωσε σημάδι πώλησης, λίγες εβδομάδες πριν την Χρηματιστηριακή κρίση του 1929. Από εκεί και πέρα στο περσμά του χρόνου, ο δείκτης αυτός έχει παρουσιάσει ένα σημαντικό μειονεκτήμα. Αυτό είναι το ότι συχνά δίνει σημάδι πώλησης καθυστερημένα, ενώ έχουμε ήδη μπει κατά 80 με 90 τοις εκατό στην πτωτική αγορά. Παρ' όλα

FIGURE 15-1
Hypothetical Dow-Theory Sell Signal



ΠΗΓΗ Fundamental

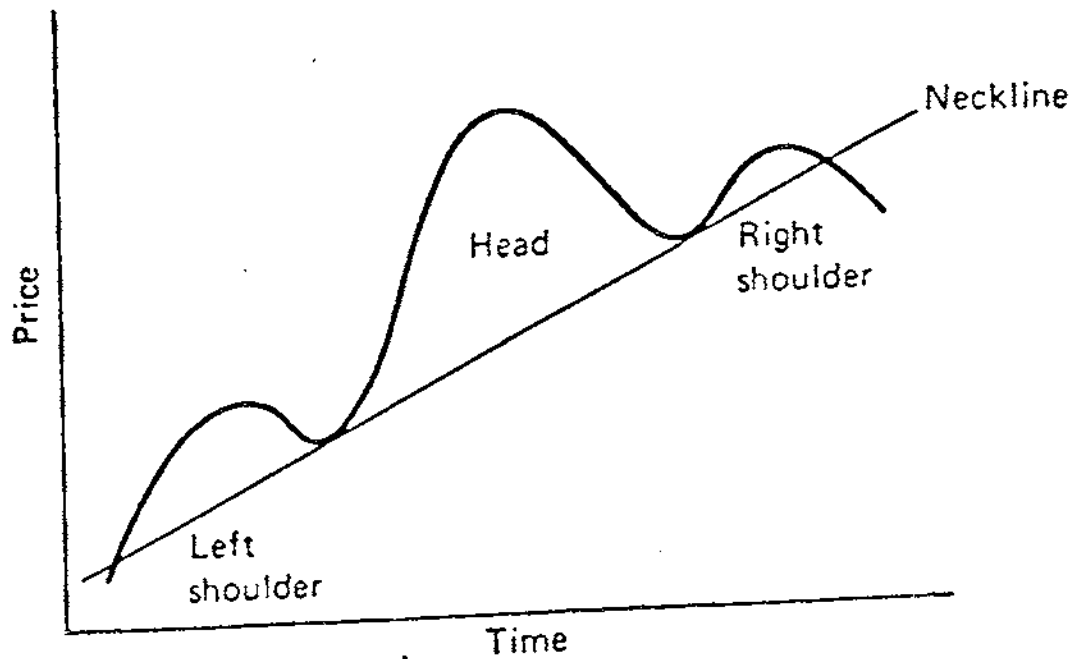
αυτά η θεωρία του Dow έχει αποτελέσει τη βάση για πολλούς ευρέως χρησιμοποιούμενους δείκτες τεχνικής ανάλυσης.

Μιλώντας πάντως γενικά, όλα τα προτυπα ερμηνείας των τιμών σχετίζονται με ξεπερασμένα καποιών επιπέδων στήριξης και αντίστασης, όπου θεωρείται ότι ξεπερνιέται κάποια πίεση μαζικών πωλήσεων ή αγορών. Στο διαγράμμα 10 δειχνεται η κίνηση των τιμών μιας υποθετικής μετοχής που παρουσιάζει τον προαναφερθέντα σχηματισμό. Η προβλεπτική δύναμη της πιο πάνω μορφής φαίνεται αρκετά ισχυρή όταν εμφανίζεται μετά από παρατεταμένη ανοδική κίνηση της τιμής της μετοχής.

Οι ώμοι (*shoulders*) του σχηματισμού δημιουργούν την γραμμή αντίστασης ή υποστήριξης που στο συγκεκριμένο μοντέλο ονομάζεται γραμμή ώμων. Σύμφωνα με την θεωρία, όταν οι τιμές των μετοχών τμησουν τη γραμμή ώμων από δεξιά, τότε έχουμε ένα ισχυρό σήμα πώλησης. Αντίθετα όταν ξεφυγουν από την γραμμή ώμων προς τα επάνω, τότε εκτιμάται ότι δεν θα υπάρξει αντιστροφή της τάσης.

