

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Πτυχιακή Εργασία του Σοφιανόπουλου Παναγιώτη

ΘΕΜΑ :

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Παράγοντες που επηρεάζουν την
διακύμανση του Γενικού Δείκτη την
τελευταία πενταετία και προοπτικές
εν όψει της Ο.Ν.Ε.

Εισηγητής Καθηγητής : *Κουτρούλης Γεώργιος*

Αθήνα-Πάτρα 1993-94



ΑΡΙΘΜΟΣ	1405
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	

Όταν όλος ο κόσμος είναι τρελός,
είναι βλακεία να είσαι λογικός.

P. Samuelson



(!!!) Επιτρέπεται η μερική ή ολική αντιγραφή της παρούσας μελέτης
αρκεί να αναφέρεται σαφώς ο συγγραφέας της.

ΛΙΓΑ ΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ

Ο συγγραφέας αυτής της εργασίας, ο Σοφιανόπουλος Παναγιώτης, γεννήθηκε στην Αθήνα το 1971. Αποφοίτησε από Επαγγελματικό Λύκειο το σχολικό έτος 1987-88.

Εισάγεται στο Τ.Ε.Ι. Πατρών χωρίς εξετάσεις (με βαθμολογία) κατά το ακαδημαϊκό έτος 1988-89. Φοιτεί στην Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας, στο Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων. Είναι τελειόφοιτος της Σχολής και με την παρουσίαση αυτής της εργασίας θα λάβει το πτυχίο του.

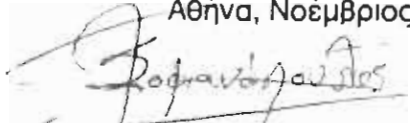
Από το 1988 ασχολείται με χρηματιστηριακές επενδύσεις για ίδιο όφελος, επενδύει σε μετοχές εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο και ως εκ τούτου είναι περιστασιακά μικρομέτοχος σε διάφορες επιχειρήσεις. Γνωρίζει θεωρητικά και εμπειρικά τα χρηματιστηριακά θέματα.

Ενδεικτικό είναι ότι το 1990 έλαβε μέρος σε διαγωνισμό χρηματιστηριακών επενδύσεων που διοργάνωσε η Interamerican μέσω της θυγατρικής της Intertrust σε συνεργασία με το μηνιαίο οικονομικό περιοδικό "ΚΕΦΑΛΑΙΟ". Ο διαγωνισμός διήρκεσε 6 μήνες και οι συμμετέχοντες επένδυσαν ένα χρηματικό ποσό 10 εκατομμυρίων δραχμών σε διάφορους τίτλους (θεωρητικά). Θα νικούσαν αυτοί οι 5 που θα επιτύγχαναν την μεγαλύτερη απόδοση. Αξίζει να αναφέρουμε ότι στο διαγωνισμό αυτό συμμετείχαν περίπου 900 άτομα - αναγνώστες του "ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ", οι οποίοι προφανώς θα γνώριζαν οικονομικά και πολύ πιθανόν και χρηματιστηριακά εφόσον το περιοδικό είναι εξειδικευμένο οικονομικού περιεχομένου.

Ο Σοφιανόπουλος Παναγιώτης κατά τον δεύτερο μήνα του διαγωνισμού επέτευξε την τέταρτη καλύτερη απόδοση (μεταξύ 900 διαγωνιζόμενων). Παραθέτουμε στην διπλανή σελίδα, φωτοτυπία του "ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ", τεύχος Σεπτεμβρίου '90, όπου αναφέρει το παραπάνω γεγονός. Η επιτυχία αυτή θα λέγαμε ότι αποτελεί την έμπρακτη απόδειξη των χρηματιστηριακών και οικονομικών ευρύτερα γνώσεων του συγγραφέα.

Τώρα, αν οι αναγνώστες της εργασίας αυτής έχουν κάποια απορία σχετική με τις χρηματιστηριακές επενδύσεις, να προσπαθήσουν να βρουν την λύση μόνοι τους και εφόσον δεν τα καταφέρουν, τότε μπορούν να επικοινωνήσουν με τον συγγραφέα - που πρόθυμα θα τους βοηθήσει - στην ακόλουθη διεύθυνση:

ΑΣΤΥΠΑΛΛΙΑΣ 46, ΚΥΨΕΛΗ, Τ.Κ. 113 64, ΑΘΗΝΑ.

Αθήνα, Νοέμβριος 1993

ΣΟΦΙΑΝΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΕΠΕΝΔΥΣΤΕ ΚΕΡΔΙΣΤΕ



ΣΤΟ ΠΙΟ συναρπαστικό σημείο του έοτασε το παιχνίδι της σωστής χρηματοπιστηριακής πρόβλεψης, που διοργανώνει η

Interamerican σε συνεργασία με το «Κεφάλαιο».

Ηδη στο παρόν τεύχος υπάρχει το πέμπτο και προτελευταίο κουπόνι και, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, τίποτε δεν έχει κριθεί ακόμη.

Χαρακτηριστικό είναι πως, μετά την «εκκαθάριση» και του δεύτερου μήνα, η διαφορά που χωρίζει τους δύο πρώτους παίχτες είναι μόλις 15.000 δραχμές. Ακόμα, η κάμψη των μετοχών το τελευταίο διάστημα, δίνει την ευκαιρία σε παίχτες που θα ξεκινήσουν να συμμετέχουν απ' αυτόν το μήνα, να ελπίζουν σε μια από τις πρώτες θέσεις και ουσικά σε κάποιο από τα έπαθλα ύψους

5.000.000 δραχμών, που προσφέρει η Interamerican. Οι απαντητικές επιστολές με τα αναλυτικά αποτελέσματα των δύο πρώτων μηνών για κάθε συμμετέχοντα, έχουν ήδη σταλεί και —βοηθούντων και των ΕΛΤΑ— πρέπει να έχουν οτάσει στον προορισμό τους.

Τα επόμενα «εκκαθαριστικά» για τους τρίτο και τέταρτο μήνα θα σταλούν στα μέσα Οκτωβρίου.

Όπως έχουμε ήδη προαναγγείλει, οι πέντε καλύτερες προβλέψεις κερδίζα από ένα ρολόι, προσφορά της Intertrust, της εταιρείας διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων που ίδρυσε η Interamerican.

Για τον πρώτο μήνα οι πέντε πρώτοι είναι:

ΧΑΪΜΑΝΗ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ
ΛΕΚΚΑΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ
ΣΥΡΡΑΚΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΚΟΝΤΟΔΗΜΑΣ ΒΑΣΙΛΗΣ
ΑΝΑΣΤΑΣΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΣΤΑΘΙΑ

Για τον δεύτερο οι:

ΚΛΕΙΔΑΡΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΠΟΛΥΧΡΟΝΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΦΛΩΡΟΣ ΜΙΧΑΛΗΣ
ΣΟΦΙΑΝΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ*
ΖΗΣΙΜΟΠΟΥΛΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Οι παρακάτω συμμετέχοντες ξεκίνησαν το παιχνίδι από τον τρίτο μήνα:

ΔΗΜΗΤΡΑΚΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ
ΔΗΜΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΤΕΛΗΣ
ΔΡΟΣΙΝΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑ
ΖΟΡΑΓΙΑΝ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΚΑΜΠΟΥΡΑΚΗ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ
ΚΑΡΑΝΤΖΑΛΗΣ ΚΥΡΙΑΚΟΣ
ΚΟΜΑΝΤΑΡΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΚΟΥΣΟΥΡΝΑΣ ΝΙΚΟΣ
ΚΟΥΣΠΑΡΗΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ
ΠΑΠΑΓΙΑΝΝΑΚΟΠΟΥΛΟΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
ΠΑΠΑΜΑΡΚΑΚΗΣ ΝΙΚΗΦΟΡΟΣ
ΣΑΓΙΑΣ ΠΕΤΡΟΣ
ΣΤΑΜΕΛΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΦΡΑΓΚΙΑΔΑΚΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

Τέλος, σαράντα οχτώ δελτία πστάληκαν εκπρόθεσμα και τρ που ήταν φωτοτυπίες του κουπονιού ακυρώθηκαν.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΕΛΙΔΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	2

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.1. ΓΕΝΙΚΑ	6
1.2. Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	6
1.2.1. Υπηρεσίες Αναδόχου Εκδόσης	7
1.2.2. Διαδικασία Underwriting.....	7
1.3. Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ	11
1.3.1. Λειτουργίες Χρηματιστηρίου Αξιών.....	11
1.4. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ	12
1.4.1. Η Διοίκηση του Χρηματιστηρίου	13
1.4.2. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	13
1.4.3. Τα Μέλη του Χρηματιστηρίου.....	14
1.4.4. Προϋποθέσεις Εισαγωγής Μετοχών Α.Ε.....	14
1.4.5. Προϋποθέσεις Εισαγωγής Ομολογιών	16
1.4.6. Διαγραφή και Αναστολή	16
1.4.7. Καταβολές Συνδρομών Εισηγμένων Εταιριών.....	17
1.5. Η ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	18
1.6. ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ.....	18
1.6.1. Η Τραπεζική Αγορά.....	18
1.6.2. Χρηματοπιστωτικά Χρεόγραφα.....	19
1.6.3. Η Αγορά Ευρωδολλαρίων και Συναλλάγματος	19
1.6.4. Τιμές Συναλλάγματος.....	20
1.6.5. Τρέχουσα Αγορά Συναλλάγματος.....	21
1.6.6. Προθεσμιακή Αγορά Συναλλάγματος	21
1.6.7. SWAPS.....	22
1.6.8. FINANCIAL FUTURES.....	22
1.7. Ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου για την Κεφαλαιαγορά (ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ)	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

2.1. ΓΕΝΙΚΑ	28
2.2. ΜΕΤΟΧΗ.....	28
2.2.1. Μετοχές Ονομαστικές και Ανώνυμες	28
2.2.2. Μετοχές Κοινές και Προνομιούχες	28
2.3. ΟΜΟΛΟΓΙΑ.....	30
2.3.1. Διακρίσεις Ομολογιών	30
2.4. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ	31
2.5. Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ	32
2.6. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ	34
2.6.1. Χρηματιστηριακές Εταιρίες.....	35
2.6.2. Οι Χρηματιστές	35
2.7. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ.....	36
2.8. Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	41

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΤΙΤΛΟΙ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

3.1. ΓΕΝΙΚΑ	45
3.2. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ.....	46
3.2.1. Ομολογίες	46
3.2.2. Τραπεζικά Ομόλογα.....	47
3.2.3. Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου.....	48
3.3. ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ.....	49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΜΕΤΟΧΗ

4.1. ΓΕΝΙΚΑ - ΜΕΤΟΧΗ - ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ.....	52
4.2. ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	54
4.3. ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	55
4.4. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

5.1. ΟΡΙΣΜΟΣ - ΓΕΝΙΚΑ	58
5.2. ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	60
5.3. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ - ΤΙΜΕΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ	61
5.4. ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (FUNDS).....	62
5.5. ΚΕΡΔΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	64
5.6. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	64
5.7. ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	69
5.8. Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	70
5.9. ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

6.1. ΓΕΝΙΚΑ	74
6.2. ΟΙ ΕΠΙΔΙΩΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	75
6.3. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	76
6.4. ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	77
6.5. ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

7.1. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΩΝΤΑ - ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΔΙΟΡΙΣΜΟΥ.....	82
7.2. ΑΠΑΓΟΡΕΥΜΕΝΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΩΝ	82
7.3. ΒΙΒΛΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΩΝ.....	83
7.4. ΣΥΝΕΓΓΥΗΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ.....	84
7.5. ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΓΡΑΦΕΙΟ	84
7.6. ΔΙΕΚΠΕΡΑΙΩΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	85
7.7. ΕΙΔΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	88
7.8. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ.....	89
7.9. Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	89

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΝΤΟΛΕΣ & ΕΚΤΕΛΕΣΗ

8.1. ΟΙ ΕΝΤΟΛΕΣ - ΓΕΝΙΚΑ.....	92
8.1.1. Εντολές Αγοράς ή Πώλησης	92
8.1.2. Η Τιμή.....	93
8.1.3. Μέγεθος Εντολής.....	94
8.1.4. Διάρκεια των Εντολών.....	94
8.1.5. Ειδικές Εντολές.....	95

8.2. ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ	97
8.2.1. Χειρισμός Εντολών	97
8.2.2. Σειρά Προτεραιότητας στην Εκτέλεση Εντολών	98

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ

9.1. ΓΕΝΙΚΑ	101
9.2. Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	101
9.2.1. Μακροπρόθεσμη Επένδυση	102
9.3. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ	106
9.3.1. Είδη Προθεσμιακών Συναλλαγών	106
9.3.2. Οι Προθεσμιακές Συναλλαγές στην Ελλάδα	107
9.3.3. Μεταφορά Προθεσμιακών Συναλλαγών - Report	108
9.3.4. Κανόνες Προθεσμιακών Πωλήσεων	112
9.3.5. Διαδικασία Δανεισμού Χρεογράφων	112

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ & ΤΑΚΤΙΚΕΣ

10.1. ΓΕΝΙΚΑ	115
10.2. ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ (PORTFOLIO)	115
10.2.1. Υψος Τοποθετούμενων Κεφαλαίων	116
10.2.2. Δημιουργία Χαρτοφυλακίου	116
10.2.3. Διαχείριση του Χαρτοφυλακίου	117
10.3. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΚΑΙ Η ΠΡΟΓΝΩΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (ΓΕΝΙΚΑ)	120
10.4. EFFICIENT MARKET THEORY	126
10.5. RANDOM WALK THEORY	127
10.6. GREATER FOOL THEORY	128
10.7. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ	129
10.7.1. Dollar Cost - Averaging	129
10.7.2. Constant Ratio Plan	132
10.7.3. Κανονική Τιμή	133

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

11.1. ΓΕΝΙΚΑ	136
11.2. ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ	136
11.3. Ο ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	138
11.4. ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	141
11.5. ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ	142
11.6. ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	143
11.7. ΤΟ ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ	143

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12: ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

12.1. ΓΕΝΙΚΑ	145
12.2. ΒΑΣΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ - ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	145
12.2.1. Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	145
12.2.2. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (liquidity's ratios)	146
12.2.3. Cash - Flow	148
12.2.4. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Επιχείρησης	150
12.3. ΔΙΑΦΟΡΟΙ ΑΛΛΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	150
12.4. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΣΧΕΤΙΖΟΜΕΝΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	152
12.4.1. Η Λογιστική Αξία της Μετοχής	153
12.4.2. Σχέση Τιμής / Λογιστική Αξία Μετοχής	155
12.4.3. Η Εσωτερική Αξία (Intrinsic value)	156
12.4.4. Μεγέθη σχετικά με τα Κέρδη	156

12.4.5. Μερισματική Απόδοση	158
12.4.6. Τιμή / Κέρδη (P/E).....	159

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

13.1. ΓΕΝΙΚΑ.....	163
13.2. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ - Η ΠΡΟΣΩΠΙΚΗ ΑΠΟΨΗ	163
13.3. Η ΑΠΟΨΗ ΤΟΥ Β. WIGMORE	167
13.4. Η ΑΠΟΨΗ Γ. ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗ ΚΑΙ Ν. ΦΙΛΙΠΠΑ	168

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14: ΘΕΜΑΤΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

14.1. ΓΕΝΙΚΑ.....	175
14.2. FUNDAMENTAL ANALYSIS (Θεμελιώδης Ανάλυση).....	175
14.2.1. Τα Μέσα της Fundamental Analysis.....	177
14.2.2. Ρόλος των Κερδών και Διάκριση Μετοχών βάσει αυτών.....	177
14.3. Η ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....	178
14.3.1. Η Μερισματική Πολιτική	179
14.4. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ	182

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15: ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

15.1. ΓΕΝΙΚΑ.....	189
15.2. ΣΤΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	189
15.2.1. Μέθοδος Προβολής Κερδών.....	189
15.2.2. Υπολογισμός Ρυθμού Αύξησης και Πρόβλεψης Κερδών.....	201
15.2.3. Υπολογισμός Συνολικών Ετήσιων Κερδών βάσει των Κερδών Α' εξαμήνου... 202	
15.3. ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ	203
15.3.1. Η Οικονομική Κατάσταση.....	203
15.3.2. Οι Φάσεις Ανάπτυξης των Κλάδων	204
15.3.3. Οι Φάσεις Ανάπτυξης των Εταιριών.....	205
15.3.4. Εταιρίες και Ανταγωνισμός.....	206
15.3.5. Η Ποιότητα του Management.....	207

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

16.1. Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	210
16.2. ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ	210
16.2.1. Δείκτες Τιμών Μετοχών Χ.Α.Α.....	211
16.2.2. Χρηματιστηριακοί Δείκτες Άλλων Φορέων	212
16.3. Ο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ	213
16.4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	214
16.5. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕ ΤΟ P/E.....	214

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17: ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

17.1. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΓΕΝΙΚΑ	217
17.2. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	218
17.3. ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	218
17.4. ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ DOW.....	219
17.5. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	220
17.6. ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΤΙΜΩΝ.....	223
17.7. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΑΥΤΩΝ.....	223
17.8. ΜΕΘΟΔΟΙ ΤΑΣΗΣ.....	228
17.8.1. Γραμμή Τάσης.....	228
17.8.2. Point and Figure Charts.....	229

17.8.3. Κινητοί Μέσοι Οροι.....	231
17.8.4. Δείκτες Παρακολούθησης της Τάσης (Ταλαντωτές).....	237
17.8.5. Ο Όγκος των Συναλλαγών	240
17.8.6. Το Εύρος της Αγοράς	240
17.8.7. Άλλες Τεχνικές	241
17.9. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	242
17.10. ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	244

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18: ΜΟΝΤΕΡΝΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

18.1. ΓΕΝΙΚΑ.....	247
18.2. ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ MARKOWITZ	248
18.2.1. Ο Επενδυτικός Κίνδυνος	248
18.2.2. Αριστος Συνδυασμός Μετοχών.....	249
18.2.3. Προϋποθέσεις Εφαρμογής του Μοντέλου Markowitz.....	251
18.3. Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ (ή Συντελεστής Συνδιακύμανσης).....	252
18.3.1. Υπολογισμός και Έννοια του Βήτα.....	253
18.3.2. Η Σημασία του Βήτα.....	254
18.3.3. Η Χρήση του Βήτα.....	256
18.4. CAPITAL ASSETS PRICING MODEL (C.A.P.M.)	256
18.4.1. Προϋποθέσεις για την Εφαρμογή του C.A.P.M.	257
18.5. ΚΡΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΒΕΛΤΙΩΣΕΙΣ ΤΗΣ Μ.Ρ.Τ.	258
18.5.1. Επικρίσεις στη Μ.Ρ.Τ.....	258
18.5.2. Προσπάθειες Βελτίωσης της Μ.Ρ.Τ.....	259
18.5.3. Η Ελληνική Πραγματικότητα.....	261
18.6. ΝΕΥΡΩΤΙΚΑ ΔΙΚΤΥΑ	262

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 19: ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΚΙΝΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

19.1. ΓΕΝΙΚΑ - ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	265
19.2. ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΒΗΜΑΤΑ	265
19.3. Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ VERNON SMITH.....	266
19.3.1. Η Συνέχεια της Έρευνας Μαζί με τον Williams.....	267
19.3.2. Η Πειραματική Διαδικασία - Συμπεράσματα	267
19.4. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ	268

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 20: ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΩΦΕΛΕΙΩΝ

20.1. ΓΕΝΙΚΑ.....	274
20.2. ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	274
20.2.1. Λύση Προβλήματος Μεγιστοποίησης	274
20.3. ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΕΛΑΧΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ.....	279
20.3.1. Λύση Προβλήματος Ελαχιστοποίησης	280

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 21: ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΑΠΟ ΤΟ 1988

21.1. ΓΕΝΙΚΑ - Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΕΤΗ	286
21.2. ΤΟ 1988	287
21.2.1. Η Ελληνική Οικονομία	287
21.3. ΤΟ 1989	288
21.3.1. Η Εθνική Οικονομία.....	288
21.3.2. Η Χρηματιστηριακή Πορεία.....	289
21.4. ΤΟ 1990	291
21.4.1. Η Ελληνική Οικονομία το 1990	292
21.4.2. Η Χρηματιστηριακή Πορεία.....	293
21.5. ΤΟ 1991	295
21.5.1. Η Οικονομική Κατάσταση.....	295

21.5.2. Η Χρηματιστηριακή Πορεία.....	296
21.6. ΤΟ 1992	299
21.6.1. Η Ελληνική Οικονομία το 1992	299
21.6.2. Οι Χρηματιστηριακές Εξελίξεις το '92.....	301
21.7. ΤΟ 1993	302
21.7.1. Η Ελληνική Οικονομία το '93	302
21.7.2. Οι Χρηματιστηριακές Εξελίξεις το '93.....	304
21.8. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΑΥΤΟΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	310
21.9. ΟΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ	312

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 22: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ Χ.Α.Α. ΕΝ ΟΨΕΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ

22.1. ΓΕΝΙΚΑ.....	315
22.2. Η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ.....	315
22.2.1. Ωφέλειες από την Λειτουργία της Εσωτερικής Αγοράς.....	316
22.2.2. Η Ελλάδα και η Εσωτερική Αγορά	318
22.2.3. Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Ο.Ν.Ε.).....	320
22.2.4. Συνέπειες της Ο.Ν.Ε. στις Χρηματιστηριακές Αγορές	324
22.3. ΤΑ ΑΛΛΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ.....	326
22.3.1. Βέλγιο - Χρηματιστήριο Βρυξελλών	326
22.3.2. Γαλλία - Χρηματιστήριο Παρισιού	327
22.3.3. Γερμανία - Χρηματιστήριο Φραγκφούρτης.....	328
22.3.4. Βρετανία - Χρηματιστήριο Λονδίνου.....	329
22.3.5. Ιρλανδία - Ιρλανδικό Χρηματιστήριο Αξιών	329
22.3.6. Δανία - Χρηματιστήριο Κοπεγχάγης	330
22.3.7. Ισπανία - Χρηματιστήριο Μαδρίτης	331
22.3.8. Ιταλία - Χρηματιστήριο Μιλάνου.....	332
22.3.9. Λουξεμβούργο - Χρημ/τήριο Λουξεμβούργου.....	333
22.3.10. Ολλανδία - Χρηματιστήριο Αμστερνταμ.....	334
22.3.11. Πορτογαλία - Χρηματιστήριο Λισσαβώνας	334
22.3.12. Ελλάδα - Χρηματιστήριο Αθηνών	335
22.4. Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ	337
22.4.1. Διάφορες Κοινοτικές Οδηγίες	337
22.4.2. Οι Κάτοχοι Προνομιούχων Πληροφοριών.....	338

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Αυτή είναι μια εργασία (πτυχιακή) που εκπονήθηκε μέσα στα πλαίσια των υποχρεώσεων για την λήψη του Πτυχίου Τ.Ε.Ι. από τον συγγραφέα της και σπουδαστή του Τ.Ε.Ι. Πάτρας, Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας, Τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων.

Η εργασία αυτή και στην περίπτωση που ο συγγραφέας δεν είχε την υποχρέωση να την εκπονήσει στα πλαίσια της λήψης πτυχίου, θα γινόταν έστω και για προσωπική χρήση και ικανοποίηση του γράφοντος. Αυτό που ίσως εντυπωσιάζει στην πρώτη ματιά είναι το μέγεθός της, θα ήθελα όμως να τονίσω ότι το μέγεθός της οφείλεται στο εύρος του θέματος το οποίο προσπάθησα να παρουσιάσω με όλες τις χρήσιμες λεπτομέρειες, αναλυτικά και με σαφήνεια. Πιστεύω ότι κατάφερα να την κάνω το δυνατόν σύντομη και περιεκτική, ποτέ όμως εις βάρος της λεπτομερούς, χρήσιμης, διεξοδικής ανάλυσης που βοηθά στην εμπέδωση των απαραίτητων γνώσεων.

Μια εργασία, σε ένα θέμα που σε ενδιαφέρει σου προσφέρει πολλά. Με ευχαρίστηση ψάχνεις να βρεις τα απαραίτητα στοιχεία και πληροφορίες, τα οποία θα συνθέσεις με τον κατάλληλο τρόπο για να βγει ένα καλό αποτέλεσμα. Το αποτέλεσμα, δηλαδή η ολοκλήρωση της εργασίας θα σου έχει δώσει νέες γνώσεις (το κυριότερο), που θα είναι γνώσεις σε βάθος. Γιατί άλλο είναι να διαβάζεις κάποιο βιβλίο και να μαθαίνεις κάτι και άλλο είναι να διαβάζεις κάτι και ταυτόχρονα να το καταγράφεις. Νομίζω ότι στην δεύτερη περίπτωση (όπως γίνεται στις εργασίες) η διαδικασία και η ποιότητα της μάθησης είναι πολύ καλύτερη. Και ακόμα και στην περίπτωση που σε κάποια στιγμή ξεχάσεις κάτι, εφόσον το έχεις καταγράψει μπορείς να πάρεις την Εργασία σου και να ψάξεις να το βρεις και έτσι να το ξαναθυμηθείς. Ο χρόνος που χρειάστηκε για να γίνει η εργασία αυτή (περίπου 9 μήνες πλήρους απασχόλησης) αποτέλεσε ένα διάστημα που είχε αρκετές δυσκολίες αλλά το τελικό αποτέλεσμα ήταν η αποζημίωση.

Πιστεύουμε ότι η θεσμοθέτηση της εκπόνησης πτυχιακής εργασίας στα πλαίσια της λήψης του πτυχίου στα Τ.Ε.Ι. ήταν μια πολύ καλή ιδέα, η οποία εάν εφαρμοσθεί σωστά θα είναι και πολύ πρόσφορη. Σε αυτή την περίπτωση, θα έχουμε κάνει ένα σημαντικό βήμα αναβάθμισης των μάλλον υποβαθμισμένων Τ.Ε.Ι. Των Τ.Ε.Ι. που μπορούν πράγματι να προσφέρουν πολλά σε τούτο τον τόπο, εφόσον όμως όλοι όσοι συμμετέχουν σε αυτά αναλάβουν τις ευθύνες τους.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εργασία αυτή καταπιάνεται με βασικά θέματα management των χρηματιστηριακών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Το ελληνικό χρηματιστήριο εδώ και αρκετά χρόνια έχει βγει από την αφάνεια και έχει αρχίσει να "κινείται". Δείχνει ότι προσπαθεί να βρει το δρόμο του, τη θέση που του ανήκει μέσα στην ελληνική οικονομία.

Ο ρόλος ενός χρηματιστηρίου είναι βασικά η χρηματοδότηση διαφόρων εταιριών με τα απαραίτητα κεφάλαια. Τα κεφάλαια εκταμιεύονται από το ευρύ επενδυτικό κοινό το οποίο παίρνει σε αντάλλαγμα μετοχές των εταιριών αυτών. Το κοινό που έχει μετοχές των επιχειρήσεων αυτών, είναι μέτοχοι, δηλαδή εν μέρει ιδιοκτήτες και απολαμβάνουν ορισμένων δικαιωμάτων. Στο Χρηματιστήριο μπορούν να αγοράζουν και να πωλούν ελεύθερα τις μετοχές.

Ετσι κάθε τι που αφορά θέματα διαχειριστικά, θεωρητικά και ανάλυσης επεξηγείται σε αυτή την εργασία. Επεξηγείται το πως είναι οργανωμένο το Χρηματιστήριο, πως γίνονται οι συναλλαγές, ποιες είναι οι διαδικασίες, πως διαμορφώνονται οι τιμές, πως επηρεάζεται η χρηματιστηριακή αγορά και τις προοπτικές αυτής εν όψει της ευρωπαϊκής ενοποίησης αλλά και των καθαρά ελληνικών εξελίξεων.

Η εργασία είναι γραμμένη με τέτοιο τρόπο που ακόμα και αν ο αναγνώστης είναι άσχετος με οικονομικές έννοιες, θα καταφέρει να καταλάβει τα όσα αναπτύσσονται. Και αυτό διότι όπου χρειάζονται κάποιες εξειδικευμένες γνώσεις όπως λογιστικής ή ευρύτερα οικονομικής φύσεως, αυτές παρουσιάζονται εν συντομία βέβαια αλλά αρκετά αναλυτικά για να μάθει ο αναγνώστης που δεν γνωρίζει οικονομικά, όλα όσα του χρειάζονται για την κατανόηση των επιμέρους θεμάτων.

Η εργασία αυτή φιλοδοξεί να περιγράψει διεξοδικά και ολοκληρωμένα τις λειτουργίες του ελληνικού χρηματιστηρίου. Τα περισσότερα όμως από όσα αναφέρονται προφανώς ισχύουν για τις χρηματιστηριακές αγορές όλου του κόσμου. Φυσικά όπου κρίνεται απαραίτητο γίνεται και η αναφορά στις ξένες χρηματιστηριακές αγορές για να έχουμε μια συγκρίσιμη και ορθότερη εικόνα των πραγμάτων.

Η εργασία αυτή δεν περιγράφει "μαγικές μεθόδους" πλουτισμού στο Χρηματιστήριο διότι τέτοιες μέθοδοι δεν υπάρχουν. Αν υπήρχαν, τότε όλοι οι χρηματιστηριακοί επενδυτές θα είχαν δημιουργήσει περιουσίες. Η αλήθεια όμως είναι ότι άλλοι επενδυτές κερδίζουν και άλλοι χάνουν. Όταν κάποιος κερδίζει στο Χρηματιστήριο, κερδίζει εις βάρος κάποιου άλλου που χάνει. Θα λέγαμε ότι το μόνο σίγουρο με το Χρηματιστήριο είναι ότι οι τιμές των μετοχών διακυμαίνονται (είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω).

Η εργασία προσπαθεί να προσεγγίσει επιστημονικά τα χρηματιστηριακά πράγματα. Μια τέτοια προσέγγιση αυξάνει τις πιθανότητες να πετύχουμε στις χρηματιστηριακές μας επενδύσεις (δεν τις σιγουρεύει). Και αυξάνει τις πιθανότητες επιτυχίας όσο αυτό είναι δυνατό γιατί πολλές φορές οι χρηματιστηριακές εξελίξεις έχουν αποδειχτεί εντελώς παράλογες. Δύο πραγματικά περιστατικά που έχουν συμβεί και που περιγράφονται αμέσως παρακάτω, θα σας πείσουν περί αυτού.

Περιστατικό 1ο: Πρόκειται για την ιστορία της Εταιρίας των Νοτίων Θαλασσών που διαδραματίστηκε στην Αγγλία το 1711. Η Αγγλία περνούσε μια εποχή μεγάλης ευημερίας. Την εποχή εκείνη, η κατοχή μετοχών θεωρείτο μεγάλο προνόμιο και εξαιρετικά κερδοφόρος υπόθεση. Οι εκδόσεις τίτλων (μετοχών) νέων εταιριών είχε γίνει καθημερινό φαινόμενο και το κοινό αγόραζε οτιδήποτε, χωρίς να εξετάζει τι λογικές πιθανότητες υπήρχαν να παρουσιάσουν οι εταιρίες κέρδη. Όλοι πίστευαν πως οι μετοχές

που αγόραζαν θα μπορούσαν να πωληθούν, μέσα σε λίγο διάστημα, σε μια πιο υψηλότερη τιμή.

Την εποχή εκείνη ιδρύθηκε μια νέα εταιρία, το αντικείμενο της οποίας ήταν η εκμετάλλευση του εμπορίου των Νοτιών Θαλασσών της Αμερικής. Η εταιρία πραγματοποίησε δημόσια εγγραφή για διάθεση των μετοχών της στο αγοραστικό κοινό. Παρά το γεγονός ότι η εταιρία δεν είχε αναπτύξει καμιά δραστηριότητα πιο πριν, παρά το γεγονός ότι δεν είχε κανένα απολύτως περιουσιακό στοιχείο και επίσης, παρά το γεγονός ότι την εποχή εκείνη η θαλάσσια αυτή περιοχή (την οποία οι περισσότεροι δεν ήξεραν ούτε καν που βρίσκεται) εξουσιάζονταν από τις Ισπανικές ναυτικές δυνάμεις, οι ουρές στα ταμεία των εγγραφών ήταν ατελείωτες. Οι αρχικές μετοχές προσφέρθηκαν στη τιμή των 55 λιρών και έγιναν ανάρπαστες. Όταν μετά από δύο χρόνια, και ενώ η εταιρία δεν είχε αναπτύξει καμιά απολύτως δραστηριότητα, διαδόθηκαν φήμες ότι ήταν πιθανή η σύναψη ειρήνης με την Ισπανία, η μετοχή ανέβηκε αμέσως στις 100 λίρες.

Τον επόμενο χρόνο, η "εταιρία" ενόψει της έναρξης των δραστηριοτήτων της, αποφάσισε να προβεί σε νέα αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Η τιμή έκδοσης ορίστηκε στις 130 λίρες. Πέντε μέρες μετά την λήξη των εγγραφών, η τιμή είχε ανέβει λόγω της γενικής ευφορίας στις 300 λίρες. Η μετοχή της "εταιρίας" ήταν η πιο πολύτιμη της αγοράς. Οι "εξαιρετικές προοπτικές" της εταιρίας προσέλκυσαν ακόμη και τον βασιλιά της Αγγλίας, ο οποίος επένδυσε σε μετοχές της το ποσό των 100.000 λιρών. Μόλις αυτή η πράξη διέρευσε, η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού προς την εταιρία αυξήθηκε και η τιμή της ανέβηκε στις 340 λίρες. Η ζήτηση εξακολουθούσε να είναι τεράστια και φασαρίες ξέσπασαν στους δρόμους για το ποιος θα προλάβει να αγοράσει πρώτος.

Για να ικανοποιηθεί η υπερβάλλουσα ζήτηση, η εταιρία αποφάσισε να προβεί στην έκδοση νέων μετοχών, αυτή την φορά με 400 λίρες τη μία. Το κοινό είχε τρελαθεί. Μέσα σε ένα μήνα η τιμή ανέβηκε στις 550 λίρες και εξακολουθούσε να ανεβαίνει. Η εταιρία (η οποία σημειωτέον δεν είχε ακόμα αρχίσει καμιά δραστηριότητα), εκδίδει και νέες μετοχές. Αυτή την φορά η τιμή ήταν 800 λίρες και επινοήθηκε ένα σχέδιο πληρωμής όπου ο ενδιαφερόμενος θα μπορούσε να προκαταβάλλει μόνο το 10% της τιμής και το υπόλοιπο ποσό μέσα σε ένα χρόνο. Αναφέρεται ότι η μισή Βουλή των Λόρδων και ολόκληρη σχεδόν η Βουλή των Κοινοτήτων γραφτηκε στην δημόσια εγγραφή. Σύντομα η τιμή έφτασε στις 1000 λίρες. Και αυτό ήταν το κρίσιμο σημείο. Οι διευθυντές της "εταιρίας", μη μπορώντας και οι ίδιοι να εξηγήσουν τα αίτια της τρέλας αυτής, αποφάσισαν να πουλήσουν τις μετοχές που οι ίδιοι κρατούσαν.

Η διάδοση της ειδήσης έφερε την καταστροφή. Η τιμή κατέρρευσε μέσα σε λίγες μέρες και ο πανικός κατέλαβε τα πλήθη. Οι διάφορες καθουσιαστικές κυβερνητικές ανακοινώσεις δεν είχαν κανένα αποτέλεσμα. Η τιμή μηδενίστηκε και το κοινό, τότε μόνο κατάλαβε, ότι τα περισσότερα "χαρτιά" (μετοχές) δεν προκαλούν τον πραγματικό πλούτο, παρά μόνο τον πληθωρισμό. Ένας από τους μεγάλους χαμένους της υπόθεσης αυτής, ο Ισαάκ Νεύτων, είπε τότε: "Μπορώ να εξηγήσω τις κινήσεις των τεράστιων ουράνιων σωμάτων, αλλά όχι όμως και την τρέλα των ανθρώπων".

Περιστατικό 2ο: Το περιστατικό αυτό είναι σύγχρονο. Μέσα στο 1993 στην Ολλανδία κάναν το εξής πείραμα διάρκειας ενός μηνός. Φτιάξαν δύο αντίπαλες ομάδες οι οποίες θα διαγωνιζόντουσαν ποια θα επιτεύξει μεγαλύτερη απόδοση από τις χρηματιστηριακές επενδύσεις, επενδύοντας βέβαια το ίδιο χρηματικό ποσό. Η διαφορά τους θα ήταν στον τρόπο επιλογής των εταιριών των οποίων θα αγόραζαν μετοχές.

Η πρώτη ομάδα θα έκανε τις επιλογές της χρησιμοποιώντας όλες τις γνωστές επιστημονικές - στατιστικές, μαθηματικές μεθόδους. Η δεύτερη ομάδα θα έκανε τις επιλογές της αγοράζοντας τις μετοχές εκείνες που θα τους υπόδειχνε μια μαιμού. Συγκεκριμένα η μαιμού θα έριχνε βελάκια σε ένα πίνακα που θα περιείχε τις μετοχές του χρηματιστηρίου. Σε όσες εταιρίες θα καρφωνόνταν τα βελάκια, θα αγόραζαν μετοχές τους.

Το αποτέλεσμα ήταν ότι μετά το πέρας του μηνός (που διήρκεσε το πείραμα), η δεύτερη ομάδα που επένδυε σύμφωνα με τις υποδείξεις του συμπαθούς ζώου πέτυχε

μεγαλύτερη απόδοση από ότι η αντίπαλη ομάδα που επένδυε μετά από επιστημονική ανάλυση.

Σημαντικό μέρος της επιτυχίας αυτής οφειλόταν στο γεγονός ότι η μείμους μεταξύ άλλων, κάρφωσε με τα βελάκια της και μια εταιρία που εξαγοράστηκε και οι τιμές των μετοχών της αυξήθηκαν πάρα πολύ. Για να είμαστε όμως αντικειμενικοί, πρέπει να πούμε ότι αν το πείραμα είχε μεγάλη διάρκεια (και όχι μόνο 1 μήνα) πιστεύουμε πως δεν θα υπήρχε περίπτωση η ομάδα που επένδυε σύμφωνα με τις υποδείξεις της μείμους να ξεπεράσει σε απόδοση την ομάδα που επένδυε μετά από λογική ανάλυση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



1.1. ΓΕΝΙΚΑ

Η ανάπτυξη των οικονομιών των χωρών του δυτικού κόσμου βασίστηκε σε ένα σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων από την αποταμίευση στην επένδυση. Για αυτό το σκοπό δημιουργήθηκαν οι τοπικές, αρχικά, αγορές κεφαλαίων που είχαν ως αντικείμενο συναλλαγής το χρήμα. Η ενδιάμεση διαδικασία είναι γνωστή ως investment banking. Οι κυριότερες από αυτές τις αγορές, που σαν αντικείμενο είχαν το χρήμα ή υποκατάστατα του χρήματος όπως χρεόγραφα, είναι:

- I . η κεφαλαιαγορά
- II . η χρηματιστηριακή αγορά
- III. η χρηματαγορά
- IV . η προθεσμιακή αγορά

Οι αγορές αυτές δεν είναι παρά αγωγοί μεταφοράς κεφαλαίων ή πηγές άντλησης κεφαλαίων. Στις πλούσιες χώρες, οι αγορές αυτές είναι εξελιγμένες, αφού αυτές οι ίδιες αποτελούν σημαντικές πηγές ανάπτυξης. Στην Ελλάδα, με εξαίρεση το τραπεζικό σύστημα, η εξέλιξη αυτών των αγορών ήταν ασήμαντη. Τα τελευταία χρόνια όμως, μπορούμε να διαπιστώσουμε μια προσπάθεια αναδιοργάνωσης και βελτίωσης αυτών, κυρίως της χρηματιστηριακής αγοράς, στα πλαίσια που καθορίζονται και λόγω της Ε.Ο.Κ., όπως επίσης και εξαιτίας της αντίληψης που αρχίζει και επικρατεί στη διοίκηση της χώρας ότι ανάπτυξη με σωστό τρόπο, δεν μπορεί να "υποβασταχθεί" μόνο με το τραπεζικό σύστημα.

1.2. Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Όταν οι επιχειρήσεις χρειάζονται κεφάλαια για επένδυση σε παραγωγικά μέσα, πωλούν μετοχές ή ομολογίες στο ενδιαφερόμενο επενδυτικό κοινό. Στην περίπτωση των μετοχών, ο αγοραστής γίνεται μέτοχος δηλαδή εταίρος-ιδιοκτήτης (κατά ένα μέρος) της επιχείρησης, ανάλογα το ποσοστό των μετοχών που θα κατέχει. Στην περίπτωση των ομολογιών, ο αγοραστής γίνεται δανειστής της επιχείρησης, η οποία είναι υποχρεωμένη να του επιστρέψει στο συμφωνηθέν διάστημα, το τοποθετημένο κεφάλαιο συν τους συμφωνηθέντες τόκους. Την αγορά αυτή την καλούμε κεφαλαιαγορά ή πρωτογενή αγορά, και αντλούνται μακροπρόθεσμα επιχειρηματικά κεφάλαια. Οι μεσάζοντες που δραστηριοποιούνται σε αυτήν είναι οι τράπεζες και οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Στην Ελλάδα, το ελάχιστο κεφάλαιο που απαιτείται για τις τράπεζες είναι 4 δισεκατομμύρια δραχμές.

Ο τρόπος που συμβάλλουν αυτοί, στην άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις είναι είτε με αγορά του συνόλου της έκδοσης ή και μέρους αυτής, είτε με πώληση που κάνει για τον εκδότη έναντι προμήθειας. Στην πρώτη περίπτωση ο ενδιάμεσος κερδίζει από την διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς από την επιχείρηση-εκδότη και της τιμής μεταπώλησης στο επενδυτικό κοινό. Στην δεύτερη περίπτωση μπορεί να αρκείται στην καθορισμένη προμήθεια μόνο επί των πωλήσεων του χωρίς άλλη υποχρέωση ή να αναλάβει την έκδοση σαν underwriter που σημαίνει ότι εγγυάται στην επιχείρηση¹ την

1 Μέχρι τα τέλη του 1990, οι underwriter εταιρίες εγγυούταν στο επενδυτικό κοινό την "υποστήριξη" της τιμής έκδοσης, από πτώσεις στις χρηματιστηριακές συναλλαγές για χρονικό διάστημα 6 μηνών. Δηλαδή για 6 μήνες από την είσοδο της μετοχής στο χρηματιστήριο, η τιμή της ήταν εγγυημένη στην τιμή έκδοσης, πράγμα που επιτυγχάνονταν με μαζικές εντολές αγοράς (δημιουργία απαιτούμενης ζήτησης). Τώρα πλέον έχει

είσπραξη ολόκληρου του ποσού της έκδοσης ακόμα και αν αυτή δεν καταφέρει να προκαλέσει το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού και αποτύχει δηλαδή στο να προχωρήσει στο επενδυτικό της πρόγραμμα, πράγμα που σε τελική ανάλυση, σημαίνει, πως ο underwriter θα είναι υποχρεωμένος να αγοράσει ο ίδιος το αζήτητο μέρος της έκδοσης.

1.2.1. Υπηρεσίες Αναδόχου Έκδοσης

Οι επιχειρήσεις που θέλουν να πραγματοποιήσουν μια έκδοση, λόγω της πολύπλοκης και ευαίσθητης διαδικασίας που απαιτείται, προσφεύγουν στις υπηρεσίες ενός ειδικευμένου ιδρύματος. Μιλάμε στην περίπτωση αυτή για investment banking ή underwriting που αποτελεί αντικείμενο του κλάδου των χρεογράφων.

Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο ανάδοχος της έκδοσης (underwriter) είναι:

1. συμβουλές σχετικά με τους όρους έκδοσης, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που πρέπει να έχει ώστε να είναι ελκυστική στο κοινό, την τιμή πώλησης και τον χρόνο έκδοσης.
2. σύνταξη του prospectus που υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για έγκριση της έκδοσης, απαραίτητο στα πλαίσια της προστασίας του επενδυτικού κοινού.
3. underwriting, που σημαίνει εγγύηση προς την επιχείρηση για την είσπραξη του συνόλου των κεφαλαίων της έκδοσης, ακόμα και αν δεν υπάρχει η επιθυμούμενη ζήτηση, πράγμα που πρακτικά, μεταφέρει τον κίνδυνο από την επιχείρηση-εκότη στον μεσάζοντα (τράπεζα ή χρηματιστηριακή εταιρία).
4. πώληση των εκδιδόμενων χρεογράφων στους ενδιαφερόμενους για επένδυση σε αυτά.

1.2.2. Διαδικασία Underwriting

Η επιχείρηση για την επιλογή του αναδόχου της έκδοσης-underwriter, έρχεται σε επαφή προφανώς, με πολλούς υποψήφιους για να πετύχει ανταγωνιστικούς όρους. Η τιμή πώλησης είναι κύριο θέμα διαπραγμάτευσης γιατί καθορίζει και την αμοιβή του underwriter. Θα επιλεγεί ως ανάδοχος αυτός που θα προσφέρει τους ευνοϊκότερους όρους στον εκδότη. Με την υπογραφή της σύμβασης ο underwriter παραδίδει επιταγή ποσού ίσου με το ποσό της έκδοσης μείον την προμήθειά του και τα έξοδα έκδοσης. Στην περίπτωση που δεν αγορασθεί από το κοινό, τότε τα απώλητα χρεόγραφα μένουν στον underwriter. Αυτό είναι και το ρίσκο που λαμβάνει.

Όμως στην χώρα μας και έως σήμερα, τυχαίνει να "μπαινουν" στο Χρηματιστήριο, οι δυναμικές ελληνικές εταιρίες, οι οποίες προκαλούν το υπέρμετρο ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού, με αποτέλεσμα ορισμένοι από τους αγοραστές να μην μπορούν να ικανοποιηθούν εξαιτίας της μικρής προσφοράς σε σχέση με την εκδηλούμενη ζήτηση. Οι

καταργηθεί. Αυτό σήμαινε ότι ο επενδυτής μπορούσε να πουλήσει μέσα στους 6 μήνες και να πάρει όσα είχε δώσει. Ήταν δηλαδή εντελώς εξασφαλισμένος.

νέες εκδόσεις χρεογράφων συνήθως υπερκαλύπτονται, ακόμα και σε περιόδους ύφεσης, αναγκάζοντας έτσι τους αναδόχους έκδοσης να εφαρμόσουν ένα αναλογικό σύστημα για τη διάθεση των λίγων νέων χρεογράφων. Δηλαδή αν υπάρχουν 1000 νέα χρεόγραφα αλλά παρουσιασθεί συνολική ζήτηση για 5000, ανάγουν το 5000 στο 1000, βρίσκουν τα αναλογούντα ποσοστά, τα οποία και διαθέτουν στους επενδυτές. Ενοήστε βέβαια, πως αν κάποιος ενδιαφερόμενος αγοραστής, έχει δηλώσει στην εταιρία-underwriter πως επιθυμεί να αγοράσει ένα πολύ μικρό αριθμό των νέων χρεογράφων, εάν παρουσιασθεί υπερζήτηση, μπορεί το αναλογούν ποσοστιαίο μερίδιό του να είναι τόσο μικρό ως προς το σύνολο, που τελικά, να μην πάρει καθόλου από τα νέα χρεόγραφα, δεδομένου κιόλας ότι στην περίπτωση μετοχών, υπάρχει ένας ελάχιστος αριθμός από αυτές, που αποτελεί την μονάδα διαπραγμάτευσης, δηλαδή οι μετοχές κάποιων εταιριών διαπραγματεύονται (συναλλάσσονται) ανά 1 κομμάτι (μετοχή), ανά 5, 10, 25. Στην περίπτωση υπερζήτησης σε μια νέα έκδοση, μπορεί ο υποψήφιος αγοραστής να είχε εκδηλώσει ενδιαφέρον για αγορά π.χ. 50 μετοχών μιας εταιρίας όπου η μονάδα διαπραγμάτευσης είναι 10 κομμάτια, αλλά το αναλογούν ποσοστιαίο μερίδιό του, μετά την διαδικασία της διάθεσης από τον underwriter, να είναι μόνο 6 μετοχές, οπότε αφού οι 6 είναι λιγότερες των 10 που αποτελούν την διαπραγματευτική μονάδα, αυτό πρακτικά σημαίνει ότι δεν θα πάρει καθόλου από τις νέες μετοχές. Για αυτό θα συμβούλευα τους υποψήφιους επενδυτές, στην περίπτωση μιας νέας έκδοσης, ανάλογα πως θα εκτιμήσουν την ζήτηση για την έκδοση, να ζητήσουν ένα μεγαλύτερο αριθμό μετοχών, ούτως ώστε να πάρουν τελικά, περίπου, τόσες μετοχές όσες πραγματικά επιθυμούσαν. Αυτό όμως προϋποθέτει αρκετά χρήματα, αφού αυτά προκαταβάλλονται στον underwriter, εξολοκλήρου και σε μετρητά ανάλογα την ζητούμενη ποσότητα. Αν τελικά και όπως συνήθως γίνεται, λάβεις μικρότερη ποσότητα των εκδοθέντων χρεογράφων, από αυτή που ζήτησες, τότε απλώς σου επιστρέφονται τα χρήματα.

Σαν underwriters ενεργούν οι τράπεζες (εμπορικές ή αναπτυξιακές) και οι χρηματιστηριακές εταιρίες με κεφάλαιο πάνω από 1 δισεκατομμύριο δραχμές. Μερικές φορές όταν η έκδοση είναι μεγάλη ή για επίτευξη ευνοϊκότερων όρων για τον εκδότη ή για καλύτερη εξυπηρέτηση του αγοραστικού κοινού, επιλέγονται και αναλαμβάνουν το underwriting, περισσότερες από μία εταιρίες. Βέβαια η τιμή έκδοσης και διάθεσης των χρεογράφων της νέας έκδοσης είναι κοινή, μεταξύ των underwriters.

Ο underwriter θα πρέπει να προσπαθεί να ικανοποιήσει όσο το δυνατόν καλύτερα, την αρχή της διασποράς, δηλαδή να διατεθούν τα χρεόγραφα στο μεγαλύτερο δυνατό αριθμό επενδυτών, γιατί έτσι επιτυγχάνεται περισσότερο ικανοποιητικό μέγεθος συναλλαγών κατά την διαπραγμάτευση των χρεογράφων στο Χρηματιστήριο.

Αφού μια εταιρία αναλάβει το underwriting, θα πρέπει να αντιμετωπίσει τα παρακάτω προβλήματα:

-Εγκριση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Για την προστασία του επενδυτικού κοινού ο νόμος προβλέπει ότι κάθε έκδοση θα πρέπει να εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Για αυτό υποβάλλεται η αίτηση μαζί με πληροφορίες για τον εκδότη και τη χρήση των κεφαλαίων που θα εισπραχθούν. Η Επιτροπή δεν επιδοκιμάζει ή αποδοκιμάζει το περιεχόμενο του prospectus ούτε προβαίνει σε άλλες κρίσεις. Η έγκριση σημαίνει ότι ο εκδότης παρέχει σημαντικές πληροφορίες βάσει των οποίων ο επενδυτής μπορεί να αποφασίσει ή ότι δεν παραλείπονται ή διαστρεβλώνονται γεγονότα ή πληροφορίες που αν τις γνώριζε ο επενδυτής θα ενεργούσε διαφορετικά. Αν τυχόν ο εκδότης παράσχει ψευδείς πληροφορίες, ο επενδυτής μπορεί να στραφεί κατά εκείνων που έδωσαν αυτές για ποινικές και αστικές ευθύνες.

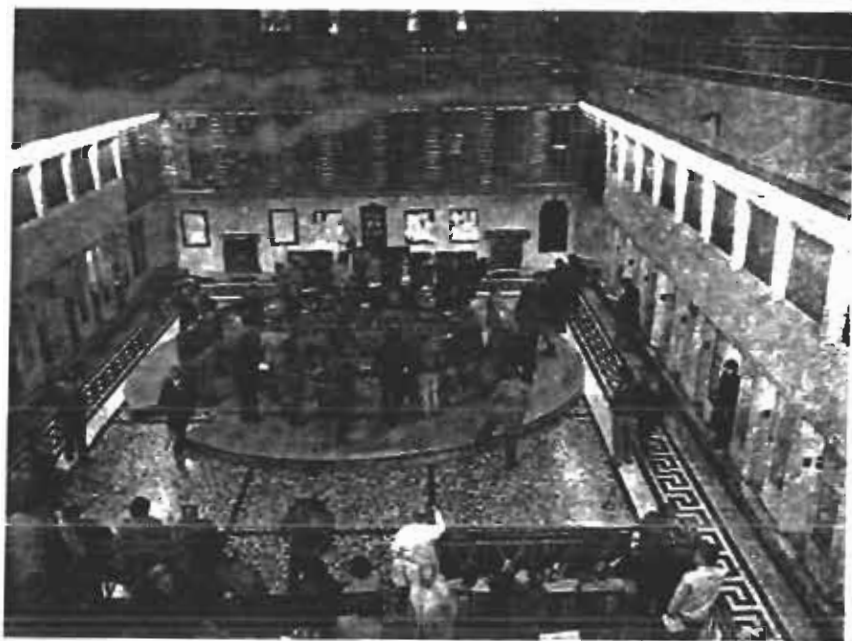
-Τιμή Έκδοσης. Η μελέτη της αγοράς, ο καθορισμός του χρόνου και της τιμής έκδοσης αλλά και των χαρακτηριστικών αυτής, η σύνταξη του prospectus, κ.λπ., είναι υπευθυνότητες του underwriter. Θα πρέπει να αποφασίσει το είδος του χρεογράφου με τα οποία θα αντληθούν τα απαιτούμενα κεφάλαια και τα χαρακτηριστικά που πρέπει να έχει για να είναι ελκυστική στο κοινό (π.χ. στην περίπτωση ομολογιών, η διάρκεια, το

επιτόκιο σταθερό ή κυμαινόμενο, μετατρέψιμες ή μη, κ.λ.π.). Αν η άντληση γίνει με πώληση μετοχών, ο ορισμός της τιμής έκδοσης είναι κρίσιμο θέμα. Αν η τιμή είναι πολύ υψηλή το κοινό δεν θα συμμετάσχει στην αύξηση κεφαλαίου κατά τα αναμενόμενα. Εξυπακούεται βέβαια ότι για εταιρίες που ήδη η μετοχή τους βρίσκεται στο Χρηματιστήριο, για να πωληθεί η νέα έκδοση, θα πρέπει η τιμή να οριστεί κάτω από την χρηματιστηριακή (αυτή που επιτυγχάνεται από τις συναλλαγές στο Χρηματιστήριο) αλλιώς δεν θα υπάρξουν αγοραστές της έκδοσης. Το πόσο θα οριστεί η τιμή της εξαρτάται από την πορεία της στο Χρηματιστήριο και την ευρύτερη πορεία της εταιρίας. Αν η τιμή έκδοσης οριστεί πολύ χαμηλή, θα γίνει ανάρπαστη και μόλις θα εισαχθεί στο Χρηματιστήριο προς διαπραγμάτευση η τιμή της θα ανέβει.

-Σταθεροποίηση Αγοράς. Αυτή διεξάγεται με εντολές αγοράς των μετοχών από το χρηματιστηριακό γραφείο σε υψηλότερη τιμή από αυτή της έκδοσης. Η διάρκεια των αγορών είναι όση η διάρκεια πώλησης του χρεογράφου. Αυτή η σταθεροποιητική πολιτική σκοπεύει στην εδραίωση της εμπιστοσύνης του κοινού στο πωλούμενο χρεόγραφο.

-Πώληση Χρεογράφων. Η πώληση των χρεογράφων αναφέρεται τόσο στον πωλητή ή στον όμιλο μέσω του οποίου τα χρεόγραφα θα διαθέτονται στο κοινό όσο και στην προσέλκυση των τελικών αγοραστών. Εκτός από τον underwriter (που διαθέτει τα χρεόγραφα μέσω των υποκαταστημάτων της αν είναι τράπεζα, της μητρικής τράπεζας αν είναι χρηματιστηριακή εταιρία) πωλητές μπορεί να είναι και άλλα χρηματιστηριακά γραφεία. Αν για την έκδοση δεν ενδιαφέρονται οι παλαιοί μέτοχοι ή αν έχουν παραιτηθεί του δικαιώματος προτίμησης στην αύξηση, θα πρέπει οι πωλητές του ομίλου να απευθυνθούν στους πελάτες τους για να απορροφηθεί η έκδοση.

-Κόστος Έκδοσης. Αυτό περιλαμβάνει την προμήθεια του underwriter και τα έξοδα έκδοσης. Στις "ελεύθερες" οικονομίες η προμήθεια θα πρέπει να επηρεάζεται από το ρίσκο της έκδοσης που εκτός από τον εκδότη ορίζεται και από την χρονική στιγμή έκδοσης (π.χ. περίοδος πτωτική - ακατάλληλη για πώληση μετοχών). Οι εκδόσεις με μεγαλύτερο ρίσκο θα πρέπει να έχουν υψηλότερη προμήθεια. Στις πρόσφατες εκδόσεις της χώρας μας το κόστος διακυμάνθηκε από 2,8 έως 5,5% (βάσει των αναφερομένων στα prospectus κάθε αναφερόμενης εταιρίας).

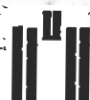


Ανώνυμος Εταιρία ----- (Εκδότης)	Υψος αύξησης μετοχ. κεφαλαίου σε χιλιάδες δρχ. (.000)	Ανάδοχος Εκδοσης ----- (Underwriter)	(*) Δαπάνες Εκδοσης σε χιλιάδες δραχμές	(**)
ΔΕΛΤΑ	14.300.000	ΕΤΕ, ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ	400.000	2,80%
ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	415.000	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	14.000	3,37%
ΚΕΡΑΝΗΣ	1.973.050	ΕΤΒΑ	80.000	4,05%
HELLAS CAN	7.012.500	ΕΜΠΟΡΙΚΗ, ΕΤΕ ΙΟΝΙΚΗ, κ.λπ.	300.000	4,28%
INTEAL	1.080.000	ΕΤΕΒΑ	60.000	5,55%

(*) Προμήθεια + έξοδα έκδοσης
(**) Κόστος έκδοσης σαν ποσοστό % επί της αύξησης

Παρακάτω, επισυνάπτουμε δείγμα από ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ-ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ, από εφημερίδα, για την εκδήλωση ενδιαφέροντος από το επενδυτικό κοινό, σχετικά με την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο διαμέσω δημόσιας εγγραφής, μιας εταιρίας, όπως επίσης μια προσωπική πρόσκληση από ανάδοχο τράπεζα για εκδήλωση ενδιαφέροντος και ένα δείγμα από Ενημερωτικό Φυλλάδιο (Prospectus) για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρίας και την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο.

Στην Ανακοίνωση-Πρόσκληση για εκδήλωση ενδιαφέροντος εκ μέρους του επενδυτικού κοινού, παρατηρούμε ότι αναφέρονται Ονομαστική αξία μετοχής και τιμή διάθεσης μετοχής. Η τιμή διάθεσης είναι μεγαλύτερη συνήθως της ονομαστικής εκτός ελαχίστων περιπτώσεων που μπορεί να είναι ίση. Ονομαστική είναι η αξία της μετοχής μιας εταιρίας και προκύπτει αν διαιρέσουμε το αρχικό κεφάλαιο με τον αριθμό των μετοχών, που είχε κατά την στιγμή της ίδρυσής της. Ενώ η εταιρία αυτή εξακολουθεί για χρόνια να λειτουργεί, η ονομαστική αξία της μετοχής της παραμένει ως είχε στην αρχή. Η ονομαστική αξία αναγράφεται πάνω σε κάθε μετοχικό τίτλο, όπου φαίνονται αναλυτικά τα όσα είπαμε παραπάνω. Ο μετοχικός τίτλος αναφέρει ότι: το συνολικό ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΑΤΑΒΕΒΛΗΜΕΝΟ είναι π.χ. 100.000.000 ΔΡΑΧΜΕΣ, ΔΙΗΡΗΜΕΝΟ ΣΕ 100.000 ΜΕΤΟΧΕΣ, ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ 1000 ΔΡΑΧΜΩΝ ΕΚΑΣΤΗ. Βέβαια, με την πάροδο των χρόνων, μπορεί μετά από απόφαση της Γενικής Συνέλευσης (διοικητικό όργανο) της εταιρίας, να γίνει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με αύξηση απλώς της ονομαστικής αξίας της μετοχής της, δηλαδή χωρίς να δώσει κανείς χρήματα. Βέβαια, μια τέτοια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δεν έχει νόημα από επενδυτικής πλευράς αφού χωρίς χρήματα δεν είναι δυνατόν να χρηματοδοτηθεί κάποιο επενδυτικό, παραγωγικό σχέδιο. Αποκτά όμως νόημα δεδομένου ότι παρουσιάζει μια αναπροσαρμοσμένη, πιο σωστή εικόνα της επιχείρησης προς τα έξω. Τώρα, αν η εταιρία που περιγράψαμε (με τα 100.000.000 δραχμές κεφάλαιο) θέλει να κάνει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της κατά 50.000.000 δραχμές ας πούμε, τότε για να "γλυτώσει" ορισμένα χρήματα και για να είναι πιο ρεαλιστικά τα ποσά (δεδομένου ότι θα έχουν περάσει αρκετά χρόνια από την ίδρυση της), μπορεί να εκδόσει 12.500 μετοχές των οποίων η ονομαστική αξία θα είναι όσο και των αρχικών (δηλαδή 1000) αλλά όμως θα εκδοθούν με τιμή διάθεσης προς το επενδυτικό κοινό 4000 δραχμές (12.500 μετοχές * 4000 δραχμές/έκαστη = 50.000.000 δραχμές, δηλαδή όσο το απαιτούμενο ποσό για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου). Αν βγάζανε



ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ ΑΤΕ

ΕΤΟΣ ΙΔΡΥΣΕΩΣ 1960

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ-ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ

**ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΗΣ
ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ από 16 έως 19 Νοεμβρίου 1993

ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΗΣ: ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΑΝΑΔΟΧΟΙ ΕΚΔΟΣΗΣ: ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ - ABN AMRO BANK-ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ

Η «ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Ανώνυμη Τεχνική Εταιρία» ανακοινώνει ότι, σύμφωνα με τις διατάξεις των Π.Δ. 350/85 και 348/85, καθώς και με τις ισχύουσες διατάξεις του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, θα διαθέσει στο επενδυτικό κοινό με δημόσια εγγραφή 940.000 κοινές ανώνυμες μετοχές, ονομαστικής αξίας 135 δρχ. η κάθε μία, με τιμή διάθεσης 2.000 δρχ. η κάθε μία.

Οι νέες μετοχές προέρχονται από την αύξηση κεφαλαίου της εταιρίας που αποφασίστηκε στη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 29ης Σεπτεμβρίου 1993 και θα εισαχθούν μαζί με τις παλαιές στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Λεπτομέρειες για την Εταιρία, τις μετοχές και τον τρόπο διάθεσής τους περιλαμβάνονται στο σχετικό ενημερωτικό δελτίο, το περιεχόμενο του οποίου εγκρίθηκε από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου.

ΣΥΝΟΠΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

1) Οι αιτήσεις εγγραφής θα γίνονται δεκτές τις εργάσιμες ώρες από την Τρίτη 16 Νοεμβρίου 1993, έως και την Παρασκευή 19 Νοεμβρίου 1993 σε ολόκληρο το δίκτυο καταστημάτων της Εμπορικής Τράπεζας (εξαιρουμένων των καταστημάτων θυρίδων) και στα γραφεία της Εμπορικής Χρηματιστηριακής (Σταδίου 74, Αθήνα). Η διάθεση του Ενημερωτικού Δελτίου θα γίνεται από τα καταστήματα των αναδόχων και από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

2) Μονάδα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών θα αποτελεί ο τίτλος των δέκα (10) μετοχών. Κάθε επενδυτής θα μπορεί να εγγραφεται για τουλάχιστον μία μονάδα διαπραγμάτευσης, δηλαδή για δέκα (10) κοινές ανώνυμες μετοχές ή για ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης (δηλαδή 20, 30, 40 μετοχές κ.ο.κ.).

3) Σαν ανώτατο όριο εγγραφής ορίζεται το ύψος της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας. Σε περίπτωση που οι εγγραφές υπερβούν το συνολικό αριθμό μετοχών που διατίθενται, η κάθε αίτηση θα ικανοποιηθεί αναλογικά, αφού προηγουμένως τηρηθούν οι διατάξεις περί διασποράς της διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

4) Οι αιτήσεις εγγραφής θα υποβάλλονται με ταυτόχρονη καταβολή της αξίας των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει κάθε επενδυτής ή με ανέκλητη δεσμευση του ισόποσου της αξίας των μετοχών από λογαριασμό καταθέσεων του στα καταστήματα της Εμπορικής Τράπεζας. Σε περίπτωση υπερκάλυψης, η αποδέσμευση των λογαριασμών θα πραγματοποιηθεί αμέσως μόλις ολοκληρωθεί η κατανομή των μετοχών και η επιστροφή των χρημάτων στους εγγεγραμμένους επενδυτές θα γίνει εντόκως (σύμφωνα με τα ισχύοντα επιτόκια ανά κατηγορία καταθέσεων).

5) Η παράδοση των μετοχών στους νέους μετόχους και η τυχόν επιστροφή χρημάτων θα γίνεται από το κατάστημα στο οποίο έγινε η εγγραφή. Η ημερομηνία παράδοσης των νέων μετοχών, θα ανακοινωθεί εγκαίρως από τον Τύπο.

Αθήνα 10/11/93

Το Διοικητικό Συμβούλιο

Hellas Can

1

ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

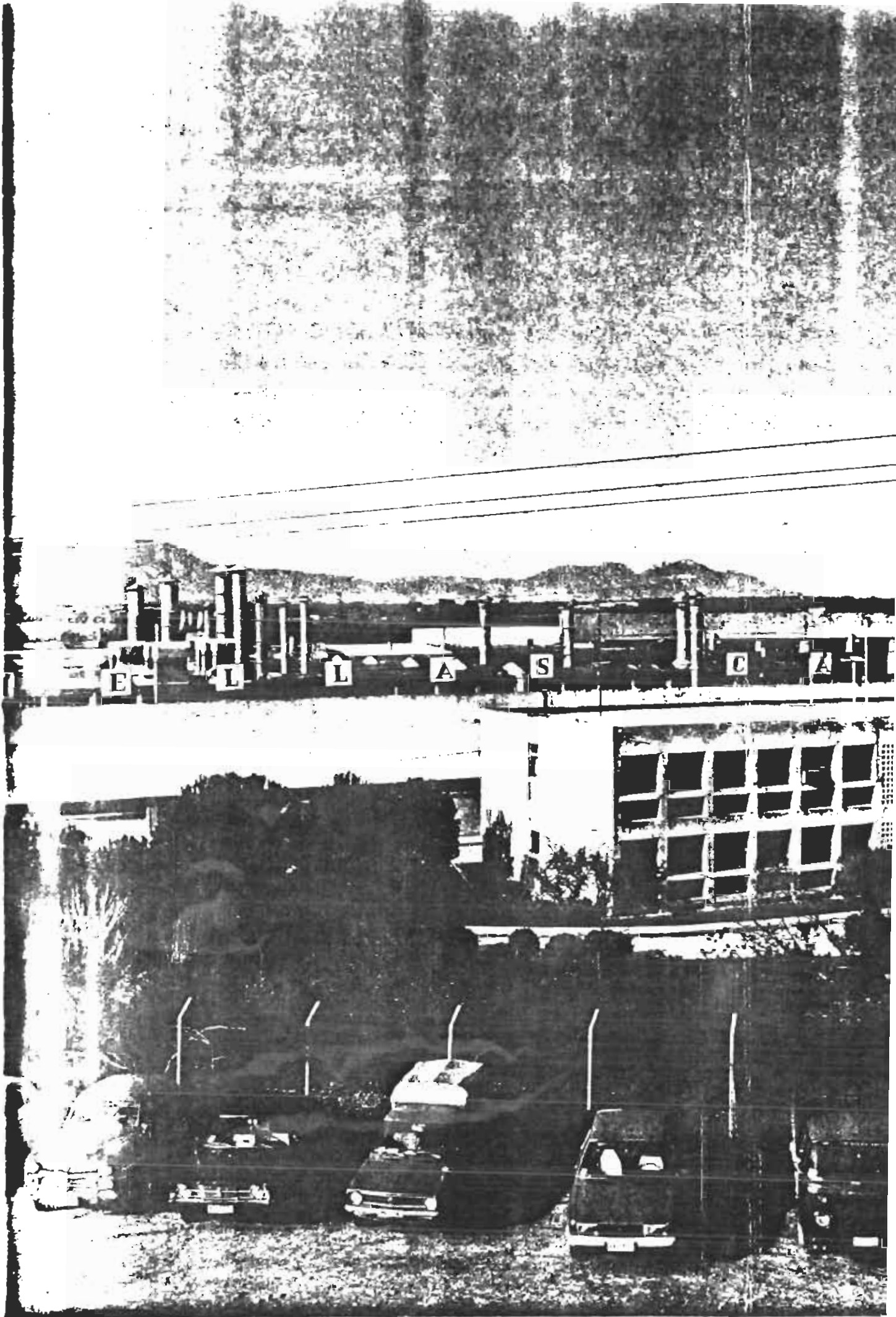
ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ
ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ
ΕΝΕΚΡΙΝΕ ΤΟ ΠΑΡΟΝ ΔΕΛΤΙΟ, ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΟΠΟΙΟΥ
ΕΙΝΑΙ ΣΥΜΦΩΝΟ ΜΕ ΤΙΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ
ΤΩΝ Π.Δ. 348/1985, 350/1985 ΚΑΙ Ν. 1914/1990.
(Χωρίς Εξαμηνια Εγγύηση)

ΑΝΑΔΟΧΟΙ

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ
Ε.Τ.Ε.Β.Α.
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ
SOCIETE GENERALE
ABN AMRO BANK
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ
ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ

ΑΘΗΝΑ, ΙΟΥΛΙΟΣ 1991



Περιεχόμενα

Συνοπτικά Στοιχεία Έκδοσης	4
Συνοπτικά Οικονομικά Μεγέθη Εταιρείας	5
Πληροφορίες για τη Σύνταξη του Ενημερωτικού Δελτίου και τους Ελεγκτές της Εταιρείας	6
Αύξηση του Κεφαλαίου και Διαδικασία Διάθεσης των Νέων Μετοχών	
Γενικά	7
Διαδικασία Διάθεσης των Νέων Μετοχών	8
Προορισμός των Νέων Κεφαλαίων	9
Ανάδοχα - Δαπάνες Έκδοσης	9
Δικαιώματα Μετόχων	
Γενικά	10
Φορολογικά Μερισμάτων	11
Πληροφορίες για την Εταιρεία	
Γενικά	12
Παραγόμενα Προϊόντα	12
Εγκαταστάσεις και Παραγωγή	13
Πωλήσεις και Μεριδίο Αγοράς	14
Έρευνα και Ανάπτυξη	16
Μετοχικό Κεφάλαιο	16
Μετοχά και Διοίκηση - Διευθυνση	20
Προσωπικό	22
Επενδυτική Πολιτική	23
Ανάλυση Οικονομικών Στοιχείων	
Αποτελέσματα Χρήσεων και Διαθεση Αποτελεσμάτων	24
Ισολογισμοί	26
Πηγές και Χρήσεις Κεφαλαίων	28
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	28
Μακροχρόνιοι Στόχοι και Προοπτικές	29
Προβλέψεις Πωλήσεων - Αποτελεσμάτων 1991	31
Τιμή Διάθεσης της Μετοχής	33
Παράρτημα / Πίνακες I - IX	35

Συνοπτικά Στοιχεία Έκδοσης

Εκδότρια Εταιρεία

Hellas Can

Βιομηχανία Ειδών Συσκευασίας Α.Ε.

Μετοχές πριν την Έκδοση: 7.500.000 Κοινές Ανώνυμες

ΕΚΔΟΣΗ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σύνολο Κοινών Ανώνυμων Μετοχών	:	2.125.000	
Τρόπος Διάθεσης			
- Δημόσια Εγγραφή	:	1.925.000	
- Ίδιωτική Τοποθέτηση (*)	:	<u>200.000</u>	
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΔΟΣΗΣ	:	2.125.000	
Σύνολο Μετοχών μετά την Έκδοση		9.625.000	
Ονομαστική Αξία Μετοχής	:	200	Δρχ
Τιμή Διαθεσης	:	3.300	Δρχ
Εσοδα Έκδοσης			
- Δημόσιας Εγγραφής	:	6.352.500.000	Δρχ
- Ίδιωτικής Τοποθέτησης	:	<u>660.000.000</u>	Δρχ
Συνολικά Εσοδα Έκδοσης	:	7.012.500.000	Δρχ
Μονάδα Διαπραγματεύσεως στο Χρηματιστήριο	:	Τίτλος 10 Μετοχών	
Ελάχιστο Όριο Εγγραφών	:	10 Μετοχές	

(*) Προσωπικό και Στενοί Συνεργάτες της Εταιρείας

ΑΝΑΔΟΧΟΙ

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ
Ε.Τ.Ε.Β.Α.
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ
SOCIETE GENERALE
ABN AMRO BANK
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ
ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ

ΥΠΟΑΝΑΔΟΧΟΙ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΠΙΣΤΕΩΣ
ΑΡΑΒΟΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Συνοπτικά Οικονομικά Μεγέθη Εταιρείας

5

Σε εκατομμύρια Δραχμές

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΡΩΤΕΛΕΙΣΜΑΤΩΝ	1990	1989	1988	1987	1986
ΚΥΚΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ (Πωλήσεις)	11.992	11.000	10.146	8.985	1.737
ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΦΑ	2.251	2.208	2.181	1.970	1.672
Κέρδη προ Φόρων & Αποσβέσεων	2.468	1.987	881	381	726
Κέρδη προ Φόρων & Πρόσθετων Αποσβέσεων (1)	2.518	2.118	888	388	684
Κέρδη προ Φόρων & Πρόσθετων Αποσβέσεων & μετά την αφαίρεση Εκτακτου Εσοδου (2)	1.977	—	—	—	—
Κέρδη προ Φόρων	1.988	887	488	221	412
Κέρδη προ Φόρων & μετά την αφαίρεση Εκτακτου Εσοδου (2)	1.861	—	—	—	—
Κέρδη μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ. & πριν από Πρόσθετες Αποσβέσεις	2.048	862	438	240	427
Κέρδη μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ. & πριν από Πρόσθετες Αποσβέσεις & μετά την αφαίρεση Εκτακτου Εσοδου (2)	1.902	—	—	—	—
Κέρδη μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ.	1.924	744	342	163	346
Κέρδη μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ. & μετά την αφαίρεση Εκτακτου Εσοδου (2)	1.777	—	—	—	—
Αρχικός Μετοχών (3)	7.188.281	—	6.253.125	—	—
Κέρδη / Μετοχή (σε Δραχμές)					
· Προ Φόρων & Πρόσθετων Αποσβέσεων	208	176	88	48	79
· Προ Φόρων	198	159	74	36	66
· Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ. & πριν από Πρόσθετες Αποσβέσεις	286	138	70	38	68
· Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ.	288	119	55	28	55
Κέρδη / Μετοχή (σε Δραχμές) Μετά την αφαίρεση Εκτακτου Εσοδου (2)					
· Προ Φόρων & Πρόσθετων Αποσβέσεων	275	—	—	—	—
· Προ Φόρων	258	—	—	—	—
· Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ. & πριν από Πρόσθετες Αποσβέσεις	265	—	—	—	—
· Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ.	247	—	—	—	—
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	420	300	225	137	235
Μερίσματα Μετοχών	58	48	36	22	36

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	1990	1989	1988	1987	1986
Αποσβέσεις Πάγιο Ενεργητικό	2.309	1.487	1.524	1.150	1.184
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	6.301	6.308	4.870	4.901	4.846
Ίδια Καφάλαια Κίνησης	3.984	3.178	2.080	1.621	1.512
Συνολο Ίδιων Καφαλαίων	4.472	2.392	1.948	1.560	1.534
Προβλέψεις	547	868	788	517	330
Συνολο Υποχρεώσεων	3.791	4.623	3.757	3.974	4.175
Λογιστική Αξία Μετοχών (Ονομαστικής Αξίας 200 Δρχ.)	622	383	312	249	245

ΣΤΕΦΗ ΤΙΜΗΣ ΔΙΑΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΦΑ / ΜΕΤΟΧΗ (P/E)	Πριν από πρόσθετες Αποσβέσεις		Μετά από Πρόσθετες Αποσβέσεις	
	Προ Φόρων	Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ.	Προ Φόρων	Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ.
· Στόχος 1985 - 1987	23,8	27,6	26,6	31,7
· 1990	11,2	11,8	11,8	12,3
· 1990 (-) Εκτακτο Εσοδο (2)	12,0	12,5	12,8	13,4
· 1991	10,4	10,8	10,4	10,8

(1) Πρόσθετες Αποσβέσεις (ισολ. Δρχ.) βλέπε σελίδα 25. 1986: 125, 1989: 118, 1988: 87, 1987: 77, 1986: 82

(2) Εκτακτο Εσοδο χρήσης 1990 ποσού Δρχ. 147,5 εκατ. από αείρωση προβλέψεων πραγματοποιημένων στην για αποζημιώσεις προσωπικού (βλέπε σελ. 25)

(3) Βλέπε Πίνακα IV.

Πληροφορίες για τη Σύνταξη του Ενημερωτικού Δελτίου και τους Ελεγκτές της Εταιρείας

6

Στο παρόν Ενημερωτικό Δελτίο περιέχονται όλες οι πληροφορίες και τα στοιχεία που θεωρούνται απαραίτητα, ώστε τόσο οι επενδυτές όσο και οι σύμβουλοί τους επί των επενδύσεων να μπορέσουν να εκτιμήσουν σωστά την περιουσία, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και τις προοπτικές της **Hellas Can**.

Για περισσότερες πληροφορίες, οι επενδυτές μπορούν να απευθύνονται τις εργάσιμες ημέρες και ώρες:

Στη γραφεία της Εταιρείας - Σόλωνος 135, 176 75 ΚΑΛΛΙΘΕΑ - κ. Β. Δημητροπούλου-Πατεράκη, τηλέφωνο 94.15.081-9

Η σύνταξη και η διάθεση του παρόντος Ενημερωτικού Δελτίου έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας και έχει εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Υπεύθυνα για τη σύνταξη του Ενημερωτικού Δελτίου και την ακρίβεια των στοιχείων που περιέχει είναι ο κ. Β. Κετσοπούλος - Διευθυντής Οικονομικών Υπηρεσιών - Σόλωνος 135, Καλλιθέα, τηλέφωνο 94.15.081-9, και η κυρία Β. Δημητροπούλου-Πατεράκη - Βοηθός Οικονομικού Διευθυντή - Σόλωνος 135, Καλλιθέα, τηλέφωνο 94.15.081-9.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας και οι συντάκτες του Δελτίου αυτού βεβαιώνουν ότι:

- α) Όλες οι πληροφορίες που περιέχονται σε αυτό είναι πλήρεις και αληθείς.
- β) Δεν υπάρχουν άλλα στοιχεία ή δεν έχουν λάβει χώρα άλλα γεγονότα, η απόκρυψη των οποίων θα μπορούσε να καταστήσει παραπλανητικό το περιεχόμενο του Δελτίου.
- γ) Δεν εσκεμουν σε βάρος της Εταιρείας δικαστικές διαφορές ή διαιτησίες, οι οποίες θα μπορούσαν να έχουν ουσιώδεις αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική κατάσταση.

Η Εταιρεία ελέγχεται από το Σώμα Ορκωτών Λογιστών από το 1985.

(Διεύθυνση: Φωκίωνος Νέγρη 3, 112 57 Αθήνα, τηλέφωνο 86.29.835-9).

Τον έλεγχο των εταιρικών χρήσεων 1985-1989 διενήργησε ο Ορκωτός Λογιστής κ. Δημήτριος Χ. Ζωγράφος και της χρήσης 1990 ο Ορκωτός Λογιστής κ. Ιωάννης Ν. Κόκκινος.

Τα σχετικά πιστοποιητικά ελέγχου δημοσιεύονται στο Παράρτημα μαζί με τους αντίστοιχους Ισολογισμούς και δεν περιέχουν καμία σημαντική αρνητική παρατήρηση.

Ο τελευταίος φορολογικός έλεγχος αφορά στην Οικονομική Χρήση 1984.

Τέλος, από την ίδρυση της η Εταιρεία ελέγχεται -για λογαριασμό των ξένων μετόχων της- από Διεθνή Λογιστικά Γραφεία.

Σήμερα, οι έλεγχοι διενεργούνται από την Price Waterhouse.

Αύξηση του Κεφαλαίου και Διαδικασία Διάθεσης των Νέων Μετοχών

■ Γενικό

Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της HELLAS CAN A.E., της 3ης Μαΐου 1991, σε συνδυασμό με την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 2ας Ιουλίου 1991, αποφάσισε ομόφωνα την εισαγωγή των μετοχών της Εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Για το σκοπό αυτό αποφασίστηκε να γίνουν τα εξής:

α) Μετατροπή των μετοχών της Εταιρείας από ονομαστικές σε ανώνυμες και αύξηση της ονομαστικής τους αξίας από 100 Δρχ σε 200 Δρχ.
Συνεπώς αντικαθίστανται οι 15.000.000 παλιές κοινές ονομαστικές μετοχές με 7.500.000 νέες κοινές ανώνυμες μετοχές.

β) Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρείας κατά 425.000.000 Δρχ. με έκδοση 2.125.000 νέων κοινών ανώνυμων μετοχών ονομαστικής αξίας 200 Δρχ. και Τιμής Διάθεσης 3.300 Δρχ. η μια.

Η διαφορά από την έκδοση των μετοχών υπέρ το άρτιο από 6.587.500.000 Δρχ., θα σχηθεί σε πίστωση του λογαριασμού "Αποθεματικό από Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο".

Οι 1.925.000 από τις νέες αυτές μετοχές θα διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή, ενώ οι υπόλοιπες 200.000 νέες μετοχές θα διατεθούν με ιδιωτική τοποθέτηση στο προσωπικό και σε στενούς συνεργάτες της Εταιρείας.

Οι μετοχές που θα διατεθούν με δημόσια εγγραφή αντιστοιχούν στο 25% του ποσού που προκύπτει από το άθροισμα του Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρείας και του ποσού της αύξησης που διατίθεται με ιδιωτική τοποθέτηση, σύμφωνα με το Π.Δ. 350/1985, όπως αυτό τροποποιήθηκε με τον Ν. 1914/1990.

Οι παλαιοί Μέτοχοι της Εταιρείας παραιτούνται από το δικαίωμα προτίμησης επί της αύξησης του κεφαλαίου με σκοπό να πραγματοποιηθεί η κάλυψη με δημόσια εγγραφή και ιδιωτική τοποθέτηση.

Οι νέες μετοχές θα έχουν δικαίωμα απόληψης μερισματος από τα κέρδη της χρήσης του 1991, θα εκδοθούν σε τίτλους δέκα μετοχών και θα φέρουν 24 μερισματαποδείξεις, από το 1 έως το 24.

Μετά την παραπάνω αύξηση, ο αριθμός των μετοχών της Εταιρείας διαμορφώνεται ως εξής:

Υφιστάμενες Μετοχές

(κοινές ανώνυμες ονομαστικής αξίας 200 Δρχ.)
7.500.000

Έκδοση νέων Μετοχών

(κοινές ανώνυμες ονομαστικής αξίας 200 Δρχ.)
2.125.000

ΣΥΝΟΛΟ

9.625.000

■ Διαδικασία Διάθεσης των Νέων Μετοχών

Για να επιτευχθεί η επιθυμητή ευρεία διασπορά των νέων μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή, θα ακολουθηθεί η παρακάτω διαδικασία:

- α) Μονάδα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο θα αποτελούν οι 10 μετοχές και ο κάθε επενδυτής θα μπορεί να εγγραφεται για μία τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης (δηλαδή για 10 μετοχές) ή για οποιονδήποτε αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης (δηλαδή για 20, 30, 120, 300 κλπ. μετοχές) χωρίς ανώτατο όριο.
- β) Οι εγγραφές για την αγορά των νέων μετοχών θα γίνουν με την υποβολή σχετικής αίτησης εγγραφής στα καταστήματα της ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ, ΙΟΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ, ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ, ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΙΣΤΕΩΣ, Ε.Τ.Ε.Β.Α., ΕΙΓΝΑΤΙΑΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ, SOCIETE GENERALE, ABN AMRO BANK, ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΧΙΟΥ και ΕΘΝΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ. Οι ημερομηνίες έναρξης και λήξης των εγγραφών καθώς και τα συγκεκριμένα καταστήματα των Τραπεζών που θα δεχονται τις αιτήσεις θα ανακοινωθούν έγκαιρα από τον Τύπο.
- γ) Ο επενδυτής οφείλει να καταβάλει με την υποβολή της αίτησης εγγραφής και το πλήρες αντίτιμο της αξίας των μετοχών για τις οποίες εγγραφεται.
Διευκρινίζεται ότι οι εγγραφές μέσω της Τράπεζας Ε.Τ.Ε.Β.Α. και της ΕΘΝΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ θα γίνονται με καταβολή μετρητών. Τα τυχόν επιστροφικά υπόλοιπα λόγω υπερχάλυψης της έκδοσης θα επιστραφούν έντοκα με εξαιρέση αυτή της ΕΘΝΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ με τραπεζική επιταγή μετά τη λήξη της προθεσμίας των εγγραφών. Οι εγγραφές μέσω των λοιπών Τραπεζών θα πραγματοποιούνται μόνο με ανέκλιπτη δεσμευση από λογαριασμό καταθέσεως του ποσού που αναλογεί στην αγορά των νέων μετοχών για τις οποίες εγγραφεται ο επενδυτής. Μετά τη λήξη της προθεσμίας των εγγραφών και την οριστική κατανομή των μετοχών θα γίνει αποδέσμευση του συνολικού ποσού που έχει δεσμευθεί και χρεωση του λογαριασμού με το υπόλοιπο της αξίας των μετοχών που αποκτήει ο επενδυτής. Έτσι παρέχεται η ευχέρεια του τοκοκμίου των δεσμευμένων χρημάτων.
- δ) Σε περίπτωση που οι συνολικές εγγραφές αφορούν αριθμό μετοχών μεγαλύτερο από τον προοφερόμενο, η κατανομή των μετοχών θα γίνει με τη μέθοδο του προοδικισμού των ληγόντων αριθμών. Η μέθοδος αυτή εξασφαλίζει την καλύτερη δυνατή αναλογική ικανοποίηση των αιτήσεων εγγραφής με βάση το βαθμό υπερχάλυψης της έκδοσης.
- ε) Σε περίπτωση που δεν καλυφθεί εξ ολοκλήρου το προοφερόμενο ποσό έκδοσης με δημόσια εγγραφή, οι αναδοχοί υποχρεούνται να αγοράσουν τις αδιάθετες μετοχές στην τιμή διάθεσης.
- στ) Η παραδοση των οριστικών τίτλων των μετοχών θα γίνεται από τα ίδια καταστήματα των Τραπεζών στα οποία είχε υποβληθεί η αίτηση εγγραφής.
Το ίδιο θα ισχύσει και στην περίπτωση τυχόν επιστροφής χρημάτων σε αυτούς που δεν κληρώθηκαν ή που δεν ικανοποιήθηκε η αίτησή τους στο σύνολό της. Η έναρξη της παράδοσης των οριστικών τίτλων των μετοχών και της επιστροφής των χρημάτων θα γίνει οριστικά μετά την ολοκλήρωση των σχετικών διαδικασιών και θα ανακοινωθεί έγκαιρα με δημοσιεύσεις στον Τύπο.
Μετά την παρέλευση 3 μηνών από την ανακοίνωση για την παραλαβή των μετοχών και την εισπράξη των προς επιστροφή χρημάτων, ο επενδυτής θα μπορεί να παραλαμβάνει χρήματα και μετοχές μόνο από τα γραφεία της Εταιρείας, οδός Σόλωνος 135, 170 75 Καλλιθέα, Αθήνα.

■ Προορισμός των Νέων Κεφαλαίων

Τα κεφάλαια που θα συγκεντρωθούν από την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της **Hellas Cap** που αποφάσισαν οι Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις των Μετόχων της 3ης Μαΐου και της 2ας Ιουλίου 1991, συνολικού ύψους 7.012.500.000 Δρχ., θα χρησιμοποιηθούν κυρίως για τη χρηματοδότηση επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, για την εξαγορά εταιρειών και για την ενίσχυση του Ιδίου Κεφαλαίου Κίνησης της Εταιρείας.

Ειδικότερα προβλέπεται ότι:

- α) Το 70% περίπου των νέων κεφαλαίων θα διατεθεί την τριετία 1991-1993 για επενδύσεις εκσυγχρονισμού των υφιστάμενων μονάδων παραγωγής με στόχο τη βελτίωση της παραγωγικότητας και οικονομικής απόδοσης της Εταιρείας και
- β) Το 30% περίπου θα διατεθεί μέσα στην τριετία 1991-1993 για ανάπτυξη της Εταιρείας με εξαγορές εταιρειών του ευρύτερου κλάδου παραγωγής ειδών συσκευασίας.

Βραχυπρόθεσμα, το 1/3 περίπου των κεφαλαίων που θα αντληθούν θα χρησιμοποιηθεί για την αποπληρωμή τραπεζικών δανείων και άλλων υποχρεώσεων, ενώ το υπόλοιπο θα επενδυθεί κυρίως σε βραχυπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος μέχρι να απορροφηθεί από το επενδυτικό πρόγραμμα της Εταιρείας.

Σημειώνεται ότι, όπως αναλυτικά περιγράφεται και στις σελίδες 29-30, το συνολικό πρόγραμμα επενδύσεων της Εταιρείας για την τριετία 1991-93 προϋπολογίζεται σε 9,6 δισ. Δρχ. και θα καλυφθεί από τα έσοδα της Δημόσιας Εγγραφής και τα ταμειακά πλεονάσματα της Εταιρείας.

■ Ανάδοχοι - Δαπάνες Έκδοσης

Ανάδοχοι της έκδοσης είναι η **ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**, η **ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**, η **ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**, η **ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**, η **ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ**, η **Ε.Τ.Ε.Β.Α.**, η **ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ**, η **SOCIETE GENERALE**, η **ABN AMRO BANK**, η **ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ**, η **ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ**.

Οι ανάδοχοι υποχρεούνται να καλύψουν, σύμφωνα με το Π.Δ. 350/1985, τις μετοχές που τυχόν δεν θα αγοραστούν από το επενδυτικό κοινό.

Οι ανάδοχοι δεν υποχρεούνται να εγγυηθούν την τιμή διάθεσης των μετοχών επί 6 μήνες από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σύμφωνα με τον Ν.1914/90, ο οποίος τροποποίησε το Π.Δ. 350/85.

Οι συνολικές δαπάνες έκδοσης (προμήθειες των αναδόχων, εκτύπωση του Ενημερωτικού Δελτίου και των νέων μετοχών, ανακοινώσεις στον Τύπο, συγκέντρωση αιτήσεων εγγραφής, αποστολή μετοχών κλπ.) εκτιμώνται στο ποσό των 300 εκατομμυρίων Δραχμών περίπου και θα καλυφθούν εξ ολοκλήρου από την Εταιρεία.

■ Γενικά

Μετά από την Έκτακτη Γενική Συνέλευση της 3ης Μαΐου 1991, οι μετοχές της Εταιρείας θα αυξηθούν σε 9.625.000. Όλες οι μετοχές της Εταιρείας είναι κοινές με δικαίωμα ψήφου. Κάθε μετοχή της Εταιρείας ενσωματώνει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που καθορίζονται από το Νόμο και το Καταστατικό της Εταιρείας, το οποίο όμως δεν περιέχει διατάξεις περισσότερο περιοριστικές από αυτές που προβλέπει ο Νόμος.

Η ευθύνη των Μετόχων περιορίζεται στην ονομαστική αξία των μετοχών που κατέχουν. Οι Μέτοχοι συμμετέχουν στη διοίκηση και τα κέρδη της Εταιρείας σύμφωνα με το Νόμο και τις διατάξεις του Καταστατικού. Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις που απορρέουν από κάθε μετοχή παρακολουθούν αυτή σε οποιονδήποτε καθολικό ή ειδικό διάδοχο περιλαμβάνει αυτή.

Οι Μέτοχοι έχουν προνόμιο προτίμησης σε κάθε μελλοντική αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου όπως ορίζεται στο άρθρο 13, παράγραφος 5 του Κωδικοποιημένου Νόμου 2190.

Κάθε μετοχή παρέχει δικαίωμα μιας ψήφου. Συγκύριοι μετοχής για να έχουν δικαίωμα ψήφου πρέπει να υποδείξουν εκπρόσωπο που θα τους εκπροσωπήσει στη Γενική Συνέλευση.