Ο όγκος συναλλαγών αποτελεί μια από τις πιο αξιοπιστές μεθόδους της τεχνικής ανάλυσης. Ξεφεύγει από την μελέτη των τιμών και ασχολείται με έναν άλλο παράγοντα προσφοράς και ζήτησης. Η χρήση του αναφέρεται τόσο στην μελέτη της τάσης της αγοράς, όσο και σε μεμονωμένες μετοχές. Η ερμηνεία του όγκου συναλλαγών είναι αρκετά περιπλοκή. Υπάρχει ωστόσο ένας γενικός κανόνας, ο οποίος λέει ότι υψηλός όγκος συναλλαγών σημαίνει συνέχιση της ισχυρούς τάσης τιμών, ενώ χαμηλός όγκος συναλλαγών υποδηλώνει μεταστροφή. Για παράδειγμα αν η αγορά κινείται ανοδικά με χαμηλό όγκο συναλλαγών, ο τεχνικός θα προβλέψει πτώση. Αλλά μια καθοδική κίνηση με χαμηλό όγκο συναλλαγών υποθέτει επακόλουθη ανοδική κίνηση.

FIGURE 15-2
Hypothetical Head and Shoulders Formation



PHFW Fundamental

Η κυριώτερη εξαιρεση αναφereται σε αυτο το οποιο ονομαζεται σαν σπουδαια ημερα αντιστροφης. Μια μεγαλη πτωτικη πορεια συνηθως ξεκιναει με μια πολυ αποτομη αυξηση τιμων σε μια δεδομενη ημερα, συνοδευομενη απο εναν υψηλο ογκο συναλλαγων. Αντιστοιχα, προ μιας μεγαλης ανοδου τιμων συχνα προηγεται μια αποτομη πωση σε μια συγκεκριμενη ημερα συνοδευομενη απο εναν υψηλο ογκο συναλλαγων. Αυτες οι ημερες αντιστροφης ειναι η εξαιρεση στον γενικο κανονα οτι υψηλος ογκος συναλλαγων ειναι σημα συνεχισης της ηδη εκδηλωμενης τασης, ενω χαμηλος ογκος υποδηλωνει αντιστροφη της.

Οι τεχνικοι γενικα χρησιμοποιουν τον ορο "τεχνικα δυνατη αγορα" οταν ο ογκος συναλλαγων αυξανει σε περιόδους ανακαμψης και μειωνεται σε αντιστροφη κινηση. Αντιθετα "τεχνικα αδυνατη αγορα" ονομαζεται αυτη στην οποια ο ογκος συναλλαγων αυξανει σε περιόδους αντιστροφης κινησης και μειωνεται σε περιόδους ανακαμψης. Εννοειται οτι ολα τα ανωτερω αναφereνται σε ομαλες περιόδους της αγορας και εξαιρουνται οι περιοδοι πανικου.

Ενας αλλος δεικτης ο οποιος δεν σχετιζεται με τις τιμες των μετοχων, αλλα χρησιμοποιειται προκειμενου να προβλεψει τις κινήσεις της αγορας σαν συνολο ειναι, το λεγομενο "ευρος της αγορας". Συνηθως ο ημερησιος τυπος δημοσιευει τον αριθμο των μετοχων οι οποιες σημειωσαν ανοδο, πωση ή εμειναν σταθερες. Ο τεχνικος αξιολογει την δυναμη της αγορας χρησιμοποιοντας αυτες τις στατιστικες.

Ο τροπος ο οποιος χρησιμοποιειται η στατιστικη αυτη ειναι αρκετα απλος. Καθημερινα δημιουργει την διαφορα αναμεσα στις ανοδους και τις καθοδους. Αν επι παραδειγματι μια ημερα ειχαμε 47 ανοδους και 21 πωσεις, τοτε το ευρος της αγορας ειναι $47-21=26$. Αν την επομενη ημερα ειχαμε 40 ανοδους και 29

καθοδους ($40-29=11$), τότε το ευρος της αγοράς διαμορφώνεται σε $26+11=37$. Αν τώρα την τρίτη ημέρα έχουμε 25 ανοδους και 45 καθοδους ($25-45=-20$), τότε το ευρος είναι $37-20=17$.

Είναι φυσικό ότι αν δυο αναλύτες ξεκινήσουν από διαφορετικές ημέρες, θα έχουν διαφορετικές απόλυτες τιμές για το ευρος της αγοράς. Το σημαντικό όμως σε αυτή τη μέθοδο δεν είναι το ευρος της αγοράς σαν απόλυτο μέγεθος, αλλά η τάση του. Αυτό σημαίνει ότι ανεξάρτητα από το ποια ημέρα ξεκίναμε να μετράμε το ευρος της αγοράς, θα καταλήξουμε σε ίδια συμπεράσματα αναφορικά με την κατεύθυνσή του.

Μιλώντας γενικά, μια αύξηση του "ευρους", θεωρείται ευνοϊκό σημείο σε μια ανοδική αγορά και μη ευνοϊκό σε μια πτωτική αγορά. Εννοείται φυσικά ότι ο δείκτης αυτός δεν χρησιμοποιείται μόνος του, αλλά πάντα συσχετίζεται με τον δείκτη τιμών της αγοράς. Έτσι, για παράδειγμα, αν η αγορά κινείται ανοδικά, αλλά το ευρος είναι καθοδικό ή στατικό, τότε η ένδειξη είναι ότι η ανοδική τάση θα τερματιστεί σύντομα. Αυτό συμβαίνει διότι ουσιαστικά η αγορά κινείται ανοδικά, αλλά οι μετοχές οι οποίες πεφτούν είναι περισσότερες από αυτές που ανεβαίνουν. Αν όμως το ευρος της αγοράς ήταν ανοδικό, αυτό θα σημαίνει ότι η ανοδική πορεία θα συνεχιζόταν. Από την άλλη μεριά, πριν από το τέλος μιας πτωτικής αγοράς, συνήθως προηγείται μια αύξηση στον αριθμό των μετοχών που σημειώνουν ανοδο. Κατ'αντιστοιχία, μια αύξηση στον αριθμό των μετοχών που πεφτούν, συχνά σημαίνει το τέλος μιας ανοδικής αγοράς. Έτσι βγαζουμε τον γενικό κανόνα, ότι το ευρος της αγοράς πρέπει να πεφτει πριν την αρχή μιας πτωτικής αγοράς και να αυξάνει πριν από μια ανοδική αγορά.

Επιστρέφοντας στην επεξεργασία των τιμών των μετοχών, θα

αναλύσουμε μια πολύ δημοφιλή μεθοδο τασης. Αυτη είναι ο κινητος μεσος των τιμων, ειτε αυτος αναφereται σε τιμες μετοχων, ειτε σε τιμες δεικτη τιμων. Αυτος υπολογιζεται σαν ο αριθμητικος μεσος ορος των τιμων που σημειωσε ο δεδομενος τιτλος στην διαρκεια ενος δεδομενου αριθμου ημερων, συμπεριλαμβανοντας καθε φορα στο αθροισμα των τιμων, την τιμη της τρεχουσας ημερας και αφαιροντας αυτη της πιο παλιης ημερας. Αυτο σημαινει οτι ο αριθμος των ημερων παραμενει σταθερος.

Οι περισσοτεροι αναλυτες συμφωνουν οτι ο υπολογισμος ενος μεσου ορου 200 ημερησιων τιμων, είναι αρκετος για να δειξει την ταση. Ο κινητος μεσος ορος, παρουσιαζει το πλεονεκτημα της εξαλειψης των ημερησιων διακυμανσεων καθώς και της εξομαλυνσης των ενδιαμεσων κινήσεων. Έτσι μετα απο αυτες τις εξομαλυνσεις παρουσιάζεται η ταση.

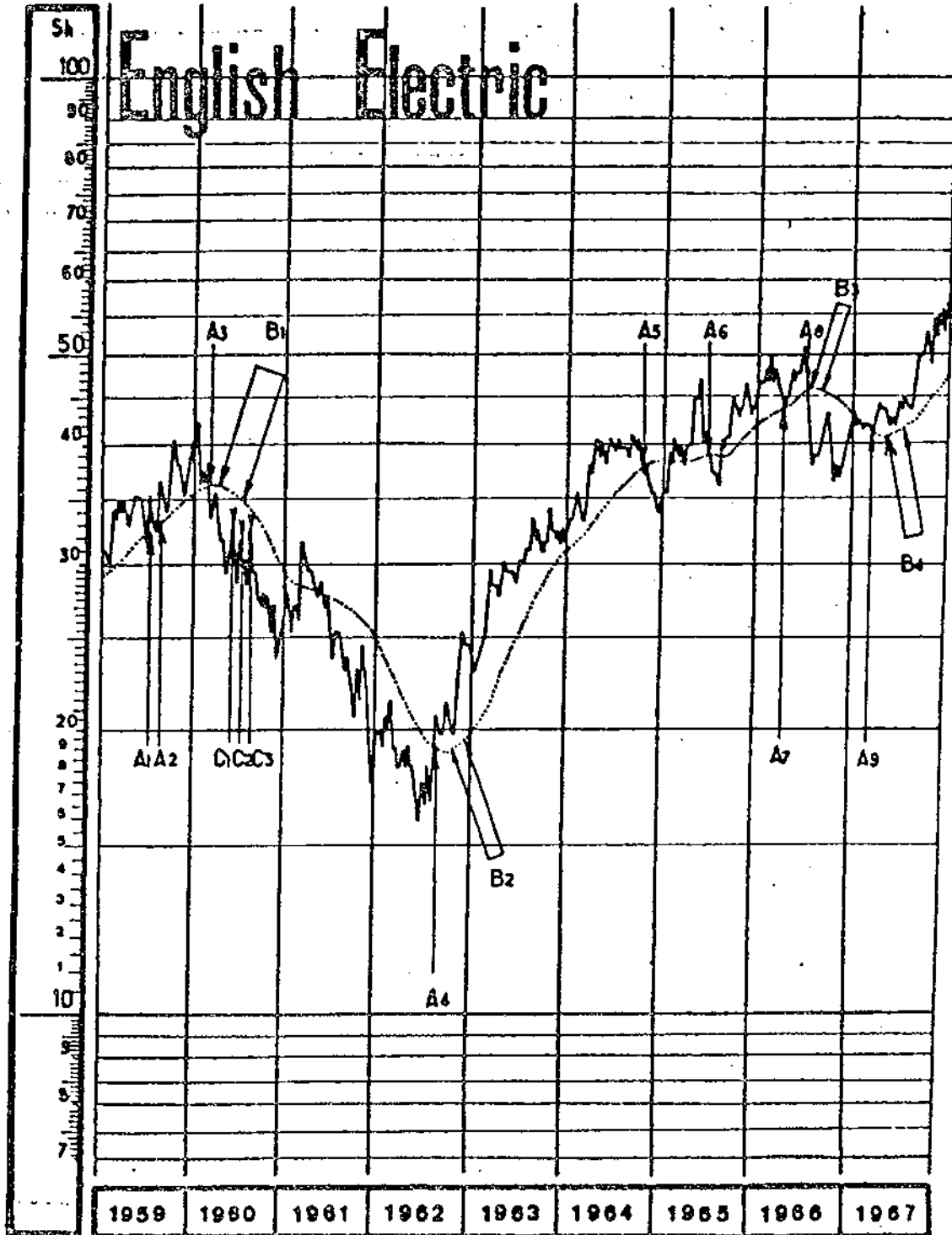
Περα ομως απο την ταση, οι αναλυτες εχουν επινοησει ορισμενες συσχετισεις αναμεσα στον κινητο μεσο ορο και οτις ημερησιες τιμες. Αυτα φαινονται στο διαγραμμα 11.