Οι δανειστές του Μετόχου και οι διάδοχοί τους σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να προκαλέσουν την κατάσχεση ή την σφράγιση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ή των βιβλίων της Εταιρείας, ούτε να ζητήσουν τη διανομή ή εκκαθάρισή της, ούτε να αναμειχθούν οπωδήποτε στη διοίκηση ή τη διαχείρισή της.

Κάθε Μέτοχος, οπουδήποτε και να κατοικεί, λογίζεται ότι έχει νόμιμη κατοικία την έδρα της Εταιρείας ως προς τις σχέσεις του με αυτήν και υπόκειται στην Ελληνική Νομοθεσία. Μέτοχοι που εκπροσωπούν το 5% του καταβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου:

- α) Έχουν δικαίωμα να ζητήσουν από τον Πρόεδρο του Εφετείου της έδρας της Εταιρείας, να αναθέσει τον έλεγχο της Εταιρείας σε Ορκωτο Λογιστή σύμφωνα με τα άρθρα 40, 40ε του Ν. 2190/1920, και
- β) Μπορούν να ζητήσουν τη σύγκληση Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υποχρεωμένο να συγκαλέσει τη Συνέλευση μέσα σε χρονικό διάστημα όχι μεγαλύτερο από τριάντα (30) ημέρες από την ημέρα κατάθεσης της αίτησης στον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου. Στην αίτηση οι αιτούντες Μέτοχοι οφείλουν να αναφερθούν τα θέματα για τα οποία θα πρέπει να αποφασίσει η Γενική Συνέλευση.

Κάθε Μέτοχος μπορεί να ζητήσει, δέκα ημέρες πριν από την Τακτική Γενική Συνέλευση, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις σχετικές εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των Ελεγκτών.

Το μέρος κάθε μετοχής πληρώνεται στον κομιστή της πληρωτέας μερισματοπρόδειξης, με την παράδοσή της στα γραφεία της Εταιρείας ή όπου αλλού οριστεί.

Τα μερίσματα που δεν έχουν ζητηθεί για μια πενταετία παραγράφονται υπέρ του Δημοσίου.

■ Φορολογία Μερισμάτων

Τα μερίσματα που θα διανέμει η Εταιρεία στις μετοχές της, μετά από την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, φορολογούνται σήμερα με συντελεστή 45%.

Η Εταιρεία παρακρατεί το φορο που αναλογεί στις μετοχές και τον αποδίδει στην αρμόδια Δ.Ο.Υ.

Σαν χρόνος κτήσης του εισοδήματος από τα μερίσματα λογίζεται η ημερομηνία έγκρισης του Ισολογισμού από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρείας.

Το αφορολόγητο ποσό από μερίσματα που προέρχονται από μία εταιρεία ανέρχεται στο ποσό των 50.000 Δρχ. το χρόνο.

Το συνολικό αφορολόγητο ποσό για κάθε Μέτοχο δεν μπορεί να υπερβεί το ποσό των 200.000 Δρχ., όταν αυτό προέρχεται από περισσότερες από μία ανώνυμες εταιρείες, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Ο φόρος μερισμάτων που παρακρατήθηκε από την εταιρεία και αναλογεί στο αφορολόγητο ποσό, επιστρέφεται στο Μέτοχο από την αρμόδια Δ.Ο.Υ. ή συμψηφίζεται με άλλη τυχόν φορολογική του υποχρέωση με την εξαθάμιση της φορολογικής του δήλωσης.



■ Γενικά

Η **Hellas Can** ιδρύθηκε το 1965 (ΦΕΚ/ ΔΑΕ 158/1965) από τους πολυεθνικούς ομίλους εταιρειών **Metal Box** (Αγγλία), **Continental Can** (ΗΠΑ) και **Carnaud** (Γαλλία) και τις τράπεζες **ΕΤΒΑ** και **ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**.

Το 1979, η **Metal Box** εξαγόρασε τα μερίδια των **Continental Can** και **Carnaud** και παρέλαβε ο κυριότερος μέτοχος της Εταιρείας.

Η έδρα της Εταιρείας είναι ο Δήμος Καλλιθέας (Αττικής) και είναι γραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών Νομαρχίας Πειραιά με Α.Μ. 6499/02/Β/86/380.

Η επωνυμία της Εταιρείας είναι "**Hellas Can Βιομηχανία Ειδών Συσκευασίας Ανώνυμος Εταιρεία**". Η διάρκειά της έχει οριστεί σε 99 χρόνια από την ίδρυσή της, με δυνατότητα παράτασης.

Σήμερα, η **Hellas Can** ελέγχεται από τον πολυεθνικό Όμιλο **CMB Packaging S.A.**, που προήλθε από τη συγχώνευση της Γαλλικής **Carnaud S.A.** και της Αγγλικής **MB Group (Metal Box) plc** το 1989.

Σκοπός της Εταιρείας είναι:

- Η βιομηχανική παραγωγή, εμπορία και ασορτηγή ειδών συσκευασίας κάθε μορφής και είδους, συμπεριλαμβανομένων και των σχετικών πρώτων υλών.
- Η αντιπροσωπεία ελληνικών και αλλοδαπών επιχειρήσεων, που διαθέτουν παρόμοια ή και συναφή είδη.
- Η ασορτηγή, εμπορία και εμμετάλλευση μηχανολογικού εξοπλισμού παραγωγής ειδών συσκευασίας.

Για την εκπλήρωση των παραπάνω εταιρικών σκοπών η Εταιρεία δύναται να κοινοπρακτεί ή να συμμετέχει με οποιαδήποτε νομική σχέση σε άλλες επιχειρήσεις φυσικών ή νομικών προσώπων, ημεδαπής και αλλοδαπής, υφιστάμενες, ή που θα ιδρυθούν, με όμοιους ή και παρεμφερείς σκοπούς.

Η **Hellas Can**, από την ίδρυσή της και μέχρι σήμερα, ακολουθούσε πορεία σταθερής ανάπτυξης.

Σήμερα, είναι η μεγαλύτερη Εταιρεία παραγωγής ειδών συσκευασίας στην Ελλάδα. Το 1990 παρουσίασε Κύκλο Εργασιών 15 δις. Δρχ. και Καθαρά Κέρδη 2 δις. Δρχ. μερίτου.

■ Παραγόμενα Προϊόντα

Η **Hellas Can** παράγει μεταλλικά δοχεία συσκευασίας που κατατάσσονται σε τρεις βιολογικές κατηγορίες:

- α) Δοχεία τύπου "three piece", που κατασκευάζονται από λευκοσίδηρο με τη μέθοδο της ηλεκτροσυγκόλλησης και προορίζονται για τη συσκευασία τροφίμων, όπως τοματοπολτικού, φρούτων (κυρίως κομπούρες ροδάκινων, βερίκοκου και αχλαδιού), έτοιμων φαγητών, κρεάτων, ψαριών κλπ. Τα δοχεία αυτά παράγονται σε 40 διαφορετικά μεγέθη και σε μεγάλη ποικιλία προδιαγραφών και σχεδίων.
- β) Δοχεία τύπου "two piece", που κατασκευάζονται από αλουμίνιο με τη μέθοδο της βαθιάς εξέλασης (D.W.I.) και χρησιμοποιούνται για τη συσκευασία αναψυκτικών και μπύρας. Τα δοχεία αυτά παράγονται σε δύο διαστάσεις (33 cl και 50 cl).

γ) Δοχεία αεροζόλ, που κατασκευάζονται από λευκοσίδηρο και χρησιμοποιούνται για τη συσκευασία εντομοκτόνων, καλλυντικών κλπ.

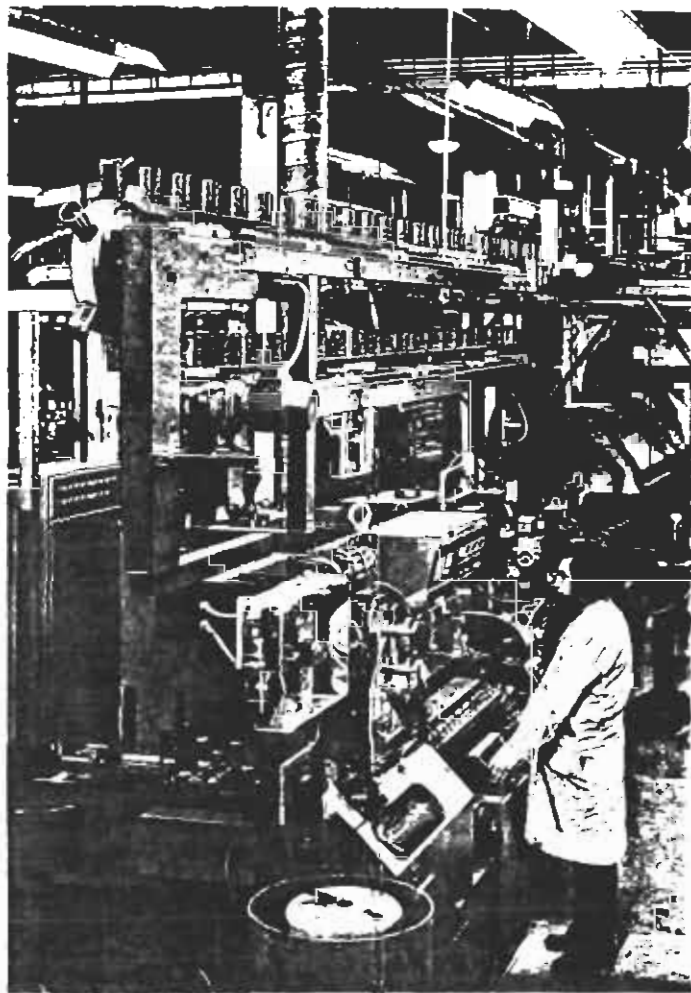
■ Εγκαταστάσεις και Παραγωγή

Η παραγωγή των παραπάνω προϊόντων γίνεται στις δύο παραγωγικές μονάδες της Εταιρείας, στη Θεσσαλονίκη και στην Κόρινθο.

- Στη μονάδα της Θεσσαλονίκης γίνεται η παραγωγή των λευκοσιδηρών δοχείων που προορίζονται κυρίως για τη βιομηχανία τροφίμων. Υπόσχουν 5 γραμμές παραγωγής με τις απαραίτητες βοηθητικές εγκαταστάσεις, συμπεριλαμβανομένης και μονάδας καψής λευκοσιδήρου από ρολό (coils) σε φύλλα.

Η δυναμικότητα των εγκαταστάσεων είναι μεγαλύτερη των ποσοτήτων που τελικά παράγονται λόγω της έντονης εποχικότητας που χαρακτηρίζει τη βιομηχανία τροφίμων. Η μονάδα αυτή βρισκόταν στην περιοχή της Σίνδου, στη βιομηχανική ζώνη της Θεσσαλονίκης, και ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1969. Αποτελείται από εργοστάσιο, αποθήκες και κτίρια γραφείων συνολικής καλυπτομένης επιφάνειας 20.497 τ.μ. επί ιδιοκτησιών οικοπέδων συνολικού εμβαδού 48,5 στρ. περίπου.

- Στη μονάδα της Κορίνθου γίνεται η παραγωγή των δοχείων τύπου "two piece" με τη μέθοδο της βαθιάς εξέλιξης (D.W.I.) σε 2 πλήρως αυτοματοποιημένες γραμμές παραγωγής, συνολικής δυναμικότητας περίπου 600 εκατ. δοχείων το χρόνο. Η πρώτη γραμμή εγκαταστάθηκε το 1985, ενώ η δεύτερη εγκαταστάθηκε μέσα στο 1990 και λειτουργεί από 1/1/1991. Επίσης, στην Κόρινθο γίνεται και η παραγωγή των δοχείων αεροζόλ σε 1 γραμμή παραγωγής. Η μονάδα της Κορίνθου πρωτολειτούργησε



το 1965 και αποτελείται από εργοστάσιο, γραφεία και αποθήκες συνολικής επιφάνειας 17.086 τ.μ. επί ιδιοκτησιών οικοπέδου 48,5 στρ. περίπου.

Εκτός από τις παραπάνω παραγωγικές μονάδες, η Εταιρεία διαθέτει ιδιόκτητες αποθήκες στη Σκιάδρα Εδέσσης, συνολικής καλυπτομένης επιφάνειας 9.143 τ.μ. σε οικόπεδο 20,9 στρ. Τα Κεντρικά Γραφεία και το Τεχνικό Κέντρο (βλέπε σελ. 16, Έρευνα και Ανάπτυξη) της Hellas Can βρίσκονται στην Καλλιθέα σε νοικιασμένα ακίνητα.

πληροφορίες για την εταιρεία

Είδος Παγίου	Λογιστική αξία	Αποσβέσεις	Αναπόσβεστο υπόλοιπο
Γηπέδα / Οικόπεδα	254	0	254
Κτίρια & Τεχνικά Έργα	1.248	817	431
Μηχανήματα & Εξοπλισμός	3.362	2.050	1.312
Μεταφορικά Μέσα	186	85	101
Λοιπός Εξοπλισμός	364	236	128
Λοιπά Πάγια	74	0	74
Εξοδα Εγκατάστασης	158	158	0
ΣΥΝΟΛΟ	5.646	3.346	2.300

Σε εκατομμύρια Δραχμές

Ο παραπλεύριος πίνακας δίνει μία συνοπτική εικόνα των παγίων της **Hellas Can**, όπως αυτά εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις της 31/12/1990.

Η εκτιμώμενη από τους Αναδόχους σημερινή πραγματική αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της **Hellas Can** (γήπεδα, κτίρια, μηχανήματα, εγκαταστάσεις, μεταφορικά μέσα κλπ.), όπως είναι συγκευρωμένα σε λειτουργούσες μονάδες, ανέρχεται σε 6.900 εκατ. Δραχμές περίπου.

Στο Παράρτημα υπάρχουν οι Ισολογισμοί της **Hellas Can** για τα έτη 1986-1990 (Πίνακες V-IX).

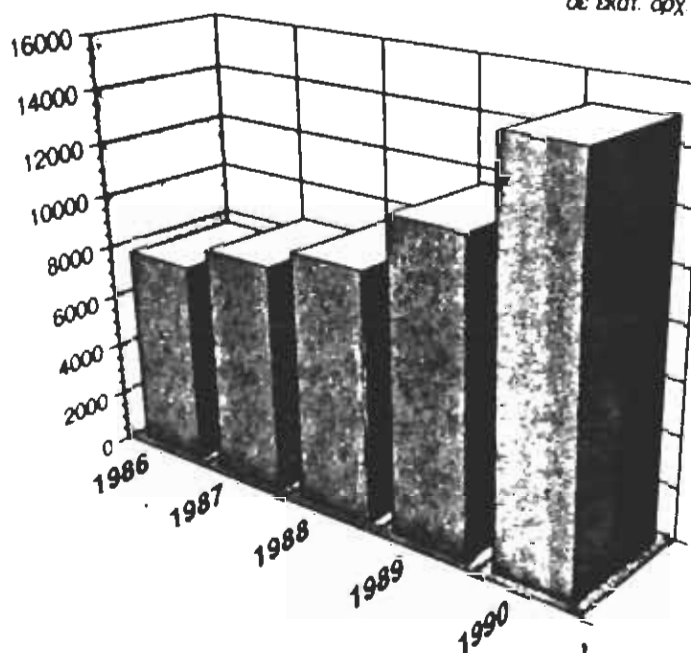
■ Πωλήσεις και Μεριδίο Αγοράς

Οι πωλήσεις της Εταιρείας για τα έτη 1986-1990 ήταν οι εξής:

	1990	1989	1988	1987	1986
Πωλήσεις Ετοιμών Προϊόντων	14.973	11.579	9.571	8.599	7.661
Διάφορες Πωλήσεις	418	319	132	148	164
Εκπτώσεις Πωλήσεων	(292)	(298)	(257)	(69)	(88)
Σύνολο Καθαρών Πωλήσεων	15.005	11.600	9.446	8.665	7.737
(Εκ των οποίων) Εξαγωγές	1.296	1.333	994	674	499
% επί Συνόλου Πωλήσεων	8,6%	11,5%	10,5%	7,8%	6,4%

Σε εκατομμύρια Δραχμές

ΠΩΛΗΣΕΙΣ σε εκατ. δρχ



Η πελατεία της Εταιρείας έχει εκτεταμένη γεωγραφική διασπορά και αποτελείται από επιχειρήσεις όλων των μεγεθών, συμπεριλαμβανομένων και ορισμένων από τις μεγαλύτερες, όχι μόνον του κλάδου τροφίμων και ποτών, αλλά και της Ελληνικής αγοράς γενικότερα.

Στους τομείς μπίρας και αναψυκτικών οι πελάτες είναι κυρίως πολυεθνικές εταιρείες, ενώ στον τομέα των τροφίμων είναι ελληνικών συμφερόντων. Οι εξαγωγές κατευθύνονται σε μεγάλο βαθμό προς τις χώρες της Μέσης Ανατολής και της Ανατολικής Ευρώπης.

Βασική πολιτική της Εταιρείας είναι αφ' ενός η συνεχής βελτίωση της ποιότητας των παραγομένων προϊόντων και αφ' ετέρου η υποστήριξη των πωλήσεων με την παροχή ευρείας τεχνικής βοήθειας προς τους πελάτες. Για τους σκοπούς αυτούς, η Εταιρεία διατηρεί Τμήμα Ερευνών και Εξυπηρέτησης Πελατών με ειδικευμένο και έμπειρο προσωπικό.

Υπολογίζεται ότι το 1990 η **Hellas Can** κατείχε μερίδιο αγοράς 48% περίπου στις μεταλλικές συσκευασίες αναψυκτικών και μπίρας και 33% περίπου στις μεταλλικές συσκευασίες τροφίμων, ενώ είναι η μόνη Εταιρεία που παράγει λευκοσιδηρά δοχεία αεροζόλ στην Ελλάδα, κατέχοντας το 70% περίπου της συνολικής αγοράς.

Η αγορά μεταλλικών δοχείων μπίρας και αναψυκτικών παρουσίασε αλμυτώδη άνοδο τα τελευταία χρόνια και αναμένεται ότι θα εξακολουθήσει να αναπτύσσεται σε όγκο, με ρυθμούς γύρω στο 15% το χρόνο, συντελούμενος και του γεγονότος ότι η μεταλλική συσκευασία κερδίζει συνεχώς έδαφος σε βάρος των άλλων συσκευασιών.

Ευνοϊκές προοπτικές ανάπτυξης, παρ' τις σημερινές οικονομικές δυσχέρειες του κλάδου της κονσερβοποιίας, εμφανίζει και η αγορά των δοχείων τροφίμων, κυρίως εν όψει του ανοίγματος των αγορών της Ανατολικής Ευρώπης. Στην Ελλάδα υπάρχει άφθονη παραγωγή γεωργικών προϊόντων, που σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως αυτή των ροδακίνων, θεωρείται εξαιρετικής ποιότητας.

Η αγορά, τέλος, των αεροζόλ παρουσιάζει κάποια στασιμότητα τα τελευταία χρόνια, λόγω του γνωστού προβλήματος των προωθητικών που θεωρείται ότι βλάπτουν το προστατευτικό σάγμα όζοντος πάνω από τη γη. Με την αντικατάσταση των προωθητικών αυτών με άλλα, θεωρούμενα απόλυτα φιλικά προς το περιβάλλον, αναμένεται ότι η αγορά θα επανακτήσει το δυναμισμό της.

■ Έρευνα και Ανάπτυξη

Οι δραστηριότητες της Εταιρείας πάνω σε θέματα έρευνας και τεχνολογίας υποστηρίζονται από τη μητρική Εταιρεία CMB Packaging, με την οποία υπάρχει και σχετική συμφωνία παροχής τεχνολογίας.

Η Hellas Can δίνει ιδιαίτερη έμφαση σε θέματα έρευνας και ανάπτυξης σχετικά με τα προϊόντα της, τις μεθόδους παραγωγής τους και τον τρόπο χρήσης τους από τους πελάτες της. Για το σκοπό αυτό έχει ιδρύσει πρότυπο Τεχνικό Κέντρο που περιλαμβάνει τα εξής :

- α) Τις κεντρικές εγκαταστάσεις του Τμήματος Έρευνας και Τεχνικής Εξυπηρέτησης Πελατών. Στόχος του τμήματος αυτού είναι αφ' ενός η συνεχής βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων και η ελάττωση του κόστους πρώτων υλών (λευκοσούφρος, αλουμίνιο, λακούες, βερνίκια και μελάνια) και αφ' ετέρου, η παροχή τεχνικής εξυπηρέτησης και υποστήριξης των πελατών. Για την επίτευξη των στόχων αυτών ασχολείται ειδικευμένος επιστήμονες, που επισκεπτόνται τακτικά τους πελάτες και παρέχουν συμβουλές για θέματα κατασκευαστικής λειτουργίας γραμμών παραγωγής, χημείας τροφίμων κλπ. Επίσης η Εταιρεία διατηρεί ένα πλήρως εξοπλισμένο εργαστήριο χημικών, μικροβιολογικών και μεταλλουργικών αναλύσεων που χρησιμοποιείται για τον έλεγχο της ποιότητας των δοχείων και τον εντοπισμό προβλημάτων, είτε στα δοχεία είτε στα τρόφιμα-ποτά που συσκευάζονται σε αυτά.
- β) Το Τμήμα των Εκτιμήσεων που ασχολείται με την ετοιμασία εγχρωμών δοκιμών για τη λιθογράφηση των μεταλλικών δοχείων. Το τμήμα αυτό συνεργάζεται στενά με τους πελάτες και τις διαφημιστικές εταιρείες για το σχεδιασμό των εκτιμήσεων πάνω στις συσκευασίες των προϊόντων.
- γ) Το Μηχανολογικό Τμήμα, που ασχολείται με ειδικά προγράμματα βιομηχανικής μηχανολογίας, που αποσκοπούν στη βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας και στη μείωση του κόστους παραγωγής.

■ Μετοχικό Κεφάλαιο

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας, πριν από την αύξηση της 3ης Μαΐου 1991, ανέρχεται σε 1.500.000.000 Δραχμές ολόσχερως καταβληθέν και διαιρεμένο σε 15.000.000 ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο έχει σχηματιστεί όπως αναφέρεται πιο κάτω:

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε αρχικά σε 65.000.000 Δρχ., το οποίο έχει καταβληθεί ολόκληρο σε μετρητά, κατανεμημένο σε 650.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία.

Στη συνέχεια αυξήθηκε διαδοχικά με απόφασεις του Διοικητικού Συμβουλίου της 17ης Οκτωβρίου 1967 και 15ης Ιανουαρίου 1969 κατά 9.000.000 Δρχ. και 6.000.000 Δρχ. αντίστοιχα, και ανήλθε σε Δρχ. 80.000.000 καταβληθέν σε μετρητά και διαιρεμένο σε 800.000 μετοχές των 100 Δρχ. η μία.

Με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της 18ης Οκτωβρίου 1974 των Μετόχων, έγινε αύξηση του Κεφαλαίου κατά 40.000.000 Δρχ. και εκδόθηκαν 400.000 νέες μετοχές ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία. Η αύξηση καταβλήθηκε ολόκληρη σε μετρητά, έτσι ώστε το Κεφάλαιο ανήλθε σε 120.000.000 Δρχ., κατανεμημένο σε 1.200.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία.

Στη συνέχεια με την απόφαση της 21ης Ιουνίου 1977 της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε κατά 31.476.900 Δρχ. με βάση τις διατάξεις του Νόμου 542/77 με την έκδοση 314.769 μετοχών ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία. Οι μετοχές αυτές διανεμήθηκαν

δωρεάν στους μετόχους της Εταιρείας, έτσι ώστε το συνολικό Κεφάλαιο της Εταιρείας να ανέλθει σε 151.476.000 Δρχ., διαφερέντο σε 1.514.769 μετοχές ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία.

Με την απόφαση της 20ης Νοεμβρίου 1978 της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης που επικυρώθηκε και από την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της 9ης Μαΐου 1979, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε κατά 98.523.100 Δρχ. με την έκδοση 985.231 μετοχών ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία, στην τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο των 150 Δρχ. Επειδή, όμως, η αύξηση που είχε αποφασιστεί δεν καλύφθηκε πλήρως μέσα στις νόμιμες προθεσμίες, η Γενική Συνέλευση, που συνέλαβε στις 7 Νοεμβρίου 1979, αποφάσισε:

- α) Την ανάκληση των προηγουμένων αποφάσεων της 20ης Νοεμβρίου 1978 και 9ης Μαΐου 1979, με τις οποίες το Μετοχικό Κεφάλαιο αυξήθηκε κατά 98.523.100 Δρχ. με την έκδοση 985.231 μετοχών ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία, στην τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο των 150 Δρχ.
- β) Την αύξηση του Κεφαλαίου κατά 92.135.100 Δρχ. με την έκδοση 921.351 μετοχών ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία, στην τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο των 150 Δρχ., έτσι ώστε το συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας να ανέλθει σε 243.612.000 Δρχ. διαφερέντο σε 2.436.120 μετοχές ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία, η δε διαφορά από την έκδοση υπέρ το άρτιο των 50 Δρχ. κατά μετοχή -δηλαδή, συνολικά 46.067.550 Δρχ.- να σφεί σε είδη αποθεματικά

Στη συνέχεια, με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της 24ης Νοεμβρίου 1980, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε κατά 241.388.000 Δρχ. με την έκδοση 2.413.880 μετοχών ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία. Η αύξηση καταβλήθηκε ολόκληρη σε μετρητά, έτσι ώστε το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εται-



ρείας ανήλθε σε 485.000.000, διαφερέντο σε 4.850.000 μετοχές, ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία.

Στη συνέχεια, με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της 10ης Μαΐου 1981, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε κατά 365.000.000 Δρχ. με την έκδοση 3.650.000 μετοχών ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία. Η αύξηση καταβλήθηκε ολόκληρη σε μετρητά, έτσι ώστε το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας να ανέλθει σε 850.000.000 Δρχ.

Με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της 10ης Νοεμβρίου 1982, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε κατά 127.417.000 Δρχ., με βάση τις διατάξεις του Ν. 1249/82 με την έκδοση 1.274.170 μετοχών ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία. Οι μετοχές αυτές διανεμήθηκαν δωρεάν στους μετόχους της Εταιρείας, έτσι ώστε το συνολικό Κεφάλαιο της Εταιρείας να ανέλθει σε 977.417.000 Δρχ., διαφερέντο σε 9.774.170 μετοχές ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία.

Στη συνέχεια με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της 31ης Οκτωβρίου 1988, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε κατά 273.208.000 Δρχ. με βάση τις διατάξεις της Κοινής Υπουργικής Απόφασης Ε.2665/88 με την έκδοση 2.732.080 ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία.

Οι μετοχές αυτές διανεμήθηκαν δωρεάν στους μετόχους της Εταιρείας, έτσι ώστε το συνολικό Κεφάλαιο της Εταιρείας να ανέλθει σε 1.250.625.000 Δρχ., διαιρεμένο σε 12.506.250 ονομαστικές μετοχές, με αξία 100 Δρχ. η μία.

Τέλος, με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της 19ης Φεβρουαρίου 1990, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας αυξήθηκε κατά 249.375.000 Δρχ. με την έκδοση 2.493.750 μετοχών, ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία στην τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο των 300 Δρχ., έτσι ώστε το συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο να ανέλθει σε 1.500.000.000 Δρχ., διαιρεμένο σε 15.000.000 μετοχές, ονομαστικής αξίας 100 Δρχ. η μία. Η διαφορά

των 200 Δρχ. κατά μετοχή από την έκδοση υπέρ το άρτιο -δηλαδή, το συνολικό ποσό των 498.750.000 Δρχ.- έχει αχθεί σε ειδικό αποθεματικό.

Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει την εξέλιξη του Μετοχικού Κεφαλαίου:

Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετοχών της Εταιρείας της 3ης Μαΐου σε συνδυασμό με την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετοχών της 2ας Ιουλίου 1991, αποφάσισε μεταξύ άλλων και τα ακόλουθα:

- α) Τη μετατροπή των μετοχών της Εταιρείας από ονομαστικές σε ανώνυμες και την αύξηση της ονομαστικής τους αξίας από 100 Δρχ. σε 200 Δρχ.
 - β) Την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου κατά 425.000.000 Δρχ. με καταβολή μετρητών και έκδοση 2.125.000 νέων ανώνυμων μετοχών ονομαστικής αξίας 200 Δρχ. και Τιμής Διάθεσης 3.300 Δρχ. η κάθε μια.
- Οι 1.925.000 από τις νέες αυτές μετοχές θα διατεθούν στο κληρονομητήριο σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 350/85, όπως τροποποιήθηκε από τον Ν. 1914/1990, ενώ οι υπόλοιπες 200.000 νέες μετοχές θα

Ημερομηνία απόφασης	Αριθμός Φ.Ε.Κ. Νόμου / Απόφασης	Ποσό αύξησης (σε Δρχ.)	Τρόπος αύξησης
Ίδρυση	158/1965	65.000.000	Μετρητά
17.10.1967	-	9.000.000	"
15.01.1969	-	6.000.000	"
18.10.1974	41/1975	40.000.000	"
21.06.1977	2703/1977 - Ν. 542/77	31.476.900	Κεφαλοποίηση
07.11.1979	2671/1979	92.135.100	Μετρητά
24.11.1980	133/1981	241.388.000	"
10.03.1981	875/1981	365.000.000	"
10.11.1982	4277/1982 - Ν. 1249/82	127.417.000	Κεφαλοποίηση
31.10.1988	228/1989 - Ε. 2665/88	273.208.000	"
19.02.1990	569/1990	249.375.000	Μετρητά
Συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο		1.500.000.000	

διατεθούν με ιδιωτική τοποθέτηση στο προσωπικό και σε στενούς συνεργάτες της Εταιρείας. Η διαφορά από την έκδοση των νέων μετοχών σε τιμή μεγαλύτερη της ονομαστικής, ίση με 6.587.500.000 Δρχ., θα αχθεί στο λογαριασμό Ίδιων Κεφαλαίων "Αποθεματικό από Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο".

γ) Την παραίτηση των παλαιών Μετοχών της Εταιρείας από το δικαίωμα προτίμητης επί της αύξησης του κεφαλαίου, με σκοπό να πραγματοποιηθεί η κάλυψη με δημόσια εγγραφή και ιδιωτική τοποθέτηση.

δ) Την εισαγωγή των μετοχών της Εταιρείας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τέλος, μετά από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, θα αντικατασταθούν οι 15.000.000 παλαιές κοινές ονομαστικές μετοχές με 7.500.000 νέες κοινές ανώνυμες μετοχές, που θα διανεμηθούν στους παλαιούς Μετόχους σε αναλογία 1 νέα μετοχή για κάθε 2 παλαιές.

Μετά την υλοποίηση των παραπάνω αποφάσεων, το καταβεβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο της **Hellas Can** θα ανέλθει στο ποσό των 1.925.000.000 Δρχ., διαιρούμενο σε 9.625.000 κοινές ανώνυμες μετοχές, ονομαστικής αξίας 200 Δρχ. η κάθε μία.

Τα Ίδια Κεφάλαια της **Hellas Can** πριν και μετά την παρούσα αύξηση κεφαλαίου παρατίθενται παραπλεύρως.

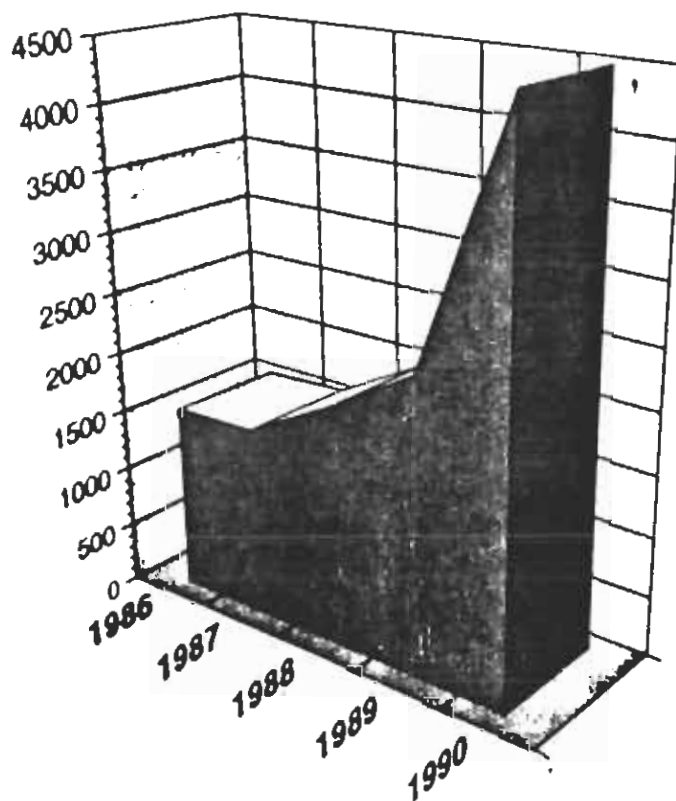
Εάν ληφθεί υπόψη ότι η τρέχουσα αξία των παγίων της Εταιρείας, όπως αυτή έχει εκτιμηθεί από τους αναδόχους, ανέρχεται σε 6.900 εκατ. Δρχ. περίπου και συνεπώς προκύπτει υπεραξία παγίων (31.12.90) ποσού 4.600 εκατ. Δρχ., η πραγματική Καθαρή Θέση της Εταιρείας υπερβαίνει σημαντικά τη Λογιστική Καθαρή Θέση.

	31/12/90	Αύξηση	Μετά την αύξηση
Μετοχικό Κεφάλαιο	1.500.000	425.000	1.925.000
Αποθεματικό από Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο	544.818	6.587.500	7.132.318
Αποθεματικό Κεφάλαιο	2.007.015		2.007.015
Αποτελέσματα εις Νέο	420.128		420.128
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων (Λογιστική Καθαρή Θέση)	4.471.961	7.012.500	11.484.461

Σε χιλιάδες Δραχμές

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

σε χιλ. Δρχ.



■ **Μέτοχοι και Διοίκηση - Διεύθυνση**

Οι Μέτοχοι της **Hellas Can** πριν και μετά την τρέχουσα αύξηση κεφαλαίου είναι:

Μέτοχοι	Πριν την έκδοση	Μετά την έκδοση
CMB Packaging (Holland) NV	93,41%	72,79%
E.T.B.A.	3,77%	2,94%
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Ελληνική Εταιρεία	1,44%	1,12%
Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου	1,38%	1,07%
Επενδυτές & Προσωπικό	0,00%	22,08%
ΣΥΝΟΛΟ	100,00%	100,00%

Η CMB Packaging είναι η μεγαλύτερη Εταιρεία συσκευασιών της Ευρώπης και η τρίτη μεγαλύτερη του κόσμου. Έχει 145 εργοστάσια και 34.000 εργαζομένους σε 21 χώρες του κόσμου.

Η CMB Packaging είναι εισηγμένη στα χρηματιστήρια του Λονδίνου και του Παρισιού και το 1990 είχε ενοποιημένες Πωλήσεις 24,4 δισ. γαλλικά φράγκα και ενοποιημένα Λειτουργικά Κέρδη 1,6 δισ. γαλλικά φράγκα περ. του. Η μετοχική σύνθεση της CMB Packaging S.A. και η σχέση εξάρτησης της **Hellas Can** από αυτήν, απεικονίζονται στον Πίνακα I. Η CMB Packaging συμβάλλει ενεργά στην επιτυχημένη πορεία της **Hellas Can**, κυρίως με την παροχή τεχνογνωσίας στις μεθόδους παραγωγής και τη λειτουργία των εργοστασίων, το σχεδιασμό νέων προϊόντων, την επίτευξη οικονομικών κλίμακας στις αγορές πρώτων υλών και την οργανωτική και διοίκηση της εταιρείας με νέων σύγχρονες μεθόδους παραγωγής.

Η παρουσία της CMB Packaging σαν κυρίου Μετόχου της **Hellas Can** αποτελεί εγγύηση για τη μελλοντική ανταγωνιστικότητα της Εταιρείας.

Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, του οποίου η θητεία λήγει την 30.6.92, έχει ως εξής:

Ηλίας Ε. Τσίγκας: 1
Πρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος,
Σόλωνος 135, Καλλιθέα.

Θόδωρος Α. Καραθόδωρος:
Αντιπρόεδρος, Σόλωνος 135,
Καλλιθέα.

Βάσος Θ. Γρυμάνης:
Μέλος, Σόλωνος 135, Καλλιθέα.

Βασίλης Κ. Κελτσόπουλος:
Μέλος, Σόλωνος 135, Καλλιθέα.

Arnaud P. Fayet:
Μέλος, μόνιμος κάτοικος Γαλλίας.

François de Wendel:
Μέλος, μόνιμος κάτοικος Γαλλίας.

Berold Costa de Beauregard:
Μέλος, μόνιμος κάτοικος Γαλλίας.

Η Διοίκηση της Εταιρείας ασκείται από τους:

ΗΛΙΑ ΤΣΙΓΚΑ:

Διευθύνοντα Σύμβουλο από το 1987. Εργάζεται στην Εταιρεία από το 1979 ως Οικονομικός Διευθυντής. Προηγούμενη πενταετής εμπειρία σαν στέλεχος στον τραπεζικό τομέα. Σπουδές: Διοίκηση Επιχειρήσεων.

ΘΟΔΩΡΟ ΚΑΡΑΘΟΔΩΡΟ:

Εμπορικό & Διοικητικό Διευθυντή από το 1985. Εργάζεται στην Εταιρεία από το 1970. Το 1978 ανέλαβε τη Διεύθυνση των Εμπορικών Υπηρεσιών. Σπουδές: Πολιτικές και Οικονομικές Επιστήμες.

ΒΑΣΟ ΓΡΥΜΑΝΗ:

Τεχνικό και Επιχειρησιακό Διευθυντή από το 1980. Εργάζεται στην Εταιρεία σαν στέλεχος στην Τεχνική Διεύθυνση από το 1978. Προηγούμενη απασχόληση, στέλεχος στις τεχνικές υπηρεσίες διάφορων εταιρειών. Σπουδές: Μηχανικός με ειδίκευση στην Οργάνωση Εργοστασίων.

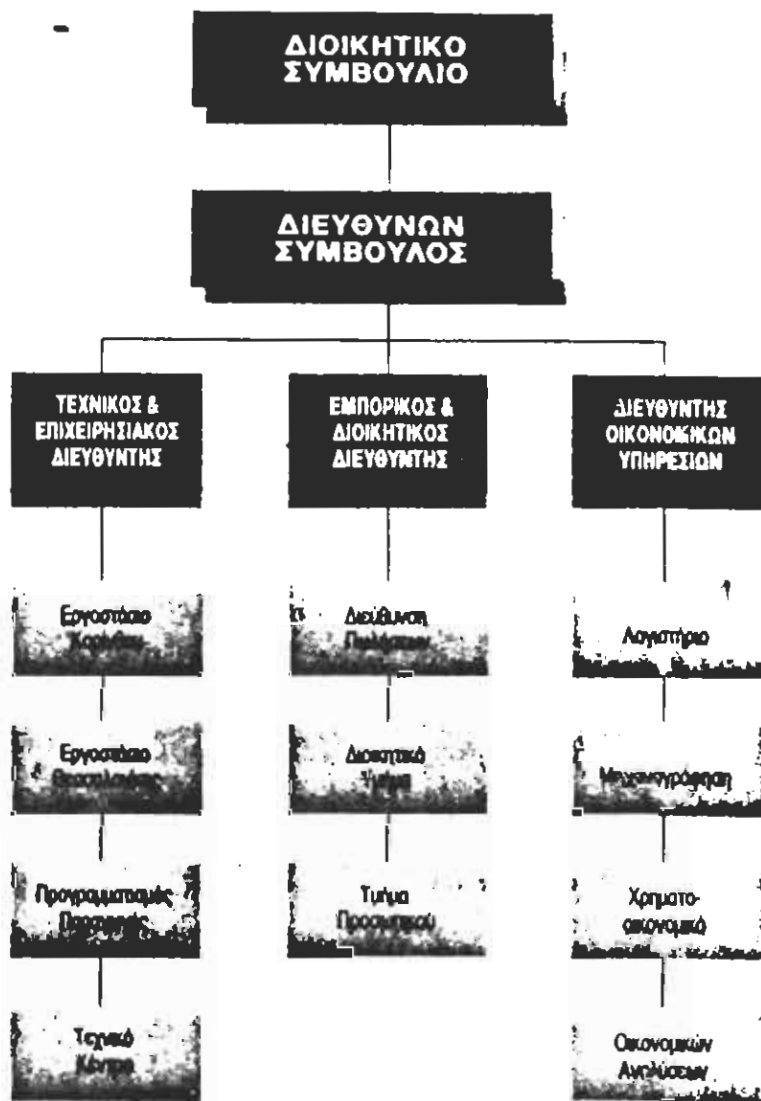
ΒΑΣΙΛΗ ΚΕΛΤΣΟΠΟΥΛΟ:

Οικονομικό Διευθυντή από το 1988. Προηγούμενη 16ετής εμπειρία, σαν στέλεχος στον τραπεζικό τομέα. Σπουδές: Οικονομικά.

Το σύνολο των μισθών των εργαζόμενων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ανήλθε το 1990 σε 43,3 εκατ. Δρχ. περίπου.

Οι αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου για το έτος 1990 ήταν 4 εκατ. Δρχ.

Το οργανόγραμμα που απεικονίζει τη διοικητική διάρθρωση της Εταιρείας ακολουθεί:



ΜΟΝΙΜΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ

Παραγωγή	424	442	460	499	513
Πωλήσεις - Διανομή	10	11	11	11	11
Διοικητικές & Οικονομικές Υπηρεσίες	39	40	42	42	45
ΣΥΝΟΛΟ ΜΟΝΙΜΟΥ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ	473	493	513	552	569
ΕΚΤΑΚΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	24	26	26	29	35

■ Προσωπικό

Η Εταιρεία απασχολεί σήμερα, κατά μέσον όρο, 473 άτομα σε μόνιμη βάση και περίπου 24 έκτακτους. Το έκτακτο προσωπικό εξαρτάται από την εποχικότητα του κλάδου.

Ο σχετικός πίνακας αριστερά δίνει μια εικόνα της εξέλιξης των απασχολούμενων στην Εταιρεία κατά τα τελευταία πέντε χρόνια. Από το μόνιμο προσωπικό, 42 άτομα είναι πτυχιούχοι Ανωτάτων Σχολίων.

Η **Hellas Can** δίνει ιδιαίτερη έμφαση στο θέμα της σωστής ανάπτυξης και εξέλιξης του ανθρώπινου δυναμικού της. Παρέχει σε όλο το προσωπικό της σημαντικές πρόσθετες άμεσες και έμμεσες παροχές, όπως π.χ. επιπρόσθετη ασφάλιση για ιατροφαρμακευτική και νοσοκομειακή περίθαλψη, δυνατότητα συμμετοχής στα κέρδη μέσω ετήσιας εφ' όπασε (bonus), ανάλογα με το ύψος των κερδών, και σημαντικές ευκαιρίες εκπαίδευσης. Επίσης, η Εταιρεία παρέχει στα στελέχη της πρόθετο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα ασφάλισης.

Το προσωπικό της **Hellas Can** συμμετέχει από το 1990 στο Μετοχικό Κεφάλαιο της CMB Packaging. Με την ιδιωτική τοποθέτηση της παρούσας έκδοσης, το ίδιο προσωπικό θα συμμετέχει και στην **Hellas Can**.

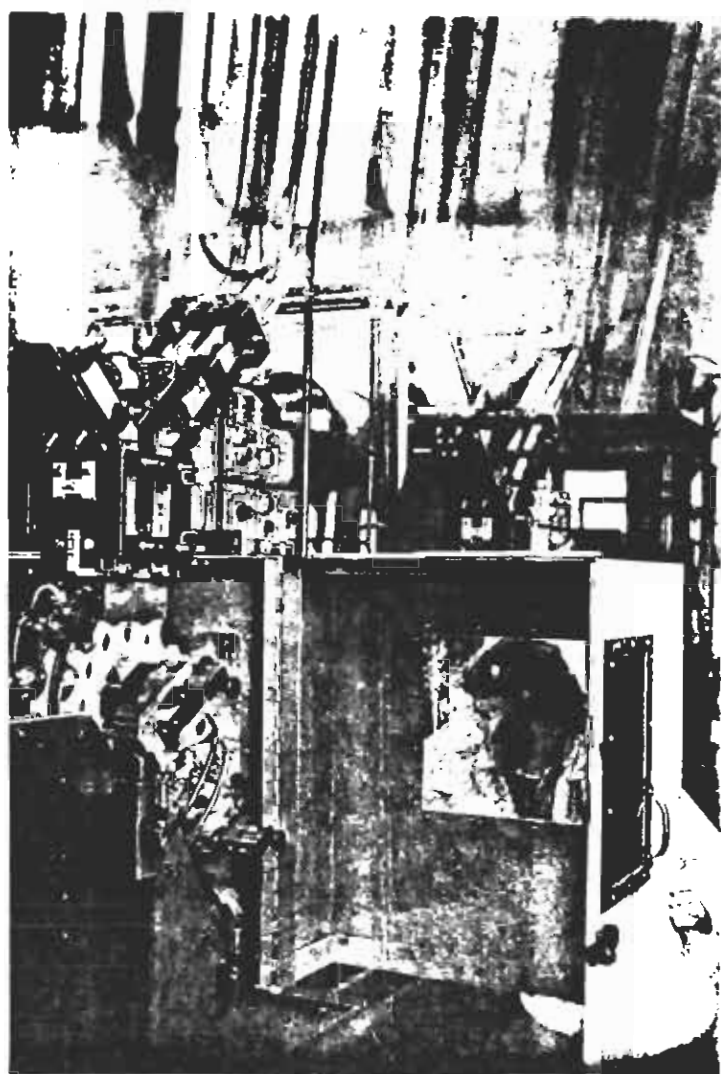
Η διοίκηση της Εταιρείας πιστεύει ότι με τον τρόπο αυτό θα ενισχυθούν ακόμη περισσότερο οι δεσμοί της Εταιρείας με το προσωπικό της και θα δημιουργηθούν επί πλέον κίνητρα για τη βελτίωση της απόδοσής του.

■ Επενδυτική Πολιτική

Η **Hellas Can** έχει μία μακροχρόνια στρατηγική επενδύσεων που αποσκοπεί στη συνεχή βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων της, την εισαγωγή νέων προϊόντων και τη μείωση του κόστους παραγωγής, μέσω της τεχνολογικής αναβάθμισης του εξοπλισμού και της αύξησης της παραγωγικότητας. Η Εταιρεία ολοκλήρωσε πρόσφατα επένδυση ύψους 2,3 δισ. Δρχ. περίπου, που αφορούσε κυρίως την εγκατάσταση στο εργοστάσιο της Κορίνθου και δεύτερης γραμμής παραγωγής δοχείων αλουμινίου τύπου "two piece". Η χρηματοδότηση της επένδυσης αυτής έγινε με συνδυασμό εισροής νέων Ιδίων Κεφαλαίων (750 εκατ. Δρχ. αύξηση κεφαλαίου, κυρίως με εισαγωγή συναλλάγματος), Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (*leasing*) ύψους 1.000 εκατ. Δρχ. και χρησιμοποίησης των επαρκών ταμειακών πλεονασμάτων της περιόδου.

Για τα επόμενα τρία χρόνια έχουν προγραμματισθεί Επενδυτικά Προγράμματα συνολικού προϋπολογιζόμενου ύψους 5 δισ. Δρχ. περίπου, που αφορούν κυρίως τον εκσυγχρονισμό ή αντικατάσταση των υπαρχουσών γραμμών παραγωγής και την επιλεκτική προσθήκη νέων γραμμών παραγωγής.

Εκτός από την προγραμματισμένη εσωτερική ανάπτυξη με επενδύσεις η **Hellas Can** στοχεύει επίσης στην επέκταση των δραστηριοτήτων της με εξαγορές άλλων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο χώρο του κλάδου της συσκευασίας. Ήδη, σε μερικές περιπτώσεις, βρίσκεται στο στάδιο της τεχνοοικονομικής μελέτης, ενώ σε άλλες στο στάδιο διαπραγματεύσεων.



Ανάλυση Οικονομικών Στοιχείων

24

■ Αποτελέσματα Χρήσεων και Διάθεση Αποτελεσμάτων

Ο Κύκλος Εργασιών και τα Αποτελέσματα Χρήσεων της **Hellas Can** για την περίοδο 1986-1990 παρατίθενται παρακάτω (βλέπε Πίνακα II και αναλυτικές καταστάσεις στο Παράρτημα).

	1990	1989	1988	1987	1986
Κύκλος Εργασιών	15.075	11.800	9.445	8.965	7.737
Καθαρά Κέρδη	3.751	2.963	2.191	1.750	1.672
% επί των Πωλήσεων	25,0%	25,1%	23,2%	19,2%	21,6%
Εξόδα Διοικητικής Λειτουργίας	412	395	283	229	223
Εξόδα Λειτουργίας Διάθεσης	367	365	287	208	185
Έκτακτα Έσοδα / (Εξόδα)	377	(145)	(191)	(75)	(296)
Κέρδη προ τόκων & αποσβέσεων	3.224	2.135	1.474	1.275	1.148
% επί των Πωλήσεων	21,5%	18,4%	15,6%	14,7%	14,8%
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	195	163	183	231	283
Χρηματοοικονομικά Εξόδα	979	831	807	944	705
Κέρδη προ φόρων & αποσβέσεων	2.440	1.467	850	561	726
% επί των Πωλήσεων	16,3%	12,5%	9,0%	6,5%	9,4%
Έσοδα από Συμμετοχές	0	0	0	0	0
Αποσβέσεις	442	470	388	340	314
Κέρδη πριν από φόρους	1.999	997	462	221	412
% επί των Πωλήσεων	13,3%	8,6%	4,9%	2,5%	5,3%
Κέρδη μετά από φόρους & αμοιβές Δ.Σ.	1.924	744	342	163	346
% επί των Πωλήσεων	12,8%	6,4%	3,6%	1,9%	4,5%

Σε εκατομμύρια Δραχμές

Η εξέλιξη του Κύκλου Εργασιών και των Αποτελεσμάτων της **Hellas Can** είναι ιδιαίτερα ικανοποιητική.

Για το 1990 ο Κύκλος Εργασιών αυξήθηκε σε σχέση με το 1989 κατά 29,3%, ενώ η αντίστοιχη μέση ετήσια αύξηση για την περίοδο 1986-1990 ήταν περίπου 18%. Τα Καθαρά Κέρδη

πριν από Φόρους αυξήθηκαν από 997 εκατ. Δρχ. το 1989 σε 1.999 εκατ. Δρχ. το 1990 που αντιστοιχεί σε αύξηση περίπου 101%. Η μέση ετήσια αύξηση των κερδών για την πενταετία 1986-1990 ήταν 48,5% περίπου.

Η αύξηση των Πωλήσεων του 1990 περιορίστηκε μόνο στην εγχώρια αγορά, καθώς οι οικονομικές συγκυρίες και η πολιτική αστάθεια στις αγορές της Μέσης Ανατολής καθήλωσαν τις εξαγωγές στα ίδια περίπου επίπεδα του προηγούμενου χρόνου.

Η υποτίμηση της Δραχμής, που έφτασε το 13% περίπου, σε συνδυασμό με τη συμπίεση των τιμών πωλήσεων και το γεγονός ότι η Εταιρεία -για να ικανοποιήσει την αυξημένη ζήτηση των πελατών της σε δοχεία μπίρας και αναψυκτικών- πραγματοποίησε εισαγωγές έτοιμων δοχείων από το εξωτερικό με υψηλότερο, βέβαια, κόστος (το 17% περίπου των Πωλήσεων του 1990 καλύφθηκε με εισαγωγές έτοιμων) δεν επέτρεψαν, για το 1990, βελτίωση των Μικτών Κερδών.

Αντίθετα, οι οικονομίες κλίμακας που δημιούργησε ο αυξημένος όγκος των Πωλήσεων, σε συνδυασμό με τη συμπίεση των εξόδων Διοίκησης και Διάθεσης, επέδρασαν ευνοϊκά στα Κέρδη προ Τόκων και Αποσβέσεων, τα οποία, σαν ποσοστό στις Πωλήσεις, βελτιώθηκαν περισσότερο από 3 εκατοστιαίες μονάδες.

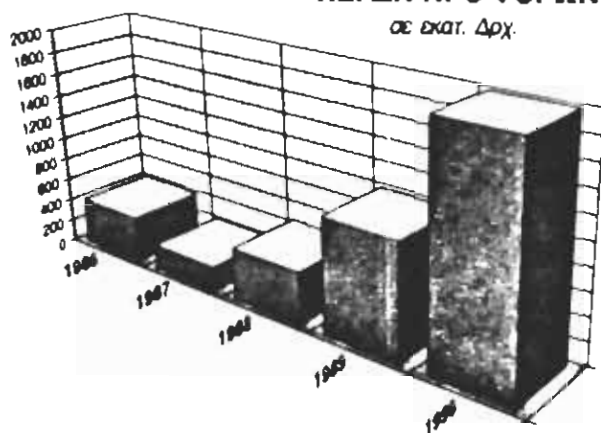
Τα Χρηματοοικονομικά Έξοδα, αν και υψηλότερα από τα αντίστοιχα του 1989, μειώθηκαν σαν ποσοστό πάνω στις Πωλήσεις και βοήθησαν στη βελτίωση των Κερδών πριν από Φόρους.

Τα Έκτακτα Έσοδα/(Εξόδα) περιλαμβάνουν, κυρίως, συναλλαγματικά κέρδη και ζημιές, επιδοτήσεις εξαγωγών, προβλέψεις για απο-

ζημιώσεις προσωπικού και για πιθανές ζημιές από επισφαλείς απαιτήσεις. Οι προβλέψεις αυτές λογίζονται κάθε χρόνο με βάση τα πρότυπα της μητρικής CMB Packaging. Επί των προβλέψεων αυτών η Εταιρεία καταβάλλει τον αναλογούντα φόρο. Το 1990, στα Έκτακτα Έσοδα περιλαμβάνεται ποσό 147,5 εκατ. Δρχ. που προέκυψε από ακύρωση προβλέψεων προηγούμενων ετών για αποζημίωση προσωπικού (*).

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι την περίοδο 1986-1990 τα αποτελέσματα της Εταιρείας επιβαρύνθηκαν με Πρόσθετες Αποσβέσεις συνολικού ύψους 500 εκατ. Δρχ. Οι Αποσβέσεις αυτές έγιναν για λόγους φορολογικούς και σχετίζονται με τα φορολογικά κίνητρα των διαφόρων αναπτυξιακών νόμων. Εάν ληφθούν υπόψη οι Πρόσθετες Αποσβέσεις, τα Κέρδη πριν και μετά από Φόρους διαμορφώνονται ως εξής:

ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ σε εκατ. Δρχ.



Σημείωση (*) Με βάση το άρθρο 42, παρ. 4 του ΚΝ 2190/20 η Εταιρεία υποχρεώθηκε σε στρατηγικό με φορολογικό αποτέλεσμα κερδίζοντας για την φερόμενη ελπίδα του κερδιστικού λόγω εφόρου από την υπέρβαση. Μετά την υπέρβαση 20% 1988 της αξιολογίας των Ψευδών Συμφωνιών διακρίθηκε η κερδίζουσα αυτή, χωρίς να λάμβαναν μόνο τους κερδιστικούς, αλλά και ορισμένους από αυτούς στην επόμενη χρονιά. Σύμφωνα με την απόφαση αυτή η Εταιρεία κέρδη σε αλλαγή της μεθόδου υπολογισμού της σχετικής κερδίζουσης με σκοπό να υπερέσουν τα αποτελέσματα της χημικής 1990 κατά 147,5 εκατ. Δρχ. για ορισμένη 1 στο Πρωτοδικείο Ελέγχου του Σ.Ο.Α.

Σε εκατομμύρια Δραχμές

	1990	1989	1988	1987	1986
Πρόσθετες Αποσβέσεις	125	119	97	77	82
Κέρδη πριν από Φόρους & Πρόσθετες Αποσβέσεις	2.124	1.116	559	298	494
Κέρδη πριν από Φόρους & Πρόσθετες Αποσβέσεις & μετά την αφαίρεση Έκτακτου Εσόδου	1.977	—	—	—	—
Κέρδη πριν από Φόρους & μετά την αφαίρεση Έκτακτου Εσόδου	1.851	—	—	—	—
Κέρδη μετά από Φόρους & πριν από Πρόσθετες Αποσβέσεις	2.049	863	439	240	428
Κέρδη μετά από Φόρους & Πρόσθετες Αποσβέσεις & μετά την αφαίρεση Έκτακτου Εσόδου	1.902	—	—	—	—
Κέρδη μετά από Φόρους & μετά την αφαίρεση Έκτακτου Εσόδου	1.777	—	—	—	—

Η διάθεση των κερδών της Εταιρείας για την πενταετία 1986 - 1990 συνοψίζεται:

	1986 - 1990	%
Αποθεματικά & Κέρδη εις Νέο	2.027	49,5%
Δόρα	567	13,9%
Μερίσματα και		
Διμορφές Δ.Σ. & Προσωπικοί	1.496	36,6%
Κέρδη προς Διαθεση	4.090	100,0%

Σε εκατομμύρια Δραχμές

Η πολιτική της **Hellas Can**, σχετικά με τη διάθεση των κερδών της, είναι να διανείμει ικανοποιητικό μερίσμα στους Μετοχούς της, αλλά και ταυτόχρονα να ισχυροποιεί την οικονομική θέση της Εταιρείας, αυξάνοντας τα Ίδια Κεφάλαια μέσω Αφορολόγητων Αποθεματικών και Κερδών εις Νέο.

Με την πολιτική αυτή, η Εταιρεία πέτυχε όχι μόνο να αυτοχρηματοδοτήσει το μεγαλύτερο μέρος των Επενδύσεών της, που στα τελευταία πέντε χρόνια ήταν της τάξης των 2.700 εκατ. Δραχμών, αλλά και να μειώσει σημαντικά τον καθαρό Δανεισμό της, παρά τις αυξημένες απαιτήσεις σε Κεφάλαια Κίνησης που δημιουργήσαν οι πληθωριστικές πιέσεις, αλλά, κυρία, ο διπλασιασμός των Πωλήσεων της.

■ Ισολογισμοί

Τα πολύ ικανοποιητικά Αποτελέσματα της **Hellas Can** και η πολιτική της, που αναφέρθηκε πιο πάνω, να ενισχύει τα Ίδια Κεφάλαια, αντανακλώνται στην οικονομική της κατάσταση που συνοψίζεται παρακάτω (βλέπε Πίνακα III).

Παρά τις υψηλές επενδύσεις των τελευταίων χρόνων και την αύξηση του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού, η Κεφαλαιακή Διάρθρωση της Εταιρείας παρουσιάζεται σημαντικά βελτιωμένη.

Ο δείκτης των Ξένων προς τα Ίδια Κεφάλαια ακολούθησε μία συνεχή πτωτική τάση και μειώθηκε στο 0,8 στο τέλος του 1990.

Η Ρευστότητα της Εταιρείας βρίσκεται επίσης σε πολύ ικανοποιητικό επίπεδο, καθώς ο Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας έφτασε στο 2,6 το 1990, σε σχέση με 2,0 το 1989 και 1,7 το 1988.

Ο συνδυασμός των ικανοποιητικών Κερδών και της αποτελεσματικότερης διαχείρισης των Ίδιων Κεφαλαίων Κίνησης συνεισέφεραν στη βελτίωση της Αποδοτικότητας των Ίδιων Κεφαλαίων, που για το 1990 ήταν 61,9%, σε σχέση με 51,4% το 1989.

Η αποτελεσματική διαχείριση των Κεφαλαίων Κίνησης είναι εμφανής στους δείκτες Πωλήσεων / Συνόλου Ενεργητικού που έφτασε το 1,7 σε σύγκριση με 1,5 το 1989, αλλά και στους δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων & Απαιτήσεων που παρουσίασαν συνεχή βελτίωση και κατέληξαν στο ικανοποιητικό επίπεδο των 79 και 57 ημερών στο τέλος του 1990 σε σχέση με 101 και 76 ημέρες το 1989.

Σε εκατομμύρια Δραχμές

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1990	1989	1988	1987	1986
Πάγια και Εξόδα Εγκατάστασης	5.646	4.345	3.924	2.937	2.678
Συσσωρευμένες Αποσβέσεις	(3.346)	(2.867)	(2.413)	(1.822)	(1.499)
Άλλες Μακροήμες Απαιτήσεις	9	9	13	35	15
Σύνολο Παγίων	2.309	1.487	1.524	1.150	1.194
Αποθεματα	2.469	2.417	2.301	2.413	2.300
Απαιτήσεις	2.335	2.412	2.119	2.435	2.448
Διαθεσιμα και Χρεώγραφα	1.375	942	547	51	94
Μεταβατικοί Λογαριασμοί	322	625	3	2	3
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργικού	6.501	6.396	4.970	4.901	4.845
Σύνολο Ενεργητικού	8.810	7.883	6.494	6.051	6.039

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	1990	1989	1988	1987	1986
Ίδια Κεφάλαια	4.472	2.392	1.949	1.560	1.534
Προβλέψεις	547	868	788	517	330
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1.274	1.405	847	694	842
Προμηθευτές & Γραμμ. Πληρωτέα	1.495	2.328	2.256	1.726	1.911
Τράπεζες	14	3	55	1.049	724
Φόροι - Τέλη - Ασφαλιστικά Ταμεία	332	484	275	152	220
Μερισματα	272	195	146	219	303
Διάφορες Υποχ/σεις	261	135	107	80	25
Μεταβατικοί Λογαριασμοί	143	73	71	54	150
Σύνολο Βραχ/σμων Υποχρεώσεων	2.517	3.218	2.910	3.280	3.333
Σύνολο Παθητικού	8.810	7.883	6.494	6.051	6.039

ΔΕΙΚΤΕΣ	1990	1989	1988	1987	1986
Αποδοτικότητα Μ.Ο. Ίδιων Κεφαλαίων	61,9%	51,4%	31,9%	19,3%	33,4%
Ξένα / Ίδια Κεφάλαια	0,8	1,9	1,9	2,5	2,7
Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας	2,6	2,0	1,7	1,5	1,5
Ίδιο Κεφάλαιο Κίνησης	3.984	3.178	2.060	1.621	1.512
Πωλήσεις/Σύνολο Ενεργητικού	1,7	1,5	1,5	1,4	1,3
Πωλήσεις/Καθαρά Πάγια	6,5	7,8	6,3	7,8	6,6
Κυκλοφ. Ταχύτητα Αποθεμάτων (ημέρες)	79	101	114	126	136
Κυκλοφ. Ταχύτητα Απαιτήσεων (ημέρες)	57	76	82	103	115
Κάλυψη Χρηματοοικονομικών	3,5	2,5	1,7	1,3	2,0

■ Πηγές και Χρήσεις Κεφαλαίων

Οι συνολικές Πηγές και Χρήσεις Κεφαλαίων της Εταιρείας για την πενταετία 1986-1990 συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα: σε εκατομμύρια Δραχμές

Πηγές Κεφαλαίων			Χρήσεις Κεφαλαίων		
Κέρδη προ Αποσβέσεων & Προβλέψεων	6.306	77,4%	Ίδια Κεφάλαια Κίνησης	2.736	33,6%
Αύξηση Κεφαλαίου	748	9,2%	Επενδύσεις Παγίων	2.700	33,2%
Ομολογιακά Δάνεια	600	7,4%	Μερίσματα - Αμοιβές Δ.Σ.	1.323	16,2%
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	488	6,0%	Εξυπηρέτηση Μακροπρόθεσμων	644	7,9%
			Φόροι	567	7,0%
			Εκτακτη Αμοιβή Προσωπικού	172	2,1%
Σύνολο	8.142	100,0%	Σύνολο	8.142	100,0%

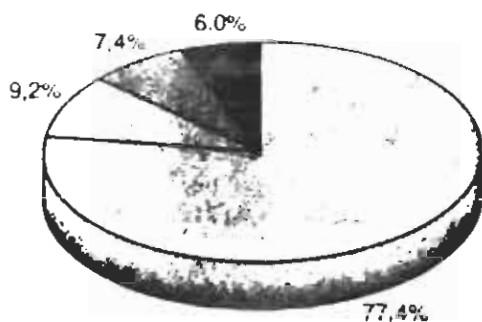
■ Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Οι Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις της Εταιρείας και το χρονοδιάγραμμα απεικόνισής τους είναι ως εξής: σε εκατομμύρια Δραχμές

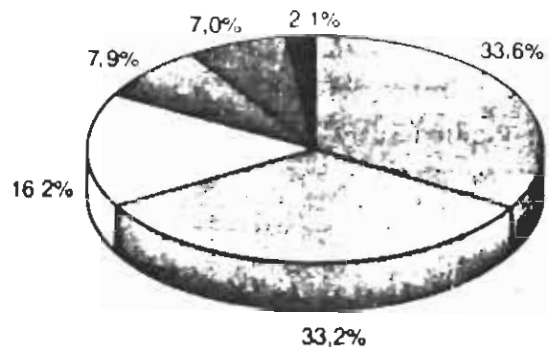
Υποχρέωση	Υπόλοιπο									
	31/12/90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	674	132	126	120	120	50	50	50	26	
Ομολογιακά Δάνεια	600	300	0	300	0	0	60	0	0	
Χρηματοδοτική Μίσθωση	999	72	18	60	141	183	236	289	0	

Οι υποχρεώσεις της Εταιρείας από τη Χρηματοδοτική Μίσθωση απεικονίζονται στους Λογαριασμούς Τάξης.

ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



ΧΡΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



- | | | | |
|-------------------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------------|
| ■ Κέρδη προ αποσβέσεων & προβλέψεων | ■ Ομολογιακά δάνεια | ■ Ίδια κεφάλαια κίνησης | ■ Εξυπηρέτηση μακρών δανείων |
| ■ Αύξηση κεφαλαίου | ■ Μακροπρόθεσμα δάνεια | ■ Επενδύσεις παγίων | ■ Φόροι |
| | | ■ Μερίσματα | ■ Εκτακτη αμοιβή προσωπικού |

Οι μακροχρόνιοι στόχοι της **Hellas Can** είναι παράλληλοι με τους στόχους των αδελφών εταιρειών που απαρτίζουν τον Όμιλο της μητρικής CMB Packaging. Κοινή φιλοσοφία του Ομίλου αποτελεί η ανάπτυξη και η προσφορά στο κοινωνικό σύνολο, με την αναβάθμιση της ποιότητας ζωής και το σεβασμό προς το περιβάλλον.

■ Η **Επιχειρηματική Στρατηγική** της Εταιρείας είναι:

- Να ενισχύσει την κυρίαρχη θέση της στον κλάδο των μεταλλικών δοχείων.
- Να εξαπλώσει τη δράση της στον ευρύτερο χώρο της συσκευασίας, όπου υπάχουν σημαντικές επιχειρηματικές ευκαιρίες.
- Να είναι σε θέση να ανταγωνιστεί με επιτυχία οποιαδήποτε άλλη ευρωπαϊκή εταιρεία του κλάδου.

■ Οι **Οικονομικοί της Στόχοι** είναι:

- Να συνεχίσει και να βελτιώσει ακόμη περισσότερο την επιτυχή οικονομική της πορεία.
- Να μεγιστοποιήσει την αξία της και, μέσω αυτής, την τιμή της μετοχής για το συμφέρον των Μετόχων της.

■ Για τον **Ανθρώπινο Παράγοντα** σταθερή επιδίωξη της Εταιρείας είναι:

- Να δημιουργήσει μία ομάδα συνεργατών με επιχειρηματικό πνεύμα, δυναμισμό και διάθεση για συνεχή πρόοδο.
- Να εδραιώσει ένα περιβάλλον μέσα στο οποίο κάθε εργαζόμενος -άνδρας ή γυναίκα- θα έχει τη δυνατότητα και τις ευκαιρίες να καταξιωθεί επαγγελματικά και ταυτόχρονα να επιτύχει ικανοποιητική ποιότητα ζωής.

- Να ταυτίσει τα συμφέροντα των εργαζομένων με αυτά της Εταιρείας, μέσω της συμμετοχής όλων των εργαζομένων στα κέρδη και την υπεραξία της **Hellas Can**.

■ Για την υλοποίηση των παραπάνω, η Εταιρεία θα εστιάσει τις προσπάθειές της σε δύο κυρίως στόχους:

- Την ανάπτυξη, μέσω εξαγοράς επιχειρήσεων του ευρύτερου κλάδου της Συσκευασίας, που θα της επιτρέψει να επιτύχει σημαντικές οικονομίες κλίμακας και άλλα οφέλη εκ συνεργιών και έτσι να βελτιώσει την οικονομική απόδοση της **Hellas Can**, και
- Την αύξηση της παραγωγικότητας μέσω άμεσων επενδύσεων εκσυγχρονισμού.

Η στρατηγική ανάπτυξης της **Hellas Can** υπαγορεύεται από τις διεθνείς εξελίξεις στον κλάδο της συσκευασίας. Οι εξελίξεις αυτές συνοψίζονται στην υψηλή τεχνολογία και στα μεγάλα μεγέθη.

Η ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων συσκευασίας, στα νέα πλαίσια που καθορίζει η Ενιαία Ευρωπαϊκή Αγορά, θα εξαρτηθεί από την ταχύτητα ενσωμάτωσης της νέας υψηλής τεχνολογίας και την ικανότητα επίτευξης μεγάλων μεγεθών. Οι βαθμοί προσαρμογής στις εξελίξεις αυτές ερμηνεύουν και τις ουσιαστικές διαφορές που εμφανίζονται πλέον μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου στον Ελληνικό χώρο.

Η **Hellas Can** έχει προσαρμόσει ήδη τη στρατηγική της στις νέες αυτές κατευθύνσεις. Στον τομέα της τεχνολογίας, που σήμερα διαμορφώνει νέους ορίζοντες στη συμπίεση του κόστος και στη βελτίωση της παραγωγικότητας, στηρίζεται στη μεγάλη εμπειρία και τις δυνατότητες της CMB Packaging. Όσον αφο-

ρά το δεύτερο στόχο, η παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού της **Hellas Can** είναι ήδη υψηλή και γι' αυτό η παραπέρα βελτίωση μπορεί να επιτευχθεί μόνο με τη βοήθεια της τεχνολογίας και την αναβάθμιση του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

Η **Hellas Can**, στο πλαίσιο του ενδιαφέροντός της για την προσφορά στο κοινωνικό σύνολο, επιδεικνύει ιδιαίτερη ευαισθησία για την περιβαλλοντολογική διάσταση των προϊόντων της. Η ευαισθησία αυτή εκδηλώνεται με τη συμμετοχή της, σε συνεργασία και με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου, στην προσπάθεια για τη διάδοση της ανακύκλωσης των δοχείων αλουμινίου με την ευαισθητοποίηση της κοινής γνώμης.

Στόχος αυτής της εσωστρατείας είναι η περιστολή της ρύπανσης και ταυτόχρονα η εξοικονόμηση πρώτων υλών και ενέργειας και έχει σημειώσει εντυπωσιακή επιτυχία στον ελληνικό χώρο. Το Επενδυτικό Πρόγραμμα της **Hellas Can**, της επόμενης τριετίας, στοχεύει στον εκσυγχρονισμό και την ανανέωση

του υφιστάμενου εξοπλισμού, στην παροικολούθηση των διεθνών εξελίξεων στην κατασκευή δοχείων αλουμινίου και στην αυτοματοποίηση και άλλων τομέων μεταλλικής συσκευασίας τροφίμων.

Οι βασικές επενδύσεις που περιλαμβάνονται στο πρόγραμμα και το ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής τους αναφέρονται στο πίνακα που ακολουθεί.

Εκτός από τις παραπάνω επενδύσεις, η Εταιρεία έχει προϋπολογίσει ότι για την εξαγορά επιχειρήσεων, που ανήκουν στον ευρύτερο κλάδο της συσκευασίας, θα απαιτηθεί η διάθεση ποσού της τάξης των 4,5 δις. Δρχ. περίπου.

Επομένως, το σύνολο των προϋπολογιζόμενων επενδύσεων την τριετία 1991-93 ανέρχεται σε 9.600 εκατ. Δρχ.

Σε εκατομμύρια Δραχμές

	ΣΥΝΟΛΟ	1991	1992	1993
Νέα μονάδα Παραγωγής Άκρων (ECOLOGY) Αλουμινίου για δοχεία Μπίρας & Αναψυκτικών	1.110	110		1.000
Αντικατάσταση δύο Γραμμών Παραγωγής Δοχείων & δύο Πρεσσών Παραγωγής Άκρων Τροφίμων (κονσερβών)	1.050		450	600
Προσθήκες και Τροποποιήσεις της παλαιάς γραμμής Δοχείων Μπίρας & Αναψυκτικών	800		800	
Επέκταση Αποθηκευτικών Χώρων Συνολικής Έκτασης 7.988 μ ² , ωφέλιμου όγκου 53.360 μ ³	400		400	
Εγκατάσταση Πρεσών Πολλαπλών Φάσεων για την Παραγωγή Άκρων	300		300	
Γραμμή Δοχείων και Πρέσες Άκρων Αλουμινίου για Έτοιμα Φαγητά	300			300
Αγορά Ιδιοκτητών Κεντρικών Γραφείων	200			200
Αυτοματοποίηση της Παραγωγής	320	130	100	90
Αντικατάσταση Παλαιού Μηχανολογικού Εξοπλισμού	240	40	100	100
Προσθήκες/Τροποποιήσεις Κτιριακών & Μηχανολογικών Εγκαταστάσεων	235	175	60	
Λοιπές Επενδύσεις	145	15	60	70
ΣΥΝΟΛΟ	6.100	470	2.270	2.360

Η πορεία των εργασιών και των Αποτελεσμάτων της Εταιρείας προβλέπεται να ακολουθήσει τον σταθερά ανοδικό ρυθμό των τελευταίων ετών. Η πρόβλεψη αυτή στηρίζεται τόσο στις θετικές προοπτικές εξέλιξης της ζήτησης των προϊόντων της Εταιρείας στην εγχώρια αγορά, όσο και στο δυναμισμό της Εταιρείας.

Η Hellas Can, κατέχοντας ήδη ηγετική θέση στην αγορά, εφαρμόζει επιθετική επενδυτική πολιτική εκσυγχρονισμού των παραγωγικών μέσων της και βελτίωσης της ανταγωνιστικότητάς της, που θα της επιτρέψει και παράλληλη βελτίωση των εξαγωγικών της επιδόσεων. Οι προγραμματισμένες επενδύσεις εκσυγχρονισμού, αυτοματοποίησης και συμπλήρωσης του εξοπλισμού των 2 εργοστασίων της προβλέπεται ότι θα συντελέσουν στην εξοικονόμηση πρώτων υλών (μείωση της ποσοτήτας υλικού που χρησιμοποιείται για δοχεία υγίας χωρητικότητας, μείωση φθώρας).

Ιδιαίτερα, η λειτουργία από 1.1.1991 της νέας γραμμής παραγωγής δοχείων αλουμινίου (DWI) των 33 cl στο εργοστάσιο Κορινθίου θα επιτρέψει στην Εταιρεία να καλύψει την αυξημένη ζήτηση δοχείων αυτού του τύπου από δική της παραγωγή, με θετική επίδραση στα περιθώρια μικτού κέρδους (υπενθυμίζεται ότι, κατά το 1990, το 17% περίπου των Πωλήσεων της Εταιρείας καλύφθηκε με εισαγωγές ετοιμών αυξημένου, βέβαια, κόστους).

Οι θετικές προοπτικές για την εξέλιξη των εργασιών και των Κερδών της Εταιρείας ενισχύονται από το γεγονός ότι η Hellas Can ανήκει σε διεθνή Όμιλο που κατέχει την πρώτη θέση στην ευρωπαϊκή αγορά και την τρίτη στον κόσμο. Μέσω του Ομίλου, η Εταιρεία απολαμβάνει μεγάλες οικονομίες κλίμακας στην προμήθεια πρώτων υλών, διατηρείται στην τεχνολογική πρωτοπορία του κλάδου και εξασφαλίζει προσβάσεις σε διεθνείς αγο-

ρες για τα προϊόντα της, καθόσον η Hellas Can είναι ανταγωνιστική από πλευράς κόστους σε πανευρωπαϊκή κλίμακα. Με βάση τα παραπάνω, η διοίκηση της Εταιρείας προϋπολογίζει ότι οι Πωλήσεις της για το 1991 θα φτάσουν τα 17,3 δισ. Δρχ., θα είναι δηλαδή αυξημένες κατά 15% περίπου σε σχέση με το 1990, τα δε καθαρά κέρδη θα ανέλθουν σε 2.670 εκατ. Δρχ., η ποσοστό 15,4% του Κυκλού Εργασιών (έναντι 13,3% το 1990) και θα είναι αυξημένα κατά 33,6% σε σχέση με το 1990.

Αναλυτικότερα, η προβλεπόμενη εξέλιξη των Εργασιών και Αποτελεσμάτων του 1991 και οι προϋποθέσεις των Προβλέψεων έχουν ως εξής:

Σε εκατομμύρια Δράχμες,

	1991
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ (Πωλήσεις)	17.296
ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ	4.376
	25,3%
Άλλα Εσοδα Εμετάλλευσης	90
ΣΥΜΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ	4.466
Εσοδα Διοικητικής Λειτουργίας	494
Εσοδα Λειτουργίας Διάθεσης	605
ΜΕΡΚΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	3.367
	19,5%
Χρηματοοικονομικά Εσοδα	601
Χρηματοοικονομικά Εξοδα	718
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	
& ΑΠΟΣΒΕΣΩΝ	3.250
% επί των Πωλήσεων	18,8%
Αποσβέσεις	580
ΚΕΡΔΗ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	2.670
% επί των Πωλήσεων	15,4%
ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	2.619
% επί των Πωλήσεων	15,1%
ΔΙΑΘΕΣΗ	2.670
Αποθεματικά	750
Μερίσματα	1.869
Φόροι	51
	2.670

Προϋποθέσεις Προβλέψεων

32

Κύκλος Εργασιών

Για την τρέχουσα χρήση υπολογίζονται οι πωλήσεις αυξημένες κατά 15% περίπου σε σχέση με το 1990.

Μικτά Κέρδη

Υπολογίζονται, συντηρητικά, σε ποσοστό της τάξης του 25% επί του Κύκλου Εργασιών. Το ποσοστό αυτό είναι το ίδιο με εκείνο της περιόδου 1989-1990. Δεν λαμβάνονται υπόψη οι κοστολογικές βελτιώσεις που επιτυγχάνονται με τις επενδύσεις της περιόδου 1989-90 που άρχισαν ήδη να αποδίδουν.

Γενικά Έξοδα Διαχείρισης

Υπολογίζονται σε ποσοστό 6,4% του Κύκλου Εργασιών έναντι 5,2% το 1990 και μέσου όρου 5,5% της περιόδου 1986-90.

Χρηματοοικονομικά Έσοδα / (Έξοδα)

Υπολογίζεται ότι τα έσοδα της Έκδοσης θα καλύψουν το μεγαλύτερο μέρος (70% περίπου) των επενδύσεων της περιόδου 1991-93. Οι υπόλοιπες επενδύσεις, καθώς και η αύξηση των αναγκών σε Κεφάλαια Κίνησης εκτιμάται ότι θα καλυφθούν από τα πλεονασματα της Εταιρείας.

Τα υπολοιπία των υφιστάμενων μεσομακροπρόθεσμων επενδυτικών δανείων και των ομολογιακών δανείων επιβαρύνονται με τα σήμερα ισχύοντα επιτόκια κατά κατηγορία δανείου.

Η εξυπηρέτηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης περιλαμβάνεται στα Χρηματοοικονομικά Έξοδα.

Τα Χρηματοοικονομικά Έσοδα προέρχονται από την τοποθέτηση των ταμειακών διαθεσίμων της Εταιρείας με μέση απόδοση 21%.

Αποσβέσεις

Υπολογίζονται, τόσο για τα υφιστάμενα την 31/12/90 πάγια, όσο και για τις πληρωματισμένες επενδύσεις του 1991, με βάση το Π.Δ. 88.

Μερίσματα

Προβλέπεται διανομή μερίσματος σε ποσοστό 70% των Καθαρών Κερδών.

Αποθεματικά - Φόροι

Στον υπολογισμό ελήφθη υπόψη η δυνατότητα πραγματοποίησης Αφορολόγητων Αποθεματικών με βάση τις διατάξεις του Ν. 1892/90 (κίνητρα Β' περιοχής).

Τιμή Διάθεσης της Μετοχής

Η Τιμή Διάθεσης των 3.300 Δρχ. ανά μετοχή υπολογίστηκε από τους Αναδόχους, αφού έλαβαν υπόψη τους τα ακόλουθα:

- α) Η Hellas Cap ανήκει στο διεθνή Όμιλο CMB Packaging που κατέχει την πρώτη θέση στην ευρωπαϊκή αγορά και την τρίτη στον κόσμο.
- β) Η Εταιρεία κατέχει ηγετική θέση στον κλάδο της έχοντας καθιερωθεί με την ποιότητα και την τεχνολογική υπεροχή των προϊόντων της καθώς και με την υπεροχή της στην παροχή τεχνικής εξυπηρέτησης και υποστηρίξης των πελατών της.
- γ) Το μεγάλο εύρος των παραγομένων προϊόντων εξασφαλίζει έναν εξισορροπημένο επιχειρηματικό κίνδυνο και μια σταθερά ανοδική πορεία.
- δ) Οι προοπτικές του κλάδου μεταλλικών δοχείων είναι θετικές και συνδέονται άμεσα τόσο με την αναδιοργάνωση του κλάδου συσκευασίας γεωργικών προϊόντων όσο και με τις πολύ καλές προοπτικές του κλάδου των αναψυκτικών και της μπίρας.
- ε) Η στέλεχωση της Εταιρείας και η οργάνωσή της κατά τα διεθνή πρότυπα της εξασφαλίζουν ευελιξία και ικανότητα στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων.

στ) Ο υψηλός ρυθμός ανοδου των Πωλήσεων και των Κερδών της τελευταίας πενταετίας, ο οποίος προβλέπεται να συνεχιστεί και στο μέλλον με την ακολουθούμενη επιθετική επενδυτική και επεκτατική πολιτική της διοίκησης της Εταιρείας.

Με βάση την Τιμή Διάθεσης, τα ιστορικά και τα προβλεπόμενα Κέρδη της Εταιρείας, η σχέση Τιμής Διάθεσης προς Κέρδη/Μετοχή (P/E) διαμορφώνεται ως εξής:

ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ (P/E)

	Πριν από Πρόσθ. Αποσβέσεις		Μετά από Πρόσθ. Αποσβέσεις	
	Προ Φόρων	Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ.	Προ Φόρων	Μετά από Φόρους & Αμοιβές Δ.Σ.
Μέσος Όρος Κερδών / Μετοχή (Δρχ.)				
Σετίας 1986 - 1990	138	120	123	104
1990	295	285	278	268
1990 ((-) Έκτακτα Εσοδα (*)	275	265	258	247
1991	318	312	318	312
Σχέση Τιμής Διάθεσης προς Κέρδη / Μετοχή				
Σετίας 1986 - 1990	23,9	27,5	26,8	31,7
1990	11,2	11,6	11,9	12,3
1990 ((-) Έκτακτα Εσοδα (*)	12,0	12,5	12,8	13,4
1991	10,4	10,6	10,4	10,6

(*) Βλέπε Σημείωση σελ. 25.

Παράρτημα - Πίνακες I - IX

Πίνακας I

Μετοχική σύνθεση CMB PACKAGING S.A. & Μετοχική σύνθεση της HELLAS CAN A.E.	36
--	----

Πίνακας II

Λογαριασμός εκμεταλλεύσεως και αποτελεσμάτων	37
--	----

Πίνακας III

Οικονομική κατάσταση 31/12/86 - 31/12/90	38
--	----

Πίνακας IV

Υπολογισμός κερδών ανα μετοχή	39
-------------------------------------	----

Πίνακας V

Ισολογισμός χρήσης 1986	40
-------------------------------	----

Πίνακας VI

Ισολογισμός χρήσης 1987	42
-------------------------------	----

Πίνακας VII

Ισολογισμός χρήσης 1988	44
-------------------------------	----

Πίνακας VIII

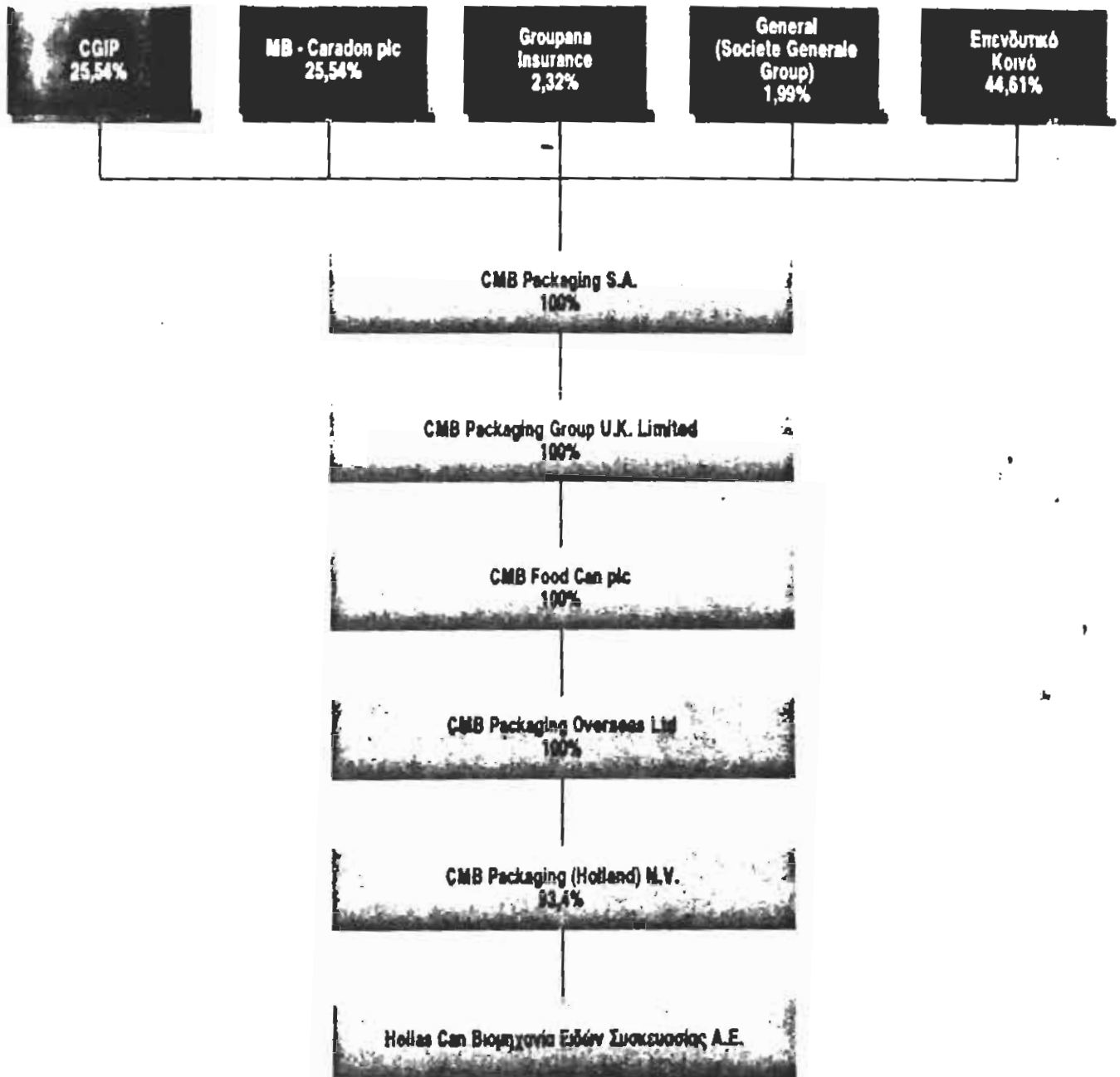
Ισολογισμός χρήσης 1989	46
-------------------------------	----

Πίνακας IX

Ισολογισμός χρήσης 1990	48
-------------------------------	----

Πίνακας I

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ CMB PACKAGING S.A. & ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΗΣ HELLAS CAN A.E.