Πρωτα απο ολα εχουμε τα σηματα τυπου A. Στα σημεια αυτα η καμπυλη η οποια αντιπροσωπευει την καθημερινη εξελιξη των τιμων του τιτλου, τερνει και διερχεται την αντιπροσωπευτικη καμπυλη του κινητου μεσου. Ενα τετοιο σημειο δινει σημα συναγερμου και προειδοποιει οτι χρειαζεται να δοθει προσοχη στην σημειουμενη εξελιξη.

Τα σηματα τυπου B δειχνουν την αλλαγη της κλισης της καμπυλης που αντιπροσωπευει την πορεια του κινητου μεσου ορου των τιμων. Ενα τετοιο σημειο εκφραζει μεταστροφη της τασης.

Τα σημεια τυπου C είναι σημεια της καμπυλης της ημερησιας πορειας των τιμων η οποια βρισκεται ολοκληρη απο την ιδια

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΙΙ



Source : Eurofinance, « Euromobiles ».

πλευρά της καμπύλης του κινητού μεσού. Τα σημεία αυτά δείχνουν τις κορυφές επαναλαμβανόμενων ενδιάμεσων κινήσεων και επιβεβαιώνουν την συνέχιση της τάσης.

Όπως φαίνεται από το διαγράμμα όταν η τάση είναι πτωτική, ο κινητός μεσός ορός βρίσκεται πάνω από την καμπύλη των ημερησίων τιμών. Αντιστρόφως, όταν η τάση είναι ανοδική, η καμπύλη του κινητού μεσού βρίσκεται κάτω από αυτή των ημερησίων τιμών.

Οι αναλύτες λοιπόν θεωρούν ότι εκπεμπεται σήμα αγοράς όταν η ημερησία καμπύλη τιμών που βρίσκεται κάτω από αυτή του κινητού μεσού κινήσει ανοδικά και τμήσει την τελευταία περνώντας από πάνω. Αντίθετα, εκτιμάται σήμα πώλησης, όταν η καμπύλη της ημερησίας κίνησης η οποία βρίσκεται πάνω από αυτή του κινητού μεσού, κινήσει καθοδικά και τμήσει την τελευταία περνώντας από κάτω της.

Από τους αναλύτες θεωρείται βασική προϋπόθεση το να είναι ή να τήνει να γίνει οριζόντια η γραμμή τάσης. Όταν συμβεί αυτό, τα πιο πάνω σημεία πώλησης θεωρούνται ισχυρά. Εκτός από τα πιο πάνω σημεία πώλησης, οι αναλύτες θεωρούν ότι εκπεμπεται ανάλογο σήμα, όταν η γραμμή τάσης είναι πτωτική και τερνεται ανοδικά ή καθοδικά από την ημερησία. Ακόμη, η αποτυχία διατήρησης προς τα πάνω της γραμμής τάσης από την ευρισκομένη από κάτω ημερησία καμπύλη παρα το ότι την πλησιάζει, θεωρείται πάλι σημείο πώλησης. Σημείο πώλησης θεωρείται ακόμη, η στενωπή της απόστασης μεταξύ της ημερησίας καμπύλης και αυτής της τάσης όταν η ημερησία είναι από επάνω, διότι εκτιμάται ότι τελειώνει η ανοδική πορεία. Οι αντίθετες από τις προαναφερθείσες καταστάσεις εκπεμπούν σήματα αγοράς. Επιπροσθέτως, σήμα αγοράς θεωρείται, όταν οι ημερησίες τιμές

διατρύπουν καθοδικά αυτές της τάσης, αρκεί η τελευταία να είναι ανοδική.

Ένας άλλος δείκτης ο οποίος δεν έχει σχέση με τις τιμές των μετοχών, αλλά με τις ομολογίες, είναι ο λεγόμενος δείκτης εμπιστοσύνης. Αυτός είναι απλά το πηλικο ενός λογου του οποίου ο αριθμητής αντιπροσωπευει 10 υψηλης εμπιστοσύνης ομολογίες και ο παρονομαστής 40 ομολογίες κακης ποιότητας και εμπιστοσύνης. Επειδη το επιτοκιο των ποιοτικων ομολογιων είναι χαμηλοτερο απο αυτο των μη ποιοτικων, ο δείκτης είναι μικροτερος απο την μοναδα.

Αν υπάρχει αισιοδοξια στην αγορα ομολογιων, η διαφορα αναμεσα στις δυο κατηγορίες ομολογων μικραινει και συνεπως ο δείκτης μεγαλωνει. Αντιθετα, αν υπάρχει απαισιοδοξια, ο δείκτης μειωνεται καθώς η διαφορα επιτοκιων μεγαλωνει. Επειδη οι διαμορφωσεις αυτές αντανακλουν τις αποψεις επαγγελματιων επενδυτων, θεωρειται δείκτης αξιοπιστίας σχετικά με τις διαμορφουμενες προσδοκίες που θα επιρεασουν απολυτα και αμεσα την αγορα των μετοχων. Όταν ο δείκτης αυξανει υποδηλωνει οτι οι επεγγελματιες είναι αισιοδοξοι, ενώ όταν μειωνεται, θεωρειται οτι είναι απαισιοδοξοι. Βασικη φυσικα προϋποθεση είναι, η ύπαρξη μιας πληρους και ωριμης αγορας ομολογιων, κατι το οποιο προς το παρον δεν υφισταται στο Χ.Α.Α.

Ακριβως αντιθετος με αυτον τον δείκτη είναι ο δείκτης των μικροεπενδυτων. Ενώ ο προηγουμενος δείκτης προσπαθει να εκφρασει τις κινήσεις των επεγγελματιων οι οποιοι θεωρουνται το "εξυπνο χρημα" και πιστευεται οτι κανουν τις σωστες προβλεψεις, το αντιθετο ακριβως πιστευεται για του μικροεπενδυτες. θεωρειται οτι αυτων οι προβλεψεις είναι λανθασμενες. Αν για παραδειγμα αυτοι προβαινουν σε αγορες

ελπίζοντας σε ανοδο, τότε επικείται πτώση, ενώ αν πουλουν φοβουμενοι πτώση, τότε επικείται ανοδος. Συνεπώς θελουμε να διαπιστώσουμε τι κάνει ο μικροεπενδυτής, για να κάνουμε το αντίθετο ! Ο δείκτης αυτός είναι απαραίτητος σε ένα πλήρες δελτίο συναλλαγών, επειδή αυτό το οποίο ψάχνει ο αναλυτής είναι να βρει τις αγοραπωλησίες με αριθμο κάτω των 100 μετοχών που υποτίθεται πως κάνει ο μικροεπενδυτής. Βρισκοντας αυτές τις αγοραπωλησίες, δημιουργουμε έναν λογο στον οποίο αριθμητής είναι οι πωλησεις και παρονομαστής οι αγορες. Εάν ο δείκτης αυξάνει, περιμενουμε τέλος μιας καθοδικής πορείας και αναστροφή της σε ανοδική. Αντίθετα, αν ο δείκτης αρχίσει να πέφτει, αναμενουμε ότι σύντομα θα αρχίσει μια πτώση. Όλα αυτά βασίζονται στην πεποίθηση του ότι ο μικροεπενδυτής καθοδηγείται από τα συναισθηματα του και κάνει λάθος πράγματα σε λάθος χρόνο.

Αν και όπως ήδη προαναφεραμε, οι προαναφερθησες τεχνικές αποτελουν μια εισαγωγή στην τεχνική ανάλυση, μπορούμε να πουμε ότι ολοκλήρωσαμε μια σύντομη, σφαιρική επισκόπηση στην τεχνική ανάλυση των μετοχών. Βεβαία η υπαρξη πληθώρας τεχνικών δεικτών και η αναγκη συσχετισεως τους, κανουν απαραίτητη την υπαρξη Η/Υ και εξειδικευμένων προγραμμάτων από μερους του αναλυτή, ο οποίος όμως θα πρέπει περα από αυτά να έχει την ικανότητα συνεκτιμησης των στοιχείων που του παρασχουν τα μηχανήματα και την δημιουργία δικών του στανταρ. Είναι λοιπον φυσιολογικό το ερωτημα το οποίο δημιουργείται, σχετικά με το ποια μεθοδος ανάλυσης, η τεχνική ή η βασική, είναι πιο αποτελεσματική. Πολλά έχουν υποθει τόσο στο θεωρητικό, όσο και στο στατιστικό επίπεδο. Προσφατα το περιοδικό Fortune δημοσίευσε μια μετρηση των αποτελεσμάτων