Πίνακας II

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Σε εκατομμύρια Δραχμές

	1986	1985	1984	1983	1982
Κυκλος Εργασιών (Πωλησεις)	15.005	11.600	9.446	8.665	7.737
Μείων: Κόστος Πωλησεων	<u>11.254</u>	<u>8.647</u>	<u>7.295</u>	<u>6.915</u>	<u>6.065</u>
Μικτα κερδη Εκμετάλλευσης	3.751	2.953	2.151	1.750	1.672
% εΚκυλου Εργασιών	25,0%	25,5%	22,8%	20,2%	21,6%
Πλέον: Άλλα Εσοδα Εκμετάλλευσης	<u>75</u>	<u>88</u>	<u>84</u>	<u>61</u>	<u>178</u>
Σύνολο μικτών κερδών	3.826	3.041	2.235	1.811	1.850
Γενικά Έξοδα					
· Διοικησης	412	395	283	253	222
· Διαθεσης	<u>367</u>	<u>365</u>	<u>287</u>	<u>209</u>	<u>185</u>
	779	760	570	462	407
% εΚκυλου εργασιών	5,2%	6,6%	6,0%	5,3%	5,3%
Αποτελεσματα προ Τόκων & Αποσβεσεων	3.047	2.281	1.665	1.349	1.443
% εΚκυλου Εργασιών	20,3%	19,7%	17,6%	15,6%	18,7%
Μείων: Χρηματοοικονομικά Έξοδα	<u>784</u>	<u>668</u>	<u>624</u>	<u>713</u>	<u>421</u>
Αποτελεσματα Εκμετάλλευσης προ Αποσβεσεων	2.263	1.613	1.041	636	1.022
% εΚκυλου Εργασιών	15,1%	13,9%	11,0%	7,3%	13,2%
Πλέον: Εκτακτα Εσοδα	509	267	67	191	44
Μείων: Εκτακτα Έξοδα	<u>331</u>	<u>413</u>	<u>258</u>	<u>266</u>	<u>340</u>
Συνολικά Αποτελεσματα προ Αποσβεσεων	2.441	1.467	850	561	726
% εΚκυλου Εργασιών	16,3%	12,6%	9,0%	6,5%	9,4%
Μείων Αποσβεσεις	<u>442</u>	<u>470</u>	<u>388</u>	<u>340</u>	<u>314</u>
Καθαρα κερδη	<u>1.999</u>	<u>997</u>	<u>462</u>	<u>221</u>	<u>412</u>
Πλέον: Καθαρα Κερδη Προηγ. Χρησης	108	0	0	0	0
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ	<u>2.108</u>	<u>997</u>	<u>462</u>	<u>221</u>	<u>412</u>
Διανομή Καθαρών Κερδών					
Αποθεματα	1.020	335	117	26	111
Μερισματα (Μικτά)	420	300	225	137	235
Αμοιβές Δ.Σ.	4	1	1	1	1
Αμοιβές Προσωπικού	173	0	0	0	0
Φοροι	71	252	119	57	65
Κερδη σε Νέο	<u>420</u>	<u>109</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
	<u>2.108</u>	<u>997</u>	<u>462</u>	<u>221</u>	<u>412</u>

Τίνακας III

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ 31/12/86 - 31/12/90

Σε εκατομμύρια Δραχμές

ΚΕΡΓΗΤΙΚΟ						ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
	1990	1989	1988	1987	1986		1990	1989	1988	1987	1986
Παγία						Μεσοπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Πελάτες	254	254	232	75	75	Δάνεια Τραπεζών	674	805	547	694	842
Παγία - Οικοδομικές Εγκαταστάσεις	1.248	1.096	1.022	537	516	Ομολογιακά δάνεια	<u>600</u>	<u>600</u>	<u>300</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
Μηχανήματα και Εγκαταστάσεις	3.362	2.377	2.151	1.848	1.903		<u>1.274</u>	<u>1.405</u>	<u>847</u>	<u>694</u>	<u>842</u>
Μεταφορικά Μέσα	186	160	139	109	68	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Εξόδα Εγκαταστάσεως	158	158	158	158	37	Τραπεζές	14	3	55	1.049	724
Άλλα παγία	<u>438</u>	<u>300</u>	<u>222</u>	<u>210</u>	<u>79</u>	Προμηθευτές - Γραμμάτια	1.495	2.325	2.256	1.726	1.911
	5.646	4.345	3.924	2.937	2.678	Φορο - Τέλη - Ασφαλιστικά Ταμεία	332	464	275	152	220
Μικτών Αποσβέσεων	<u>3.346</u>	<u>2.867</u>	<u>2.413</u>	<u>1.822</u>	<u>1.499</u>	Λοιπές Υποχρεώσεις	404	206	178	134	175
Ανασβεβαστα παγία	2.300	1.478	1.511	1.115	1.179	Μερίσματα Πληρωτέα	<u>272</u>	<u>195</u>	<u>146</u>	<u>219</u>	<u>303</u>
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	<u>9</u>	<u>9</u>	<u>13</u>	<u>35</u>	<u>15</u>						
	<u>2.309</u>	<u>1.487</u>	<u>1.524</u>	<u>1.150</u>	<u>1.194</u>	Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	<u>2.517</u>	<u>3.218</u>	<u>2.910</u>	<u>3.280</u>	<u>3.333</u>
Κυκλοφορούν											
Αποθεμάτια						Σύνολο Υποχρεώσεων	<u>3.791</u>	<u>4.623</u>	<u>3.757</u>	<u>3.974</u>	<u>4.175</u>
Πρώτες Ύλες - Υλικά	1.497	1.590	1.308	1.463	1.416	Καθαρή θέση					
Προϊόντα Ετοιμα Ημιτελή	911	676	993	950	884	Μεταχικό κεφάλαιο	1.500	1.251	1.251	977	977
Εμπορεύματα	61	151	0	0	0	Αποθεματικά	2.552	1.032	698	583	567
Απαιτήσεις						Κεράη σε Νέο	<u>420</u>	<u>109</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
Πελάτες - Γραμμάτια	2.158	2.314	1.971	2.332	2.090	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	<u>4.472</u>	<u>2.392</u>	<u>1.949</u>	<u>1.560</u>	<u>1.534</u>
Άλλες απαιτήσεις	499	723	151	105	361						
Διαθεσίμα	201	100	57	51	94	Προβλεπτικές	<u>547</u>	<u>868</u>	<u>788</u>	<u>517</u>	<u>330</u>
Χρεωγράφα	<u>1.174</u>	<u>842</u>	<u>490</u>	<u>0</u>	<u>0</u>						
						ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	<u>8.810</u>	<u>7.983</u>	<u>6.494</u>	<u>6.051</u>	<u>6.039</u>
Σύνολο κυκλοφορούντος	<u>6.501</u>	<u>8.396</u>	<u>4.970</u>	<u>4.901</u>	<u>4.845</u>						
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>8.810</u>	<u>7.883</u>	<u>6.494</u>	<u>6.051</u>	<u>6.039</u>						

Πίνακας IV

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΡΔΩΝ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Χρήσιος	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΙΝ ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ				ΚΕΡΔΗ / ΜΕΤΟΧΗ ΠΡΙΝ ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΜΕΤΑ ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ			
	Προ Φόρων	Μετα από Φόρους & Αμοιβές Δ.Ι.	Προσθετες Αποσβέσεις	Αριθμός Μετοχών	Προ Φόρων	Μετα από Φόρους & Αμοιβές Δ.Ι.	Προ Φόρων	Μετα από Φόρους & Αμοιβές Δ.Ι.
	(Σε εκατομμύρια Δρχ.)				(Σε Δραχμές)		(Σε Δραχμές)	
1986	494	427	82	6.253.125	79	68	66	55
1987	298	240	77	6.253.125	48	38	35	26
1988	559	438	97	6.253.125	89	70	74	55
1989	1.116	862	119	6.253.125	178	138	159	119
1990	2.124	2.049	125	7.188.281	296	285	278	268
1990	1.977	1.902	125	7.188.281	275	265	258	247
(*) Εκτακτο Εσοδο (*)								
1991	2.670	2.619	0	8.385.417	318	312	318	312

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

(1) Για τις Χρήσιες 1986 - 1990 τα Κέρδη είναι σε ιστορικές τιμές

(2) Για τη σταθμική του αριθμού των μετοχών ελήφθησαν υπόψη

- Η αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών (από 100 σε 200 Δρχ. η μία που πραγματοποιήθηκε το Μάιο του 1991 και η ανταλλαγή 2 παλαιών μετοχών με μία νέα (μείωση των υφιστάμενων μετοχών από 15.000.000 σε 7.500.000).
- Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου στη Χρήση 1989 με κεφαλαιοποίηση της Υπεραξίας των παγίων της Υπ. Απόφασης Ε 2665/1988 (273.208.000 Δρχ. που αντιστάχουν σε 1.366.040 μετοχές ονομαστικής αξίας 200 Δρχ. η μία).
- Η αύξηση των Ίσων Κεφαλαίων στη Χρήση 1990 με συνολική καταβολή μετρητών 748.125.000 Δρχ. (αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου 249.375.000 Δρχ. και σχηματισμό αποθεματικού από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο 498.750.000 Δρχ.), που πραγματοποιήθηκε στις αρχές Απριλίου 1990. Η αύξηση αντιστοιχεί σε 1.246.875 μετοχές ονομαστικής αξίας 200 Δρχ. η μία και θεωρείται ότι επηρέασε τα Αποτελέσματα του 9μηνου Απριλίου - Δεκεμβρίου 1990.
- Η παρούσα αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με χρόνο πραγματοποίησης της τον Ιούλιο 1991.

(*) Εκτακτο Εσοδο χρήσης 1990 ποσού Δρχ. 147,5 εκατ. από ακύρωση προβλέψεων για αποζημίωση προσωπικού (βλέπε Σημείωση σελ. 25).

Πίνακας V

HELLAS CAN A.E. - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΥΤΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1986 - (2η ΧΡΗΣΗ 1.1 - 31.12.1986)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	1986	1985
A. ΕΞΟΔΑ ΕΠΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ		
Τόκα δανείων κατασκευαστικής περιόδου	22 088 623	22 088 623
Έξοδα αναδιοργάνωσης	14 440 850	14 440 850
Μικτών Αποβλαβών	21 917 664	14 611 809
	18 264 753	18 264 720
B. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Ενδύσεις σε μετοχές	74 775 783	74 775 783
Κτίρια & επίμολο αίνη	516 083 454	501 883 670
Μικτών Αποβλαβών	304 802 473	234 560 381
	267 333 286	267 333 286
Μηχανήματα & γνήσιες συσκευασίες	1 903 460 938	1 735 964 035
Ενδύσεις σε μετοχές	1 116 787 672	872 827 488
Μεταφορικά μέσα	67 360 380	57 300 606
Επίπλο & λοιπός εξοπλισμός	78 897 534	65 535 267
Μικτών Αποβλαβών	41 758 903	29 680 891
Αμортиζήσιμος υπόλοιπος	0	7 933 966
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΝΗΣΙΩΝ	1 164 646 336	1 243 183 348
Γ. ΑΠΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ		
Απαιτήσεις κατά Μετόχων από φόρο υπερωρίας του Ν. 1248/82	9 402 044	12 536 056
Δώρα ως σύμπλοκο	5 518 299	14 920 343
	14 920 343	14 749 337
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1 184 198 488	1 296 197 478
Γ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Αποθεύματα		
Προϊόντα ετοιμα	683 819 876	505 503 574
Πρωτότυπα & σχέδια/πλάκες υλικού	1 029 401 171	746 492 493
Αποθεύματα υλικού κατασκευής	323 543 184	256 215 310
Αποθεύματα καβ. υλικού	63 063 530	20 186 344
Β. Απαιτήσεις	1 913 088 569	1 147 635 087
Συνολομνηστικές απαιτήσεις		
Καρτοπωλεία	42 925 723	125 821 445
Σημ. τραπεζών για ασφαλίση	52 785 661	8 302 716
Σημ. τραπεζών σε σύνθεση	74 609 830	130 985 829
Μικτών Μη δαδωμένων τόκων	19 207 496	5 582 000
Συνολομνηστικές σε καθυστέρηση	6 189 482	115 687 310
Απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχ. μισθών	19 482 379	0
Προκαταβλήτ. φόρου εισοδήματος	13 271 989	0
Επίδομα απαίτησης κατά Δημόσιου	72 529 784	40 821 051
Απαιτήσεις κατά μετόχων από φόρους		
υπερωρίας Ν. 542/77 & Ν. 1248/82	3 134 014	3 844 131
Περιουσιακό μέρος	217 111 604	97 809 314
Χρεωστικές διαφορές	26 696 104	32 040 155
Απομνηστική διαχείρισης προκαταβολών	24 949 777	1 698 914 324
Β. Διαβιβασία		
Τόκων	585 012	575 006
Κατασκευαστικός οφείλει	93 889 554	42 879 589
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	4 841 871 750	3 270 192 234
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		
Έξοδα ετοιμικών εργασιών	2 680 043	5 939 046
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	6 038 750 281	4 572 328 758
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΗΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ	1 123 993 284	1 847 218 062

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	1986	1985
A. ΊΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
I. Μετοχικό κεφάλαιο	977 417 000	977 417 000
15 774 170 μετοχές x 100 δραχ.		
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	46 067 550	46 067 550
III. Αποθεματικό κεφάλαιο		
Τακτικό αποθεματικό	74 241 520	53 657 750
Φορολογητέο αποθεματικό		
πληρών αναπτυξιακών νόμων	13 854 034	13 854 034
Αποθεματικό φορολογικών αναδιοργανώσεων	1 808 367	15 662 401
Αφορολόγητο αποθεματικό		
Πληρών αναπτυξιακών νόμων	43 100 057	43 100 057
Νόμου 848/78	133 042 087	133 042 087
Νόμου 1116/81	14 214 501	14 214 501
Νόμου 1262/82	230 450 623	330 926 342
ΣΥΝΟΛΟ ΊΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1 524 195 739	1 423 731 045
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΧΗΜΑΙΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ		
Αποζημιώσεις για απομείωση προϊόντων	30 000 000	24 000 000
Υπομνηστικές αποζημιώσεις του Ενεργητικού	300 000 000	310 000 000
	340 000 000	260 000 000
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Δάνεια τραπεζών	683 026 961	752 265 136
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Προμηθευτές	110 378 769	55 990 883
Συνολομνηστικές πληρωτέες	1 841 370 456	544 041 548
Μικτών Μη δαδωμένων τόκων	41 608 852	19 061 200
Τραπεζικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	724 054 431	823 340 325
Προκαταβλήτ. πωλητών	0	13 348 551
Υποχρεώσεις από φόρους & τ.α.ε.	158 106 827	194 368 056
Αφορολόγητο οφειλόμενο	51 867 384	45 408 346
Δώρα ως μακροπρόθεσμες δανειών	149 410 012	77 471 716
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένους επιχειρήσεις	23 837 266	21 021 481
Μερίσματα καθυστερούμενων εργασιών	150 427 086	85 491 426
Μερίσματα καθυστερούμενης χρηματικής	152 139 420	114 104 564
Ποστικές διαφορές	736 900	1 956 162 741
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	4 024 323 654	3 708 427 937
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		
Έξοδα ετοιμικών εργασιών	150 230 886	150 230 886
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	6 038 750 281	4 572 328 758
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ		
Εγχειρητικές επιστροφές	1 236 293 294	1 370 049 837
Προαποβλητέες αμειψολογητικές	187 300 000	423 583 294
	1 423 593 294	1 793 633 131

Σημειώσεις
 α) Στο παρόν στοιχεία της Εταιρείας έχουν γραφτεί υποθήκες Α προσημωσής ύψους 1 755 200 000 δραχ.
 β) Στις 31-12-1986 οι απαιτήσεις μας από κάθε είδους επιστροφές εγγυημένων πιστών περιόχουν 70 000 000 δραχ.
 Προβλέπεται η αυτές τις απαιτήσεις δεν έχει γίνει και αυτό γιατί είναι παλιά έκδοση της Εταιρείας να λησάνται οι επιστροφές εγγυημένων κατά την ασφαλίση τους γ) Οι βασικές λογιστικές αρχές που ακολουθούνται η Εταιρεία περιλαμβάνονται στην έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων δ) Οι επίδομα απαίτησης κατά του Δημοσίου ύψους 72 529 784 δραχ. αποτελούν το 20% των φορολογητέων διαφορών της Εταιρείας. Προβλέπεται η αυτές τις φορολογητέες διαφορές δεν έχει γίνει και η απαλλαγή της Εταιρείας από αυτές τους φόρους θεωρείται βέβαιη.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
(21η Δεκέμ. 1986 - 21.12.1986)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	1986	1985		1986	1985
I ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ					
Μετα κερδοσ. ομιλιών	1.452.297.850	1.528.578.147	Καθαρά κέρδη χρήσης	411.674.565	395.335.981
Πλέον/Αλλά ονόμα ομιλιών	<u>178.252.826</u>	<u>157.887.832</u>	Μετακ. Φορος εισοδήματος	<u>65.879.431</u>	<u>89.960.494</u>
ΣΥΝΟΛΟ	1.630.550.676	1.724.566.000	ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	345.794.734	305.375.487
Μετακ. Έσοδα διακτινών κτιρίων	222.687.616		Ταμείο αποδόσεων	20.583.726	19.766.799
Έσοδα κτιρίων διακτινών	<u>185.223.989</u>	<u>407.911.586</u>	Μερίσμα 2% στο κεφάλαιο	234.586.080	175.935.060
ΜΕΡΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	1.222.630.191	944.882.428	Αφορολόγητο αποτέλεσμα N 1282/82	89.380.306	109.036.126
Πλέον/Παθητικά τοκία & αμοιβή ονόμα	283.306.166		Αμοιβή διακτινών Συμβολίων	<u>750.000</u>	<u>637.500</u>
Μετακ. Χρεωστικά τοκία & αμοιβή ονόμα	<u>704.880.814</u>	<u>421.574.648</u>	Υπόλοιπα Κερδών ατ. κεί.	<u>0</u>	<u>0</u>
ΟΛΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	981.864.543	636.863.628			
II ΜΕΣΩΝ ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
Εκτάκτα & ανόργανα ονόμα	37.695.937			85.856.562	
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	<u>6.566.100</u>	<u>44.262.037</u>	81.071.883	<u>415.041</u>	
Μετακ. Εκτάκτα & ανόργανα ονόμα	215.008.051			94.034.337	
Εκτάκτα ονόμα	<u>129.409.153</u>			<u>485.619.483</u>	
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	<u>1.386.974</u>	<u>336.811.178</u>	<u>256.744.240</u>	<u>80.410</u>	
ΟΡΓΑΝΙΚΟ & ΕΚΤΑΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	566.818.682	664.379.973			
Συνολικά αποδόσεων τήνων στοιχείων	314.310.223			302.440.671	
Μετακ. Ενοικώσιμες στο κόστος	<u>220.469.386</u>	<u>33.840.837</u>	<u>61.043.882</u>	<u>141.386.679</u>	
ΚΛΑΥΡΟ ΚΕΡΔΟΣ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	411.674.565	386.335.981			

ΚΑΘΗΜΕΡΑ 30 Μαρτίου 1987

Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου
& Διοικητών Συμβουλίας
Neville W. Kent

Ο Συμβούλος &
Διοικητικός Οικονομικών Υπευθύνων
Nikolaos E. Tsalikis

Ο Διοικητής Λογιστικής
Χρήστος Τζουλιανός

ΠΕΡΙΓΡΟΦΗ ΤΩΝ ΕΛΕΓΧΩΝ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς τους κ.κ. Μέλη της Ανωτάτης Εταιρείας HELLAS CAM - Βουλγαρέλα Κετών

ΕΛΕΓΧΩΣ ΤΩΝ ΑΝΩΤΕΡΩ ΧΡΕΙΑΣΜΩΝ ΤΗΣ ΑΝΩΤΑΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ HELLAS CAM (Βουλγαρέλα Κετών) της 31ης Δεκεμβρίου 1986 και τα αποτελέσματα, τα οποία προέκυψαν από τις ερωτήσεις της κατά την εταιρεία χρήση που καλύπτει την 31η Δεκεμβρίου 1986. Κατά τον έλεγχο μας εφαρμόσαμε τις διατάξεις του άρθρου 37 του Ν. 2780 (Τεταρτημνη Εταιρείων) και τις ελεγκτικές διαδικασίες, τις οποίες κρίνουμε κατάλληλες, στις πράξεις των ελεγκτικών αρχών που ακολουθεί το Σχέδιο Ελληνικών Ορισμών Λογιστών. Η Εταιρεία τηρεί τα βιβλία και τα στοιχεία τα οποία προβάλλει η ισχύουσα νομοθεσία και τα ελέγξαμε στη διάθεση μας για τη διεκπεραίωση του ελεγκτικού έργου. Παρατηρήσαμε τα πληροφοριακά και επεξηγηματικά στοιχεία (επιτομής) της ετήσιας έκθεσης των αποτελεσμάτων της Εταιρείας. Στο βιβλίο της Εταιρείας, εφόσον υπάρχει κανονικά λογαριασμός κόστους παραγωγής με βάση τη μέθοδο της πραγματικής κόστους (STANDARD COST) και δεν τροποποιήθηκε η μέθοδος απογραφής σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Οι ανωτέρω καταγεγραμμένες και οι αναλύσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Διαθέσιμης Κερδών πραγματοποιήθηκαν από τα βιβλία και στοιχεία της Εταιρείας και αφού ληφθούν υπόψη οι σημειώσεις α, β και δ της Εταιρείας, από κανονικά βιβλία των διακτινών που ισχύουν και λογιστικών αρχών, οι οποίες έχουν γίνει με τον παραπάνω και είναι απαραίτητες προς έλεγχο της προηγούμενης Χρήσης, την οικονομική κατάσταση της Εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1986, καθώς και τα αποτελέσματα της Χρήσης που έληξε αυτή την ημερομηνία.

Αθήνα 2 Απριλίου 1987

Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ

Διονύσιος Α. Σωτηρόπουλος

10 II

Πίνακας VI

HELLAS CAN A.E. - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΥΤΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1987 - (22η ΧΡΗΣΗ 1.1 - 31.12.1987)

[Μητρώο Α.Ε. Νομάρχιας Πειραιά 6490/02/Β/86/380]

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	Χρόνος 1987			Χρόνος 1986		
	Αξία κτήσης	Αποσβέσιμος	Αποσβέστη αξία	Αξία κτήσης	Αποσβέσιμος	Αποσβέστη αξία
Β ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ						
1 Έξοδα ίδρυσης & πρώτης εγκατάστασης	14.440.850	10.108.568	4.332.282	14.440.850	8.564.488	5.776.362
3 Τόκοι δανείων κατασκευαστικής περιόδου	22.088.623	15.462.040	6.626.583	22.088.623	13.253.176	8.835.447
4 Άλλα έξοδα εγκατάστασης	121.129.836	24.225.958	96.903.878	0	0	0
	<u>157.659.312</u>	<u>49.796.576</u>	<u>107.862.736</u>	<u>36.529.473</u>	<u>21.917.664</u>	<u>14.611.809</u>
Γ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
1 Ενσώμιτες αυτιοποιήσεις						
1 Γεωργία - αμπελόπεδο	74.775.783	0	74.775.783	74.775.783	0	74.775.783
3 Κτήνη & τεχνητά όργανα	536.987.529	345.235.784	191.751.745	524.737.312	308.794.553	215.942.759
4 Μηχανήματα - Σιδηρές συσκευασίες						
& λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	1.848.113.154	-1.239.904.703	608.211.451	1.746.355.529	-1.015.431.561	730.923.968
5 Μεταφορικά μέσα	108.808.548	44.089.371	64.719.177	96.874.912	35.710.588	61.164.324
6 Επίπλας & λοιπός εξοπλισμός	210.783.317	142.715.500	68.067.817	199.424.553	116.565.051	81.859.502
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	<u>2.779.478.331</u>	<u>-1.771.842.448</u>	<u>1.007.635.883</u>	<u>2.641.164.089</u>	<u>-1.478.501.753</u>	<u>1.162.662.336</u>
Η Τόκοι τόκων & άλλες μακροπρόθεσμες εμπροσπορευόμενες απαιτήσεις			1987			1986
7 Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			35.461.955			15.030.343
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			<u>1.042.987.838</u>			<u>1.179.692.679</u>
Δ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
1 Αποθέματα						
2 Προκαταβ. στοιχεία & ημ.τάμ. υπολοίπων & υπολοίπων			950.443.493			883.819.876
4 Έπιπλα & βοηθητικές υλίες - συσκευασίες υλικών - υμ. υλικό κ.τ.λ. & αβρ. συσκευασίας			1.285.283.344			1.352.944.355
5 Προκαταβ. για αγοράς υπολοίπων			177.674.713			63.063.530
			<u>2.413.401.550</u>			<u>2.299.827.762</u>
8 Απαιτήσεις						
1 Πάγια	2.778.704.022			1.932.570.948		
Μικροπ. Προβλεπ. απορροακ. 370.000.000	370.000.000	1.808.704.022		292.000.000	1.640.570.948	
2 Προκαταβ. απαιτήσεις						
Καταβληθέντα μισθ. τα προσβλεπόμενα μεταβιβάσιμα τίτλοι δρ. 166.240.000	76.678.564			42.925.723		
Τόκοι προεπ. για εισπραχ. 76.853.844	76.853.844			52.785.661		
Τόκοι προεπ. σε εισπραχ. 46.544.322	46.544.322			74.609.830		
Τόκοι προεπ. σε εισπραχ. 133.077.336	133.077.336			170.321.214		
Μικροπ. Μη δεδουλευμένα τόκοι 10.754.905	10.754.905	122.322.425		19.207.495	151.113.719	
1 Προκαταβ. σε κλιμακωτά 31.126.855				6.189.482		
2 Προκαταβ. σε περυσία εισπραχ. 0				217.111.604		
3 Επιδόσεις επίδικα πελάτες & χρηματ. (Ελληνικό Δημόσιο)	30.912.671			72.529.784		
4 Χρηματ. διαφορά 8.713.252				5.540.514		
5 Χρηματ. - Ελληνικό Δημόσιο 48.342.158				13.271.969		
6 Λογισμ. διαφοράς προκαταβ. & περυσίων 14.037.364				49.241.381		
	<u>2.064.758.747</u>			<u>2.155.569.421</u>		
9 Διαφορές						
1 Όφελος 695.849				585.012		
2 Καταρροές οφελ. & προβλεπ. 49.342.922				93.889.554		
	<u>50.038.771</u>			<u>94.474.566</u>		
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>4.528.799.048</u>			<u>4.549.871.750</u>		
Ε ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
1 Έξοδα εισπραχ. δανείων 1.561.601				2.570.043		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>5.481.221.243</u>			<u>5.748.750.281</u>		
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΗΣ ΧΡΕΔΙΤΙΚΩΝ						
2 Χρηματ. λογαριασμοί συλλογών & επιρροητικών ασφαλίσεων	786.056.810			1.236.293.294		
4 Λοιπά λογαριασμοί τόνων 166.240.000				187.300.000		
	<u>952.296.810</u>			<u>1.423.593.294</u>		

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	1987		1986	
	Αξία κτήσης	Αποσβέσιμος	Αξία κτήσης	Αποσβέσιμος
Α ΊΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ				
1 Κεφάλαιο μετόχων				
5.774.170 μετοχές των 100 δρ.				
1 Καταβληθέντα	977.417.300		977.417.000	
2 Διαφορά από εισαχ. μετόχων υπέρ το ονομα	46.067.550		46.067.550	
IV Απορροακ. κεφάλαια				
1 Τακτικά αποδοκ. 85.287.112		74.241.520		
4 Επένδυτ. αποδοκ. 15.662.401		15.662.401		
5 Απορροακ. από άλλα οφελ. διατάξεις				
Πάγια αποπληρωθέντων τόνων Νομού 849.778	43.100.057		43.100.057	
Νομού 11.16.81	133.042.367		133.042.087	
Νομού 11.16.81	14.214.501		14.214.501	
Νομού 1262.82	245.112.500		230.450.623	
	<u>536.419.425</u>		<u>510.711.169</u>	
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	<u>1.559.904.243</u>		<u>1.534.185.739</u>	
Β ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ				
1 Προβλεπ. για αποπληρωμ. προεπληρωμ. λογ. εξόδων από την εισπραχ. 146.214.395		30.000.000		
2 Άλλες προβλεπ. 885.116		8.000.000		
	<u>147.199.511</u>	<u>38.000.000</u>		
Γ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
1 Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
2 Δάνεια τραπεζών	544.465.300		693.105.961	
3 Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1 Προκαταβ. 146.671.706		134.216.035		
2 Προκαταβ. τραπεζών 1.729.474.118		1.341.970.456		
Μικροπ. Μη δεδουλευμένα τόκοι 151.132.549		41.509.852		
3 Τραπεζ. λογαριασμοί				
Βραχυπρόθεσμες υποχρεωσ. συν. 1.049.346.864		793.231.508		
4 Προκαταβ. πελατών 560.710		0		
5 Υποχρεωσ. από φοροκ. τόνων 98.534.363		168.105.627		
6 Απορροακ. οφελών 55.930.873		51.967.384		
7 Μακροπρόθεσμες υποχρεωσ. τραπεζών στην εισπραχ. χρήση 150.289.470		169.410.012		
10 Μεταφορικά υποχρεωσ. 218.619.371		302.566.500		
11 Πολυτάμ. διαφορά 79.894.193		54.190.684		
	<u>3.375.366.798</u>	<u>3.473.848.554</u>		
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	<u>3.820.473.597</u>	<u>4.166.954.515</u>		
Δ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ				
1 Έξοδα εισπραχ. δανείων 46.320.452		0		
2 Έξοδα εισπραχ. δεδουλευμένα 7.315.647		7.500.527		
	<u>53.636.099</u>	<u>7.500.527</u>		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	<u>5.481.221.243</u>		<u>5.748.750.281</u>	
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΗΣ ΜΕΤΩΤΩΝ				
2 Πολυτάμ. λογαριασμοί συλλογών & επιρροητικών ασφαλίσεων 789.056.810		1.236.293.294		
4 Λοιπά λογαριασμοί τόνων 166.240.000		187.300.000		
	<u>955.296.810</u>	<u>1.423.593.294</u>		

Σημειώσεις
α) Στο παλιό στοιχεία της 1ης έκδοσης είναι γραμμένες οι πληροφορίες
από χρόνο 1.674.200.000 δρχ. ή της 31/12/1987 οι πληροφορίες μας από
επιδόσεις ετήσιων και ετών αποδοκ. από τον περ. 50.000.000
δρχ. Προβλεπ. η αυτές ως απαιτήσεις δεν εδω. ένα κα αυτο γιατί και
παλιό τακτ. της Εταιρείας να λογίζονται από την εισπραχ. τους γ. Ο. &
προβλεπ. - επίδικα πελάτες & χρηματ. (Ελληνικό Δημόσιο) είναι
30.912.671 δρχ. αποτελείται το 20% περίπου των εφελ. των διαφοράς
της Εταιρείας. Προβλεπ. η αυτές ως φορολογ. διαφοράς δεν εδω. η
να, και η απαίτηση της Εταιρείας απ' αυτούς τους φοροκ. θεωρείται η
βασ.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
(22η χρήση 31/12/1987 - 31/12/1987)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	1987	1986		1987	1986
I ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ					
Καθαρά κέρδη χρήσης	8.866.333.787	7.737.466.668	Καθαρά κέρδη χρήσης	226.911.834	411.674.565
Μείων: Φόρος πώλησης	7.179.378.413	6.254.314.892	Μείων: 1 Φόρος αποδόματος	57.664.950	65.879.831
Μετα κέρδη εκμετάλλευσης	1.486.855.374	1.483.171.776	ΚΕΡΗΝ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	163.246.884	345.794.734
Μείων: Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	61.383.720	85.775.416			
ΣΥΝΟΛΟ	1.547.348.884	1.568.947.192	Η διαθεση των κερδών γίνεται ως εξής:		
Μείων: 1 Έσοδα διοικητικής λειτουργίας	228.602.418	268.324.588	1 Τακτικά αποδόματα	11.245.582	20.983.726
2 Αποδομικός απολύτως προοιμιωκό λογ/σμού εφόδου από την υπηρεσία	24.225.968	0	2 Μερίσμα 14% στο κεφάλαιο	136.638.380	234.580.086
3 Έσοδα λειτουργίας διαβίωσης	208.408.654	197.256.304	6 Αφαιρούμενα αποδόματα Ν 1282/82	14.682.312	39.880.326
ΜΕΡΙΣΜΑ ΚΕΡΗΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	1.886.112.884	1.163.367.322	7 Αφαιρέσι διοικητικού Συμβουλίου	700.000	750.000
Μείων: 4 Ποσοτικά τόκα & αμοιβή εφόδου	231.351.377	283.308.186	Υπόλοιπα Κερδών σε κ/ο	0	0
Μείων: 3 Κοινοτικά τόκα & αμοιβή εφόδου	944.518.987	713.167.580		163.246.884	345.794.734
ΘΑΙΣΙΑ ΚΕΡΗΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	372.844.464	658.581.274			
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
Μείων: 1 Έκτακτα & ανώμαλα έσοδα	51.485.469	26.830.663			
2 Έσοδα προμηθευτικών χρηστών	101.325.084	119.563.547			
3 Έσοδα από προβλεπόμενες προμήθειες χρηστών	38.000.000	20.000.000			
Μείων: 1 Έκτακτα & ανώμαλα εφόδα	84.082.180	204.140.777			
2 Έκτακτες ζημιές	103.965.714	46.298.307			
3 Έσοδα προμηθευτικών χρηστών	88.896	1.422.248			
4 Προβλεπόμενα για έκτακτους ανώμαλους	78.000.000	86.000.000			
ΟΡΓΑΝΙΚΑ & ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΕΡΗΝ	297.818.297	483.144.182			
Σύνολο κερδών όλων στοιχείων	340.470.985	314.310.223			
Μείων: Σε αυτήν αλληλ. ενσωματώμενες στο λειτουργικό κόστος	(263.764.612)	(76.706.373)			
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΗΝ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	226.911.834	411.674.565			

Καλλιθέα, 30 Μαρτίου 1988

Ο Διοικητής Συμβουλίου
Νίκος Ε. Τσίγκας
Δ.Τ. Γ 220628

Ο Ανταρμόβρος
του Διοικητικού Συμβουλίου
Βασίλειος Α. Χαροκόπουρος
Δ.Τ. Μ 327117

Ο Υπεύθυνος για τη
Διαβίωση του Λογιστηρίου
Βασίλειος Μ. Μπούσης
Δ.Τ. Γ 310684

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανωνύμης Εταιρείας ΜΕΛΛΑΣ GAN - Βασιλειόπουλο Καλλιθέα

Ελέγχσαμε τις ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις, καθώς και το σχετικό Προσάρτημα της Ανωνύμης Εταιρείας ΜΕΛΛΑΣ GAN - Βασιλειόπουλο Καλλιθέα της εταιρικής χρήσης που υπήλξε την 31η Δεκεμβρίου 1987. Ο έλεγχός μας, στα πλαίσια του οποίου λάβαμε και γνησίως πλήρεις λογιστικούς απολογισμούς των εργασιών των υποκαταστημάτων της Εταιρείας έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 2 του ν.κ.λ. Ν 2190/1920 (π.δ.σ. 1920/1920) και τις ελεγκτικές διαδικασίες που κινήσαμε κατάλληλας βάσει των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το Σύνταγμα Ελληνική Ορκωτών Λογιστών. Τέθηκαν στη διάθεσή μας τα βιβλία και στοιχεία που τηρείται η Εταιρεία και μας δόθηκαν οι αναγκαίες για τον έλεγχο πληροφορίες και επιβεβαιώσεις που ζητήσαμε. Στα βιβλία της Εταιρείας εχρησιμοποιήθηκαν κανονικά λογαριασμοί και στους παραρτήματα δεν περιλαμβάνεται η μέθοδος απογραφής σε σχέση με την προηγούμενη Χρήση, επίσης από μικρή αλλαγή που έγινε για τη βελτίωση της μεθόδου καταχώρησης των προϊόντων της Εταιρείας, η επίρροή της οποίας είναι αμελητέα (στην οικονομική κατάσταση της Εταιρείας). Επίσης, σημειώνεται ότι για το προηγούμενο Χρήση που αρχαίοταν στις 31/12/1987, η Εταιρεία εφαρμόζοντας τις νέες διατάξεις που κ.λ.δ. 1920/1920, σύμφωνα με την Χρήση 1987 προέβλεπε για απολύτως του προοιμιωκού αυτού λογ/σμού εφόδου από την υπηρεσία, με μέθοδο διαφορετική από αυτήν που εφαρμόζονταν κατά τις προηγούμενες χρήσεις. Εάν η Εταιρεία είχε ακολουθήσει την ίδια μέθοδο με την προηγούμενη Χρήση, τα κέρδη της Χρήσης 1987 θα ήταν μεγαλύτερα κατά 13.000.000 Δρχ. περίπου. Επισημαίνουμε τη αμελητέα του περιεχομένου της Έκθεσης Διαβίωσης του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων με τις σχετικές Οικονομικές Καταστάσεις. Το Προσάρτημα περιλαμβάνει τις πληροφορίες που προβλέπονται από την παρ. 1 του άρθρου 43α του ν.κ.λ. Ν 2190/1920. Από τον παραπάνω έλεγχο μας προέκυψε ότι τα Αποτελέσματα Χρήσης δεν επιβαρύνθηκαν με την "Έκτακτη Εφ' Αποφ. Διαφορά", ύψους 33.000.000 Δρχ. περίπου, που επιβλήθηκε με βάση τη 3/1981-15.3.88 απόφαση του Υπουργείου Οικονομικών, η οποία ενδόθηκε μετά την ημερομηνία αλληλ. ενσωματώσεως των Οικονομικών Καταστάσεων της Εταιρείας. Οι ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της Εταιρείας και, μαζί με το Προσάρτημα, είναι ληθικά υπόψη η παραπάνω παρατήρησή μας και οι σημειώσεις της Έκθεσης απολογισμού, βάσει των σχετικών διατάξεων που κηρύχθηκαν και υιοθετήθηκαν, οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδοξίες και δεν διαφέρουν από εκείνες που η Εταιρεία εφαρμόζει στην προηγούμενη Χρήση, όπως από τις παραπάνω περιπτώσεις της βελτίωσης της μεθόδου ως Λογιστική και της πρόβλεψής της για απολύτως του προοιμιωκού, την περιουσιακή διαφορά και τη χρηματοοικονομική θέση (Οικονομική Κατάσταση) της Εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1987, καθώς και το οποίο από τα πιο κερδοφόρα που ελέγησαν στην προηγούμενη Χρήση.

Αθήνα, 28 Μαρτίου 1988

Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ
Δημήτριος Χ. Ζαχαρόπουλος
Δ.Τ. Γ 131837

Πίνακας VII

HELLAS CAN A.E. - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΥΤΙΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1988 - (23η ΧΡΗΣΗ 1.1 - 31.12.1988)
 [Μητρώο Α. Ε. Νομαρχίας Πειραιά 6499/02/Β/84/380]

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	Χρόνος 1988			Χρόνος 1987		
	Αξία κτήσης	Αποσβέσιμος	Απομείνου αξία	Αξία κτήσης	Αποσβέσιμος	Απομείνου αξία
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ						
1. Έξοδα ίδρυσης & πρώτης εγκατάστασης	14.440.850	11.562.648	2.888.202	14.440.850	10.108.568	4.332.282
3. Ταμια δαπάνων κατασκευαστικής περιόδου	22.088.623	17.670.904	4.417.719	22.088.623	15.462.040	6.626.583
4. Άλλα έξοδα εγκατάστασης	121.129.839	48.451.906	72.677.933	121.129.839	24.225.968	96.903.871
	<u>157.658.312</u>	<u>77.675.458</u>	<u>79.983.824</u>	<u>157.658.312</u>	<u>49.796.576</u>	<u>107.861.736</u>
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
II. Ενσώματες ακινητοποιήσεις						
1. Γηπέδα οικοπέδα	232.240.335	0	232.240.335	74.775.783	0	74.775.783
3. Κτίρια & τεχνικά έργα	1.922.382.318	636.529.180	385.853.138	536.987.529	345.235.784	191.751.745
4. Μηχανήματα & τεχνικά εργαλεία						
& λοιπών μηχανολογικών εξοπλισμών	2.151.075.886	1.474.629.216	676.446.680	1.848.113.154	1.239.901.703	608.211.451
5. Μεταφορικά μέσα	139.535.055	55.156.965	84.378.090	108.808.546	44.089.371	64.719.177
6. Επιστά & λοιπών εξοπλισμών	220.644.038	169.107.934	51.536.104	210.783.317	142.715.590	68.067.727
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	3.765.887.642	2.335.423.295	1.430.464.347	2.778.478.331	1.771.942.448	1.007.535.883
III. Στοιχεία & άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
7. Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			1.988			1.987
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		1.444.223.832		1.042.887.838		
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
I. Αποθέματα						
2. Προϊόντα έτοιμα & ημιτελή υποπροϊόντα & υπολείμματα		992.996.536		950.443.493		
4. Πρωτότυπα & βοηθητικές υλίες ανάλογα υλικά ανταλλακτικά & αλλη αντικείμενα		1.128.176.532		1.285.283.344		
5. Πρωτογενή για αγορά αποθέματα		179.646.165		181.995.302		
		<u>2.300.819.233</u>		<u>2.417.722.139</u>		
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες	1.635.549.195		2.178.704.022		2.178.704.022	
Μεσω Προβλεψη υποχρεώσεων	545.000.000	1.090.549.195	370.000.000	1.908.704.022		
2. Γραμμάτια ασφαλείας						
κατασκευαστικών μέσων τα προεξοφληθέντα μεταβιβάσιμα προς (α) (β)	52.669.645		78.678.664			
Στις τραπεζές για ασφαλείες	189.322.415		7.853.844			
Στις τραπεζές σε έγχυση	72.340.000		46.544.822			
	<u>314.332.060</u>		<u>133.077.330</u>			
Μεσω Μη βεβαιωμένα ποσά	4.736.174	309.595.886	10.754.906	122.322.425		
3. Γραμμάτια σε κλιμακωτό		25.210.000		31.126.856		
9. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις ασφαλείας στην επόμενη χρήση		4.723.072		3.134.014		
10. Επιδόσεις επί των πελατών & χρηστών (Ελληνικό Δημόσιο)		9.158.568		30.912.671		
11. Κινητές διαφορές		7.700.640		5.579.238		
11α. Χρεώστος Ελληνικό Δημόσιο		95.852.725		48.342.158		
12. Αναρωσίου διαφοράς προεξοφληθέν & πιστωσίου		30.377.113		9.716.775		
		<u>1.573.167.199</u>		<u>2.060.438.158</u>		
III. Χρεωστικά						
3. Άλλα χρεωστικά		690.346.197		0		
IV. Διακείμενα						
1. Ταμείο		374.574		695.849		
3. Καταθέσεις όψεως & προέσιμος		57.021.045		49.942.922		
		<u>57.395.619</u>		<u>50.638.771</u>		
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		4.421.728.248		4.528.798.948		
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΑΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
1. Έξοδα εποχικών χρήσεων		2.568.289		1.561.601		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		5.948.484.192		5.681.221.243		
ΑΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΗΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ						
2. Χρεωστικά λογαριασμοί εγγυησίων & εμπεδοσίων ασφαλείων		983.179.257		789.056.810		
4. Άλλα λογαριασμοί πώσης		0		166.240.000		
		<u>983.179.257</u>		<u>955.296.810</u>		

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	1988		1987	
	1988	1987	1988	1987
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ				
I. Κεφάλαιο μετόχων				
<u>112.506.250 μετοχές των 100 δραχ.</u>				
1. Καταβληθέντα	1.250.625.000	977.417.000		
4. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το όνομα	48.067.560	46.067.560		
IV. Αποθεσώσιμα κεφάλαια				
1. Ταμείο αποθεσώσιμα	108.384.845	85.287.112		
4. Επιστά αποθεσώσιμα	15.662.401	15.662.401		
V. Αφορολόγητα αποθέματα επί των διαφόρων				
- Πόσων αναπληρωσίων νόμων	43.100.057	43.100.057		
- Νόμου 848/78	133.042.087	133.042.087		
- Νόμου 1116/81	14.214.501	14.214.501		
- Νόμου 1782/82	280.795.078	245.113.535		
- Νόμου 1828/89	40.178.000	0		
- Άρθρου 10 του Α.Ν. 1486/7	16.940.764	0		
	<u>652.327.763</u>	<u>536.419.693</u>		
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.948.628.313	1.558.984.243		
B. ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ				
1. Προβλεψη για αποζημίωση προσωπικών λογών εξόδων από την υπηρεσία	181.006.610	146.214.086		
2. Άλλες προβλέψεις	61.552.676	985.214		
	<u>242.589.286</u>	<u>147.199.300</u>		
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
2. Δάνεια τραπεζών	699.765.706	544.485.300		
& λοιπών μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	2.383.583	0		
	<u>702.149.289</u>	<u>544.485.300</u>		
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
1. Προμηθευτές	2.466.272.271	146.787.966		
Μεσω Μη βεβαιωμένα ποσά	227.649.520	0		
2. Γραμμάτια πληρωτά	17.157.762	1.729.979.118		
Μεσω Μη βεβαιωμένα ποσά	0	151.158.649		
3. Τραπεζικές υποχρεώσεις				
βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	55.460.123	1.049.348.884		
4. Προεξοφληθέντα πωλητών	4.296.490	563.118		
5. Υποχρεώσεις από φορολογ. π.μ.	202.847.214	96.534.083		
6. Αποζημιωτικά οφειλόμενα	72.083.517	56.390.823		
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	144.719.663	150.089.470		
8. Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένους επιχειρηματίες	42.191.556	0		
10. Μετακείμενα πληρωτέα	145.989.053	218.619.311		
11. Πιστωτικές διαφορές	60.718.709	66.862.500		
	<u>2.984.086.838</u>	<u>3.362.356.614</u>		
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	3.688.246.127	3.807.441.914		
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΑΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ				
1. Έξοδα εποχικών χρήσεων	28.965.283	46.328.452		
2. Έξοδα ετήσιων βεβαιωσίων	41.683.183	20.347.325		
	<u>70.648.466</u>	<u>66.675.777</u>		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	5.948.484.192	5.681.221.243		
ΑΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ				
2. Πιστωτικά λογαριασμοί εγγυησίων & εμπεδοσίων ασφαλείων	983.179.257	789.056.810		
4. Άλλα λογαριασμοί πώσης	0	166.240.000		
	<u>983.179.257</u>	<u>955.296.810</u>		
Σημειώσεις:				
α) Στο παρόν στοιχεία της Εταιρείας έχουν υφαιρεθεί υποθέσεις & προσημασμένες υφιστάμενες 1.874.200.000 δραχ. β) Στις 31/12/1988 οι απαιτήσεις μας από επεδιοτούς εδωμένων με εγγυησίων ασφαλείων ήταν περίπου 30.000.000 δραχ. Προβλεψη γι' αυτές τις απαιτήσεις δεν έλα γιναι και αυτό γιατί είναι πάντα κεραική της Εταιρείας να λαμβάνει κατά την ασφαλεία τους γ) Οι ε-πιστώσεις - επί των πελατών & χρηστών (Ελληνικό Δημόσιο), ύψους 9.158.568 δραχ. αποτελούν το 20% περίπου των φορολογησίων διαφορών της Εταιρείας. Προβλεψη γι' αυτές τις φορολογησίων διαφορές δεν έλα γι να γιατί η απόδοση της Εταιρείας θεωρείται βέλπτη				

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
(31η Δεκεμβρίου 1/1/1988 - 31/12/1988)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	1988	1987	1988	1987
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ				
Μικτός συνολικός (πλεόνασμα)	8.645.798.327	8.855.333.787	Καθαρά κέρδη χρήσης	462.154.658
Μείων: Κόστος πωλημάτων	-7.561.622.642	7.179.378.413	Μείων: 1 Φόρος εισοδήματος	120.534.089
Μείων: Μετα κερών, αξιολογήσεις	1.884.175.880	1.485.955.374	ΚΕΡΗΝ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	341.620.570
Μείων: Άλλες αμοιβές αξιολογήσεις	<u>83.575.812</u>	<u>84.557.945</u>		<u>163.246.884</u>
ΥΠΕΡΟΛΟ	1.867.761.472	1.578.513.318	Η διάθεση των κερών γίνεται ως εξής:	
Μείων: 1 Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-282.720.004	-228.802.418	1 Τακτικό αποθεματικό	23.107.733
3 Έξοδα λειτουργίας διαθέσιμα	<u>-286.640.831</u>	<u>-208.408.654</u>	2 Μέρωμα 18% στο κεφάλαιο	225.112.500
			6 Αφρολόγητα αποθεματικά	
ΜΕΡΙΚΑ ΚΕΡΗΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	1.298.399.837	1.133.892.847	Ν 126282	35.681.543
Μείων: 3 Κέρδη πωλησης ομολόγων & χρηματιστηρίων	16.940.764	0	Ν 1429489	40.178.000
4 Πωλητικά τόκα & αμοιβή αμοιβή	166.135.810	231.351.377	Απόβλη 30 του Α.Μ. 148467	16.940.764
Μείων: 3 Χρηματικά τόκα & αμοιβή όρατα	<u>406.980.153</u>	<u>444.518.867</u>	7 Αμοιβές διοικητικού Συμβουλίου	800.000
			Υπερλοιπά Κερέων ας νέο	<u>0</u>
				<u>341.620.570</u>
ΣΑΛΑ ΚΕΡΗΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	774.477.288	429.234.867		<u>163.246.884</u>
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ				
Μείων: 1 Έκτακτο & ανώρμητο αμοιβή	30.930.034	41.883.900		
2 Έκτακτο κέρδη	5.012.531	10.500.018		
Μείων: 3 Αμοιβές προσημομένων χρημάτων	31.148.987	76.180.839		
Μείων: 4 Αμοιβές από προβλεπόμενες πραγματοποιημένες χρημάτων	0	67.082.472		
Μείων: 1 Έκτακτο & ανώρμητο αμοιβή	-24.592.639	64.839.503		
2 Έκτακτος όρατος	34.149.288	104.208.840		
3 Έξοδα προσημομένων χρημάτων	64.713.289	88.886		
4 Προβλεπόμενες για έκτακτους κινήσεις	<u>-135.000.000</u>	<u>78.000.000</u>		
ΟΡΓΑΝΙΚΑ & ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΕΡΗΝ	863.114.833	321.844.176		
Σύνολο αποθεμάτων τεταμένων στοιχείων	-387.882.988	340.470.985		
Μείων: 0 από άλλες οικονομικές σχέσεις στο λειτουργικό κόστος	<u>(268.923.124)</u>	<u>(208.959.874)</u>		
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΗΝ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΦΟΡΟΝ	462.154.658	238.911.834		

Καθήκον, 27 Μαρτίου 1989

Ο Προέδρος του Διοικητικού Συμβουλίου & Διοικητήριου Συμβουλίου
Μιχάλης Ε. Τσιφός
Δ.Τ. Ε 414434

Ο Αντιπρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου
Θεόδωρος Α. Καραθωμάς
Δ.Τ. Μ 327117

Ο Διοικητής Οικονομικών Υπηρεσιών
Βασίλης Κ. Κελεσιόπουλος
Δ.Τ. Α 088011

Ο Υπεύθυνος για τη Διαβίβαση του Λογαριασμού
Βασίλης Μ. Μιχαηλίδης
Δ.Τ. Γ 310884

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΒΑΣΙΛΕΥΣΗΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥ ΔΕΛΤΑ
Προς τους κ.κ. Μέλη της Ανώνυμης Εταιρείας HELLAS CAM - Βουλγαρίας Κύπρου

Εξαιτίας της ανεπίσημης Οικονομικής Κατάστασης καθώς και το σχετικό Προαρκτήριο της Ανώνυμης Εταιρείας HELLAS CAM - Βουλγαρίας Κύπρου της εταιρείας χρήσης που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 1988 ο ελεγκτής μας στο πλαίσιο του οποίου λήγαμε και ύψους πλήρους λογιστικού απολογισμού των εργασιών των υποκαταστημάτων της Εταιρείας έγινε συμφωνία με τις διατάξεις του άρθρου 37 του κ.ν.δ. Ν 2190/1920 (π.δ. Ανώνυμης Εταιρείας) και τις ελεγκτικές διαδικασίες που κρίνουμε κατάλληλες βάσει των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το Συμβ. Ελλήνων Ορκωτών Λογιστών Τέθηκαν στη διάθεσή μας τα βιβλία και στοιχεία που τηρούσε η Εταιρεία και μας δόθηκαν οι αναγκαίες για τον έλεγχο πληροφορίες και επιβεβαιώσεις που ζητήσαμε. Στο βιβλίο της Εταιρείας έχει τηρηθεί κανονικά λογαριασμός κόστους παραγωγής με τη μέθοδο του "Προτύπου Κόστους". Δεν τροποποιήθηκε η μέθοδος απογραφής ως σχέση με την πραγματική χρήση. Επαληθεύσαμε τη συμφωνία του περιεχομένου της Ετήσιας Διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων με τις σχετικές Οικονομικές Κατάστασεις. Το Προαρκτήριο περιλαμβάνει τις πληροφορίες που προβλέπονται από την παρ. 1 του άρθρου 43α του κ.ν.δ. Ν 2190/1920. Από τον παρ. 2 του άρθρου 43α του κ.ν.δ. Ν 2190/1920 προκύπτει η αξία των κονδυλίων του Παιγίου Ενεργητικού Υπερέβα - ανεπίβλητο (Γ.Α.1) κατά Δρχ. 146.082.980 και "Κέρδη & τεχνικά έργα" (Γ.Α.2) κατά Δρχ. 333.237.261, καθώς και οι αντιστοιχιζόμενες αποθεματικά των κερών κατά Δρχ. 206.112.912. Η προκύπτουσα υπερέβα από την παραπάνω αναπροσαρμογή, Δρχ. 273.237.438, κεφαλαιοποιήθηκε μέσω στη χρήση 1988. Εξαιτίας της παραπάνω αναπροσαρμογής στη χρήση 1988 υποκαταστάθηκαν περιουσιακές αποθεματικά από την πραγματική χρήση, ύψους Δρχ. 10.000.000 περίπου. 2) Σε αντίθεση με την πραγματική χρήση, τα αποτελέσματα της χρήσης 1988, μετά από σχετική δόξα της Τροπικής της Ελλάδος, επιβαρύνθηκαν με "δικαιώματα τεχνικής βοήθειας" ύψους Δρχ. 42.191.556. Το ποσό αυτό, που περιλαμβάνεται στο κονδύλιο "Έξοδα λειτουργίας διαθέσιμα" της Κατάστασης Λογαριασμού Ανώνυμης Εταιρείας, κατατέθηκε σε δεσμευμένο λογαριασμό μέσω στο πρώτο τρίμηνο του 1989. Οι ανεπίσημες Οικονομικές Κατάστασεις προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της Εταιρείας και, μαζί με το Προαρκτήριο, με την κλήση υπόψη οι παραπάνω παρατηρήσεις μας, απαντώντων, βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και λογιστικών αρχών, οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδοχές και δεν διαφέρουν από εκείνες που η Ε.Ε. είναι υποχρεωμένη στην πραγματική χρήση, εκτός από την περίπτωση της παραπάνω παρατήρησής μας παρ. 2, την περιουσιακή διαβίβαση και τη χρηματοοικονομική θέση (Οικονομική Κατάσταση) της Εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1988, καθώς και τα αποτελέσματα της χρήσης που έληξε αυτή την ημερομηνία.

Αθήνα, 3 Απριλίου 1989

Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ
Δημήτριος Χ. Ζηράνης
Δ.Τ. Ι 131637

10 II

Πίνακας VIII

HELLAS CAN A.E. - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΥΤΙΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 3ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1989 - (24η ΧΡΗΣΗ 1.1 - 31.12.1989)

[Μητρώο Α. Ε. Νομολογίας Πρωτοδικού 6499/02/Β/86/380]

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	Χρήμα 1988			Χρήμα 1989		
	Αξία κτήμας	Αποβιώσεις	Ανακτήσιμα αξία	Αξία κτήμας	Αποβιώσεις	Ανακτήσιμα αξία
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ						
1 Έξοδα ίδρυσης & πρώτης εγκατάστασης	14 440 850	-12 996 728	1 444 122	14 440 850	-11 562 648	2 888 202
3 Τόκοι δανείων κατ'εξουσιοδοτημένες περιόδους	22 088 623	-19 879 768	2 208 856	22 088 623	-17 670 904	4 417 719
4 Άλλα έξοδα εγκατάστασης	121 129 839	72 677 896	48 451 943	121 129 839	48 451 906	72 677 900
	<u>157 659 312</u>	<u>-106 554 392</u>	<u>52 104 920</u>	<u>157 659 312</u>	<u>77 675 488</u>	<u>79 983 824</u>
Γ. ΠΑΛΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
II Ενομήσιμες αμνηστονήσιμες						
1 Γηπέδα ασημένια	253 940 335	0	253 940 335	232 240 335	0	232 240 335
3 Κτίρια & εξοπλισμός	1 086 608 595	-725 498 217	370 110 378	1 022 382 318	-636 529 180	385 853 138
4 Μηχανήματα & άλλα μηχανολογικά εξαρτήματα	2 377 371 255	-1 782 801 490	614 569 766	2 151 075 896	-1 474 629 216	676 446 680
5 Μεταφορικά μέσα	159 784 860	72 729 065	87 055 795	139 525 055	55 156 966	84 378 080
6 Έπιπλα & λοιπά εξαρτήματα	301 144 734	200 826 201	100 328 533	220 644 038	-169 107 934	51 536 104
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΙΩΝ	4 187 849,779	-2.781.848.973	1.426.060.806	3.765.687.842	-2.335.423.295	1.430.464.347
III Έπιπλα, έπιπλα & άλλες μικροπροβλεπόμενες δαπάνες			1989			1988
7 Λοιπές μικροπροβλεπόμενες δαπάνες			9 126 411			13 759 485
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΛΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Γ+Β+III)			1.435.187.217			1.444.223.832
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
1 Αποθεστά						0
2 Προμήθειες & πρώτες ύλες			150 373 502			982 996 536
4 Προμήθειες & βοηθητικές ύλες & αναλώσιμα υλικά			676 454 904			1 128 176 532
5 Προμήθειες για αγοράς αποβλήτων			1 587 844 441			28 385 660
			<u>2 417 199 066</u>			<u>2 141 558 728</u>
II Απαιτήσεις						
1 Πάγια				1 635 549 195		545 000 000
Μικρον Προβλεπόμενες, στεφάνια	1 906 031 171	432 000 000	1 474 031 171	1 090 549 195		
2 Γραμμάτια απαιτήσεων						
Μικροπροβλεπόμενα μέσα τα προσβλεπόμενα			0	52 669 645		
Στις περιόδους για αμνηστον	386 180 445		386 180 445	189 322 415		
Στις περιόδους σε σύμφωνη	0		0	72 340 000		
	<u>386 180 445</u>		<u>386 180 445</u>	<u>314 332 060</u>		<u>309 595 886</u>
Μικρον Μη δεδομένα μέσα τα	2 875 581		383 284 854	4 736 174		25 210 000
3 Γραμμάτια σε καθυστέρηση			25 000 000	4 723 072		9 158 568
9 Μικροπροβλεπόμενες απαιτήσεις διαπραγμάτευσης στην επόμενη περίοδο			4 723 074	9 158 568		7 700 640
10 Επιδράσεις επί των πελατών & χρηστών (Ελληνικό Δημόσιο)			9 158 568	95 852 725		30 377 113
11 Χρεώστες Βοηθήματα			10 967 710	1 573 167 199		
11α Χρεώστες Ελληνικό Δημόσιο			65 181 497			
12 Αποβλήματα διαδραστηριότητας προκαταβολών & πελατών			8 463 101			
			<u>1 980 809 975</u>	<u>1 573 167 199</u>		<u>490 346 197</u>
III Υπερπληρωμένα			842 000 000			374 574
IV Διάφορα						57 021 045
1 Τόκοι			4 036 619			57 395 619
3 Καταθέσεις οφειλών & προβλεπόμενες			95 766 912			
			<u>99 803 531</u>			
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Δ+Β+Γ+Δ+III+IV)			5.339.813.575			4.270.467.743
Ε. ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΔΟΓΜΑΤΙΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
1 Έξοδα επόμενων περιόδων			1 779 815			9 330 373
3 Λοιπά μεταβλητά λογάριασμα Ενεργητικού			623 247 723			144 488 420
			<u>625 027 538</u>			<u>153 818 793</u>
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)			7.452.872.250			5.948.494.192
ΔΟΓΜΑΤΙΣΜΩΝ ΤΑΣΗΣ ΧΡΕΔΙΤΩΝ						
2 Χρεωστικά λογάριασμα συλλεγμένα						983 179 257
5 Επιδράσεις των ασφαλιστών			467 824 213			

Σημειώσεις:
 1) Στο παλαιό στοιχεία της Εταιρείας έχουν γραφτεί υποθήκες & προσημειώσεις ύψους 3.780.200.000 Δρχ. 2) Στις 31/12/1989 οι απαιτήσεις μας από επενδυτικές ελλείψεις και εξόδων εκτελεστικές ήταν περίπου 17.000.000 Δρχ. Προβλεπήν οι αυτές τις απαιτήσεις δεν έχω για να αυτο για να είναι παλαιά τα στοιχεία της Εταιρείας να λογίζονται κατά την απογραφή τους. 3) Λοιπά μεταβλητά στις μεθόδους αμνηστον των εσόδων των ενδύων των στην παρούσα χρήση οι αντιστοιχία με την προηγούμενη συγκριτική προβλεπήν 70.000.000 Δρχ. για αποβλήτων αποβλήτων ανταλλακτικών και προβλεπήν 100.000.000 Δρχ. για ενδεδειγμένες υποχρεώσεις ο ενδύ μας πραγματοποιήθηκαν των οποίων υπήρχε και κατά την 31/12/88. 4) Οι υποχρεώσεις από φόρους και τέλη θα μειωθούν κατά 31.604.756 Δρχ. στη διάρκεια του φετινού αποβλήτων που θα υποβληθούν. Λοιπά επηρεάζονται του νέου νόμου περί φορολογίας αποβλήτων (N. 1882 άρθρο 10 γγ), ο οποίος δηλώνεται μετά την πραγματοποίηση αυτών και έκτακτη των Οικονομικών Καταστάσεων της Εταιρείας.

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	1988		1989	
	Αξία κτήμας	Αποβιώσεις	Αξία κτήμας	Αποβιώσεις
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ				
I Κεφάλαιο μετρητών				
[12 506 250 μισθός των ΚΟΕ ΔΑΤ.]				
1 Καταβληθέντα	1 250 625 000		1 250 625 000	
II Διάφορα από διάφορα μετρητών υπέρ το άρθε	46 067 556		46 067 556	
IV Αποβλήτων κεφάλαια				
1 Τόκοι αποβλήτων	158 224 991		108 394 845	
4 Έκτακτη αποβλήτων	15 882 401		15 882 401	
5 Αποβλήτων απόβλητων αδελφών διατάξεων				
- Πάγια αναπληρωθέντων νόμων	43 100 057		43 100 057	
- Νόμοι 848/78	133 342 087		133 342 087	
- Νόμοι 1116/81	14 214 501		14 214 501	
- Νόμοι 1262/82	387 103 907		290 795 078	
- Νόμοι 1828/88	160 322 957		40 176 000	
- Άρθρο 10 του Α.Μ. 148/67	63 675 023		16 940 764	
	<u>985 945 919</u>		<u>692 327 363</u>	
V Αποβλήτων σε νέο				
Υποβληθέντων κερδών χρήσης σε νέο	106 296 724		0	
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ΑΙ+ΑII+ΑIV+AV)	2.382.833.193		1.949.020.313	
B. ΠΡΟΒΛΕΠΕΙΣ ΓΙΑ ΚΑΘΥΠΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ				
1 Προβλεπόμενες για αποβλήτων προαπαιτήτων				
Λοιπά εξόδων από την υπηρεσία	231 163 175		181 036 610	
2 Λοιπές προβλεπόμενες	204 523 512		61 552 676	
	<u>435 686 687</u>		<u>242 589 286</u>	
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
I Μικροπροβλεπόμενες υποχρεώσεις				
1 Οικονομικά δάνεια	600 000 000		300 000 000	
2 Δάνεια τραπεζών	673 600 000		399 765 706	
8 Λοιπές μικροπροβλεπόμενες υποχρεώσεις	0		2 383 583	
	<u>1 273 600 000</u>		<u>702 149 289</u>	
II Διμεσοπροβλεπόμενες υποχρεώσεις				
1 Προμηθευτές	2 383 406 536		2 466 272 271	
Μικρον Μη δεδομένα μέσα τα	54 141 792		227 649 520	
2 Γραμμάτια πληρωτέα	0		17 167 762	
3 Τραπεζικές λογαριασμούς				
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3 376 349		14 430 122	
4 Προκαταβολές πελατών	13 885 279		4 296 490	
5 Υποχρεώσεις από φόρους & τέλη	400 857 395		202 847 214	
6 Ασφαλιστικά οφειλόμενα	83 456 085		72 083 517	
7 Μικροπροβλεπόμενες υποχρεώσεις & πληρωτέα στην επόμενη περίοδο	131 166 706		144 719 663	
8 Υποχρεώσεις προς συνάδελφους ως επενδυτές	56 088 731		42 191 566	
10 Μικροπληρωτέα πληρωτέα	194 665 405		145 999 053	
11 Παθητικές διατάξεις	65 352 430		60 718 708	
	<u>3 278 121 116</u>		<u>2 943 066 837</u>	
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (Γ+Β+Γ)	4.531.721.118		3.845.216.126	
Δ. ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΔΟΓΜΑΤΙΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ				
1 Έξοδα επόμενων περιόδων	0		28 965 283	
2 Έξοδα χρήσης διανομής	72 629 252		82 713 184	
	<u>72 629 252</u>		<u>111 668 467</u>	
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α+Β+Γ+Δ)	7.452.872.250		5.948.494.192	
ΔΟΓΜΑΤΙΣΜΩΝ ΤΑΣΗΣ ΠΛΗΤΩΣΙΩΝ				
2 Παθητικά λογάριασμα συλλεγμένα & επιρροώντων ασφαλιστών			467 824 213	
			<u>983 179 257</u>	

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

(24η χρήση 1/1/1989 - 31/12/1989)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	1989	1988		1988	1987
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ					
Κυβερν. εσόδων (πληρωσιμ.)	11.800.084.801	9.545.798.302	Καθαρά κέρδη χρήσης	996.602.923	462.154.659
Μειών: Κόστος πωλησιών	<u>8.973.890.526</u>	<u>7.561.622.442</u>	Μειών: 1 Φόρος εισοδήματος	<u>252.838.043</u>	<u>120.534.089</u>
Μετα κερδή αντιμετώπισης	2.826.194.275	1.984.175.880	ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	743.764.880	341.620.570
Πλέον: Άλλα έσοδα αντιμετώπισης	<u>87.574.380</u>	<u>83.575.612</u>	Η διάθεση των κερδών γίνεται ως εξής:		
ΣΥΝΟΛΟ	2.713.768.656	2.067.751.472	1 Τακτικό αποθέμα	49.800.146	23.107.723
Μειών: 1 Έσοδα δικαστικής λειτουργίας	-394.746.142	-283.161.830	2 Μερίσματα 24% στο κέρμα	300.150.000	225.112.500
3 Έσοδα λειτουργίας διάθεσης	<u>-366.438.646</u>	<u>-780.184.717</u>	6 Αφαιρούμενα αποθέματα		
ΜΕΡΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	1.952.583.868	1.407.407.911	- Μ 128382	116.308.829	35.681.543
Πλέον: 3 Κέρδη πώλησης ακινήτων & διαγραφών	46.734.259	16.940.764	- Μ 182869	120.744.922	40.178.000
4 Πωλησιών τόκων & αμοιβών εσόδων	116.540.027	106.135.970	- Αφείρου 10 του Α.Ν. 14867	46.734.259	16.940.764
Μειών: 3 Χρηματικά τόκων & αμοιβών εσόδων	<u>-831.555.192</u>	<u>-806.980.151</u>	7 Αμοιβές δικαστικού Συμβούλου	600.000	600.000
ΟΛΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	1.286.302.952	873.782.432	Υπόλοιπα κερδών ατ νεο	109.396.724	0
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ				<u>743.764.880</u>	<u>341.620.570</u>
Πλέον: 1 Έκτακτα & ανόργανα έσοδα	33.557.946	30.930.034			
2 Έκτακτα κέρδη	26.616.279	5.012.531			
3 Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	28.990.866	31.148.907			
4 Έσοδα από προβλεπόμενες προηγούμενων χρήσεων	<u>178.139.306</u>	<u>267.304.386</u>			
Μειών: 1 Έκτακτα & ανόργανα έσοδα	-83.306.067	-24.582.638			
1α Έκτακτη απώλεια	-49.715.526	-34.215.808			
2 Έκτακτα ζημιές	0	33.455.953			
3 Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	38.660	30.487.461			
4 Προβλεπόμενα έκτακτα κέρδη	<u>-278.587.181</u>	<u>-412.278.424</u>			
ΟΡΓΑΝΙΚΑ & ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΕΡΔΗ	1.146.338.834	863.114.633			
Συναφ. προβλεπόμενων πηγών στοιχείων	-470.045.406	-367.882.888			
Μειών: 0 από αυτές ονομαστικές στο λειτουργικό κόστος	<u>(326.317.094)</u>	<u>(143.728.011)</u>			
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	996.602.923	462.154.659			

Καλλιθέα, 21 Μαρτίου 1990

Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου
& Διοικητικό Συμβούλου
Ηλίας Ε. Τσιγκός
Δ.Τ. Ε 414634

Ο Συμβούλος &
Διοικητής των Οικονομικών Υπηρεσιών
Βασίλης Κ. Κελεσιόπουλος
Δ.Τ. Α 088011

Ο Υπεύθυνος για τη
Διαβίβαση του Λογαριασμού
Βασίλης Μ. Μπουρής
Δ.Τ. Γ 310894

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς τους κ.κ. Μέλη της Διοίκησης Εταιρείας HELLAS CAN - Βιομηχανία Καπνών

Ελέγξαμε τις οικονομικές Καταστάσεις καθώς και το σχετικό Πρόσχημα της Ανώνυμης Εταιρείας HELLAS CAN - Βιομηχανία Καπνών της εταιρικής χρήσης που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 1989. Ο έλεγχος μας στηρίχθηκε στα στοιχεία που οφείλει και γνησία πληρούσε λογιστική απολογιστική των εσόδων των υποκαταστήματων της Εταιρείας έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 37 του κωδικοποιημένου Ν. 2190/1920 "Προσωπικών Εταιρειών" και τις ελεγκτικές διαδικασίες τις οποίες κρίναμε κατάλληλες βάσει των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το Ίδρυμα Ελληνικών Ορκωτών Λογιστών Τεθνησών στη διάθεση μας το βιβλίο με τίτλο "Προσωπικές Εταιρείες" Δεφ. προετοιμάστηκε η μέθοδος ελεγκτικής σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Επισημαίνουμε τη συμφωνία του περιεχομένου της έκθεσης διαφοράς του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων με τις σχετικές Οικονομικές Καταστάσεις. Το Πρόσχημα περιλαμβάνει τις πληροφορίες που προβλέπονται από την παράγραφο 1 του άρθρου 43α του κωδικοποιημένου Ν. 2190/1920. Οι ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις προετίθησαν από τα βιβλία και στοιχεία της Εταιρείας και μαζί με το Πρόσχημα αφού ληφθούν υπόψη οι παραπάνω σημειώσεις της Εταιρείας καθώς και οι ενδεχόμενες διενεργηθείσαν μικρότερου από το 36% των Καθαρών Κερδών πρέπει να εγκριθεί από τη Γενική Συνέλευση με πλειοψηφία του 95% του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου αποκλεισμών βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και Λογιστικών αρχών. Οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδειγματικές και δεν διαφέρουν από εκείνες που η Εταιρεία εφαρμόζει στην προηγούμενη χρήση, εκτός από την περίπτωση της παραπάνω σημειώσεως της Εταιρείας υπ' αριθμ. 3, την περιουσιακή διάρθρωση και τη χρηματοοικονομική θέση (Οικονομική Κατάσταση) της Εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1989, καθώς και τα αποτελέσματα της χρήσης που ελέγχεται στη συγκεκριμένη.

Αθήνα, 26 Μαρτίου 1990

Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ
Δημήτριος Χ. Ζυγροφός
Δ.Τ. Γ 131837

60 II

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
(24η Δεφνη 1/1/1989 - 31/12/1989)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	1989	1988
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ		
Μικρά κερδών πωλήσεων	11.800.084.801	9.545.798.302
Μικρά Κόστος πωλήσεων	<u>8.973.880.538</u>	<u>7.561.622.442</u>
Μεγάλα κερδών εκμετάλλευσης	2.826.204.275	1.984.175.860
Μείων: Άλλα οφείδα εκμετάλλευσης	<u>87.574.380</u>	<u>83.575.612</u>
ΥΠΟΛΟΝ	2.738.629.895	2.900.761.472
Μικρά: 1. Έσοδα διοικητικής λειτουργίας	394.746.142	283.101.830
3. Έσοδα λειτουργικής διαθεσης	<u>365.438.846</u>	<u>286.952.631</u>
Μείων: 3. Κόστος πωλήσης αμοιβαίων & χρηματιστηρίων	46.734.258	16.940.764
4. Πιστωτικά τόκα & συναφή έσοδα	116.540.027	186.136.870
Μικρά: 3. Χρεωστικά τόκα & συναφή έσοδα	<u>831.556.192</u>	<u>806.980.153</u>
	<u>668.285.906</u>	<u>623.913.579</u>
ΜΙΚΡΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	1.286.382.862	878.783.433
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ		
Μείων: 1. Εκτακτά & αναγκαστικά έσοδα	33.567.946	30.900.034
2. Εκτακτά κερδών	26.616.279	5.012.531
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	28.980.866	31.149.907
4. Έσοδα από προβλεπόμενα προηγούμενων χρήσεων	<u>178.139.206</u>	<u>71.474.612</u>
Μείων: 1. Εκτακτά & αναγκαστικά έσοδα	83.935.087	24.582.638
1α. Εκτακτά κερδών	49.715.526	34.215.808
2. Εκτακτά ζημιές	0	33.456.483
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	38.650	30.487.461
4. Προβλεπόμενα εκτακτά ενδύματα	<u>778.587.181</u>	<u>308.474.612</u>
	<u>412.276.424</u>	<u>429.235.983</u>
ΧΡΥΣΑΝΑ & ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΕΡΔΗ	1.148.338.894	883.114.833
Επίσης αποδοτικών πιστών στοιχείων	470.045.406	387.882.988
Μείων: Οι από αξίες ενδύματων πωληθέντων στο λειτουργικό κόστος	<u>(326.317.384)</u>	<u>(288.923.124)</u>
	<u>143.728.011</u>	<u>120.959.874</u>
ΛΑΒΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	984.897.823	462.154.669

	1989	1988
Καθαρά κερδών χρήσης	996.602.923	462.154.659
Μείων: 1. Φόρος εισοδήματος	<u>252.838.043</u>	<u>120.534.089</u>
ΚΕΡΔΗ ΠΡΙΝΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	743.764.880	341.620.570
Η διαθεση των κερδών γίνεται ως εξής:		
1. Τακτικό αποθεματικό	49.800.146	23.107.723
2. Μέρισμα 24% στο κεφάλαιο	300.150.000	225.112.500
6. Απορρολήσιμα αποθεματικά		
- Η 126282	116.308.829	35.681.543
- Η 182848	120.744.922	40.178.000
- Άρθρου 10 του Α.Ν. 14847	46.734.258	16.940.764
7. Αριθμός Διοικητικού Συμβουλίου	600.000	600.000
Υπολοιπά κερδών εν νεο	109.396.724	0
	<u>743.764.880</u>	<u>341.620.570</u>

Καλλίπολη, 21 Μαρτίου 1990

Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου
& Διοικητικό Συμβούλιο
Μιχάλης Ε. Τσίγκας
Δ.Τ. Ε 414434

Ο Σύμβουλος &
Διοικητικής των Οικονομικών Υπηρεσιών
Βασίλης Κ. Κελεσιόπουλος
Δ.Τ. Α 088011

Ο Υπεύθυνος για τη
Διαβίωση του Λογιστηρίου
Βασίλης Μ. Μπίναρης
Δ.Τ. Γ 310984

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ
Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανωνύμης Εταιρείας ΜΕΛΛΑΣ CAN - Βιομηχανία Καπνών

Ελέγχω τις οικονομικές Καταστάσεις καθώς και το σχετικά Προσάρτημα της Ανωνύμης Εταιρείας ΜΕΛΛΑΣ CAN - Βιομηχανία Καπνών της εταιρείας χρήσης που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 1989. Ο έλεγχος μας στο πλαίσιο του οποίου λάβαμε και γενική πλήρως λογιστική απολογιστική των εργασιών των υποκαταστημάτων της Εταιρείας έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 37 του κωδικοποιημένου Ν. 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιρειών" και τις ελεγκτικές διαδικασίες τις οποίες κινώμε κατάλληλα βάσει των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που εγκρίθηκαν το Συμβ. Ελληνικών Ορκωτών Λογιστών Τέθηκαν στη διάθεση μας τα βιβλία και στοιχεία που τήρησε η Εταιρεία και μας δόθηκαν οι στοιχεία για τον έλεγχο πληροφοριών και επεξεργασίας που ζητήσαμε. Τα βιβλία της Εταιρείας έχει τηρήσει κανονικά λογαριασμός κόστους παραγωγής με τη μέθοδο του "Προτύπου Κόστους". Δεν χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος απογραφής σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Επαληθεύσαμε τη σφειμότητα και περιεχομένου της Έκθεσης διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και προς την Τελική Γενική Συνέλευση των μετόχων, με τις σχετικές Οικονομικές Καταστάσεις. Το Προσάρτημα περιλαμβάνει τις πληροφορίες που προβλέπονται από την παράγραφο 1 του άρθρου 43α του κώδικα ποινών του Ν. 2190/1920. Οι ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της Εταιρείας και μετά με το Προσάρτημα, αφού ληφθούν υπόψη οι παραπάνω σημειώσεις της Εταιρείας καθώς και ότι η διανομή μερισμάτων μικρότερου από το 35% των Καθαρών Κερδών πρέπει να εγκριθεί από τη Γενική Συνέλευση με πλειοψηφία του 95% του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου, απεικονίζων βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και λογιστικών αρχών, οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδεκτές και δεν διαφέρουν από εκείνες που η Εταιρεία εφαρμόζει στην προηγούμενη χρήση, εκτός από την περίπτωση της παραπάνω σημειώσεως της Εταιρείας μετ' άρθρ. 3, την περιουσιακή διάρθρωση και τη χρηματοοικονομική θέση (Οικονομική Κατάσταση) της Εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1989, καθώς και τα αποτελέσματα της Χρησ. που έληξε αυτή την περίοδο.

Αθήνα, 26 Μαρτίου 1990

Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ
Δημήτριος Χ. Ζωγράφος
Δ.Τ. Γ 131837

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
(Στη βάση 1/1/1980 - 31/12/1980)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	1980	1980	1980	1980
ΕΠΙΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ				
ως ερwan (πληθυσμ)	15.896.297.749	11.899.034.891	Καθαρw κερw χρησης	1.998.528.847
- Κωπος πωλησεων	<u>11.579.941.274</u>	<u>4.972.899.528</u>	Υπολοιπw κερwν προηγwτων χρησεων	109.396.724
κερw συμμετοχων	3.026.196.494	2.899.194.276	Μειωσ: 1 Φwρος εισοδηματος	<u>70.193.378</u>
ως Άλλα εισοδα συμμετοχων	<u>75.116.187</u>	<u>67.574.399</u>	ΚΕΡΩΝ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	2.837.732.193
ΒΜΑΟ	2.716.299.891	2.713.798.495		743.764.896
ως: 1 Εξοδα διακινησης λειτουργιας	-412.349.394	-394.746.149	Η διαθεση των κερwν γινεται ως εξης:	
3 Εξοδα λειτουργιας διαθεσης	<u>-367.446.541</u>	<u>-385.438.646</u>	1 Τακτικw αποδοτικω	99.926.442
ΜΕΛ ΚΕΡΩΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	2.736.498.899	1.993.823.899	2 Μισθωσ 20% στο κεφάλαιο	420.000.000
ως: 1 Κερw πωλησης ομωστων & δραστηριοτητων	15.184.986	46.734.259	6 Απορροφwσες αποδοτικω	
4 Πιστωτικα γινωσ & ομωση εισοδα	183.119.629	1.163.493.897	- Μ. 128282	27.341.963
ως: 3 Χρηματικα γινωσ & ομωση εισοδα	<u>979.036.904</u>	<u>831.556.192</u>	- Μ. 189290	572.974.037
			- Μ. 182899	320.827.163
			- Αρθρου 10 του Α.Ν. 148/67	0
			7 Αποφασ διακινητικου Συμβουλιου	4.000.000
			7α Αποφασ στο προσημω	172.534.497
				0
ΜΕΛ ΚΕΡΩΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	1.846.764.397	1.386.292.899	Υπολοιπw κερwν ατ νο	420.128.091
				<u>2.037.732.193</u>
				<u>743.764.896</u>
ΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ				
ως: 1 Εισπρακτ & ανωρωνα εισοδα	46.483.069	33.557.946		
2 Εισπρακτ κερw	4.757.328	26.616.279		
3 Εισοδα προηγwτων χρησεων	44.763.891	28.990.896		
4 Εισοδα από προβλεψωσ προηγwτων χρησεων	<u>412.710.143</u>	<u>508.714.261</u>		
ως: 1 Εισπρακτ & ανωρωνα εισοδα	-47.803.617	-83.935.067		
1α Εισπρακτ εισφορw	65.298.157	49.715.526		
2 Εισπρακτ φωσ	-114.574.068	0		
3 Εισοδα προηγwτων χρησεων	2.610.707	38660		
4 Προβλεψωσ για οριστικω ανωρωνα	<u>-101.498.961</u>	<u>331.586.500</u>		
ΕΙΣΠΡΑΚΤ & ΕΙΣΤΑΚΤΑ ΚΕΡΩΝ	3.123.842.899	1.146.338.934		
ως: Αποδοτικωσ πωτων οταχων	441.280.674	470.045.405		
ως: Α από ληξιασ αναμεταλλικωσ στο λειτουργικω κωπος	<u>(316.007.453)</u>	<u>125.353.221</u>		
ΜΕΛ ΚΕΡΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΩΡΩΝ	1.998.528.847	996.642.923		

Καλλιθέα, 19 Απριλιου 1981

Ο Πρόεδρος του Διοικητικου Συμβουλιου
& Διοικητικωσ Συμβουλιου
Κλασ Ε. Τωκαωσ
Δ.Τ. Ε 41434

Ο Συμβουλιου &
Διοικητικωσ των Οικονομικων Υπηρεσιων
Βασίλειο Κ. Κελεσιωσφιου
Δ.Τ. Α 089011

Ο Υπαθικωσ για τη
Διοικητικωσ του Λογιστικου
Βασίλειο Μ. Μικουλιου
Δ.Τ. Γ 310894

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΙΣΤΩΣ ΑΟΓΙΣΤΩΝ
Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανωνυμης Εταιρειας HELLAS CAN - Βιομηχανία Καπνιστων

Υφάρη τις ανωτέρω Οικονομικωσ Καταστάσεις καθώς και το σχετικw Προσάρτημα της Ανωνυμης Εταιρειας HELLAS CAN - Βιομηχανία Καπνιστων, της εταιρειας χρησης που έλαβε την 3η Δεκεμβριου 1980. Ο έλεγχος στο πλαίσιο του οποίου λήφθη και γινωσ πληροφορία λογιστικωσ απολογισμωσ των ερwan των υποκαταστημωτων της Εταιρειας έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 37 του κωδ. Ν. 2190/1920 - περί Ανωνυμης Εταιρειων - και τις ελεγκτικωσ διαδικασίες που κρίναμε κατάλληλες βάσει των αρχων και κανονικωσ ελεγκτικωσ που ακολουθεί το Σωμα Ελληνικων Οριστων Αογιστων Τεθριων στη διάθεση μας το βιβλίο και στοιχεία της εταιρειας η Εταιρεία και μας δώθηκαν οι αναγκαίως για τον έλεγχο πληροφορίες και απαντήσεις που ζητήσαμε. Στο βιβλίο της Εταιρειας εγινε τηρήσει κανονικωσ λογισμωσ κωστωσ παραγωγικη με τη μεθοδο του κόστους και του κόστους. Εκτός από την περιπτώση της υπ αριθμ. 1 σημειωσής μας κωστωσ, κατά τα λοιπw, δεν χρησιμοποιήθηκε η μεθοδος απομωσσης σε σχέση με την προηγwμένη χρηση. Επαληθεύσαμε τη συμφωνία περιεχόμενου της Έκθεσης διακινησης του Διοικητικου Συμβουλιου προς την Τακτικη Γενική Συνέλευση των μετόχων με τις σχετικωσ Οικονομικωσ Καταστάσεις. Το Προσάρτημα περιλαμβάνει τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται από την παρ. 1 του άρθρου 43α του κωδ. Ν. 2190/1920. Από τον παραπάνω έλεγχο μας προέκυψε το εξής: 1) Η Εταιρεία μετρωσ την προηγwμένη Χρηση 1980, για τις απομωστικωσ του προσημωστων ληξιασ εισοδα του από την υπηρεσία για αυτοαυτοδότηση, σχετικωσ προβλεψη για το ενοίκιο των προσημωστων κωστωσ 1 των κωστωσ Χρηση 1980, η Εταιρεία βασίζομαι στην υπ αριθμ. 205/1988 γνωμοδότηση της Επιτροπης των Νομικων Συμβουλιων διακινησης με την οποία αρνησθήκαμε οι διατάξεις του άρθρου 43α παρ. 14 κ.κ. Ν. 2190/1920, ειδικωσ όλες τις συγγνωμικωσ, χρησιωσ, προβλεψωσ και σημειωσ - προσημωσ, απομωστικωσ μόνο για το προσημωσ των κωστωσ και τις προσημωστικωσ να αυτοαυτοδότησει μόνο στην ανωτέρω Χρηση 1981. Από την αλλαγή αυτή περιλήφθηκαν τα Απομωστικωσ Χρησιωσ 1980 κατά ποσw 147.507.232. 2) Το προσημωσμένο από το Διοικητικw Συμβουλιου της Εταιρειας Μισθωσ Χρησιωσ προς τους μετόχους (δηλ. Τίμημασ Διακινησης Απομωστικωσ), είναι μερωστεροσ του υποχρεωτικωσ οριζόμενου από τη παρ. 1 του άρθρου 3 του Α.Ν. 148/1967 λόγω αυτοαυτοδότησε με το άρθρο 1 του Ν. 878/1978 κωστωσ Αρθρ. 304.549.242 (για το λογωσ αυτό το προσημωσμένο Μισθωσ Χρησιωσ 1980 των Δρχ. 420.000.000 περιλαμβανει τις προσημωστικωσ που ορίζουν οι διατάξεις των παραγραφων 2 και 3 του ανωτέρω Α.Ν. 148/1967 (ήδη κωστωσ από κωστωσ των 66 ερwanτων ανώτατου ποσωστων) του 80% ή το 95% του καταβεβλημένου με μισθωσ κωστωσ). Οι ανωτέρω Οικονομικωσ Καταστάσεις προσημωστων από το βιβλίο και στοιχεία της Εταιρειας (κωστωσ κωστωσ) σε το Προσημωστικωσ ερwan ληφθήκαμε υπόψη οι παραπάνω σημειωσικωσ μας, καθώς και οι σημειωσικωσ Εταιρειας, και τα από τον έλεγχωσ, απομωστικωσ, βάσει των σχετικων διατάξεων που ισχυρουν και ληφθήκαμε ερwan οι κωστωσ ερwan γινωσ γινωσ παραδοτικωσ και δεν διαφέρουν από εκείνες που η Εταιρεία ερwan στην προηγwμένη Χρηση, εκτός από την περιπτώση της υπ αριθμ. 1 σημειωσής μας ανωτέρω, την περιλαμβανει διακινησης σε τη χρηματοοικονομικη θέση (-Οικονομικωσ Καταστάσεις-) της Εταιρειας κατά την 31η Δεκεμβριου 1980, καθώς και τα αποτελεσματα της Χρησιωσ που έλαβε αυτή την ημερομηνία.

Αθήνα, 23 Απριλιου 1981

Ο ΟΡΙΣΤΩΣ ΑΟΓΙΣΤΗΣ
Βασίλειο Μ. Κλασωσ
Δ.Τ. Η 827070

10 II

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ Α.Ε. - ΤΗΛ.: 68.52.550-4
ΕΚΤΥΠΩΣΗ: ΑΦΟΙ ΤΣΑΚΙΡΗ Α.Β.Ε.Ε

περισσότερες μετοχές με τιμή διάθεσης 1000 δραχμές, όσο και η ονομαστική, θα είχαμε μεγαλύτερα έξοδα γιατί θα έπρεπε να εκδοθούν περισσότερες μετοχές για να καλύψουν το αναγκαίο κεφάλαιο, όπως επίσης η αξία κάθε μετοχής θα ήταν μικρή, μη-ρεαλιστική. Τιμή έκδοσης, τιμή διάθεσης είναι το ίδιο πράγμα.

Η τιμή έκδοσης (διάθεσης) που είναι επιπλέον της ονομαστικής τιμής, λογιστικά παρουσιάζεται στον Ισολογισμό, στην πλευρά του Παθητικού, στην ομάδα των Ιδίων Κεφαλαίων, σε λογαριασμούς που συνήθως ονομάζονται: **Αποθεματικό από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο** ή **Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο**.

1.3. Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Η χρηματιστηριακή αγορά λειτουργεί για χάρη της πρωτογενούς αγοράς. Αν αυτοί που αγοράζουν απευθείας χρεόγραφα από τις επιχειρήσεις, δεν είχαν την δυνατότητα να τα πουλήσουν όταν το θελήσουν, φυσικά δεν θα προέβαιναν στις αγορές αυτών, με αποτέλεσμα μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων να εξέλειπε. Για να υφίσταται λοιπόν αυτή η πηγή χρηματοδότησης (από το ευρύ επενδυτικό κοινό) είναι επιβεβλημένη η δημιουργία ενός χώρου στον οποίο αγοραστές και πωλητές να μπορούν να συναλλάσσονται μεταξύ τους χρεόγραφα. Ο χώρος αυτός είναι γνωστός σαν χρηματιστηριακή αγορά (δευτερογενής αγορά).

Οι χρηματιστηριακές αγορές διακρίνονται σε επίσημη χρηματιστηριακή αγορά (ή κύρια) και σε παράλληλη. Στην Ελλάδα επιχειρήθηκε μια εκσυγχρονιστική προσπάθεια ως προς την επίσημη χρηματιστηριακή αγορά με το νόμο 1806/88 ενώ ταυτόχρονα τέθηκαν οι βάσεις της παράλληλης αγοράς. Η εκσυγχρονιστική προσπάθεια συνεχίζει σιγά, αλλά με σταθερούς ρυθμούς μπορούμε να πούμε.

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές γίνονται διαμέσω μεσιτών που καλούνται χρηματιστές για τους οποίους θα μιλήσουμε πιο κάτω.

1.3.1. Λειτουργίες Χρηματιστηρίου Αξιών

Σε ένα Χρηματιστήριο Αξιών προσφέρονται οι ακόλουθες βασικές λειτουργίες: 1) της (δευτερογενούς) αγοράς στην οποία συναλλάσσονται -πωλούνται και αγοράζονται- τα χρεόγραφα της πρωτογενούς αγοράς, 2) προσδιορίζεται η δίκαιη τιμή των χρεογράφων που διαπραγματεύονται, βάσει της προσφοράς και της ζήτησης, 3) συμβάλλει έμμεσα στην άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις με το να παρέχει τη δίκαιη τιμή, το χώρο και τους κανόνες για την διαπραγμάτευση των χρεογράφων. Όπως επίσης συμβάλλει στην προστασία του επενδυτικού κοινού με το να επιβάλλει στις επιχειρήσεις, των οποίων τα χρεόγραφα διαπραγματεύονται σε αυτό να παρέχουν πληροφορίες για την οικονομική τους κατάσταση, με το να εξασφαλίζουν διαφάνεια στις συναλλαγές μέσω καθορισμού της διαδικασίας των συναλλαγών και διασφάλισης του κοινού για τις τιμές και ποσότητες. Επίσης ορίζουν το είδος, το χρόνο, τον τρόπο και την διαδικασία πληροφόρησης ενώ παράλληλα επιβάλλουν αυστηρές ποινές σε αυτούς που λόγω θέσης εκμεταλλεύονται τις πληροφορίες που έχουν.

Πλεονεκτήματα για μια εταιρία που έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο

Το σπουδαιότερο πλεονέκτημα μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο επιχείρησης είναι η δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων (χρηματοδότησης) από το ευρύ αποταμιευτικό κοινό. Πράγματι, όπως η εμπειρία μας έχει δείξει, οι διάφορες εισηγμένες επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια τέτοια σε μέγεθος και κόστος που δεν μπορούν να αντληθούν από έναν ή έστω μερικούς χρηματοδότες, ακόμα και από τράπεζες, αφού σε πολλές περιπτώσεις μιλάμε για αρκετά δισεκατομμύρια δραχμές. Στην σύγχρονη εποχή η επιβίωση και η εξέλιξη των επιχειρήσεων συναρτάται από το μέγεθός τους, το οποίο για να βαινει συνεχώς αυξανόμενο μπορεί να γίνει μόνο μέσω της χρηματοδότησης σε μια συνεχή βάση, η οποία με την σειρά της μπορεί να γίνει δυνατή μόνο μέσω της συνολικής μάζας των επενδυτών.

Η εισαγωγή αυξάνει περισσότερο την διασπορά των μετοχών, δηλαδή οι μετοχές βρίσκονται στην κατοχή περισσότερων ατόμων με τα πλεονεκτήματα που αυτό συνεπάγεται, όπως επίσης αυξάνει και την δημοσιότητα σχετικά με την επιχείρηση, δημιουργώντας έτσι πολλές θετικές εντυπώσεις και επιπτώσεις. Η εμπορευσιμότητα που διαμορφώνεται στο Χρηματιστήριο, με την ύπαρξη κατά κύριο λόγο πολλών αγοραστών και πωλητών, συντελεί αποφασιστικά στον καθορισμό λογικών και δικαίων τιμών, αφού εκφράζουν τα σημεία ισορροπίας της προσφοράς και της ζήτησης. Έτσι θεσπίζεται τιμή αποδεκτή από το σύνολο, πράγμα που διευκολύνει την πώληση μετοχών από την επιχείρηση αφού κανένας δεν αμφισβητεί την αποτίμηση της αγοράς και επίσης διευκολύνει τη ρευστοποίηση των μετοχών από επόμενους ή προηγούμενους αγοραστές.

1.4. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών όπως είναι η πλήρης ονομασία του, συστάθηκε το 1876 με βασιλικό διάταγμα, ενώ εγκαινιάστηκε το 1880. Προλειτούργουσε σε μια άτυπη μορφή σαν Λέσχη Εμπόρων Αθηνών στην γωνία των οδών Αιόλου και Ερμού. Αρκετά αργότερα μεταστεγάστηκε σαν Χρηματιστήριο στο γνωστό νεοκλασικό κτίριο της οδού Σοφοκλέους 10 το οποίο ανήκει ως και σήμερα στην Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. Πρόδρομοι των χρηματιστών μπορούμε να πούμε ότι αποτελούσαν οι κολλιβιστές οι οποίοι ανταλλάσσαν νομίσματα.

Γίνεται Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου (νόμος 1308/1918). Νόμοι που συντέλεσαν σημαντικά στην λειτουργία του κατά τον πρώτο καιρό, είναι ο νόμος 3622/1928 και το βασιλικό διάταγμα του 1909. Νομίζουμε ότι παρά τις σύγχρονες νομοθετικές προσπάθειες που έχουν γίνει για την βελτίωσή του, συνεχίζουν να υπάρχουν ορισμένες ελλείψεις, οι οποίες εμποδίζουν την μεταμόρφωσή του σε ένα σύγχρονο χρηματιστήριο με αυξημένες δυνατότητες. Αναμένεται βέβαια με τον καιρό και μέσα στα πλαίσια της Ενωμένης Ευρώπης να φτάσει μετά από μακρά πορεία σε πραγματικά σύγχρονα και υψηλά λειτουργικά επίπεδα. Το Χρηματιστήριο Αθηνών διοικείται από επταμελή επιτροπή και τελεί υπό τον έλεγχο και την εποπτεία του κράτους.

Οι αγοραπωλησίες μετοχών γίνονται από τις 11.30 ως τις 13.00 στην καλούμενη συνεδρίαση, καθημερινά, εκτός Σαββατοκύριακων και επίσημων αργιών. Συγκεκριμένα, οι συναλλαγές της κύριας αγοράς γίνονται 11.30 με 13.00 ενώ αυτές της παράλληλης αγοράς γίνονται στην τελευταία μισή ώρα παράλληλα με την κύρια (12.30 με 13.00, εξού και η ονομασία της αγοράς ως παράλληλης). Σήμερα στο Χρηματιστήριο διαπραγματεύονται μετοχές 130 περίπου μεγάλων ανωνύμων εταιριών στην κύρια αγορά και 8 εταιριών στην παράλληλη, ενώ διαπραγματεύονται και 60 περίπου ομολογιακά δάνεια.

Η είσοδος στο Χρηματιστήριο είναι ελεύθερη για τα μέλη και τους πελάτες-κατόχους μιας κάρτας εισόδου ως συνδρομητές έναντι μιας χρηματικής καταβολής.

1.4.1. Η Διοίκηση του Χρηματιστηρίου

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εποπτεύεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και διοικείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο (που καλείται και απλώς Επιτροπή). Η θητεία των μελών του Δ.Σ. είναι τριετής. Τα μέλη ορίζονται ως εξής: προτείνονται 3 από τα χρηματιστηριακά γραφεία, 1 από τους εργαζόμενους του Χρηματιστηρίου, 1 από τις εισηγμένες επιχειρήσεις, 1 από τους οργανισμούς που επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες, και 1 τέλος από τον Υπουργό.

Οι σημαντικότερες αρμοδιότητες της Επιτροπής είναι οι ακόλουθες:

1. Ασκεί πειθαρχική εξουσία προς τους χρηματιστές, αντικριστές και υπαλλήλους του Χρηματιστηρίου.
2. Γνωμοδοτεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την διαγραφή Αωνύμων Εταιριών εισηγμένων στην κύρια ή την παράλληλη χρηματιστηριακή αγορά.
3. Παίρνει την απόφαση για την εισαγωγή ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων (Αωνύμων Εταιριών) στην χρηματιστηριακή αγορά.
4. Μπορεί μετά από σύμφωνη γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και αν κριθεί αναγκαίο, να αναστείλει την διαπραγμάτευση ενός χρεογράφου από τις χρηματιστηριακές συνεδριάσεις για ορισμένο καιρό.
5. Έχει την δυνατότητα να αναστείλει ως και 5 ημέρες την λειτουργία της αγοράς (δηλαδή δεν θα γίνονται οι συνεδριάσεις), με έγκριση όμως του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.
6. Παίρνει αποφάσεις σχετικά με τους διορισμούς των αντικριστών και εγκρίνει τις αιτήσεις των "συνδρομητών".
7. Δύναται να παραπέμψει στο Συμβούλιο Τιμής κάποιον χρηματιστή για ενέργιές του που αντιβαίνουν στην καλή πίστη.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι μόνον ο Πρόεδρος έχει την δυνατότητα να διακόψει τις συναλλαγές μιας μετοχής στην συνεδρίαση αν διαπιστώσει ξαφνική και αδικαιολόγητη αύξηση ή μείωση της τιμής της.

1.4.2. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, το οποίο ορίζει τα μέλη και τον Πρόεδρό της. Οι σημαντικότερες αρμοδιότητές της είναι:

1. Δεδομένης ύπαρξης πρότασης από την Επιτροπή του Χρηματιστηρίου σχετικά με την διαγραφή κάποιας Ανώνυμης Εταιρίας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την τελική γνώμη (και για την κύρια και για την παράλληλη αγορά).
2. Δίνει την σύμφωνη γνώμη στην Επιτροπή του Χρηματιστηρίου για αναστολή της διαπραγμάτευσης μιας μετοχής για ορισμένο χρονικό διάστημα.
3. Αποφαινεται για τις ασφαλιστικές ρήτρες, τις φορολογικές απαλλαγές και άλλες διευκολύνσεις των υπό έκδοση δανείων ή προνομιούχων μετοχών.
4. Παρέχει την έγκριση για την έκδοση σε δημόσια εγγραφή μετοχικού κεφαλαίου ή ομολογιακού δανείου και την επάρκεια της παρεχόμενης υποθήκης στην τελευταία περίπτωση.
5. Γνωμοδοτεί στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας για τον διορισμό κάθε νέου χρηματιστή.

1.4.3. Τα Μέλη του Χρηματιστηρίου

Τα μέλη αποτελούνε οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρίες που θεωρούνται σαν τακτά μέλη και οι αντικριστές οι οποίοι είναι βοηθοί των χρηματιστών. Ο διορισμός χρηματιστή γίνεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μετά από εξετάσεις και αφού συγκεντρώνει τα απαραίτητα προσόντα. Θεωρούνται (οι χρηματιστές) πρόσωπα αμέμπτου ηθικής, με μεγάλο οικονομικό και κοινωνικό κύρος. Η χρηματιστηριακή εταιρία μπορεί να έχει ελάχιστο κεφάλαιο 70 εκατομμύρια δραχμές, αλλά για να μπορεί να αναλάβει το underwriting θα πρέπει να έχει τουλάχιστον κεφάλαιο 1ος δισεκατομμυρίου δραχμών. Οι μετοχές των χρηματιστηριακών εταιριών είναι ονομαστικές, δηλαδή φαίνεται ποιός είναι ο μέτοχός τους. Έτσι επιτυγχάνεται η απαραίτητη διαφάνεια. Η χρηματιστηριακή εταιρία έχει πάντοτε την νομική μορφή της Ανώνυμου Εταιρίας και ορίζει έναν χρηματιστηριακό εκπρόσωπο για να εκτελεί τις εντολές αγορών και πώλησης κατά τις συνεδριάσεις του Χρηματιστηρίου καθώς κάνουν και οι χρηματιστές. Οι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι παίρνανε από εξετάσεις και εγκρίνεται ο διορισμος τους, αν πετύχουν, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι εκπρόσωποι αυτοί έχουν τις ίδιες περίπου ευθύνες όπως και οι χρηματιστές. Η χρηματιστηριακή εταιρία μπορεί να ορίσει και αντικριστές με προϋποθέσεις περίπου ίδιες με αυτές των εκπροσώπων ή και χρηματιστών.

1.4.4. Προϋποθέσεις Εισαγωγής Μετοχών Ανωνύμων Εταιριών

Το τελικό Ο.Κ. της εισαγωγής των μετοχών μιας Ανώνυμου Εταιρίας, δίνεται από την Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου εφόσον η Ανώνυμη Εταιρία ανταποκρίνεται σε ορισμένα θεσπισμένα κριτήρια, και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όταν για την εισαγωγή γίνεται παρέκκλιση των βασικών κριτηρίων. Υποκειμενικά κριτήρια όπως η θέση της Α.Ε. στον κλάδο (τομέας δραστηριότητας), η σημασία της για την εθνική οικονομία, κ.λ.π., δεν έχουν τεθεί παρά μόνο η προϋπόθεση της ευρείας διασποράς, μέγεθος σχετικό αφού δεν έχει οριστεί με σαφήνεια πότε υπάρχει, όπως επίσης και διαβλητό αφού μπορεί να παρουσιασθεί ότι υπάρχει χωρίς όμως να υπάρχει στην πραγματικότητα. Αυτό γίνεται δεδομένου ότι οι μετοχές ανήκουν στον κομιστή (το πρόσωπο που τις φέρει) -όταν είναι ανώνυμες - και ενώ μπορεί να ανήκουν σε ένα μόνο άτομο, το τελευταίο τις έχει μοιράσει σε αρκετά άλλα άτομα που ενεργούν αντί για

αυτόν. Έτσι φαίνονται πολλοί μέτοχοι αντί του ενός πραγματικού. Παρατηρούμε την διαβλητότητα που υπάρχει ως προς την διασπορά.

Η εταιρία που αισιοδοξεί να εισάγει τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο πρέπει να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση, ικανοποιητικό μέγεθος του Ενεργητικού της. Στα χρηματιστήρια του εξωτερικού το απαραίτητο ύψος των ενεργητικών, αφορά τα ενσώματα ενεργητικά.

Πρέπει επίσης να υπάρχουν ικανοποιητικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως για τις πέντε προηγούμενες της εισαγωγής χρήσεις (χρήση=χρονιά). Στα χρηματιστήρια του εξωτερικού η βασικότερη ίσως προϋπόθεση για εισαγωγή είναι τα κέρδη ορισμένου ύψους, τα οποία μπορεί να λαμβάνονται είτε σαν τα προ φόρων της πιο πρόσφατης χρήσης ή των δυο τελευταίων χρήσεων είτε σαν άθροισμα αυτών για τις 3 τελευταίες χρήσεις. Παρέκλιση από αυτές τις δύο τελευταίες προϋποθέσεις γίνεται για τις νεοιδρυθείσες Ανώνυμες Εταιρίες ή για αυτές που ο χρόνος λειτουργίας τους είναι μικρότερος των πέντε ετών. Όμως οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν κάποιες σημαντικές πληροφορίες για αυτές τις νέες εταιρίες ώστε να μπορούν να σχηματίσουν κάποια γνώμη για αυτές. Στα διεθνή χρηματιστήρια ορίζεται κατώτερο και ανώτερο όριο ανά κατηγορίες αγορών της χρηματιστηριακής αξίας των υπό εισαγωγή εταιριών.

Όσον αφορά την διασπορά, ο underwriter θέτει σε δημόσια εγγραφή τουλάχιστον το 25% του συνόλου των μετοχών του εταιρικού κεφαλαίου.

Παρακάτω δίνουμε συνοπτικά αλλά συγκεκριμένα τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή των μετοχών Ανώνυμης Εταιρίας στην κύρια και στην παράλληλη αγορά.

α. Εισαγωγή εταιρίας στην Κύρια Αγορά

Για να μπει μια εταιρία στην κύρια αγορά πρέπει:

- Να διαθέτει κεφάλαια 5.000.000.000 δραχμές.
- Να έχει ικανοποιητικά αποτελέσματα κατά την τελευταία πενταετία.
- Να πραγματοποιήσει αύξηση ίση με το 25% τουλάχιστον του μετοχικού της κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών και πραγματοποίηση δημόσιας εγγραφής.
- Να έχει οριστεί ανάδοχος της εταιρίας.
- Να έχουν ελεγχθεί οι δύο τελευταίοι ισολογισμοί της εταιρίας από ορκωτό λογιστή.
- Να έχει εκδόσει ενημερωτικό φυλλάδιο (prospectus), το οποίο να έχει εγκριθεί από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου.
- Να είναι ελεύθερες προς διαπραγμάτευση οι μετοχές της εταιρίας.
- Να κάνει αίτηση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο.

β. Εισαγωγή εταιρίας στην Παράλληλη Αγορά

Για την εισαγωγή εταιρίας στην παράλληλη αγορά απαιτούνται:

- Ελάχιστο ύψος κεφαλαίου 100.000.000 δραχμές.
- Δημοσιοποίηση 3 ισολογισμών με ικανοποιητικά αποτελέσματα.
- Αύξηση μετοχικών κεφαλαίων κατά 15% με έκδοση νέων μετοχών και πραγματοποίηση δημόσιας εγγραφής.
- Έγκριση του τελευταίου ισολογισμού από ορκωτό λογιστή.
- Ορισμός αναδόχου εκδόσεως (underwriter).
- Ελεύθερη διαπραγμάτευση μετοχών.
- Αίτηση εισαγωγής στη Σοφοκλέους.

1.4.5. Προϋποθέσεις Εισαγωγής Ομολογιών

Για να εισαχθεί μια ομολογία στην χρηματιστηριακή αγορά θα πρέπει:

1. Το ελάχιστο ύψος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης που το εκδίδει να είναι 500.000.000 δραχμές. Πρέπει επίσης να ισχύουν αυτά που προαναφέρθηκαν για την εισαγωγή της Α.Ε. ως προς τους ισολογισμούς που έχουν δημοσιευτεί, την κεφαλαιακή διάρθρωση και τα αποτελέσματα χρήσεως.
2. Το ύψος της έκδοσης μαζί με τα ανεξόφλητα υπόλοιπα τυχόν παλαιότερων δανείων δεν πρέπει να υπερβαίνουν το μισό του μετοχικού κεφαλαίου.
3. Το ελάχιστο ύψος της έκδοσης πρέπει να είναι 20.000.000 δραχμές.
4. Η εισαγωγή ομολογιακών εκδόσεων του Κράτους, Δήμων και Κοινοτήτων και Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου, που πωλήθηκαν στο επενδυτικό κοινό είναι υποχρεωτική.

1.4.6. Διαγραφή και Αναστολή

Η διαγραφή μετοχών εταιριών που βρίσκονταν στο Χρηματιστήριο μπορεί να γίνει κατόπιν αιτήσεως ή μετά από γνωμοδότηση της Επιτροπής του Χρηματιστηρίου και με τελική απόφαση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για τους παρακάτω λόγους:

1. Μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας κάτω από 50 εκατομμύρια δραχμές.
2. Λόγω ότι η εταιρία δεν συμμορφώνεται στους κανονισμούς που διέπουν την λειτουργία του Χρηματιστηρίου, όπως επίσης ότι δεν υπακούει τις διάφορες αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Βέβαια πριν την διαγραφή προηγούνται προειδοποιήσεις και συστάσεις.
3. Αν επί τρία συνεχή χρόνια η εταιρία δεν καταφέρει να μοιράσει το υποχρεωτικό μέρισμα σε ποσοστό 6% επί της ονομαστικής τιμής της (προνομιούχου) μετοχής της (το οποίο προβλέπεται από τον νόμο 2190/1920).
4. Όταν ο λόγος του ύψους των συναλλαγών ως προς το σύνολο των μετοχών, σε ετήσια βάση, είναι μικρότερος του 10% .

Όσον αφορά την διακοπή της διαπραγμάτευσης, γίνεται όταν παρουσιάζονται ξαφνικές και παράλογες, μη-ρεαλιστικές αυξομειώσεις της τιμής της μετοχής κατά την συνεδρίαση. Αναστολή πραγματοποιείται όταν για διάφορους λόγους απειλείται η σωστή λειτουργία, ή όταν το επιβάλλουν λόγοι προστασίας των επενδυτών. Για παράδειγμα: ανεστάει η διαπραγμάτευση των μετοχών της εταιρίας Τσιμέντα Χαλκίδος όταν το 1990-91 υπήρχαν "ψίθυροι" ότι η εταιρία πωλείται και άλλοτε ότι δεν πωλείται, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής της να παρουσιάζει 10 με 12% αύξηση ή μείωση από μέρα σε μέρα. Ο (επενδυτικός) κίνδυνος ήταν μεγάλος και δεν ήταν λίγοι αυτοί οι επενδυτές που μπλέχτηκαν με αυτή την εταιρία και τελικά ζημιώθηκαν. Για αυτό, από τότε και μέχρι σήμερα (22 Απριλίου 1993, που γράφονται αυτές οι γραμμές) έχει ανεσταθεί η διαπραγμάτευση της συγκεκριμένης μετοχής για λόγους προστασίας του επενδυτικού κοινού, μέχρι να γίνει γνωστό με σαφήνεια εάν πραγματικά η εταιρία θα πωληθεί και σε ποιόν. Τότε θα αρχίσει ξανά η διαπραγμάτευση της.

Επίσης ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου έχει τύχει να διακόψει την χρηματιστηριακή συνεδρίαση κάποια μέρα που η πτωτική τάση ήταν πολύ δυνατή. Αξίζει να σημειώσουμε πως την αμέσως επόμενη μέρα από αυτήν κατά την οποία έγινε γνωστό ότι η χώρα μας δεν θα αναλάμβανε τελικά την διοργάνωση της "Χρυσής Ολυμπιάδας" του 1996, δεν έγινε η συνεδρίαση για λόγους επίσης, προστασίας του επενδυτικού κοινού (αφού σίγουρα οι τιμές θα κατακυλούσαν) κατόπιν απόφασης του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου.

Ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου κ. Νιάρχος είχε πει κάποια στιγμή ότι όταν οι τιμές πέφτουν 5% (όταν δηλαδή παρουσιάζεται τέτοια πτώση στον γενικό δείκτη) θα διακόπτει την συνεδρίαση, όπως επίσης θα την διακόπτει και όταν παρουσιάζεται μια παράλογη άνοδος της τάξης του 10% , σε ημερήσια πάντα βάση. Βέβαια την μεγάλη άνοδο δεν θα την αφήνει, δεδομένου ότι αν την αφήσει να φτάσει σε μεγαλύτερα επίπεδα του 10% επί του γενικού δείκτη, τότε προφανώς την πρώτη μέρα που θα παρουσιασθούν τάσεις πτωτικές, αυτές θα είναι ισχυρές. Θα πρέπει πάντοτε να προσβλέπουμε στην εμπέδοση μιας σταθερής κατάστασης από την οποία θα πηγάζει μεγαλύτερη σιγουριά. Για αυτό καλό θα ήταν να εφαρμοστούν αυτά τα πλαφόν στο μέλλον, αν και κατά την προσωπική μου άποψη θα έπρεπε για λόγους καθαρά μεγαλύτερης προστασίας του επενδυτικού κοινού, αυτά να ήταν αυστηρότερα.

Τέλος έχουν τεθεί κάποια όρια επιτρεπτής ημερήσιας ανόδου και καθόδου των μεμονωμένων μετοχών. Κάθε μετοχή επιτρέπεται να παρουσιάσει άνοδο μέσα σε μια συνεδρίαση ως 8% (limit up) ενώ από την άλλη η μέγιστη ημερήσια επιτρεπόμενη πτώση μιας μετοχής είναι πάλι 8% (limit down). Εάν η ημερήσια διακύμανση μιας μετοχής φτάνει αυτά τα όρια (limits) η διαπραγμάτευση της διακόπτεται για εκείνη την ημέρα.

1.4.7. Καταβολές Συνδρομών Εισηγμένων Εταιριών

Κάθε εταιρία που έχει εισάγει τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο οφείλει:

A. Να πληρώνει κάποια συνδρομή κάθε 3 μήνες ανάλογα την αξία των χρεογράφων που έχει εισάγει, όπως ακολουθεί:

1. Ποσοστό 0,12% αν η αξία των εισαγμένων τίτλων είναι μικρότερη ή ίση με 200.000.000 δραχμές.
2. Ποσοστό 0,090% από 200.000.001 ως 500.000.000 δραχμές.
3. Ποσοστό 0,060% από 500.000.001 ως 1.000.000.000 δρχ.
4. Ποσοστό 0,048% από 1.000.000.001 ως 3 δισεκατομ. δρχ.
5. Ποσοστό 0,033% από 3.000.000.001 ως 5 δισεκατομ. δρχ.
6. Ποσοστό 0,0275% από 5.000.000.001 ως 20 δισεκατομ. δρχ.
7. Ποσοστό 0,022% από 20 δισεκατομμύρια δρχ. και πάνω.

B. Ανεξάρτητα από τις παραπάνω κατηγορίες, το ελάχιστο ποσό της πρώτης τριμήνης συνδρομής είναι 50.000 δραχμές.

Γ. Για να καθοριστεί το ποσό της πρώτης τριμήνης δόσης-συνδρομής για τα νεοεισαγμένα χρεόγραφα φυσικά, τα παραπάνω ποσοστά υπολογίζονται επί της τιμής εισαγωγής τους.

Δ. Επιβάλλεται σαν εγγραφή η πληρωμή 200.000 δραχμών, αλλά οι κρατικές ομολογίες απαλλάσσονται.

1.5. Η ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

Αναφέραμε προηγουμένα τις προϋποθέσεις για εισαγωγή μετοχών εταιριών στην παράλληλη χρηματιστηριακή αγορά. Από εκεί μπορεί να καταλάβει κανείς ότι πρόκειται για μια δευτερεύουσα αγορά όπου διαπραγματεύονται μετοχές μικρότερων επιχειρήσεων (σε σχέση με αυτές της κύριας αγοράς) από πλευράς κεφαλαίων. Στο εξωτερικό, στις παράλληλες αγορές διαπραγματεύονται και μετοχές εταιριών με μεγάλα κεφάλαια αλλά με μικρή διασπορά των μετοχών τους (είναι ένας τρόπος υποβιβασμού).

Η ελληνική παράλληλη αγορά υφίσταται στα ίδια λειτουργικά και νομοθετικά πλαίσια όπως και η κύρια αγορά. Η ίδια νομοθεσία που ορίζει την φορολογική αντιμετώπιση των εισηγμένων στην κύρια χρηματιστηριακή αγορά εταιριών και μετόχων τους εφαρμόζεται και στην παράλληλη. Μερικές φορές οι παράλληλες αγορές μπορεί να λειτουργούν ανεπίσημα με την ανταλλαγή μετοχών διαφόρων εταιριών, που δεν είναι εισηγμένες βέβαια στην κύρια αγορά (και στην περίπτωσή μας μοναδική), διαμέσω των χρηματιστών. Οι συναλλαγές αυτές μπορεί να γίνονται είτε στον χώρο συνεδρίασης σε κάποιο ελεύθερο χρόνο, είτε τηλεφωνικά.

1.6. ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ

Η χρηματαγορά αποτελείται από τρία κομμάτια:

- την τραπεζική αγορά
- την αγορά συναλλάγματος
- τα χρηματοπιστωτικά χρεόγραφα

Συμβάλλει στην μεταφορά κεφαλαίων και χρηματοδοτεί βραχυπρόθεσμες επενδύσεις περισσότερο. Το όλο σύστημα που προσφέρει και ζητάει κεφάλαια συνίσταται από τράπεζες, το κράτος, επιχειρήσεις, εισαγωγείς και εξαγωγείς και το κοινό. Η χρήση των ζητούμενων κεφαλαίων γίνεται με δανεισμό με μέσο μεταφοράς την κατάθεση, τη σύναψη απευθείας συμφωνίας των μερών και με την αγοραπωλησία βραχυπρόθεσμων χρεογράφων.

1.6.1. Η ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Οι εμπορικές τράπεζες χορηγούν δάνεια, χρηματοδοτώντας με αυτό τον τρόπο τον επιχειρηματικό κόσμο. Η χρηματοδότηση αυτή συνήθως είναι για βραχυ-μεσοπρόθεσμες επενδύσεις και λίγες φορές για μακροπρόθεσμες επενδύσεις διάρκειας 8 με 10 ετών. Οι χορηγήσεις των δανείων αφορούν τις συνήθεις επιχειρηματικές λειτουργίες, κεφάλαια κίνησης και μακροπρόθεσμες, λιγότερο όμως, παραγωγικές επενδύσεις. Η χορήγηση κάθε δανείου από μία τράπεζα προς μια επιχείρηση είναι αποτέλεσμα της γνώμης της τράπεζας ότι θα πετύχει ένα καλό κέρδος μετά το πέρας της πληρωμής των δόσεων του δανείου, το οποίο συναρτάται του επιτοκίου χορήγησης, της πραγματικής δυνατότητας της δανειζόμενης επιχείρησης για αποπληρωμή του δανείου μέσα στο συμφωνηθέν χρονικό διάστημα, των ασφαλιστικών ρητρών που τυχόν έχουν συμφωνήσει οι δυο συμβαλλόμενοι και των ευρύτερων οικονομικών εξελίξεων που θα λάβουν χώρα κατά την διάρκεια της αποπληρωμής του δανείου. Το επιτόκιο σε κάθε δάνειο έχει μια μικρή διακύμανση ανάλογα το ρίσκο που συνεπάγεται κάθε διαφορετικός πελάτης (δανειζόμενη

εταιρία). Το κόστος των κεφαλαίων αυτών αντανakλάται στο βασικό επιτόκιο με το οποίο επιβαρύνονται. Οι αναπτυξιακές τράπεζες (ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ και ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ) χορηγούνε περισσότερο μακροπρόθεσμα δάνεια διάρκειας 8 με 10 ετών και για κεφάλαια κίνησης ως πέντε έτη. Βραχυπρόθεσμα δάνεια ενός έτους είναι η κύρια ενασχόληση των εμπορικών τραπεζών. Δάνεια για επενδύσεις διάρκειας πάνω από δέκα έτη δεν δίνονται από τράπεζες, για αυτό και οι επιχειρήσεις προσφεύγουν στην έκδοση ομολογιακών δανείων σε αυτές τις περιπτώσεις, με τα οποία αντλούνε τα απαιτούμενα κεφάλαια από την αποταμίευση διαμέσω του επενδυτικού κοινού.

1.6.2. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ

Τα χρηματοπιστωτικά χρεόγραφα αποτελούν διαπραγματεύσιμους τίτλους που πωλούνται στην χρηματαγορά με επιτόκιο μικρότερο από αυτό των τραπεζικών χορηγήσεων. Με χρηματοπιστωτικά χρεόγραφα συνήθως αντλούνε κεφάλαια το κράτος, οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις. Το ελληνικό δημόσιο χρηματοδοτεί βραχυμεσοπρόθεσμες ανάγκες του με έκδοση Ομολόγων διετούς ή τριετούς διάρκειας και με Εντοκα Γραμμάτια μέχρι ετήσιας διάρκειας. Οι αναπτυξιακές τράπεζες εκδίδουν επίσης ομόλογα διάφορων διαρκειών (π.χ. ---> Ομόλογα ΕΤΒΑ). Σε άλλες χώρες οι επιχειρήσεις αντλούν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια με έκδοση εμπορικών χρεογράφων συνήθως διάρκειας μικρότερης των εννέα μηνών.

1.6.3. Η ΑΓΟΡΑ ΕΥΡΩΔΟΛΛΑΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Ενα νόμισμα χαρακτηρίζεται σαν συναλλάγμα όταν παράγεται σε ξένη χώρα, οπότε για να αποκτηθεί πρέπει να υπάρξει πώληση αγαθών, δανεισμός ή κατάθεση. Ευρωδολάρια είναι τα δολάρια των Ηνωμένων Πολιτειών που βρέθηκαν έξω από την χώρα τους. Με την ίδια λογική μπορούμε να αναφερόμαστε σε Ευρωλίρες, Ευρωμάρκα, κ.ο.κ., νομίσματα δηλαδή που είναι κατατεθημένα σε "ξένες" χώρες (eurocurrency).

Οι επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια από τις μεγάλες οικονομικές αγορές του κόσμου για βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη χρήση (εκτείνεται από μία μέρα, call money, ως πέντε έτη για τα συμβατικά δάνεια και περισσότερα από πέντε για τα ομολογιακά). Η μορφή άντλησης μπορεί να είναι η τραπεζική σύμβαση, το ομολογιακό ευρωδάνειο (eurobond) ή η συμμετοχή σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι εργασίες στις αγορές του ξένου συναλλάγματος διεξάγονται από τους μεσίτες που σαν τέτοιοι ενεργούν τα τμήματα συναλλάγματος των τραπεζών (dealing rooms), οι αυτόνομοι dealers που έχουν δικά τους αποθέματα συναλλάγματος και οι οποίοι πουλάνε και αγοράζουν για δικό τους λογαριασμό και τέλος οι χρηματιστές που ενεργούν σαν μεσάζοντες έναντι κάποιας προμήθειας.

Στην αγορά συναλλάγματος οι ισοτιμίες των νομισμάτων έχουν σχέση με τα επίπεδα τιμών και παραγωγικότητας των κρατών.

Συμμετέχουν οι ίδιοι όπως και στην αγορά χρήματος, δηλαδή οι κεντρικές τράπεζες, οι εμπορικές τράπεζες, επιχειρήσεις και φυσικά πρόσωπα.

Τα νομίσματα είναι και αυτά είδος εμπορευμάτων που υπακούουν στους νόμους της αγοράς. Η αγορά συναλλάγματος χωρίζεται:

- α. Ανάλογα με την φύση των συναλασσομένων σε:
1. Διατραπεζική Αγορά Συναλλάγματος (συμμετέχουν οι τράπεζες)
 2. Εμπορική Αγορά Συναλλάγματος (μέσω των τραπεζών)
- β. Ανάλογα με την φύση των συναλλαγών σε:
1. Τρέχουσα Αγορά Συναλλάγματος (SPOT)
 2. Προθεσμιακή Αγορά Συναλλάγματος (FORWARD)
 3. SWAPS

1.6.4. Τιμές Συναλλάγματος

Μεταξύ δύο νομισμάτων υπάρχει μια αντιστοιχία που καλούμε ισοτιμία, και έχουμε:

- ΕΜΜΕΣΗ τιμή συναλλάγματος, όταν μια μονάδα εθνικού νομίσματος εκφράζεται σε μονάδες ξένου νομίσματος, π.χ. 1 δραχμή = 0,0053 \$.
- ΑΜΕΣΗ τιμή συναλλάγματος, όταν μια μονάδα ξένου νομίσματος εκφράζεται σε μονάδες εθνικού νομίσματος, π.χ. 1 \$ = 189 δραχμές.

Για κάθε νόμισμα από τις τράπεζες αναφέρονται δύο τιμές, η τιμή αγοράς και η τιμή πώλησης, π.χ. \$/ΔΡΧ 189.00 - 189.05

- **CROSS RATES** ■ Όταν οι ισοτιμίες δύο νομισμάτων εκφράζονται κατευθείαν σε σχέση μεταξύ των δύο νομισμάτων χωρίς να μεσολαβεί το USD (\$) μιλάμε για cross rates. Ακολουθεί σαν παράδειγμα πίνακας με τα σημαντικότερα cross rates.

ΠΙΝΑΚΑΣ CROSS RATES ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ ΕΚΤΟΣ USD (\$)					
	Μάρκο (DEM)	Στερλίνα (GBP)	Γεν	Ελβετικό Φράγκο	Γαλλικό Φράγκο
Μάρκο	----	2.9010	1.2642	1.1337	0.2926
Στερλίνα	0.3437	----	0.4357	0.3910	0.1009
Γεν	79.100	229.59	----	89.679	23.152
Ελβ.Φράγκο	0.8822	2.5593	1.1149	----	0.2583
Γαλ.Φράγκο	3.4156	9.9114	4.3177	3.8718	----

Η διαφορά μεταξύ της τιμής Αγοράς - Πώλησης αποτελεί το κέρδος της τράπεζας εφόσον κλείσει δύο συναλλαγές και ονομάζεται SPREAD. Βέβαια, αυτό χαρακτηρίζει το ρίσκο της αγοράς, δηλαδή όσο μεγαλύτερο είναι το SPREAD, σημαίνει ότι αυτός που δίνει τις τιμές κοστολογεί τον κίνδυνο της αγοράς σαν μεγάλο και έτσι ζητάει μεγαλύτερη κάλυψη.

- **FIXING** ■ Τα επιτόκια fixing είναι οι αριθμητικοί μέσοι των τιμών αγοράς και πώλησης. Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει σε μια διαδικασία όπου όλες οι τράπεζες στην Ελλάδα μπορούν να κλείσουν τις ανοιχτές συναλλαγματικές τους θέσεις κατά την

διάρκεια της συνεδρίασης για τον καθορισμό fixing. Η Τράπεζα της Ελλάδος παρεμβαίνει έναντι δραχμών. Αντίστοιχα δίνει το δικαίωμα σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα να ζητούν μέσω τραπεζών να συμμετέχουν σε αυτή την διαδικασία και έτσι να επιτυγχάνουν ένα SPREAD + ή - 0.3% από την μέση τιμή fixing για ένα ελάχιστο ποσό (25000 \$ ή ισόποσο άλλων νομισμάτων).

1.6.5. Τρέχουσα Αγορά Συναλλάγματος

Στην Τρέχουσα Αγορά Συναλλάγματος (SPOT), η τιμή διαμορφώνεται την στιγμή της συναλλαγής και η ανταλλαγή των νομισμάτων γίνεται δύο εργάσιμες μέρες μετά από την ημέρα της συναλλαγής. Υπάρχουν όμως και οι εξής περιπτώσεις:

α. Πράξεως αγοραπωλησίας συναλλάγματος και ανταλλαγής νομισμάτων την ίδια μέρα της συναλλαγής - VALUE TODAY.

β. Πράξεως αγοραπωλησίας συναλλάγματος με ανταλλαγή των νομισμάτων την επόμενη εργάσιμη μέρα από την ημέρα συναλλαγής - VALUE TOMORROW.

---> VALUE είναι η ημερομηνία που γίνονται οι ανταλλαγές των νομισμάτων με τις τιμές που συμφωνήθηκαν από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη.

1.6.6. Προθεσμιακή Αγορά Συναλλάγματος

Στην Προθεσμιακή Αγορά Συναλλάγματος (FORWARD) έχουμε πράξεις αγοραπωλησίας συναλλάγματος κατά τις οποίες συμφωνούνται σήμερα οι τιμές αγοράς ή πώλησης αλλά η ανταλλαγή των νομισμάτων γίνεται σε προκαθορισμένες μελλοντικές χρονικές στιγμές.

Βασικός στόχος αυτών που χρησιμοποιούν την προθεσμιακή αγορά είναι η μεγαλύτερη δυνατή μείωση του κινδύνου των μελλοντικών μεταβολών συναλλάγματος. Επομένως, κάποιος χρησιμοποιεί την προθεσμιακή αγορά για κάλυψη και για κερδοσκοπία. Όταν κάποιος κάνει μια προθεσμιακή συναλλαγή, τότε αποβλέπει σε μια κίνηση των τιμών μελλοντικά έτσι ώστε σε σχέση με την προθεσμιακή τιμή που έχει εξασφαλίσει να έχει υπέρ του την διαφορά στις τιμές.

Θεωρητικά, οι ισοτιμίες συναλλάγματος είναι απλώς τιμές στις οποίες οι δύο αντισυμβαλλόμενοι αποφασίζουν να ανταλλάξουν δύο νομίσματα. Έτσι SPOT και FORWARD τιμή, ουσιαστικά δεν θα έπρεπε να έχουν διαφορές. Όμως ένα υψηλό επιτόκιο σε ένα από τα δύο νομίσματα οδηγεί σε ασθενέστερο νόμισμα. Αυτό συμβαίνει διότι το υψηλότερο επιτόκιο προσελκύει επενδυτές τώρα, αλλά παράλληλα δημιουργεί προσφορά στο μέλλον, άρα χαμηλότερη προθεσμιακή τιμή. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι οι προθεσμιακές τιμές δεν αντιπροσωπεύουν κίνηση-τάση του νομίσματος ή μελλοντικές ισοτιμίες αλλά απόλυτα, σχέση επιτοκίων.

Η διαφορά μεταξύ της SPOT και της FORWARD τιμής ονομάζεται FORWARD PIPS ή SWAP PIPS και αυτά αφαιρούνται ή προστίθενται στην SPOT τιμή.

Όστε: $SPOT + SWAP = FORWARD$

■ **DISCOUNT-PREMIUM** ■ Ένα νόμισμα που έχει μεγαλύτερη τιμή προθεσμιακά γίνεται πιο φτηνό έχει μεγαλύτερο επιτόκιο και λέμε ότι βρίσκεται σε discount. Αντίθετα, όταν η τιμή του νομίσματος μειώνεται προθεσμιακά σημαίνει ότι το νόμισμα ακριβαίνει, έχει μικρότερο επιτόκιο (από αυτό με το οποίο γίνεται αντίστροφη συναλλαγή) και λέμε ότι βρίσκεται σε premium.

■ Προθεσμιακές Τιμές Αγοράς-Πώλησης ■ Υπάρχουν ακριβώς στην ίδια αντιστοιχία που δίνονται και οι τιμές SPOT αγορά (BID) - πώληση (OFFER), δηλαδή η προθεσμιακή τιμή αγοράς αναφέρεται σαν BID και αυτή της πώλησης σαν OFFER, όπου στην πρώτη περίπτωση πουλάει κάποιος το ξένο νόμισμα και αγοράζει το τοπικό προθεσμιακά και αντίστροφα στην δεύτερη περίπτωση.

1.6.7. SWAPS

SWAPS ονομάζονται οι συναλλαγές που καλύπτουν δύο ταυτόχρονες πράξεις: μιας SPOT και μιας FORWARD συναλλαγής. Π.χ. Αγορά σήμερα Γερμανικών Μάρκων (DEM) με ταυτόχρονη συμφωνία πώλησής τους μετά από τρίμηνο με τιμή όμως που συμφωνείται σήμερα.

Κίνητρα για τους επενδυτές είναι η αγορά των νομισμάτων με το μεγαλύτερο επιτόκιο (SPOT) και στην συνέχεια η κατάθεσή του π.χ. για ένα εξάμηνο. Όμως επειδή υπάρχει κίνδυνος υποτίμησης του νομίσματος με το μεγαλύτερο επιτόκιο, ο επενδυτής πρέπει να κλείσει από τώρα μια συμφωνία πώλησης του νομίσματος αυτού έτσι ώστε να εξασφαλίζει την απόδοση για το κεφάλαιό του από την διαφορά επιτοκίων.

1.6.8. FINANCIAL FUTURES

Τα financial futures που μπορούν να μεταφραστούν ως Χρηματοοικονομικά Προθεσμιακά Συμβόλαια δίνουν το δικαίωμα στον αγοραστή να αγοράσει Εντοκα Γραμμάτια και Ομόλογα Δημοσίου, νομίσματα, χρυσό, πετρέλαιο και άλλα αγαθά, σε συγκεκριμένη ποσότητα, σε συμφωνημένη τιμή και παραδοτέα σε ορισμένη χρονική στιγμή. Η χρησιμότητά τους έγκειται στο ότι δίνουν την δυνατότητα, οι κίνδυνοι που υπάρχουν σε μια οικονομική συναλλαγή, να μεταφέρονται από τις επιχειρήσεις και τα άτομα σε αυτούς που είναι διατεθημένοι να επωμισθούν μεγαλύτερο κίνδυνο, με την ανάλογη βέβαια αμοιβή.

Securities Options Markets

Σε αυτές τις αγορές διαπραγματεύονται χρεόγραφα του ίδιου είδους που είναι γνωστά σαν call options και put options. Τα call options δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει μια συγκεκριμένη ποσότητα μετοχών σε ορισμένη τιμή. Τα put options δίνουν το δικαίωμα να πουλήσουν την συγκεκριμένη ποσότητα των μετοχών σε ορισμένη τιμή. Η διαφορά μεταξύ των securities options και των μετοχών από τις οποίες αποτελούνται, είναι ότι ο κάτοχος των options, τα κατέχει για ορισμένη χρονική περίοδο, αφού τα options έχουν λήξη, ενώ ο καθεαυτό μέτοχος δεν έχει πρόβλημα του να λήξουν οι μετοχές του, οι οποίες ισχύουν για απεριόριστο χρονικό διάστημα. Τα options χρησιμοποιούνται για κερδοσκοπία πάνω στην κίνηση των μετοχών από τις οποίες αποτελούνται. Συνήθως συναλλαγές με options κάνουν οι θεσμικοί επενδυτές όπως οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Τράπεζες κ.λπ. Αυτός που αγοράζει options λέγεται Holder ενώ ο πωλητής Writer. Εάν κάποια options του ίδιου

είδους είναι εισαγμένα σε χρηματιστήρια, είναι τυποποιημένα ως προς τα χαρακτηριστικά τους. Αν ένα call option και ένα put option της ίδιας μετοχής έχουν κοινή λήξη και κοινή τιμή άσκησης του δικαιώματος, τότε τα λέμε straddle, αν όμως οι όροι είναι διαφορετικοί τα λέμε combo από το combination (συνδυασμός).

1.7. Ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου για την Κεφαλαιαγορά (ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ)

Προ ολίγου καιρού ο κύριος Νικήτας Νιάρχος, Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είχε δώσει μια συνέντευξη στο οικονομικό μηνιαίο περιοδικό INFORMATION για την Κεφαλαιαγορά και το Χρηματιστήριο, στα πλαίσια ενός αφιερώματος του περιοδικού στη Σοφοκλέους. Η συνέντευξη δημοσιεύτηκε στο τεύχος 69. Τα όσα λέει ο πρόεδρος είναι πολύ ενδιαφέροντα και σημαντικά. Αφορούνε το παρελθόν, το παρόν και το μέλλον της ελληνικής κεφαλαιακής και χρηματιστηριακής αγοράς, για αυτό και κρίναμε σκόπιμο να παρουσιάσουμε τα σημαντικά μέρη της συνέντευξης. Τόσα χρόνια πρόεδρος ο κ. Νιάρχος, γεμάτος γνώσεις και εμπειρίες στον χώρο του, δεν μπορεί παρά η γνώμη του να είναι βαρύνουσας σημασίας. Ας την παρακολουθήσουμε λοιπόν: (Όπου ΕΡ. = ερώτηση και όπου Ν.Ν. = απάντηση κ. Νικ.Νιάρχου)

ΕΡ.: Υπάρχει η μαγική συνταγή της ανάπτυξης;

Ν.Ν.: Για να επιτευχθεί η ανάπτυξη πρέπει να συμβάλλουν σε αυτή την προσπάθεια όλοι οι θεσμοί του κράτους, αλλά και οι κοινωνικοί φορείς. Η σύγχρονη παιδεία, η ανάπτυξη της τεχνολογίας, το μοντέρνο πολιτικό σύστημα είναι προϋποθέσεις απαραίτητες, όπως επίσης και η άνοδος του πολιτιστικού επιπέδου, αφού η ανάπτυξη γενικά είναι ταυτόχρονα και μια επιλογή αισθητικής ωρίμανσης. Να σας τα δώσω ιστορικά όλα αυτά. Η μεγάλη ύφεση του 1930 αποτέλεσε την αιτία να εγκαταλειφθεί για πάντα η αντίληψη ότι η ελεύθερη αγορά μπορεί σε κάθε περίπτωση να αποκαθιστά την πλήρη απασχόληση βραχυχρονίως. Όσοι υποστηρίζουν την κλασική θεωρία έμειναν μετέωροι, αφού η απασχόληση δεν ισορρόπησε ούτε επτά χρόνια μετά την κρίση. Σε αυτούς τους υποστηρικτές των κλασικών ο Keynes ανέφερε "ίσως να έχετε δίκιο, αλλά μακροχρονίως θα έχουμε όλοι πεθάνει" και το αντίθετο, δηλαδή ότι η πολιτική του έντονου παρεμβατισμού μας δημιούργησε τα γνωστά αποτελέσματα. Η Κεϊνσιανή οικονομική πολιτική, που εφαρμόστηκε στην χώρα μας από την δεκαετία του 1950 και μετά, είχε στόχο την σταθερότητα του νομισματός και την τόνωση της εσωτερικής ζήτησης και πράγματι η αναπτυξιακή διαδικασία ήταν εντυπωσιακή.

Αυτό το μοντέλο ανάπτυξης παρά τις κριτικές που έχει υποστεί, άντεξε μέχρι την δεκαετία του 1970. Δυστυχώς όμως οι αλλαγές που είχαν επέλθει στην διεθνή οικονομική τάξη τις προηγούμενες δεκαετίες, καθώς και οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις που ακολούθησαν, εξάντλησαν την δυναμική του μοντέλου. Η χώρα είχε ανάγκη να εκσυγχρονίσει τους θεσμούς της και να αναπροσαρμόσει τα καταναλωτικά της πρότυπα.

Οι πόροι έπρεπε να διοχετευθούν σε επενδύσεις υποδομής. Το πολιτικό σύστημα όμως, οι θεσμοί και η ίδια η ελληνική κοινωνία επέδειξαν δυσκολίες προσαρμογής στην νέα διεθνή πραγματικότητα. Η περιοριστική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική που τόσο απαραίτητη ήταν εκείνη την περίοδο, δεν στάθηκε δυνατό να ασκηθεί. Ανταυτού η κατανάλωση αυξήθηκε ακόμη περσοσσότερο, ο ρυθμός των επενδύσεων μειώθηκε και τα σημαντικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από την Ευρωπαϊκή Κοινότητα στη δεκαετία του 80 δεν διοχετεύθηκαν για παραγωγικές επενδύσεις, αλλά χρησιμοποιήθηκαν για να στηρίζουν μια ήδη αυξημένη κατανάλωση.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά δεν μπόρεσε να έχει σημαντικό ρόλο στην αναπτυξιακή διαδικασία, αφού ο διοικητικός καθορισμός των επιτοκίων και μάλιστα σε επίπεδα χαμηλότερα του πληθωρισμού έδρασε ως αντικίνητρο για την προσγγυή των δανειζόμενων στην κεφαλαιαγορά προς κάλυψη των πιστωτικών τους αναγκών. Πέραν

αυτού, η κλειστή οικογενειακή μορφή των επιχειρήσεων σε συνδυασμό με το μικρό μέγεθός τους και η έλλειψη διαχωρισμού για τις περισσότερες από αυτές μεταξύ ιδιοκτησίας και διοίκησης έδρασε ανασταλτικά ως προς την απόφασή τους να προσφύγουν στο Χρηματιστήριο για εξεύρεση πόρων.

ΕΡ.: Όλα αυτά όμως οδήγησαν σε ένα τέλμα την κεφαλαιαγορά;

Ν.Ν.: Αποτέλεσμα αυτών ήταν η μη ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς δηλαδή δεν υπήρξε συνεχής και μεθοδευμένη άντληση νέων κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις (πρωτογενής αγορά), η δε συνεχής ανακατανομή των τίτλων (δευτερογενής αγορά) που υποβοηθεί την πρώτη δεν εκπλήρωσε τον ρόλο της που είναι η εξυπηρέτηση των πραγματικών επενδυτών. Όμως την τελευταία πενταετία το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών παρουσίασε έντονη εξέλιξη των μεγεθών του, με αποτέλεσμα οι επενδύσεις σε αυτό να αποτελέσουν την αποδοτικότερη τοποθέτηση σε σχέση με οποιαδήποτε άλλη. Η ανοδική πορεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) την περίοδο αυτή συνδέεται με μια γενικότερη τάση αναμόρφωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη θετική αντίδραση του αποταμιευτικού κοινού και των επιχειρήσεων.

ΕΡ.: Όμως και το κοινό είχε στενές αντιλήψεις...

Ν.Ν.: Οι επιλογές του αποταμιευτικού κοινού ήταν περιορισμένες, η τραπεζική κατάθεση με εναλλακτική τοποθέτηση τη γη και το ακίνητο ήταν σχεδόν μοναδικές διέξοδοι, ενώ οι τοποθετήσεις σε συναλλάγμα θεωρούνταν πρόσφορος τρόπος διασφάλισης της αγοραστικής αξίας των αποταμιεύσεών τους. Η έκδοση των πρώτων Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου του 1986, καθώς και η πρώτη σειρά Ομολόγων με ρήτρα ECU, έδωσαν ώθηση στην κεφαλαιαγορά, γιατί συνδύασαν υψηλή απόδοση με μεγάλη ασφάλεια. Επίσης, στην άνοδο του Χρηματιστηρίου βοήθησε και το σταθεροποιητικό πρόγραμμα του 1986-87, το οποίο είχε ως αποτέλεσμα την θεαματική κερδοφορία των υγιών επιχειρήσεων που είχαν χαμηλή εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό, με παράλληλη συμπίεση των χρηματοοικονομικών τους εξόδων.

Η ουσιαστική αύξηση των κερδών οδήγησε σε εκδήλωση αγοραστικού ενδιαφέροντος, καθώς οι τιμές των μετοχών ήταν ιδιαίτερα χαμηλές επί χρόνια. Σημαντική εξέλιξη για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς ήταν και η θεσμοθέτηση του Π.Δ. 207/87, η εφαρμογή του Ν. 1806/88 και του 1892/90 που οδήγησαν στη διεθνοποίηση του Χ.Α.Α., δίνοντας την δυνατότητα να αγοραστούν μετοχές από ξένους επενδυτές και στην πλέον αποτελεσματική λειτουργία του Χρηματιστηρίου.

Για τα επόμενα χρόνια ως προς τις επιχειρήσεις, είναι σαφές ότι πρέπει να βελτιώσουν την σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια, με αύξηση των ιδίων, καθώς ο ανταγωνισμός τις εξαναγκάζει και να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους.

Με δεδομένη την ελλειμματικότητα του δημοσίου τομέα και του ύψους των επιτοκίων, ο παραδοσιακός τραπεζικός δανεισμός θα πάψει να θεωρείται ως διέξοδος εξεύρεσης πόρων. Η προσφυγή στο Χρηματιστήριο θα αποτελεί πλέον διέξοδο για άντληση χρηματοδοτικών πόρων από τις επιχειρήσεις που θα επιδιώκουν τον εκσυγχρονισμό ή την επέκταση των δραστηριοτήτων τους.

ΕΡ.: Το έχουν αντιληφθεί οι επιχειρήσεις;

Ν.Ν.: Το γεγονός αυτό έχει γίνει αντιληπτό από τις επιχειρήσεις και μεγάλος αριθμός εταιριών έχει εισάγει τις μετοχές του στο Χρηματιστήριο, ενώ πολλές άλλες έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον να εισαχθούν.

Ενδεικτικά σημειώνω ότι το 1989 ο αριθμός των εισηγμένων στην κύρια και στην παράλληλη αγορά έφτασε τις 153, και αφού σωρευτικά τα τρία τελευταία χρόνια (89, 90 και Α εξάμηνο του 1991) αντλήθηκαν κεφάλαια ύψους 295,5 δισεκατομμυρίων δραχμών. Ακόμα ο όγκος των συναλλαγών από 94,5 δισεκατομμύρια δραχμές το 1989, έφτασε το 1990 στις 680 δισεκατομμύρια δραχμές και το Α εξάμηνο του 1991 στις 318,8 δισεκατομμύρια δραχμές.

Υπολογίζεται ότι τα επόμενα χρόνια μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων θα εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, είτε στη κύρια είτε στη παράλληλη αγορά. Επομένως, θεωρείται δεδομένο ότι η κεφαλαιαγορά θα αποτελέσει πηγή άντλησης χρηματοδοτικών πόρων για όσες επιχειρήσεις θελήσουν να εκσυγχρονιστούν.

Ακόμη, αναμένεται ότι μεγάλο μέρος του αποταμιευτικού κοινού θα στραφεί σε τοποθετήσεις στο Χρηματιστήριο, είτε κατά άμεσο είτε κατά έμμεσο τρόπο, δηλαδή θα αγοράσει μετοχές ή μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και μετοχές εταιριών επενδύσεων αντίστοιχα. Με την αύξηση της προσφοράς τίτλων η χρηματιστηριακή αγορά θα μπορέσει να αποκτήσει μεγαλύτερη ρευστότητα παρέχοντας συγχρόνως δυνατότητες ευρύτερης επιλογής από μέρους των επενδυτών.

ΕΡ.: Και με τους νέους τίτλους;

Ν.Ν.: Πιστεύω ότι υπάρχουν πολλά περιθώρια για την αύξηση της προσφοράς νέων τίτλων, δεδομένου ότι μόνο το 25% των 200 μεγαλύτερων επιχειρήσεων έχουν τις μετοχές τους εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Σημαντική ώθηση σε αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσε να δώσει η διαφοροποίηση στη φορολογική μεταχείριση μεταξύ των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων έναντι των μη εισηγμένων.

Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφέρουμε ότι το μέτρο αυτό απέδωσε εξαιρετικά ευνοϊκά αποτελέσματα σε χώρα της Ε.Ο.Κ και οδήγησε σε αθρόα εισαγωγή νέων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο. Επιπλέον η δημιουργία της παράλληλης χρηματιστηριακής αγοράς θα επιτρέψει στις μεσαίου μεγέθους δυναμικές επιχειρήσεις να εισάγουν τις μετοχές τους σε αυτή και να αντλήσουν φθηνά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση επενδύσεων εκσυγχρονισμού και επέκτασης, για να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό της ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς.

Η άντληση κεφαλαίων δεν είναι το μοναδικό πλεονέκτημα που απορρέει από την εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Σημαντικές είναι και οι φορολογικές ελαφρύνσεις που δίνονται στους μετόχους και στην εταιρία για όλο το διάστημα της χρηματιστηριακής παρουσίας.

Ειδικότερα, η εισηγμένη εταιρία έχει φορολογικό συντελεστή για τα παρακρατούμενα κέρδη χαμηλότερο κατά πέντε ποσοστιαίες μονάδες έναντι των μη εισηγμένων (35%), ενώ υπάρχουν αφορολόγητα ποσά μερισμάτων για τους μετόχους (50000 δρχ. κατά μέτοχο ετησίως) και δυνατότητα φορολόγησης με τη φορολογική κλίμακα εισοδήματος κάθε μετόχου. Μετά την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια, είτε εκδίδοντας μετοχές (κοινές ή προνομιούχες) είτε εκδίδοντας απλά ομολογιακά δάνεια ή μετατρέψιμα με ευνοϊκούς όρους για την εταιρία.

ΕΡ.: Και με τα ομολογιακά δάνεια;

Ν.Ν.: Ο θεσμός των μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων, σε αντίθεση με τη διεθνή πρακτική και παρά το γεγονός ότι παρέχει πλεονεκτήματα, τόσο στην εταιρία όσο και στους ομολογιούχους, έχει ελάχιστα αξιοποιηθεί από τις ελληνικές επιχειρήσεις για άντληση κεφαλαίων. Πιστεύω ότι τούτο οφείλεται κυρίως στο ότι δεν έχουν γίνει κατανοητά τα πλεονεκτήματα που εξασφαλίζουν στις επιχειρήσεις και στους ομολογιούχους. Είναι λοιπόν καθοριστικός ο ρόλος που παίζει η κεφαλαιαγορά στην αναπτυξιακή διαδικασία.

Αξιοποιώντας τα οφέλη που τους παρέχει η κεφαλαιαγορά, οι επιχειρήσεις οφείλουν να εκσυγχρονίσουν το management και τις μεθόδους παραγωγής τους, γιατί τελικά είναι σίγουρο ότι το χαμηλότερο κόστος της εργασίας θα χάσει προοδευτικά την αξία του, ακριβώς επειδή στις ανεπτυγμένες χώρες ο παράγοντας εργασία θα αντιπροσωπεύει συνεχώς μικρότερο μέρος της συνολικής δαπάνης παραγωγής. Τούτο διότι το κόστος λειτουργίας των αυτοματοποιημένων συστημάτων στα εργοστάσια είναι πολύ χαμηλότερο από το κόστος λειτουργίας των εργοστασίων που έχουν στη διάθεσή τους φθηνά εργατικά χέρια. Τούτο οφείλεται στο ότι η αυτοματοποίηση εξαλείφει το αφανές κόστος της μειωμένης παραγωγικότητας της εργασίας.

Σήμερα διεθνώς οι μέθοδοι, οι πρώτες ύλες και η διοίκηση της παραγωγής αλλάζουν. Οι κοινωνίες που κυριαρχούνται από γραφειοκρατική αποτελεσματικότητα, ύπαρξη μονοπωλίων, αυστηρών ιεραρχιών και διοικητικής αναποτελεσματικότητας δεν μπορούν να επιβιώσουν μέσα σε έναν ανταγωνιστικό κόσμο.

Αυτό πρέπει να γίνει συνείδηση όλων όσων συμμετέχουν στην παραγωγική και οικονομική ζωή του τόπου μας, με παράλληλη ανάπτυξη ευελιξίας και προσαρμοστικότητας.

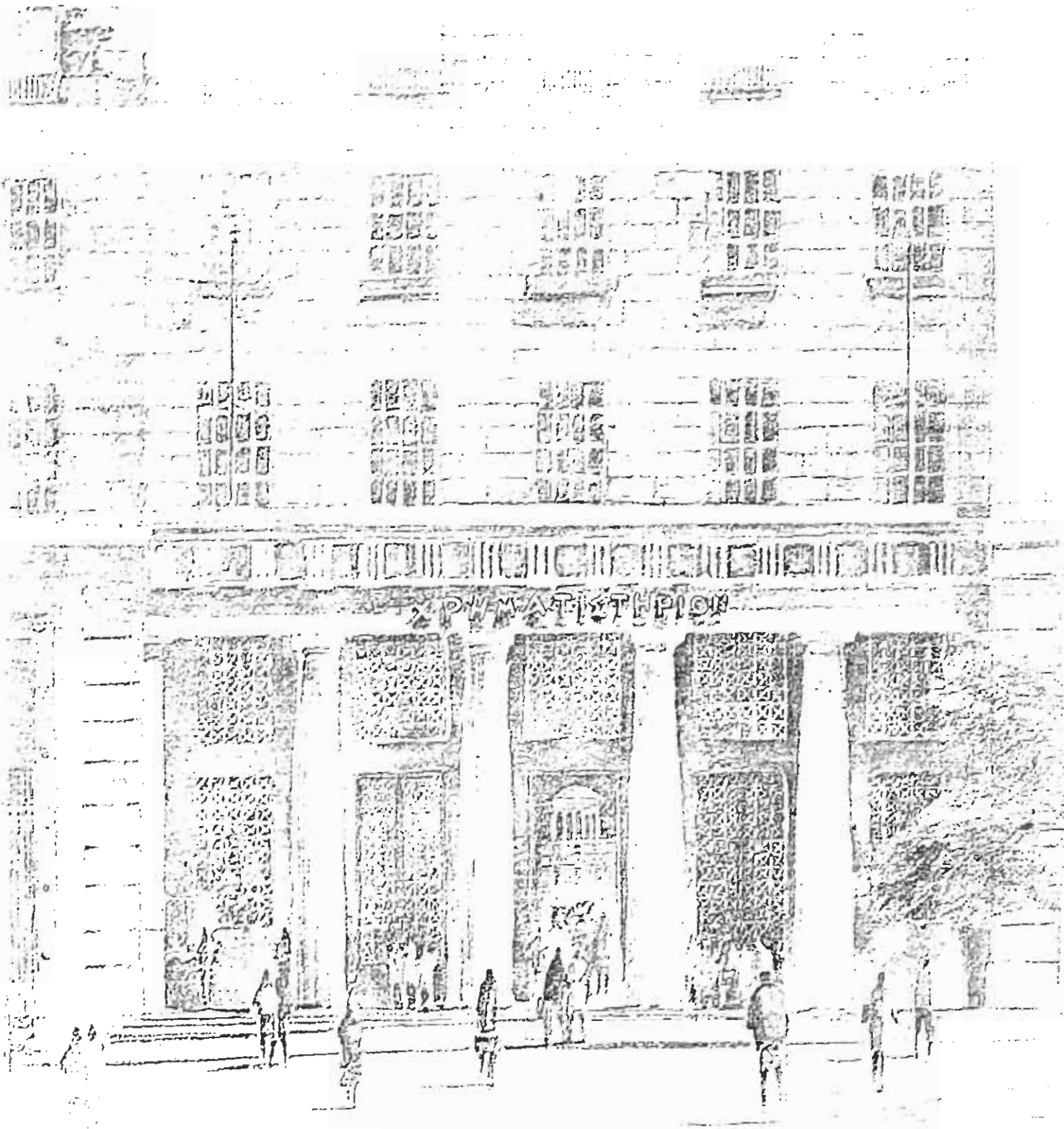
Τελειώνοντας, θα ήθελα να προσθέσω ότι το ελληνικό χρηματιστήριο, παρά τα σημερινά του προβλήματα, για τα οποία γίνεται έντονη προσπάθεια να περιορισθούν, έχει αρχίσει, τα τελευταία τρία χρόνια να εκπληρώνει τον ρόλο του.

ΟΙ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΟΥ ΚΟΣΜΟΥ

(Ποσό σε εκατ. δολ. το τέλη 1991)

1991	1992		ΚΕΦΑΛ.	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒ.	ΕΜΕΡΤ.	ΚΑΘΑΡΑ ΕΙΣΟΔΑ
1	1	Nomura Securities (Japan)	117,500	1	38,296	490
2	2	Daiwa Securities (Japan)	11,529	1	38,296	490
3	5	Salemson (U.S.)	11,000	31	50,167	300
4	3	Nikko Securities (Japan)	10,366	6	26,829	351
5	4	Yamachi Securities (Japan)	9,739	2	31,961	320
6	6	Merrill Lynch (U.S.)	8,899	33	59,084	696
7	9	Goldman Sachs (U.S.)	6,800	20	46,160	N.A.
8	8	Dean Witter (U.S.)	6,442	18	20,698	345
9	7	Shearson Lehman Brothers (U.S.)	5,708	9	28,787	200
10	11	Morgan Stanley (U.S.)	5,422	60	34,908	475
11	10	Boes International (Canada)	3,903	3	4,978	154
12	12	Kokusai Securities (Japan)	2,834	6	4,381	133
13	13	Kankaku Securities (Japan)	2,563	0	6,107	26
14	14	New Japan Securities (Japan)	2,163	1	5,515	5
15	15	Wako Securities (Japan)	1,980	3	4,086	67
16	17	CS First Boston (U.S.)	1,912	19	18,294	186
17	20	Paine Webber (U.S.)	1,791	27	17,347	161
18	18	Bear Stearns (U.S.)	1,754	20	15,850	143
19	16	B.G. Warburg (U.K.)	1,746	7	26,097	188
20	19	Sanyo Securities (Japan)	1,588	4	3,671	16
21	22	Prudential Securities (U.S.)	1,400	14	12,808	N.A.
22	—	Cozmo Securities (Japan)	1,300	0	2,613	28
23	21	Kleinwort Benson (U.K.)	1,293	1	18,507	34
24	—	Daewoo Securities (Korea)	1,229	1	2,000	2
25	24	Smith Barney (U.S.)	1,142	13	6,340	140

ΚΕΦΑΛΑΙΟ_ 2
ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ



2.1. ΓΕΝΙΚΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναφέρουμε όλα τα σχετικά που πρέπει να πράξει ο ενδιαφερόμενος επενδυτής για την αγορά ή πώληση χρεογράφων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Μπορεί η διαδικασία αυτή να ισχύει για το ελληνικό χρηματιστήριο, δεν παύει όμως να είναι παρόμοια και στα ξένα χρηματιστήρια.

Αυτός που προσφεύγει στο Χρηματιστήριο, δηλαδή, στον χώρο όπου διαπραγματεύονται μετοχές και ομολογίες, προφανώς θέλει να επενδύσει σε αυτά τα χρεόγραφα. Μετοχές έχουν μόνο οι επιχειρήσεις με την νομική μορφή της Ανώνυμου Εταιρίας. Άρα μόνο Α.Ε. βρίσκεις στο Χρηματιστήριο.

2.2. ΜΕΤΟΧΗ

Μετοχή είναι τίτλος μεταβιβάσιμος, ο οποίος δίνει στον κάτοχό της δικαίωμα συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο και τα κέρδη μιας ανώνυμης εταιρίας.

Η ονομαστική αξία της μετοχής δεν μπορεί να οριστεί κατώτερη από 100 δραχμές ούτε ανώτερη από 30.000 δραχμές.

Οι μετοχές μπορούν εκδοθούν στο άρτιο, δηλαδή στην ονομαστική τους αξία, πάνω από το άρτιο, δηλαδή σε τιμή μεγαλύτερη από την ονομαστική τους αξία, και κάτω από το άρτιο, δηλαδή σε τιμή μικρότερη από την ονομαστική τους αξία.

Στην περίπτωση που οι μετοχές εκδοθούν πάνω από το άρτιο, η διαφορά που προκύπτει θα εμφανιστεί υποχρεωτικά σε ιδιαίτερο λογαριασμό με τον τίτλο: "Αποθεματικό από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο". Έκδοση μετοχών κάτω από το άρτιο, απαγορεύεται από την ελληνική νομοθεσία.

Οι μετοχές διακρίνονται:

2.2.1. Μετοχές Ονομαστικές και Ανώνυμες

Οι μετοχές διακρίνονται ανάλογα με το αν αναγράφεται ή όχι το όνομα του μετόχου σε:

* **Μετοχές Ονομαστικές.** Σε αυτές αναγράφεται το όνομα του μετόχου. Ονομαστικές είναι οι μετοχές όλων των τραπεζών για λόγους διαφάνειας. Σε περίπτωση μεταβίβασης οπισθογραφούνται. Στις εταιρίες που έχουν ονομαστικές μετοχές, υπάρχει ένα βιβλίο μετόχων (μετοχολόγιο) που αναγράφει τους αριθμούς των μετοχών και τους κατόχους τους. Σε περίπτωση μεταβίβασης ενημερώνεται.

* **Μετοχές Ανώνυμες.** Σε αυτές δεν αναγράφεται το όνομα ορισμένου προσώπου. Στις μετοχές αυτές αναγράφεται η φράση: "τίτλος μιας μετοχής (ή πέντε, κ.λ.π.) που ανήκει στον κομιστή", δηλαδή αυτό που τη φέρει.

2.2.2. Μετοχές Κοινές και Προνομιούχες

Οι μετοχές διακρίνονται ανάλογα με τα εταιρικά δικαιώματα που ενσωματώνονται σε αυτές σε:

* **Μετοχές Κοινές.** Αυτές έχουν την ανάλογη ψήφο στην Γενική Συνέλευση (διοικητικό όργανο) της Ανωνύμου Εταιρίας και δικαίωμα για λήψη μερίσματος κάθε χρόνο εφόσον βέβαια έχει κέρδη η εταιρία. Δηλαδή περικλείουν τα βασικά δικαιώματα αλλά δεν έχουν κανένα προνόμιο.

* **Μετοχές Προνομιούχες.** Σε αυτές ορίζονται ορισμένα προνόμια. Συγκεκριμένα:

1. Προηγούνται στην απόληψη του πρώτου μερίσματος, που είναι 6% στο κεφάλαιο που καταβλήθηκε.
2. Προηγούνται στην απόληψη της εισφοράς τους σε περίπτωση διαλύσεως της εταιρίας.
3. Είναι δυνατό να συμφωνηθεί να παίρνουν μέρισμα από μεταγενέστερη κερδοφόρα χρήση και για προηγούμενες χρήσεις που δεν υπήρχαν κέρδη για διανομή. Έτσι, αν οι δύο προηγούμενες χρήσεις έκλεισαν με ζημιά και η φετινή χρονιά έκλεισε με κέρδος, εφόσον έχει παραχωρηθεί το προνόμιο αυτό, θα δοθεί μέρισμα φέτος $6\% + 6\% + 6\% = 18\%$. Το προνόμιο αυτό είναι δυναμικό, δηλαδή δεν είναι υποχρεωτικό όπως τα δύο προηγούμενα προνόμια.
4. Ισότιμη μεταχείριση με τις κοινές μετοχές, στην απόληψη πρόσθετου μερίσματος που τυχόν θα καταβληθεί με οποιαδήποτε μορφή.

Οι προνομιούχες μετοχές μπορούν να εκδοθούν με δικαίωμα ψήφου ή χωρίς δικαίωμα ψήφου. Αν οι προνομιούχες μετοχές εκδοθούν χωρίς δικαίωμα ψήφου, επιτρέπεται να παραχωρηθεί σε αυτές το δικαίωμα να παίρνουν ορισμένο τόκο σε περίπτωση που δεν υπάρχουν κέρδη ή τα κέρδη είναι ανεπαρκή. Προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου δεν μπορούν να εκδοθούν παραπάνω από το $1/4$ του κεφαλαίου της εταιρίας. Επίσης, οι προνομιούχες με ψήφο μπορούν να εκδοθούν και ως μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές, οπότε ορίζεται και ο χρόνος μετατροπής. Το δικαίωμα της μετατροπής ασκείται από τον προνομιούχο μέτοχο ατομικά με δήλωση την οποία υποβάλλει στην ανώνυμη εταιρία.

Οι προνομιούχες μετοχές πρέπει να γράφουν μπροστά με μεγάλα στοιχεία τις λέξεις "ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΟΣ ΜΕΤΟΧΗ", καθώς και τα κύρια χαρακτηριστικά τους όπως π.χ. "ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΗ" ή "ΜΗ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΗ", "ΜΕ ΨΗΦΟ" ή "ΧΩΡΙΣ ΨΗΦΟ" και πίσω τα προνόμια που τους έχουν χορηγηθεί.

Συνήθως όμως, οι προνομιούχες μετοχές δεν έχουν δικαίωμα ψήφου. Επειδή το να συμμετέχουν στην διοίκηση της ανωνύμου εταιρίας είναι κάτι που ενδιαφέρει πολύ τους μεγαλομέτοχους, εκτός από το μέρισμα που παίρνουν, για αυτό και οι τελευταίοι προτιμούν την αγορά κοινών μετοχών που έχουν βέβαια δικαίωμα ψήφου και για αυτό οι κάτοχοί τους μπορούν να συμμετέχουν στην διοίκηση της Α.Ε. Έτσι συνήθως προτιμούνται οι κοινές μετοχές, οι οποίες έχουν πολύ περισσότερες συναλλαγές σε σχέση με τις προνομιούχες στο Χρηματιστήριο, όπως επίσης και λίγο υψηλότερη (χρηματιστηριακή) τιμή. Μερικές φορές οι προνομιούχες έχουν ελάχιστες συναλλαγές με αποτέλεσμα να μην μπορεί κάποιος προνομιούχος μέτοχος να πουλήσει εύκολα. Λίγες μόνο φορές οι προνομιούχες έχουν περισσότερες συναλλαγές από τις κοινές μετοχές και ίσως υψηλότερη τιμή. Συνήθως αυτό συμβαίνει όταν οι μετοχές είναι ζημιογόνου και προβληματικής εταιρίας, οπότε λόγω των προνομίων τους, οι προνομιούχες μετοχές έχουν πραγματικό πλεονέκτημα έναντι των κοινών, και είναι πολύ πιο ασφαλείς.

Παραθέτουμε δείγμα κοινής και προνομιούχου μετοχής.

ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.

ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

ΕΔΡΑ: ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ
ΑΡ. ΜΗΤΡΩΟΥ Α.Ε. 8641/62/Β/86/475



THEMELIODOMI S.A.

CONSTRUCTION SOCIETE ANONYME

HEAD OFFICE: THESSALONIKI
COMPANY REGISTRATION 8641/62/Β/86/475

Εγκρίθηκε με την υπ' αριθμ. 122510 της 16ης Δεκεμβρίου 1978 απόφαση του Υπουργού Εμπορίου (ΦΕΚ Τεύχος Ανακοινω-
μων Εταιριων κατ'Ε.Π.Ε 3051/21.12.78).

Approved according to No 122510/16.12.1978 decision of
the Minister of Commerce, published in the Government Ga-
zette, Bulletin of S.A. and L.L.C. No 3051/21.12.78.

ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΡΑΧΜΕΣ 1.030.000,000
ΟΛΟΣΧΕΡΩΣ ΚΑΤΑΒΕΒΛΗΜΕΝΟ

SHARE CAPITAL DRS 1,030,000,000
FULLY PAID UP

ΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΙΑΙΡΕΤΑΙ ΣΕ 5.150.000 ΚΟΙΝΕΣ
ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΔΙΑΚΟΣΙΩΝ (200)
ΔΡΑΧΜΩΝ Η ΚΑΘΕ ΜΙΑ.

SHARE CAPITAL IS DIVIDED INTO 5,150,000 COMMON SHA-
RES OF A NOMINAL VALUE OF DRS 200 EACH.

Απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της 19ης Αυ-
γούστου 1993.

Decision of the General Assembly of the Shareholders, August
19th 1993

10

CERTIFICATE OF TEN COMMON SHARES TO THE BEARER

ΤΙΤΛΟΣ ΔΕΚΑ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟΝ ΚΟΜΙΣΤΗ

ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER

1115348

1153471 1153480

Ε ΠΡΟΣΩΠΟΝ ΟΛΩΝ
ΑΡΧΟΝΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

ΟΙ ΔΙΕΥΚΡΙΝΟΝΤΕΣ ΔΙΟΙΚΗΤΕΣ
ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝ ΕΜΠΡΟΣΩΠΩΝΕΙΣ ΔΕΙΧΤΕΙΝ ΤΑ ΣΤΑΘΙΣΜΑΤΑ

ΜΕΛΟΣ ΑΝ ΕΜΠΡΟΣΩΠΩΝΕΙ ΜΕΛΟΣ ΑΝ ΕΜΠΡΟΣΩΠΩΝΕΙ

ΜΕΛΛΟΝΗ 15 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 1993 THESSALONIKI 64451 1993 1993



ΜΕΛΟΣ ΑΝ ΕΜΠΡΟΣΩΠΩΝΕΙ ΜΕΛΟΣ ΑΝ ΕΜΠΡΟΣΩΠΩΝΕΙ

ΚΑΤΑ Ε ΕΜΠΡΟΣΩΠΩΝΕΙ ΚΑΤΑ Ε ΕΜΠΡΟΣΩΠΩΝΕΙ

ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-24 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-24 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-23 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-23 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-22 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-22 10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-21 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-21 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-20 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-20 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-19 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-19 10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-18 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-18 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-17 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-17 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-16 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-16 10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-15 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-15 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-14 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-14 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-13 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-13 10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-12 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-12 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-11 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-11 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-10 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-10 10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-09 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-09 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-08 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-08 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-07 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-07 10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-06 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-06 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-05 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-05 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-04 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-04 10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-03 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-03 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-02 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-02 10	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΙΤΛΟΥ / CERTIFICATE NUMBER 1115348-01 10 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ / SHARE NUMBER 1115348-01 10

Με λίγα λόγια το να έχεις μια μετοχή μιας επιχείρησης, σημαίνει ότι έχεις ένα μέρος της επιχείρησης, ή αλλιώς εάν έχεις 1000 μετοχές μιας επιχείρησης που το σύνολο των μετοχών της είναι 100.000, σημαίνει ότι κατέχεις το ένα εκατοστό της επιχείρησης. Με το να έχεις στα χέρια σου μετοχές κάποιων εταιριών, σημαίνει ότι είσαι ιδιοκτήτης στα κτίρια, στα μηχανήματα, στην παραγωγή, στα αποθέματα, σε όλα όσα έχει, δηλαδή κατά ένα μέρος σε όλο το κύκλωμα. Επιπλέον έχεις το ανάλογο μέρισμα κάθε χρόνο και την ανάλογη ψήφο στην Γενική Συνέλευση των μετόχων.

Οι ανώνυμες μετοχές στο κάτω μέρος τους έχουν ορισμένα αριθμημένα κουπόνια που καλούνται μερισματαποδείξεις. Κάθε χρόνο, ο μέτοχος λαμβάνει το μέρισμα αποδίδοντας ένα συγκεκριμένο κουπόνι. Οι ονομαστικές μετοχές δεν έχουν μερισματαποδείξεις. Ο μέτοχος είναι γνωστός από το βιβλίο μετόχων και το μέρισμα του αποδίδεται αποστέλλοντάς του επιταγή, ή καλώντας τον στα γραφεία της εταιρίας να το παραλάβει.

2.3. ΟΜΟΛΟΓΙΑ

Ορισμένοι οικονομικοί οργανισμοί χρειάζονται να δανεισθούν μακροπρόθεσμα μεγάλα ποσά και το ποσό του δανείου είναι αδύνατον να ληφθεί από ένα πρόσωπο φυσικό ή και νομικό (ακόμα και τράπεζα), έτσι, η διεθνής πρακτική επινόησε για τον σκοπό αυτό τα δάνεια με ομολογίες. Τέτοιοι οικονομικοί οργανισμοί είναι το Κράτος, οι Δήμοι, τα Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου (Ν.Π.Δ.Δ.) και οι Ανώνυμες Εταιρίες. Για αυτό όταν οι οργανισμοί αυτοί πρόκειται να δανεισθούν, το ποσό του δανείου το διαιρούν σε μικρά ποσά, για τα οποία εκδίδουν τίτλους, τις καλούμενες ομολογίες, που διαθέτουν στο κοινό. Με τον τρόπο αυτό είναι δυνατή η συμμετοχή στο δάνειο και των μικρών αποταμιευτών και ακόμα η συγκέντρωση μεγάλων χρηματικών κεφαλαίων. Επομένως η ομολογία είναι τίτλος που εκδίδεται από αυτόν που συνάπτει δάνειο με ομολογίες και παραδίδεται στον δανειστή προς απόδειξη της υποχρέωσης του πρώτου.

Στην ομολογία αναγράφεται το ποσό του δανείου, το επιτόκιο του, ο χρόνος και ο τρόπος πληρωμής των τόκων και εξοφλήσεως του δανείου, η τιμή εξοφλήσεως των ομολογιών, ο αύξων αριθμός της, κ.λ.π.

Η ομολογία αποτελείται από το κύριο σώμα και από τα τοκομερίδια. Τα τοκομερίδια είναι οι αποδείξεις που υπάρχουν στο κάτω μέρος της ομολογίας με τις οποίες εισπράττει τον τόκο ο ομολογιούχος στο τέλος κάθε εξαμηνίας ή του έτους. Τα τοκομερίδια αποκόπτονται και παραδίδονται στον οφειλέτη οργανισμό κατά την εισπραξη των τόκων.

2.3.1. Διακρίσεις ομολογιών

Οι ομολογίες διακρίνονται:

α) Ανάλογα με τον τρόπο μεταβιβασής τους.

1. Σε ονομαστικές.

Σε αυτές αναγράφεται το όνομα του ομολογιούχου.

Η μεταβίβαση από κοιμιστή σε κοιμιστή απαιτεί τυπική διαδικασία.

2. Σε μικτές.
Είναι ονομαστικές ως προς το κεφάλαιο μόνο. Τα τοκομερίδια μεταβιβάζονται, αφού αποκοπούν και εισπράττονται από οποιονδήποτε τα παραδώσει προς πληρωμή.
 3. Σε ανώνυμες.
Μεταβιβάζονται με απλή παράδοση σε άλλο πρόσωπο. Η περίπτωση αυτή είναι η συνηθισμένη μορφή εκδόσεως ομολογιών, γιατί έχουν το πλεονέκτημα να διαπραγματεύονται εύκολα στην αγορά.
- β) Ανάλογα με την τιμή εκδόσεώς τους.
1. Σε ομολογίες που εκδίδονται στο άρτιο.
Ο αγοραστής δηλαδή της ομολογίας καταβάλλει για την απόκτησή της το ποσό που αναφέρεται πάνω στον τίτλο.
 2. Σε ομολογίες που εκδίδονται σε τιμή διαφορετική από το άρτιο.
Στην περίπτωση αυτή, αυτός που συνάπτει το δάνειο (Κράτος, Α.Ε., κ.λ.π.) εισπράττει από τον αγοραστή της ομολογίας ποσό μεγαλύτερο (έκδοση πάνω) ή μικρότερο (έκδοση κάτω) από την ονομαστική αξία.
- γ) Ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησής τους.
1. Σε ομολογίες που εξοφλούνται στο άρτιο.
Στην περίπτωση αυτή στον κομιστή της ομολογίας καταβάλλεται η ονομαστική αξία, άσχετα με τον τρόπο που έχουν εκδοθεί.
 2. Σε ομολογίες που εξοφλούνται πάνω ή κάτω του άρτιου.
 3. Σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές.
Εξοφλούνται με ανταλλαγή με μετοχές της Α.Ε. που έκανε το δάνειο. Το προνόμιο για την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής σε μετοχές μπορεί να το έχει ή ο δανειστής (ομολογιούχος) ή ο δανειζόμενος (οφειλέτης).
 4. Σε ομολογίες λαχειοφόρες.
Είναι οι ομολογίες με τις οποίες δίνεται στον κάτοχο της η πιθανότητα κέρδους στις ετήσιες κληρώσεις που γίνονται για την μερική εξόφληση του ομολογιακού δανείου.

2.4. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ

Οι διαφορές που έχουμε εντοπίσει μεταξύ μετοχών και ομολογιών είναι οι εξής:

- Η ομολογία μπορεί να εκδοθεί και από δήμους, Ν.Π.Δ.Δ., κράτος. Η μετοχή μόνο από Ανώνυμη Εταιρία.
- Η ομολογία είναι τίτλος που εμφανίζει δάνειο που χορήγησε ο κάτοχός της και επομένως ο ομολογιούχος είναι δανειστής και παίρνει ορισμένο τόκο, ανεξάρτητα από την πραγματοποίηση κερδών ή ζημιών από την Α.Ε. (αν το δάνειο έγινε από Α.Ε.), ενώ ο κάτοχος της μετοχής είναι εταίρος της Α.Ε. και συμμετέχει στα κέρδη, εφόσον αυτά υπάρχουν.

- Ο μέτοχος μετέχει στη διοίκηση της Α.Ε., ενώ αυτό δεν συμβαίνει με τον ομολογιούχο.
- Σε περίπτωση διαλύσεως της Α.Ε. και διανομής της περιουσίας της, πρώτα θα ικανοποιηθούν οι ομολογιούχοι δανειστές και ύστερα οι μέτοχοι.

2.5. Η ΛΙΑΔΙΚΉ ΛΣΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ

Από την στιγμή που ο επενδυτής επιλέξει τι χρεόγραφο θέλει να αγοράσει προβαίνει στις εξής κινήσεις:

Πρώτα από όλα, πηγαίνει σε έναν χρηματιστή ή σε μια χρηματιστηριακή εταιρία. Προσωπική μας γνώμη είναι ότι, καλύτερα είναι να πάει σε χρηματιστηριακή εταιρία. Όλα αυτά, εταιρίες και απλά γραφεία βρίσκονται παραπλεύρως και επί της οδού Σοφοκλέους. Μερικές όμως χρηματιστηριακές εταιρίες όπως η Χρηματιστηριακή Εργασίας ή η Εμπορική Χρηματιστηριακή, θυγατρικές των Τραπεζών Εργασίας και Εμπορικής, βρίσκονται σε κάθε υποκατάστημα των τραπεζών αυτών, σε ένα ειδικό γκισέ όπως αυτό του ταμείου. Δηλαδή μπορείς να πας σε οποιοδήποτε υποκατάστημα των τραπεζών αυτών, σε οποιοδήποτε μέρος της χώρας και αν βρίσκονται και να κάνεις την δουλειά σου. Έτσι, δεν είσαι αναγκασμένος για να κάνεις την δουλειά σου, να βρίσκεσαι στην Αθήνα. Σίγουρα οι χρηματιστηριακές εταιρίες-θυγατρικές τραπεζών, όπως αυτές που αναφέραμε έχουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων. Επιπλέον οι χρηματιστηριακές εταιρίες μόνο και μόνο από την οργάνωσή τους ως εταιρίες και όχι ως απλά χρηματιστηριακά γραφεία, έχουν πολύ περισσότερες δυνατότητες και μεγαλύτερα κεφάλαια, τα οποία αν εκμεταλλευθούνε κατάλληλα, μπορούν να δημιουργήσουν ένα λειτουργικό σύστημα που αποσκοπεί στην καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση, το οποίο θα είναι πολύ ανώτερο από αυτό που θα προσφέρουν τα απλά χρηματιστηριακά γραφεία. Και πράγματι, όπως έχουν δείξει τα πράγματα τον λίγο καιρό που έχει επιτραπεί η δημιουργία χρηματιστηριακών εταιριών, οι τελευταίες άνοιξαν νέους ορίζοντες σε δραστηριότητες και εξυπηρέτηση. Αλλωστε, τώρα πλέον, παρόλο ότι εδώ και δύο περίπου μόνο χρόνια έχει επιτραπεί η δημιουργία χρηματιστηριακών εταιριών, έχουν παραμείνει ελάχιστα καθεαυτό χρηματιστηριακά γραφεία. Τα περισσότερα από τα παλαιά χρημ. γραφεία μετασχηματίστηκαν σε χρηματιστηριακές εταιρίες. Αυτό όμως είχε ως αποτέλεσμα, μερικές από αυτές τις εξελιχτικές κινήσεις να γίνουν γρήγορα και πρόχειρα. Έτσι ορισμένες χρηματιστηριακές εταιρίες δεν διαφέρουν σε τίποτα από την προηγούμενη μορφή τους (χρηματ. γραφεία). Η μόνη τυπική διαφορά τους είναι το νομικό πλαίσιο που τις διέπει και που τώρα τις χαρακτηρίζει σαν εταιρίες. Κάνουμε λοιπόν σαφές ότι θα πρέπει να επιλέξουμε με προσοχή ένα χρηματιστηριακό γραφείο ή χρηματιστηριακή εταιρία με γνώμονα την καλύτερη δυνατή προσωπική μας εξυπηρέτηση.

Επειτα, πηγαίνουμε στο χρηματιστηριακό γραφείο ή εταιρία, τα οποία είναι ανοικτά για τους πελάτες-επενδυτές από τις 9.⁰⁰ ως τις 14.⁰⁰. Προκειμένου για αγορά, απευθυνόμαστε στον αρμόδιο υπάλληλο, στον οποίο δίνουμε την εντολή αγοράς. Αυτή πρέπει να περιλαμβάνει την συγκεκριμένη μετοχή που θέλουμε να αγοράσουμε και την ποσότητα αυτής, δηλαδή πόσα κομμάτια θέλουμε να πάρουμε. Την εντολή την δίνουμε λέγοντας:

"Στο καλύτερο", που σημαίνει ότι αφήνουμε πλήρη ελευθερία στον χρηματιστή να αγοράσει κατά την κρίση του, στην καλύτερη δυνατή τιμή. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι αυτός καταφέρνει να αγοράσει στην πραγματικά καλύτερη τιμή πάντα.

Αναφέρουμε "μέχρι - ορισμένη τιμή - και στο καλύτερο" όπως π.χ. "μέχρι 1000 δραχ. και στο καλύτερο", που σημαίνει ότι προτίθεται να αγοράσει μια Α μετοχή πληρώνοντας το πολύ ως και 1000 δραχμές (ανά κομμάτι) και φυσικά αφού συνοδεύεις την εντολή

λέγοντας επίσης "...και στο καλύτερο", δίνει την ευθύνη στον χρηματιστή να αγοράσει σε τιμή ως 1000 δρχ. ανώτατο όριο αλλά ταυτόχρονα και όπως νομίζει καλύτερα αυτός, δηλαδή αν είναι δυνατόν να πετύχει μικρότερη τιμή.

"Στην τιμή ανοίγματος", που σημαίνει ότι πρέπει να αγοράσει με το που αρχίζει η χρηματιστηριακή συνεδρίαση, με το άνοιγμα της μετοχής στον πίνακα για να χρησιμοποιούμε και λίγη ορολογία.

"Στην τιμή κλεισίματος", που σημαίνει ότι πρέπει να αγοράσει κατά τις τελευταίες στιγμές της συνεδρίασης, όπως θα έχει διαμορφωθεί η τιμή.

Αφού δώσουμε την εντολή ολοκληρωμένη καθώς περιγράψαμε παραπάνω, προκαταβάλλουμε τα χρήματα που απαιτούνται για την αγορά της ποσότητας των μετοχών που θέλουμε. Η προκαταβολή βρίσκεται λαμβάνοντας υπόψη την τιμή κλεισίματος (δηλαδή την τιμή που είχε η μετοχή κατά το τέλος της συνεδρίασης) της αμέσως προηγούμενης ημέρας, και πολλαπλασιάζοντας την επί την ποσότητα που επιθυμούμε να αγοράσουμε. Όταν δίνουμε τα χρήματα που απαιτούνται, ο υπάλληλος μας δίνει μια απόδειξη που είναι γνωστή ως "Απόδειξη Καταθέσεως Εγγυήσεως". Ο υπάλληλος μεταβιβάζει την αγοραστική εντολή στον χρηματιστή, ο οποίος θα φροντίσει για την πραγματοποίησή της στην πρώτη κιόλας συνεδρίαση.

Εάν η εντολή δεν εκτελεστεί κατά την πρώτη στη σειρά συνεδρίαση, τότε ανάλογα με το πως διαμορφώθηκε η τιμή της μετοχής προς αγορά, αφού μπορεί να αυξήθηκε τόσο που να είναι ασύμφορη, επαναλαμβάνουμε ή όχι την εντολή. Στην περίπτωση που η εντολή επαναληφθεί και η επιθυμία αγοράς ισχύει ακόμα, ο χρηματιστής κατά την επόμενη συνεδρίαση ξαναπροσπαθεί να την εκτελέσει. Όταν εκτελεσθεί, εκδίδεται από το χρηματιστηριακό μας γραφείο ή εταιρία, το "Πινακίδιο Εκτελέσεως Εντολής" το οποίο περιλαμβάνει το όνομα του πελάτη (επενδυτή), ημερομηνία, τον αγοραζόμενο τίτλο, την ποσότητα, την τιμή αγοράς (ενός κομματιού), την συνολική τιμή αγοράς (= Τιμή αγοράς κομματιού * Ποσότητα), προμήθεια του χρηματιστή και το τελικό σύνολο προς πληρωμή. Αυτό παραδίδεται σε μας ως αποδεικτικό της πραγματοποίησης της χρηματιστηριακής συναλλαγής (και στην περίπτωσή μας, αγοραστικής πράξης) και η χρησιμότητά του έγκειται στο να μας παρουσιάζει αναλυτικά το πως έγινε η συναλλαγή.

Ανάλογα με το αν τα χρήματα που είχαμε προκαταβάλει για την αγορά, ήταν αρκετά ή όχι, δίνουμε τα επιπλέον χρήματα ή λαμβάνουμε ρέστα. Εάν η τιμή αγοράς ήταν αυξημένη σε σχέση με την τιμή υπολογισμού της προκαταβολής, τότε προφανώς δίνουμε τα υπόλοιπα. Ο υπάλληλος του χρηματιστηριακού γραφείου σφραγίζει το Πινακίδιο Εκτελέσεως Εντολής ότι εξοφλήθη. Εάν η τιμή αγοράς ήταν μικρότερη της τιμής στην οποία υπολογίστηκε η προκαταβολή, τότε παίρνουμε πίσω τα περισευόμενα και σφραγίζεται το Πινακίδιο Εκτελέσεως Εντολής ότι εξοφλήθη.

Μετά από μερικές μέρες, ανάλογα τον χρόνο που παίρνει η εκκαθάριση, δηλαδή η διαδικασία που απαιτείται μεταξύ των δύο συμβαλλόμενων χρηματιστηριακών γραφείων διαμέσω των οποίων έγινε η συνάλλαξη (αγορά με αντίστοιχη πώληση), η οποία περιλαμβάνει τις λογιστικές εγγραφές στα βιβλία των χρηματιστηριακών γραφείων, τις όποιες ενημερώσεις πρέπει να γίνουν και την παράδοση των αγορασμένων μετοχών από το γραφείο που τις πούλησε σε αυτό που τις αγόρασε, ικανοποιώντας εντολή δικιά μας (δηλαδή του πελάτη), μπορούμε να παραλάβουμε τις μετοχές μας. Συνήθως το διάστημα που μεσολαβεί ως την παραλαβή είναι περίπου δύο εβδομάδες.

Όταν τις παραλάβουμε, μέσα σε κάποιον φάκελο, θα πρέπει από μόνοι μας να κάνουμε έναν έλεγχο για την περίπτωση που έχει γίνει κάποιο λάθος και μας έχουν βάλει μέσα λιγότερες μετοχές από ότι πράγματι αγοράσαμε. Τον έλεγχό μας θα πρέπει να τον κάνουμε μπροστά στον υπάλληλο, γιατί αν τελικά έχει γίνει λάθος που θα το διαπιστώσουμε ενώ έχουμε απομακρυνθεί, δεν έχει νόημα να γυρίσουμε πίσω και να το αναφέρουμε. Ο υπάλληλος και με το δίκιο του, μπορεί να νομίσει ότι ίσως εμείς

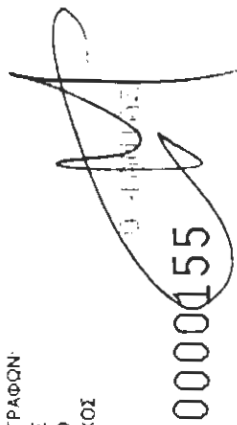
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΜΕ ΜΕΤΡΗΤΑ ΟΡΧ. ****210,0000***

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ/ΟΑΤΕ	ΩΡΑ/ΤΙΜΗ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΝΤΥΠΟΥ/NUMBER
	001 ΧΡΕΜΑΤΩΣΗ	001 ΠΙΣΤΩΣΗ

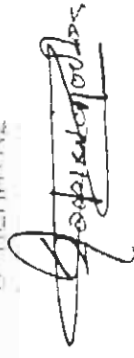
001 ΧΡΕΜΑΤΩΣΗ	210,000,0000	20,000,0000
Ο ΠΡΕΣΒΥΤΗΣ Κ. ΣΟΦΟΚΛΕΟΥΣ ΠΡΟΚΑΤΙΣΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ 210,000,0000 ΠΡΑΞΕΙΣ ΜΕΤΡΗΤΑ ΟΤΤΑ Κ. ΠΑΡΕΧΕΤΕΣ ΔΕΛΤΑ ΧΙΟΥΣΕΣ ΔΡΑΧΜΕΣ ΑΠΤΟΜΕΤΑ : ΕΝΑΝΤΙ ΑΓΕΙΡΑΣ		

ΠΡΟΟΡΙΣΜΟΣ ΑΝΤΙΓΡΑΦΩΝ:
 1) ΛΕΥΚΟ ΠΕΛΑΤΗΣ
 2) ΡΟΖ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟ
 3) ΓΑΛΑΖΙΟ ΣΤΕΛΕΧΟΣ

00000155



0 ΕΙΣΓΕΧΟΣ 0 ΠΙΣΤΩΤΗΣ



ΑΡΙΘ. ΘΕΩΡ. 00000155

ΧΡΗΣΗ ΕΝΤΥΠΟΥ:
 1) ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΠΛΗΡΩΜΗΣ 2) ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ 3) ΑΠΟΔΕΙΞΗ
 ΔΙΑΡΑΜΩΣΗΣ ΧΡΕΩΓΡΑΦΩΝ 4) ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΠΑΡΑΛΑΒΗΣ ΧΡΕΩΓΡΑΦΩΝ

ΣΟΦΟΚΛΕΟΥΣ 7-9 • 10559 ΑΘΗΝΑ
 ΤΗΛ: 32.51.875/6, 32.10.824, 32.10.884
 ΤΛΧ: 215186 INMA GR • FAX: 32.10.291
 ΑΙΘ. ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ 32.51.878
 Α.Φ.Μ. 00394659

7-9, SOPHOCLEOUS STR • 10559 ATHENS
 TEL: 32.51.875/6, 32.10.824, 32.10.884
 TLX: 215186 INMA GR • FAX: 32.10.291
 TRADING FLOOR: 32.51.878

ΠΙΝΑΚΙΔΙΟ ΕΚΤΕΛΕΣΕΩΣ ΕΝΤΟΛΗΣ No 0016950
ORDER CONFIRMATION SLIP

ΕΝΤΟΛΕΥΣ: ΣΟΦΙΑΝΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΕΙΔΟΣ ΠΡΑΞΕΩΣ: ΜΕΤΡΩΠΟΙΕΣ
 TYPE OF TRANSACTION: NET PURCHASE

ΠΟΣΟΤΗΤΑ QUANTITY	ΕΙΔΟΣ ΤΙΤΛΩΝ/SECURITY	ΤΙΜΗ / PRICE	ΠΟΣΟΝ/AMOUNT.
10	ΧΑΥΡΟ ΠΡ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΤΗ 21 ΑΥΓ. 1990	3400	136000

ΠΡΟΡΙΣΜΟΣ ΑΝΤΙΓΡΑΦΩΝ
 1) ΛΕΥΚΟ ΠΕΛΑΤΗΣ
 2) ΚΙΤΡΙΝΟ ΕΠΟΠΤΗΣ
 3) ΓΑΛΑΖΙΟ ΣΤΕΛΕΧΟΣ

Ο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΣ / THE BROKER

ΣΥΝΟΛΟ / TOTAL ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ / COMMISSION	136000 1360
ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΤΙΚΑ/TRANSF EXPENSES	
ΚΑΘΑΡΟ ΣΥΝΟΛΟ / NET TOTAL	137360

ΑΘΗΝΑ 20.10.89/70
 ATHENS

Πινακίδιο Εκτέλεσης Εντολής
 από Χρηματοπιστηριακό Γραφείο.