Δύο διαφορετικών επενδυτικών οίκων, οι οποίοι χρησιμοποιούσαν ο ένας την τεχνική ανάλυση και ο άλλος την βασική. Οι διαφορές που προέκυψαν ήταν σχεδόν ανυπαρκτες. Για την τελευταία πενταετία και ενώ ο γενικός δείκτης του Αμερικανικού Χρημ/ριου ανεβηκε με ένα ρυθμό 20 % το χρόνο, η εταιρία που έχει υιοθετήσει την τεχνική ανάλυση είχε ρυθμό αύξησης 24,06 % ετησίως, ενώ αυτή που χρησιμοποίησε την βασική ανάλυση, 23,33 % ετησίως. Αν συγκρίνουμε τρία χρόνια αποδοσης, η εταιρία με την τεχνική ανάλυση είχε αποδοση **16,82** % ετησία και η εταιρία με την βασική ανάλυση είχε ετησία αποδοση 17,63 % την στιγμή που ο γενικός δείκτης είχε αποδοση σε ετησία βάση μόλις 11,8 % . Η καλύτερη τεχνική είναι ο συνδυασμός στοιχείων τόσο της τεχνικής, όσο και της βασικής ανάλυσης, πράγμα το οποίο υιοθετούν οι περισσότεροι μεγάλοι επγγελματίες μανατζερς επενδύσεων στη Αμερική.

Χρηματιστήριο και Ελληνική πραγματικότητα

Απο την ανάλυση η οποία εγείνε σε αυτή την μελέτη φάνηκε καθαρά ότι ο θεσμός του Χρημ/ρίου, όπως αναφερθηκε και στην εισαγωγή, είναι εξαιρετικά σημαντικός για την οικονομία μιας χώρας και αποτελεί τον καθρεφτή της. Οι παράγοντες που επιρεάζουν την πορεία των μετοχών είδαμε ότι είναι πολλοί και διαφορετικοί. Άλλοι έχουν σχέση με τη οικονομία γενικότερα, άλλοι επιηρεάζονται από τον κλάδο της κάθε επιχείρησης, ενώ άλλοι σχετίζονται με την οικονομική κατάσταση της κάθε εταιρίας. Η ανάλυση είναι επιστημονική και βασίζεται σε συγκεκριμένα στοιχεία. Είναι συνεπώς εσφαλμένη η άποψη που επικρατεί στον Ελλαδικό χώρο ότι το Χρημ/ριο είναι τζογός και ένα είδος παιχνιδιού στο οποίο προταρχικό παράγοντα παίζει η τύχη. Η άποψη αυτή είναι τελείως έξω από την πραγματικότητα και διατυπώνεται από άτομα ασχέτα με την πραγματικότητα του Χρημ/ρίου ως θεσμού. Αν την δεχθούμε, θα πρέπει να δεχθούμε και πως ολοκληρή η οικονομία μιας χώρας και κατ'επέκταση ολοκληρού του κόσμου, δεν βασίζεται σε νόμους, αλλά είναι θέμα τύχης.

Στην Ελλάδα βεβαία, οι άνθρωποι οι οποίοι ασχολούνταν με το Χρημ/ριο, ως επί το πλείστον ήταν μέχρι πρόσφατα άτομα τυχοδιόκτηκα τα οποία είχαν εκλάβει τον θεσμό του Χρημ/ρίου εσφαλμένα, ως μέσο ευκόλου πλουτισμού. Έτσι λοιπόν, καταφεραν να Δημιουργήσουν ένα λομπυ το οποίο έλεγχε τελείως τυχοδιόκτηκα την κατάσταση, και το οποίο κερδίζε βασιζόμενο

οχι σε ορθες επιλογες οι οποιες προκυπτουν απο αναλυση, αλλα απο ενα βρομικο συστημα παραπληροφορησης και εξαπατησης του κοινου. Ετσι ολα τα χρονια λειτουργιας του, το Χ.Α.Α. λειτουργουσε σε φαση αντιθετη απο την πραγματικη υπαρξη του θεσμου, ξεκομενο απο την παγκοσμια Χρηματιστηριακη πραγματικοτητα. Για αυτον ακριβως τον λογο και η αντλιση των κεφαλαιων απο αυτο απο μερους των επιχειρησεων ηταν απο χαμηλη εως αμελητα. Κατα τα τελευταια 5 χρονια υπηρξε μια ποσπαθεια αναβαθμισης του θεσμου με την δημιουργια Λμοιβαιων Κεφαλαιων, Εταιριων Επενδυσεων και την εισαγωγη μεγαλων επενδυτων τωσο απο την Ελλαδα, ωσο και απο το εξωτερικο, οι οποιοι αρχισαν να επενδυουν επεγγελματικα και να στηριζονται σε καθαρα οικονομικα κρητηρια ως βαση για τις επιλογες τους. Ετσι, αρχισε μια ανοδος του Χ.Α.Α. η οποια κορυφωθηκε στο α' εξαμηνο του 1990. Στην περοδο ωμως αυτη δημιουργηθηκαν ορισμενες στρεβλωσεις. Υπηρξε μια υπερβολικη ζητηση, την οποια δεν μπορεσε να την αντεξει η αγορα, με αποτελεσμα οι τιμες των μετοχων να κανουν μια εντυπωσιακη, αλλα και επικυνδινη κουρσα ανοδου. Η εκφραση δεν μπορεσε η αγορα να την αντεξει εντοπιζεται στο οτι η αγορα δεν ειχε το αναλογο βαθος και πλατος για την συγκεκριμενη ζητηση, αφου οι εταιριες οι οποιες τραβηξαν το ενδιαφερον του κοινου ηταν πολυ λιγες, με αποτελεσμα να ανεβουν υπερβολικα οι τιμες τους. Σε αυτο συντελεσε και το γεγονος οτι κατα το 1989 η ζητηση των μεγαλων η θεσμικων επενδυτων (Λμοιβαια, Εταιριες Επενδυσεων κτλ.) αν και προσεκτικη, ανεβασε τις τιμες των μετοχων με τετοιο ρυθμο, ωστε προκαλεσε το ενδιαφερον του μεγαλου κοινου, το οποιο εσπευσε στο Χρημ/ριο για το ευκολο κερδος. Ετσι, δημιουργηθηκε μια τεραστια ζητηση απο το πλατυ