ΣΤΑΣΙΟΥ 10, ΑΘΗΝΑ 10304
 ΤΗΛ. 3233.814 - 3231.644, FAX 3252.241
 Αρ.Μ.Α.Ε. 21340/06/Β/90/04
 Α.Φ.Μ. 94285013

7691

ΠΙΝΑΚΙΔΙΟ ΕΚΤΕΛΕΣΕΩΣ ΕΝΤΟΛΗΣ ΕΝΤΟΣ ΚΥΚΛΟΥ No

ORDER CONFIRMATION SLIP

ΕΝΤΟΛΕΥΣ: ΣΟΦΙΑΝΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ του ΒΑΣΙΛ.

ΕΙΔΟΣ ΠΡΑΞΕΩΣ: ΑΓΟΡΑ

TYPE OF TRANSACTION

ΠΟΣΟΤΗΤΑ QUANTITY	ΕΙΔΟΣ ΤΙΤΛΩΝ/SECURITIES	ΤΙΜΗ / PRICE	ΠΟΣΟΝ/AMOUNT.
50	ΤΡΑΠ. ΕΦΓΙΑΣΙΑΣ	9,700	485,000

ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.
 7 ΔΕΚ / 1990
 ΕΞΟΥΔΗΚΩΣΗ

Ο ΧΡΗΜΑΤΟΣΤΗΡΙΑΚΟΣ
 ΕΚΠΡΟΣΩΠΟΣ
 THE REPRESENTATIVE



ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ/TRANSACTION VALUE	485,000
ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ / COMMISSION	4,850
ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΤΙΚΑ/TRANSF EXPENSES	1,455

ΤΕΛΙΚΟ ΠΟΣΟ/TOTAL	491,305
--------------------------	----------------

A/A
 Σ.Σ.

ΑΘΗΝΑ: 07/12/90
 ATHENS

ΑΡ. ΘΕΩΡ. 0007563

Πίνακίδιο Εκτελέσεως Εντολής
 από Χρηματιστηριακή Εταιρεία.

επίτηδες να βγάλουμε κάποιες μετοχές και έπειτα να γυρίσαμε να το αναφέρουμε για να πάρουμε ουσιαστικά και άλλες δωρεάν. Σε αυτή την περίπτωση είναι φυσικό να αρνηθεί να ασχοληθεί με το θέμα έστω και αν πραγματικά εμείς διαπιστώσαμε ότι λείπουν κάποια κομμάτια. Για αυτό τον λόγο, συνιστούμε να γίνεται έλεγχος επί τόπου μπροστά στον υπάλληλο για να μην χωρούν αμφιβολίες για την περίπτωση λάθους. Όταν λοιπόν πάρουμε στα χέρια μας τις μετοχές, υπογράφουμε μια απόδειξη παραλαβής. Έτσι αποφεύγεται ο κίνδυνος από την χρηματιστηριακή εταιρία, του να πάμε και να ζητήσουμε τις μετοχές που έχουμε ήδη πάρει.

Όσον αφορά για πώληση η διαδικασία έχει ως εξής:

Προφανώς, αφού πρόκειται για πράξη πώλησης, προϋποθέτει ότι έχουμε κάποιες μετοχές που θέλουμε να πουλήσουμε. Πηγαίνουμε λοιπόν τις μετοχές στο χρηματιστηριακό γραφείο όπου τις παραδίδουμε στον αρμόδιο υπάλληλο στον οποίο δίνουμε και την εντολή πώλησης. Καθώς του δίνουμε τις μετοχές μας δίνει μια απόδειξη παραλαβής των, για την περίπτωση που δεν πουληθούν και θέλουμε να τις πάρουμε πίσω.

Η εντολή πώλησης που δίνουμε μπορεί να είναι - όπως και αυτή της αγοράς - ως έχουμε παρακάτω:

"Στο καλύτερο", που σημαίνει ότι αφήνουμε πλήρη ελευθερία στον χρηματιστή να πουλήσει κατά την κρίση του, στην καλύτερη (= υψηλότερη) δυνατή τιμή.

"Μέχρι - ορισμένη τιμή - και στο καλύτερο", που σημαίνει ότι θέτουμε κάποιο όριο κάτω από το οποίο κρίνουμε ασύμφορη την πώληση.

"Στην τιμή ανοίγματος", δηλαδή να πωλήσει με την έναρξη της συνεδρίασης.

"Στην τιμή κλεισίματος", δηλαδή να πωλήσει κατά το τέλος της συνεδρίασης.

Ο υπάλληλος μεταβιβάζει την εντολή στον χρηματιστή που θα γροντίσει για την εκτέλεσή της στην αμέσως επόμενη συνεδρίαση. Αν ο χρηματιστής δεν καταφέρει με την πρώτη να την εκτελέσει, θα προσπαθήσει και την επόμενη, αφού όμως προηγηθεί η επανάληψη της εντολής μας. Γιατί βέβαια, μπορεί στην πρώτη συνεδρίαση που ο χρηματιστής επιχειρήσει να πωλήσει χωρίς επιτυχία, η τιμή της προς πώληση μετοχής μας να έπεσε και να μην μας συμφέρει πλέον να προχωρήσουμε σε πώλησή της. Εφόσον οι μετοχές μας πουληθούν, εκδίδεται το αντίστοιχο Πινακίδιο Εκτελέσεως Εντολής που περιγράφει τις μετοχές, την ποσότητα, την τιμή πώλησης ανά μονάδα και συνολικά, την προμήθεια η οποία αφαιρείται από το σύνολο και έτσι βρίσκονται τα συνολικά χρήματα που θα εισπράξουμε. Το πινακίδιο μας παραδίδεται και με αυτό πηγαίνουμε στο ταμείο όπου επιδεικνύοντάς το, εισπράττουμε τα χρήματά μας, βάζοντας και μια υπογραφή σε ένα έντυπο, αποδεικτικό εισπραχής των, για το χρηματιστηριακό γραφείο. Έτσι έχει η όλη διαδικασία πώλησης.

2.6. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ

Προηγουμένως αναπτύξαμε όλα τα σχετικά με τις διαδικασίες αγοράς και πώλησης. Για να γίνουν όμως χρειάζονται τους χρηματιστές ή τις χρηματιστηριακές εταιρίες. Για αυτό, σε αυτό το σημείο θα επιδείξουμε όλες τις χρηματιστηριακές εταιρίες και τους απλούς χρηματιστές όπως είχαν ως τον Λύγουστο του 1992 ώστε οι αναγνώστες της μελέτης αυτής να έχουν έναν οδηγό για την επιλογή τους.

2.6.1. Χρηματιστηριακές Εταιρίες

- ΑΘΗΝΑΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Πανεπιστημίου 13
- ΑΛΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σταδίου 33
- ΑΛΦΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Πανεπιστημίου 43
- ΑΤΛΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Παλ. Πατρών Γερμανού 7
- ΔΕΛΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 5
- ΛΕΩΝ ΔΕΠΟΛΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Πλατεία Αγ. Θεοδώρων 1
- ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Αιόλου 93
- ΕΣΟΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Πλατεία Αγ. Θεοδώρων 6
- ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤ/ΚΗ "INTERSEC"	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΕΛΛΗΝΟΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤ/ΚΗ	, Ευριπίδου 6
- EUROSEC Α.Χ.Ε.	, Σόλωνος 10
- EUROTRUST ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 13 - 15
- ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 13
- ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 5
- ΚΑΝΑΡΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σταδίου 39
- ΚΑΤΣΟΥΛΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 5
- ΚΥΚΛΟΣ Α.Χ.Ε.	, Πανεπιστημίου 39
- Μ. ΚΥΡΑΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Αριστείδου 9
- Π. ΚΟΝΤΑΛΕΞΗΣ Α.Χ.Ε.	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΜΙΔΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 5
- NUNTIVS ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Πλατεία Κολωνακίου 2
- ΠΗΓΑΣΟΣ Α.Χ.Ε.	, Ευριπίδου 6
- ΡΑΥΜΟΝΔΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΣΑΡΡΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σταδίου 10
- ΞΕΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Αριστείδου 1
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	, Ευριπίδου 12
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ	, Ευριπίδου 11
- ΔΕΒΛΕΤΟΓΛΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 5
- Γ. Α. ΠΕΡΒΑΝΑΣ Α.Χ.Ε.	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΧΡΥΣΟΧΟΙΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΚΕΡΔΩΟΣ ΕΡΜΗΣ Α.Χ.Ε.	, Αριστείδου 9
- ΚΑΡΑΜΑΝΩΦ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Πλατεία Αγ. Θεοδώρων 1
- ΔΗΜ. Α. ΤΣΕΚΟΥΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σταδίου 33
- ΝΙΚΗΦΟΡΟΣ Α.Χ.Ε.	, Σοφοκλέους 7 - 9
- MIDLAND-ΠΑΝΤΕΛΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑ/ΚΗ	, Δραγατσανίου 6
- INTERACT ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Παπαρηγοπούλου 3
- ΑΒΛΕ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Παλ. Πατρών Γερμανού 7
- ΛΑΥΡΕΝΤΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Χαριλάου Τρικούπη 6-10
- ΚΑΠΠΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σταδίου 39
- ΒΟΙΛΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- INDEX ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΠΟΡΤΛΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	, Πεσμαζόγλου 1

2.6.2. Οι Χρηματιστές

- ΚΟΜΝΗΝΟΣ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΠΑΝΤΕΛΙΔΗΣ ΕΛΕΜΑΝΟΥΗΛ	, Σοφοκλέους 1
- ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΑΚΗΣ	, Σοφοκλέους 8
- ΑΔΑΜ ΓΙΑΝΝΟΠΟΥΛΟΣ	, Σοφοκλέους 7 - 9
- ΜΑΥΡΙΚΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ	, Σοφοκλέους 8

- ΠΑΝΤΕΛΙΔΗΣ ΠΕΤΡΟΣ	, Σοφοκλέους 4
- ΠΕΝΤΕΔΕΚΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ	, Σοφοκλέους 5
- ΣΩΤΗΡΙΑΔΗΣ ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ	, Αριστείδου 6
- ΤΖΕΜΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ	, Σοφοκλέους 5

2.7. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ

Ενας σχετικά νέος θεσμός για την ελληνική κεφαλαιαγορά δημιουργήθηκε με σκοπό την ταχύτερη διεκπεραίωση εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών και την ασφάλεια αυτών.

Πρόκειται για την Ανώνυμη Εταιρία Αποθετηρίων Τίτλων, της οποίας η λειτουργία άρχισε στις 16/09/1991, που θα λειτουργήσει με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και θα συμβάλει στην καλύτερη εξυπηρέτηση όχι μόνο των ελλήνων, αλλά και των ευρωπαϊών επενδυτών.

Για το σκοπό της λειτουργίας και τις προοπτικές της νεοσυσταθείσας εταιρίας μιλάει στην εφημερίδα ΚΕΡΔΟΣ η διευθύντρια του Χρηματιστηρίου Παναγιώτα Πασά - Χριστοφιλοπούλου, η οποία παράλληλα είναι και σύμβουλος της Εταιρίας Αποθετηρίων. Υπήρξε δε, μια από τους βασικούς συντελεστές δημιουργίας του Αποθετηρίου.

Η δημιουργία του νέου θεσμού όπως επισημαίνει η κ. Πασά - Χριστοφιλοπούλου ήταν επιβεβλημένη, για την αποτελεσματική λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Σε συνδυασμό δε, με την αυτοματοποίηση των χρηματιστηριακών συναλλαγών που γίνεται, το Αποθετήριο θα συντελέσει στον πλήρη εκσυγχρονισμό του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Το Αποθετήριο Τίτλων, υπογραμμίζει η διευθύντρια του Χρηματιστηρίου, αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την διασύνδεση με τα άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, πολύ περισσότερο με την υλοποίηση εντός του προσεχούς έτους, του σχεδίου -Eurolist- της Ομοσπονδίας Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων (Federation of Stock Exchange in the E.E.C.), όπου οι μεγαλύτερες ευρωπαϊκές εταιρίες θα διαπραγματεύονται ταυτόχρονα και στα δώδεκα χρηματιστήρια της Ε.Ο.Κ.

Ας παρακολουθήσουμε λοιπόν αυτή την συνέντευξη που είναι πολύ διαφωτιστική για ότι αφορά το Αποθετήριο.

ΕΡ.: Κ. Χριστοφιλοπούλου, τι είναι η Εταιρία Αποθετηρίων Τίτλων, ποιος ο σκοπός της λειτουργίας της και πως θα λειτουργεί;

ΑΠ.: Η Εταιρία Αποθετηρίων Τίτλων είναι καθαρά ανώνυμη εταιρία, υπάγεται στις διατάξεις του Ν. 2190/20 και ιδρύθηκε βάσει του Ν. 1892/90.

Ιδρυτής της εταιρίας είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και μέτοχοι της μπορεί να είναι αποκλειστικά, οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο τράπεζες, τα μέλη του Χρηματιστηρίου, τα αμοιβαία κεφάλαια και οι εταιρίες επενδύσεων. Το μετοχικό της κεφάλαιο ανέρχεται σε ένα δισεκατομμύριο δραχμές και οι μετοχές της είναι υποχρεωτικά ονομαστικές. Αυτή την στιγμή μέτοχοι είναι όλοι οι παραπάνω φορείς, ενώ το Χρηματιστήριο κατέχει το 39% του μετοχικού της κεφαλαίου.

Διοικείται από εννεαμελές διοικητικό συμβούλιο, ο πρόεδρος του οποίου είναι ο εκάστοτε πρόεδρος του Χρηματιστηρίου.

Σκοπός της εταιρίας είναι η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, η έκδοση των αποθετηρίων εγγράφων, η φύλαξη των κατατεθειμένων τίτλων.

Προκειμένου να λειτουργήσει αποτελεσματικά, με ευελιξία και ταχύτητα στη λήψη των αποφάσεων της προσέλαβε την νομική μορφή της ανωνύμου εταιρίας για την πραγματοποίηση του παραπάνω στόχου.

Πιστεύουμε ότι απαλλαγμένη από την δημοσιούπαλληλική νουτροπία, θα λειτουργήσει με ιδιωτικά κριτήρια, προκειμένου να ανταποκριθεί με επιτυχία στις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού και να συμβάλει στην πρόοδο και ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

ΕΡ.: Ποιοι είναι οι λόγοι που συνέβαλαν στη σύλληψη της ιδέας αυτής που ανατρέπει το υφιστάμενο καθεστώς για την ελληνική πραγματικότητα;

ΑΠ.: Θεσμός του Αποθετηρίου Τίτλων, που είναι κάτι καινούργιο για μας, υφίσταται εδώ και δεκαετίες σε όλα τα ανεπτυγμένα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Η απότομη αύξηση του όγκου των χρηματιστηριακών συναλλαγών κατά την περίοδο 1987-1989, επέβαλε την ανάγκη αλλαγής του παραδοσιακού, αναχρονιστικού και χρονοβόρου τρόπου μεταβίβασης των ονομαστικών κυρίως μετοχών με το χέρι. Η παράδοση των μετοχών στους νέους δικαιούχους καθυστερούσε πολύ και οι διαμαρτυρίες του κοινού ήταν εύλογες.

Επισκεφθήκαμε τότε διάφορα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, μελετήσαμε τον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας τους και αποφασίσαμε να προχωρήσουμε σε πρώτο στάδιο στην ίδρυση αποθετηρίου τίτλων ονομαστικών μετοχών. Σε διάστημα λιγότερο από έξι μήνες, που αποτελεί χρόνο ρεκόρ, με μηδαμινό κόστος και με υπεράνθρωπες προσπάθειες ελάχιστων ανθρώπων, καταφέραμε να θέσουμε σε λειτουργία το Αποθετήριο Τίτλων όχι σαν ανεξάρτητη εταιρία, αλλά σαν υπηρεσία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών τον Ιούλιο του 1990.

ΕΡ.: Κατά την μέχρι τώρα λειτουργία του Αποθετηρίου, η εμπειρία που έχετε αποκομίσει είναι θετική; Το επενδυτικό κοινό έχει αντιδράσει στην ιδέα να παίρνει αποθετήριο έγγραφο;

ΑΠ.: Κατά την μέχρι τώρα λειτουργία του αποθετηρίου και παρά τα πολλά προβλήματα που αντιμετωπίσαμε, πιστεύουμε ότι η συμβολή του υπήρξε θετική στην επίτευξη της διαδικασίας μεταβίβασης των ονομαστικών μετοχών.

Ηδη μέχρι σήμερα έχουν κατατεθεί στο Αποθετήριο είκοσι εκατομμύρια περίπου ονομαστικές μετοχές και έχουν εκδοθεί 177.000 αποθετήρια έγγραφα.

Προχωρώντας στο επόμενο βήμα μεταφέραμε την εργασία αυτή, που είναι καθαρά διαχειριστικής φύσεως, στην Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων από 16-09-1991.

Το επενδυτικό κοινό δέχτηκε το αποθετήριο έγγραφο χωρίς επιφυλάξεις διότι διαπίστωσε ότι μειώθηκε σημαντικά ο χρόνος παραλαβής του σε σχέση με τις μετοχές χωρίς καμιά πρόσθετη οικονομικής φύσεως επιβάρυνση.

ΕΡ.: Το αποθετήριο έγγραφο αντικαθιστά τις μετοχές. Το επενδυτικό κοινό έχει κατανοήσει και αντιληφθεί τι σημαίνει το έγγραφο αυτό και ποια είναι τα πλεονεκτήματά που παρέχει έναντι των ονομαστικών ή ανωνύμων μετοχών; Και δεύτερον, ποια είναι η διαδικασία που ακολουθείται;

ΑΠ.: Αποθετήριο είναι η έγγραφη απόδειξη στην οποία αναφέρονται τα στοιχεία του μετόχου, ο αριθμός και το είδος των μετοχών, έχει δε την ίδια ακριβώς ισχύ που έχουν και οι μετοχές. Μεταβιβάζεται με τον ίδιο τρόπο, ενεχυριάζεται και αρκεί η κατάθεσή του για να αποδείξει κάποιος ότι είναι μέτοχος. Αυτή τη στιγμή μιλάμε για Αποθετήριο ονομαστικών μετοχών, ενώ για τις ανώνυμες μετοχές, μόλις πρόσφατα με τον Ν. 1960/91 δόθηκε η δυνατότητα έκδοσης αποθετηρίου εγγράφου στον κομιστή, σε προαιρετική βάση. Δηλαδή ενώ όταν κάποιος αγοράζει σήμερα ονομαστικές μετοχές υποχρεωτικά θα πάρει αποθετήριο έγγραφο, οι μετοχές θα αποσυνδεθούν από την κυκλοφορία και θα κατατεθούν για φύλαξη στο Αποθετήριο, όταν αγοράζει ανώνυμες μετοχές έχει την ευχέρεια να ζητήσει μετοχές ή αποθετήριο έγγραφο του κομιστή (δηλαδή θα ανήκει σε όποιον το φέρει).

Από πλευράς ασφάλειας πιστεύουμε ότι παρέχει τη μεγαλύτερη δυνατή εξασφάλιση, διότι οι προδιαγραφές εκτύπωσης του είναι τόσο αυστηρές, που αποτρέπουν οποιονδήποτε αποπειραθεί να το παραχαράξει. Πέραν όμως αυτών υπάρχουν ειδικά κλειδιά ασφάλειας και κωδικοί αριθμοί που αν προσκομισθεί ένα μη έγκυρο αποθετήριο, θα εντοπισθεί αμέσως από τον ηλεκτρονικό υπολογιστή του Αποθετηρίου.

Το αποθετήριο μπορεί να αντιπροσωπεύει από μία μέχρι απεριόριστο αριθμό μετοχών. Αν κάποιος επιθυμεί να πωλήσει μέρος μόνο των μετοχών που αντιπροσωπεύει, παραδίδει το αποθετήριο υπογεγραμμένο στο μέλος του Χρηματιστηρίου που έκανε την πώληση και λαμβάνει νέο αποθετήριο με τον αριθμό των μετοχών που του απέμειναν. Θα πρέπει να τονισθεί στο επενδυτικό κοινό ότι σε κάθε περίπτωση απώλειας, κλοπής ή καταστροφής του, ακυρώνεται και εκδίδεται νέο, μόνο κατόπιν δικαστικής απόφασης.

ΕΡ.: Οι μικροεπενδυτές, πρέπει να έχετε και σεις υπόψη σας, είχαν αντιδράσει στην ιδέα της έκδοσης αποθετηρίου εγγράφου, υποστηρίζοντας ότι αυτό θα είναι έμμεση ονομαστικοποίηση των ανωνύμων τίτλων. Υπάρχει τέτοιο ενδεχόμενο;

ΑΠ.: Η άποψη αυτή, που είχε διατυπωθεί από μερίδα μη επαρκώς ενημερωμένων επενδυτών, είναι απολύτως εσφαλμένη. Η ίδια η λέξη ως αποθετήριο στον κομιστή προσδιορίζει την ανωνυμία του.

Κύριος του αποθετηρίου και συνεπώς των μετοχών που αντιπροσωπεύει, θα είναι ο κομιστής αυτού, όπως ακριβώς γίνεται με τις μετοχές. Το αποθετήριο για τις ανώνυμες μετοχές δεν θα αναγράφει κανένα στοιχείο του μετόχου, εκτός από τον αριθμό των μετοχών και το όνομα της εταιρίας.

Θα πρέπει επίσης να αναφέρουμε ότι σημαντικό όφελος θα έχουν και οι εκδότριες εταιρίες, επειδή το κόστος έκδοσης των μετοχών θα μειωθεί στο ελάχιστο, δεδομένου ότι έχουν την δυνατότητα να εκδώσουν ακόμα και ένα τίτλο, για το σύνολο των μετοχών που έχουν ή προέρχονται από αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου.

Πιστεύουμε ότι σύντομα το κοινό θα αλλάξει νοοτροπία και θα συνειδητοποιήσει ότι δεν υπάρχει κανένας απολύτως κίνδυνος και τότε θα προχωρήσουμε στην υποχρεωτική κατάθεση και των ανωνύμων τίτλων στο Αποθετήριο.

ΕΡ.: Πρόσφατα συνέβη να παρουσιασθούν στην χρηματιστηριακή αγορά πλαστοί τίτλοι, ενώ μόλις προ ημερών έγινε γνωστό ότι είχαν κλαπεί και τίτλοι εταιρίας. Τι μέτρα παίρνει το Χρηματιστήριο για την αποφυγή ανάλογων φαινομένων;

ΑΠ.: Ακολουθώντας τα γερμανικά πρότυπα, που κατά γενική ομολογία πληρούν τα υψηλότερα standards ασφάλειας, ετοιμάζουμε κανονισμό που θα καθορίζει τους όρους και τις προδιαγραφές εκτύπωσης μετοχών του αποθετηρίου εγγράφου.

Στο εξής οι εταιρίες που ενδιαφέρονται να εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο, θα πρέπει να τυπώνουν τις μετοχές τους σύμφωνα με τους όρους του κανονισμού. Επίσης, θα πρέπει να προσαρμοστούν και όσες εισηγμένες εταιρίες δεν έχουν τυπωμένες μετοχές, που να τηρούν αυτές τις προδιαγραφές. Όσον αφορά το ανώνυμο αποθετήριο, αυτή την στιγμή μελετάμε τις λεπτομέρειες και τους όρους εκτύπωσής του, ώστε πολύ σύντομα να είμαστε σε θέση να εκδώσουμε ανώνυμα αποθετήρια έγγραφα.

ΕΡ.: Κ. Πασιά, θα ήθελα να μου πείτε ποιοι είναι οι στόχοι της εταιρίας.

ΑΠ.: Βασικοί στόχοι της εταιρίας στο παρών στάδιο θα πρέπει να είναι η ελαχιστοποίηση του χρόνου έκδοσης του αποθετηρίου εγγράφου, γεγονός που θα δικαιώσει τη λειτουργία της εταιρίας ως ανωνύμου. Αυτό θα επιτευχθεί με την πλήρη μηχανογραφική της υποδομή, την καλύτερη οργάνωσή της και την υπευθυνότητα και εργατικότητα του προσωπικού της.

Επόμενο βήμα θα πρέπει να είναι η κατάθεση στο Αποθετήριο όλων των τίτλων, ονομαστικών και ανωνύμων, είτε προέρχονται από χρηματιστηριακή συναλλαγή, είτε όχι. Αυτό βέβαια σημαίνει ύπερξη κατάλληλης τεχνικής και μηχανογραφικής υποδομής που ελπίζουμε ότι σύντομα η εταιρία θα αποκτήσει.



ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ
ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ
ATHENS STOCK EXCHANGE
SECURITIES DEPOSITORY

ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΕΓΓΡΑΦΟ
ΟΝΟΜΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΩΧΩΝ
DEPOSITORY DOCUMENT
OF REGISTERED SHARES

Αριθμός Αποθετηρίου: 010008 / 0000100667
 Αριθμός Μετοχής: 10
 Ημερομηνία: 20/12/1990

To παρόν αποθετήριο έγγραφο εκδίδεται σε εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 33 του Ν. 1806/20.9.88, όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 56 του Ν. 1892/90 και της παρ. 11596.8/21.6.1990 Απόφασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και Ομορφών, η οποία την κυριότητα του αποθετηρίου εγγράφου κατόχου επί των τίτλων Η κατέθεσε, παρέχει την κυριότητα των καταθέσεων των τίτλων των μετόχων, όπου η ισχύουσα νομοθεσία ορίζει για τίτλους καταθέσεων για την αποδοχή της ιδιότητας του μετόχου.

The present Depository Document is issued according to article 33 of the Law 1806/88, as it is replaced by article 56 of the Law 1892/90 amended. Material Decision No. 11596.8/21.6.1990 of the Ministry for National Economy and provides the shareownership of the person mentioned to the title. The enrollment of this document replaces the deposit of shares where the current legislation requires such a deposit for the proof of shareownership.

Το παρόν αποτελεί αποδεικτικό κατάθεσης
 ΠΕΝΗΝΤΑ
 The present document is a proof of depositing

Μετόχων της **ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε**
 registered shares of
 που ανήκουν **ΣΦΟΙΛΑΝΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΤΟΥ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ**
 owned by
 Διευθυντής **ΑΣΤΥΝΑΜΑΧΙΑΣ 46-48 ΑΘΗΝΑ 11364**
 Address
 Αποτύπ. Ταυτότητα **Ε 099658**
 ID. card or Passport

Εθνικότητα **ΕΛΛΗΝΙΚΗ**
 Nationality

Ο Διευθυντής
 Director

[Signature]

ΚΟΙΝ ΟΝΟΜ

ΦΟΙΤΗΤΗΣ

Ημερομηνία **20/12/1990**
 Date

Ο Προϊστάμενος
 Head of Department

[Signature]

ΑΝΑΨΗ ΤΙΤΛΩΝ

5 X 10

049898

ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΕΓΓΡΑΦΟ
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
DEPOSITORY DOCUMENT
OF REGISTERED SHARES

Αριθ. Μετοχών Αποθετηρίου Number of shares	Αριθ. Μεταβ. Μετοχών Αποθετηρίου Number of shares for transfer	Υπολοιπό Μετοχών Αποθετηρίου Number of shares left

Ο Μεταβιβάζων
Seller

Ο Βεβαιών Χρηματιστής
Broker's confirmation of the Seller's

Ημερομηνία:
Date

ΧΡΗΣΙΜΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

USEFUL INFORMATION

1. Το αποθετήριο εγγράφει οπωσδήποτε ότι είδατε κέρσιος των μετοχών που μεταβιβάζονται ή αφορούνται σε αυτό.
2. Οι μετοχές στις φιλισσοφύλιες ΕΠ' ονόματι σας στο αποθετήριο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
3. Η περίπτωση που θέλετε να πωλήσετε τις μετοχές που αντιπροσωπεύει το παρόν αποθετήριο εγγράφιο είναι απαραίτητη η παρουσία των δύο μελών του Χρηματιστηρίου το οποίο θα βεβαιώσει τη γνησιότητα της υπογραφής σας.
4. Το αποθετήριο που είναι να βεβαιώσει τις μετοχές που μεταβιβάζονται στο αποθετήριο εγγράφιο είναι απαραίτητη και η παρουσία του πωλητή στο μελίκ του Χρηματιστηρίου.
5. Η περίπτωση που θέλετε να πωλήσετε τις μετοχές που μεταβιβάζονται στο αποθετήριο εγγράφιο στο όνομα σας με το αποθετήριο των μετοχών που σας ανήκουν.
6. Στην περίπτωση έκτακτης απουσίας ή καταστροφής του αποθετηρίου εγγράφιο, οι τίτλοι τους οποιονδήποτε παραμένει στο αποθετήριο ονομαστικών τίτλων του Χρηματιστηρίου για την περίπτωση γνησιότητα με απόλυτη έκαστική απόφαση ή απόφαση που λαμβάνεται στο αποθετήριο εγγράφιο.
7. Η περίπτωση που θέλετε να πωλήσετε ή κληρονομήσετε μετοχές πρέπει να καταθέσετε ή επιδείξετε τον αντίστοιχο αποθετήριο.
8. Η περίπτωση που θέλετε να πωλήσετε μετοχές για τις οποίες έχει εκδοθεί απόκτηση απαιτείται και παραδότηση του αποθετηρίου στην αποδοχολογία οδοντοστή ή σε τρίτον και αναγγελία της απόκτησης στην Εταιρεία Αποθετηρίου.
9. Οι τίτλοι των ονομαστικών μετοχών για τις οποίες εκδόθηκε αποθετήριο δεν αναλαμβάνονται από το μετόχο και όλα τα δικαιώματα από και πάνω στη μετοχή αποδεικνύονται από το αποθετήριο και ασκούνται μέσω αυτού.

1. The depository document proves the genuineness of the registered shares transferred or referred to in it.
2. The registered shares are physically held by the depository of the Athens Stock Exchange.
3. In order to sell the shares represented by the depository document, the signature of the seller and the confirmation of the member of the Athens Stock Exchange are necessary.
4. The same procedure will be followed in order to sell the shares of partial or of part of the depository document. For the shares held by the depository document, the presence of the seller and the member of the Athens Stock Exchange is necessary.
5. In the case of full or partial ownership of the shares, the physical shares that are represented by the depository document must be presented to the Athens Stock Exchange in order to be transferred to the depository document in the name of the seller or beneficiary.
6. Where, according to the law, the depository cannot be the actual certificate of shares, the depository will be a good representation of the actual certificate of shares.
7. In case of registered shares given in full or part, the depository document that has been issued for them and the transfer of third party to announce the acquisition registered in the securities depository company.
8. The actual certificates of registered shares for which depository document is issued cannot be sold or mortgaged, transferred and all rights from those certificates can be exercised through it.



Α. Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

ΜΑΕ: 23708/06/Β/91/25 - Έδρα: Αθήνα, Α.Φ.Μ.: 94319094
CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.

Αριθμός Αποθετηρίου
Code Number

Π000630/000000312-6 [100]

**ΑΝΩΝΥΜΟ
ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΕΓΓΡΑΦΟ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**
**DEPOSITORY DOCUMENT
OF PREFERRED SHARES TO THE BEARER**

Το παρόν αποθετήριο έγγραφο στον κομιστή εκδίδεται σε εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 33 του Ν. 1806/88 όπως αντικαταστάθηκε με τα άρθρα 56 του Ν. 1892/90 και 3 του Ν. 1960/91 σε συνδυασμό και με την υπ' αριθ. 97/28.1.92 Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και αποδεικνύει την κυριότητα του κομιστού του παρόντος επί των σ' αυτό αναφερομένων τίτλων. Η κατάθεση του αναπληρώνει την κατάθεση των τίτλων των μετοχών, όπου η ισχύουσα νομοθεσία απαιτεί μια τέτοια κατάθεση για την απόδειξη της ιδιότητας του μετόχου.

The present Depository Document to the Bearer is issued according to article 33 of the Law 1806/88 as it is replaced by articles 56 and 3 of the Laws 1892/90 and 1960/91, respectively, in junction with the Decision No. 97/28.1.92 of the Capital Market Committee and proves the shareownership of the bearer of this document. The enrollment of this document replaces the deposit of shares where the current legislation requires such a deposit for the proof of shareownership.

Ημερομηνία:
Date : 11/12/92

Το παρόν αποτελεί αποδεικτικό κατάθεσης ανωνύμων μετοχών της
The present document is a proof of depositing shares to the bearer of

Ο Προϊστάμενος
Head of Department

*****10*****
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ

Ο Εξουσιοδοτημένος Υπάλληλος
The Authorized Employee



Μισογύβης και Στανισσουλός

ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΑΜΑΕ 13492/06/Β/86/15

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΒΑΓΓΕΛΑΣ

001729

Α.Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΩΝ
COUPON WITHDRAWAL RECEIPT
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ
[13] 000630/000000312-6 [13]

Α.Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΩΝ
COUPON WITHDRAWAL RECEIPT
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ
[12] 000630/000000312-6 [12]

Α.Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΩΝ
COUPON WITHDRAWAL RECEIPT
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ
[11] 000630/000000312-6 [11]

Α.Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΩΝ
COUPON WITHDRAWAL RECEIPT
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ
[10] 000630/000000312-6 [10]

Α.Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΩΝ
COUPON WITHDRAWAL RECEIPT
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ
[09] 000630/000000312-6 [09]

Α.Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΩΝ
COUPON WITHDRAWAL RECEIPT
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ
[08] 000630/000000312-6 [08]

Α.Ε. ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY S.A.
ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΩΝ
COUPON WITHDRAWAL RECEIPT
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΕΚΑ ΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ
[07] 000630/000000312-6 [07]



Ανώνυμος Εταιρεία
Αποθετηρίων
Τίτλων

FAX: 3245108

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Νικήτας Νιάρχος	Πρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος
Παναγιώτης Βαίλης	Αντιπρόεδρος
Λουκάς Ζάγκας	Συμπράττων Σύμβουλος
Δημήτριος Μοτασγγάνης	Αναπλ. Συμπράττων Σύμβουλος
Κωνσταντίνος Δελής	Μέλος
Γεώργιος Καθάρης	Μέλος
Διονύσιος Καλλίνικος	Μέλος
Φώτιος Μολιτζός	Μέλος
Μιχαήλ Παπαθανασίου	Μέλος

Αλεξάνδρα Ψυρρή
Σοφοκλέους 10, Τηλ. 3210424, Fax 3213938
Γραμματέας του Δ.Σ.

Γεώργιος Φραγκόπουλος
Πινδαρού 13, τηλ. 3647158
Νομικός Σύμβουλος

Νικόλαος Βλασσόπουλος
Περασφόρου 1, 3ος όροφος, Τηλ. 3213927
Διευθυντής Εποπτείας Χρηματοπιστηρίων Αξιών

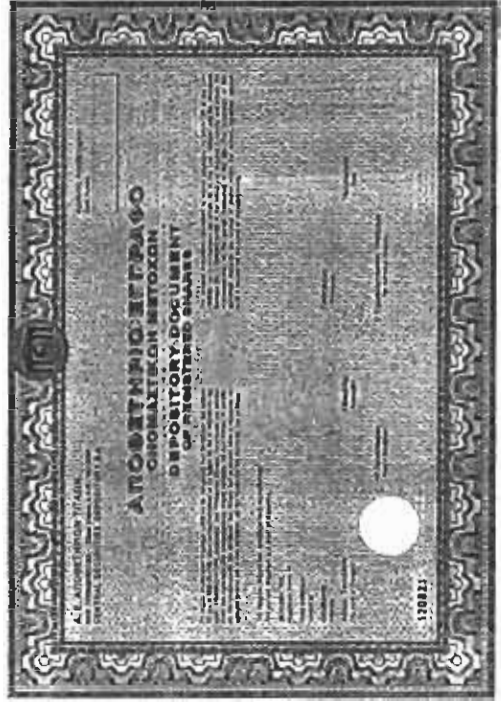
Παναγιώτης Καραχωρδόπουλος
Διευθυντής της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων
Τηλ. 3245105, Fax 3245108

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Υπηρεσία Εκκαθάρισης Συνλλαγών & Φύλαξης Τίτλων
Προϊστάμενος: Νικόλαος Κωνσταντόπουλος
Τηλ. 3220100, Fax 3245108

Υπηρεσία Οικονομικού - Διοικητικού
Αρμόδιος: Βασίλειος Μαρμαρινός
Τηλ. 3212142, Fax 3245103

Υπηρεσία Οργάνωσης & Πληροφορικής
Αρμόδιος: Κωνσταντίνος Δάκος, Νικόλαος Μπαρλίγκας
Τηλ. 3222070, Fax 3245103



Ενας Νέος
Θεσμός Στην
Υπηρεσία Του
Επενδυτικού Κοινού

Αθήνα, Ιούλιος 1992

το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με στόχο την καλύτερη και αποτελεσματικότερη εξυπηρέτηση της Χρηματιστηριακής Αγοράς και η οποία ελέγχεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, μέσω της Διευθύνσης Επιθετικής Χρηματιστηριακών Αξιών. Μέτοχοι της εταιρίας είναι αποκλειστικά, το Χρηματιστήριο, τα μέλη του Χρηματιστηρίου δηλ. οι Χρηματιστηριακές εταιρίες και οι Χρηματιστές, οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Τράπεζες, οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και τα Αμοιβαία Κεφάλαια

2. Τί σκοπό έχει;

Είναι γνωστό, ότι όταν θέλουμε να αγοράσουμε κινητές αξίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, δηλ. μετοχές, αμοιολογίες, αμόλογα, έντοκα γραμμάτια, κ.λπ., δίνουμε εντολή στον Χρηματιστή μας ή στη Χρηματιστηριακή εταιρία. Ο Χρηματιστής αγοράζει ή πουλά τις μετοχές μας στο Χρηματιστήριο και μέσα στις επόμενες δύο εργάσιμες ημέρες, πρέπει να παραδώσει τους τίτλους που πούλησε ή τα χρήματα για τους τίτλους που αγόρασε. Αυτό λέγεται **εκκαθάριση της συναλλαγής** και γίνεται μέσω της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων. Δηλαδή, το Αποθετήριο Τίτλων όπως συνήθίζεται να λέγεται, φροντίζει να γίνεται η εκκαθάριση των Χρηματιστηριακών συναλλαγών μεταξύ των μελών του Χρηματιστηρίου σωστά και έγκαιρα

3. Τι άλλο κάνει το Αποθετήριο Τίτλων;

Φυλάσσει υποχρεωτικά τους ονομαστικούς τίτλους που αγοράζουμε. Δηλαδή, οι μετοχές κατατίθενται για φύλαξη και ο επενδυτής δεν παραλαμβάνει πια μετοχές - χαρτιά όπως λέγονται - αλλά ένα έγγραφο στο όνομά του που λέγεται **Αποθετήριο Εγγράφο**.

4. Τι είναι το Αποθετήριο Εγγράφο;

Είναι έγγραφο απόδειξη στο όνομα του μετόχου και δείχνει ότι αυτός είναι κύριος του αριθμού των

διεπεραιώση των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Ο Νόμος το χαρακτηρίζει **αξιόγραφο**, όπως και τη μετοχή, δηλαδή έχει ακριβώς την ίδια ισχύ, μ' αυτές. Μπορεί να πωληθεί μόνον αφού οπισθογραφηθεί από τον δικαιούχο, να δοθεί ως ενέχυρο και ν' ακυρωθεί σε περίπτωση κλοπής, απώλειας ή καταστροφής με δικαστική απόφαση.

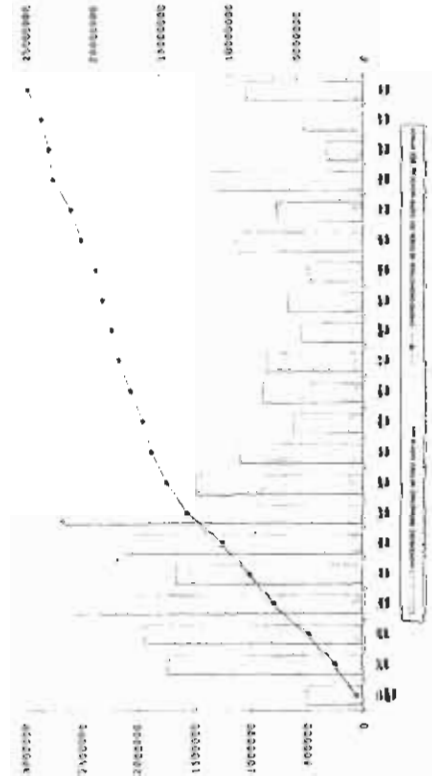
5. Ο επενδυτής που αγοράζει μετοχές παίρνει πάντα Αποθετήριο Εγγράφο;

Όταν ο επενδυτής αγοράζει ονομαστικούς τίτλους π.χ. μετοχές Τραπεζών, Ασφαλειών και ορισμένων άλλων εταιριών, παίρνει υποχρεωτικά Αποθετήριο Εγγράφο στο όνομά του.

Όταν αγοράζει ανώνυμες μετοχές, προς το παρόν, έχει την δυνατότητα να παραλάβει ή τις ίδιες τις μετοχές ή ανώνυμο Αποθετήριο Εγγράφο.

Σε όλες σχεδόν τις Ευρωπαϊκές χώρες ονομαστικές και ανώνυμες μετοχές φυλάσσονται στο αντίστοιχο Αποθετήριο Τίτλων (ακινήτοποίηση) και ο επενδυτής παραλαμβάνει Αποθετήριο Εγγράφο ή πιστώνεται ο λογαριασμός που τηρεί σε Τράπεζα.

ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΦΥΛΑΞΗ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ



τους μέρη και κυκλοφορούν μόνο ερτηροί (απουλοποίηση) που αναγράφονται σε ηλεκτρονικούς υπολογιστές ενώ η μεταβίβαση τους γίνεται με λογιστικές εγγραφές (book entry system).

6. Τί πλεονεκτήματα έχει το Αποθετήριο Εγγραφο από τις μετοχές;

Η ολοένα και μεγαλύτερη αύξηση των Χρηματιστηριακών συναλλαγών αλλά και η διεθνοποίηση των Χρηματιστηριακών αγορών απαιτούν ταχύτητα και ασφάλεια στην εκκαθάριση των συναλλαγών.

Ο παραδοσιακός τρόπος φυσικής μεταφοράς και παράδοσης των τίτλων εγκαταλείφθηκε εδώ και δεκαετίες ειρή όλης σχεδόν τις ανεπτυγμένες χώρες, γιατί είναι χρονοβόρος, θορυβώδης και αναποτελεσματικός, αφού το κόστος μεταφοράς, παράδοσης, ασφάλειας και σπασωγράφησης των τίτλων είναι πολύ μεγάλο. Το Αποθετήριο Εγγραφο, ονομαστικό ή ανώνυμο, είναι ασφαλέστερο και έχει μικρότερο κόστος. Ενα μόνο έγγραφο μπορεί να αντιπροσωπεύει οποιαδήποτε αριθμό μετοχών και έτσι μειώνεται σημαντικά το κόστος και ο χρόνος μεταβίβασης του και διευκολύνεται η φύλαξη του.

7. Μπορεί να πωλήσει ο επενδυτής λιγότερες μετοχές από όσες γράφει το Αποθετήριο Εγγραφο;

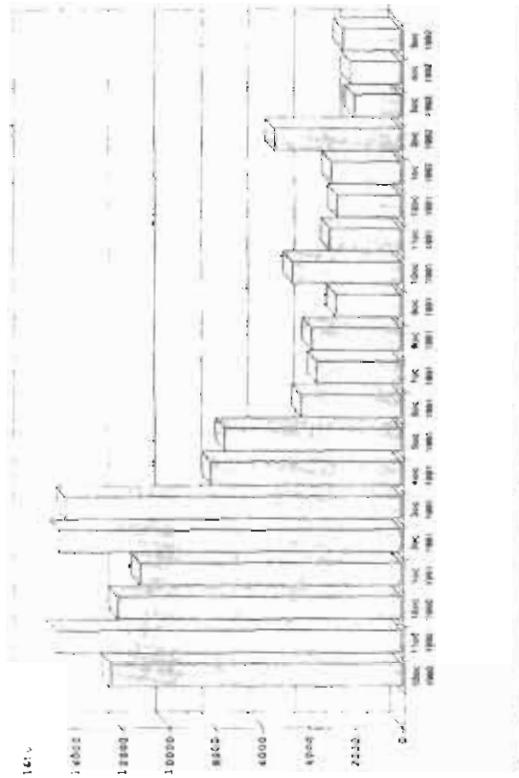
Βεβαίως. Ο Επενδυτής όταν δίνει εντολή πώλησης, ορίζει τον αριθμό μετοχών που επιθυμεί να πωλήσει και εφόσον εκτελεσθεί η εντολή του, υπογράφει το αποθετήριο, αν είναι ονομαστικό, και το παραστέλλει στο μέλος του Χ.Α.Α. μέσα στις επόμενες δύο εργάσιμες ημέρες. Η εταιρία Αποθετηρίων, κατ' εντολή του Χρηματιστηρίου, ακυρώνει το Αποθετήριο Εγγραφο και εκδίδει δύο νέα. Το πρώτο, με τον αριθμό των μετοχών που δεν πωλήθηκαν για τον παλαιό μέτοχο και το δεύτερο με τον αριθμό των μετοχών που πωλήθηκαν για τον νέο μέτοχο.

8. Με τί έξοδα επιβαρύνεται ο επενδυτής για την έκδοση Αποθετηρίου Εγγραφο;

Εκτός από τη νόμιμη προμήθεια που ο επενδυτής πληρώνει στο μέλος του Χρηματιστηρίου, καταβάλλει όπως είναι γνωστό και ποσοστό 0,3% επί της αξίας της συναλλαγής, για την μεταβίβαση ονομαστικών μετοχών, που πλέον γίνεται μόνο με την έκδοση ονομαστικού Αποθετηρίου Εγγραφο.

Σε ό,τι αφορά το ανώνυμο Αποθετήριο Εγγραφο, ο επενδυτής θα καταβάλλει επιπλέον ποσοστό 0,05% επί της αξίας συναλλαγής σε ονόνημους τίτλους, ενώ το μέλος του Χρηματιστηρίου θα καταβάλλει επίσης ένα ποσοστό 0,05% στην Εταιρία.

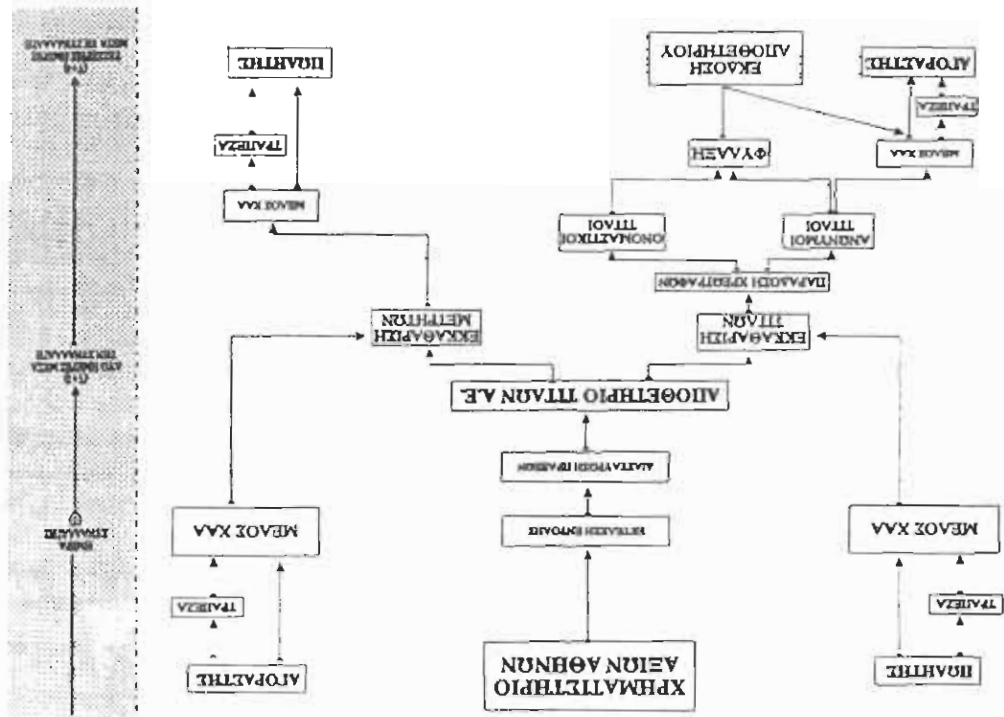
ΕΚΤΥΠΩΘΕΝΤΑ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΑ ΚΑΤΑ ΜΗΝΑ



Βασικός στόχος της Εταιρίας είναι ο **έκσυγχρονισμός** της Χρηματιστηριακής Αγοράς κατά το πρότυπα των ανεπτυγμένων Ευρωπαϊκών χωρών.

Αυτό σημαίνει καλύτερη και ταχύτερη εξυπηρέτηση του επενδυτή χωρίς καμία επιπλέον ενέργεια και κόστος. Τα παραπάνω θα πραγματοποιηθούν με τα εξής μέτρα που προτίθεται να υλοποιήσει η εταιρία σταδιακά:

- α)** Εισπραξη των μερισμάτων, των ασκήσεων δικαιωμάτων λόγω συζήσεως μετοχικού κεφαλαίου κ.λπ., από τις εισηγημένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες. Αυτό θα απαλλάξει το επενδυτικό κοινό από ταλαιπωρία, απώλεια χρόνου και κόστος διότι η εισπραξη των μερισμάτων και η άσκηση όλων των δικαιωμάτων τους θα γίνεται για λογαριασμό τους από το Αποθετήριο.
- β)** Συνεργασία με διεθνή Αποθετήρια του εξωτερικού ώστε να επιταχυνθεί η διεθνοποίηση της εγχώριας Κεφαλαιαγοράς και να διευκολύνονται οι ξένοι επενδυτές.
- γ)** Πλήρης αυτοματοποίηση μέσω Ηλεκτρονικού Υπολογιστή όλων των λειτουργιών του Αποθετηρίου και σύνδεσή του με το Αυτοματοποιημένο Σύστημα Συνλλαγών του Χρηματιστηρίου, ώστε η εκκαθάριση να απέχει μόνο λίγες ώρες από τη σύναψη της συναλλαγής και να ελαχιστοποιούνται τυχόν λάθη. Έτσι, η ρευστότητα της αγοράς θα διευκολύνεται και θα υπάρχει πλήρης διαφάνεια.
- δ)** Κατάρτιση του Αποθετηρίου Εγγράφου για τις ονομαστικές μετοχές και εισαγωγή του συστήματος λογιστικών εγγραφών σε βιβλία. Αυτό σημαίνει ότι οι συναλλαγές θα εκκαθαρίζονται ταχύτατα, αφού δεν θα υπάρχει πλέον παράδοση και παραλαβή αποθετηρίων εγγράφων και ο επενδυτής απλά θα ενημερώνεται για την κίνηση του λογαριασμού του από το μέλος του Χ.Α.Α.



ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΚΑΙ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΜΑΛΩΝ

Αν μια συναλλαγή επί τίτλων αφορά πελάτες του ίδιου μέλους, τότε δεν γίνεται καμιά εγγραφή στο λογαριασμό της τράπεζας, στο κεντρικό Αποθετήριο. Μόνο αν η συναλλαγή αφορά πελάτες δύο διαφορετικών μελών, τότε θα γίνουν ανάλογες εγγραφές στα βιβλία του Αποθετηρίου και θα αφορούν μεταβολές στους λογαριασμούς τίτλων των συναλλασσομένων μελών. Πάντως για κάθε συναλλαγή ενημερώνονται παράλληλα και οι λογαριασμοί τίτλων των πελατών στην τράπεζα.

Τα χρεόγραφα που επιτρέπεται να κατατεθούν στο Αποθετήριο δημοσιεύονται για να είναι γνωστά στο κοινό. Οι τίτλοι φυλάσσονται σε ειδικούς χώρους του Αποθετηρίου. Το σώμα των τίτλων φυλάσσεται χωριστά από τα κουπόνια (κάθε τίτλος αποτελείται από δύο μέρη: το σώμα και τα κουπόνια). Για να κατατεθούν οι τίτλοι στο κεντρικό Αποθετήριο πρέπει να πληρούν ορισμένες προδιαγραφές όσον αφορά την εκτύπωση και έτσι υπάρχει κάποια ομοιομορφία των τίτλων.

Με την ποποθέτηση των τίτλων του στο κεντρικό Αποθετήριο, ο επενδυτής παύει να είναι κάτοχος των συγκεκριμένων τίτλων που κατέθεσε στο Αποθετήριο και γίνεται συμμετοχος κάποιου ποσοστού των συνολικών τίτλων (της ίδιας κατηγορίας και του ίδιου εκδότη), που βρίσκονται στο Αποθετήριο. Ο επενδυτής δεν μπορεί να ζητήσει, αν το επιθυμεί, να αποκτήσει τους ίδιους τίτλους που κατέθεσε, αλλά μόνο τίτλους του ίδιου εκδότη και τον ίδιο αριθμό τίτλων.

Μια φορά τον μήνα ή στο τέλος κάθε χρόνου συντάσσεται από τα μέλη κατάσταση με τους τίτλους που κατέχει κάθε πελάτης της εταιρίας προς αποφυγή λαθών. Το κεντρικό Αποθετήριο μεριμνά για την είσπραξη μερισμάτων, τόκων, την έκδοση των δικαιωμάτων για συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου με μετρητά. Για όλες αυτές τις ενέργειες ενημερώνονται οι λογαριασμοί των μελών (τίτλων και μετρητών) και οι εταιρίες ενημερώνουν με την σειρά τους τους λογαριασμούς των πελατών τους.

Ειδικά όσον αφορά την είσπραξη των μερισμάτων, το Αποθετήριο κόβει τα κουπόνια και τα αποστέλλει στην τράπεζα που έχει οριστεί εκπρόσωπος-διαχειριστής της κάθε εταιρίας.

Η εταιρία καταβάλλει το μέρισμα στην τράπεζα αυτή και στην συνέχεια πιστώνονται οι λογαριασμοί των μελών που οι πελάτες τους δικαιούνται μερισματος. Με αυτό τον τρόπο αποφεύγεται οποιαδήποτε ενέργεια ή ταλαιπωρία εκ μέρους των επενδυτών. Η αυτή περίπου διαδικασία γίνεται και για τις αυξήσεις κεφαλαίων.

Σημείωση: Την στιγμή που γραφόταν η εργασία αυτή είχε ήδη δημιουργηθεί και αρχίζει να χρησιμοποιείται αποθετήριο έγγραφο ανωνύμων μετοχών στο κομιστή.

Παραθέτουμε δείγμα αποθετηρίου εγγράφου ονομαστικών μετοχών.

2.8. Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Κάθε εισηγμένη εταιρία στο τέλος κάθε χρήσης (διάρκεια: ένα έτος) βγάζει τον ισολογισμό, τα καθαρά αποτελέσματα χρήσεως και τον πίνακα διαθέσεως αποτελεσμάτων, τα οποία και δημοσιεύονται στον τύπο.

Φυσικά από την λειτουργία της μέσα στο έτος, στο τέλος θα βρεθεί να έχει κάποια κέρδη ή ζημιές χρήσεως. Για την περίπτωση που έχουν επιτευχθεί κέρδη και ανάλογα του μεγέθους αυτών αποφασίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο (εκτελεστικό όργανο) της Ανωνύμου Εταιρίας τι ποσοστό αυτών θα δοθεί για μέρισμα. Γιατί βέβαια μπορεί μεν να πραγματοποιήθηκαν κέρδη, αλλά μπορεί δε αυτά να ήταν πολύ μικρά, οπότε προφανώς θα προτιμηθούν κάποιοι άλλοι τομείς διάθεσής τους, όπως δημιουργία αποθεματικών. Το προτιμώμενο μέρισμα από το Δ.Σ. της Α.Ε. θα εγκριθεί από την ετήσια τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων (διοικ. όργανο) της Α.Ε., οι οποίοι εγκρίνουν και τον ισολογισμό της ευρύτερα. Ο ισολογισμός συν την κατάσταση του λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως και τον πίνακα Διάθεσης Αποτελεσμάτων Χρήσεως τότε, όπως είπαμε δημοσιεύονται στον τύπο υποχρεωτικά από τον νόμο. Αυτό γίνεται για να μπορούν να ενημερωθούν για την ευρύτερη μα και ειδικότερη πορεία της κάθε εταιρίας το επενδυτικό κοινό γενικά και οι χιλιάδες ήδη μικρομέτοχοι που δεν παρίστανται στις Γενικές Συνελεύσεις.

Από τον δημοσιευμένο Πίνακα Διαθέσεως Αποτελεσμάτων μπορούμε να δούμε το συνολικό ποσό που διατίθεται για μερίσματα και αφού το διαιρέσουμε με τον συνολικό αριθμό μετοχών της εταιρίας να βρούμε το συγκεκριμένο μέρισμα ανά μετοχή. Αυτά όμως για τους ανυπόμονους επενδυτές. Διότι μετά λίγο καιρό από την δημοσίευση του Ισολογισμού, Αποτελεσμάτων Χρήσεως και Πίνακα Διάθεσης αυτών, η εταιρία υποχρεούται με νόμο, να δημοσιεύσει στον τύπο μια ανακοίνωση όπου θα γράφει το μέρισμα ανά μετοχή, την χρονική περίοδο πληρωμής του, το νούμερο της μερισματαπόδειξης (κουπονιού) με την προσκόμιση του οποίου ο μέτοχος θα πληρωθεί όπως επίσης και τον τόπο πληρωμής.

Ας υπενθυμίσουμε εδώ ότι η μετοχή αποτελείται από δύο μέρη: το κυρίως σώμα και τα κουπόνια ή αλλιώς μερισματαπόδειξεις που είναι αριθμημένα κατά αυξαντα αριθμό. Όταν δούμε λοιπόν το νούμερο της μερισματαπόδειξης με την οποία μπορούμε να πληρωθούμε, την κόβουμε από όλες τις μετοχές μας (της συγκεκριμένης όμως εταιρίας) και πάμε στον τόπο πληρωμής. Εάν πάλι δεν δούμε την δημοσίευση επειδή δεν αγοράσαμε εφημερίδα, δεν υπάρχει πρόβλημα. Κατά την αρχή με μέσα καλοκαιριού, επικοινωνούμε με τον χρηματιστή μας ο οποίος πρόθυμα (αν όμως ξέρει) μας ενημερώνει για το νούμερο του κουπονιού, τον τόπο και τον χρόνο πληρωμής. Αν δεν τα γνωρίζει αυτά, μπορεί να έχει το τηλέφωνο της εταιρίας της οποίας έχουμε μετοχές το οποίο θα μας το πει για να πάρουμε εμείς τηλέφωνο και να μάθουμε όλα όσα μας ενδιαφέρουν, δηλαδή ποσό μερίσματος, νούμερο μερισματαπόδειξης, χρόνο και τόπο πληρωμής όπως και διάφορα άλλα αναγκαία για την είσπραξη του μερίσματος όπως συνήθως είναι η προσκόμιση ταυτότητας και το φορολογικό μητρώο. Αν δεν έχει ούτε το τηλέφωνο, τότε μπορούμε να επικοινωνήσουμε με έναν άλλο χρηματιστή που μπορεί να έχει τις πληροφορίες που ζητάμε. Αν ούτε αυτός τις έχει, τότε μπορούμε να πάμε δίπλα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, στην Στατιστική Υπηρεσία του Χρηματιστηρίου όπου σίγουρα θα έχουν τις πληροφορίες που ζητάμε. Άλλη μια εναλλακτική λύση είναι να πάρουμε στο τηλέφωνο τις πληροφορίες καταλόγου Αττικής, Πειραιά και περιχώρων (131) και να ζητήσουμε το τηλέφωνο του λογιστηρίου ή του γραφείου μετόχων της εταιρίας της οποίας έχουμε μετοχές. Βέβαια για να βρει ο υπάλληλος του Ο.Τ.Ε. το τηλέφωνο θα πρέπει να έχουμε την ακριβή ονομασία της εταιρίας, πράγμα που φαίνεται και από τις μετοχές της. Όταν ο υπάλληλος των πληροφοριών του Ο.Τ.Ε. μας δώσει το τηλέφωνο της εταιρίας, τηλεφωνούμε και έτσι θα λάβουμε σίγουρα τις πληροφορίες που θέλουμε.


Το επόμενο βήμα θα είναι το εξής: Κόβουμε λοιπόν τα κουπόνια (μερισματαποδείξεις) και πηγαίνουμε στον τόπο πληρωμής, που είναι είτε στα γραφεία της εταιρίας, είτε σε μια συμβεβλημένη τράπεζα. Παραδίδουμε τα κουπόνια στον αρμόδιο υπάλληλο, ο οποίος τα μετρά, ζητάει ταυτότητα και αριθμό φορολογικού μητρώου και έπειτα μας δίνει τα χρήματα που αντιστοιχούν στο μερίσμά μας. Τότε εκτυπώνουν τα στοιχεία μας σε μια τριπλότυπη απόδειξη πληρωμής μερίσματος, όπου το ένα κομμάτι κρατά η εταιρία ως αποδεικτικό ότι όντως πλήρωσε το μερίσμα, το άλλο είναι για την εφορία και το τελευταίο αντίγραφο για τον μέτοχο. Επειδή ως και το οικονομικό έτος 1993, κάθε επενδυτής είχε αφορολόγητο ποσό μερίσματος ως 50.000 δραχμές αν διέθετε μετοχές μιας εταιρίας και ως 250.000 δραχμές συνολικά αν ήταν κάτοχος μετοχών πολλών εταιριών, ενώ τα επιπλέον αυτών των θεσμοθετημένων ορίων φορολογούνταν κλιμακωτά. Για να εξασφαλιστεί η εισπραξη των φόρων, εφαρμοζόταν ένα σύστημα παρακράτησης των φόρων. Συγκεκριμένα, οι μέτοχοι δεν παίρναν όλο το ποσό του μερίσματος που τους αντιστοιχούσε, ακόμα και αν κυμαινόταν μέσα στα αφορολόγητα όρια. Παίρνανε ένα 55% ενώ παρακρατείτο ένα 45% περίπου, δηλαδή σημαντικό ποσοστό. Μετά αν πράγματι το μερίσμα κάποιων μετόχων βρίσκεται μέσα στα αφορολόγητα όρια, αυτοί επισυνάπτουν στην ετήσια δήλωση τους για την φορολογία εισοδήματος, το αντίγραφο της τριπλότυπης απόδειξης πληρωμής μερίσματος για την εφορία. Οπότε το ποσό που παρακρατήθηκε χωρίς να χρειαζόταν θα προσθεθεί στα αφορολόγητα ποσά, τα οποία αργότερα - κατά την διάρκεια υπολογισμού της εκκαθάρισης του φόρου - θα αφαιρεθούν από τα φορολογητέα ποσά για να βρεθεί το πραγματικό φορολογητέο εισόδημα το οποίο θα εφαρμοσθεί πάνω στις φορολογικές κλίμακες για να βρεθεί ο πληρωτέος φόρος. Βέβαια, μια συνηθισμένη τακτική φοροδιαφυγής των μετόχων που πραγματικά το μερίσμά τους θα έπρεπε να φορολογηθεί ήταν η εξής: ο ένας μέτοχος που το μερίσμά του ήταν υψηλό και φορολογούνταν, έστελνε γνωστούς του για την εισπραξη του μερίσματος, "έσπαγε" δηλαδή το φορολογητέο μερίσμα σε όσα κομμάτια χρειαζόταν ώστε να είναι αφορολόγητα. Έτσι είχαμε πολλούς ψεύτικους μετόχους με αφορολόγητα μερίσματα αντί του ενός πραγματικού που αν έπαιρνε το μερίσμα από μόνος του συνολικά και ενιαία, θα φορολογούνταν. Έτσι κατάφερε αιλά να φοροδιαφεύγει. Με το καινούργιο όμως φορολογικό νομοσχέδιο που θα ψηφισθεί μέσα στο '92, αναμένεται να υπάρξει η παύση της φορολογίας των μερισμάτων, πράγμα που σημαίνει ότι όσο μεγάλο και να είναι το μερίσμα που θα υπάρξει κάποιος μέτοχος, αυτό δεν θα φορολογείται. Αυτό θα γίνει για να υποβοηθήσει την χρηματιστηριακή αγορά, αφού η φορολογία των μερισμάτων σίγουρα δρούσε αρνητικά για την εκδήλωση ενδιαφέροντος από πλευράς του επενδυτικού κοινού. Γιατί κάποιος που είχε αρκετές μετοχές και υπολόγιζε να εισπράξει ένα μεγάλο ποσό ως μερίσμα, είχε την εφορία που κρατούσε από το μερίσμά του το μισό ως φόρο. Γιατί λοιπόν αυτός ο άνθρωπος να θέλει να επενδύσει ευρέως στο Χρηματιστήριο; Με αυτό το μέτρο που θα θεσπιστεί, θα υπάρξει λοιπόν η άρση ενός σημαντικού αντικινήτρου για τις χρηματιστηριακές επενδύσεις. Επιπλέον, η φορολογία του μερίσματος που εφαρμοζόταν επί του μετόχου που είχαμε ως τώρα, ήταν παράλογη, αφού ουσιαστικά εφαρμοζόταν διπλή φορολόγηση. Ας υπενθυμίσουμε ότι τα κέρδη της εταιρίας (της οποίας έχουμε μετοχές) φορολογούνται. Από τα κέρδη αφαιρούμε τους φόρους και βρίσκουμε τα κέρδη προς διάθεση μετά φόρων. Μέσα εκεί βρίσκεται και το συνολικό ποσό που θα διατεθεί από την εταιρία για μερίσματα. Και ενώ τα κέρδη της εταιρίας έχουν φορολογηθεί στο προηγούμενο στάδιο όπως περιγράψαμε, φορολογούνται ξανά σαν μερίσμα που εισπράττει κάθε μέτοχος ξεχωριστά!!! Δηλαδή, έχουμε μια πρώτη φορολόγηση των κερδών του νομικού προσώπου (εταιρίας) και έπειτα έχουμε μια δεύτερη φορολόγηση - για χρήματα τα οποία έχουν ήδη φορολογηθεί - του μερίσματος που αποτελεί μια πηγή εισοδήματος του φυσικού προσώπου (μέτοχος). Πιστεύουμε ότι η θέσπιση απεριόριστου αφορολόγητου ποσού ως μερίσμα θα βοηθήσει πολύ την ελληνική κεφαλαιαγορά.

Τώρα σχετικά με την περίπτωση που θέλουμε να εισπράξουμε το μερίσμά μας για κάποιες μετοχές που βρίσκονται στην κατοχή μας για πολλά χρόνια και τους έχουν τελειώσει τα κουπόνια, για να κατορθώσουμε να πάρουμε τα χρήματά μας θα πρέπει να μεταβούμε στην εκδότηρια εταιρία για να μας αντικαταστήσει τις μετοχές που τους έχουν τελειώσει οι μερισματαποδείξεις με νέες που θα έχουν.

Στην περίπτωση που έχουμε ονομαστικές μετοχές (έχουν μόνο σώμα - δεν έχουν κουπόνια), η διαδικασία εισπραξης του μερισματος είναι η εξής: Οι εταιρίες όπως οι τράπεζες, που διαθέτουν ονομαστικές μετοχές όπως έχουμε περιγράψει σε προηγούμενο μέρος, έχουν το βιβλίο μετόχων στο οποίο βρίσκονται καταχωρημένες όλες οι πληροφορίες που χρειάζονται όπως το όνομα του μετόχου, την ποσότητα των μετοχών που διαθέτει, τα στοιχεία του μετόχου (διεύθυνση, αρ. ταυτότητας, αριθμός φορολογικού μητρώου, κ.λ.π.). Έτσι στέλνει ένα διπλότυπο έντυπο ταχυδρομικά σε κάθε μέτοχο, που αναφέρει αναλυτικά τον αριθμό των μετοχών του, το μερίσμα ανά μετοχή, το συνολικό μερίσμα και τυχόν παρακρατηθέν ποσό. Ταυτόχρονα περιέχει μια επιταγή με την οποία πηγαίνει σε ένα κατάστημα της τράπεζας της οποίας είναι η επιταγή και εισπράττει το μερίσμα. Το έντυπο που του στέλνουν είναι διπλότυπο, ένα κομμάτι για τον μέτοχο και ένα για την εφορία.

Αν για οποιοδήποτε λόγο δεν μπορούμε να εισπράξουμε εμείς οι ίδιοι, οι επενδυτές - μέτοχοι το μερίσμά μας και θέλουμε να στείλουμε άλλον να το εισπράξει για μας, καλό είναι να μην παραλείψουμε να του κάνουμε μια εξουσιοδότηση προς αποφυγή γραφειοκρατικού χαρακτήρα προβλημάτων. Είναι χαρακτηριστικό ότι αν πράγματι πάει κάποιος άλλος να εισπράξει το μερίσμα για εμάς και το δηλώσει αυτό στον υπάλληλο της εταιρίας, δηλαδή να του πει σαφώς ότι θα το εισπράξει για τον άλλον, τον πραγματικό μέτοχο δίνοντας τα στοιχεία αυτού του τελευταίου, υπάρχει αυξημένη πιθανότητα, ο υπάλληλος να του φέρει χιλίες δύο δυσκολίες, χωρίς να υπάρχει λόγος, προφανώς λόγω έλλειψης νοημοσύνης ή ενημέρωσης. Ουσιαστικά, έτσι παραβιάζεται και η ανωνυμία γιατί αν πηγαίνει αναγκαστικά ο πραγματικός μέτοχος, τότε γνωρίζεις ποιος είναι ο κάτοχος των μετοχών και η κατά τον τύπο ανώνυμη μετοχή μετατρέπεται σε ονομαστική. Είναι απαράδεκτη λοιπόν η κατάσταση που δημιουργούν ορισμένοι υπάλληλοι από την άγνοιά τους για στοιχειώδη πράγματα.

- Παραθέτουμε απόδειξη πληρωμής μερισματος από ανώνυμη και ονομαστική μετοχή (που στέλνεται ταχυδρομικά και περιέχει επιταγή).



ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε.

ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΧΡΗΣΗΣ 1992

Ανακοινώνεται ότι, με την απόφαση που πήρε η Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρίας της 26ης Ιουνίου 1993, το μερίσμα της χρήσης 1992 είναι 37 δραχ. ανά μετοχή, καθαρό.

Η καταβολή του μερισματος θα αρχίσει από την 26η Ιουλίου 1993 με την μερισματοπόδειξη Νο 3.

Από την ίδια ημερομηνία, οι μετοχές θα διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χωρίς τη μερισματοπόδειξη Νο 3.

Η καταβολή θα γίνεται από 26/7/93 έως 31/8/93 στα Καταστήματα της Τραπέζης "MIDLAND BANK PLC" στις παρακάτω διευθύνσεις και ώρες: 09.00 - 13.00.

ΑΘΗΝΑ : Σέκερη 1α / Βου. Σοφίας - Κολωνάκι
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ : Ι. Δραγούμη 4 (5ος όροφος)

Συγχρόνως και από τα γραφεία της εταιρίας μας στις παρακάτω διευθύνσεις και ώρες 12.00 - 14.00:

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ : Δρόμος Α5, Βιομηχανική Περιοχή Θεσσαλονίκης (Σινδός)
Υπεύθυνη: Φ. Αποστολά
Τηλ: 031 / 798-483, 484

ΠΕΙΡΑΙΑΣ : Θεολόγος 3-5, Πόροδος Θηβών, Αγ. Ιωάννης Ρέντης
Υπεύθυνος: Γ. Χ' Ελευθερίου
Τηλ: 01 / 4920893

Από 1/9/93 η καταβολή του μερισματος θα γίνεται μόνο από τα γραφεία της εταιρίας μας (ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ - ΠΕΙΡΑΙΑΣ).

Για την εισπράξη του μερισματος είναι απαραίτητη η μερισματοπόδειξη Νο 3, το Δελτίο Αστυνομικής Ταυτότητας, ο αριθμός φορολογικού μητρώου του δικαιούχου και η αρμόδια Δ.Ο.Υ.

Η πληρωμή του μερισματος σε τρίτο πρόσωπο, είναι δυνατή μόνο σε περίπτωση που θα υπάρχει έγγραφη εξουσιοδότηση του δικαιούχου η οποία θα κατατίθεται κατά την εισπράξη του μερισματος.

Θεσσαλονίκη 12 Ιουλίου 1993
ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ



ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.

ΥΠΟΔΕΥΟΥΝΣΗ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ & ΜΕΤΟΧΟΛΟΓΙΟΥ
ΕΥΡΥΠΛΟΥ 12, 105 59 ΑΘΗΝΑ
ΤΗΛ 32 14 228

ΑΝΤΙΓΡΑΦΟ
ΓΙΑ ΤΟΝ ΜΕΤΟΧΟ

ΑΤΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΜΕΤΟΧΟΥ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

47

029207

1991

ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΙΣΤΩΣΗΣ

ΣΟΦΙΑΝΟΠΟΥΛΟΣ
ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΤΟΥ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑΣ

ΕΓΚΡΗΝΣΗΣ ΒΟΛΟΧΩΣΙΜΟΥ 04/06/92

ΑΣΤΥΠΑΛΛΙΑΣ 46--48
115 64 ΑΘΗΝΑ

ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ 22/06/92

50

700

35,000

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

=

ΠΟΣΟ ΑΠΑΛΛΑΣΣΟΜΕΝΟ ΦΟΡΟΥ ΜΕ ΔΗΛΩΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΟΥ (Α Ν 148/67)

35,000

(-)

ΦΟΡΟΛΟΓΟΥΜΕΝΟ ΠΟΣΟ

(=)

ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΣΕΙΣ ΦΟΡΟΣ
ΦΟΡΟΣ ΥΠΕΡΑΣΙΑΣ

ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ

35,000

ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝ ΠΟΣΟ

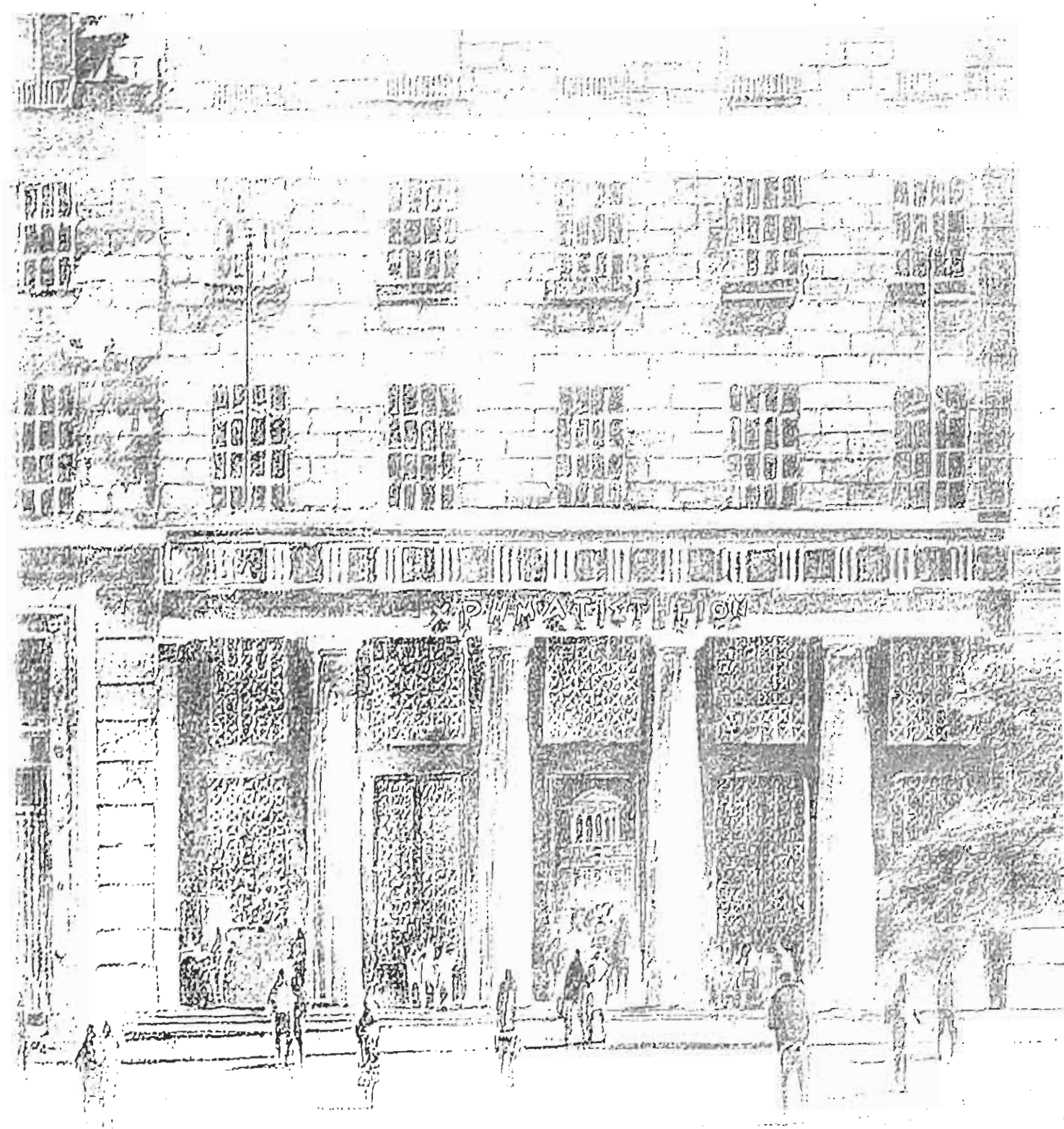
Αθήνα 22/06/92

ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.

Απόδειξη πληρωτής περιστατός
από ονομαστικές μετοχές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΤΙΤΛΟΙ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ



3.1. ΓΕΝΙΚΑ

Λέγοντας Τίτλους Σταθερού Εισοδήματος εννοούμε ορισμένα χρεόγραφα. Τα χρεόγραφα είναι έγγραφα τα οποία αποδεικνύουν ότι εχρεώθη κάποιος χρήματα. Τέτοια έγγραφα μπορούν να εκδώσουν το δημόσιο, οι δήμοι, δημόσιες επιχειρήσεις όπως ο Ο.Τ.Ε και η Δ.Ε.Η, τράπεζες και ιδιωτικές επιχειρήσεις. Στα χρεόγραφα ανήκουν μετοχές και ομολογίες.

Οι μετοχές όμως δεν αποδίδουν ένα σταθερό εισόδημα στον κάτοχό τους. Ο μέτοχος μπορεί να κερδίσει από το μέρισμα που δίνεται κάθε χρόνο (υπό την προϋπόθεση ότι η επιχείρηση έχει κέρδη) και από την υπεραξία που δημιουργείται μεταξύ μιας Α τιμής αγοράς μιας συγκεκριμένης μετοχής και μιας Β τιμής πώλησης που είναι μεγαλύτερη της Α (τιμή αγοράς), όσον αφορά την συγκεκριμένη μετοχή.

Δηλαδή αν: $A =$ τιμή αγοράς της ALPHA μετοχής
 $B =$ τιμή πώλησης της ALPHA μετοχής

και εάν: $B > A$

τότε: $A + \text{Υπεραξία} = B$ και $B - A = \text{Υπεραξία}$

Ομως και οι δύο δυνατότητες δημιουργίας κερδών από τις μετοχές (μέρισμα και πραγματοποίηση υπεραξίας) είναι αρκετά αμφίβολες. Διότι μπορεί η εταιρία της οποίας έχουμε μετοχές να μην μοιράσει μέρισμα, όπως επίσης μπορεί να δημιουργηθεί αρνητική υπεραξία, δηλαδή να αγοράσουμε τις μετοχές σε μια Α τιμή και κατά την στιγμή της πωλήσεώς τους να έχουν αποκτήσει μια Β τιμή που θα είναι μικρότερη της Α ($B < A$). Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι οι μετοχές δεν μας παρέχουν ασφάλεια, ενώ βασικό στοιχείο τους είναι το ρίσκο αφού από μια τέτοια τοποθέτηση μπορεί να βγούμε και με ζημιές.

Τα χρεόγραφα που έχουν τόκο, είναι γνωστά σαν τίτλοι σταθερού εισοδήματος. Αυτό διότι ότι και να γίνει, ο κάτοχος αυτών των τίτλων θα πάρει ένα ποσό - έστω μικρό - ως τόκο κάθε ορισμένο χρονικό διάστημα. Ο τόκος είναι σταθερός, εξού και το "σταθερού εισοδήματος". Οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος όπως και οι μετοχές, διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Εκδίδονται από τους προαναφερθέντες φορείς όταν χρειάζονται να δανεισθούν χρήματα. Μεταξύ των τίτλων σταθερού εισοδήματος, μερικοί προέρχονται από φορείς του δημοσίου. Αυτά τα κρατικά χρεόγραφα έχουν την εγγύηση του κράτους. Μπορεί να φαίνεται σαν επένδυση σίγουρη, αλλά ακόμα και αυτή υποκρύπτει κινδύνους. Έχει συμβεί στο παρελθόν ορισμένα κράτη να χρεωκοπήσουν. Όπως π.χ. στο ΜΕΞΙΚΟ πριν καμιά δεκαετία, η τότε κυβέρνησή του σήκωσε ψηλά τα χέρια και είπε: "Συγγνώμη, αλλά δεν μπορούμε να ανταπεξέλθουμε στις πληρωμές μας. Δυστυχώς χρεωκοπήσαμε...". Άμεσο αποτέλεσμα ήταν ο διορισμός μιας κυβέρνησης ελεγχόμενης από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Δ.Ν.Τ.) με σκοπό την διαμόρφωση μιας οικονομικής πολιτικής αυστηρότατης αλλά αναγκαίας για την επιβίωση της χώρας. Και σε αυτό το σημείο δεν θα πρέπει να ξεχνάμε πως στην χώρα μας, στην Ελλάδα, αν όχι τώρα πάντως παλαιότερα είχαν εκφρασθεί από γνωστούς επιστήμονες φόβοι ότι είχαμε πλησιάσει πολύ το στάδιο της χρεωκοπίας. Σήμερα παρόλο που τα δημόσια οικονομικά έχουν βελτιωθεί ελαφρώς δεν παύει η Ελλάδα να έχει την χειρότερη οικονομία εκ των χωρών που συνιστούν την Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο η χώρα μας έχει προσλάβει μέσα στον χώρο της Ε.Ο.Κ τον χαρακτηρισμό "ο κακός μαθητής".

Οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος στην Ελλάδα είναι τα ομολογιακά δάνεια και τα Εντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, κυρίως.

3.2. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ

Τα ομολογιακά δάνεια αποτελούν μια μορφή δανεισμού με έκδοση τίτλων. Χρησιμοποιούνται στην χρηματοδότηση του δημοσίου, τραπεζών, οργανισμών και επιχειρήσεων. Στην χώρα μας εκδίδονται δύο βασικά είδη ομολογιακών δανείων, οι ομολογίες και τα ομόλογα. Η χρηματοδότηση ωστόσο των επιχειρήσεων με ομολογιακά δάνεια δεν έχει αναπτυχθεί ακόμα. Η προμήθεια του χρηματιστή για τα ομολογιακά δάνεια που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο είναι 0,25% αλλά σαν ελάχιστη προμήθεια ορίζεται το ποσό των 1000 δραχμών.

3.2.1. Ομολογίες

Τα ομολογιακά δάνεια διαιρούνται σε έναν αριθμό τίτλων. Οι τίτλοι αυτοί λέγονται ομολογίες (BONDS). Έχουν ως σκοπό τους την χρηματοδότηση επενδυτικών και άλλων αναγκών.

Τα ομολογιακά δάνεια και κατά επέκταση οι ομολογίες από τις οποίες αποτελούνται, για τους εκδότες είναι μια μορφή δανείου, ενώ για τους ομολογιούχους δηλαδή τους κατόχους των ομολογιών είναι μια μορφή επένδυσης.

Οι ομολογίες είναι κινητές αξίες, όπως και οι μετοχές και διέπονται από το δικαίωμα των αξιολογίων. Αποτελούνται από δύο μέρη, το κυρίως σώμα στο οποίο είναι γραμμένα ο εκδότης και τα διάφορα άλλα στοιχεία της έκδοσης, και από τον χώρο κάτω από το κυρίως σώμα που έχει τα κουπόνια με τα οποία εισπράτουμε κάθε ορισμένο χρονικό διάστημα τον τόκο. Τα κουπόνια αυτά ονομάζονται Τοκομερίδια.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των ομολογιών είναι:

1. Ο εκδότης
2. Η διάρκεια του ομολογιακού δανείου
3. Ο τρόπος εξόφλησης του ομολογιακού δανείου
4. Το επιτόκιο του δανείου
5. Η συχνότητα πληρωμής των τόκων

α. Είδη ομολογιών.

Οι ομολογίες στην ελληνική αγορά διακρίνονται σε:

1. Ομολογίες επιχειρήσεων, οργανισμών, κρατικών, ανάλογα με τον φορέα της έκδοσης.
2. Κοινές, των οποίων η εξόφληση βασίζεται στην ευρωστία του οφειλέτη, Ενυπόθηκες, οι οποίες σαν εξασφάλιση την περιουσία του οφειλέτη, τις Εγγυημένες από το κράτος, κ.ά., ανάλογα με τον βαθμό ασφάλειας που παρέχουν.
3. Ομολογίες σε δραχμές ή με ρήτρα ξένων νομισμάτων. Στα ομολογιακά δάνεια με ρήτρα ξένων νομισμάτων ο τόκος τους είναι συνυφασμένος με το συγκεκριμένο νόμισμα.
4. Ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές (Convertible Bonds). Δηλαδή εκδίδεται ομολογιακό δάνειο από επιχειρήσεις, που παρέχουν την δυνατότητα στους κατόχους των ομολογιών, αλλά όχι υποχρεωτικά, αντί να εισπράξουν το κεφάλαιο και τους τόκους, να μετατρέψουν τις ομολογίες τους σε ένα προκαθορισμένο αριθμό μετοχών και καθορισμένη τιμή, της ίδιας βέβαια εταιρίας που έκδωσε το ομολογιακό δάνειο. Αν όμως η τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο, κατά την χρονική στιγμή της μετατροπής, είναι χαμηλότερη της τιμής μετατροπής της ομολογίας, τότε προφανώς δεν συμφέρει να γίνει η μετατροπή.

5. Ομολογιακά δάνεια χωρίς κουπόνια (Zero Coupon Bonds). Σε αυτή την περίπτωση τα δάνεια εκδίδονται κάτω από την αναγραφόμενη ονομαστική τιμή και εξοφλούνται στην αναγραφόμενη ονομαστική τιμή. Σε αυτά δεν υπάρχουν τοκομερίδια και για αυτό δεν αποφέρουν κατά την περίοδο του χρόνου τόκους που να εισπράττουν οι ομολογιούχοι. Το κέρδος για τον ομολογιούχο προέρχεται από την διαφορά της τιμής αγοράς και της τιμής εξόφλησής του.

β. Φορολογία ομολογιών.

Τα έσοδα από ομολογίες τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών και επιχειρήσεων υπόκεινται σε φορολόγηση με 10% , βάσει του άρθρου 21 του Νόμου 1921/1991.

Οι έντοκοι τίτλοι του ελληνικού δημοσίου, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και τα κτηματικά ομόλογα, δεν υπόκεινται σε φορολογία.

3.2.2. Τραπεζικά Ομόλογα

Τα τραπεζικά ομόλογα είναι τίτλοι που εκδίδονται από τα πιστωτικά ιδρύματα και είναι ανώνυμοι. Οι διαφορές των ομολόγων από τις ομολογίες είναι οι εξής:

- Τα τραπεζικά ομόλογα έχουν μεσοπρόθεσμη διάρκεια ζωής, συνήθως ένα ως πέντε έτη. Οι ομολογίες έχουν μακροπρόθεσμη ζωή, συνήθως περισσότερο από πέντε έτη.

- Τα ομόλογα δεν αποτελούνται από έναν συγκεκριμένο αριθμό τίτλων, όπως συμβαίνει με τα ομολογιακά δάνεια που διαιρούνται σε έναν αριθμό τίτλων: τις ομολογίες, οπότε και οι τελευταίες είναι συγκεκριμένες. Τα ομόλογα μπορούν να εκδοθούν, θεωρητικά σε απεριόριστο αριθμό μέχρι να καλυφθεί η ζήτηση.

Τα τραπεζικά ομόλογα εκδίδονται σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.Δ. 3746/57 και τον Νόμο 128/75 και σχετικές αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, χωρίς όμως να έχουν σημειώσει αξιολογή συναλλακτική κίνηση ως σήμερα. Σκοπός τους είναι η άντληση κεφαλαίων και η διάθεση αυτών σε παραγωγικές επενδύσεις. Πωλούνται στο κοινό από τα υποκαταστήματα της εκδότριας τράπεζας και τα μέλη του Χρηματιστηρίου.

Οι τράπεζες που είναι εξουσιοδοτημένες να εκδίδουν ομόλογα είναι οι επενδυτικές και οι στεγαστικές και συγκεκριμένα: η Ε.Τ.Β.Α, η Ε.Τ.Ε.Β.Α, η Τράπεζα Επενδύσεων, η Εθνική Στεγαστική Τράπεζα Ελλάδος και η Εθνική Κτηματική Τράπεζα Ελλάδος.

Μέχρι σήμερα τα εκδοθέντα ομόλογα είχαν ονομαστική αξία 5000 δραχμές και εκδίδονταν σε μονούς ή πολλαπλούς τίτλους. Στο σώμα κάθε τίτλου αναγράφονται τα στοιχεία του εκδότη, η ημερομηνία έκδοσης και ορισμένα άλλα στοιχεία. Στο πίσω μέρος αναγράφονται οι όροι έκδοσής του.

α. Επιτόκιο - Διάρκεια - Ανανέωση.

1. Ετήσια Τραπεζικά Ομόλογα. Στα ομόλογα ετήσιας διάρκειας το επιτόκιο που ισχύει για τον πρώτο χρόνο αναγράφεται πάνω στον τίτλο. Αν το ομόλογο όμως δεν εμφανισθεί για εξόφληση μέσα σε τρεις μήνες από την λήξη του τότε ανανεώνεται αναδρομικά, δηλαδή από την ημερομηνία λήξης του, για έναν ακόμα χρόνο και η ανανέωση αφορά την τιμή εξόφλησης του ομολόγου. Η διαδικασία αυτή μπορεί να επαναληφθεί τρεις ακόμα φορές, με επιτόκιο κάθε φορά, ίσο με αυτό που ισχύει για τα νέα ομόλογα της ίδιας κατηγορίας που προσφέρει η

τράπεζα. Έτσι, η διάρκεια τοκοφορίας των ετήσιων ομολόγων μπορεί να επεκταθεί για τέσσερα χρόνια, μετά όμως από αυτό το διάστημα, παύει η τοκοφορία του ομολόγου αυτού. Τα ετήσια ομόλογα δεν φέρουν τοκομερίδια.

2. Διετή και Τριετή Τραπεζικά Ομόλογα. Αυτά, έχουν τα ίδια βασικά χαρακτηριστικά με τα ετήσια ομόλογα, με την διαφορά ότι τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια για την εισπραξη του τόκου που αποδίδουν. Δεν ισχύει δηλαδή σε αυτά ο ανατοκισμός, όπως επίσης και η ανανέωση των τίτλων για επιπλέον διάστημα από το αρχικώς οριζόμενο.

3. Ανατοκιζόμενα Ομόλογα. Η ΕΤΒΑ εξέδωσε για πρώτη φορά, το Δεκέμβριο του 1989 μια ειδική σειρά ομολόγων τριετούς διάρκειας με ανατοκιζόμενο επιτόκιο 22%. Το εισόδημα και επιτόκιο των ομολόγων αυτών, προκύπτει όπως και στις ομολογίες χωρίς κουπόνι (Zero Coupon).

4. Ομόλογα ΕΤΒΑ 6, 9, 12, με επιτόκιο 24%. Πρόκειται για μια νέα σειρά ομολόγων που αντικατέστησε τα παραδοσιακά ετήσια ομόλογα της ΕΤΒΑ. Αυτή η σειρά έχει το πλεονέκτημα σε σχέση με τις προηγούμενες εκδόσεις, ότι μπορεί να προεξοφληθούν μετά από 6 ή 9 μήνες από την εκδότη τράπεζα, χωρίς απώλειες για τον επενδυτή.

β. Προεξόφληση - Φορολογία.

Τα ομόλογα μπορούν να ρευστοποιηθούν πριν από την λήξη τους στο Χρηματιστήριο, όπου εισάγονται ένα περίπου μήνα μετά την έκδοσή τους. Επίσης προεξοφλούνται στην εκδότη τράπεζα υπό τον όρο ότι έχει παρέλθει ένα εξάμηνο από την έκδοσή τους και με ποινή την αφαίρεση των τόκων ορισμένου χρονικού διαστήματος όπως ένας με τρεις μήνες.

Οι τόκοι των ομολόγων που έχουν εκδοθεί μέχρι την 31-12-1990 δεν υπολογίζονται στο φορολογητέο εισόδημα, ενώ η εξόφληση τόσο των τόκων όσο και του κεφαλαίου, απαλλάσσονται από φόρο, χαρτόσημο ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του δημοσίου ή τρίτων. Αυτό ισχύει και για τις ανανεώσεις των ομολόγων αυτών. Οι τόκοι των τραπεζικών ομολόγων που εκδόθηκαν μετά την 01-01-1991, υπόκεινται σε φορολογία 10%, γεγονός που τα καθιστά λιγότερο ελκυστικά έναντι των κρατικών χρεογράφων που δεν υπόκεινται σε φόρο.

3.2.3. Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου

Το ελληνικό δημόσιο προκειμένου να καλύψει τις χρηματικές του ανάγκες προβαίνει διαμέσω της Τράπεζας της Ελλάδος σε έκδοση ομολόγων σε δραχμές και με ρήτρα ξένου νομίσματος.

Τα ομόλογα του δημοσίου έχουν σημαντικές λειτουργικές διαφορές από τα αντίστοιχα των τραπεζών που συνίστανται κυρίως στην δυνατότητα προεξόφλησης, εκτός από το Χρηματιστήριο όπου εισάγονται, και στις εμπορικές τράπεζες, όπως επίσης και στο φορολογικό καθεστώς. Επίσης, η εμφάνισή τους είναι διαφορετική, καθώς οι τίτλοι ομολόγων δημοσίου φέρουν τοκομερίδια για την εισπραξη για την εισπραξη του τόκου, ενώ αντίθετα στην περίπτωση των τραπεζικών ομολόγων αναγράφεται στον τίτλο το ποσό της εξόφλησης που περιλαμβάνει και τους τόκους. Τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου αγοράζονται σε τίτλους με ονομαστική αξία από 100.000 δραχμές ως 10.000.000 δραχμές όσον αφορά τα δραχμικά, ο δε τόκος που σωρεύεται καταβάλλεται στο τέλος κάθε έτους. Τα ομόλογα με ρήτρα European Currency Unit (Ε.Σ.Υ) αγοράζονται σε τίτλους με ονομαστική αξία από 1000 ως 20.000 Ε.Σ.Υ.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ BOND OF THE GREEK STATE



ΜΕ ΡΗΤΡΑ ECU

WITH AN ECU CLAUSE

ΕΚΔΙΔΕΤΑΙ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΙΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 62 ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 1642/86 (ΦΕΚ 125/21.3.86. ΤΕΥΧΟΣ Α')

ΣΕΙΡΑ A SERIES

ΑΡΙΘΜΟΣ 185247 NUMBER

ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΕ ECU 10% INTEREST RATE IN ECU

ΤΡΙΕΤΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑ 1989-1992 THREE YEAR MATURITY

ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

NOMINAL VALUE

ΔΡΑΧΜΕΣ 182.300

η ECU 1.000

(ΕΚΑΤΟΝ ΟΓΔΟΝΤΑ

(ONE THOUSAND)

ΔΥΟ ΧΙΛΙΑΔΕΣ ΤΡΙΑΚΟΣΙΕΣ)

ΤΟ ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΙΝΑΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟ ΣΤΟΝ ΚΟΜΙΣΤΗ ΣΤΙΣ 20 ΕΜΒΡΙΑΙΟΥ 1992

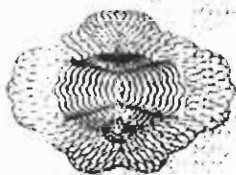
THIS BOND IS PAYABLE TO BEARER ON NOVEMBER 20, 1992

Αθήνα, 20 Νοεμβρίου 1989 Athens, November 20, 1989

Ο ΥΠΟΥΡΓΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ THE MINISTER OF FINANCE

[Signature]

253,460



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
 ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
 ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΟ COUPON
 ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ OF BOND OF THE GREEK STATE
 ΜΕ ΡΗΤΡΑ ECU WITH AN ECU CLAUSE
 ΕΚΔΟΣΗ 20 Νοεμ. 1989 ISSUE Nov. 20, 1989
 ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΕ ECU 10% INTEREST RATE IN ECU
 ΣΕΙΡΑ A SERIES
 ΑΡΙΘΜΟΣ 185247 NUMBER
 ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΟ ECU 100 COUPON OF ECU 100
 ΕΚΑΤΟ ONE HUNDRED
 ΠΛΗΡΩΤΕΟ ΣΤΙΣ 20.11.1992 PAYABLE ON Nov. 20, 1992

Τα ομόλογα δημοσίου διατίθενται στο κοινό από την Τράπεζα της Ελλάδος, τις άλλες τράπεζες και τα μέλη του Χρηματιστηρίου, έναντι ορισμένης προμήθειας. Από τους ίδιους επίσης εξοφλούνται ή και προεξοφλούνται.

3.3. ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Τα έντοκα γραμμάτια είναι τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας που εκδίδονται τακτικά από τα κράτη προς κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών. Συγκεκριμένα χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση ελλειμμάτων τους, για τον έλεγχο της ρευστότητας των οικονομιών τους, κ.λ.π. Εκδίδονται και διαχειρίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.Δ. 3746/1957 όπως τροικοποιήθηκε από το άρθρο 4 του Ν. 1266/1982.

Η διάρκειά τους είναι τρίμηνος, εξάμηνος, ενιάμηνος ή το πολύ δωδεκάμηνος. Το επιτόκιό τους καθορίζεται από την Νομισματική Επιτροπή. Βέβαια τα μεγαλύτερης διάρκειας έχουν λίγο υψηλότερο επιτόκιο. Είναι τίτλοι ανώνυμοι και διατίθενται την τελευταία ημέρα κάθε μήνα στην Τράπεζα της Ελλάδος, στις εμπορικές τράπεζες και από τα μέλη του Χρηματιστηρίου. Προεξοφλούνται στο Χρηματιστήριο και στις τράπεζες. Εκδίδονται σε τίτλους ονομαστικής αξίας από 100.000 ως 1.000.000 δραχμές.

Σε έντοκα γραμμάτια δημοσίου μπορούν να επενδύουν φυσικά και νομικά πρόσωπα, τράπεζες, ασφαλιστικά ταμεία, κ.λ.π. Οι εμπορικές τράπεζες επενδύουν υποχρεωτικά σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου μέρος των διαθέσιμων τους. Το ποσοστό αυτό όμως, στα πλαίσια της απελευθέρωσης του τραπεζικού μας συστήματος, σταδιακά βαίνει μειούμενο.

Οι τόκοι των εντόκων γραμματίων απαλλάσσονται του φόρου εισοδήματος και παντός φόρου υπέρ του δημοσίου ή τρίτων. Πάντως υπάρχει σκέψη για την φορολόγηση των τόκων τους με συντελεστή 10%, πράγμα που μπορεί να γίνει κατά το 1993. Τα έντοκα γραμμάτια γίνονται δεκτά στην ονομαστική τους τιμή για την σύσταση εγγυοδοτικών παρακαταθηκών σε διαγωνισμούς. Γίνονται επίσης δεκτά για την εξόφληση υποχρεώσεων προς το δημόσιο.

Η ανανέωση των εντόκων γραμματίων γίνεται με προσκόμιση του τίτλου μέσα σε τριάντα μέρες από την ημερομηνία λήξης τους. Μετά από αυτή την ημερομηνία θεωρείται ότι έγινε σιωπηρή ανανέωση για περίοδο ίση με την αρχική διάρκεια. Η ανανέωση αυτή γίνεται μόνο μια φορά, μετά την οποία παύει η τοκοφορία των εντόκων γραμματίων.

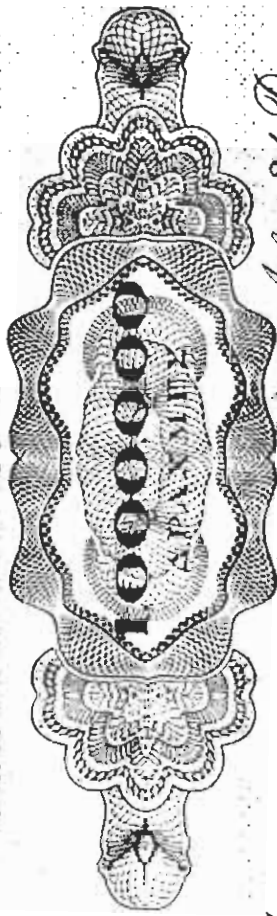
Το 1989 επετράπηκε η πώληση από τις τράπεζες στην Τράπεζα της Ελλάδος, εντόκων γραμματίων και υποχρεωτική επαναγορά τους από τις τράπεζες μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα.

Το 1990 η Τράπεζα της Ελλάδος εγκαινίασε τις πρώτες δημοπρασίες εντόκων γραμματίων του δημοσίου με συμφωνία επαναγοράς τους μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Αυτή είναι γνωστή σαν REPOS (repurchase agreement). Η διαδικασία είναι η εξής: Ο κάτοχος των γραμματίων, δηλαδή η τράπεζα, τα πουλάει σε ιδιώτη ή σε επιχείρηση ή σε οποιονδήποτε άλλο συλλογικό επενδυτή με την συμφωνία ότι θα τα επαναγοράσει σε μια καθορισμένη ημερομηνία και τιμή. Δηλαδή ο επενδυτής δανείζει στον πωλητή-τράπεζα χρήματα με επιτόκιο που προσδιορίζεται από την διαφορά τιμής πώλησης και αγοράς για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Έτσι, οι τράπεζες γενικά δημιουργούν μια αρκετά δυναμική δευτερογενή αγορά γραμματίων. Πιο απλά μπορούμε να πούμε πως οι τράπεζες αγοράζουν έντοκα γραμμάτια από το κράτος που τα πωλούν στους πελάτες τους με συμφωνία επαναγοράς τους με επιτόκιο υψηλό, σχεδόν όσο και αυτό των εντόκων γραμματίων. Το επιτόκιο τους είναι κυμαινόμενο ανάλογα το ύψος της

σύμβασης REPOS και ανάλογα την ανάγκη ρευστότητας της κάθε τράπεζας την κάθε χρονική στιγμή. Η διάρκεια των συμβάσεων REPOS είναι βραχυπρόθεσμη, δηλαδή ο επενδυτής θα κρατήσει τους τίτλους στα χέρια του για χρονική περίοδο μικρότερη του έτους και συνηθέστερα για 1 μήνα, αλλά και για 2, 3, 6, ή 9 μήνες. Αυτά καθιστούν τα REPOS μια πολύ αποδοτική, σίγουρη επένδυση. Μόνο που οι συμφωνίες REPOS είναι για επένδυση μεγάλων χρηματικών ποσών. Οι συμβάσεις REPOS γίνονται π.χ. με τουλάχιστον 25 εκατομμύρια στην Τράπεζα Εργασίας και στην Ιονική Τράπεζα με τουλάχιστον 10 εκατομμύρια δραχμές. Παράλληλα οι τόκοι των REPOS (αφού ουσιαστικά αποτελούνται από έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου) δεν φορολογούνται, πράγμα που αυξάνει την απόδοσή τους σε ακόμα υψηλότερα επίπεδα. Αν όμως θεσπιστεί η φορολόγηση με 10% των τόκων των εντόκων γραμματίων τότε κατά επέκταση θα θεσπιστεί η φορολόγηση των αποδόσεων των REPOS με 10% παρόμοια.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
 ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΛΗΜΜΟΣΙΟΥ ΣΤΟΝ ΚΟΜΙΣΤΗ

ΝΟΜΟΣ 1100 ΔΙΑΤΑΞΗ 3745/57 ΟΡΓΑΝΟ ΤΡΟΦΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕ ΤΟ ΑΡΘΡΟ 4 ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 1268/57



Αριθμ. 31 Δουλεψίων 1992

Αριθμ. 5241152

ΠΡΟΚΑΤΑΒΑΣΗ Τραπεζικό όνομα νομισματικό 10000000

Με το οποίο το Εγγραφο Εμπιστοσύνης

ΤΡΑΠΕΖΗΣ ΕΑΤΑ ΕΚΔΟΜΗΤΩΝ

Προσφέρει από τις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει

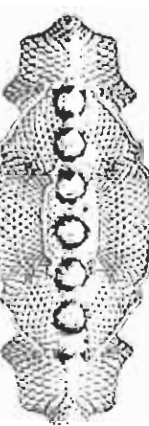
Τοιασδήποτε φύσεως Τραπεζική 31 Δουλεψίων 1992

Αθήνα 31 Δουλεψίων 1991

Αθήνα 31 Δουλεψίων 1991

ΓΙΑ ΤΟ ΠΑΝΙΣΤΟ ΚΙΝΗΣΙΟ
 Ο ΥΠΟΥΡΓΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΤΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ



Handwritten signature

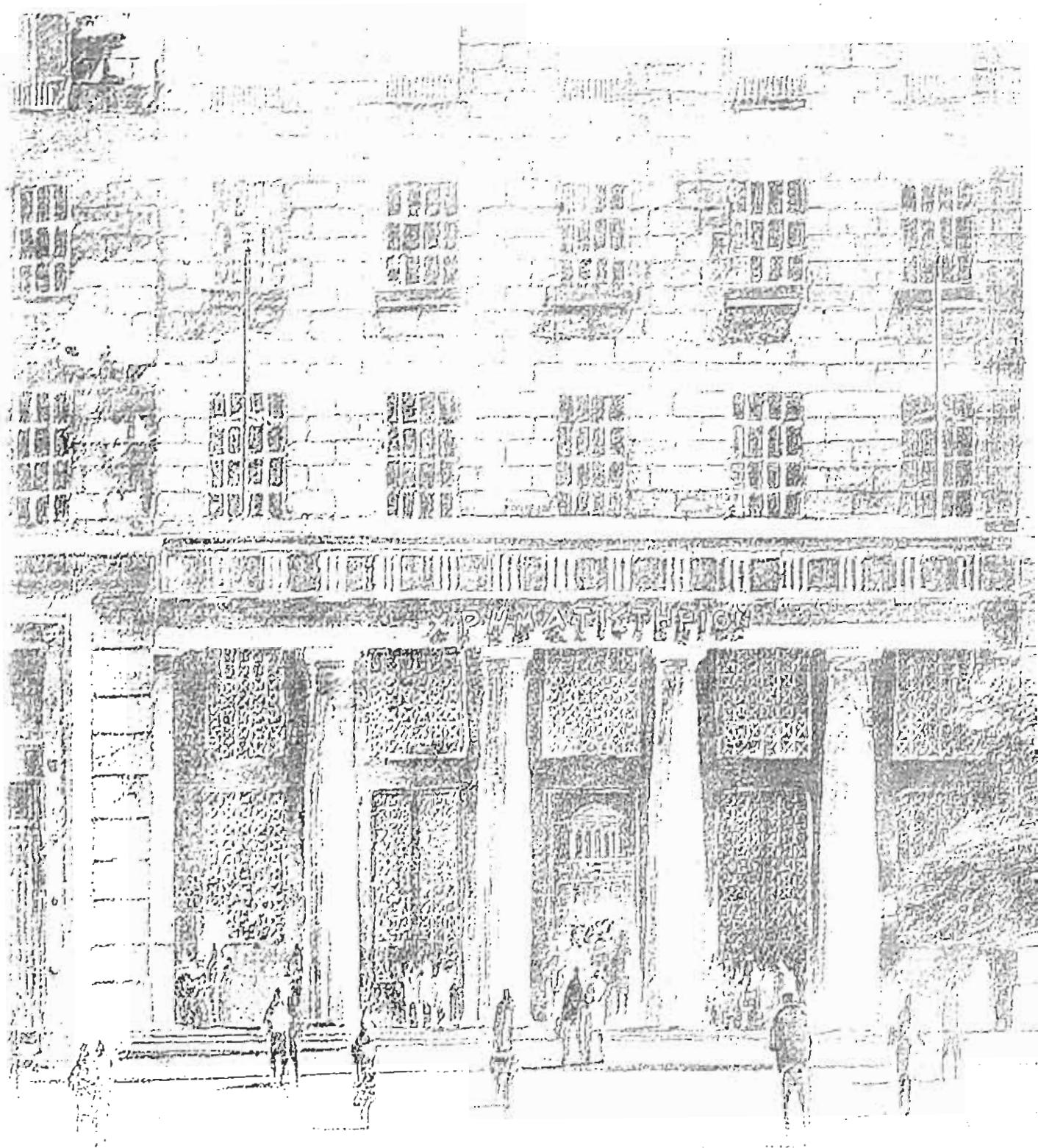
Handwritten signature

1000000

0000000

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΜΕΤΟΧΗ



4.1. ΓΕΝΙΚΑ - ΜΕΤΟΧΗ - ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ

Το κεφάλαιο που συγκεντρώνεται για την ίδρυση μιας Ανώνυμης Εταιρίας (Α.Ε.) διαιρείται, σύμφωνα και με το καταστατικό της, σε μικρότερα ίσα μερίδια τα οποία ονομάζονται μετοχές. Οι μετοχές όπως οι ομολογίες, οι επιταγές, τα γραμμάτια, οι συναλλαγματικές, οι χρυσές λύρες, τα χαρτονομίσματα, κ.ά. αποτελούν τις λεγόμενες κινητές αξίες. Κινητές αξίες που μπορούμε να πούμε ότι είναι τίτλοι που ενσωματώνουν κάποια οικονομική αξία, παρέχουν ταυτόχρονα ορισμένα δικαιώματα στους κατόχους τους, μπορούν να διακινηθούν και να συναλλαχθούν ελεύθερα, και εκδίδονται από τράπεζες, εταιρίες, ιδιώτες, το κράτος και συναφείς οργανισμούς. Οι αξίες αυτές υποβοηθούν στην κινητοποίηση του πλούτου, παρέχουν στα ακινητοποιηθέντα κεφάλαια το κινητό και εκχωρίσιμο αυτών, χωρίς να μεταβάλλουν τους ουσιώδεις χαρακτήρες των. Συνεπώς, η νόμιμη μεταβίβαση ενός τέτοιου τίτλου συνεπάγεται την εκχώριση όλων των δικαιωμάτων που ενσωματώνονται σε αυτόν. Συνήθως όμως όταν μιλάμε για κινητές αξίες εννοούμε κυρίως τις μετοχές, τις ομολογίες και τα τραπεζικά ομόλογα. Οι αξίες αυτές λέγονται και "χρεόγραφα" αφού δείχνουν ότι κάποιος έχει χρεωθεί χρήματα όπως επίσης και "αξιογραφα" αφού ενσωματώνουν κάποια αξία.

Οι μετοχές που λέγονται και "χαρτιά", είναι τα μερίδια που συνιστούν το μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμου εταιρίας. Ανώνυμες Εταιρίες είναι υποχρεωτικά από τον νόμο οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι χρηματιστηριακές εταιρίες, οι εταιρίες επενδύσεων και οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η κατάτμηση του εταιρικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρίας σε πολλά μερίδια-μετοχές, καθιστά δυνατή τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της νεοϊδρυόμενης ή παλαιάς εταιρίας όχι μόνο των μεγάλων, αλλά και των μικρών αποταμιευτών.

Μετοχή είναι συνεπώς ένας τίτλος που λειτουργεί ως έγγραφη απόδειξη που βεβαιώνει ότι ο κάτοχος αυτής, δηλαδή ο μέτοχος, είναι συνεταίρος στην ανώνυμη εταιρία, κατά το ποσοστό των μετοχών του επί του συνόλου του εταιρικού κεφαλαίου. Ο μέτοχος έχει δικαίωμα στα κέρδη που διανέμει η εταιρία και στην ανάληψη μέρους από το ενεργητικό της σε περίπτωση διαλύσεώς της. Ψηφίζει στην Γενική Συνέλευση των Μετόχων για εκλογή Διοικητικού Συμβουλίου, την έγκριση του Ισολογισμού, την τροποποίηση του Καταστατικού, κ.λπ. Σε περίπτωση χρεωκοπίας της ανώνυμου εταιρίας, ο μέτοχος δεν ευθύνεται με την ατομική του περιουσία, όπως συμβαίνει σε περιπτώσεις ιδιοκτητών εταιριών άλλης νομικής μορφής. Δηλαδή το μόνο που θα συμβεί, θα είναι να χάσει όσα χρήματα είχε τοποθετήσει στις μετοχές.

Η σύγκλιση των Γενικών Συνελεύσεων των Α.Ε. γίνεται μετά από σχετική δημοσίευση στον οικονομικό και πολιτικό τύπο. Οι μέτοχοι μπορούν να συμμετάσχουν σε αυτές καταθέτοντας τις μετοχές τους πέντε ημέρες πριν από την ημερομηνία διεξαγωγής της Γενικής Συνέλευσης στα γραφεία της εταιρίας ή σε μια αναγνωρισμένη τράπεζα. Επίσης είναι συνηθισμένο, μετά από άδεια της Γενικής Συνέλευσης, να γίνονται δεκτοί σε αυτές μέτοχοι που προσκομίζουν εκείνη την στιγμή τις μετοχές τους. Πολλές φορές επειδή οι μέτοχοι είναι πάρα πολλοί (συνήθως χιλιάδες) χρησιμοποιείται η μέθοδος της αντιπροσώπευσης πολλών μετόχων από έναν ώστε να καταστεί δυνατή η πραγματοποίηση της Γενικής Συνέλευσης.

Οι μέτοχοι ελπίζουν να κερδίσουν από δύο κυρίως πλευρές οι οποίες είναι κατά σειρά προτεραιότητας:

1. Η υπεραξία που θα δημιουργηθεί, δηλαδή η αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, η οποία δίνει κέρδος στον επενδυτή αν αυτός προβεί σε πώληση των μετοχών του.

2. Το μερίσμα που διατίθεται από τα διανεμόμενα καθαρά κέρδη μετά φόρων της εταιρείας.

Επειδή η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μπορεί κάλλιστα να μειωθεί και επειδή τα κέρδη που διανέμονται ως μερίσμα κάθε χρόνο δεν είναι σταθερά ή μπορεί να μην έχει μερίσμα μια χρονιά, χαρακτηρίζουμε τις μετοχές ως τίτλους μεταβλητής προσόδου.

Οι μετοχές όπως έχουμε αναφέρει στο κεφάλαιο 2, είναι:

- Κοινές ή Προνομιούχες.
- Ανώνυμες ή Ονομαστικές.

Σκοπός των μετοχών είναι να εφοδιάζουν με τα απαραίτητα κεφάλαια τις επιχειρήσεις. Και όχι μόνο τις νεοϊδρυθόμενες. Και οι παλαιές μπορούν να χρηματοδοτηθούν με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου τους με έκδοση νέων μετοχών. Αυτού του είδους η χρηματοδότηση είναι γνωστή σαν χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, δηλαδή με μετοχές, σε αντιδιαστολή με την χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια που γίνεται με ομολογιακά ή τραπεζικά δάνεια. Οι μετοχές επειδή αντιπροσωπεύουν το κεφάλαιο της ανωνύμου εταιρείας χαρακτηρίζονται και ως χρεόγραφα ιδιοκτησίας.

Εδώ αξίζει να σημειώσουμε ότι οι ήδη υπάρχοντες (παλαιοί) μέτοχοι συμμετέχουν, κατά αναλογία του αριθμού των μετοχών που διαθέτουν, σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω δικαιώματος προτίμησης στην νέα έκδοση. Αυτό σημαίνει ότι σε περίπτωση νέας έκδοσης θα ζητηθεί πρώτα από τους παλαιούς μετοχούς να συμμετάσχουν, δηλαδή να αγοράσουν νέες μετοχές σε αναλογία με τον αριθμό των (παλαιών) μετοχών που διαθέτουν, όπως έχει καθοριστεί, και μόνο αν αυτοί δεν δεχτούνε θα διατεθούνε με δημόσια εγγραφή στο κοινό (εννοούμε όσες μετοχές της νέας έκδοσης μείνουν αδιάθετες).

Οι επιχειρήσεις τυχαίνει όταν έχουν πολύ υψηλά κέρδη σε μια χρονιά, μαζί με το μερίσμα να δώσουν και δωρεάν μετοχές στους υπάρχοντες μετόχους τους. Η να αποφασιστεί να δώσουν μόνο δωρεάν μετοχές (καθόλου μερίσμα). Αυτό γίνεται για να ισχυροποιηθούν οι δεσμοί μεταξύ επιχείρησης - μετόχων. Αν και σε τελική ανάλυση και εφόσον τους συμφέρει, οι μέτοχοι μπορούν να προχωρήσουν σε πώληση των νέων μετοχών που θα λάβουν. Αυτή είναι μια τρίτη "οδός" πραγματοποίησης κερδών διαμέσω των μετοχών. Μια παρόμοια τέταρτη "οδός" είναι η συμμετοχή των παλαιών μετόχων σε μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου όπου θα ασκούν το δικαίωμα προτίμησης που έχουν αγοράζοντας σε φτηνότερες τιμές τις νέες μετοχές σε σχέση με την επικρατούσα χρηματιστηριακή τιμή, ύστερα θα τις πωλούν σε αυτήν την μεγαλύτερη τιμή (χρηματιστηριακή) με αποτέλεσμα να κερδίζουν από την υφιστάμενη διαφορά μεταξύ των δύο τιμών.

Το μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται και με τους εξής τρόπους, εκτός της κλασικής αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών διαμέσω *underwriter* και δημόσιας εγγραφής:

- α. Διανομή αντι μερισματος, μετοχών (γνωστό ως *Stock Dividend*) από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης.
- β. Διανομή δωρεάν μετοχών από μετοχοποίηση κυρίως του έκτακτου αποθεματικού.
- γ. Διανομή δωρεάν μετοχών από μετοχοποίηση της υπεραξίας των παγίων στοιχείων.
- δ. Με αύξηση απλώς της ονομαστικής αξίας των υπάρχοντων μετοχών.

Αυτοί οι τρόποι της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να ακολουθούνται συχνά γιατί εκτός των πιθανών κερδών για τους μετόχους, συμβάλει σε μια πιο ρεαλιστική και θετική παρουσίαση της εικόνας της επιχείρησης προς τα έξω.

4.2. ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι ανώνυμες μετοχές σαν κινητές αξίες μεταβιβάζονται στον νέο κάτοχο με απλή παράδοση. Για αυτές τις μετοχές οι μέτοχοι θα πρέπει να προσέχουν να φέρουν την τελευταία μερισματαπόδειξη (με την οποία θα γίνει η πληρωμή του μερίσματος της τρέχουσας χρήσης) η οποία θα πρέπει να είναι προσαρτημένη στην μετοχή. Αυτό γίνεται διότι η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής έχει διαμορφωθεί έχοντας λάβει υπόψη και το μέρισμα που πρόκειται να διατεθεί από την εταιρία στην προσεχή χρήση. Αν λείπει η τελευταία μερισματαπόδειξη σε μία μετοχή τότε αυτή μειονεκτεί έναντι των άλλων που δεν τους λείπει διότι ο κάτοχος της δεν θα μπορεί να εισπράξει το μέρισμα κάποιας χρήσης που θα αντιστοιχεί στον αριθμό της μερισματαπόδειξης που λείπει. Έτσι, η μετοχή που της λείπει κάποια μερισματαπόδειξη δεν μπορεί να πωληθεί στο Χρηματιστήριο. Για αυτό τον λόγο όταν αγοράζουμε κάποιες μετοχές θα πρέπει να ελέγχουμε αν πραγματικά περιέχουν το τελευταίο κουπόνι με το οποίο θα πληρωθούμε το μέρισμα κατά την τρέχουσα χρήση, αν και αυτό τον έλεγχο υιοθετείται ότι πρέπει να τον κάνει ο χρηματιστής μας. Όταν λέμε ότι το ελέγχουμε, εννοούμε ότι τσεκάρουμε το νούμερό του. Το νούμερο αυτό το βλέπουμε σε οικονομικές εφημερίδες, στην σελίδα του χρηματιστηρίου, στην στήλη "προσαρτημένη μερισματαπόδειξη", δηλαδή το κουπόνι που πρέπει να έχουν οι αγοραζόμενες μετοχές. Επίσης οι κάτοχοι ανωνύμων μετοχών πρέπει να προσέχουν να μην κλαπούν οι μετοχές τους που επειδή είναι ανώνυμες, οποιοσδήποτε τις έχει μπορεί να τις χρησιμοποιήσει σαν δικές του, να εισπράξει μερίσματα και να τις πουλήσει. Καλό είναι λοιπόν οι επενδυτές να ασφαρίζουν με κάποιο τρόπο τα ανώνυμα χαρτιά τους.

Οι ονομαστικές μετοχές μεταβιβάζονται αναγκαστικά στο Χρηματιστήριο, πράγμα που δεν γίνεται με τις ανώνυμες όπου η μεταβίβαση γίνεται οπουδήποτε με απλή παράδοση. Η μεταβίβαση της ονομαστικής μετοχής γίνεται με οπισθογράφηση του τίτλου από τον κάτοχό του. Το μέλος του Χρηματιστηρίου που πραγματοποιεί την πώληση, βεβαιώνει ενυπόγραφα το γνήσιο της υπογραφής του πωλητή, πριν παραδώσει τον τίτλο στο αρμόδιο Γραφείο Εκκαθάρισης του Χρηματιστηρίου, το οποίο θα αναγράψει σε αυτόν τα στοιχεία του νέου κατόχου-αγοραστή. Τα στοιχεία αυτά κοινοποιούνται στην εταιρία της μετοχής για να γίνει η ενημέρωση του βιβλίου μετόχων. Για να βεβαιώνεται το γνήσιο της υπογραφής του πωλητή θα πρέπει ο πωλητής να υπογράψει ενώπιον του χρηματιστή τον πωλούμενο τίτλο. Στις περιπτώσεις μεταβίβασης ονομαστικών μετοχών για λόγους κληρονομιάς, η μεταβίβαση γίνεται οπουδήποτε από την εκδότρια εταιρία. Για τις μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο ονομαστικές μετοχές, η μεταβίβαση πραγματοποιείται είτε από την εταιρία, είτε από συμβολαιογράφο. Η διαδικασία της μεταβίβασης ονομαστικών μετοχών έχει μια επιβάρυνση για τον μέτοχο, τα λεγόμενα μεταβιβαστικά, η οποία ανέρχεται στο 0,3% της αξίας των μεταβιβαζομένων τίτλων. Η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών είναι χρονοβόρα διαδικασία και στις περιόδους που έχουμε αυξημένες συναλλαγές δημιουργούνται μεγάλες καθυστερήσεις στην παράδοση των τίτλων, πράγμα που προξενεί πολλά προβλήματα στην ομαλή διεξαγωγή των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Εδώ αναμένεται να βοηθήσει πολύ το πρόσφατα δημιουργημένο Αποθετήριο ώστε να εκλείψουν τα προβλήματα αυτά και το πολύ μέσα σε μια εβδομάδα, ο επενδυτής-αγοραστής να έχει στα χέρια του το αποθετήριο έγγραφο που αντιπροσωπεύει και περιέχει όλα τα δικαιώματα των αγορασμένων μετοχών. Όπως ήδη αναφέραμε, στην πίσω πλευρά των ονομαστικών μετοχών υπάρχει ειδικός χώρος για την αναγραφή των στοιχείων του μετόχου-αγοραστή. Αν ο χώρος αυτός εξαντληθεί, ο

μέτοχος θα πρέπει να πάει στην εταιρία της μετοχής για να του αντικαταστήσουν την "γεμάτη" μετοχή με μια καινούργια.

4.3. ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Στο χρηματιστήριο βρίσκεις την πλέον ανταγωνιστική αγορά στην οποία η προσφορά και η ζήτηση ανεβοκατεβάζουν τις τιμές των μετοχών κάθε λεπτό (της χρηματιστηριακής συνεδρίασης). Η προσφορά και η ζήτηση είναι που διαμορφώνουν τις τιμές, τουλάχιστον στα ανεπτυγμένα χρηματιστήρια. Οι πράξεις, δηλαδή οι συμφωνίες πωλητών και αγοραστών για κάποιες μετοχές, πραγματοποιούνται όταν επιτευχθεί το σημείο ισορροπίας μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης.

Οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών γνωστοποιούνται ως εξής:

Το Χρηματιστήριο, έξω από το κτίριο της οδού Σοφοκλέους ανακοινώνει καθημερινά τις διαμορφούμενες τιμές στο λεγόμενο Δελτίο Τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οι τιμές επίσης, δημοσιεύονται την επομένη κάθε συνεδρίασης στον τύπο, μεταδίδονται από ορισμένες ραδιοφωνικές εκπομπές την ίδια μέρα με την συνεδρίαση και ίσως την ίδια ώρα που πραγματοποιείται αυτή, όπως επίσης και από ορισμένες τηλεοπτικές εκπομπές κρατικών καναλιών. Στα κύρια δελτία ειδήσεων, όλα τα τηλεοπτικά κανάλια αναφέρονται περιληπτικά στην πρωινή συνεδρίαση της ίδιας μέρας. Επίσης οι τιμές της συνεδρίασης αναφέρονται το μεσημεράκι της ίδιας μέρας από τον αριθμό 119 του τηλεφώνου.

Οι τιμές που γενικά αναφέρονται και δημοσιεύονται, είναι οι επικαλούμενες τιμές κλεισίματος, δηλαδή οι τελευταίες τιμές που ακούστηκαν στην χρηματιστηριακή συνεδρίαση. Ορισμένα έντυπα δίπλα ακριβώς στις τιμές κλεισίματος βάζουν ένα Π ή ένα Α. Το Π σημαίνει ότι οι τιμές αυτές προσφέρονταν από πωλητές και το Α ότι οι τιμές προσφέρονταν από αγοραστές. Αυτό χρησιμεύει ως μια ισχυρή ένδειξη για τις τάσεις της πορείας των μετοχών κατά το άνοιγμα της επόμενης συνεδρίασης. Αν δηλαδή, στο κλείσιμο της συνεδρίασης υπήρχαν πολλοί πωλητές είναι φυσικό ότι την επόμενη μέρα με το άνοιγμα θα παρουσιασθούν για να πραγματοποιήσουν τις εντολές πώλησης με αποτέλεσμα, οι τιμές να πέσουν. Αν αντίθετα στο τέλος της συνεδρίασης υπήρχαν πολλοί αγοραστές, τότε αυτοί θα προσπαθήσουν με το άνοιγμα της επόμενης συνεδρίασης να πραγματοποιήσουν αντίστοιχα τις αγοραστικές πράξεις, με αποτέλεσμα να έχουμε άνοδο των τιμών. Αυτό όμως και στις δύο προαναφερθέντες περιπτώσεις, δρα ως ισχυρή ένδειξη μόνο για την αρχή της συνεδρίασης της επόμενης ημέρας, γιατί στην συνέχεια της συνεδρίασης μπορούν να εμφανιστούν εύκολα αντίθετες τάσεις.

4.4. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

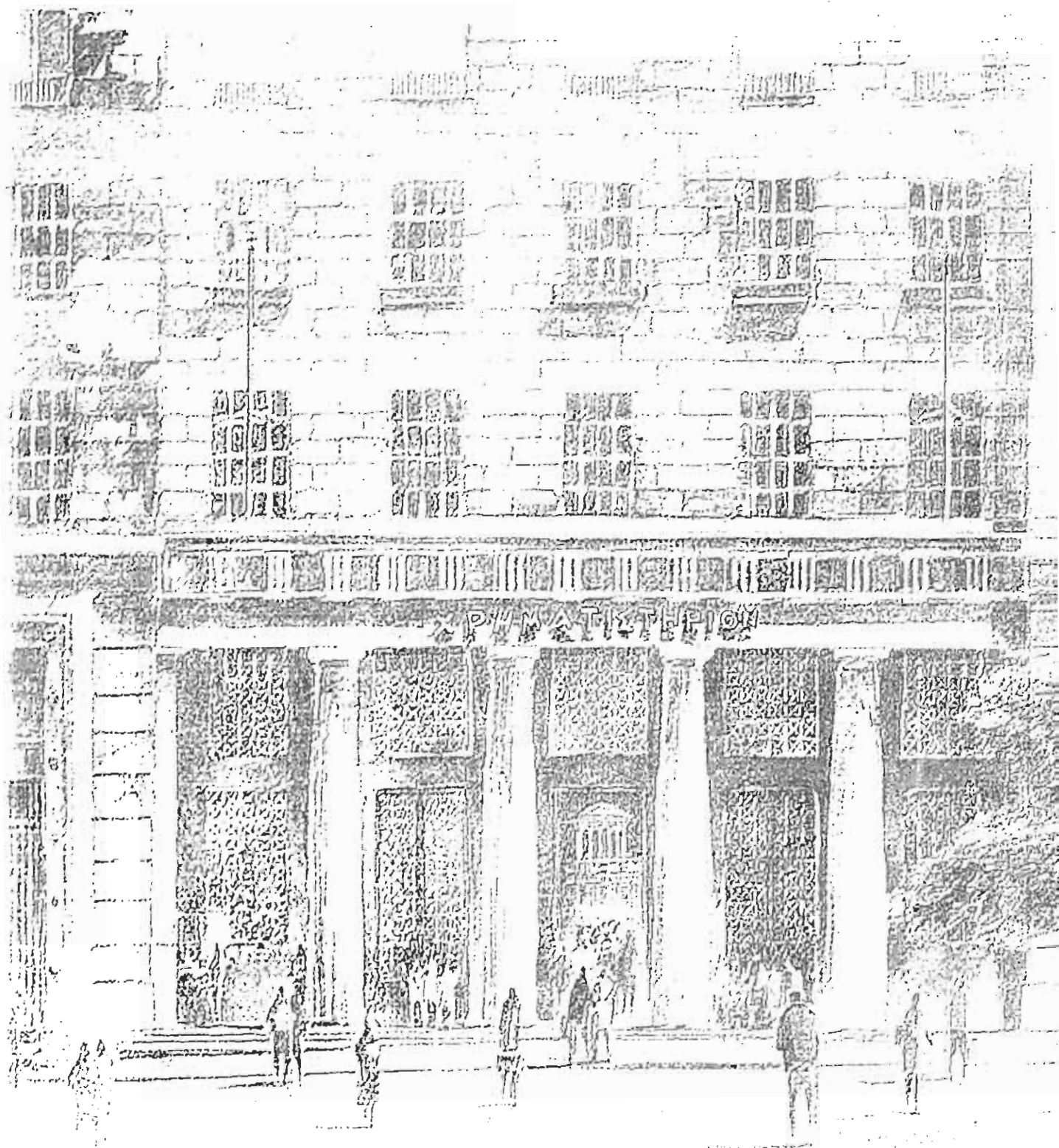
Μέχρι σήμερα (Οκτώβριος 1992), το μέρος από τις μετοχές φορολογούνταν για πάνω του ποσού των 50.000 δραχμών εαν ειχες μετοχές μιας μονο εταιρίας, δηλαδή ως και 50.000 δρχ. ήταν αφορολόγητο. Εάν κατέχεις μετοχές πολλών εταιριών το αφορολόγητο που ισχύει είναι ως και 250.000 δρχ. μέρος συνολικά από όλες τις μετοχές. Μεγαλύτερο πασό φορολογείται. Είναι όμως πιθανόν να καταργηθεί παντελώς η φορολόγηση μερισμάτων με το νέο φορολογικό νομοσχέδιο που είναι έτοιμο να ψηφισθεί.

Όσον αφορά τα κέρδη που προκύπτουν από την αγορά και πώληση μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι αφορολόγητα, σε αντίθεση με τα περισσότερα ξένα χρηματιστήρια όπου φορολογούνται, πράγμα λογικό αφού σε περίπτωση κερδών υπάρχει κάποιο εισόδημα θα πρέπει λοιπόν να φορολογηθεί όπως συμβαίνει με όλα τα άλλα εισοδήματα. Όμως η μη φορολόγηση αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για επενδύσεις.

Τέλος αν θέλουμε να μεταβιβάσουμε τις μετοχές μας, πάλι δεν πληρώνουμε τίποτα γιατί δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης.

Βλέπουμε ότι ουσιαστικά - και πραγματικά εάν τελικά καταργηθεί η φορολογία των μερισμάτων - οι επενδύσεις σε μετοχές είναι αφορολόγητες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5
ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ



5.1. ΟΡΙΣΜΟΣ - ΓΕΝΙΚΑ

Όταν στις 20 Μαρτίου 1868 στις σελίδες των TIMES του Λονδίνου έκανε την εμφάνισή του το prospectus του πρώτου Αμοιβαίου Κεφαλαίου με την ονομασία: The Foreign and Colonial Government Trust, με έδρα το City, κανείς δεν μπορούσε να φανταστεί ότι ένας θεσμός δυναμικός, έξυπνος και αποτελεσματικός είχε δημιουργηθεί, ένας θεσμός που θα πρόσφερε μεγάλες υπηρεσίες στην ανάπτυξη των δυτικών οικονομιών.

Όπως αποδείχθη από την εξάπλωση που είχαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια σε ολόκληρο τον κόσμο, το επενδυτικό κοινό τα αποδέχθηκε σαν μέσο ασφαλούς και υψηλής απόδοσης των αποταμιεύσεών του, ενώ οι κυβερνήσεις παρότρυναν την δημιουργία τους σαν όργανο ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και αναγκαίο παράγοντα για την ανάπτυξη των εθνικών οικονομιών.

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ) είναι μια περιουσία που σχηματίζεται από καταθέσεις πολλών αποταμιευτών. Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται για λογαριασμό των επί μέρους αποταμιευτών σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους και έτσι δημιουργείται το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ. Σκοπός του είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης με παράλληλη ελαχιστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων λόγω της διασποράς του χαρτοφυλακίου. Το Α/Κ διαιρείται σε μερίδια που έχουν την ίδια τιμή και αυτοί που επενδύουν σε αυτά, ονομάζονται μεριδιούχοι. Το Α/Κ ανήκει εξ αδιαιρέτου σε όλους τους μεριδιούχους ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει ο καθένας. Το ενεργητικό του Α/Κ (δηλαδή το σύνολο των συγκεντρωμένων κεφαλαίων του, η περιουσία του) αποτελείται από μετοχές, άλλα χρεόγραφα σταθερού και μεταβλητού εισοδήματος, καταθέσεις και μετρητά, όπως ορίζει το Ν.Δ. 608/70 που διέπει τη λειτουργία των Α/Κ. Πρέπει να τονίσουμε ότι το Α/Κ δεν αποτελεί το ίδιο, νομικό πρόσωπο.

Το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ το διαχειρίζεται ειδική ανώνυμη εταιρία (που αυτή αποτελεί βέβαια νομικό πρόσωπο) που έχει ως αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση αυτού. Αυτές οι εταιρίες είναι γνωστές ως Εταιρίες Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων Α.Ε. Η εταιρία διαχείρισης Α/Κ εκπροσωπεί δικαστικώς και εξωδίκως του μεριδιούχου του Α/Κ σε ότι αφορά τη διαχείριση του Α/Κ και τα δικαιώματά τους στο ενεργητικό του. Άδεια για ίδρυση εταιρίας διαχείρισης Α/Κ χορηγείται από τους υπουργούς εθνικής οικονομίας και οικονομικών, μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και με τον όρο ότι μέσα σε τρεις μήνες από την χορήγηση της άδειας, θα κατατεθεί το ενεργητικό του Α/Κ στον θεματοφύλακα. Μια εταιρία διαχείρισης Α/Κ μπορεί να διαχειρίζεται περισσότερα από ένα Α/Κ.

Θεματοφύλακας είναι μια τράπεζα που αναλαμβάνει την φύλαξη του ενεργητικού του Α/Κ, εκτελεί τις εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων για λογαριασμό του Α/Κ σύμφωνα με τις οδηγίες της εταιρίας διαχείρισης, εκτελεί καθήκοντα ταμια του Α/Κ και ελέγχει και παρακολουθεί τις δραστηριότητες της εταιρίας διαχείρισης. Επίσης συνυπογράφει τον τίτλο μεριδίων, καθώς και την τριμηνιαία κατάσταση χαρτοφυλακίου του Α/Κ.

Ο μεριδιούχος καλείται έτσι επειδή έχει μερίδια του Α/Κ. Τα μερίδια είναι τίτλοι που εκδίδονται σαν απόδειξη συμμετοχής στο Α/Κ. Οι τίτλοι μεριδίων μπορεί να εκδίδονται σε μονούς ή σε πολλαπλάσιους της μονάδας. Πάνω στον τίτλο αναγράφονται τα στοιχεία του κατόχου, η ονομασία του Α/Κ και τα στοιχεία της εταιρίας διαχείρισης. Τα μερίδια μπορούν να ανήκουν από κοινού σε πολλά πρόσωπα, δηλαδή να είναι συμμετοχοί πολλά άτομα σε έναν τίτλο, όπως δύο σύζυγοι μαζί, μια ολόκληρη οικογένεια, κ.λ.π., φτάνει να δηλωθεί από την αρχή εγγράφως.

Το Α/Κ διέπεται από έναν Κανονισμό, που είναι αντίστοιχο του καταστατικού των ανωνύμων εταιριών. Ο κανονισμός περιλαμβάνει όλες τις διατάξεις που ρυθμίζουν την λειτουργία του Α/Κ. Για την έγκριση του κανονισμού απαιτούνται ειδικές άδειες από

τους υπουργούς εθνικής οικονομίας και οικονομικών μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Ο κάθε επενδυτής πριν συμμετάσχει αγοράζοντας μερίδια στο Α/Κ πρέπει να ενημερωθεί για τον κανονισμό. Ο κανονισμός τροποποιείται με κοινή απόφαση της εταιρίας διαχείρισης και του θεματοφύλακα και μετά από άδεια των υπουργών εθνικής οικονομίας και οικονομικών, μετά από σχετική εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι μεριδιούχοι θεωρείται ότι αποδέχονται την τροποποίηση αν μέσα σε τρεις μήνες δεν υποβάλλουν αίτηση εξαγοράς των μεριδίων.

Οι φορείς λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι τρεις: η Εταιρία Διαχείρισης, οι μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας. Τις μεταξύ τους σχέσεις ρυθμίζει ο κανονισμός.

Στην χώρα μας ο θεσμός των Α/Κ εισήχθη μόλις το 1970 με το Ν.Δ. 608/70 και οι πρωτοπόροι στην εφαρμογή του ήταν η Διεθνική Εταιρία Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων που ανήκει στο συγκρότημα της Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος και ιδρύθηκε το 1972, καθώς και η Ελληνική Εταιρία Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων που ανήκει στο συγκρότημα της Εμπορικής Τραπέζης. Και οι δυο αυτές εταιρίες ίδρυσαν το 1973 το Α/Κ "ΔΗΛΟΣ" (Διεθνικής Α.Ε.Δ.Α.Κ) και το Α/Κ "ΕΡΜΗΣ" (Ελληνικής Α.Ε.Δ.Α.Κ).

Χάρη στη συνετή πολιτική που ακολουθήθηκε από τα αμοιβαία κεφάλαια όλα αυτά τα χρόνια και παρά το άγονο περιβάλλον στο οποίο πρωτοεμφανίστηκαν και τον υποβαθμισμένο ρόλο που είχε η κεφαλαιαγορά στην χώρα μας, ο θεσμός εδραιώθηκε, αναπτύχθηκε και έγινε αξιόπιστος στο επενδυτικό κοινό.

Τα Α/Κ αποτελούν μια εναλλακτική μορφή τοποθέτησης κεφαλαίων που συνδυάζουν την αποταμίευση, την επένδυση και το κέρδος, αφού με απλές χρηματικές καταθέσεις μικροεπενδυτών σχηματίζονται διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια ελληνικών και αλλοδαπών χρεογράφων με στόχο την εξασφάλιση κερδών τόσο από τις επιτυγχανόμενες αποδόσεις (εισόδημα) όσο και από τις ανατιμήσεις (υπεραξία) των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Η ασφάλεια που παρέχουν τα Α/Κ οφείλεται στο γεγονός ότι διαθέτουν τις απαραίτητες εγγυήσεις για την χάραξη ενός σωστού επενδυτικού προσανατολισμού που στοχεύει στην πραγματοποίηση θετικών αποτελεσμάτων από τις αγοραπωλησίες αξιογράφων του εσωτερικού και εξωτερικού.

Αναλυτικότερα στην κατηγορία των παραγόντων που συμβάλλουν καθοριστικά στην εξασφάλιση σίγουρων και αποδοτικών επενδύσεων θα πρέπει να αναφερθούν:

1. Η διαφοροποίηση και διασπορά των χαρτοφυλακίων σε αυστηρά επιλεγμένες μετοχικές αξίες του εσωτερικού και εξωτερικού εξασφαλίζουν τον ελιμερισμό του κινδύνου, ελαχιστοποιώντας την πιθανότητα αποτυχίας που ενέχει κάθε μεμονωμένη χρηματική επένδυση. Το μετοχικό κεφάλαιο των Α/Κ υπόκειται σε περιορισμούς, βασική επεδίωξη των οποίων είναι η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών. Συγκεκριμένα υπάρχουν καθορισμένα όρια κινδύνων σύμφωνα με τα οποία δεν επιτρέπεται η επένδυση σε χρεόγραφα μιας εταιρίας να υπερβαίνει το 1/10 της καθαρής αξίας του Α/Κ, ενώ η επένδυση σε κρατικά χρεόγραφα δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερη από το 1/5 της καθαρής αξίας του Α/Κ.

2. Η πραγματοποίηση επενδύσεων με βάση συγκεκριμένα επενδυτικά σχέδια που καθορίζονται μετά από αναλυτική μελέτη, εκτίμηση και πρόβλεψη των εκάστοτε συνθηκών για την εγχώρια και διεθνή οικονομία, τόσο από μικροοικονομική όσο και από μακροοικονομική σκοπιά, καθώς επίσης και οι συνεχιζόμενες επανεκτιμήσεις των δεδομένων κάθε επένδυσης, αποτελούν βασικούς συντελεστές ασφάλειας και σιγουριάς για τις τοποθετήσεις των επενδυτών. Χαρακτηριστικά, όσον αφορά το Α/Κ ΔΗΛΟΣ, στο πρώτο εννιάμηνο του 1987 η καθαρή τιμή του μεριδίου σημείωσε άνοδο ύψους 107% περίπου, αφού από 665,5 δραχμές την 01/01/87 έφτασε στις 1375 δραχμές στις 30/09/87, ενώ μετά το κραχ του Οκτωβρίου τα κέρδη των μεριδίων μειώθηκαν μόλις κατά 3,6% περίπου, όταν

στο ίδιο χρονικό διάστημα ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών σημείωσε πολύ μεγαλύτερη και απότομη πτώση.

5.2. ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σύμφωνα με όσα ορίζει το Ν.Δ. 608/70 το ενεργητικό του Α/Κ μπορεί να επενδυθεί αποκλειστικά σε:

α. Χρεόγραφα

1. Μετοχές και ομολογίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, στην κύρια και στην παράλληλη αγορά.
2. Μετοχές εσωτερικού μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, μέχρι το 20% της αξίας του ενεργητικού του Α/Κ.
3. Μετοχές και ομολογίες εισηγμένες σε ξένα χρηματιστήρια, καθώς και μερίδια αλλοδαπών Α/Κ, μέχρι 20% του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ.
4. Εντοκα γραμμάτια και ομόλογα του ελληνικού δημοσίου.
5. Τραπεζικά ομόλογα.

β. Καταθέσεις

1. Εντοκες καταθέσεις όψεως.
2. Προθεσμιακές τραπεζικές καταθέσεις.
3. Πιστοποιητικά τραπεζικών καταθέσεων (Certificate of Deposits - CDs).
4. Καταθέσεις 7 - 90 ημερών.

Οι επενδύσεις σε όλες αυτές τις παραπάνω κατηγορίες της παραγράφου α, υπόκεινται σε περιορισμούς, όσον αφορά την κατανομή των κεφαλαίων του Α/Κ, που αποσκοπούν στην προστασία του μεριδιούχου από τυχόν υπερβολές στην επενδυτική πολιτική της εταιρίας διαχείρισης.

Η διασπορά των επενδύσεων του Α/Κ, του προσδίδει μια αυξημένη αντοχή σε περιόδους κάμψης των χρηματιστηριακών αξιών, ενώ ταυτόχρονα, η δυνατότητα επενδύσεων σε ξένα χρηματιστήρια, παρέχει στους μεριδιούχους μια αυξημένη προστασία από τυχόν διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και ιδιαίτερα από υποτίμηση της δραχμής ως προς τα σκληρά νομίσματα, όπως το δολάριο, το μάρκο, η στερλίνα, κ.λ.π., όπως επίσης και από τυχόν αρνητική πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

5.3. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ - ΤΙΜΕΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ

Τα Α/Κ ονομάζονται και ανοιχτά κεφάλαια (open-ended funds) διότι το ενεργητικό τους είναι μεταβλητό. Το μεταβλητό αυτό ενεργητικό χωρίζεται όπως είπαμε σε μερίδια των οποίων τόσο ο αριθμός τους, λόγω των αγορών και ρευστοποιήσεων, όσο και οι τιμές τους, λόγω των καθημερινών μεταβολών στις αξίες των χρεογράφων, μεταβάλλονται συνέχεια. Έτσι ενώ το μερίδιο αυτό καθαυτό δεν είναι εισηγμένο στο χρηματιστήριο και επομένως η τιμή του δεν είναι διαπραγματεύσιμη σύμφωνα με τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης, η αξία του επηρεάζεται έμμεσα από τις διακυμάνσεις των χρεογράφων που το απαρτίζουν, τα οποία διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.

Το Α/Κ, δηλαδή, είναι σύνολο ενεργητικού διαιρεμένο σε ισόποσα μερίδια η αξία των οποίων ισούται με το πηλίκον του καθαρού ενεργητικού δια του αριθμού των μεριδίων σε κυκλοφορία. Έτσι βρίσκουμε την καθαρή τιμή του μεριδίου. Να σημειώσουμε ότι λέγοντας καθαρό ενεργητικό, εννοούμε το ενεργητικό όπως διαμορφώνεται κάθε μέρα, και ακριβώς επειδή διαμορφώνεται κάθε μέρα, αλλάζει και η καθαρή τιμή μεριδίου καθημερινά.

Όσον αφορά τις τιμές μεριδίων ισχύουν τα εξής:

Έχουμε όπως είπαμε την καθαρή τιμή μεριδίου. Όταν κάποιος θέλει να αγοράσει ορισμένους τίτλους Α/Κ, πληρώνει για κάθε μερίδιο μια τιμή που είναι αυξημένη από 1 ως και 5% σε σχέση με την καθαρή τιμή του μεριδίου. Αυτή λέγεται Τιμή Διάθεσης μεριδίου, αφού σε αυτή την τιμή διαθέτουν από τις εταιρίες διαχείρισεως Α/Κ και των τραπεζών ή ασφαλιστικών εταιριών που συνεργάζονται, τα μερίδια στους επενδυτές. Συνήθιστα όμως, η προσαύξηση της τιμής διάθεσης σε σχέση με την καθαρή τιμή είναι της τάξεως του 4 και 5% , ενώ ελάχιστες φορές είναι 1 ή 2% .

Οι νέοι μεριδιούχοι εξισώνονται αμέσως με τους παλαιούς αφού η τιμή που αγοράζουν τα μερίδια αντιπροσωπεύει και τα κέρδη που έχουν επιτευχθεί ως την στιγμή εκείνη από την διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ο μεριδιούχος έχει την δυνατότητα να ρευστοποιήσει τα κέρδη του (εφόσον βέβαια η τιμή του μεριδίου έχει αυξηθεί κατά την διάρκεια της κατοχής μεριδίων από αυτόν), ή να πουλήσει τα μερίδια του ανεξάρτητα του εάν έχουν επιτευχθεί κέρδη, σε τιμή η οποία λέγεται Τιμή Εξαγοράς μεριδίου διότι σε αυτή την τιμή η εταιρία διαχείρισης, ή τράπεζα ή ασφαλιστική εταιρία που συνεργάζονται εξαγοράζει τα μερίδια από τον μέχρι τότε κάτοχό τους. Η τιμή εξαγοράς για λόγους προμήθειας είναι μικρότερη κατά 1% από την τρέχουσα καθαρή τιμή του μεριδίου. Λίγες φορές όμως, η τιμή εξαγοράς είναι ίση με την καθαρή τιμή μεριδίου, όπως π.χ. συμβαίνει με τα μερίδια των δύο Α/Κ της ΧΙΟΣBANK, του ΧΙΟΣINVEST (ECU) και του ΧΙΟΣINVEST (δραχμές).

Από την στιγμή που κάποιος δώσει στην εταιρία διαχείρισεως τα μερίδιά του για εξαγορά, η τελευταία είναι υποχρεωμένη να προβεί στην ρευστοποίηση εντός πέντε ημερών. Δηλαδή, το πολύ μέσα σε πέντε ημέρες ο επενδυτής έχει τα χρήματά του, δεν υπάρχει περίπτωση να μείνουν απούλητα, να μην τα δεχθεί η εταιρία.

Παρατηρούμε ότι οι επενδυτές για να αγοράσουν ή να πωλήσουν τίτλους Α/Κ απευθύνονται μόνο στις εταιρίες διαχείρισεως, στις τράπεζες ή στις ασφαλιστικές εταιρίες με τις οποίες συνεργάζονται. Μόνο διαμέσω αυτών των φορέων μπορούν να κάνουν συναλλαγές με μερίδια Α/Κ. Οι φορείς αυτοί αποκλειστικά διαθέτουν και εξαγοράζουν τα μερίδια και όχι χρηματιστές ή οτιδήποτε άλλο.

Οι μεταβαλλόμενες τιμές του ενεργητικού, της καθαρής τιμής μεριδίου, της τιμής διάθεσης και εξαγοράς γνωστοποιούνται κάθε μέρα από τις εταιρίες διαχείρισης και

δημοσιεύονται στον ημερήσιο τύπο, στις οικονομικές σελίδες. Έτσι μπορεί να ενημερώνεται το επενδυτικό κοινό.

5.4. ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (FUNDS)

Τα Α/Κ έχοντας στόχο την αύξηση της απόδοσης με ταυτόχρονη μείωση του κινδύνου διαφοροποιούνται έντονα για να τον επιτεύξουν όσο καλύτερα γίνεται. Ανάλογα την στρατηγική που έχουν επιλέξει οι εταιρίες διαχείρισης για να πλησιάσουν τους στόχους τους, προβαίνουν σε επενδύσεις μεγαλύτερων ποσοστών του ενεργητικού τους σε μετοχές ή ομολογίες. Αν επενδύουν περισσότερο σε μετοχές είναι μεγαλύτερο το ρίσκο, είναι όμως μεγαλύτερη και η πιθανότητα της επίτευξης μεγάλων αποδόσεων. Αν επενδύουν περισσότερο σε ομολογιακά δάνεια τότε το ρίσκο είναι πολύ μικρότερο όπως όμως και οι επιτυγχανόμενες αποδόσεις.

Μπορούμε λοιπόν να τα χωρίσουμε στις εξής βασικές κατηγορίες:

1. Αναπτυξιακά Α/Κ (GROWTH FUNDS). Το ενεργητικό σε αυτά επενδύεται κυρίως σε μετοχές με πιθανότητα επίτευξης μεγάλων θετικών ή αρνητικών αποδόσεων.
2. Μικτά Α/Κ (INCOME & GROWTH FUNDS ή MIXED FUNDS). Το ενεργητικό σε αυτά επενδύεται με κάποια αναλογία σε μετοχικούς και σταθερούς τίτλους. Το ρίσκο είναι μικρότερο από αυτό των GROWTH FUNDS, το ίδιο όμως και οι αποδόσεις.
3. Επιλεγμένων Αξιών Α/Κ (BLUE CHIPS FUNDS). Το ενεργητικό σε αυτά επενδύεται στο μεγαλύτερο μέρος του σε μετοχές, π.χ. 80% , και συνήθως μετοχές των μεγαλύτερων και γνωστότερων επιχειρήσεων. Ομοιάζουν με τα GROWTH FUNDS αν και θεωρούνται λίγο πιο ασφαλή αφού οι μετοχές των μεγαλύτερων επιχειρήσεων συνήθως έχουν υψηλή τιμή και όχι μεγάλες αυξομειώσεις.
4. Σταθερού Εισοδήματος Α/Κ (GILT & FIXED INTEREST FUNDS). Σε αυτά, το ενεργητικό επενδύεται σε χρεόγραφα μεγάλης ασφάλειας, όπως ομολογίες, οπότε έχουμε ελάχιστο ρίσκο αλλά και σχετικά μικρές, αν και αρκετά καλές σε μακροπρόθεσμη βάση, αποδόσεις.
5. Διεθνών Αξιών Αναπτυξιακά Α/Κ (INTERNATIONAL EQUITY GROWTH FUNDS). Σε αυτά το ενεργητικό επενδύεται στον διεθνή χώρο κυρίως σε μετοχές. Το ρίσκο είναι σχετικά μεγάλο αλλά όχι πολύ αφού η περιουσία του είναι κατανεμημένη σε πολλές χώρες με αποτέλεσμα να μην επηρεάζεται πολύ από μια χώρα που μπορεί να πλήττεται από μεγάλη οικονομική ύφεση.
6. Διεθνών Αξιών Σταθερού Εισοδήματος Α/Κ (INTERNATIONAL FIXED INTEREST FUNDS). Σε αυτά το ενεργητικό επενδύεται σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και κατανέμεται στον διεθνή χώρο, πράγμα που του δίνει την μεγαλύτερη δυνατή σιγουριά με μέτριες αποδόσεις.
7. Χρηματαγορών Α/Κ (MONEY MARKET/CASH FUNDS). Σε αυτά, το ενεργητικό επενδύεται αποκλειστικά σε προϊόντα της χρηματαγοράς, πράγμα που συνεπάγεται σχεδόν ανυπαρξία κινδύνου, συνδυασμένη όμως με σχετικά χαμηλές αποδόσεις.

8. Ομολογιών Α/Κ (BONDS FUNDS). Το ενεργητικό σε αυτά επενδύεται μόνο σε ομολογίες, έχει μέτριες αποδόσεις και πολύ μικρό ρίσκο.
9. Ειδικά Α/Κ (SPECIAL FUNDS). Όπως π.χ. ένα GREEN FUND που επενδύει σε επιχειρήσεις, των οποίων τα προϊόντα αποσκοπούν στην προστασία του περιβάλλοντος.
10. Χρηματιστηριακού Δείκτη Α/Κ (INDEX FUNDS). Αυτά τα Α/Κ επενδύουν αποκλειστικά στις μετοχές που απαρτίζουν κάποιο δείκτη, γενικό ή ειδικό, ενός χρηματιστηρίου, με συνέπεια η απόδοσή τους να είναι παρόμοια με εκείνη του δείκτη.
11. Ακινήτων Αξιών Α/Κ (PROPERTY FUNDS). Αυτά τα Α/Κ επενδύουν αποκλειστικά σε ακίνητες αξίες όπως π.χ.: σε οικόπεδα, κτίρια, κ.λ.π.
12. Εγχωρίων Χρεογράφων Α/Κ (DOMESTIC SECURITIES FUNDS). Αυτά τα Α/Κ επενδύουν στο εσωτερικό μιας μόνο χώρας και αναφέρονται συνήθως με το όνομα της χώρας, π.χ. FRENCH EQUITY FUND, δηλαδή Α/Κ που επενδύει σε γαλλικές κοινές μετοχές.
13. Ομπρέλλα Α/Κ (UMBRELLA FUNDS). Σε αυτά η λέξη ομπρέλλα έχει μεταφορική έννοια, που σημαίνει κάλυψη, προστασία που επιτυγχάνεται με το να επενδύεται το ενεργητικό ενός umbrella fund αποκλειστικά σε μερίδια άλλων Α/Κ. Έτσι επιτυγχάνεται μια έμμεση συμμετοχή σε πολλά Α/Κ, πράγμα που παρέχει μεγάλη ασφάλεια λόγω της διασποράς.

Αυτές είναι λοιπόν οι βασικότερες κατηγορίες των Α/Κ. Ορισμένοι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να διακινδυνεύσουν περισσότερο προκειμένου να πετύχουν μια υψηλότερη απόδοση. Άλλοι προτιμούν τη μεγάλη ασφάλεια με μικρότερη απόδοση. Άλλοι τέλος, βρίσκονται σε μια ενδιάμεση κατάσταση. Ανάλογα λοιπόν με τις προτιμήσεις του, ο κάθε επενδυτής διαλέγει το Αμοιβαίο που του ταιριάζει.

Στην Ελλάδα ο θεσμός δεν έχει αναπτυχθεί τόσο όσο στον υπόλοιπο ανεπτυγμένο κόσμο, παρόλο που έχει παρουσιάσει κάποια σημαντική πρόοδο τα τελευταία χρόνια. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που λειτουργούσαν κατά τα τέλη του Ιουνίου 1992 ήταν τα εξής:

- ΑΛΦΑ σταθερό, διαχείρισης διαθεσίμων, αναπτυξιακό, της ΑΛΦΑ Εταιρίας Διαχειρίσεως Α/Κ, θυγατρική της Τράπεζας Πίστωσης.
- ΑΣΠΙΣ μικτό και εισοδήματος, της ασφαλιστικής εταιρίας ΑΣΙΠΣ.
- ΔΕΛΦΟΙ.
- ΔΗΛΟΣ μικτό, εισοδήματος και επιλεγμένων αξιών, της ΔΙΕΘΝΙΚΗΣ Εταιρίας Διαχειρίσεως Α/Κ, θυγατρική της Εθνικής Τράπεζας.
- ΔΩΡΙΚΗ της Δωρικής Τράπεζας.
- ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ, της ομώνυμης ασφαλιστικής εταιρίας.
- ΕΛΛΗΝΟΒΡΕΤΑΝΙΚΗ, της ομώνυμης ασφαλιστικής εταιρίας.
- GENERALI LIFE, της ομώνυμης ασφαλιστικής εταιρίας.
- ΕΡΜΗΣ, της Ελληνικής Εταιρίας Διαχείρισης Α/Κ, θυγατρικής της Εμπορικής Τράπεζας.
- HELVETIA, της ομώνυμης ασφαλιστικής εταιρίας.
- ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ μικτό και εισοδήματος, της ομώνυμης ασφαλιστικής εταιρίας.
- INTERAMERICAN ελληνικό, δυναμικό, σταθερό, ευρωπαϊκό, της INTERTRUST Εταιρίας Διαχείρισης Α/Κ, θυγατρική της ασφαλιστικής εταιρίας INTERAMERICAN.
- KOSMOS-INVEST, της ασφαλιστικής εταιρίας KOSMOS.
- MAKEDONIA, της Εγνατίας Τράπεζας.
- NATIONALE-NEDERLANDEN, της ομώνυμης ασφαλιστικής εταιρίας.

- SCHWEIZ FUND, της ασφαλιστικής εταιρίας SCHWEIZ.
- XIOSINVEST ECU, δραχμές, της XIOSBANK.

5.5. ΚΕΡΔΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Α/Κ αποδίδουν με δύο βασικούς τρόπους στους μεριδιούχους τους:

1. Από τόκους ή μερίσματα που προέρχονται από τους τίτλους στους οποίους είναι επενδεδυμένο το Α/Κ. Κάτι όπως το μερίσμα των μετοχών, το οποίο συνηθίζεται να λέγεται και αυτό Μέρισμα.
2. Από την άνοδο της αξίας των μεριδίων. Ο μεριδιούχος μπορεί να εισπράξει τα κέρδη του σε μετρητά ή να τα επανεπενδύσει αγοράζοντας και άλλα μερίδια.

Η επένδυση στα Α/Κ είναι πρακτικά αφορολόγητη γιατί οι τόκοι από κρατικά, τραπεζικά χρεόγραφα και καταθέσεις, καθώς και η υπεραξία κεφαλαίου, δεν υπόκεινται σε φορολογία. Υπάρχει ένα αφορολόγητο όριο 200.000 δραχμές από το μερίσμα του Α/Κ ανά μεριδιούχο. Αφορολόγητη είναι επίσης και η μεταβίβαση μεριδίων λόγω θανάτου ή εν ζωή προς του συγγενείς πρώτου και δευτέρου βαθμού (κατευθείαν γραμμή) και μεταξύ συζύγων.

5.6. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σε μερικούς ανθρώπους αρέσει το ρίσκο. Είναι λοιπόν φυσικό να υπάρχουν επενδυτές που προτιμούν τις τοποθετήσεις με αυξημένο κίνδυνο. Αλλωστε κατά κανόνα, μόνο αν αυξήσουμε τον κίνδυνο των επενδύσεών μας, μπορούμε να αυξήσουμε τις πιθανότητες για μεγαλύτερη απόδοση. Στην εποχή μας χρειαζόμαστε υψηλές αποδόσεις μόνο και μόνο για να διατηρήσουμε το επίπεδο διαβίωσής μας. Με ένα υποθετικό επίπεδο πληθωρισμού 15% , οι τιμές διπλασιάζονται κάθε έξι περίπου χρόνια και η αγοραστική δύναμη του εισοδήματός μας πέφτει στο μισό. Από την άλλη μεριά οι υψηλού κινδύνου επενδύσεις, δεν είναι για τον καθένα. Όλοι θα θέλαμε να δούμε τα χρήματά μας να διπλασιάζονται π.χ. μέσα σε ένα μήνα, αλλά πόσοι θα αντέχαμε να τα δούμε να πέφτουν στο μισό μέσα στο ίδιο χρονικό διάστημα;

Κίνδυνοι όμως, υπάρχουν με διάφορες μορφές, σε κάθε είδους επένδυση. Ο λογαριασμός ταμειευτηρίου για παράδειγμα, θεωρείται από τις ασφαλέστερες τοποθετήσεις χρημάτων, μια και μπορεί κανείς να αποσύρει τα κεφάλαιά του, οποιαδήποτε στιγμή θελήσει. Και όμως, οι καταθέτες έχασαν σε αγοραστική δύναμη το 1990 και 1991 μιας και η απόδοσή τους ήταν χαμηλότερη του πληθωρισμού.

Οι αποδόσεις των ομολόγων επίσης παρουσιάζουν κάποια διακύμανση, ανάλογα με την πορεία των επιτοκίων, τον πληθωρισμό και στην περίπτωση ομολόγων με ρήτρα συναλλάγματος, την ισοτιμία της δραχμής. Έχουν όμως ένα σημαντικό μειονέκτημα έναντι των καταθέσεων. Το γεγονός ότι δεν παρέχουν ρευστότητα. Αν ο αγοραστής τους θελήσει τα χρήματά του πριν από την λήξη του ομολόγου, θα χάσει ένα σημαντικό μέρος από τους τόκους ή και μέρος του κεφαλαίου - ειδικά εάν τα επιτόκια έχουν ανεβεί.

Οι επενδύσεις στο χρηματιστήριο είναι αυξημένου κινδύνου. Ο κίνδυνος έγκειται στο ότι, δεν μπορεί κανείς να προβλέψει την απόδοση του κεφαλαίου του μια και οι τιμές των

μετοχών παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο όμως, το χρηματιστήριο παρουσιάζει μακροπρόθεσμα μεγαλύτερη από άλλες επενδύσεις. Δεν έχουμε παρά να παρατηρήσουμε το ύψος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών που με βάση το 100 στα τέλη του 1980 έκλεισε το 1990 στο 932. Σημείωσε δηλαδή αύξηση 832% σε μια δεκαετία, ή μέση ετήσια απόδοση 25% για δέκα έτη.

Για να συνειδητοποιήσουμε όμως τον κίνδυνο των επενδύσεων στο Χρηματιστήριο, πρέπει να παρατηρήσουμε την πορεία του δείκτη κατά την διάρκεια της δεκαετίας. Για ένα μεγάλο μέρος της ο δείκτης ήταν κάτω του 100. Έτσι κάποιος που είχε αγοράσει στα τέλη του 1980, θα έπρεπε να περιμένει το 1987, επτά ολόκληρα χρόνια, για να ξεπεράσει την απόδοση που θα είχε πετύχει εάν αγόραζε ομόλογα.

Το 1990 είδαμε πολλούς ανθρώπους να στρέφονται στο Χρηματιστήριο και να αγοράζουν για πρώτη φορά μετοχές, είτε απευθείας, είτε μέσω των Α/Κ. Οι λόγοι που έσπρωξαν τους επενδυτές σε αυτήν την απόφαση, ήταν πολλοί, όπως οι χαμηλές αποδόσεις καταθέσεων και ομολόγων σε σχέση με τον πληθωρισμό, η μεγάλη ρευστότητα, τα καλά κέρδη των εταιριών και η ελπίδα ότι η νέα τότε κυβέρνηση θα εξυγίαινε τις κρατικές επιχειρήσεις και θα βελτιώνει το επιχειρηματικό κλίμα και τις προσδοκίες για τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

Πόσοι όμως από αυτούς που μαζικά συνέρρευσαν στο Χρηματιστήριο, είχαν σταθμίσει σωστά τους κινδύνους που παρουσιάζουν οι μετοχές και πόσοι είχαν συνηθαιτοποιήσει τις πιθανές συνέπειες της ανάληψης αυτών των κινδύνων;

Από κάποιο σημείο και μετά, πολλοί αγόραζαν μετοχές που οι τιμές τους είχαν σημειώσει μεγάλη άνοδο στο Χρηματιστήριο, περιμένοντας να συνεχιστεί η τάση αυτή και στο μέλλον. Κάτι ανάλογο συνέβη βέβαια και όταν το Χρηματιστήριο άρχισε να πέφτει. Δεν είναι τυχαίο όμως ότι οι μεγαλύτερες πωλήσεις προς το κοινό, μεριδίων Α/Κ εμφανίζονται ακριβώς σε αυτό το υψηλότερο σημείο του δείκτη του Χρηματιστηρίου και οι μεγαλύτερες εξαγορές εμφανίζονται ακριβώς στο χαμηλότερο σημείο. Από τα μεγάλα λάθη που μπορεί να κάνει ένας επενδυτής, είναι να προσπαθεί να προβλέψει το μέλλον βάσει του πρόσφατου παρελλόντος.

Επειδή λοιπόν, όλες οι επενδύσεις έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά αναμενόμενης απόδοσης και ρίσκου, είναι πολύ σημαντικό στον υπολογισμό της απόδοσης μιας επένδυσης να διευκρινίζεται παράλληλα και ο κίνδυνος που παρουσιάζει. Είναι εντελώς διαφορετικό να έχει κανείς απόδοση 20% από ένα ομόλογο με το να έχει 20% από μια μετοχή. Ένα ομόλογο που απέδωσε 20% ήταν μια πολύ καλή επενδυτική επιλογή σε σχέση με μια μετοχή που είχε την ίδια απόδοση.

Τα χαρτοφυλάκια όλων των Α/Κ περιλαμβάνουν όπως έχει εξηγηθεί προηγουμένως, συνδυασμό επενδύσεων σε μετοχές, ομόλογα, καταθέσεις. Εκείνο που διαφέρει μεταξύ τους είναι η αναλογία με την οποία περιέχονται αυτές οι κατηγορίες επενδύσεων. Υπάρχουν δηλαδή Α/Κ που παρουσιάζουν μια ισορροπία μεταξύ σταθερών τίτλων και μετοχών και άλλα που είναι προσανατολισμένα προς μία μόνο κατηγορία επενδύσεων, αγοράζοντας μόνο μετοχές ή μόνο ομόλογα. Και βέβαια, εκείνα που έχουν μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών, παρουσιάζουν κατά κανόνα μεγαλύτερη διακύμανση της τιμής τους, άρα και μεγαλύτερο κίνδυνο. Άρα αυτά με το πιο συντηρητικό χαρτοφυλάκιο έχουν μεγαλύτερη αντοχή σε πτωτικές τάσεις. Θα λέγαμε ότι η στρατηγική των επενδύσεων ενός Α/Κ συνίσταται, αφενός μεν στην δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου που να έχει χαρακτηριστικά ενός δυναμικού πακέτου μετοχών εταιριών - market leaders - που παίζουν πρωτεύοντα ρόλο στην διαμόρφωση των τιμών στο Χρηματιστήριο Αξιών, αφετέρου δε στην τοποθέτηση μεγάλου ποσοστού διαθέσιμων σε τίτλους υψηλής ρευστότητας και μεγάλης απόδοσης. Μια τέτοια σύνθεση χαρτοφυλακίου θα διασφαλίζε μεγάλες σταθερές αποδόσεις και θα προστάτευε αρκετά αποτελεσματικά την τελική αξία των μεριδίων από τυχόν μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών του χρηματιστηρίου. Αυτό που θα πρέπει να τονισθεί είναι ότι δεν πρέπει να στεκομαστέ στην οργάνωση ενός

A/K σύμφωνα με τις ξένες ονομασίες όπως Balanced (αναλογικό), Aggressive (επιθετικό), Deffensive Fund (αμυντικό). Όχι ότι έχουν κάτι κακό, αλλά δεν παύει να είναι σχετικά όχι τόσο δυναμικά όσο θα έπρεπε. Δεν χρειάζονται οι δογματισμοί. Τα A/K πρέπει να είναι ανοιχτά, να ακολουθούνε την τάση της αγοράς και συγχρόνως να είναι και ελαφρώς συντηρητικά, για να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις. Πόσο λογικό είναι επειδή ένα A/K είναι GROWTH στους τύπους, να επιμένει να επενδύει το ενεργητικό του σε μετοχικούς τίτλους σε ποσοστά μεγάλα όπως π.χ. 80% επί του συνόλου (του ενεργητικού) την στιγμή που αναμένεται παρατεταμένη πτώση των τιμών των μετοχικών αξιών;

Στην αξιολόγηση λοιπόν των A/K πέρα από την απόδοσή τους, είναι απαραίτητο να λαμβάνεται υπόψη και κάποιο μέτρο του επενδυτικού κινδύνου τον οποίο εμπεριέχουν. Το μέτρο που χρησιμοποιείται συνήθως, είναι η διακύμανση της τιμής του μεριδίου του A/K. Σημαντικό βοήθημα αξιολόγησης είναι ο δείκτης Sharpe, που δεν είναι παρά το πηλίκον της μέσης ημερησίας απόδοσης αφού έχει αφαιρεθεί η απόδοση των τίτλων σταθερού εισοδήματος, δια της μέσης ημερησίας διακύμανσης. Οι μέσες τιμές που βρίσκουμε για απόδοση και για διακύμανση καλό είναι να αφορούν το ίδιο χρονικό διάστημα. Ο δείκτης συγκρίνει επενδύσεις που έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά απόδοσης/κινδύνου. Έτσι εάν για μια επένδυση ο δείκτης Sharpe είναι μεγαλύτερος από ότι για μία άλλη, σημαίνει ότι η πρώτη είναι καλύτερη, διότι είχε μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου που ανελήφθη. Δηλαδή αν για παράδειγμα έχουμε δύο A/K, το ΚΑΠΑ και το ΛΑΜΔΑ τα οποία έχουν επιτεύξει συνολική ετήσια απόδοση 32,8% και 38,5% αντίστοιχα. Η απόδοση των τίτλων σταθερού εισοδήματος ήταν 12% και 9% αντίστοιχα. Η μέση ημερησία διακύμανση για το ίδιο διάστημα ήταν 1,260% και 1,345% αντίστοιχα. Τότε ο δείκτης Sharpe θα ήταν:

■ ΚΑΠΑ ετήσια συνολική απόδοση 32,8% - 12% απόδοση τίτλων σταθερού εισοδήματος = 20,8%

■ ΛΑΜΔΑ ετήσια συνολική απόδοση 38,5% - 9% απόδοση τίτλων σταθερού εισοδήματος = 29,5%

απόδοση ΚΑΠΑ 20,8% / 360 ημέρες τον χρόνο = 0,058% μέση ημερησία απόδοση

απόδοση ΛΑΜΔΑ 29,5% / 360 ημέρες τον χρόνο = 0,082% μέση ημερησία απόδοση

A/K	μέση ημερησία απόδοση	μέση ημερησία διακύμανση	Sharpe
ΚΑΠΑ	0,058%	1,260%	0,046
ΛΑΜΔΑ	0,082%	1,345%	0,061

>>>> Άρα το A/K ΛΑΜΔΑ με δείκτη Sharpe μεγαλύτερου του A/K ΚΑΠΑ είναι καλύτερο γιατί είχε μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου που ανελήφθη.

Όταν λοιπόν κάποιος αγοράζει ένα A/K, πρέπει να γνωρίζει τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του, για να έχει κάποια ένδειξη του κινδύνου που αναλαμβάνει. Εάν θέλει να πάρει περισσότερο ή λιγότερο ρίσκο από αυτόν ενός A/K με χαρτοφυλάκιο μοιρασμένο ανάμεσα σε μετοχές και ομόλογα, μπορεί να αγοράσει ένα εξειδικευμένο A/K. Το ίδιο μπορεί να κάνει, εάν θέλει να πραγματοποιήσει ο ίδιος την διασπορά του χαρτοφυλακίου του, οπότε δεν έχει παρά να τοποθετήσει τα χρήματά του σε πολλά διαφορετικά A/K, φτιάχνοντας έτσι το δικό του μίγμα επένδυσης σε A/K, ανάλογα με τους στόχους του και τον επενδυτικό κίνδυνο που θέλει να αναλάβει.

Εδώ αξίζει να αναφέρουμε τις απόψεις του Δρ. Νίκου Φίλιππα, λέκτορα του Πανεπιστημίου Πειραιώς, του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής όπως και συμβούλου του Α/Κ της HELVETIA, σχετικά με τα κριτήρια επιλογής των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από τους επενδυτές.

<< Το βασικό κριτήριο επιλογής ενός Α/Κ είναι η προσαρμογή του επενδυτή σε εκείνο το Α/Κ το οποίο ταιριάζει στις επενδυτικές του ανάγκες, τον κίνδυνο δηλαδή που θέλει να αναλάβει.

Είναι προφανές ότι αν ο επενδυτής δεν θέλει να αναλάβει καθόλου κίνδυνο θα διαλέξει μεταξύ των Α/Κ σταθερού εισοδήματος, τα οποία θα του εξασφαλίσουν μια σίγουρη αλλά όχι πολύ μεγάλη απόδοση ενώ αν θέλει υψηλές δυναμικές αποδόσεις θα επιλέξει μεταξύ των δυναμικών Α/Κ των οποίων όμως ο κίνδυνος είναι αυξημένος.

Τέλος θα πρέπει να στραφεί σε Α/Κ μικτού τύπου αν ο κίνδυνος που θέλει να αναλάβει είναι μέτριος.

Όσοι επενδυτές δεν εμπιστεύονται το Χρηματιστήριο των Αθηνών μπορούν να επενδύσουν στα διεθνή Α/Κ με την υπενθύμιση ότι οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών δεν υπάρχουν στις "ώριμες" χρηματιστηριακές αγορές της Ευρώπης. Οι χρηματιστηριακές αυτές αγορές είναι μετρίου κινδύνου και ως εκ τούτου μέτριας απόδοσης.

Ενα άλλο σημαντικό κριτήριο επιλογής Α/Κ είναι η ιστορική του απόδοση για την κατηγορία που ανήκει.

Στις διεθνείς κεφαλαιαγορές η επιλογή των καλύτερων Α/Κ γίνεται με βάση τις ιστορικές τους αποδόσεις για περιόδους ενός, τριών, πέντε ή ακόμα και δέκα ετών.

Στην εγχώρια αγορά επειδή η ιστορία των Α/Κ είναι μικρή, το προηγούμενο κριτήριο δεν μπορεί να εφαρμοσθεί.

Είναι σαφές πάντως ότι η απόδοση μόνο μιας χρονιάς δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως οδηγός για την μελλοντική πορεία του, ιδιαίτερα στην χώρα μας.

Το πρόσφατο παρελθόν είναι εξόχως διδακτικό όπου το ελληνικό Α/Κ της INTERAMERICAN παρουσίασε το 1990 μια εντυπωσιακή ετήσια απόδοση της τάξης του 70% και το επόμενο έτος η ετήσια απόδοσή του ήταν μόλις 3,32% !!!

Επιπρόσθετα είναι πλέον σαφές ότι οι αποδόσεις διαφορετικών Α/Κ δεν είναι συγκρίσιμες στο βαθμό που οι επενδυτές αναλαμβάνουν και ως εκ τούτου εκτίθενται σε διαφορετικό επίπεδο κινδύνου.

Τον τελευταίο καιρό στην ελληνική αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αρχίζουν και δημιουργούνται "οικογένειες" Α/Κ.

Με τον όρο "οικογένεια" εννοούμε μια σειρά Α/Κ που προσφέρει μια σταθερή διαχείριση με σκοπό να καλυφθούν όλες οι διαφορετικές ανάγκες (σχέση απαιτούμενη απόδοση κίνδυνος) των επενδυτών.

Τη στιγμή αυτή την πιο ολοκληρωμένη σειρά "προϊόντων" στον χώρο των Α/Κ προσφέρει η ΑΛΦΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ. με πέντε διαφορετικά Α/Κ (ΑΛΦΑ Διαχειρίσεως Διαθεσίμων, Σταθερό, Αναπτυξιακό, Διεθνές Ομολογιών, Διεθνές Μετοχών).

Στη συνέχεια η Intertrust Α.Ε.Δ.Α.Κ. προσφέρει τέσσερα διαφορετικά Α/Κ (Interamerican Ελληνικό, Δυναμικό, Εισοδήματος και Ευρωπαϊκό), ενώ η Διεθνική Α.Ε.Δ.Α.Κ. προσφέρει στο επενδυτικό κοινό τρία (ΔΗΛΟΣ Μικτό, Εισοδήματος, Blue Chips). Τέλος πολλές εταιρίες διαχείρισης προσφέρουν δυο Αμοιβαία Κεφάλαια.

Να σημειώσουμε ότι οι εταιρίες αυτές προσφέρουν την δυνατότητα μετάβασης από το ένα Α/Κ στο άλλο με χαμηλό κόστος. Το γεγονός αυτό δημιουργεί δυο επιπλέον δυνατότητες στους επενδυτές:

1. Να εκμεταλλευθούν στο έπακρο τις επικρατούσες συνθήκες στην Κεφαλαιαγορά και τη Χρηματαγορά, π.χ. σε μια περίοδο οικονομικής ύφεσης να μεταφέρουν τα χρήματά τους σε Α/Κ σταθερού εισοδήματος και σε μια περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας να μεταφέρουν τα χρήματα αυτά σε δυναμικό Α/Κ.

2. Να επιλέξουν δικούς τους συνδυασμούς του χαρτοφυλακίου τους ώστε να επιτύχουν ακόμα μεγαλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου, π.χ.:

- 30% Σταθερό Α/Κ.
- 30% Αναπτυξιακό Α/Κ.
- 10% Διεθνικό Ομολογιών Α/Κ.
- 30% Διεθνικό Μετοχών Α/Κ.

Με αυτό τον τρόπο τους παρέχεται η δυνατότητα να διαχειρίζονται οι ίδιοι τις επενδύσεις τους, κάτι που για πολλούς επενδυτές είναι ιδιαίτερα σημαντικό.

Άλλα κριτήρια επιλογής Α/Κ είναι: το ύψος της προμήθειας που χρεώνει η εταιρία διαχείρισης, το ποιος διαχειρίζεται την περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, οι μέσες τιμές κτήσης των μετοχών από το Α/Κ καθώς επίσης και το ύψος του λόγου των εξόδων (expense ratio). Ο λόγος των εξόδων είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας του Α/Κ να κρατάει το κόστος χαμηλά. Ο λόγος αυτός προκύπτει από την διαίρεση των ετήσιων εξόδων με το μέσο ετήσιο καθαρό ενεργητικό του Α/Κ και είναι ένα στοιχείο που οι επενδυτές αξίζει να το λάβουν υπόψη τους μιας και επηρεάζει την εξέλιξη της καθαρής τιμής.

Εκτός από τα προαναφερόμενα κριτήρια επιλογής ο υποψήφιος επενδυτής μικτών ή δυναμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων πρέπει να προσέξει τη χρονική στιγμή αγοράς τους (timing).

Η ρήση "αγόρασε χαμηλά" ισχύει σε μεγάλο βαθμό στην επένδυσή μας σε μικτά και περισσότερο σε δυναμικά Α/Κ στο βαθμό που υπάρχει ισχυρή εξάρτηση της πορείας των παραπάνω Α/Κ με αυτή της χρηματιστηριακής αγοράς των Αθηνών.

Ένας από τους βασικούς λόγους που δεν έχει επικρατήσει ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και αντιμετωπίζεται πολλές φορές με καχυποψία είναι ότι ο μεγάλος όγκος των επενδυτών των Α/Κ αγόρασε στην περίοδο που οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών ήταν ιδιαίτερα υψηλές. Αυτό βέβαια είχε αποτέλεσμα όπως και οι καθαρές τιμές των μεριδίων των Α/Κ να είναι υψηλές.

Οι υποψήφιοι λοιπόν αγοραστές μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων πρέπει να σκέφτονται σε μια μακροπρόθεσμη χρονική περίοδο δυο ή τριών ετών, να μην επηρεάζονται από βραχυπρόθεσμα γεγονότα και προχωρούν σε εξαγορές και τέλος να "μπαινουν" στην αγορά όταν δουν ότι οι τιμές των μετοχών πέφτουν (ιδιαίτερη προσοχή σε μια παρατεταμένη χρηματιστηριακή πτώση). > >

5.7. ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΔΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η εταιρία διαχείρισης υποχρεούται να στέλνει ταχυδρομικά κάθε τρίμηνο στους μεριδιούχους την αναλυτική κατάσταση όλων των αξιών και των τίτλων στους οποίους έχει επενδυθεί το Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Πρέπει να παρουσιάζεται όλη η σύνθεση του χαρτοφυλακίου του. Επίσης μπορεί να η εταιρία διαχείρισης να δημοσιεύει αυτή την κατάσταση του χαρτοφυλακίου της συνοπτικά στον τύπο, κυρίως στις οικονομικές εφημερίδες ή στα οικονομικά περιοδικά.