κοινο, το οποίο αγораζε χωρίς να ξέρει τίποτα για το Χρημ/ριο βασιζόμενο αποκλειστικά σε φήμες διαφόρων επιτηδειών, και βλέποντας τον γείτονα ο οποίος "τριπλασίασε σε ένα μήνα τα λεφτά του". Αυτό το φαινόμενο ήταν εξαιρετικά επικυνδινό διότι οδηγούσε σε τρομερές στρεβλώσεις οι οποίες θα κατέληγαν με μαθηματική ακρίβεια σε ένα Χρημ/ριακό κραχ. Σε αυτό το διάστημα βεβαία βρήκαν την ευκαιρία πολλές επιχειρήσεις να σπεύσουν στο Χρημ/ριο να αντλήσουν κεφάλαια, αλλά αυτό δεν ήταν ικανό να απορροφήσει την υπερβαλόνσα ζήτηση. Εδώ θα πρέπει να τονίσουμε ότι σε αυτή την εσφαλμένη αποψη για το Χρημ/ριο μεγάλο ρόλο έπαιξε και ο θεσμός της εγγυήσης της τιμής των νεοεισερχομένων στο Χ.Α.Α. εταιριών, για ένα εξαμήνο. Αυτό ήταν και το δέλεαρ για το πλατύ κοινό, το οποίο κατά βάση ήταν και είναι δυσπιστό στον θεσμό του Χρηματιστηρίου, αφού δεν τον θεωρεί καν ως θεσμό της Ελληνικής οικονομίας. Η εγγυήση τραβήξε το ενδιαφέρον του κοινού, αφού εξαλείφει τουλάχιστον για ένα εξαμήνο το ρίσκο. Όλοι τότε έλεγαν "ας αγοράσω μετοχές με προεγγραφή και αν μπαίνοντας στο Χρημ/ριο πέσει η τιμή τους, τότε τις εξαργυρώνω στην τιμή που τις αγόρασα στην ανοδοχο της εκδόσεως Τραπεζα". Φτάσαμε λοιπόν στο σημείο από την υπερβολική ζήτηση τετοιού είδους "εγγυημένων" μετοχών οι αιτούντες να ικανοποιούνται κατά το ένα είκοστο μόνο, με αποτέλεσμα να προσφεύγουν στην κυρία αγορά του Χρημ/ριου για να ικανοποιήσουν την ανικανοποίητη τους ζήτηση, και να εκτοξεύουν την τιμή αυτών των μετοχών στα υψη τριπλασιαζοντας την τιμή τους από την πρώτη κιόλας ημέρα διαπραγματεύσεως τους στο Χ.Α.Α. Καπως έτσι λοιπόν, δημιουργήθηκε όλη αυτή η λάθος κατάσταση στο Χ.Α.Α. το α" εξαμήνο του 1990. Στις αρχές του

μηνα Ιουλίου του 1990, άρχισε μία διορθωτική καμψη των τιμών, καθώς πολλοί από τους θεσμικούς επενδυτές άρχισαν να προβαίνουν σε πώλησεις αφού θεωρούσαν τις υπάρχουσες τιμές υπερβολικές. Οι πρώτες καμψεις του γενικού δείκτη τρομοκρατήσαν το "άνιδρο" πλάτυ κοινό και άρχισε να δημιουργείται μία αλυσίδα μαζικών πώλησεων, με άμεσο επακόλουθο μία σημαντική πτώση των τιμών. Από τις άρχες δε του μήνα Αυγούστου η κατάσταση επιδεινώθηκε σε ανησυχητικό βαθμό από την παγκόσμια Χρημ/ριακή κρίση που δημιουργήσε η γνωστή κρίση στον Περσικό Κόλπο. Την όλη ζωφερή κατάσταση ήρθε να επισφραγίσει στα μέσα του Σεπτεμβρίου, η μη άναλυση των Ολυμπιακών αγώνων από την Ελλάδα. Άποτέλεσμα όλων αυτών ήταν μία εντυπωσιακή πτώση των τιμών των μετόχων η οποία στα μέσα του Οκτωβρίου είχε φτάσει τις τιμές του Μαΐου του 1990. Μετά από όλα αυτά "επιτεύχθει" η "αποβολή" των μεγάλων μαζών των μικροεπενδυτών, οι οποίοι με τις συνεχιζόμενες πτώσεις τρομοκρατήθηκαν και έσπευσαν να απομακρυνθούν από το Χ.Α.Α. αφού η παρουσία τους σε αυτό είχε καθαρά κερδοσκοπικό βραχυχρονίο χαρακτήρα και όχι επενδυτικό μακροχρονίο.

Άπο όλη αυτή την κατάσταση το θετικό είναι το ότι πολλές επιχειρήσεις στράφηκαν στο Χρημ/ριο για άντλίσση κεφαλαίων, αν και σε αυτό συνέτελεσε και το γεγονός των πολύ υψηλών επιτοκίων δανεισμού των Τραπεζών. Αυτό είναι πολύ θετικό διότι το 1987 τα κεφάλαια που άντλήθηκαν από το Χ.Α.Α. ήταν 15 δισεκατομμυρια δραχμές ενώ το α' εξαμήνο του 1990 ξεπέρασαν τα 160 δισεκατομμυρια. Επίσης επιτεύχθηκε η διατήρηση στο Χ.Α.Α. των πραγματικών επενδυτών οι οποίοι θεωρούν το Χρημ/ριο ως μία μορφή μακροπροθεσμής επένδυσης και διαλέγουν επιλεκτικά τις καλές μετοχές του Χ.Α.Α.

Έτσι, μετά την διευθέτηση της κρίσης στον Κόλπο, το Χ.Α.Α. θα συνεχίσει μια πιο υγιή πορεία ανάπτυξης για το καλό της Ελληνικής οικονομίας. Αυτή η πορεία φαίνεται αν ανατρέξουμε στον τζίρο του Χ.Α.Α. κατά το παρελθόν. Έτσι, το 1986 ο συνολικός ετήσιος τζίρος ήταν 4,5 δις δραχμές, το 1987 59,6 δις, το 1988 44,3 δις το 1989 89,06 δις και το α" εξάμηνο του 1990 άνω των 200 δις. Αξιίζει να σημειωθεί ότι ο ετήσιος τζίρος του 1986 (4,5 δις) ήταν ένας μέσος ΗΜΕΡΗΣΙΟΣ τζίρος από τον Απρίλιο του 1990 και έπειτα. Βεβαία απαιτούνται πολλά για να φτάσουμε στα επίπεδα των Ευτικών Χρημ/ριακών αγορών.

Για να μπορέσει να υπάρξει υγιής οικονομική ανάπτυξη μέσω του Χ.Α.Α. θα πρέπει να αναπτυχθεί ο θεσμός των Αμοιβαίων κεφαλαίων, ο οποίος στις Ευτικές Χρηματοπιστηριακές αγορές αποτελεί το 80 % του Χρημ/ριακού τζίρου, ενώ στην Ελλάδα δεν αντιπροσωπεύει ούτε το 50 %. Σημαντικό ρόλο επίσης θα παίξει η ορθή πληροφόρηση του κοινού καθώς θα συντελέσει στην αλλαγή της επενδυτικής νοοτροπίας. Απαιτείται από τους επενδυτές προσεκτική μελέτη πριν από κάθε κίνηση και μακροσκοπική θεώρηση της Χρημ/ριακής αγοράς.

Τέλος απαιτείται το Χ.Α.Α. να αποκτήσει μεγαλύτερο βάθος και πλάτος με την εισαγωγή σε αυτό πολλών νέων Α.Ε. καθώς και με την προσέλκυση νέων θεσμικών επενδυτών τόσο ξένων, όσο και Ελλήνων. Αν το Χ.Α.Α. κινηθεί προς αυτή την κατεύθυνση, θα καταφέρει να αποτελέσει τον κύριο μοχλό ανάπτυξης της ιδιωτικής Ελληνικής οικονομίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΒΙΒΛΙΑ

Fundamental of Investments, University of Iowa

Ανάλυση Χαρτοφυλακίου, Κων. Δελή Αθήνα 1989 (Σακκουλάς)

*Οικονομική Ανάλυση Ισολογισμών, Νίκητα Νιαρχου Αθήνα 1981
(Σακκουλάς)*

*Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Γεωργίου Κωτίτσα Αθήνα 1979
(Χρηματιστήριο Αθηνών)*

*Χρηματιστηριακές Επενδύσεις, Γεωργίος Παπουλίας, Αθήνα 1990
(Διον. Μαραθιάς)*

ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

Fortune International AUTUMN 1989 NO23 VOL120 NO 10

*Περιοδικό Κεφάλαιο (Νοεμβριος 1989, Δεκεμβριος 1989,
Φεβρουαριος 1990, Μαρτιος 1990)*