Η ακρίβεια κάθε τέτοιας καταστάσεως βεβαιώνεται στο τέλος κάθε χρήσης από Ορκωτό Λογιστή.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια υποχρεώνονται επίσης να δημοσιεύουν κάθε μέρα στον τύπο τα εξής στοιχεία:

- Αξία καθαρού ενεργητικού
- Αριθμό μεριδίων σε κυκλοφορία
- Καθαρή τιμή μεριδίου
- Τιμή διάθεσης μεριδίων
- Τιμή εξαγοράς μεριδίων

< δίδεται κατάσταση Αμοιβαίων, πηγή: εφημερίδα "ΤΟ ΒΗΜΑ" >

Α ΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΤΙΤΛΟΣ	ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΤΙΜΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	Μερίδιος από 1-1-93	Μερίδιος από προηγ. -94/95
ΜΙΚΤΟΥ ΤΥΠΟΥ							
Α Λ Φ Α (αναπτυξ.)	9.846.355.664	8.970.643	1.412,57	1.469,07	1.398,44	28,59%	1,03%
Α Λ Λ Ι Α Ν Σ (μικτο)	467.953.694	400.428	1.168,64	1.227,07	1.156,95	16,86% (4)	0,75%
ΑΙΣΟ - ΕΥΡΩΒΑΝΚ (αναπτυξ.)	738.998.005	321.951	2.295,38	2.410,13	2.272,41	14,77% (3)	1,18%
ΑΙΣΟ - ΕΥΡΩΒΑΝΚ (ευρωπαϊκό)	2.337.758.769	967.726	2.415,72	2.536,51	2.391,57	17,05%	0,86%
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	1.865.619.497	1.663.282	1.121,66	1.177,75	1.110,45	24,42%	1,16%
ΑΤΕ ΑΞΙΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	672.266.690	552.908	1.215,00	1.264,52	1.203,72	10,70% (14)	0,22%
ΒΕΡΓΙΝΑ	894.147.914	767.825	1.164,52	1.211,10	1.152,87	15,45%	0,95%
Δ Ε Λ Φ Ο Ι (μικτο)	2.078.090.874	1.753.022	1.185,43	1.232,85	1.173,58	23,66%	1,25%
Δ Η Λ Ο Σ (μικτο)	27.688.427.327	15.163.690	1.825,73	1.998,78	1.807,47	27,14%	-1,57%
Δ Η Λ Ο Σ (Επικ.Α/λ/ων)	2.824.089.975	2.593.424	1.088,94	1.132,50	1.078,05	37,95%	2,01%
Δ Δ Ρ Ι Κ Η	1.393.518.468	1.166.852	1.194,46	1.242,24	1.182,51	32,25%	2,01%
ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	841.256.711	814.546	1.032,79	1.084,42	1.022,46	31,58%	1,55%
Ε Ρ Μ Η Σ (δυναμικό)	---	---	---	---	---	---	---
Ε Ρ Μ Η Σ (μικτο)	---	---	---	---	---	---	---
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ	1.706.209.163	1.641.305	1.039,54	1.091,52	1.029,15	27,50%	1,14%
GENERALI LIFE	1.155.394.151	962.026	1.201,00	1.261,05	1.188,99	20,85%	1,38%
Η Ε Λ Υ Ε Τ Ι Α (μικτο)	925.862.291	772.001	1.199,30	1.259,27	1.187,31	23,45%	0,44%
INTERAMERICAN (ελληνικό)	23.806.597.037	10.972.867	2.199,59	2.278,07	2.147,89	25,03%	0,94%
INTERAMERICAN (δυναμικό)	5.854.948.480	2.474.085	2.366,51	2.484,84	2.342,84	35,96%	1,44%
INTERNATIONAL	871.716.742	578.678	1.160,78	1.218,82	1.149,17	14,91%	0,30%
Ι Ο Ν Ι Κ Η (μικτο)	1.221.066.925	1.050.420	1.162,46	1.208,95	1.150,83	18,25% (9)	0,95%
Κ Ο Σ Μ Ο Σ - INVEST.	1.361.402.779	1.157.259	1.176,40	1.235,22	1.164,64	18,25%	1,12%
NATION, NEDERLANDEN	3.568.215.303	3.278.562	1.094,85	1.149,17	1.083,50	34,58%	1,60%
ΜΑΚΕΔΟΝΙΑ	513.249.703	452.943	1.133,14	1.189,80	1.121,81	14,88%	0,96%
MILANO - ΕΛΛΗΝΙΚΗ(αναπτυξ.)	---	---	---	---	---	---	---
Ο Λ Υ Μ Π Ι Α (αναπτυξ.)	235.997.338	208.610	1.131,28	1.187,85	1.119,97	13,13% (6)	1,26%
S C H W E I Z FUND	875.194.470	384.280	2.402,53	2.522,65	2.378,50	23,73%	1,79%
ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ							
Α Λ Φ Α (σταθερο)	12.290.355.664	8.881.494	1.383,82	1.431,50	1.399,96	13,78%	0,29%
Α Λ Λ Ι Α Ν Σ (σταθερο)	722.762.187	646.535	1.117,90	1.145,85	1.106,72	11,78% (4)	0,74%
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ (εισοδ/μ.)	4.958.216.412	7.332.923	678,38	693,29	678,38	13,26%	0,44%
ΑΤΕ ΑΞΙΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	1.368.373.763	1.146.835	1.193,37	1.217,03	1.187,20	8,88% (14)	0,38%
Δ Ε Λ Φ Ο Ι (εισοδ/μ.)	6.514.204.052	5.497.647	1.164,91	1.196,76	1.173,06	14,07%	0,41%
Δ Η Λ Ο Σ (εισοδ/μ.)	21.660.463.153	17.577.888	1.232,25	1.244,57	1.218,93	13,49%	0,45%
Σ Ι Τ Ι FUND - INCOME	11.443.773.171	9.850.903	1.101,71	1.164,94	1.144,28	14,49%	0,39%
Ε Ρ Μ Η Σ (εισοδ/μ.)	---	---	---	---	---	---	---
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ (εισοδ/μ.)	1.123.008.605	954.595	1.176,42	1.199,95	1.176,42	13,23%	0,44%
INTERAMERICAN (σταθερο)	59.431.224.819	22.749.302	2.612,44	2.664,69	2.612,44	14,01%	0,46%
INTERNATIONAL LIFE	1.063.069.062	467.042	2.276,17	2.321,89	2.242,03	13,43%	0,38%
Ι Ο Ν Ι Κ Η (εισοδ/μ.)	6.695.081.651	6.274.990	1.066,95	1.088,29	1.058,28	6,70% (8)	0,50%
Κ Ο Σ Μ Ο Σ - INCOME	214.239.098	103.990	2.060,17	2.101,38	1.998,37	3,01% (12)	0,32%
Η Ε Λ Υ Ε Τ Ι Α (εισοδ/μ.)	582.874.854	523.689	1.074,83	1.107,07	1.074,83	7,88% (7)	0,34%
MILANO - ΕΛΛΗΝΙΚΗ (εισοδ/μ.)	---	---	---	---	---	---	---

5.8. Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η συμβολή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έγκειται στα εξής:

- a. Παρέχουν στους επενδυτές μια ενδιαφέρουσα εναλλακτική λύση για την τοποθέτηση των αποταμιεύσεών τους, η οποία παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα:
- απευθύνεται σε επενδυτές κάθε οικονομικής δυνατότητας, ακόμα και για ποσά που δεν επιτρέπουν άλλη μορφή επένδυσης.
 - το μέγεθος του Α/Κ του επιτρέπει να κάνει τοποθέτηση με καλύτερους επενδυτικούς όρους από αυτούς που θα επιτύγχανε ο μεμονομένος επενδυτής και να επιτυγχάνει μέσω της ευρείας διασποράς του χαρτοφυλακίου του, χαμηλότερο επενδυτικό κίνδυνο.
 - η ρευστοποίηση των μεριδίων γίνεται γρήγορα και εύκολα, όποτε το ζητήσει ο μεριδιούχος. Έτσι αποφεύγονται τα προβλήματα ρευστοποίησης που είναι ενδεχόμενο να εμφανιστούν λόγω της περιορισμένης εμπορευσιμότητας ορισμένων τίτλων ή λόγω έλλειψης ρευστότητας στην αγορά.
 - ο επενδυτής εξοικονομεί χρόνο, αφού δεν είναι πλέον απαραίτητο να ασχολείται συνεχώς με την διαχείριση της περιουσίας του (αγορές, πωλήσεις, αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίου). Απαλλάσσεται επίσης από την φύλαξη τίτλων, κάτι που θα ήταν υποχρεωμένος να κάνει αν λειτουργούσε ανεξάρτητα.
 - ο επενδυτής απολαμβάνει σημαντικών φορολογικών απαλλαγών. Συγκεκριμένα τα κέρδη που προκύπτουν από την αύξηση της τιμής του μεριδίου απαλλάσσονται του φόρου, ενώ τα μερίσματα που διανέμονται από το Α/Κ φορολογούνται εν μέρει όταν υπερβούν ένα καθορισμένο όριο.
 - αν ο επενδυτής είναι κάτοικος εξωτερικού ή απλώς έχει συνάλλαγμα, μπορεί να αγοράσει μερίδια με το συνάλλαγμα, ή να εισπράξει σε συνάλλαγμα τα κέρδη του από τα μερίσματα ή την πώληση των μεριδίων και να επανεξαγάγει το συνάλλαγμά του.
 - ο επενδυτής προστατεύεται από την παραπληροφόρηση. Οι πληροφορίες που διαρρέουν από τις επιχειρήσεις συχνά αλλοιώνονται μέχρι να φθάσουν στον επενδυτή. Το πρόβλημα αυτό δεν είναι εύκολο να αντιμετωπισθεί καθώς ούτε οι εταιρίες μπορούν να ελέγχουν τις φήμες ούτε και το κράτος ή το Χρηματιστήριο διαθέτουν μέχρι στιγμής τους αναγκαίους μηχανισμούς για την προστασία και την σωστή πληροφόρηση των επενδυτών. Τα Α/Κ είναι υποχρεωμένα να παρέχουν συνεχή ενημέρωση για την εξέλιξή τους μέσω της καθημερινής ανακοίνωσης δια του τύπου του ύψους του ενεργητικού, αριθμού μεριδίων και τιμής τους, της διανομής τριμηνιαίων ενημερωτικών δελτίων με την αναλυτική σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους, της διανομής πληροφοριακών εντύπων, της έκδοσης ανακοινώσεων, κ.λ.π.
- b. Παρέχουν στις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρίες την δυνατότητα:
- να προσφέρουν νέες υπηρεσίες στους πελάτες τους.
 - να κερδίσουν νέους πελάτες μέσω των υπηρεσιών αυτών.
 - να πραγματοποιήσουν κέρδη.
 - να αποκτήσουν τα στελέχη τους την εμπειρία του επενδυτικού συμβούλου.
- c. Τα Α/Κ παρεμβαίνουν εξισορροπητικά στην χρηματιστηριακή αγορά με αγορές και πωλήσεις αξιογράφων, όταν εμφανίζονται απότομες διακυμάνσεις τιμών, στα πλαίσια μιας σταθερής και μακροχρόνιας πολιτικής, η οποία αποσκοπεί στην προστασία του επενδυτικού κοινού και η οποία υλοποιείται πάντα μέσω της σταθερότητας του Χρηματιστηρίου. Με τον τρόπο αυτό συντελούν στην ανάπτυξη

της κεφαλαιαγοράς, επιτρέποντας έτσι σε πολλές επιχειρήσεις να αντλήσουν από το Χρηματιστήριο φθηνά κεφάλαια, απαραίτητα για την ανάπτυξή τους.

Χάρη στο επαγγελματικό management που διαθέτουν οι εταιρίες διαχείρισης Α/Κ και την εξειδικευμένη εμπειρία στη σύνθεση αποδοτικών χαρτοφυλακίων εξασφαλίζεται η διοχέτευση της ιδιωτικής αποταμίευσης σε επικερδείς και προσοδοφόρες τοποθετήσεις από μακροχρόνια άποψη.

Η σημασία όμως των Α/Κ δεν περιορίζεται μόνο στην ποσοτική μεγέθυνση της αγοράς, αλλά και στην μεταβολή των ποιοτικών χαρακτηριστικών που αφορούν την προέλευση των κεφαλαίων που κατευθύνονται στην κεφαλαιαγορά, αλλά και στις προσδοκίες που έχουν οι κάτοχοί τους για την απόδοση της επενδύσεώς τους.

Ειδικότερα, ο θεσμός των Α/Κ συνετέλεσε στην προσέλκυση νέων επενδυτών με ποικιλία εισοδηματικών δυνατοτήτων και αποταμιευτικών περιθωρίων. Η συχνά επαναλαμβανόμενη γνώμη ότι το Χρηματιστήριο δεν απευθύνεται στο ευρύτερο κοινό παρά μόνο στα υψηλά εισοδήματα, αλλά και η παραδοσιακή αντίληψη που είχε διαμορφώσει ο μέσος επενδυτής για το Χρηματιστήριο κατέρρευσε σε λίγα χρόνια χάρη στην επίτευξη από τα Α/Κ αποδόσεων μεγαλύτερων από αυτές της τραπεζικής κατάθεσης και των τίτλων σταθερής απόδοσης.

5.9. ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Σημαντικές αλλαγές επέρχονται στο καθεστώς των Α/Κ, με στόχο να υπάρξουν περισσότερες εναλλακτικές τοποθετήσεις για το επενδυτικό κοινό, να αυξηθούν στην αγορά ο ανταγωνισμός και οι αποδόσεις και να προστατευθούν οι μικροί επενδυτές από τους "κακούς" πωλητές μεριδίων.

Η θεαματικότερη ρύθμιση που θα περιλαμβάνεται στο σχετικό Προεδρικό Διάταγμα, το οποίο θα προβλέπει την εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την αντίστοιχη κοινοτική για τα αμοιβαία, είναι αυτή που παρέχει την δυνατότητα στα ξένα Α/Κ να διαθέτουν μεριδιά τους στην Ελλάδα, πράγμα που σήμερα δεν επιτρέπεται. Η απελευθέρωση αυτή εκτιμάται ότι θα έχει αλυσιδωτές θετικές επιπτώσεις για το κοινό, αλλά και για την οικονομία. Όμως, ουσιαστικές είναι οι αλλαγές που επιφέρει το εν λόγω νομοθέτημα και για τις πωλήσεις των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Μια από αυτές που μελετώνται τη στιγμή αυτή προβλέπει ότι οι πωλητές μεριδίων (ασφαλιστικοί σύμβουλοι, κ.λπ.) θα εξετάζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για να τους δοθεί η έγκριση πώλησης μεριδίων στο κοινό. Η ρύθμιση αποβλέπει στην προστασία των μικρών επενδυτών από τους "κακούς" πωλητές και ασφαλώς θεωρείται ορθότατη, εν όψει του επερχόμενου ανταγωνισμού. Από την Επιτροπή δεν θα περνούν όλοι, αλλά ο επικεφαλής των ομάδων πώλησης ανά περιοχή, που θα είναι και υπόλογοι για οποιαδήποτε καταγγελία.

Ακόμη, μια σειρά διατάξεων θα θέτει σαφώς αυστηρότερους όρους από τους σημερινούς όσον αφορά την διαφήμιση των ελληνικών, αλλά και των ξένων αμοιβαίων. Έως σήμερα, έχουν παρατηρηθεί πολλά κρούσματα που φθάνουν στα όρια της παραπλάνησης του κοινού και αυτά θα πρέπει να εξαλειφθούν για την εδραίωση του κύρους και την ανάπτυξη του θεσμού.

Το σχετικό προεδρικό διάταγμα βρίσκεται στο στάδιο της κατάρτισης την στιγμή που γραφόταν η εργασία αυτή και αναμένεται να ανακοινωθεί τον Αύγουστο του 1992.

Άλλες διατάξεις θα αφορούν στα "εχέγγυα ήθους" που θεσπίζονται για τους διευθύνοντες την εταιρία διαχείρισης και για τον Θεματοφύλακα του αμοιβαίου, επίσης στην επενδυτική πολιτική που ακολουθούν, δηλαδή έως ποιο ποσοστό θα μπορούν να τοποθετούν κεφάλαια σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, σε άλλα αμοιβαία, σε πιστωτικούς τίτλους, κ.λ.π.

Όσον αφορά την ελεύθερη πλέον εισοδο των ξένων αμοιβαίων στην Ελλάδα επισημαίνονται ότι στο νομοθέτημα θα προβλέπονται μέτρα που θα εξασφαλίζουν για τους μεριδιούχους που βρίσκονται στην Ελλάδα, τις πληρωμές, την εξαγορά των μεριδίων, κ.λ.π.

Η αγορά του μεριδίου μπορεί να γίνεται σε δραχμές, ενώ η επανεισαγωγή της ρευστοποίησης και της απόδοσης θα δραχμοποιείται ή θα παραμένει σε συνάλλαγμα. Αυτό αποτελεί ένα ακόμη συν για τους αποταμιευτές, αν συνδυαστεί και με την επικείμενη απελευθέρωση των καταθέσεων σε συνάλλαγμα.

Τα μερίδια των ξένων Α/Κ θα μπορούν να πωλούνται από τις χρηματιστηριακές εταιρίες και από τα δίκτυα των ασφαλιστικών εταιριών.

Σημειώνεται ότι αυτή τη στιγμή, ένας μεγάλος αριθμός Α/Κ του εξωτερικού, έχει εκδηλώσει ενδιαφέρον για δραστηριοποίηση στην Ελλάδα, πράγμα που έως τώρα, προσκρούει στο υφιστάμενο νομοθετικό κενό.

Όλα αυτά δείχνουν σαφώς ότι θα αυξηθεί σημαντικά ο ανταγωνισμός στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και το πιθανό αποτέλεσμα θα είναι να επιδιωχθούν μεγαλύτερες αποδόσεις, από τη στιγμή μάλιστα που αυτή την περίοδο αποδίδουν πολύ περισσότερο.

Το συμπέρασμα είναι πως με τις νέες κυφορούμενες διατάξεις ευνοείται ιδιαίτερα το επενδυτικό κοινό, στο οποίο και δίνεται η δυνατότητα να επενδύσει σε τίτλους και χρηματιστήρια ξένων αγορών και να αποκομίσει σημαντικά οφέλη από τον ανταγωνισμό.

Αλλά οφέλη προκύπτουν και για το δημόσιο, αφού με εν ισχύ απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος, προβλέπεται η υποχρεωτική επανεισαγωγή του προϊόντος ρευστοποίησης, των αποκτώμενων μερισμάτων και των λοιπών προσόδων, εφόσον αυτά δεν επανεπενδυθούν στο εξωτερικό εντός δεκαπέντε ημερών.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ





6.1. ΓΕΝΙΚΑ

Η τοποθέτηση των αποταμιεύσεων σε χρηματιστηριακούς τίτλους επιτρέπει στους αποταμιευτές να συμμετέχουν στην διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης, πλην όμως απαιτεί εκ μέρους των, ειδικές γνώσεις, συνεχή μελέτη και παρακολούθηση των διακυμάνσεων της οικονομίας και των επιδόσεων των επιχειρήσεων και προϋποθέτει την ανάληψη ορισμένου κινδύνου. Η απόκτηση μετοχών προσφέρει πράγματι ελπίδες πραγματοποίησης υψηλών αποδόσεων, οι οποίες όμως συνοδεύονται από κάποιο κίνδυνο διαψεύσεώς τους, ιδιαίτερα όταν η τοποθέτηση των αποταμιεύσεων περιορίζεται στην απόκτηση μίας ή ενός πολύ μικρού αριθμού μετοχών. Το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των αποταμιευτών δεν διαθέτουν τις ειδικές γνώσεις που απαιτούνται για να επιλέγουν τους τίτλους και να είναι σε θέση να παρακολουθούν τις οικονομικές εξελίξεις και τις επιδόσεις των επιχειρήσεων, αποτελεί παράγοντα που αποθαρρύνει τους αποταμιευτές από το να τοποθετούν τις αποταμιεύσεις τους σε χρηματιστηριακούς τίτλους και σε ένα βαθμό συνεπάγεται επίσης χαμηλότερη ροπή προς αποταμίευση.

Η δυνατότητα συμμετοχής στις εξελίξεις του χρηματιστηρίου και στους καρπούς της οικονομικής μεγενθύσεως παρέχεται στους αποταμιευτές με την δραστηριότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Mutual Funds) για τα οποία αναφερθήκαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο και των εταιριών επενδύσεων (Investment Companies).

Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμος εταιρία με καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο που υπερβαίνει ορισμένο ελάχιστο ποσό και η οποία έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου χρεογράφων. Το μετοχικό της κεφάλαιο είναι διαιρεμένο σε μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Τα έσοδά της προέρχονται κατά κύριο λόγο από την είσπραξη των μερισμάτων και των τόκων των μετοχών και ομολογιών που συνιστούν το χαρτοφυλάκιο και από τα κεφαλαιακά κέρδη που πραγματοποιούνται με τις αγοραπωλησίες τίτλων.

Οι αποταμιευτές αγοράζοντας μετοχές μιας επενδυτικής εταιρίας, γίνονται μέτοχοι αυτής και έχουν δικαίωμα στα κέρδη της, άρα, συμμετέχουν στα αποτελέσματα του χαρτοφυλακίου τίτλων της εταιρίας, το οποίο διαχειρίζονται εξειδικευμένα στελέχη. Τα στελέχη αυτά, που βρίσκονται σε μόνιμη επαφή με τις εταιρίες και τους χρηματοπιστωτικούς και χρηματιστηριακούς τίτλους, παρακολουθούν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων και τις γενικότερες οικονομικές εξελίξεις και γενικώς είναι ικανά να επιλέγουν τους τίτλους που ικανοποιούν τις επιδιώξεις των επενδυτών.

Κατά κανόνα, δεν είναι συνεχώς οι ίδιοι τίτλοι που παρέχουν τις μεγαλύτερες προσδοκίες κερδών. Η λίστα των πλέον αποτελεσματικών τίτλων αλλάζει διαχρονικά. Οι αλλαγές αυτές δεν είναι πλήρως το αποτέλεσμα της τύχης αλλά μπορούν, με μεγαλύτερη ή μικρότερη πιθανότητα, να προβλεφθούν με βάση στατιστικές και τεχνικές αναλύσεις και ύστερα από έρευνα, επεξεργασία και αξιολόγηση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών. Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Χ.) έχουν την ικανότητα να επιλέγουν αποτελεσματικά τους τίτλους που θα αγοράσουν και τους τίτλους που θα πουλήσουν ώστε να επιτυγχάνουν ικανοποίηση των επιδιώξεων των μετόχων τους. Το πλεονέκτημά τους αυτό, οι Ε.Ε.Χ. το μεταβιβάζουν στους μετόχους τους.

Οι Ε.Ε.Χ. παρέχουν στους μετόχους τους και άλλο ένα πολύ σοβαρό και σπουδαίο πλεονέκτημα, τη διαφοροποίηση και τη μείωση του κινδύνου. Είναι προφανές ότι η τοποθέτηση των κεφαλαίων σε μεγαλύτερο αριθμό διαφορετικών τίτλων, δηλαδή τίτλων επιχειρήσεων που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους ή διαφορετικές χώρες συνεπάγεται μείωση του κινδύνου, καθόσον οι οικονομικές, οι τεχνολογικές και οι λοιπές εξελίξεις δεν αφορούν και δεν επηρεάζουν όλους τους κλάδους και όλες τις επιχειρήσεις προς την ίδια κατεύθυνση. Λόγω ελλείψεως μεγάλων κεφαλαίων και επαρκών γνώσεων, ο μεγαλύτερος αριθμός των αποταμιευτών δεν είναι σε θέση να καταρτίσει ένα

διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που να περιλαμβάνει τίτλους με προσδοκίες αρνητικά συσχετιζόμενες έτσι ώστε να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος.

Το γεγονός ότι η αξία μιας μετοχής μιας Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι σχετικώς μικρή, επιτρέπει σε κάθε μικρό αποταμιευτή να την αγοράσει, δηλαδή να αποκτήσει μερίδιο σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, χαρακτηριζόμενο από σχετικώς χαμηλό κίνδυνο. Οι μετοχές των Ε.Ε.Χ. είναι ελκυστικές όχι μόνον για τους μικρούς μετόχους, αλλά αποτελούν επίσης την βάση μεγάλων χαρτοφυλακίων καθόσον παρέχουν ένα πολύτιμο στοιχείο σταθερότητας.

Επιπλέον, οι μετοχές των Ε.Ε.Χ. χαρακτηρίζονται από σχετικώς μεγάλη εμπορευσιμότητα, που σημαίνει ότι οι μέτοχοι εύκολα μπορούν να ρευστοποιήσουν τους τίτλους τους. Παράλληλα, τα έξοδα διαχειρίσεως του χαρτοφυλακίου είναι σχετικώς μικρά. Χάρη στους δεσμούς τους με τις τράπεζες επιτυγχάνουν ορθολογική διαχείριση σε όλα τα επίπεδα.

Εκτός από τα πιο πάνω πλεονεκτήματα - δηλαδή της παροχής και στους μικρούς αποταμιευτές της δυνατότητας συμμετοχής σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που καταρτίστηκε από εξειδικευμένες υπηρεσίες - ο θεσμός των Ε.Ε.Χ. παρέχει επίσης διαφάνεια και ασφάλεια, καθώς επίσης απολαμβάνει ορισμένες φορολογικές απαλλαγές. Η διαφάνεια εξασφαλίζεται, κυρίως, διότι οι Ε.Ε.Χ. είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν ανά τρίμηνο, πίνακα όλων των επενδύσεών τους. Το ελάχιστο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου που πρέπει να έχουν για να είναι οι μετοχές τους διαπραγματεύσιμες στο χρηματιστήριο και οι δεσμεύσεις που επιβάλλει ο νόμος για την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους αποτελούν εγγυήσεις για τους επενδυτές.

Οι Ε.Ε.Χ. αποιελούν λοιπόν, μέσο ενθαρρύνσεως της αποταμιεύσεως. Επιτρέπουν σε ευρύτερα στρώματα του λαού να συμβάλουν στην ικανοποίηση των αυξανόμενων αναγκών σε κεφάλαια, που χρειάζονται για τον εκσυγχρονισμό και την μεγέθυνση της οικονομίας και να συμμετέχουν στους καρπούς της οικονομικής ανάπτυξης. Επιπλέον, η εν λόγω ενθάρρυνση των αποταμιευτών και η συμμετοχή τους στην επενδυτική προσπάθεια έχει και μέγιστη κοινωνική αξία καθόσον κάνει ευρύτερα στρώματα του λαού να ενδιαφέρονται για το μέλλον της οικονομίας.

6.2. ΟΙ ΕΠΙΔΙΩΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι Ε.Ε.Χ. έχουν ως αποστολή να επενδύουν τα κεφάλαια που διαθέτουν και που προέρχονται από τις αρχικές ιδρυτικές εισφορές των μετόχων, από αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου και από δανεισμό, κατά κύριο λόγο σε χρηματιστηριακούς τίτλους (δηλαδή να καταρτίζουν χαρτοφυλάκιο αξιολογώτων) σύμφωνα προς όσα ορίζει ο νόμος. Κατά τις επιλογές τους, κύρια φροντίδα είναι η καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων.

Οι μέτοχοι, αποδεχόμενοι κάποιο κίνδυνο διαψεύσεως των ελπίδων τους, προσδοκούν να επιτύχουν το υψηλότερο δυνατό εισόδημα. Εν τούτοις, οι επιθυμίες και οι επιδιώξεις αυτές διαφέρουν μεταξύ των μετόχων, κυρίως, ως προς την ένταση και το χρονικό ορίζοντα πραγματοποίησής τους. Υπάρχουν μέτοχοι οι οποίοι επιθυμούν υψηλή απόδοση σε σύντομο χρονικό διάστημα, αποδεχόμενοι μάλιστα και υψηλότερο κίνδυνο και άλλοι οι οποίοι επιθυμούν ένα κανονικό, σταθερό εισόδημα, έστω και κάπως χαμηλότερο.

Η ύπαρξη ποικίλων επιδιώξεων εκ μέρους των μετόχων είχε ως συνέπεια τη μεγάλη ανάπτυξη πολλών κατηγοριών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (και Λιμοιβαίων

Κεφαλαίων), που διαφέρουν μεταξύ τους κατά την στρατηγική και πολιτική που εφαρμόζουν ώστε να ικανοποιούν αποτελεσματικά τις επιδιώξεις αντίστοιχων κατηγοριών επενδυτών. Η ανάπτυξη των εν λόγω θεσμών υπήρξε ταχύτερη και πολύ μεγάλη σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες, στην Ευρώπη, στην Αμερική και στην Ιαπωνία.

Οι επιδιώξεις μιας Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου συνίστανται γενικώς στη:

- α. Διανομή στους μετόχους της, υπό μορφή μερίσματος, των μερισμάτων και των τόκων που εισπράττει ως αμοιβή του χαρτοφυλακίου της και των κερδών κεφαλαίων που πραγματοποιεί (τα τελευταία προέρχονται από την πώληση τίτλων και την πραγμάτωση της υπεραξίας, το προϊόν της οποίας δεν επανεπενδύεται).
- β. Αύξηση της τιμής της μετοχής της στην χρηματιστηριακή αγορά (υπεραξία η οποία όμως δεν εισπράττεται αν δεν γίνει εκποίηση τίτλων).

Το άθροισμα του ποσού του μερίσματος που διανέμεται μέσα σε μια χρονική περίοδο και της μεταβολής της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, που σημειώνεται κατά την ίδια περίοδο, εκφραζόμενο ανά μονάδα του επενδυθέντος κεφαλαίου, δηλαδή της αξίας της μετοχής στην αρχή της περιόδου, συνιστά την απόδοση της μετοχής της εταιρίας.

Οι επενδυτές επιθυμούν να γνωρίζουν εκ των προτέρων την απόδοση που μπορούν να προσδοκούν καθώς και τον κίνδυνο που συνδέεται με την πραγματοποίηση της επένδυσης, προκειμένου να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν στις μετοχές δεδομένης Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Γενικώς, δέχονται να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους με υψηλότερο κίνδυνο, υπό την προϋπόθεση όμως ότι μπορούν να προσδοκούν υψηλότερη απόδοση.

Κατά συνέπεια, καθήκον των διαχειριστών των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι να επιδιώκουν να επιτύχουν την μέγιστη δυνατή απόδοση με ορισμένο, εκ των προτέρων αποδεκτό, κίνδυνο.

Είναι προφανές το ενδιαφέρον που παρουσιάζει η αξιολόγηση των επιδόσεων των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, όσον αφορά την ικανοποίηση των επιδιώξεων των μετόχων τους και στην εκπλήρωση της αποστολής τους. Η αξιολόγηση των επιδόσεών τους και η μέτρηση της αποτελεσματικότητάς τους, ενδιαφέρει εξίσου τους διαχειριστές και τους μετόχους.

6.3. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου αισθάνονται γενικώς την ανάγκη να γνωρίζουν την αποτελεσματικότητα των επιλογών τους και της διαχειρίσεώς τους. Θεωρούν την μέτρηση και σύγκριση των αποτελεσμάτων τους αναγκαία όχι μόνον για την αξιολόγηση των επιδόσεων της εταιρίας αλλά και για την επισήμανση των δυνατοτήτων βελτιώσεώς τους. Ως θεσμοί που συλλέγουν την εθνική αποταμίευση και που προβάλλονται ως αποτελεσματικοί διαχειριστές της, υποσχόμενοι οφέλη χάρη στις επαγγελματικές ικανότητές τους, οφείλουν να μετρούν και να γνωστοποιούν στο κοινό τις επιδόσεις τους, δηλαδή να δείχνουν εάν και κατά πόσο η διαχείριση των αποταμιεύσεων που τους εμπιστεύθηκαν οι επενδυτές-αποταμιευτές, εξασφαλίζει το υψηλότερο δυνατό εισόδημα για δεδομένο αποδεκτό κίνδυνο.

Οι διαχειριστές των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου επιθυμούν να γνωρίζουν τις επιδόσεις των αποφάσεών τους, διότι η γνώση αυτή είναι αναγκαία και χρήσιμη για τον προσδιορισμό των ικανοτήτων, των δυνάμεων και αδυναμιών τους και για την βελτίωση της διαχείρισής τους.

Οι αποταμιευτές-επενδυτές επιθυμούν να μπορούν να συγκρίνουν τα αποτελέσματα των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και να μπορούν να αξιολογούν τις επιδόσεις και ικανότητες εκάστης.

Κάτι που γίνεται ανέκαθεν από κάθε βιομηχανική και εμπορική επιχείρηση, γίνεται τώρα και από τις Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Ο ανταγωνισμός που θα αναπτυχθεί και στην χώρα μας στο άμεσο μέλλον, μεταξύ των εν λόγω εταιριών, θα αποτελέσει πρόσθετο παράγοντα βελτίωσης της διαχείρισης και προβολής των αποτελεσμάτων τους.

Το κριτήριο αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας πρέπει να εκφράζεται ως συνάρτηση των δύο κυρίως επιδιώξεων, της υψηλής απόδοσης και του χαμηλού κινδύνου. Οι διαχειριστές πρέπει να κρίνονται από το κατά πόσο επιτυγχάνουν την υψηλότερη δυνατή απόδοση ανά μονάδα αναλαμβανομένου κινδύνου. Προφανώς, η αξιολόγηση αυτή πρέπει καταρχήν να βασίζεται μόνο στα στοιχεία που οι διαχειριστές μπορούν να ελέγχουν διότι, ιδιαίτερα στον τομέα της διαχείρισης κινητών αξιών, τα αποτελέσματα ενός χαρτοφυλακίου επηρεάζονται από παράγοντες που δεν ελέγχονται πάντα από τους διαχειριστές (όπως π.χ. οι γενικές χρηματιστηριακές διακυμάνσεις).

Δεδομένου ότι οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου δεν εκφράζουν ρητώς εκ των προτέρων, ποσοτικώς και ποιοτικώς τους σκοπούς τους (δηλαδή την επιθυμητή απόδοση, τον αποδεκτό κίνδυνο και τον χρονικό ορίζοντα εντός του οποίου επιθυμούν την πραγμάτωσή τους), δεν είναι δυνατόν να κριθούν απόλυτα εάν και κατά πόσο επέτυχαν τους θεθέντες στόχους. Κάτα ανάγκη λοιπόν, η μέτρηση της αποτελεσματικότητας και η αξιολόγηση κάθε εταιρίας είναι σχετική. Τούτο σημαίνει ότι δεν μπορεί παρά να βασίζεται στη σύγκριση της μέσης απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου, που δεδομένη εταιρία εξασφάλισε στον επενδυτή, εντός δεδομένου χρονικού ορίζοντα, με την απόδοση ανά μονάδα κινδύνου την οποία ο επενδυτής θα επιτύγχανε εάν ο ίδιος επέλεγε δεδομένο χαρτοφυλάκιο, ή αγόραζε μετοχές μιας άλλης Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Για να έχει ισχύ η μέτρηση της αποτελεσματικότητας με βάση το κριτήριο της μέσης αποδοτικότητας αναά μονάδα κινδύνου απαιτείται να υπάρχει συγκρισιμότητα μεταξύ των εταιριών. Τούτο σημαίνει ότι οι εταιρίες επιδιώκουν να επιτύχουν τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση ανά μονάδα κινδύνου εντός της αυτής χρονικής περιόδου και ότι μετρούν τον κίνδυνο με το ίδιο μέτρο.

6.4. ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ρυθμίζεται από το Ν.Δ. 608/1970 (και συμπληρωματικά από τον Κωδ. Ν. 2190/1920).

Τα κυριώτερα σημεία του θεσμικού πλαισίου είναι τα εξής:

- Σύσταση.

- α. Κάθε Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχει την νομική μορφή της ανώνυμης εταιρίας και αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου χρεογράφων.

- β. Η σύσταση μιας Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου προϋποθέτει εκτός από την υπουργική απόφαση που απαιτείται για όλες τις ανώνυμες εταιρίες, άδεια της Νομισματικής Επιτροπής (η οποία έχει καταργηθεί και αντικατασταθεί από ειδική υπηρεσία της Τράπεζας της Ελλάδος), η οποία δίδεται μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- γ. Οι εισφορές έναντι του καλυφθέντος μετοχικού κεφαλαίου των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου αποτελούνται μόνο από τα μετρητά, κρατικά χρεόγραφα και μετοχές ή ομολογίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η αποτίμηση των εισφορών σε τίτλους γίνεται από την επιτροπή του άρθρου 9 του Κωδ. Ν. 2190/1920.
- δ. Το ελάχιστο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου κατά τη σύσταση είναι 30 εκατομμύρια δραχμές ολοσχερώς καταβεβλημένο.
- ε. Οι μετοχές των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου εισάγονται υποχρεωτικά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά παρέκκλιση των κειμένων διατάξεων.

- Σύνοψη χαρτοφυλακίου.

Τα διαθέσιμα των Ε.Ε.Χ. τοποθετούνται αποκλειστικά σε:

- α. Μετοχές ή ομολογίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και σε μερίδια ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- β. Μετοχές μη εισηγμένες στο Χ.Α.Α., κατόπιν ειδικής άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το συνολικό ποσό που είναι επενδυμένο σε μετοχές αυτής της κατηγορίας δεν μπορεί να υπερβαίνει, σε τιμές κτήσεως, το 20% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου της επενδυτικής εταιρίας.
- γ. Μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις.
- δ. Κρατικά χρεόγραφα μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσεως το 20% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου τους.
- ε. Μετοχές και ομολογίες εισηγμένες σε αλλοδαπά χρηματιστήρια, μετοχές αλλοδαπών Ε.Ε.Χ. ή μερίδια αλλοδαπών Α/Κ, μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσεως το 20% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου τους.
- στ. Επιπλα και σκεύη, αναγκαία για την λειτουργία τους, μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσης το 5% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Απαγορεύεται οι Εταιρίες Επενδύσεων να επενδύουν σε χρεόγραφα ή μετοχές ανώνυμης εταιρίας για ποσά που υπερβαίνουν σε τιμές κτήσεως, το 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας στα χρεόγραφα της οποίας πραγματοποιείται η επένδυση ή το 10% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Επιτρέπεται στις Ε.Ε.Χ., μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να συμμετέχουν σε εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου νεοϊδρυθέντων ή αυξανουσών το κεφάλαιό τους ανώνυμων εταιριών, εφόσον αυτές πραγματοποιούνται, στο σύνολο ή μερικώς, με δημόσια εγγραφή, μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσεως, το 10% του μετοχικού κεφαλαίου των Ε.Ε.Χ.

Όλα τα χρεόγραφα ή μετοχές, πρέπει να κατατίθενται για φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Αλλοδαπά χρεόγραφα ή μετοχές επιτρέπεται να κατατίθενται σε τράπεζα της αλλοδαπής.

- Δημοσιότητα.

Οι Ε.Ε.Χ. οφείλουν να δημοσιεύουν:

-- Ως ανώνυμες εταιρίες: τις λογιστικές καταστάσεις που επιβάλλει ο Κωδ. Ν. 2190/1920, δηλαδή ισολογισμό, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, πίνακα διαθέσεως των αποτελεσμάτων και το παράρτημα που συνοδεύει τις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις των ανωνύμων εταιριών. Σε περίπτωση διανομής προμερισματος, οφείλουν να δημοσιεύουν και λογιστική κατάσταση περί της εταιρικής περιουσίας, είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από την διανομή του προμερισματος.

-- Ως εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο: την εξαμηνιαία έκθεση δραστηριότητας.

-- Ως εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου: ανά τρίμηνο, πίνακα όλων των επενδύσεων στον οποίο να εμφανίζεται το μέσο κόστος και η μέση αγοραία αξία κάθε επενδύσεως.

- Διάθεση κερδών.

Οι Ε.Ε.Χ. υποχρεούνται να διανέμουν στους μετόχους τους το σύνολο των καθαρών κερδών κάθε χρήσεως. Επιτρέπεται όμως ο σχηματισμός από κέρδη κεφαλαίου, ειδικού αποθεματικού για την αντιμετώπιση ζημιών από πώληση χρεογράφων. Ο σχηματισμός αποθεματικού παύει, όταν αυτό ανέλθει στο 30% του μετοχικού κεφαλαίου.

Όσον αφορά τις αμοιβές που η εταιρία μπορεί να καταβάλει μέσα σε μια χρήση, στα μέλη του Δ.Σ., αυτές δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν, στο σύνολο, το 10% των κερδών που διανεμήθηκαν μέσα στην ίδια χρήση.

- Κίνητρα & Φορολογικές απαλλαγές.

Μόνιμοι κάτοικοι εξωτερικού και όσοι μετά από απόφαση της Νομισματικής Επιτροπής εξομοιούνται προς μόνιμους κατοίκους εξωτερικού, δικαιούνται να επανεξάγουν το συνάλλαγμα που εισήγαγαν για την απόκτηση ονομαστικών μετοχών Ε.Ε.Χ. καθώς και να εξάγουν τα μερίσματα και τα κέρδη από την πώλησή τους.

Οι Ε.Ε.Χ. απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη εισφορά υπέρ του δημοσίου ή τρίτων πάνω στο κεφάλαιό τους και στο συνολικό και από κάθε πηγή, διανεμόμενο ή μη, εισόδημά τους. Ομοίως, απαλλάσσονται από κάθε φόρο ή τέλος, η πράξη συστάσεως, το καταστατικό των Ε.Ε.Χ., οι εκδιδόμενες από αυτό μετοχές και οι πράξεις μεταβιβάσεως των μετοχών τους. Από αυτή την απαλλαγή εξαιρείται η νόμιμη προμήθεια του χρηματιστή.

Τα εισπραττόμενα, κάθε χρόνο και μέχρι του ποσού των 200.000 δραχμών, μερίσματα από τους μετόχους μίας ή περισσότερων Ε.Ε.Χ. απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος. Κατά τον υπολογισμό του απαλλασσόμενου συνολικού ποσού μερισμάτων συμπεριλαμβάνονται και τα ποσά μερισμάτων από μετοχές άλλων ανωνύμων εταιριών τα οποία έχουν απαλλαγεί από τον φόρο εισοδήματος. Η απαλλαγή αυτή αφορά το μερίσμα ολοκλήρης της χρήσεως, εφόσον οι μετοχές

- β. Η σύσταση μιας Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου προϋποθέτει εκτός από την υπουργική απόφαση που απαιτείται για όλες τις ανώνυμες εταιρίες, άδεια της Νομισματικής Επιτροπής (η οποία έχει καταργηθεί και αντικατασταθεί από ειδική υπηρεσία της Τράπεζας της Ελλάδος), η οποία δίδεται μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- γ. Οι εισφορές έναντι του καλυφθέντος μετοχικού κεφαλαίου των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου αποτελούνται μόνο από τα μετρητά, κρατικά χρεόγραφα και μετοχές ή ομολογίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η αποτίμηση των εισφορών σε τίτλους γίνεται από την επιτροπή του άρθρου 9 του Κωδ. Ν. 2190/1920.
- δ. Το ελάχιστο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου κατά τη σύσταση είναι 30 εκατομμύρια δραχμές ολοσχερώς καταβεβλημένο.
- ε. Οι μετοχές των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου εισάγονται υποχρεωτικά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά παρέκλιση των κειμένων διατάξεων.

- Σύνοψη χαρτοφυλακίου.

Τα διαθέσιμα των Ε.Ε.Χ. τοποθετούνται αποκλειστικά σε:

- α. Μετοχές ή ομολογίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και σε μερίδια ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- β. Μετοχές μη εισηγμένες στο Χ.Α.Α., κατόπιν ειδικής άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το συνολικό ποσό που είναι επενδυμένο σε μετοχές αυτής της κατηγορίας δεν μπορεί να υπερβαίνει, σε τιμές κτήσεως, το 20% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου της επενδυτικής εταιρίας.
- γ. Μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις.
- δ. Κρατικά χρεόγραφα μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσεως το 20% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου τους.
- ε. Μετοχές και ομολογίες εισηγμένες σε αλλοδαπά χρηματιστήρια, μετοχές αλλοδαπών Ε.Ε.Χ. ή μερίδια αλλοδαπών Α/Κ, μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσεως το 20% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου τους.
- στ. Επιπλα και σκεύη, αναγκαία για την λειτουργία τους, μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσης το 5% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Απαγορεύεται οι Εταιρίες Επενδύσεων να επενδύουν σε χρεόγραφα ή μετοχές ανώνυμης εταιρίας για ποσά που υπερβαίνουν σε τιμές κτήσεως, το 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας στα χρεόγραφα της οποίας πραγματοποιείται η επένδυση ή το 10% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Επιτρέπεται στις Ε.Ε.Χ., μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να συμμετέχουν σε εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου νεοϊδρυόμενων ή αυξανουσών το κεφάλαιό τους ανώνυμων εταιριών, εφόσον αυτές πραγματοποιούνται, στο σύνολο ή μερικώς, με δημόσια εγγραφή, μέχρι ποσού που να μην υπερβαίνει σε τιμές κτήσεως, το 10% του μετοχικού κεφαλαίου των Ε.Ε.Χ.

Όλα τα χρεόγραφα ή μετοχές, πρέπει να κατατίθενται για φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Αλλοδαπά χρεόγραφα ή μετοχές επιτρέπεται να κατατίθενται σε τράπεζα της αλλοδαπής.

- Δημοσιότητα.

Οι Ε.Ε.Χ. οφείλουν να δημοσιεύουν:

-- Ως ανώνυμες εταιρίες: τις λογιστικές καταστάσεις που επιβάλλει ο Κωδ. Ν. 2190/1920, δηλαδή ισολογισμό, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, πίνακα διαθέσεως των αποτελεσμάτων και το παράρτημα που συνοδεύει τις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις των ανωνύμων εταιριών. Σε περίπτωση διανομής προμερίσματος, οφείλουν να δημοσιεύουν και λογιστική κατάσταση περί της εταιρικής περιουσίας, είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από την διανομή του προμερίσματος.

-- Ως εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο: την εξαμηνιαία έκθεση δραστηριότητας.

-- Ως εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου: ανά τρίμηνο, πίνακα όλων των επενδύσεων στον οποίο να εμφανίζεται το μέσο κόστος και η μέση αγοραία αξία κάθε επενδύσεως.

- Διάθεση κερδών.

Οι Ε.Ε.Χ. υποχρεούνται να διανέμουν στους μετόχους τους το σύνολο των καθαρών κερδών κάθε χρήσεως. Επιτρέπεται όμως ο σχηματισμός από κέρδη κεφαλαίου, ειδικού αποθεματικού για την αντιμετώπιση ζημιών από πώληση χρεογράφων. Ο σχηματισμός αποθεματικού παύει, όταν αυτό ανέλθει στο 30% του μετοχικού κεφαλαίου.

Όσον αφορά τις αμοιβές που η εταιρία μπορεί να καταβάλει μέσα σε μια χρήση, στα μέλη του Δ.Σ., αυτές δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν, στο σύνολο, το 10% των κερδών που διανεμήθηκαν μέσα στην ίδια χρήση.

- Κίνητρα & Φορολογικές απαλλαγές.

Μόνιμοι κάτοικοι εξωτερικού και όσοι μετά από απόφαση της Νομισματικής Επιτροπής εξομοιούνται προς μόνιμους κατοίκους εξωτερικού, δικαιούνται να επανεξάγουν το συνάλλαγμα που εισήγαγαν για την απόκτηση ονομαστικών μετοχών Ε.Ε.Χ. καθώς και να εξάγουν τα μερίσματα και τα κέρδη από την πώλησή τους.

Οι Ε.Ε.Χ. απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη εισφορά υπέρ του δημοσίου ή τρίτων πάνω στο κεφάλαιό τους και στο συνολικό και από κάθε πηγή, διανεμόμενο ή μη, εισοδήμά τους. Ομοίως, απαλλάσσονται από κάθε φόρο ή τέλος, η πράξη σιστάσεως, το καταστατικό των Ε.Ε.Χ., οι εκδιδόμενες από αυτό μετοχές και οι πωθήσεις μετρηθείσως των μετοχών τους. Από αυτή την απαλλαγή εξαιρείται η νόμιμη προμήθεια του χρηματιστή.

Τα εισπραττόμενα, κάθε χρόνο και μέχρι του ποσού των 200.000 δραχμών, μερίσματα από τους μετόχους μίας ή περισσότερων Ε.Ε.Χ. απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος. Κατά τον υπολογισμό του αιμαλλασσόμενου συνολικού ποσού μερισμάτων συμπεριλαμβάνονται και τα ποσά μερισμάτων από μετοχές άλλων ανωνύμων εταιριών τα οποία έχουν απαλλαγεί από τον φόρο εισοδήματος. Η απαλλαγή αυτή αφορά το μερίσμα ολόκληρης της χρήσεως, εφόσον οι μετοχές

ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο μέσα στην ίδια χρήση για χρονικό διάστημα τουλάχιστον 120 ημερών. Σε διαφορετική περίπτωση, το μερίσμα φορολογείται ολόκληρο.

Εκτός από την απαλλαγή της προηγούμενης παραγράφου, απαλλάσσεται από τον φόρο εισοδήματος και από κάθε άλλο φόρο ή τέλος, εισφορά, δικαίωμα και οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του δημοσίου ή τρίτων, το ποσό του μερισματος που προέρχεται από κέρδη από πώληση χρεογράφων ή από τόκους και μερίσματα χρεογράφων και καταθέσεων που απαλλάσσονται σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία.

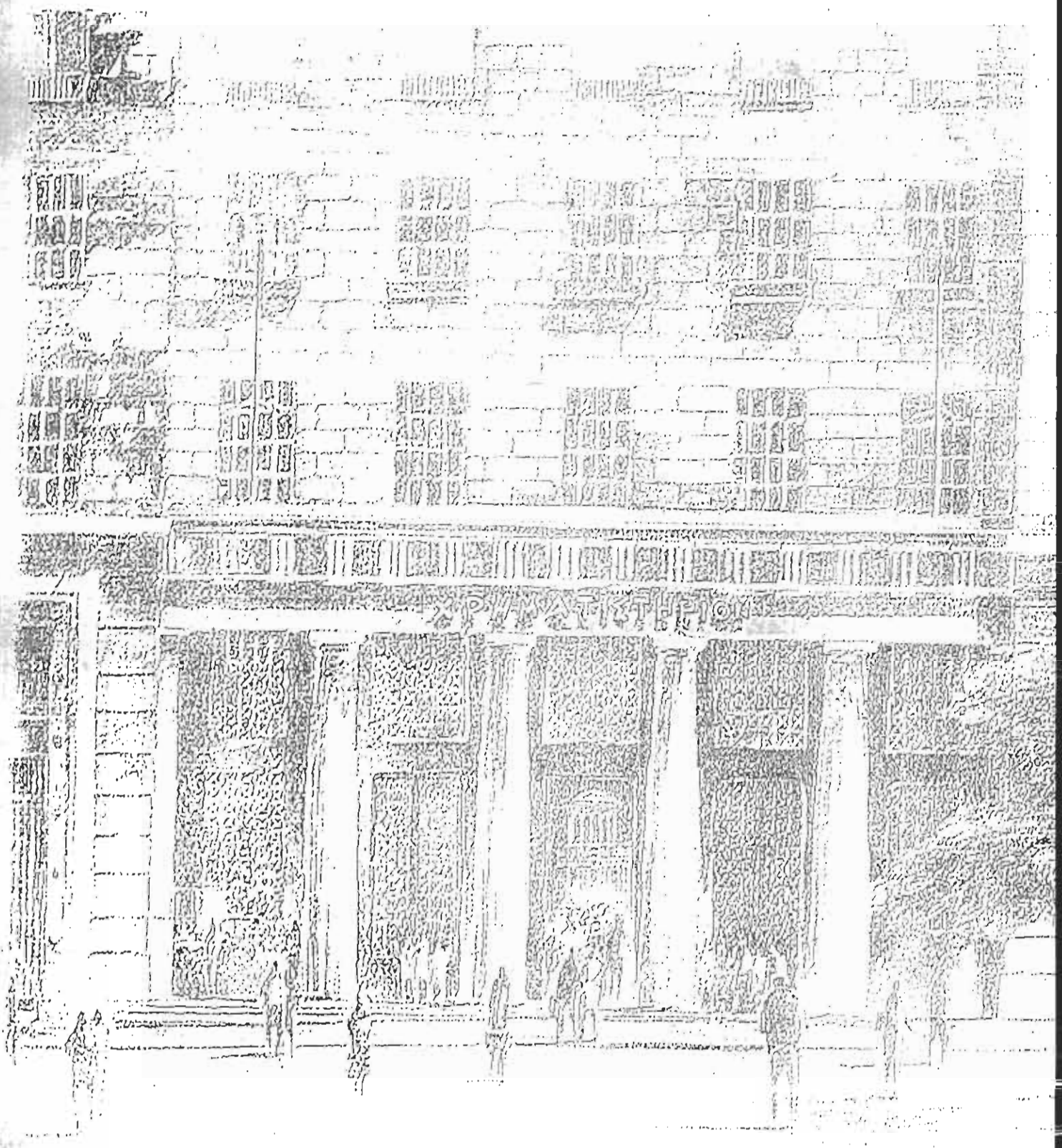
6.5. ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην χώρα μας πρωτοπόρος του θεσμού των Ε.Ε.Χ. είναι η Ελληνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, η οποία είναι θυγατρική της Ε.Τ.Β.Α και που ιδρύθηκε το 1973. Μετά από πολύ λίγο, ακολούθησε η ίδρυση της Εθνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου της Εθνικής Τράπεζας.

Αναλυτικά, ως τα μέσα του καλοκαιριού του 1992 που γραφόταν αυτές οι γραμμές της εργασίας αυτής, υπήρχαν αναλυτικά οι εξής επενδυτικές εταιρίες:

1. Ελληνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Ε.Χ)
2. Εθνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου
3. Επενδύσεις Εργασίας, θυγατρική της Τράπ. Εργασίας
4. Εταιρία Διεθνών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Δ.Ε.Χ)
5. Επενδύσεις Αναπτύξεως
6. ΑΛΦΑ Επενδύσεις, θυγατρική της Τράπεζας Πίστεως
7. ΠΡΟΟΔΟΣ Ελληνικές Επενδύσεις
8. Ιδιωτική Επενδυτική
9. ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ.
10. INTERINVEST
11. ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ



7.1. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΩΝΤΑ - ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΔΙΟΡΙΣΜΟΥ

Χρηματιστές είναι τα πρόσωπα που αναλαμβάνουν, αντί ορισμένης αμοιβής, που λέγεται προμήθεια, την σύναψη συναλλαγών επί των κινητών αξιών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, δηλαδή ασκούν κατά επάγγελμα εμπορικές πράξεις. Για αυτό θεωρούνται από τον νόμο έμποροι, που ασκούν όμως δημόσιο λειτούργημα. Λόγω της σοβαρότητας του επαγγέλματος, ο χρηματιστής διορίζεται με προεδρικό διάταγμα, κατόπιν προτάσεως του υπουργού εμπορίου και μετά σύμφωνο γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αφού προηγουμένως εκλεγεί από την Γενική Συνέλευση των Χρηματιστών, που λαμβάνεται δια απολύτου πλειοψηφίας του όλου αριθμού αυτών.

Για να υποβάλλει κανείς υποψηφιότητα χρηματιστού πρέπει να συγκεντρώνει τα εξής προσόντα:

- α. Να είναι έλληνας πολίτης, ηλικίας τουλάχιστον 30 ετών.
- β. Να έχει εκπληρώσει τις στρατιωτικές του υποχρεώσεις ή να απαλλάχτηκε αυτών νομίμως.
- γ. Να είναι πτυχιούχος σχολής ανωτάτης εκπαίδευσης ημεδαπής ή ισοτίμου αλλοδαπής.
- δ. Να απολαύει των πολιτικών και αστικών του δικαιωμάτων και να μην έχει κηρυχθεί σε κατάσταση πτώχευσης.
- ε. Να μην έχει καταδικαστεί σε οποιαδήποτε ποινή για αδικήματα που αναφέρονται στο άρθρο 18 παρ. 2 του Ν. 1811/51.

Ο διοριζόμενος χρηματιστής υποχρεούται προ της έναρξης των εργασιών του να καταθέσει σαν εγγύηση την ατομική του μερίδα (πάνω από 10 εκατομμύρια δραχμές - αυτό ίσχυε κατά το 1979) στο Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών. Η εγγύηση αυτή χρησιμεύει για την ασφάλεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Για να γίνει προκήρυξη συμπλήρωσης θέσεων χρηματιστών απαιτείται άδεια, η οποία παρέχεται κατά την κρίση του υπουργού εμπορίου ανάλογα με τις διαπιστούμενες ανάγκες. Η προκήρυξη δημοσιεύεται δυο φορές σε δυο εφημερίδες και καλεί τους ενδιαφερόμενους να υποβάλλουν εντός μηνός αίτηση με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά. Κατόπιν, ο κυβερνητικός επόπτης ορίζει για την εκλογή την ημερομηνία σύγκλησης της Γενικής Συνέλευσης των Χρηματιστών.

Οι χρηματιστές πρέπει να καταβάλλουν στο Χρηματιστήριο, ως συνδρομή, ποσοστό 1% επί των πάσης φύσεως μεσιτικών τους δικαιωμάτων.

7.2. ΑΠΑΓΟΡΕΥΜΕΝΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΩΝ

< 1 > Απαγορεύεται στο χρηματιστή να ενεργεί για λογαριασμό του, αμέσως ή εμμέσως, χρηματιστηριακές πράξεις. Επιτρέπονται όμως οι πράξεις αυτές υπό ορισμένες προϋποθέσεις και μετά από απόφαση της Επιτροπής του Χρηματιστηρίου, αλλά οι χρηματιστές αυτοί δεν μπορούν να ενεργούν πράξεις κατά εντολή τρίτων για όσο χρόνο διαρκεί η παρασχεθείσα άδεια.

- < 2 > Απαγορεύεται η άσκηση άλλης εμπορίας, πλην της του χρηματιστού και η άσκηση αντιπροσωπίας ανώνυμης εταιρίας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο.
- < 3 > Είναι ασυμβίβαστη κάθε ενέργεια ή υπηρεσία του χρηματιστού που απάδει προς την αξιοπρέπεια του λειτουργημάτων του, καθώς επίσης η έμμοσθη υπηρεσία υπαλλήλου και η υπηρεσία ως Διευθύνοντος Συμβούλου Ανώνυμης Εταιρίας.
- < 4 > Δεν επιτρέπεται στον χρηματιστή να λαμβάνει προμήθεια μεγαλύτερη ή μικρότερη αυτής που ορίζεται από τον χρηματιστηριακό κανονισμό.
- < 5 > Ο χρηματιστής υποχρεούται να μην ανακοινώνει το όνομα του εντολέως του προς τον αντισυμβαλλόμενο χρηματιστή, εκτός αν ο εντολέας του επέτρεψε αυτό.

7.3. ΒΙΒΛΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΩΝ

Οι χρηματιστές υποχρεούνται να τηρούνε τα υποχρεωτικά για τους εμπόρους βιβλία, δηλαδή αυτά του Ημερολογίου, Καθολικού, Απογραφών, Ταμείου και Μετρητών και Αλληλογραφίας.

Όμως λόγω του ιδιαίτερου του επαγγέλματος τηρούνε και ορισμένα άλλα βιβλία:

- α. **το βιβλιάριο εντολών.** Εκεί καταχωρούνται οι εντολές των πελατών. Η συμπλήρωση του βιβλίου αυτού είναι προαιρετική και γίνεται μόνο εφόσον ο χρηματιστής ζητήσει έγγραφο εντολή.
- β. **το σημειωματάριο,** όπου καταχωρούνται πρόχειρα όλες οι συναλλαγές που κάνει ο χρηματιστής στον κύκλο κατά την συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου. Εδώ σημειώνεται η ονομασία του τίτλου, το είδος της συναλλαγής, η ποσότητα των τίτλων, η τιμή αυτών ανά μονάδα και το όνομα του αντισυμβαλλόμενου χρηματιστού. Στο περιθώριο μπορεί να γραφεί και το όνομα του εντολέως.
- γ. **το βιβλιάριο τριπλοτύπων πινακιδίων,** το οποίο συμπληρώνεται μετά την λήξη της συνεδρίασης και περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία του σημειωματαρίου. Το πρώτο τμήμα, χωρίς το όνομα του αντισυμβαλλόμενου χρηματιστή, παραδίδεται στον πελάτη, το δεύτερο τμήμα, χωρίς το όνομα του πελάτη παραδίδεται στον κυβερνητικό επόπτη και το τρίτο τμήμα του πινακιδίου με όλα τα στοιχεία παραμένει στον χρηματιστή. Το πινακίδιο είναι απαραίτητο στοιχείο για την απόδειξη της χρηματιστηριακής συναλλαγής.
- δ. **το βιβλίο μερίδων πελατών,** όπου καταχωρούνται καθημερινά από τα πινακίδια οι πράξεις που έγιναν, για κάθε εντολέα, σε ξεχωριστό λογαριασμό
- ε. **το βιβλίο μερίδων χρηματιστών.** Εδώ καταχωρούνται από το σημειωματάριο οι συναλλαγές που γίνονται κάθε μέρα, σε ειδικό λογαριασμό για κάθε αντισυμβαλλόμενο χρηματιστή.
- στ. τηρούνται ακόμα το βιβλίο ταμείου τίτλων, όπου καταχωρούνται κατά είδος χρεογράφου οι εισερχόμενοι και εξερχόμενοι από το γραφείο του χρηματιστή τίτλοι, και το βιβλίο γενικής μερίδας όπου καταχωρούνται οι από τον χρηματιστή παραδιδόμενοι ή προς αυτόν οφειλόμενοι τίτλοι.

7.4. ΣΥΝΕΓΓΥΗΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Αυτό το κεφάλαιο συγκεντρώνεται με τις εφάπαξ εισφορές των μελών του Χρηματιστηρίου. Η ατομική μερίδα εισφοράς κάθε μέλους ήταν πάνω από 10 εκατομμύρια δραχμές το 1979. Τώρα βέβαια έχει σίγουρα αυξηθεί.

Ο σκοπός του Συνεγγυητικού είναι ότι σε περίπτωση αδυναμίας κάποιου χρηματιστή για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, η ατομική του μερίδα διανέμεται στους πιστωτές μετά από ορισμένη και σύντομη διαδικασία. Αν η ατομική μερίδα δεν επαρκεί για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων ενός χρηματιστή, λαμβάνεται ποσοστό ως και 20% από την υπόλοιπη περιουσία του Συνεγγυητικού. Σε περίπτωση αδυναμίας περισσότερων χρηματιστών, το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο είναι υπεύθυνο μέχρι ποσοστού 80% της περιουσίας του.

Το Συνεγγυητικό διοικείται από πενταμελή Επιτροπή από χρηματιστές, με Πρόεδρο, τον εκάστοτε πρόεδρο του Χρηματιστηρίου και εποπτεύεται από το υπουργείο εμπορίου, με την συμμετοχή στις συνεδριάσεις αυτού, του κυβερνητικού επόπτη του Χρηματιστηρίου.

Η ατομική μερίδα του χρηματιστού αναλαμβάνεται από το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο μετά από τρεις μήνες από της παραιτήσεως, απολύσεως, ή θανάτου αυτού, εφόσον δεν υπάρχει επ αυτής καμιά αξίωση που να κοινοποιήθηκε στον κυβερνητικό επόπτη ή να εκκρεμεί ενώπιον δικαστηρίου.

7.5. ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΓΡΑΦΕΙΟ

Οποιοσδήποτε επενδυτής θέλει να αγοράσει ή να πουλήσει χρεόγραφα εισηγμένα στο Χρηματιστήριο, θα πρέπει να επιλέξει ένα χρηματιστηριακό γραφείο με το οποίο θα κάνει τις συναλλαγές του. Το γραφείο αυτό θα πρέπει βέβαια να είναι μέλος του Χ.Α.Α. και όχι άτυπο, αν θέλουμε να αποφύγουμε τους κινδύνους που αυτό συνεπάγεται.

Για την επιλογή του χρεογράφου που θέλει ένας επενδυτής να αγοράσει, μπορεί να ζητήσει τη συμβουλή του χρηματιστηριακού γραφείου, να μελετήσει το τυχόν πληροφοριακό υλικό που μπορεί να εκδίδει το γραφείο, ή το πληροφοριακό υλικό των οικονομικών σελίδων των εφημερίδων ή να κάνει την επιλογή του σύμφωνα με τις φήμες που θα κυκλοφορούν εκείνο τον καιρό και ανάλογα τις επικρατούσες συνθήκες στις διάφορες εισηγμένες εταιρίες, τους κλάδους και ευρύτερα στην οικονομία της χώρας. Σημαντικές πληροφορίες για τις εταιρίες για τις οποίες ενδιαφερόμαστε να αγοράσουμε μετοχές, μπορούμε να λάβουμε μετά από μελέτη των οικονομικών/λογιστικών καταστάσεων των εν λόγω εταιριών. Για αυτό τον λόγο απαιτείται η γνώση από τους επενδυτές των στοιχειωδών λογιστικών - οικονομικών εννοιών.

Ορισμένα χρηματιστηριακά γραφεία παρέχουν και άλλες εξυπηρετήσεις στους πελάτες τους όπως αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου των, αναλύσεις για κάθε εταιρία ξεχωριστά, διαχείριση των λογαριασμών των πελατών, φύλαξη χρεογράφων, κ.λ.π., έναντι φυσικά αμοιβής.

7.6. ΔΙΕΚΠΕΡΑΙΩΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Για να διεκπεραιωθούν οι συναλλαγές χρειάζεται να γίνει μια σειρά ενεργειών από το χρηματιστηριακό γραφείο, που αρχίζουν από την στιγμή λήψης της εντολής. Οι συνιθέστερες είναι οι εξής:

< **Ανοιγμα λογαριασμών** > Χρειάζεται να ανοίξει για κάθε πελάτη ένας λογαριασμός για να μπορεί αυτός να συναλλάσσεται με το χρηματιστηριακό γραφείο. Στις ξένες χώρες, ορισμένες φορές, εκτός των συνηθών πληροφοριών - στοιχείων του πελάτη (όνομα, διεύθυνση, τηλέφωνο, αριθμός ταυτότητας και επάγγελμα) ζητούνται και μερικές εξτρα, ώστε ο πελάτης να είναι γνωστός και από την πλευρά της οικονομικής ευρωστίας (συστατικές επιστολές τραπεζών, άνοιγμα λογαριασμών σε άλλα χρηματιστηριακά γραφεία, κ.λ.π.). Ταυτόχρονα, εάν θέλει ο πελάτης, υπογράφονται εξουσιοδοτήσεις για την χρηματοδότηση των συναλλαγών του, τη χρησιμοποίηση των χρεογράφων ή των πιστωτικών υπολοίπων για χρήση, την φύλαξη των χρεογράφων από το χρηματιστηριακό γραφείο. Στην Ελλάδα, οι άγνωστοι πελάτες προκαταβάλλουν όλα τα χρήματα έναντι εντολής αγοράς και παραδίδουν από πριν τις προς πώληση μετοχές. Οι παλαιοί και καλοί πελάτες όμως, δεν έχουν την ίδια μεταχείριση. Αυτοί μπορούν να δίνουν εντολή αγοράς και να δίνουν τα χρήματα αφού πραγματοποιηθεί η συναλλαγή ή να παραδίδουν τις προς πώληση μετοχές αργότερα, αφού έχουν δώσει εντολή πώλησης που ίσως κιόλας να έχει πραγματοποιηθεί. Δηλαδή οι ελληνες χρηματιστές συνήθως δεν ζητούν από τους παλαιούς και καλούς πελάτες τις εξασφαλίσεις που ζητούν από τους άγνωστους μικρούς επενδυτές, που είναι και η πλειοψηφία.

< **Χειρισμός εντολών** > Μια εντολή μπορεί να δίνεται με διάφορους τρόπους: πρόσωπο με πρόσωπο προφορικά, από το τηλέφωνο, με FAX, κ.λ.π. Ανεξάρτητα όμως με τον τρόπο που δίνεται μια εντολή, αυτή καταχωρείται σε έντυπο αγοράς ή πώλησης στο οποίο τυπώνονται όλες οι χρήσιμες πληροφορίες. Συγκεκριμένα, γράφεται το ονοματεπώνυμο του εντολέα, ο αριθμός λογαριασμού του, το προς συναλλαγή χρεόγραφο και η ποσότητα του χρεογράφου. Στα ξένα χρηματιστήρια γράφεται αν η πράξη είναι τοις μετρητοίς ή προθεσμιακή. Αυτό συμβαίνει μόνο στα αλλοδαπά χρηματιστήρια γιατί στο ελληνικό, οι πράξεις επί προθεσμία έχουν καταργηθεί, δηλαδή γίνονται πράξεις μόνο με μετρητά. Επίσης, μπορεί να αναγράφονται άλλες πληροφορίες σχετικές με την παραλαβή των χρεογράφων (εάν θα ταχυδρομηθούν στον πελάτη, εάν θα φυλαχθούν στο χρηματιστηριακό γραφείο, εάν θα παραδοθούν στην τράπεζα του πελάτη, κ.λ.π.), την παραλαβή των χρημάτων (με παράδοση μετρητών, διαμέσω ενός τραπεζικού λογαριασμού, κ.λ.π.), και άλλα.

Μετά τη συναλλαγή καταχωρούνται η τιμή αγοράς ή πώλησης ανά μονάδα και συνολικά, τα αντίστοιχα τεμάχια και τα αντισυμβαλλόμενα χρηματιστηριακά γραφεία. Επειτα από την πραγματοποίηση της εντολής, το γραφείο ενημερώνει τηλεφωνικά τον πελάτη για την συναλλαγή, κυρίως στο θέμα τιμής και ποσότητας. Μερικά όμως μη εκσυγχρονισμένα χρηματιστηριακά γραφεία στην χώρα μας περιμένουν από τους πελάτες τους να πάρουν τηλέφωνο για να ενημερωθούν για την πραγματοποίηση και πως ή την μη πραγματοποίηση της εντολής τους. Τώρα όμως με την οργάνωση των γραφείων σε χρηματιστηριακές εταιρίες μάλλον αυτό το φαινόμενο θα εκλείψει. Μετά την πραγματοποίηση της συναλλαγής εκδίδεται και το Πινακίδιο Εκτελέσεως Εντολής ή απλά Πινακίδιο το οποίο ενημερώνει γραπτά τον πελάτη για τα βασικά στοιχεία της συναλλαγής. Μερικά εκσυγχρονισμένα στον τομέα της εξυπηρέτησης χρηματιστηριακά γραφεία ταχυδρομούν το Πινακίδιο στον πελάτη, ο οποίος εάν συναλλάσσεται μέσω τραπεζικού λογαριασμού με το χρηματιστηριακό γραφείο και δίνει και τις

εντολές του τηλεφωνικά και φυλάσει τους τίτλους του σε αυτό, δεν έχει λόγο πλέον να πηγαίνει στο χρηματιστηριακό γραφείο.

Στο Πινακίδιο περιέχονται οι εξής πληροφορίες:

- 1) Ονομα Εντολέα.
- 2) Είδος πράξης (μετρητοίς ή προθεσμία, αγορά ή πώληση).
- 3) Ημερομηνία πραγματοποίησης συναλλαγής.
- 4) Ποσότητα.
- 5) Μοναδιαία τιμή.
- 6) Συνολική τιμή (μοναδιαία τιμή * ποσότητα).
- 7) Προμήθεια.
- 8) Μεταβιβαστικά έξοδα (υπάρχουν μόνο για τις ονομαστικές μετοχές).
- 9) Καθαρή αξία συναλλαγής.

< Εκτέλεση εντολής > Η ελληνική νομοθεσία δεν ορίζει τον τρόπο επακριβώς για την διεκπεραίωση της εντολής του πελάτη από τον χρηματιστή. Είναι γενικά όμως αποδεκτό ότι ο χρηματιστής θα πρέπει να ασκήσει την οφειλόμενη φροντίδα και επιδεξιότητα. Θα πρέπει να ακολουθήσει την κοινά αποδεκτή πρακτική στις χρηματιστηριακές εργασίες και να εκτελέσει την εντολή με τον καλύτερο τρόπο όπως θα έκανε και για δικό του λογαριασμό. Απαγορεύεται η απόκτηση κέρδους από τον χρηματιστή μέσω συμψηφιστικών συναλλαγών. Όταν ο χρηματιστής αποδέχεται μια εντολή ενεργεί σαν εντελοδόχος του πελάτη και σύμφωνα με τις οδηγίες του.

Ο πελάτης εάν θέλει και εφόσον η εντολή του δεν πρόλαβε να πραγματοποιηθεί, μπορεί να την ακυρώσει. Μπορεί και ο χρηματιστής όμως να μην προλάβει ή να μην μπορέσει να εκτελέσει την εντολή. Η να μην καταφέρει να την εκτελέσει ολόκληρη, πουλώντας λιγότερα κομμάτια από όσα πρέπει, όταν πρόκειται για πώληση, ή αγοράζοντας λιγότερα κομμάτια από όσα έχουν ζητηθεί. Στα περισσότερα χρηματιστήρια όπως και στο ελληνικό, επιτρέπεται αυτή η μερική εκτέλεση της εντολής αρκεί να είναι οι συναλλαγές πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης.

Ο χρηματιστής θα πρέπει να εκτελεί τις εντολές του πελάτη χωρίς να επωφελείται από τυχόν σημαντική μεταβολή της τιμής μετά την εκτέλεση. Ως προς την τιμή οφείλει να προσπαθήσει να είναι η καλύτερη δυνατή κατά την στιγμή της εκτέλεσης. Αυτό, όταν έχουμε εντολή αγοράς σημαίνει στην δοσμένη τιμή ή σε μικρότερη και όταν έχουμε εντολή πώλησης σημαίνει στην δοσμένη τιμή ή σε μεγαλύτερη. Έτσι επιτυγχάνει την μεγιστοποίηση του οφέλους του πελάτη του.

< Συμψηφιστικές συναλλαγές > Είναι αρκετά πιθανό ένα χρηματιστηριακό γραφείο να δεχτεί στον αυτό χρόνο δύο εντολές που να αλληλοκαλύπτονται. Δηλαδή να δεχτεί μία εντολή για πώληση π.χ. 50 μετοχών της ΑΛΦΑ εταιρίας, όπως επίσης και μια εντολή αγοράς 50 μετοχών της ΑΛΦΑ εταιρίας. Τότε ο χρηματιστής έχει πρακτικά την δυνατότητα να ικανοποιήσει και τις δύο εντολές χωρίς να τις φέρει στην χρηματιστηριακή συνεδρίαση. Όμως στα περισσότερα χρηματιστήρια όπως και στο ελληνικό, αυτό απαγορεύεται γιατί στερεί από τους επενδυτές-πελάτες την δυνατότητα που έχουν υπό μορφή πιθανοτήτων να πετύχουν μια καλύτερη τιμή στις συναλλαγές τους εάν οι εντολές τους εκφωνηθούν κατά την διάρκεια της συνεδρίασης.

< **Εκκαθάριση Συναλλαγής** > Με την εκκαθάριση όπως έχουμε ξαναπεί, εννοούμε όλες τις σχετικές ενέργειες κυρίως με τις δοσοληψίες μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων χρηματιστών. Αυτές βασικά, έχουν να κάνουν όσον αφορά το χρηματιστηριακό γραφείο που αγόρασε κάποιες μετοχές, με την εξόφληση της συνολικής τιμής αγοράς, ενώ για το χρηματιστηριακό γραφείο που πούλησε τις μετοχές, με την παράδοση αυτών.

< **Προμήθεια χρηματιστών** > Οι προμήθεια που παίρνουν οι χρηματιστές για κάθε συναλλαγή που εκτελούνε είναι:

α. για αξία συναλλαγής ως και 1.000.000 δραχμές	----->	1%
β. για αξία συναλλαγής από 1.000.001 - 3.000.000 δραχμές	----->	0,75%
γ. για αξία συναλλαγής πάνω των 3.000.000 δραχμών	----->	0,50%

Όταν πρόκειται για ονομαστικές μετοχές επιβάλλεται και πρόσθετη επιβάρυνση για την καταχώρηση του ονόματος του νέου μετόχου και διαγραφή του παλαιού. Αυτή η επιπλέον επιβάρυνση αποτελεί τα καλούμενα μεταβιβαστικά έξοδα. Ανεξάρτητα από τα ποσοστά προμήθειας, έχει οριστεί σαν ελάχιστη προμήθεια αυτή των 100 δραχμών.

< **Κλείσιμο λογαριασμού** > Ο λογαριασμός ενός πελάτη που έχει ανοιχθεί σε ένα χρηματιστηριακό γραφείο μπορεί να κλείσει από τον ίδιο τον πελάτη ή από τον χρηματιστή. Στην περίπτωση που κάθε συναλλαγή συνεπάγεται το άνοιγμα και αντίστοιχου λογαριασμού, το κλείσιμο γίνεται με την εκπλήρωση των υποχρεώσεων και από τα δύο μέρη, του πελάτη με εξόφληση αν είναι αγοραστής και με παράδοση των χρεογράφων αν είναι πωλητής και του χρηματιστή με την παράδοση των χρεογράφων στον αγοραστή-πελάτη του ή με πληρωμή της αξίας των πωληθέντων στον πωλητή-πελάτη. Όταν όλες οι συναλλαγές διεξάγονται με την μέθοδο του υποχρεωτικού ανοίγματος ενός λογαριασμού από τον επενδυτή για κάθε είδος συναλλαγής (cash account για συναλλαγές μετρητοίς, margin account για χρηματοδοτούμενες), ο λογαριασμός μπορεί να κλείσει από τον ίδιο τον επενδυτή όταν το θελήσει και αφού έχει εκπληρώσει όλες τις υποχρεώσεις του, δηλώνοντάς το, ή μπορεί να κλείσει και από τον χρηματιστή υπό προϋποθέσεις.

Μεταξύ χρηματιστή και πελάτη μπορούν να αναπτυχθούν οι εξής σχέσεις:

- α) του εντελοδόχου και του κύριου του αντικειμένου συναλλαγής,
- β) του πιστωτή και οφειλέτη, όταν η συναλλαγή χρηματοδοτείται, οπότε απαιτείται η κατάθεση μέρους μόνο της αξίας αυτής και για το υπόλοιπο μένει ανοιχτός και,
- γ) του ενεχυρούχου δανειστή και δανειζόμενου για το ποσό της συναλλαγής που καλύπτει ο χρηματιστής. Προσθέτουμε ότι ο χρηματιστής με την σειρά του χρησιμοποιεί τα χρεόγραφα του πελάτη του σαν ενέχυρο για να δανειστεί από την τράπεζα (call loan) και να καλύψει τα ανοίγματα των πελατών του. Για αυτή την ενεχυρίαση ο πελάτης παρέχει γραπτή άδεια στο χρηματιστή, πρακτική όμως που δεν εφαρμόζεται ακόμα σε ειδικό

Τονίζεται ότι ο πελάτης όταν κλείσει τον λογαριασμό του δεν θα πρέπει να έχει εκκρεμότητες σε αυτόν. Στην περίπτωση λογαριασμού για πράξεις τοις μετρητοίς αυτό σημαίνει ότι αν έχει γίνει προηγουμένως συναλλαγή θα πρέπει να παραδώσει τα χρεόγραφα αν τυχόν πούλησε και να εξοφλήσει αυτά που τυχόν αγόρασε. Στην περίπτωση χρηματοδοτούμενης συναλλαγής θα πρέπει το μέρος της αξίας της συναλλαγής που καλύφθηκε από τον χρηματιστή να εξοφληθεί και αυτός να αποδεσμεύσει τα χρεόγραφα από ενέχυρο στην τράπεζα αν τυχόν έχουν χρησιμοποιηθεί, αντικαθιστώντας τα με άλλα, ενέργεια επιτηρητή. Ο

χρηματιστής κατά το κλείσιμο θα ενεργήσει σύμφωνα με τις οδηγίες του πελάτη του που δίνονται γραπτές σε έντυπο του χρηματιστηριακού γραφείου. Έτσι, ο χρηματιστής υπογράφει επιταγή ή αποστέλει τα χρεόγραφα στον πελάτη ή σε άλλο κατανομαζόμενο γραφείο. Αν ο λογαριασμός που θα κλείσει είναι προθεσμιακός, το χρεωστικό υπόλοιπο καταβάλλεται από το νέο χρηματιστή στον παλιό αν τυχόν μεταφερθεί.

Ο χρηματιστής θα θελήσει να κλείσει λογαριασμό πελάτη του για δυο συνήθως αιτίες. Πρώτον, όταν ο πελάτης δεν καλύπτει μη επιτρεπτά χρεωστικά υπόλοιπα σε προθεσμιακό λογαριασμό και παραβιάζει έτσι το χρηματιστηριακό κανονισμό για τα περιθώρια των προθεσμιακών πράξεων. Δεύτερον, όταν κατά την κρίση του εκθέτει τον προθεσμιακό λογαριασμό σε αυξημένο κίνδυνο γιατί αναπτύσσει δραστηριότητα σε κερδοσκοπικά χρεόγραφα.

7.7. ΕΙΔΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Οι συναλλαγές μπορούν να χωρισθούν σε συναλλαγές τοις μετρητοίς και συναλλαγές με προθεσμία.

- Συναλλαγές τοις μετρητοίς -

Σε αυτό το είδος των συναλλαγών όταν πρόκειται για εντολή αγοράς, ο εντολέας προκαταβάλλει εξ ολοκλήρου τα χρήματα υπολογίζοντάς τα με την τελευταία τιμή συνεδρίασης των προς αγορά χρεογράφων. Όταν πρόκειται για εντολή πώλησης, ο εντολέας πριν εκτελεσθεί η εντολή και πριν αρχίσει η συνεδρίαση, πρέπει να παραδώσει τις προς πώληση μετοχές στο χρηματιστηριακό του γραφείο. Ακόμα και οι καλοί και γνωστοί πελάτες πρέπει, όταν πρόκειται για αγορά, να καταβάλλουν την αξία της συναλλαγής την επόμενη εργάσιμη ημέρα και όταν πρόκειται για πώληση, να παραδώσουν επίσης την επόμενη εργάσιμη ημέρα τα πωλούμενα χρεόγραφα. Αν δεν γίνουν έτσι τα πράγματα, στην περίπτωση της αγοράς, ο χρηματιστής έχει την δυνατότητα να πουλήσει τα χρεόγραφα, ενώ αν πρόκειται για πώληση και ο πωλητής δεν παραδώσει τα χρεόγραφα, ο χρηματιστής μπορεί να τα αγοράσει. Σε ορισμένα ξένα χρηματιστήρια, απαγορεύεται η εξόφληση της αγοράς ενός χρεογράφου με τα έσοδα από την πώληση του ίδιου. Δηλαδή απαγορεύεται π.χ. να αγοράσεις το χρεόγραφο Υ με τιμή αγοράς 1000 δραχμές και την επόμενη να το πουλήσεις με 1500 δραχμές, οπότε εξοφλείς το χρέος σου από την αγορά και σου μένει και ένα κέρδος 500 δραχμών. Εκεί αγοράζεις αν θες, ξοφλάς και έπειτα εάν πάλι θέλεις, πουλάς. Αυτό γίνεται προφανώς για λόγους ασφάλειας γιατί αν κάποιος αγόραζε κάποιες μετοχές με την προοπτική να τις πληρώσει την επόμενη κιόλας αλλά με χρήματα που θα έβγαζε με την πώλησή τους, καταλαβαίνουμε τον κίνδυνο που θα υπήρχε για το χρηματιστηριακό γραφείο που έκανε την αγορά, να μην πληρωθεί, εάν ο πελάτης-επενδυτής πουλούσε σε συνεδρίαση με πτωτικές τάσεις.

- Συναλλαγές με προθεσμία -

Οι συναλλαγές αυτής της μορφής αποβλέπουν στην επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών. Το 1975 απαγορεύτηκαν και από τότε παραμένουν σε αδράνεια παρότι επετράπησαν πάλι το 1980. Οι συναλλαγές με προθεσμία μπορούν να χαρακτηρισθούν κερδοσκοπικές. Οι προθεσμιακές πράξεις γίνονταν σχεδόν όπως και αυτές με μετρητά. Γίνονταν εκφώνηση και αντιφώνηση στην συνεδρίαση και έκδοση του Πινακιδίου την ίδια μέρα. Απαιτείτο βέβαια η καταβολή κάποιας εγγύησης, που ήταν σίγουρα ένα ποσοστό 50% επί της αξίας της συναλλαγής. Σαν εγγύηση όμως εκτός από χρήματα, μπορούσαν να δοθούν ομολογίες

ιδιωτικών φορέων και του δημοσίου, εγγοητικές επιστολές, άλλες μετοχές, κ.λ.π. Χρήση προθεσμιακών συναλλαγών έκαναν και αγοραστές και πωλητές. Όταν ένας π.χ. προέβλεπε άνοδο σε μία μετοχή, αγόραζε κάμποσα κομμάτια με προθεσμία και αν η πρόβλεψη του επαληθευόταν μέσα σε ορισμένο χρονικό διάστημα που καθορίζονταν από πριν, π.χ. 20 ημέρες, μετά το τέλος του εικοσαημέρου ο επενδυτής πουλούσε κλείνοντας έτσι την προθεσμιακή του πράξη και κερδίζοντας επίσης αρκετά χρήματα σε λίγο χρόνο. Αν βέβαια ήθελε ο επενδυτής και εφόσον η τιμή πώλησης ήταν υψηλότερη αυτής της αγοράς, μπορούσε να πουλήσει πριν την συμφωνημένη ημερομηνία και να κλείσει την προθεσμιακή του πράξη. Όταν κάποιος προέβλεπε πτώση της τιμής μιας μετοχής μέσα σε ένα καθορισμένο βραχυπρόθεσμο διάστημα, τότε ασ μην είχε τις μετοχές στην κατοχή του, πουλούσε με προθεσμία και αν υπήρχε στην συνέχεια πράγματι πτώση της τιμής των μετοχών που πούλησε, τότε στο τέλος του βραχυπρόθεσμου διαστήματος αγόραζε τις μετοχές τις οποίες είχε πουλήσει από πριν, σε φτηνότερη τιμή, εξοφλούσε τον χρηματιστή και του έμενε κάποιο κέρδος. Έτσι περίπου λειτουργούσαν οι προθεσμιακές πράξεις.

7.8. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ

Αν ένας επενδυτής δεν έχει τις γνώσεις ή τον χρόνο για να ασχοληθεί με χρηματιστηριακές επενδύσεις από μόνος του, τότε μπορεί να καταφύγει σε έναν επενδυτικό-χρηματιστηριακό σύμβουλο. Τέτοιοι σύμβουλοι είναι επαγγελματίες εξειδικευμένα στελέχη με ανώτατες συνήθως σπουδές και τα βρίσκεις σε τράπεζες, χρηματιστηριακά γραφεία, επιχειρήσεις επενδυτικών συμβούλων, ιδιωτικά γραφεία, κ.λ.π. Οι χρηματιστηριακοί σύμβουλοι μπορεί απλώς να συμβουλεύουν ή να αναλαμβάνουν πλήρως τις επενδύσεις των πελατών τους. Για την πλήρη ανάληψη των επενδύσεων εκ μέρους των πελατών τους, χρειάζεται να γίνει εξουσιοδότηση ώστε ο σύμβουλος να μπορεί να κινείται επενδυτικά όπως θα ήθελε. Επίσης χρειάζεται να εξουσιοδοτηθεί για να αποκτήσει την δυνατότητα να κινεί έναν τραπεζικό λογαριασμό διαμέσω του οποίου θα προβαίνει στις απαραίτητες συναλλαγές. Μπορεί να ορίζονται κάποια πλαίσια μέσα στα οποία, θα μπορεί να ελίσσεται ο επενδυτικός μας σύμβουλος προς επίτευξη κάποιων στόχων. Ο πελάτης, σε αντάλλαγμα των υπηρεσιών που του προσφέρει ο σύμβουλος, τον πληρώνει κάποια σταθερή αμοιβή. Όμως ανάλογα το μέγεθος του λογαριασμού, την κίνηση και τον χειρισμό αυτού, όπως και ανάλογα των επιτευχθέντων αποτελεσμάτων, μπορεί να συμφωνηθεί και μια επιπλέον αμοιβή.

7.9. Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Στο εξωτερικό, οι χρηματιστηριακές συναλλαγές έχουν την δυνατότητα χρηματοδότησης από τα χρηματιστηριακά γραφεία. Στην χώρα μας, δεν συμβαίνει αυτό.

Η χρηματοδότηση γίνεται είτε από οιαδήποτε των χρηματιστηριακών γραφείων, είτε από τραπεζικό δάνειο (call loan) που δίνεται στα γραφεία. Για να εξασφαλιστούν οι δανειστές συμβαίνουν τα εξής:

Ο χρηματιστής που δανείζει (χρηματοδοτεί) τον πελάτη του, παίρνει τα χρεόγραφα που αγοράζονται. Ο χρηματιστής που με την σειρά του δανειζεται από τράπεζα χρησιμοποιεί τα ίδια χρεόγραφα σαν ενέχυρο για να λάβει το δάνειο. Το ίδιο ισχύει και για τις προθεσμιακές πωλήσεις με την διαφορά ότι εδώ ο πωλών δανειζεται χρεόγραφα από τον χρηματιστή και καταβάλλει το 50% της αξίας της συναλλαγής σε μετρητά.

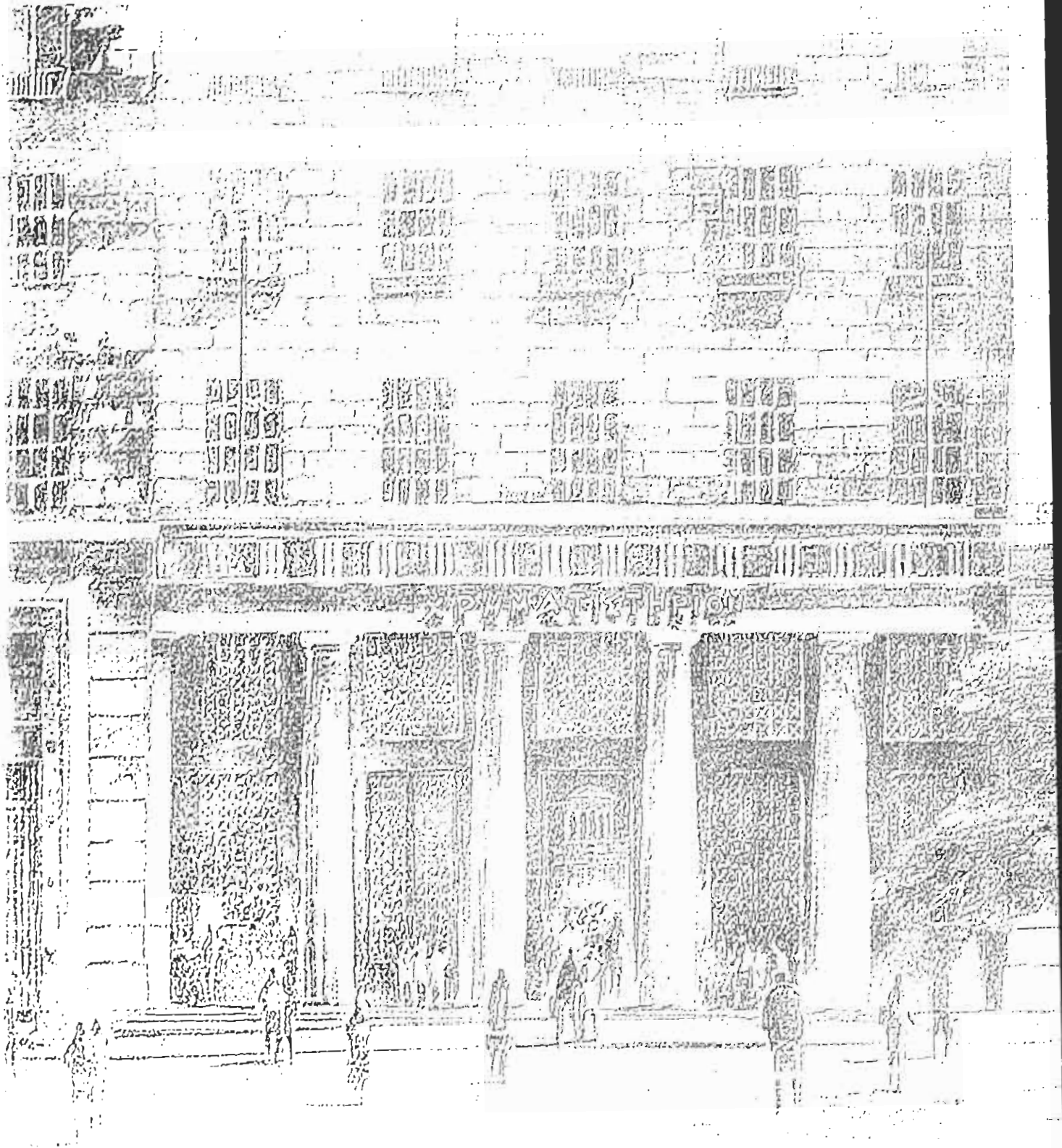
Σε όλες αυτές τις χρηματοδοτούμενες συναλλαγές, συμμετέχει και ο πελάτης-επενδυτής του χρηματιστηριακού γραφείου. Το ύψος της ίδιας συμμετοχής του πελάτη στην συναλλαγή καθορίζεται από τις νομισματικές αρχές και συνήθως είναι 50%. Αυτά τα χρηματιστηριακά δάνεια δεν είναι βέβαια άτοκα. Το επιτόκιο τους διακυμνείται μέσα στον χρόνο κατά την ευρύτερη πορεία των επιτοκίων, είναι όμως χαμηλότερο του βασικού επιτοκίου χορηγήσεων διότι το χρηματιστηριακό δάνειο είναι εγγυημένο με χρηματιστηριακά χρεόγραφα πράγμα που συνεπάγεται μικρό κίνδυνο.

Ο χρηματιστής έχει πολλούς λόγους να επιθυμεί την χρηματοδότηση. Δηλαδή, δανείζεται ο ίδιος για να χρηματοδοτήσει λογαριασμούς (margin accounts) των πελατών του, επειδή:

1. η πράξη συνεπάγεται για αυτόν μεγαλύτερη προμήθεια γιατί είναι υψηλότερη σε αξία λόγω της χρηματοδότησης (όταν το περιθώριο είναι 50%, όπως συνήθως ισχύει, η προμήθεια υπολογίζεται σε διπλάσια αξία χρεογράφων, αφού για χρεόγραφα 100 δραχμών χρειάζεται κατάθεση 50 δραχμών σαν ίδια συμμετοχή, πληρώνει όμως προμήθεια επί 100 δραχμών λόγω της 50% χρηματοδότησης). Αν όμως η συναλλαγή δεν χρηματοδοτηθεί, η αξία των χρεογράφων είναι μόνο η μισή αυτής με την χρηματοδότηση, δηλαδή στο παράδειγμά μας 50 δραχμές και η προμήθεια έτσι, του χρηματιστή θα υπολογισθεί επί 50 δραχμών. Δηλαδή ο χρηματιστής στην περίπτωση της μη χρηματοδότησης θα βγάλει λιγότερα χρήματα από την προμήθεια που παίρνει.
2. τα τρέχοντα χαμηλά επιτόκια που ανακοινώνονται αναφέρονται σε μεγάλο ύψος δανείων, πράγμα που κάθε πελάτης δεν μπορεί να επιτύχει μόνος του. Ο χρηματιστής λοιπόν, δανείζεται ο ίδιος για χάρη των πελατών του και αυξάνει με αυτό τον τρόπο τον όγκο των εργασιών του, δίνοντας την δυνατότητα στους πελάτες του να αγοράσουν πολύ μεγαλύτερη ποσότητα χρεογράφων από ότι θα είχαν από μόνοι τους. Συνέπεια της αύξησης του όγκου εργασιών των χρηματιστών είναι η αύξηση των προμηθειών που παίρνουνε, γιατί αυξημένος όγκος σημαίνει νέες πράξεις.
3. οι χρηματιστές χρηματοδοτούν τους πελάτες τους με επιτόκιο λίγο υψηλότερο από αυτό με το οποίο οι ίδιοι δανείζονται από την τράπεζα, κερδίζοντας έτσι ακόμα περισσότερα χρήματα, εκτός από αυτά της προμήθειας. Τα επιτόκια των χρηματιστηριακών δανείων είναι κλιμακούμενα, χαμηλά για μικρά ποσά δανείων και υψηλότερα για μεγάλα δανειστικά ποσά. Όμως αξίζει να σημειώσουμε ότι ο τόκος των δανείων υπολογίζεται συχνά σε μικρά χρονικά διαστήματα, π.χ. κάθε μήνα, πράγμα που επιβαρύνει τον πελάτη-επενδυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΝΤΟΛΕΣ & ΕΚΤΕΛΕΣΗ



8.1. ΟΙ ΕΝΤΟΛΕΣ - ΓΕΝΙΚΑ

Σε όλα τα χρηματιστήρια, οι εντολές που δίνονται από τους επενδυτές παίζουν σπουδαίο ρόλο γιατί από αυτές θα εξαρτηθεί εάν θα αυξησει ή θα εξασφαλίσει κάποια κέρδη ή αν θα αποφύγει ή θα περιορίσει κάποιες ζημιές. Για αυτό με σαφήνεια θα πρέπει να καθορίζονται τα εξής στοιχεία:

1. το είδος της συναλλαγής (αγορά ή πώληση).
2. το χρεόγραφο - αντικείμενο της συναλλαγής
(κατανομάζοντάς το).
3. η τιμή (τρέχουσα της αγοράς ή εντός ορίων).
4. η ποσότητα (των χρεογράφων της συναλλαγής).
5. η χρονική διάρκεια ισχύος της εντολής
(1 μέρα, 2 μέρες, 1 εβδομάδα, ...).

Επίσης, υπάρχουν ειδικές εντολές κυρίως κερδοσκοπικές οι οποίες θα αναπτυχθούν αργότερα. Υπάρχουν ειδικού τύπου εντολές και πράξεις που χρησιμοποιούνται στα χρηματιστήρια με σκοπό να αυξήσουν τα κέρδη ή να περιορίσουν τις ζημιές. Παρά το γεγονός ότι δεν έχουν υιοθετηθεί από το ελληνικό επενδυτικό κοινό, θα αναφερθούν γιατί βοηθούν στην κατανόηση των χρηματιστηριακών κινήσεων και τακτικών. Οι εντολές θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως τεχνικές που είναι στην διάθεση του επενδυτή και μπορούν να συμβάλλουν στην επίτευξη του σκοπού του.

8.1.1. Εντολές Αγοράς ή Πώλησης

Οι εντολές αγοράς από τον πελάτη χρησιμοποιούνται σε τρεις περιπτώσεις:

1. όταν αναμένει μελλοντική αύξηση στην τιμή ενός συγκεκριμένου χρεογράφου και αγοράζει τοις μετρητοίς ή και με προθεσμία.
2. στην περίπτωση που έχει προβεί σε προθεσμιακή πώληση και θέλει να πραγματοποιήσει το κέρδος.
3. στην περίπτωση που έχει προβεί σε προθεσμιακή πώληση που κατέληξε σε ζημιές και θέλει να την κλείσει.

Οι εντολές πώλησης χρησιμοποιούνται στις ακόλουθες περιπτώσεις:

1. όταν θέλει να υλοποιήσει τα κεφαλαιακά κέρδη που έχει επιτεύξει έπειτα από μία αγορά.
2. όταν αναμένει έναρξη πτωτικής προεξίας κάποιου χρεογράφου που έχει.
3. όταν αναμένει συνέχιση της πτωτικής πορείας ενός χρεογράφου που έχει, για να περιορίσει έτσι τις κεφαλαιακές, χρηματικές απώλειες.
4. όταν αναμένει καλύτερη επίδοση των επενδυμένων κεφαλαίων σε ένα άλλο χρεόγραφο από ότι σε αυτό που είναι ως τώρα επενδυμένα τα χρήματά του.
5. όταν προβλέπει πτώση της τιμής ενός χρεογράφου σε βραχυπρόθεσμη βάση την οποία αν συμβεί εκμεταλλεύεται, δανειζόμενος στην αρχή τα συγκεκριμένα χρεόγραφα για να τα πουλήσει και μετά το πέρας του συμφωνηθέντος βραχυπρόθεσμου χρονικού διαστήματος αφού έχει πέσει η τιμή να τα αγοράσει, κερδίζοντας έτσι την διαφορά των δυο τιμών. Πρόκειται δηλαδή για προθεσμιακή πράξη.

8.1.2. Η Τιμή

Οι εντολές ως προς την τιμή μπορούν να διακριθούν σε:

1. εντολή αγοράς ή πώλησης στην υπάρχουσα τιμή της χρηματιστηριακής αγοράς.
2. εντολή η οποία ορίζει συγκεκριμένη τιμή.

Η πρώτη εντολή είναι γνωστή σαν (τρέχουσα) τιμή αγοράς (market order) και η δεύτερη σαν τιμή εντός ορίων (limit order).

- Τρέχουσα Τιμή (Market Order) -

Στην εντολή αυτή δεν ορίζεται συγκεκριμένη τιμή στην οποία το χρεόγραφο μπορεί να αγορασθεί ή να πωληθεί. Όταν φτάνει στον κύκλο η εντολή αυτή ο χρηματιστής θα πρέπει να την εκτελέσει στην καλύτερη δυνατή τιμή. Στην πράξη ο πελάτης όταν δίνει την εντολή ρωτά το χρηματιστηριακό γραφείο ποια είναι η τιμή του χρεογράφου οπότε αναμένει να γίνει η συναλλαγή στην τιμή που άκουσε ή σε καλύτερη. Πολλές φορές ακούγεται η φράση "στο καλύτερο" όπως έχουμε πει σε προηγούμενο κεφάλαιο, που σημαίνει στην περίπτωση εντολής αγοράς την τρέχουσα ή χαμηλότερη δυνατή τιμή και στην περίπτωση εντολής πώλησης την τρέχουσα ή υψηλότερη δυνατή. Υπάρχει όμως η περίπτωση, για όσον αφορά εντολή αγοράς, στην συνεδρίαση που θα γίνει να υπάρχει ανοδική τάση με αποτέλεσμα να αγορασθεί το χρεόγραφο λίγο ακριβότερα από ότι αναμενόταν. Παρόμοια, για εντολές πώλησης στην συνεδρίαση μπορεί να υπάρξει πτωτική τάση με αποτέλεσμα να πουληθεί ένα χρεόγραφο σε τιμή λίγο μικρότερη από την αναμενόμενη.

- Οριοθετημένες Εντολές (Limited Orders) -

Οι εντολές αυτές ορίζουν συγκεκριμένο όριο για το χρεόγραφο που πρόκειται να πωληθεί ή να αγορασθεί. Η εντολή αυτή συνηθίζεται σε μετοχές που παρουσιάζουν έντονη διακύμανση εντός κάποιων ορίων. Αν π.χ. μία μετοχή διακυμαίνεται ανάμεσα στις 6 με 8 χιλιάδες δραχμές και ενώ η τρέχουσα τιμή είναι 7000 δραχμές, θα μπορούσε να δοθεί εντολή πώλησης στις 7500 δραχμές που σημαίνει ότι ο χρηματιστής θα προσπαθήσει να πραγματοποιήσει την εντολή εφόσον η τιμή της μετοχής φτάσει τις 7500 δραχμές ή σε περισσότερο. Για την ίδια μετοχή αλλά όσον αφορά μια αγοραστική πράξη, θα μπορούσε να δοθεί εντολή αγοράς στις 6500 δραχμές που σημαίνει ότι ο χρηματιστής θα επιχειρούσε να εκτελέσει την εντολή μόνο αν η τιμή της μετοχής, από την τελευταία τρέχουσα τιμή των 7000 δραχμών έφτανε τις 6500 δραχμές ή και λιγότερο.

Οι οριοθετημένες εντολές υστερούν έναντι των εντολών τρέχουσας τιμής από την άποψη ότι δεν είναι σίγουρο ότι θα εκτελεσθούν. Αν δηλαδή η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής είναι 10.000 και δοθεί εντολή αγοράς αυτής στις 9.500 ενδέχεται στην συνεδρίαση που θα γίνει, η τιμή να αυξηθεί παραπέρα των 10.000 ή να πέσει αλλά όχι όσο θα έπρεπε ώστε να γίνει δυνατή η ενεργοποίηση της εντολής όπως π.χ. να φτάσει τις 9.550 δραχμές και ύστερα να μείνει σε αυτό το σημείο ή να αυξηθεί ξανά. Σημασία έχει ότι τις 9.500 δραχμές δεν τις έπιασε, αν και τις πλησίασε αρκετά, με αποτέλεσμα να μην σταθεί δυνατό να ενεργοποιηθεί η εντολή και να εκτελεσθεί. Ίσως ο επενδυτής, την στιγμή που η τιμή της μετοχής στην συνεδρίαση είχε φτάσει τις 9.550 δραχμές, να έχανε μια πολύ καλή επενδυτική ευκαιρία με την παραδοχή ότι η μετοχή για το ερχόμενο χρονικό διάστημα θα παρουσίαζε μια ανοδική τάση. Κατά παρόμοιο τρόπο, σε μια εντολή πώλησης, ένας επενδυτής μπορεί να μην κατάφερνε να πουλήσει τις μετοχές του σε μια καλή τιμή επειδή είχε καθορίσει με την εντολή πώλησης μια πιο μεγάλη τιμή.

Από τις οριοθετημένες εντολές είναι αρκετά πιθανότερο να πραγματοποιηθούν ορισμένες από αυτές που τα όριά τους είναι κοντινά προς τις τρέχουσες τιμές. Όμως τότε εκλείπει σημαντικά ο λόγος που χρησιμοποιούνται, δηλαδή της μεγιστοποίησης του οφέλους, αφού τα κέρδη θα είναι ελάχιστα υψηλότερα από ότι θα ήταν αν οι συναλλαγές πραγματοποιούνταν με εντολές σε τρέχουσες τιμές. Παρόλα αυτά η κατηγορία των οριοθετημένων εντολών είναι η δεύτερη πιο δημοφιλής μετά την κατηγορία των εντολών τρέχουσας τιμής.

8.1.3. Μέγεθος Εντολής

Λέγοντας μέγεθος εντολής εννοούμε την ποσότητα των χρεογράφων μιας συναλλαγής. Η ποσότητα αυτή θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίση με την μονάδα διαπραγμάτευσης ή πολλαπλάσια αυτής. Συνηθέστερες μονάδες διαπραγμάτευσης είναι τα 25 κομμάτια και τα 10 κομμάτια. Όμως ορισμένα χρεόγραφα έχουν σαν μονάδα διαπραγμάτευσης τα 5 κομμάτια ή ακόμα και το 1 μόνο κομμάτι. Οι μονάδες διαπραγμάτευσης των μετοχών δημοσιεύονται σε ορισμένες εφημερίδες, όπως "ΤΟ ΒΗΜΑ" στις σελίδες του χρηματιστηρίου, στην στήλη: μονάδα διαπραγμάτευσης, αλλιώς μπορούμε να μάθουμε την μονάδα διαπραγμάτευσης για το χρεόγραφο που μας ενδιαφέρει, ρωτώντας τον χρηματιστή μας. Τα χρεόγραφα που συναλλάσσονται συνήθως είναι τυπωμένα σε τίτλους στην μονάδα διαπραγμάτευσης, δηλαδή οι μετοχές μιας εταιρίας που η μονάδα διαπραγμάτευσης είναι το 25, είναι τυπωμένες σε τίτλους των 25 μετοχών ο καθένας και συναλλάσσονται τουλάχιστον ανά 25 μετοχές, ή πολλαπλάσιο του 25, όπως 50 μετοχές, 75, 100, 125, κ.ο.κ. Βέβαια δεν αποκλείεται ενώ η μονάδα διαπραγμάτευσης μιας μετοχής είναι το 25, να παραδοθούν σε έναν αγοραστή αντί τίτλων των 25 μετοχών, 5 τίτλοι των 5 μετοχών ο καθένας (όπου $5 * 5 = 25$, όσο είναι δηλαδή και η μονάδα διαπραγμάτευσης). Δεν είναι δηλαδή αναγκαστικό και σίγουρο ότι οι μετοχές είναι τυπωμένες σε τίτλους που είναι όσο και ο αριθμός της μονάδας διαπραγμάτευσης. Κάθε αριθμός χρεογράφων που είναι μικρότερος της μονάδας διαπραγμάτευσης λέγεται "ρετάλι". Όταν δηλαδή η μονάδα διαπραγμάτευσης είναι το 25, ρετάλια είναι τα χρεόγραφα που είναι από 1 ως 24. Όταν η μονάδα διαπραγμάτευσης είναι το 10, ρετάλια είναι τα χρεόγραφα από 1 ως 9 κομμάτια. Για μονάδα διαπραγμάτευσης ίση με το 5, ρετάλια είναι από 1 κομμάτι έως και 4, ενώ για μονάδα διαπραγμάτευσης ίση με 1 κομμάτι, δεν μπορούν να υπάρξουν ρετάλια. Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι τα ρετάλια πίνουν μικρότερη τιμή αν γίνει προσπάθεια να πουληθούν από ότι πίνουν αυτά που είναι ίσα ή πολλαπλάσια της μονάδας διαπραγμάτευσης, υπό συνήθεις καταστάσεις.

8.1.4. Διάρκεια των Εντολών

Οι εντολές όταν δίνονται πρέπει να ορίζουν την χρονική διάρκεια ισχύος τους. Εάν δεν ορίζεται η διάρκεια ισχύος τους τότε θεωρούνται ημερήσιες και η δοθείσα εντολή θα ισχύει για μία μέρα, για την πρώτη δηλαδή χρηματιστηριακή συνεδρίαση που πρόκειται να γίνει. Ο χρηματιστής θα προσπαθήσει να την εκτελέσει, εάν δεν τα καταφέρει δεν θα ξαναπροσπαθήσει στην επόμενη συνεδρίαση αν δεν λάβει πρώτα ανανέωση της εντολής. Η εντολή αγοράς και πώλησης στην τρέχουσα τιμή είναι ημερήσια. Ο επενδυτής μπορεί εφόσον ο χρηματιστής το δεχτεί, να δώσει εντολή που να ισχύει μέχρι ορισμένης ώρας και όχι για όλη τη διάρκεια της συνεδρίασης. Η διάρκεια μιας εντολής εκτός από ημερήσιας ισχύος μπορεί να είναι δύο ημερών, τριών, τεσσάρων, όσο θέλει ο επενδυτής. Μπορεί να είναι μιας εβδομάδας, δύο, ενός μηνός, κ.λ.π. Όσο θέλει ο επενδυτής, αρκεί να μην πρόκειται για κάτι το εξωπραγματικό. Προφανώς, κανένας χρηματιστής δεν θα

θελήσει να ασχοληθεί με μια εντολή με διάρκεια ισχύος έξι μηνών, εννέα μηνών, ενός χρόνου ή παραπάνω.

Μπορούν να δοθούν και **ανοιχτές εντολές** οι οποίες ισχύουν μέχρι να ακυρωθούν από τον εντολέα ή μέχρι να εκτελεσθούν από τον χρηματιστή. Εννοείτε βέβαια πως θα πρέπει να βρίσκονται μέσα σε κάποια λογικά πλαίσια. Δεν νοήτε να είναι απεριόριστης διάρκειας. Οι εντολές μεγάλης διάρκειας όπως π.χ. 1ος μηνός ή οι ανοιχτές, είναι φυσικό να δίνονται από γνωστούς και συχνούς, καλούς πελάτες των χρηματιστών. Οι εντολές αυτές που έχουν μεγάλη διάρκεια συνήθως αποσκοπούνε στο να εκμεταλλευθούν τις διακυμάνσεις στις τιμές των χρηματιστηριακών τίτλων που έρχονται αναπάντεχα.

Στην ανοιχτή εντολή είναι αρκετά εύκολο να δημιουργηθεί κάποια παρεξήγηση αν ο πελάτης ξεχάσει να την ακυρώσει σε κάποιο χρονικό σημείο ή ο χρηματιστής ξεχάσει ότι ακυρώθηκε, με αποτέλεσμα να εκτελεσθεί η εντολή. Για αυτό τον λόγο στα περισσότερα διεθνή χρηματιστήρια δεν ισχύει η καθαυτό ανοιχτή εντολή, αλλά εντολές με προκαθορισμένη μεγάλη διάρκεια, μετά το πέρας των οποίων, παύουν να ισχύουν.

8.1.5. Ειδικές Εντολές

Οι ειδικές εντολές λειτουργούν προς όφελος του πελάτη και σκοπό έχουν είτε την εξασφάλιση πραγματοποίησης επιτευχθέντων ήδη κερδών είτε τον περιορισμό των ζημιών, σε περίπτωση κίνησης των τιμών σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή που αναμένεται. Σε αυτές τις περιπτώσεις δίνεται εντολή αγοράς ή πώλησης σε συγκεκριμένη τιμή. Όταν η τιμή φτάσει το όριο που δόθηκε ή το περάσει, ενεργοποιούνται (οι ειδικές εντολές) σαν εντολές σε τρέχουσα τιμή της χρηματιστηριακής αγοράς ή στο καλύτερο. Οι κυριότερες από τις ειδικές εντολές είναι γνωστές σαν **stop orders** που αναπτύσσονται στην συνέχεια όπως και ορισμένες άλλες εντολές που αποβλέπουν σε παρεμφερείς σκοπούς.

- Stop Orders -

Ανάλογα με τον σκοπό που επιδιώκουν αυτές διακρίνονται σε **stop orders** που χρησιμοποιούνται όταν θέλεις να προστατεύσεις τα κέρδη σου και σε **stop-loss orders** όταν θέλεις να αποφύγεις ζημιές.

Η stop order για πώληση μετατρέπεται σε εντολή που πρέπει να εκτελεσθεί (δηλαδή **market order**) όταν το χρεόγραφο πωλείται στη συγκεκριμένη τιμή (**stop price**) ή πιο κάτω. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής αγόρασε μια μετοχή στις 6.500 δραχμές ενώ τώρα βρίσκεται στις 8.500 δραχμές. Έχει σημαντικά κέρδη και θέλει να τα προστατεύσει. Έτσι, δίνει στον χρηματιστή του **stop order** στις 7.500 δραχμές, να πωλήσει δηλαδή όταν φτάσει στις 7.500 δρχ. Αν όντως η μετοχή πέσει στις 7.500, μετατρέπεται σε εντολή που πρέπει να εκτελεσθεί (**market order**) σε αυτή την τιμή ή πιο κάτω από αυτή. Έτσι εξασφαλίζει μεγάλο μέρος των κερδών του και προστατεύεται και από επιπλέον πτώση.

Η stop order για αγορά μετατρέπεται σε τρέχουσα τιμή, σε εντολή δηλαδή που πρέπει να εκτελεσθεί, όταν το χρεόγραφο πωλείται στην συγκεκριμένη τιμή ή πιο πάνω από αυτή. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής πιστεύοντας ότι η αγορά θα έχει πτωτική πορεία, πωλεί προθεσμιακά στις 8.500 δραχμές. Δεν έπεσε έξω στην πρόβλεψή του και η μετοχή έπεσε στις 7.000 δραχμές. Έχει ήδη πραγματοποιήσει ένα κέρδος 1.500 δραχμών ανά μετοχή. Για να προστατεύσει το κέρδος του δίνει εντολή να αγοράσει τις μετοχές που πούλησε προθεσμιακά στις 7.300 δραχμές. Έτσι, παρόλο που μειώνεται το κέρδος του από 1.500 σε 1.200 δραχμές ή και περισσότερο, έχει ακόμα κέρδος ενώ

ταυτόχρονα παραμένει στο παιχνίδι αν τυχόν η μετοχή συνεχίσει την πτωτική πορεία αφού δεν θα έχει φτάσει την stop price ή υψηλότερα, δηλαδή τις 7.300 δραχμές και επομένως δεν δύναται να αγορασθούν οι μετοχές.

Όταν θέλεις να εμποδίσεις ζημιές χρησιμοποιείς παραλλαγή της προηγούμενης τεχνικής γνωστής σαν **stop-loss order**. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι όταν στο πρώτο παράδειγμα που παρουσιάσαμε, αγοράστηκαν μετοχές στις 6.500 θα μπορούσε να δοθεί εντολή πώλησης στις 6.100 δραχμές, προνοώντας για την περίπτωση που η αγορά ακολουθήσει πτωτική πορεία (πράγμα που σημαίνει ότι έκανε λανθασμένη πρόβλεψη). Ενεργώντας με αυτό τον τρόπο, αποδέχεται μεν περιορισμένες ζημιές, αποτρέπει δε μεγαλύτερες ζημιές (κάτω από την τιμή των 6.100 δραχμών).

Στην περίπτωση κερδοσκοπικής προσπάθειας με χρήση της προθεσμιακής πώλησης υποθέτουμε ότι, στο δεύτερο παράδειμά μας που είχαμε πώληση στις 8.500 δραχμές, για να εξασφαλιστούμε στην περίπτωση που δεν επαληθευτεί η πρόβλεψη για πτωτική πορεία στην τιμή, δίνουμε εντολή αγοράς στις 8.800 δραχμές. Πράγματι, αντίθετα με την πρόβλεψη η τιμή της μετοχής είναι ανοδική και σύμφωνα με την εντολή, ο χρηματιστής αγοράζει τις μετοχές που πούλησε ο επενδυτής μας προθεσμιακά (στις 8.500 δραχμές) αντί 8.800 ή πιο πάνω. Έτσι ο επενδυτής μας υφίσταται ζημιά μόνο 300 δραχμές περίπου ανά μετοχή, που λόγω λανθασμένης πρόβλεψης περί πτωτικής πορείας, αν δεν είχε δοθεί stop-loss order, η ζημιά θα ήταν μάλλον μεγαλύτερη.

Γίνεται πιστεύουμε αντιληπτό ότι οι τεχνικές αυτές γίνονται είτε για να προστατεύουν τον κύριο όγκο των κερδών τους οι επενδυτές, είτε για να αποφεύγουν μεγάλες ζημιές σε περίπτωση μη επαλήθευσης των προβλέψεών τους. Όμως έχουν και τα αδύνατα σημεία τους. Πολλές φορές σωρεύεται μεγάλος αριθμός stop orders που προξενούν ένταση και ξαφνικές αλλαγές στην πορεία των τιμών, λόγω της ταυτόχρονης μετατροπής τους σε εντολές αγοράς που πρέπει να εκτελεσθούν, με συνέπεια μέχρι και να αναστέλλεται η διαπραγμάτευση αυτών των μετοχών από τις χρηματιστηριακές συνεδριάσεις. Άλλοι σοβαροί κίνδυνοι που εγκυμονούν αυτές οι εντολές είναι η πιθανότητα προσωρινής αντιστροφής της τάσης, ιδιαίτερα όταν οι τιμές ορίζονται πολύ κοντά στην τρέχουσα τιμή αγοράς. Αν τυχόν ενεργοποιηθεί μια stop order γιατί η τιμή του χρεογράφου στην αγορά έφτασε την stop price, αλλά αμέσως μετά αναστρέφει η τάση, ο εντολέας ήδη υποβλήθηκε στη δαπάνη της προμήθειας και αν τυχόν ήθελε να ανακτήσει την προηγούμενη επενδυτική του θέση θα πρέπει να υποβληθεί εκ νέου σε νέα πράξη οπότε και σε πληρωμή νέας προμήθειας.

- Άλλες Εντολές -

Υπάρχουν ακόμα μερικές άλλες εντολές που η κάθε μία ενδεικνύεται ανάλογα τις προθέσεις και προσδοκίες του κάθε επενδυτή. Αυτές είναι οι εντολές αγοράς ή πώλησης "στο άνοιγμα", "στο κλείσιμο" και η τακτική του "μουαγιέ".

Η εντολή για αγοραπωλησία ενός χρεογράφου στο άνοιγμα σημαίνει ότι η συναλλαγή θα γίνει στην τιμή την οποία σημειώθηκε πράξη (πράξη = συμφωνία αγοραστή και πωλητή για μια ποσότητα ενός συγκεκριμένου χρεογράφου σε μια ορισμένη τιμή) για πρώτη φορά στην συνεδρίαση της μέρας όπου δόθηκε η εντολή. Προφανώς αυτός που χρησιμοποιεί αυτή την τακτική, πιστεύει πως το χρεόγραφο θα κινηθεί όπως υποδεικνύουν οι τάσεις της αγοράς κατά την λήξη της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης.

Η εντολή στο κλείσιμο γίνεται στα περισσότερα χρηματιστήρια, στα τελευταία δευτερόλεπτα της συνεδρίασης και όχι στην τιμή που σημειώνεται η τελευταία συναλλαγή. Για την αποφυγή προβλημάτων τα χρηματιστήρια συνήθως ορίζουν πόσα δευτερόλεπτα πριν την λήξη της συνεδρίασης μπορούν να εκτελεσθούν οι εντολές για να θεωρούνται ότι έγιναν στο κλείσιμο. Στο ελληνικό χρηματιστήριο οι εντολές αυτές πραγματοποιούνται αφού χτυπήσει το "καμπανάκι".

Το **μουαγιέ** είναι μια τακτική που ακολουθείται συχνά στο δικό μας χρηματιστήριο. Σκοπός του είναι η επίτευξη ενός καλύτερου μέσου όρου στις τιμές των συναλλαγών μας. Στην περίπτωση αγοράς αντί να αγοράσουμε π.χ. 1000 μετοχές στην τρέχουσα τιμή μιας συγκεκριμένης μέρας (π.χ. 5000 δραχμές), προβαίνουμε σε αλληπάληδες αγορές ώστε να μειωθεί η μέση τιμή κτήσης των και χαμηλώνοντας το μουαγιέ μας. Συγκεκριμένα θα μπορούσαμε να αγοράσουμε 500 μετοχές την πρώτη ημέρα με 5000 δραχμές την μία όπως είπαμε, 300 μετοχές την επόμενη ημέρα με 4950 δραχμές την μία και 200 μετοχές την μεθεπόμενη ημέρα με 4800 δραχμές την μία. Τότε η μέση τιμή κτήσης διαμορφώνεται στις 4945 δραχμές ανά μετοχή, ενώ αν αγοράζαμε και τις 1000 μετοχές την πρώτη ημέρα η (μέση) τιμή κτήσης θα ήταν 5000 δραχμές. Το μουαγιέ θα πρέπει να πραγματοποιείται όταν αναμένεται ότι η αγορά πλησιάζει στο τέλος μιας καθοδικής πορείας, για να επιτεύξουμε από τα καλύτερα δυνατά μέσα κόστη κτήσης κάποιων μετοχών και όχι απλώς για να χαμηλώσουμε το μουαγιέ μας.

Η τακτική μουαγιέ σε περίπτωση πώλησης είναι παρόμοια, όπως και στην αγορά μόνο που εδώ θα πρέπει να προσπαθήσουμε να κάνουμε διαδοχικές πωλήσεις στο σημείο που θα πλησιάζει το τέλος μιας ανοδικής φάσης της αγοράς ώστε να επιτεύξουμε την μεγιστοποίηση των κερδών μας μέσα από την μέση τιμή των πωλήσεών μας. Δηλαδή σκοπός μας στην προκειμένη περίπτωση είναι να αυξήσουμε κατά τα δυνατό το μουαγιέ μας.

8.2. ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ

Σε αυτό το μέρος θα μιλήσουμε για την μέθοδο που χρησιμοποιείται από τους χρηματιστές για την εκτέλεση των εντολών μέσω της σύναψης συναλλαγών. Στην Ελλάδα χρησιμοποιείται η μέθοδος της εκφώνησης (είτε αφορά αγορά είτε πώληση) και αντιφώνησης (που αφορά την αποδοχή της εκφωνούμενης πρότασης για αγορά ή πώληση). Αναλυτικά έχουμε:

8.2.1. Χειρισμός Εντολών

Η αγορά ή πώληση των χρηματιστηριακών χρεογράφων γίνεται με εκφώνηση που απευθύνεται σε όλους τους παρευρισκόμενους χρηματιστές στην συνεδρίαση, η οποία πρέπει να περιέχει το όνομα του χρεογράφου, την ποσότητά του και την τιμή. Η πρόταση αγοράς ή πώλησης εκτός του προφορικού λόγου συνοδεύεται και από χαρακτηριστικές κινήσεις των δακτύλων ή της παλάμης με τις οποίες δηλώνεται το είδος της συναλλαγής (μετρητοίς ή προθεσμία). Μια χαρακτηριστική εκφώνηση αγοράς π.χ. 50 μετοχών της εταιρίας Ηρακλής στην τιμή των 3500 δραχμών ανά κομμάτι, είναι: "Ηρακλή, τρεισήμισι χιλιάδες, θέλω πενήντα".

Κλείστρον μια πράξη, δηλαδή πραγματοποιείται μια συναλλαγή όταν ένας άλλος χρηματιστής που έχει αντίθετη εντολή (ως προς το χρεόγραφο, την ποσότητα και την τιμή) από τον εκφωνούντα, με αντιφώνηση δηλώνει ότι αποδέχεται την προσφορά. Στο παράδειγμά μας θα κλείσει η πράξη όταν ένας άλλος χρηματιστής έχει εντολή για πώληση 50 μετοχών Ηρακλή στις 3500 δραχμές. Συνηθισμένες εκφράσεις που ακούγονται σαν αντιφώνηση είναι "στα δώσα", όταν γίνεται αποδεκτή μια προσφορά αγοράς όπως στο παράδειγμά μας και "στα πήρα", όταν γίνεται αποδεκτή μια προσφορά πώλησης.

Μια χαρακτηριστική εκφώνηση για πώληση 50 μετοχών της εταιρίας TITAN στις 10.000 δραχμές ανά κομμάτι, είναι: "TITAN, δέκα χιλιάδες, δίνω πενήντα". Οσον αφορά εκφώνηση για ρετάλια, συνήθως επειδή σχεδόν κανείς δεν ενδιαφέρεται για κομμάτια που αποτελούν μια ποσότητα μικρότερη της μονάδας διαπραγμάτευσης, εάν κλείσει πράξη, θα επιτευχθεί με μικρότερη μοναδιαία τιμή χρεογράφου σε σχέση με αυτή που ισχύει για ποσότητα ίση με την μονάδα διαπραγμάτευσης ή πολλαπλάσια.

Σε μερικές χώρες επιτρέπεται στα χρηματιστηριακά γραφεία να κάνουν συναλλαγές και εκτός κύκλου. Συγκεκριμένα, όσα από τα χρηματιστηριακά γραφεία ενδιαφέρονται, αναρτούν στα γραφεία τους και στον χώρο του χρηματιστηρίου, πίνακα που αναφέρει τις μετοχές, ποσότητες αυτών, τιμές αγοράς και πώλησης. Ο πελάτης εφόσον το θέλει και τον συμφέρει, δηλώνει σαφώς στο χρηματιστηριακό γραφείο την επιθυμία του να πραγματοποιήσει μια συναλλαγή εκτός κύκλου (δηλαδή εκτός της χρηματιστηριακής συνεδρίασης). Συνήθως η διαφορά μεταξύ των τιμών στις "εντός" και "εκτός" κύκλου συναλλαγές είναι αμελητέα.

8.2.2. Σειρά Προτεραιότητας στην Εκτέλεση των Εντολών

Όταν εκτελούνται οι εντολές ο κάθε χρηματιστής οφείλει να προσπαθήσει να πετύχει την καλύτερη δυνατή τιμή για τον πελάτη του. Αυτό σημαίνει ότι σε περίπτωση αγοράς χρεογράφων, θα πρέπει να αγοράσει στην τρέχουσα τιμή ή σε μικρότερη, ενώ σε περίπτωση πώλησης στην τρέχουσα τιμή ή σε μεγαλύτερη. Οι τιμές, γενικά, μπορούμε να πούμε ότι καθορίζονται από τις ζητούμενες και προσφερόμενες ποσότητες για κάθε χρεόγραφο ξεχωριστά, βάσει του οικονομικού νόμου της ζήτησης και της προσφοράς (The Law of Demand and Supply). Όμως μπορεί να τύχει περισσότεροι από ένα χρηματιστή, να έχουν εκφωνήσει προσφορά για αγορά ή πώληση, όλοι τους στην ίδια τιμή. Τι γίνεται τότε; Ποιος θα ικανοποιηθεί πρώτα αν υπάρξει αντιφώνηση από άλλον χρηματιστή;

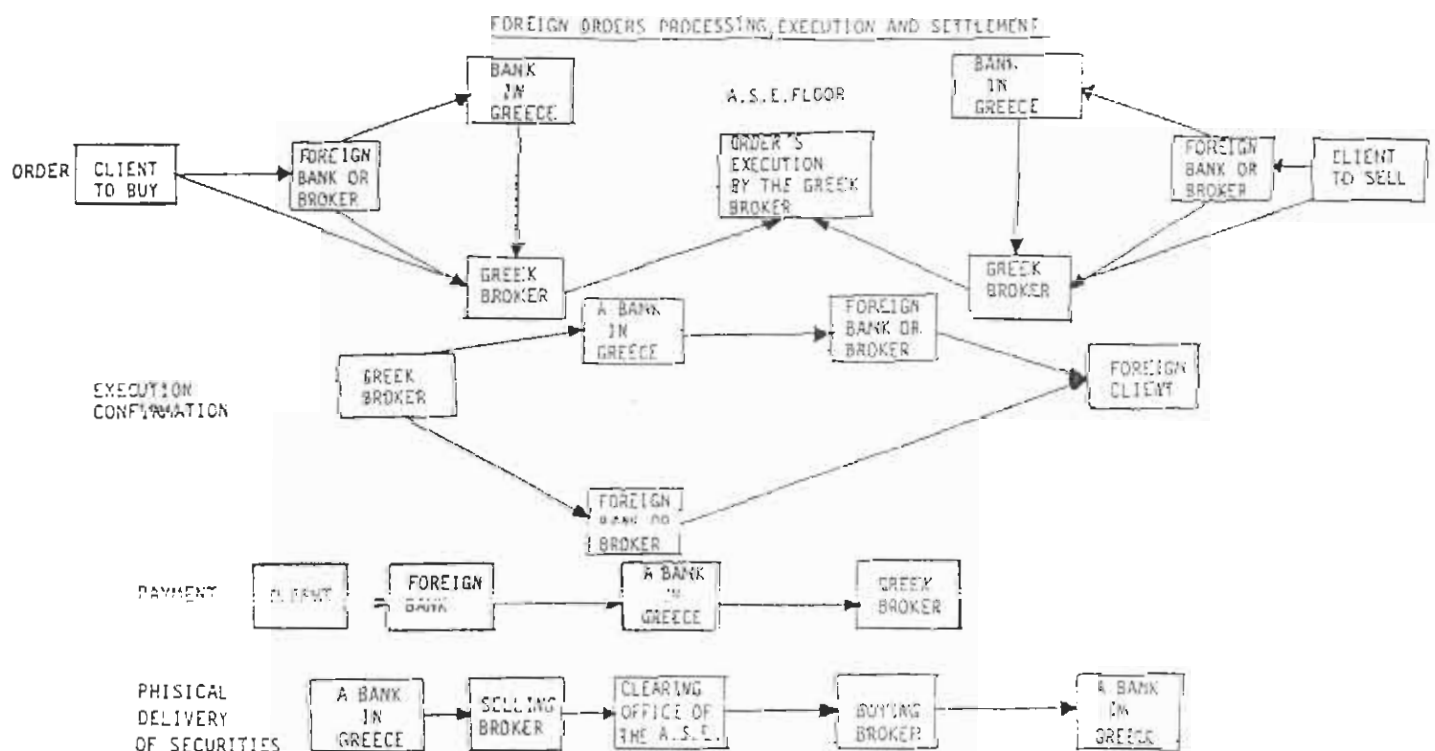
Θα ικανοποιηθεί πρώτα ο χρηματιστής εκείνος που έκανε πρώτος την εκφώνηση. Εάν περισσεύουν και άλλα χρεόγραφα, θα ικανοποιηθεί ο χρηματιστής που έκανε την δεύτερη κατά χρονική σειρά εκφώνηση, κ.ο.κ. Δηλαδή ισχύει η σειρά προτεραιότητας. Για να γίνει κατανοητό δίδουμε το παρακάτω παράδειγμα:

Ας υποθέσουμε ότι τρεις χρηματιστές, ο Α, ο Β και ο Γ έκαναν κατά χρονική σειρά εκφώνηση για αγορά του ίδιου χρεογράφου, στην ίδια τιμή, με μόνη διαφορά την ζητούμενη ποσότητα.

Χρόνος	Αγορά	ποσότητα	Πώληση
11 ώρα 11min 11"	Χρηματιστής Α	50 κομμάτια	
11 ώρα 11min 19"	Χρηματιστής Β	75 κομμάτια	
11 ώρα 11min 57"	Χρηματιστής Γ	50 κομμάτια	↙ Χρηματιστής Δ ↓ 125 κομμάτια

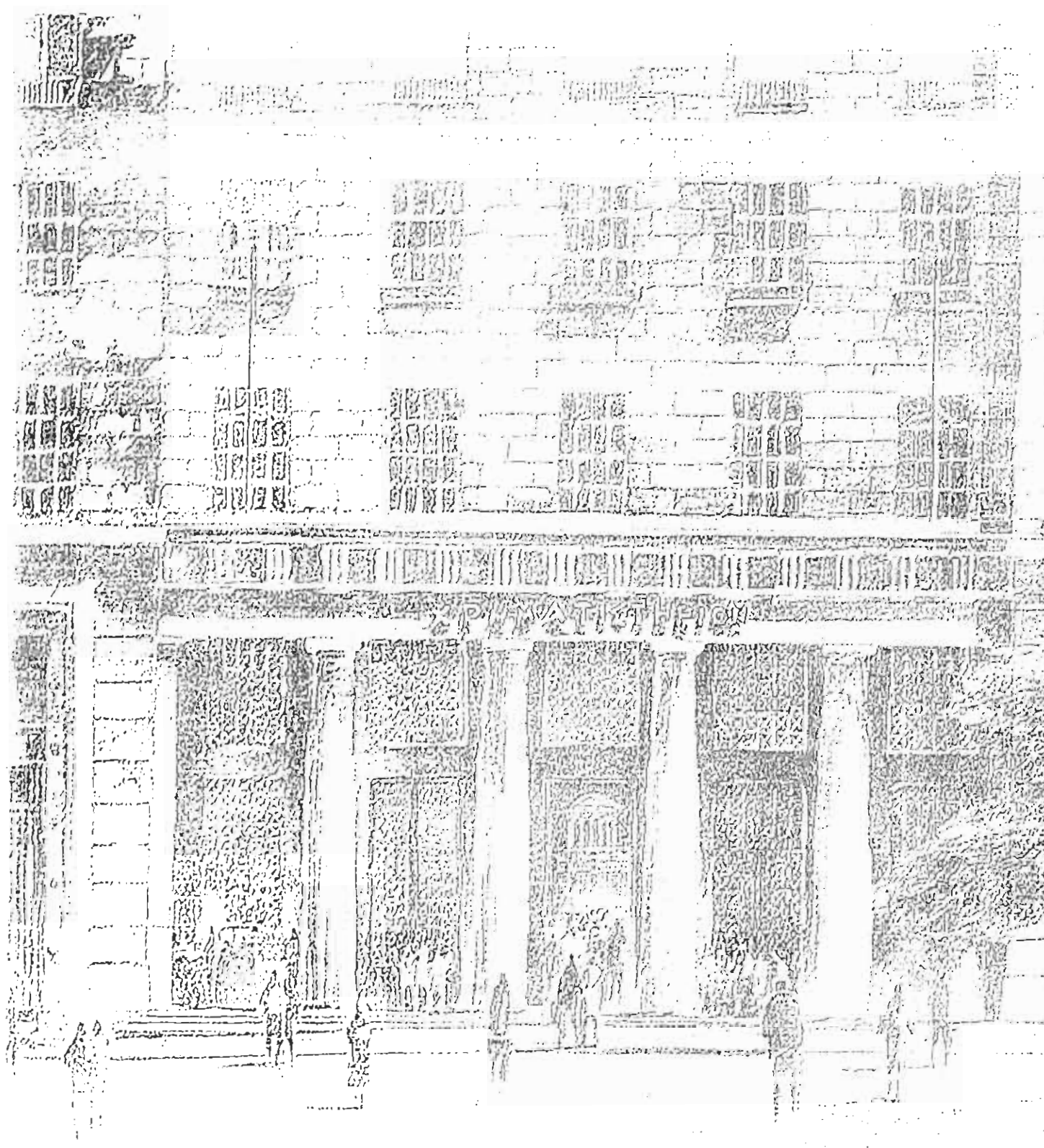
Οι χρηματιστές Α, Β, Γ έκαναν στους χρόνους που αναφέρονται και για τις ποσότητες που περιγράφονται, εκφωνήσεις. Η σειρά προτεραιότητας είναι, πρώτα ο Α, δεύτερα ο Β, τρίτα ο Γ. Στον ίδιο χρόνο που έγινε εκφώνηση από τον Γ, ο χρηματιστής Δ έκανε εκφώνηση για πώληση 125 κομματιών του χρεογράφου που ζητάνε οι άλλοι τρεις. Παρόλο που έγινε ταυτόχρονα με την εκφώνηση του Γ, ο τελευταίος δεν θα ικανοποιηθεί. Θα ικανοποιηθούν οι χρηματιστές Α και Β που ζητάνε 50 και 75 κομμάτια αντίστοιχα, όπου αθροιστικά είναι όσα πουλάει ο Δ, δηλαδή 125 ($50 + 75 = 125$). Ο χρηματιστής Γ

θα ικανοποιηθεί πρώτος στην περίπτωση που η επόμενη συναλλαγή γίνει στην ίδια τιμή, επειδή θα έχει προτεραιότητα έναντι κάποιων άλλων χρηματιστών που μπορεί να κάνουν εκφώνηση για το ίδιο χρεόγραφο, στην ίδια τιμή. Ο χρηματιστής Δ, αξίζει να πούμε ότι, δεν μπορεί να μοιράσει τα 125 χρεόγραφα του μεταξύ των τριών χρηματιστών Α, Β και Γ, ούτε και μπορεί να διαλέξει δύο από τους τρεις, στους οποίους θα προμηθεύσει τα χρεόγραφα. Ισχύει αποκλειστικά η χρονική προτεραιότητα. Τέλος, πρέπει να πούμε ότι δεν υπάρχει κάποια πραγματική χρονομέτρηση. Την σειρά προτεραιότητας την τηρούν οι χρηματιστές από μόνοι τους. Επίσης, εάν υπάρχουν δύο ταυτόχρονες εκφωνήσεις για αγορά ή πώληση και οι δύο, για το ίδιο χρεόγραφο και την ίδια τιμή, σε περίπτωση που εμφανιστεί ένας χρηματιστής με ακριβώς αντίθετη εντολή, αφού σειρά προτεραιότητας δεν υφίσταται μεταξύ των δύο ιδίων εκφωνήσεων μιας και έγιναν στον αυτό χρόνο, θα ικανοποιηθεί αυτή που αφορά μεγαλύτερη ποσότητα.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ



9.1. ΓΕΝΙΚΑ

Οι χρηματιστηριακές επενδύσεις, ιδιαίτερα αυτές του βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα είναι καθαρά κερδοσκοπικές, σε αντίθεση με αυτές του μακροπρόθεσμου χαρακτήρα που είναι περισσότερο επένδυση.

Οι κερδοσκοπικές συναλλαγές όμως εμπεριέχουν πολύ περισσότερο ρίσκο. Γενικά, κερδοσκοπικές θεωρούνται οι πράξεις που γίνονται με δανεισμό κεφαλαίων ή χρεογράφων και οι οποίες είναι βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Αυτές, διεξάγονται από έμπειρους περι των χρηματιστηριακών πραγμάτων επενδυτές ή καλύτερα παίχτες γιατί η κερδοσκοπία δεν μπορεί να θεωρηθεί σαν επένδυση, αλλά σαν ένα επικίνδυνο παιχνίδι.

Οι αγορές χρηματιστηριακών χρεογράφων χρηματοδοτούνται με ποσοστό 50% , πράγμα που σημαίνει ότι ο επενδυτής μπορεί αν θέλει να αγοράσει το διπλάσιο αριθμό χρεογράφων. Ο δανεισμός κεφαλαίων με ενέχυρο χρεόγραφα είναι γνωστός σε εμάς σαν δάνειο επ ενέχυρω χρεογράφων και η σύμβαση που γίνεται μέσω του χρηματιστηριακού γραφείου, σαν margin trading.

Στην χώρα μας , ο νόμος επιτρέπει δύο ειδών συναλλαγές, τοις μετρητοίς και με ειδικές συμφωνίες. Στις τελευταίες υπονοούνται κυρίως οι προθεσμιακές συναλλαγές, όμως οι όροι και η διαδικασία σύναψής των, αφήνονται να ορισθούν με υπουργικές αποφάσεις. Ελπίζουμε ότι αυτές θα προσαρμοσθούν σιγά - σιγά, στους όρους και τις αντίστοιχες διαδικασίες που ισχύουν στα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια, για καλύτερη λειτουργία. Στην συνέχεια, αναπτύσσουμε τη μέθοδο της χρηματοδότησης και τις προθεσμιακές κυρίως συναλλαγές οι οποίες στην χώρα μας απαγορεύτηκαν το 1975, επετράπησαν ξανά το 1980, αφήνοντας όμως ουσιαστικά αδιάφορο το επενδυτικό κοινό.

9.2. Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων εκτός των ιδίων για να αυξηθεί η απόδοση δεν είναι προνόμιο μόνο των επιχειρηματιών αλλά και των χρηματιστηριακών επενδυτών. Το ποσό των ξένων κεφαλαίων που μπορεί ένας επενδυτής να δανεισθεί για να αγοράσει ή να πωλήσει χρηματιστηριακούς τίτλους, σε σχέση με τα δικά του (ίδια) κεφάλαια, είναι γνωστό σαν περιθώριο (margin). Συνήθιζεται να ορίζεται κατά ελάχιστο από τις νομισματικές αρχές κάθε κράτους και χρηματοδότης είναι το χρηματιστηριακό γραφείο το οποίο ενεχυριάζει τα χρεόγραφα των προς χρηματοδότηση πελατών του για την λήψη του δανείου. Τα χρεόγραφα αυτά παραμένουν στον χρηματιστή ως εγγύηση του δανείου που έλαβε ο πελάτης, για την χρηματοδότηση των αγορών του. Αυτά τα χρηματιστηριακά δάνεια είναι γνωστά ως call - loans και είναι αρκετά ασφαλή λόγω της εγγύησης αυτών με χρηματιστηριακά χρεόγραφα, για αυτόν ακριβώς τον λόγο το ειατόκιο τους είναι σχετικά χαμηλό, συνήθως λίγο χαμηλότερο από το βασικό επιτόκιο χορηγήσεων των τραπεζών. Ο χρηματιστής δανείζεται από την τράπεζα με ένα τέτοιο, κατά κάποιο τρόπο φτηνό επιτόκιο, όπως περιγράψαμε και το κόστος του δανείου το μεταφέρει ελαφρώς προσαυξημένο στους πελάτες του. Ο πελάτης που χρηματοδοτείται (δανειοδοτείται) με αυτό τον τρόπο, αποκτά την δυνατότητα να αγοράσει διπλάσιο αριθμό χρεογράφων από ότι θα αγόραζε με δικά του μόνο χρήματα. Στην Ελλάδα το δάνειο συμφωνείται μεταξύ χρηματιστηριακού πελάτη και τράπεζας και ανέρχεται ως και το 50% της αξίας των χρεογράφων που δίνονται ως ενέχυρο.

Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

9.2.1. Μακροπρόθεσμη Επένδυση

Οι αγορές μετοχών με δάνειο έναντι της αξίας τους και των χρημάτων (περιθώριο) που ο ίδιος ο επενδυτής καταθέτει κατά την αγορά καταλήγει στην απόκτηση με 50% περιθώριο, διπλάσιου αριθμού μετοχών. Αυτό, στην περίπτωση που η πρόβλεψη του επενδυτή για άνοδο των τιμών βγει σωστή, σημαίνει διπλάσια κέρδη για αυτόν, αλλά στην περίπτωση που δεν βγει σωστή και οι τιμές πάρουν το δρόμο της πτώσης, σημαίνει διπλάσιες ζημιές.

-- Αρχική επένδυση -- Για το μέρος της επένδυσης που χρηματοδοτείται με δάνειο, καταβάλλεται τόκος το ύψος του οποίου ορίζεται από τις νομισματικές αρχές. Η ανάπτυξη που ακολουθεί υποθέτει ότι το χρηματιστηριακό γραφείο χρηματοδοτεί τον πελάτη, πράγμα που δεν διαφέρει σημαντικά όταν ο ίδιος ο πελάτης-επενδυτής απευθύνεται στην τράπεζά του. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ένα επενδυτή που διαθέτει ο ίδιος 4 εκατομμύρια και θέλει να αγοράσει μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς με κόστος 4000 δραχμές ανά μία μετοχή. Ο επενδυτής μας, προβλέπει άνοδο της τιμής της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς (προφανώς για να κάνει την επένδυση). Με τα τέσσερα εκατομμύρια που διαθέτει μπορεί να αγοράσει χίλιες μετοχές της εν λόγω τράπεζας ($4.000.000 / 4000$ τιμή μετοχής = 1000 μετοχές). Είναι όμως αρκετά αισιόδοξος και αποφασίζει αντί 1000 να αγοράσει 2000, δηλαδή διπλάσιες μετοχές, δίνοντας εντολή για **περιθωριακή αγορά**, που σημαίνει ότι τις επιπλέον 1000 μετοχές τις αγοράζει με δανεικά χρήματα. Καταθέτει λοιπόν τα 4 εκατομμύρια που διαθέτει ο ίδιος στο λογαριασμό του και τα άλλα 4 εκατομμύρια δραχμές που χρειάζονται για να αγοραστούν οι επιπλέον 1000 μετοχές, του τα δανείζει ο χρηματιστής. Οι 2000 μετοχές που αγοράζονται παραμένουν στον χρηματιστή σαν ενέχυρο για εξασφάλιση του δανείου. Ο λογαριασμός του πελάτη-επενδυτή έχει ως εξής:

Μετοχές (2000 Τρ.Πειρ. * 4000)	8.000.000

	8.000.000
Ιδια κεφάλαια	4.000.000
Δάνειο	4.000.000

	8.000.000

Τώρα, υποθέτουμε ότι πράγματι, η τιμή της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς κινήθηκε ανοδικά, φτάνοντας μετά από λίγο καιρό τις 5000 δραχμές ανά κομμάτι. Ο λογαριασμός του πελάτη εξελίσσεται όπως ακολουθεί:

Μετοχές (2000 Τρ.Πειρ. * 5000)	10.000.000

	10.000.000
Ιδια κεφάλαια	4.000.000
Προσωρινός Λογ/σμός	2.000.000
Δάνειο	4.000.000

	10.000.000

Ο επενδυτής σημείωσε κέρδη 2.000.000 δραχμές σε δική του επένδυση 4 εκατομμυρίων δραχμών που είναι 50% απόδοση στα Ιδια κεφάλαιά του, δανειζόμενος άλλα 4 εκατομμύρια δραχμές. Αν δεν προέβαινε σε περιθωριακή αγορά, θα είχε επενδύσει μόνο τα δικά του 4 εκατομμύρια, ως εκ τούτου θα είχε αγοράσει μόνο 1000 μετοχές αντί 2000 και φτάνοντας η τιμή της μετοχής στις 5000 δραχμές θα είχε κερδίσει μόνο 1.000.000 δραχμές συνολικά. Δηλαδή θα είχε κερδίσει τα μισά από ότι κέρδισε με την περιθωριακή αγορά και η απόδοση θα ήταν μισή, δηλαδή 25% μόνο, επί των Ιδίων κεφαλαίων (1 εκατομμύριο / 4 εκατομμύρια). Στην πραγματικότητα, ο λογαριασμός επιβαρύνεται με τόκους και προμήθεια, τα οποία όμως παραβλέπουμε για να παραμείνει το παράδειγμά μας απλό και γιατί η έμφαση πρέπει να δίνεται στον ουσιαστικό μηχανισμό λειτουργίας και όχι σε λεπτομέρειες. Τα λογιστικά κέρδη των δύο εκατομμυρίων δραχμών διατηρούνται σε προσωρινό ξεχωριστό λογαριασμό αφού δεν έχει αποφασιστεί ακόμα η χρήση τους.

-- Ανάλυση κερδών -- Ειδικότερα ο λογαριασμός στον οποίο καταχωρείται το κέρδος σε αυτή την περίπτωση δεικνύει ότι ο επενδυτής έχει διαθέσιμη πίστωση, αφού αυτό αυξάνει τα δικά του κεφάλαια. Το ύψος της είναι 1 εκατομμύριο δραχμές και προκύπτει ως εξής: Τα συνολικά δικά του κεφάλαια είναι 6 εκατομμύρια δραχμές, αυξημένα δηλαδή από τα 2 εκατομμύρια δραχμές κέρδη, υπερβαίνουν κατά 1 εκατομμύριο το απαιτούμενο από τον νόμο ελάχιστο όριο Ιδίων κεφαλαίων που είναι 5 εκατομμύρια δραχμές (10 εκατομμύρια * 50%). Ο επενδυτής μπορεί επομένως εάν θέλει να αποσύρει 1 εκατομμύριο δραχμές από τον λογαριασμό. Μετά από την ανάληψη, ο λογαριασμός έχει ως εξής:

Μετοχές (2000 Τρ.Πειρ. * 5000)	10.000.000	

	10.000.000	
Ιδια κεφάλαια	4.000.000	
Προσωρινός Λογ/σμός	1.000.000	
Δάνειο	5.000.000	

	10.000.000	

-- Επανεπένδυση κερδών -- Ο επενδυτής αντί να αποσύρει το 1 εκατομμύριο δραχμές, μπορεί να το χρησιμοποιήσει για να αγοράσει περισσότερες μετοχές, ως υποθέσουμε στην ίδια τιμή των 5000. Ο αριθμός των νέων μετοχών που αγοράζει ο επενδυτής χωρίς να διαθέσει άλλα δικά του κεφάλαια είναι 400 μετοχές. Το ποσό των νέων χρημάτων που είναι διαθέσιμα για την αγορά είναι 2 εκατομμύρια δραχμές και βρίσκεται με διαιρέση του διαθέσιμου περισσεύματος 1 εκατομμυρίου δραχμών δια του περιθωρίου που είναι 0,50. Εφόσον η τιμή της Τράπεζας Πειραιώς είναι 5000 δραχμές αγοράζονται 400 νέες μετοχές (2 εκατομμύρια δρχ. / 5000) και ο λογαριασμός του έχει την εξής εικόνα:

Μετοχές (2400 Τρ.Πειρ. * 5000)	12.000.000	

	12.000.000	
Ιδια κεφάλαια	4.000.000	
Προσωρινός Λογ/σμός	2.000.000	
Δάνειο	6.000.000	

	12.000.000	

-- Ανατροπή της σχέσης 50% -- Μπορεί η τιμή της Τράπεζας Πειραιώς να πέσει στις 4000 δραχμές με αποτέλεσμα να ανατραπεί η απαίτηση του 50% .

Μετοχές (2400 Τρ.Πειρ. * 4000)	9.600.000	

	9.600.000	
Ιδια κεφάλαια		3.600.000
Προσωρινός Λογ/σμός		0
Δάνειο		6.000.000

		9.600.000

Η ανατροπή, λόγω πτώσης της τιμής, της σχέσης 50% των ιδίων και δανειακών κεφαλαίων, δεν σημαίνει ότι ο πελάτης θα λάβει σημείωμα για να την αποκαταστήσει. Εφόσον κατέβαλε το απαιτούμενο ελάχιστο όριο του 50% κατά την αγορά δεν θα λάβει τέτοιο σημείωμα εφόσον τα δικά του κεφάλαια είναι υψηλότερα από άλλο ελάχιστο όριο, που στο χρηματιστήριο της Wall Street ήταν πρόσφατα 25% για μακροπρόθεσμη επένδυση. Θα παραμείνουν συνεπώς τα κεφάλαια του πελάτη κάτω του 50% χωρίς να ενοχληθεί εφόσον τα δικά του κεφάλαια δεν πέσουν κάτω από το 25% της αξίας της επένδυσης, πράγμα το οποίο αναπτύσσεται στη συνέχεια.

-- Ελάχιστο περιθώριο ιδίων κεφαλαίων -- Αυτό ορίζεται για την προστασία του χρηματιστηριακού γραφείου που χορήγησε την πίστωση. Το ύψος του μεταβάλλεται αλλά υπό κανονικές συνθήκες ορίζεται αρκετά χαμηλά ώστε ο μέσος επενδυτής θα πρέπει να πέσει πολύ έξω από τους υπολογισμούς του για να λάβει σημείωμα για αύξηση των δικών του κεφαλαίων. Ας βρούμε τώρα στο προηγούμενο παράδειγμα πόσο πρέπει να πέσει η αξία των μετοχών για να σταλεί σημείωμα στον πελάτη. Υπενθυμίζουμε ότι αρχικά αγοράστηκαν 2000 μετοχές Τράπεζας Πειραιώς προς 4000 δραχμές η μία, που αυξήθηκαν αργότερα κατά 400 μετοχές που αγοράστηκαν προς 5000 δραχμές η μία, ενώ συνολικά ο πελάτης χρηματοδοτήθηκε με 6 εκατομμύρια δραχμές. Για να βρούμε σε ποιο επίπεδο πρέπει να πέσει η αξία των 2400 μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς για να σταλεί σημείωμα διαιρούμε το ύψος της δανειοδότησης δια (1 - 25%), όπου 25% υποθέτουμε ότι είναι το ισχύον ελάχιστο όριο που συνήθως ορίζεται από το χρηματιστήριο ή το επαγγελματικό όργανο των χρηματιστηριακών εταιριών. Η διαίρεση ορίζει την ελάχιστη αξία των μετοχών στο ύψος των 8 εκατομμυρίων δραχμών [6 εκατομμύρια δρχ. / (1 - 0,25)] που αντιστοιχεί σε τιμή 3333 δραχμές η κάθε μετοχή.

Μετοχές (2400 Τρ.Πειρ. * 3333)	8.000.000	

	8.000.000	
Ιδια κεφάλαια		2.000.000
Προσωρινός Λογ/σμός		0
Δάνειο		6.000.000

		8.000.000

Πράγματι, τα ίδια κεφάλαια του πελάτη, είναι τώρα το 25% της τρέχουσας αξίας της επένδυσης του (2 εκατομ. / 8 εκατομ.). Διευκρινίζουμε ότι τα χρηματιστηριακά γραφεία

συνήθως ορίζουν από μόνα τους υψηλότερα ελάχιστα περιθώρια ιδίων κεφαλαίων για καλύτερη εξασφάλιση.

-- Αναγκαστική ρευστοποίηση -- Αν τυχόν το χρηματιστηριακό γραφείο ζητήσει νέα κατάθεση και δεν υπάρξει ανταπόκριση στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, που συνήθως είναι 1 - 2 μέρες, προβαίνει σε ρευστοποίηση όσων χρεογράφων χρειάζονται για να αποκατασταθεί η ισορροπία στο λογαριασμό. Αν στο προηγούμενο παράδειγμα η αξία των μετοχών πέσει στα 7 εκατομμύρια, τα ίδια κεφάλαια είναι 1 εκατομμύριο (7 εκατομμύρια - 6 εκατομμύρια) και υπολοίπονται των απαιτούμενων 1,750 εκατομμύρια (7 εκατομμύρια * 0,25) κατά 750.000 δραχμές (1,750 εκατομμύρια - 1 εκατομμύριο). Θα πρέπει συνεπώς να ρευστοποιηθούν χρεόγραφα αξίας 3 εκατομμυρίων δραχμών (750.000 * 4) για να αποκατασταθεί η σχέση 25%. Πολλαπλασιάζουμε με τέσσερα γιατί πωλούμενες 100 δραχμές αξία χρεογράφων ικανοποιούν το απαιτούμενο ελάχιστο περιθώριο κατά 25 δραχμές. Με το ποσό των 3 εκατομμυρίων δραχμών (που είναι τα χρεόγραφα που πωλήθηκαν) ελαττώνεται όχι μόνον η αξία των χρεογράφων αλλά και η αξία του δανείου, αφού αυτό που εισπράττεται πιστώνεται στο λογαριασμό του δανείου του πελάτη. Η νέα ισορροπία απεικονίζεται ως εξής:

Μετοχές (7 εκατομ. - 3 εκατομ.)	4.000.000	

	4.000.000	
Ιδια κεφάλαια		1.000.000
Προσωρινός Λογ/σμός		0
Δάνειο (6 εκ. - 3 εκ.)		3.000.000

		4.000.000

Τα κεφάλαια του πελάτη με την πώληση μετοχών αξίας 3 εκατομμυρίων δραχμών ανέρχονται σε 1 εκατομμύριο δραχμές, που ισούνται ακριβώς με το 25% της αξίας των μετοχών (1 εκατομ.δρχ. / 4 εκατομ.δρχ.).

-- Εθελούσια ρευστοποίηση -- Ο επενδυτής μπορεί να αποφασίσει να ρευστοποιήσει μέρος του χαρτοφυλάκιού του και προς τούτο υποθέτουμε ότι δίνει εντολή στο χρηματιστή του να πωλήσει το 40% των μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς αν τυχόν η τιμή πέσει στις 4000 δραχμές. Πραγματικά, μετά από λίγο καιρό η τιμή κατέληξε στις 4000 δραχμές και ο χρηματιστής πώλησε 960 μετοχές (2400 συνολικά μετοχές * 40%). Εξυπακούεται ότι το 50% των εσόδων πώλησης 1.920.000 δραχμές (960 μετοχές * 4000 * 50%), ο χρηματιστής θα το καταχωρήσει σε Ειδικό Προσωπικό Λογαριασμό (ΕΠΛ) μέχρις ότου ο πελάτης αποφασίσει τη χρήση του.

Μετοχές (1440 * 4000 δρχ.)	5.760.000	
Μετρητά	1.920.000	

	7.680.000	
Ιδια κεφάλαια		2.880.000
Ειδ. Προσωρ. Λογ/σμός		1.920.000
Δάνειο		2.880.000

		7.680.000

9.3. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Η προθεσμιακή συναλλαγή στη χρηματιστηριακή αγορά διεξάγεται με πώληση χρεογράφων τα οποία ο πωλητής δεν έχει αλλά δανειζεται για να τα παραδώσει. Τέτοια πώληση γίνεται όταν ο ενεργών κερδοσκοπικά προβλέπει πτώση στη τιμή του χρεογράφου. Πιστεύει ότι επίκειται η πτώση της τιμής του στο προσεχές χρονικό διάστημα, το πωλεί σήμερα, δανειζόμενος χρεόγραφα από τον χρηματιστή του για να παραδώσει στον αντισυμβαλλόμενο. Προτίθεται όμως να τα αγοράσει αργότερα, όταν η τιμή θα είναι χαμηλότερη για να επιστρέψει τα χρεόγραφα που δανειστηκε. Ενεργών έτσι καρπούται τη διαφορά μεταξύ της υψηλότερης τιμής πώλησης και της χαμηλότερης τιμής αγοράς.

Δεν είναι κερδοσκοπικές όλες οι προθεσμιακές συναλλαγές, ορισμένες δηλαδή δεν γίνονται για να εκμεταλλευθεί κανείς την πτώση στις τιμές αλλά για άλλους σκοπούς, όπως φορολογικούς, μη αποξένωσης μετοχών για διάφορες αιτίες και ιδιαίτερα από στελέχη επιχειρήσεων. Αυτά που αναπτύσσονται στην συνέχεια είναι οι συνηθισμένες προθεσμιακές πράξεις που κυριαρχούν στις διεθνείς αγορές που υιοθέτησαν τις αμερικάνικες πρακτικές όπως και για την πρακτική τους στο Χ.Α.Α. όπου προέρχονται από αντίστοιχες γαλλικές πρακτικές, προτού βέβαια οι πράξεις αυτές απαγορευθούν.

9.3.1. Είδη Προθεσμιακών Συναλλαγών

Οι προθεσμιακές πράξεις ανάλογα με το τι ακριβώς αποσκοπούν μπορούν να διακριθούν σε: 1. κερδοσκοπικές, 2. Hedging, 3. Arbitrage.

-- Κερδοσκοπική -- Είναι η πιο συνήθης πρακτική που εφαρμόστηκε από την αρχή της λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών ακόμα και προτού οργανωθούν. Οι πράξεις αυτές δεν είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς στο ευρύ επενδυτικό κοινό, αλλά ορισμένοι επαγγελματίες δείχνουν την προτίμησή τους προς αυτές. Πολλοί, κατακρίνουν τις προθεσμιακές πωλήσεις γιατί αν δοθούν πολλές εντολές στον ίδιο περίπου χρόνο, που θα αντιπροσωπεύουν μεγάλο όγκο συναλλαγών, τότε θα δημιουργηθεί πτωτική τάση ή θα επιταχυνθεί η ήδη προϋπάρχουσα πτωτική κίνηση. Εδώ θα πρέπει να πούμε ότι οι προθεσμιακές πωλήσεις όταν εκτελούνται αυξάνουν την προσφορά των συναλλασσόμενων χρεογράφων, όμως αργότερα η κάλυψη (αγορά) αυξάνει την ζήτηση.

-- Hedging -- Σε hedging, που κατά λέξη μεταφράζεται σε φράξιμο αλλά στην ουσία σημαίνει πράξη προστασίας, καταφεύγουν κυρίως διαχειριστές ή κάτοχοι χρεογράφων που θέλουν να αποφύγουν τις ζημιές σε περιουσιακά στοιχεία άλλου. Φοβούμενοι πτώση στις τιμές καταφεύγουν στην πώληση ίδιου χρεογράφου (όχι πάντως έναντι των χρεογράφων που κατέχουν) και το καλύπτουν αργότερα. Εφόσον οι φόβοι επαληθευτούν σημειώνεται αφενός μείωση της αξίας του χρεογράφου που διαχειρίζεται και αφετέρου κέρδος από την προθεσμιακή πώληση, ίδιου ύψους με την ζημιά που σημειώθηκε στην μακροπρόθεσμη επένδυση. Για παράδειγμα υποθέτουμε ότι διαχειριζόμαστε 100 μετοχές των 5000 δραχμών η μία, αλλά λόγω μεγάλης αβεβαιότητας φοβούμεστε πτώση στην τιμή μελλοντικά όμως αδυνατούμε να τις πουλήσουμε γιατί ο ιδιοκτήτης είναι εκτός της χώρας. Για να προστατεύσουμε το συμφέρον του ιδιοκτήτη καταφεύγουμε σε προθεσμιακή πώληση στις 5000 και αργότερα που νομίζουμε ότι σταμάτησε η πτώση προβαίνουμε στην κάλυψη του ανοίγματος αγοράζοντας 100 μετοχές στις 4000 δραχμές. Έτσι έχουμε:

Εισπραξη 100 μετοχών * 5000 δραχ = 500.000 δραχ κατά την πώληση.
Δαπάνη 100 μετοχών * 4000 δραχ = 400.000 δραχ κατά την αγορά.

500.000 δραχ - 400.000 δραχ = 100.000 δραχ. <---- κέρδος

που είναι ίσο με τη ζημιά από την πτώση της αξίας των μετοχών που διαχειριζόμαστε από 500.000 σε 400.000 δραχμές.

Σε hedging μπορεί να καταφύγουν και οι επενδυτές που δεν θέλουν να αποξενωθούν των χρεογράφων που κατέχουν σε πιθανή πτώση.

-- Arbitrage -- Το Arbitrage γίνεται με δύο τρόπους, α. μεταξύ απομακρισμένων αγορών και β. μεταξύ ισοδύναμων χρεογράφων.

Κάτα την πρώτη περίπτωση το arbitrage μπορεί να γίνει όταν το ίδιο χρεόγραφο διαπραγματεύεται σε δύο διαφορετικές αγορές όπως π.χ. της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου. Σε κάποια στιγμή που αποκλίνουν οι τιμές κάποιου χρεογράφου στις δύο αγορές, ο επενδυτής πωλεί προθεσμιακά στην αγορά με την υψηλότερη τιμή και αγοράζει τοις μετρητοίς στην δεύτερη αγορά με την χαμηλότερη τιμή. Σήμερα πάντως, λόγω της εύκολης επικοινωνίας δεν βρίσκεις αρκετά επικερδείς ευκαιρίες για arbitrage μεταξύ δυο διαφορετικών τόπων.

Στην δεύτερη περίπτωση, κερδοσκοπία μέσω arbitrage γίνεται με χρεόγραφα της ίδιας επιχείρησης όπου κάποιο από αυτά θα μετατραπεί σε κοινή μετοχή. Όταν π.χ. η μετατρέψιμη ομολογία είναι υποτιμημένη σε σχέση με την κοινή μετοχή στην οποία θα μετατραπεί, πωλείται η κοινή μετοχή που είναι υπερτιμημένη και αγοράζεται η ομολογία που είναι υποτιμημένη.

9.3.2. Οι Προθεσμιακές Συναλλαγές στην Ελλάδα

Εχει αναφερθεί πρωτύτερα ότι οι προθεσμιακές συναλλαγές στο Χ.Α.Α. απαγορεύτηκαν το 1975 για να επιτραπούν ξανά το 1980, όμως το επενδυτικό κοινό έμεινε αδιάφορο. Ουσιαστικά, τώρα οι συναλλαγές αυτού του είδους βρίσκονται σε αδράνεια. Θα ήταν όμως χρήσιμο να ξέραμε πως γίνονταν. Έτσι εξ αρχής τονίζεται ότι οι προθεσμιακές πράξεις πρέπει να εκκαθαριστούν αυτές μεν που έγιναν το πρώτο δεκαπενθήμερο στις 17 του μήνα, αυτές δε που έγιναν το δεύτερο δεκαπενθήμερο στις 2 του νέου μήνα. Όμως το μικρό χρονικό ασκεί πίεση στο χρήστη της προθεσμιακής συναλλαγής να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του παραδίνοντας τους τίτλους ή τα χρήματα που μάλλον δεν έχει ή να προχωρήσει σε σύμβαση μεταφοράς (forfeit) καταφεύγοντας σε εξωχρηματιστηριακό δανεισμό, υπό επαχθείς μάλλον όρους για την εξεύρεση των χρεογράφων ή των μετρητών.

Σε περίπτωση που δεν μπορέσει να δανειστεί χρεόγραφα ή χρήματα στην ελεύθερη αγορά θα πρέπει να κλείσει την πράξη αγοράζοντας ή πουλώντας, ανάλογα με την περίπτωση, το πιθανότερο βεβιασμένα στην τρέχουσα μη ευνοϊκή για αυτόν τιμή, πράγμα που σημαίνει ότι ο μηχανισμός λειτουργεί εις βάρος του παίχτη. Έτσι αντί να συμβάλλει η προθεσμιακή πράξη στην ομαλοποίηση των τιμών, επιτείνει την ανισορροπία στην αγορά με όλες τις δυσμενείς επιπτώσεις που οι μεγάλες διακυμάνσεις τιμών συνεπάγονται. Για αυτό θα πρέπει όταν επιτραπούν οι προθεσμιακές πράξεις τυπικά και ουσιαστικά, να αλλάξει ο μηχανισμός διεξαγωγής τους αφήνοντας στον παίχτη επάρκεια χρόνου, ίσως αόριστης διάρκειας διαπραγματεύσιμης από την αρχή, για να επαληθευτεί ή όχι η πρόβλεψη που έκανε και με βάση την οποία ενήργησε. Αλλιώςτε χρονικό διάστημα μέχρι δεκαπέντε ημερών είναι μικρό για να επαληθευτεί μια σωστή πρόβλεψη που δεν στηρίζεται στην διαίσθηση ή την τύχη και επιπλέον συνεπάγεται αύξηση του κόστους παρακολούθησης των λογαριασμών των πελατών για τα χρηματιστηριακά γραφεία.

Οι προθεσμιακές συναλλαγές γίνονται με παρόμοιο τρόπο όπως αυτών με μετρητά. Ακολουθείται η μέθοδος της εκφώνησης - αντιφώνησης και σαν κλείσει η πράξη εκδίδεται την ίδια μέρα Πινακίδιο. Αναγκαία προϋπόθεση ήταν η καταβολή ενός

ποσοστού τουλάχιστον 50% επί της αξίας της συναλλαγής, ως εγγύηση. Σαν εγγύηση εκτός χρημάτων δίνονται εγγυητικές επιστολές, ομόλογα-γίες, μετοχές, κ.ά., το περιθώριο ασφαλείας των οποίων καθορίζεται με βάση τη δυναμικότητα του εκδότη και την εμπορευσιμότητά της.

Όταν κάποιος πιστεύει ότι οι τιμές θα ανέβουν, προβαίνει σε προθεσμιακή αγορά, δηλαδή αγοράζει μετοχές με προθεσμία χωρίς να τις πληρώσει αμέσως και αν πράγματι οι τιμές ανέβουν και προ της 15 του μηνός πουλάει τις μετοχές που είχε αγοράσει, σε υψηλότερη τιμή, κλείνοντας την προθεσμιακή αυτή πράξη, όπου στις 17 του μηνός, ημέρα εκκαθάρισης. Θα εισπράξει από τον χρηματιστή του το κέρδος του αφού πρώτα τον εξοφλήσει κατά το ποσό του δανείου συν τις προμήθειες. Αν όμως δεν πραγματοποιηθεί η αύξηση στις τιμές και δεν θέλει να κλείσει την συναλλαγή με τιμή μικρότερη από αυτή που αγόρασε, πράγμα που θα σήμαινε ζημιές για τον επενδυτή, ίση με την διαφορά μεταξύ των δύο τιμών (αγοράς και πώλησης), μπορεί να καταφύγει στη χρήση του report, που αναπτύσσεται αργότερα.

Εάν ένας άλλος επενδυτής προβλέπει πτώση των τιμών, πουλάει προθεσμιακά, δηλαδή πουλάει κάποια χρεόγραφα που δεν έχει και τα οποία δανειζεται και αν όντως η πρόβλεψή του επαληθευτεί και εντός του πρώτου δεκαπενθημέρου του μήνα, αγοράζει τα χρεόγραφα που είχε δανειστεί για να τα πουλήσει, σε τιμή μικρότερη κλείνοντας έτσι την πράξη. Στις 17 του μήνα λαμβάνει από τον χρηματιστή τη διαφορά των τιμών πώλησης - αγοράς αφού παρακρατηθούν οι προμήθειες. Στην περίπτωση όμως που η πρόβλεψη για πτώση των τιμών δεν επαληθευθεί και ο επενδυτής δεν θέλει να κλείσει την πράξη με τιμή αγοράς μεγαλύτερη από αυτή της πώλησης, άρα με ζημιά, μπορεί να συνάψει σύμβαση μεταφοράς (report) το οποίο θα αναπτυχθεί αμέσως τώρα.

9.3.3. Μεταφορά Προθεσμιακών Συναλλαγών - Report

Το μη κλείσιμο στο τέλος του δεκαπενθημέρου μιας προθεσμιακής πράξης επιτυγχάνεται με σύμβαση μεταφοράς. Για να υπάρξει τέτοια σύμβαση κατά το νόμο θα πρέπει <<ταυτοχρόνως να γίνει αφενός πώληση χρεογράφων τοις μετρητοίς με την τιμή συμψηφισμού και αφετέρου επαναγορά επί προθεσμία των ίδιων χρεογράφων σε τιμή που ορίζεται από τους συμβαλλόμενους>>. Η μεταφορά γίνεται κάθε 1η και 16η του μήνα με τις τιμές συμψηφισμού που είναι συνήθως οι τιμές κλεισίματος τοις μετρητοίς οι οποίες έχουν αυξηθεί κατά τον τόκο του κεφαλαίου για ένα δεκαπενθήμερο. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για **Ρεπόρ** που στην πράξη είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής επί προθεσμία, που συνήθως είναι μεγαλύτερη και της τιμής τοις μετρητοίς, που συνήθως είναι μικρότερη. Εμφάνιση **Ντεπόρ** έχουμε στην περίπτωση που η διαφορά μεταξύ της τιμής προθεσμίας και μετρητοίς είναι αρνητική, αντανακλά δηλαδή περίπτωση αντίθετη της προηγούμενης, πράγμα που στην πράξη σπανίως συμβαίνει.

Όταν ο πελάτης δώσει στον χρηματιστή του εντολή μεταφοράς θα πρέπει ο δεύτερος στις 16 ή 1 του μήνα να βρει αντισυμβαλλόμενο ο οποίος να διαθέτει κεφάλαια ή χρεόγραφα ανάλογα με την περίπτωση, για να συμβάλει στην εξυπηρέτηση της θέσης του. Ο φίλος που αγοράζει και ξαναπωλεί λεγεται μεταφέρων και αυτός που πωλεί και ξαναγοράζει λεγεται μεταφερόμενος. Στην περίπτωση του πωλητή που δεν έχει χρεόγραφα ή δεν θέλει να τα παραδώσει τα αγοράζει από τον τρίτο μετρητοίς για άμεση παράδοση και τα πωλεί στην συνέχεια σε αυτόν επί προθεσμία καταβάλλοντας την διαφορά τιμών μεταξύ των δύο αυτών πράξεων, όπως είπαμε προηγούμενα. Στην περίπτωση του αγοραστή που δεν έχει ή δεν θέλει να καταβάλλει δραχμές πωλεί τα χρεόγραφα που αγόρασε σε τρίτον, τοις μετρητοίς για να εισπράξει δραχμές και εξοφλήσει την αρχική του υποχρέωση και αγοράζει τα ίδια επί προθεσμία. Συνάγεται δηλαδή ότι "μεταφέρων" μπορεί να είναι είτε ο ίδιος ο πωλητής επί προθεσμία είτε ένας

τρίτος, όταν αγοράζουν και πωλούν την ίδια στιγμή τα χρεόγραφα που μεταφέρονται, ο πρώτος για να τα παραδώσει και ο τρίτος για να κερδίσει το ρεπόρ, τη διαφορά δηλαδή των τιμών των δύο αγοραπωλησιών. Μεταφερόμενος τώρα, μπορεί να είναι είτε ο αγοραστής επί προθεσμία είτε ένας τρίτος, που έχουν χρεόγραφα και τα πωλούν μετρητοίς και τα αγοράζουν επί προθεσμία, ο πρώτος για να πληρώσει και ο τρίτος για να βρει χρήματα. Οι αντισυμβαλλόμενοι χρηματιστές, που καθένας ενεργεί ως εντελοδόχος του πελάτη και εκδίδει το Πινακίδιο εισπράττει προμήθεια που ανερχόταν το 1980 στο 1%.

Και στην περίπτωση της χρηματιστηριακής σύμβασης μεταφοράς που σκοπό έχει να παρατείνει την προθεσμία και γίνεται με δυο αγοραπωλησίες ταυτόχρονα μεταξύ των ιδίων χρηματιστών, που καθένας εκπροσωπεί τον πελάτη του, η προσφορά και η ζήτηση κεφαλαίων για μεταφορά είναι αυτές που αποφασίζουν το μέγεθος του ρεπόρ. Σε γενικές γραμμές μπορεί να λεχθεί ότι, όταν ο όγκος των επί προθεσμία πράξεων αυξάνει τόσο και περισσότερα κεφάλαια χρειάζονται για την διενέργεια των μεταφορών με συνέπεια την ύψωση του ρεπόρ. Αντιστρόφως, όσο περισσότερα κεφάλαια είναι διαθέσιμα για τις μεταφορές σε σχέση με τα ζητούμενα τόσο και μεγαλύτερη η πτώση του ρεπόρ. Θυμίζουμε ότι οι αγοραστής στα ανοιχτά (όπως λέγεται) δεν έχουν διαθέσιμες δραχμές για να παραλάβουν τα χρεόγραφα και οι πωλητές στα ανοιχτά δεν έχουν χρεόγραφα για να παραδώσουν, για αυτό και οι ανάγκες για αντίστοιχο δανεισμό.

Είναι για αυτό πιθανόν οι μεταφορές να γίνουν στην ίδια τιμή (at par) περίπτωση που μπορεί να απαντηθεί όταν οι αγορές στα ανοιχτά είναι ίσης αξίας με τις πωλήσεις. Όταν οι πωλήσεις προθεσμίας υπερσχύουν σε αξία των χρεογράφων που προσφέρονται για μεταφορά, τότε και η τιμή προθεσμίας θα είναι μικρότερη της τιμής μετρητοίς και είναι η σπάνια περίπτωση που η μεταφορά θα γίνει με ντεπόρ. Όσο οι αγορές προθεσμίας υπερτερούν των πωλήσεων τόσο και μεγαλύτερη η ζήτηση κεφαλαίων για μεταφορά και υψηλότερο το επίπεδο στο οποίο θα διαμορφωθεί το ρεπόρ.

Προϋποθέσεις για κερδοσκοπία με ανοδική πορεία των τιμών δημιουργούνται όταν βρισκόμαστε σε περίοδο που μεγάλος όγκος κεφαλαίων είναι διαθέσιμος για να χρηματοδοτήσει αγορές στα ανοιχτά, διανύουμε δηλαδή περίοδο χαλαρής πιστωτικής πολιτικής και έντονης οικονομικής δραστηριότητας. Αντιθέτως, προϋποθέσεις για κερδοσκοπία με καθοδική πορεία τιμών δημιουργούνται όταν υπάρχει μεγάλος όγκος διαθέσιμων για μεταφορά χρεογράφων (πράγμα που σημαίνει ότι μέσω αυτών αντλούνται κεφάλαια) διανύουμε δηλαδή περίοδο σφιχτής πολιτικής χρήματος και χαλάρωση στην οικονομική δραστηριότητα. Οι κερδοσκοπούντες επίσης υποτιμητικά πρέπει να έχουν υπόψη ότι είναι δυνατόν σε κάθε στιγμή να ζητηθούν τα χρεόγραφα που χρησιμοποιούνται στις μεταφορές με όλες τις δυσμενείς για αυτούς συνέπειες, ενώ οι κερδοσκοπούντες ανατιμητικά θα πρέπει να έχουν υπόψη ότι πιθανόν τα διαθέσιμα για μεταφορές κεφάλαια να μειωθούν, ίσως σημαντικά.

< Απεικόνιση του Μηχανισμού > Για την λογιστική απεικόνιση της μεταφοράς των προθεσμιακών πράξεων υποθέτουμε ότι πελάτης την 5/3 αγοράζει με προθεσμία 10 μετοχές των Κλωστηρίων Νάουσας στις 10.000 δραχμές τη μία, γιατί προβλέπει άνοδο στις τιμές των μετοχών. Όμως η άνοδος δεν πραγματοποιήθηκε, αισιοδοξεί πάντως για αυτήν και αποφασίζει να μην προβεί στο κλείσιμο καταβάλλοντας τις 100.000 δραχμές. Καταφεύγει λοιπόν στο μηχανισμό της μεταφοράς για την οποία ισχύουν τα εξής: Η τιμή συμψηφισμού είναι 9.800 δραχμές και το ρεπόρ 98 δραχμές (1%ο - ένα τοις χιλίοις).

Ο λογαριασμός του πελάτη Χ την 17/3, παραβλέποντες την κατάθεση της εγγύησης, θα έχει ως εξής:

<u>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΠΕΛΑΤΗ Χ</u>		
<u>ΧΡΕΩΣΗ</u>		
15/3	Μεταφορά για 31/3 10 Νάουσας	98.000
	Υπόλοιπο	3.098

		101.098
<u>ΠΙΣΤΩΣΗ</u>		
5/3	Αγορά 10 Νάουσας * 10.000 δραχμές έκαστη	100.000
5/3	Προμήθεια συναλλαγής (100.000 * 0,01)	1.000
15/3	Προμήθεια Μεταφοράς (1%ο- ένα τοις χιλίοις)	98

		101.098

Ο χρηματιστής, ως εκ της εντολής του πελάτη του, την 16/3 βρήκε αντισυμβαλλόμενο στον οποίο πουλάει τις 10 μετοχές μετρητοίς στην τιμή συμφηφισμού (που είναι 9.800) και τις επαναγοράζει με προθεσμία στις 9.898 τη μία. Ο πελάτης καταβάλλει έτσι 3.098 δραχμές την 17/3 και διαθέτει ακόμα 10 μετοχές Νάουσας για την επόμενη εκκαθάριση.

Στις 25/3 ο πελάτης πωλεί τις 10 μετοχές στις 10.500 δραχμές. Ο λογαριασμός του πελάτη την 25/3 έχει ως εξής:

<u>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΠΕΛΑΤΗ Χ</u>		
<u>ΧΡΕΩΣΗ</u>		
25/3	Πώληση 10 Νάουσας * 10.500 δραχμές	105.000

		105.000
<u>ΠΙΣΤΩΣΗ</u>		
16/3	Από μεταφορά 10 Νάουσας * 9.898 δρχ.	98.980
25/3	Προμήθεια (105.000 * 0,01)	1.050
	Υπόλοιπο Εκκαθάρισης 17/3	3.098
25/3	Υπόλοιπο	1.872

		105.000

Το κέρδος έτσι του πελάτη ανέρχεται στις 1.872 δραχμές ή 3,7% για 20 ημέρες επί των 10.500 δραχμών που κατέθεσε σαν εγγύηση ενώ αν η συναλλαγή ήταν με μετρητά η απόδοση θα ήταν 1,9% και θα απαιτούντο διπλάσια κεφάλαια.

Αντίθετα, υποθέτουμε τώρα ότι την 5/3 ο πελάτης πώλησε τις 10 μετοχές της Νάουσας προς 10.000 δραχμές την μία και για τα λοιπά ισχύουν ότι και παραπάνω, ο λογαριασμός του πελάτη θα έχει ως εξής:

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΠΕΛΑΤΗ Χ		
ΧΡΕΩΣΗ		
5/3	Πώληση 10 Νάουσας * 10.000 δραχμές	100.000
		100.000
ΠΙΣΤΩΣΗ		
5/3	Προμήθεια (100.000 * 0,01)	1.000
15/3	Μεταφορά 10 Νάουσας * 9.800	98.000
15/3	Προμήθεια Μεταφοράς (1%- ένα τοις χιλίοις)	98
	Υπόλοιπο	902
		100.000

Παρά την επαλήθευση της πρόβλεψης του πελάτη και την ύπαρξη 902 δραχμών, δίνει εντολή στον χρηματιστή του για μεταφορά, με την προσδοκία ότι η πτώση θα συνεχισθεί και θα αυξήσει έτσι τα κέρδη του ακόμα περισσότερο. Την 25/3 κλείνει τον λογαριασμό του αγοράζοντας 10 μετοχές στην τιμή των 9.500 δραχμών. Ο λογαριασμός του πελάτη έχει ως εξής:

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΠΕΛΑΤΗ Χ		
ΧΡΕΩΣΗ		
16/3	Από μεταφορά 10 Νάουσας * 9.898	98.980
	Υπόλοιπο Εκκαθάρισης 17/3	902
		99.882
ΠΙΣΤΩΣΗ		
25/3	Αγορά 10 Νάουσας * 9.500	95.000
25/3	Προμήθεια (95.000 * 0,01)	950
	Υπόλοιπο	3.932
		99.882

Τα κέρδη του τώρα, μετά την επαλήθευση και της νέας πρόβλεψης, αυξήθηκαν από 902 δραχμές σε 3.932 δραχμές σε κεφάλαια ύψους 50.000 δραχμών, όσο είναι το περιθώριο εγγύησης που κατέθεσε και η απόδοση ανήλθε σε 7,9% (3.932 / 50.000) για περίοδο 20 ημερών.

9.3.4. Κανόνες Προθεσμιακών Πωλήσεων

Επειδή, όπως είχαμε προαναφερθεί, οι προθεσμιακές πωλήσεις κριτικάρονται έντονα λόγω ότι επηρεάζουν προς τα κάτω την πορεία των τιμών, η πραγματοποίηση αυτών των πράξεων περιορίζεται συνήθως με την θέσπιση ορισμένων κανονισμών. Στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, για παράδειγμα, προβλέπεται ότι προθεσμιακή πώληση δεν μπορεί να γίνει σε τιμή κατώτερη από αυτή που έγινε η τελευταία κανονική (δηλαδή με μετρητά) πώληση ή στην ίδια τιμή εκτός αν αυτή είναι πάνω από την πιο προηγούμενη διαφορετική τιμή που έγινε και αφορά κανονική συναλλαγή. Αυτοί οι περιορισμοί συνήθως, επιτρέπουν μεγάλο αριθμό προθεσμιακών πωλήσεων σε ανοδική αγορά ενώ τις περιορίζουν στην καθοδική. Έτσι επιτυγχάνεται να εξασθενίζει μια έντονα ανοδική τάση και να μην ενδυναμώνει τις πτωτικές δυνάμεις.

9.3.5. Διαδικασία Δανεισμού Χρεογράφων

Σε περίπτωση προθεσμιακής πώλησης, ο πελάτης του χρηματιστηριακού γραφείου, που προβαίνει στην πώληση δανείζεται τους πωλούμενους τίτλους από τον χρηματιστή του. Οι τίτλοι αυτοί προέρχονται από λογαριασμούς άλλων πελατών που έχουν χρεωστικό υπόλοιπο ή από αποθέματα του χρηματιστού.

Το χρηματιστηριακό γραφείο δανείζει τους απαιτούμενους τίτλους γιατί έτσι ο πελάτης μπορεί να πραγματοποιήσει την συναλλαγή από την οποία, το γραφείο θα λάβει προμήθεια. Αν δεν του δανείσει, η συναλλαγή δεν θα γίνει, οπότε το γραφείο θα χάσει την προμήθεια. Άρα είναι προς το συμφέρον του χρηματιστηριακού γραφείου να βρίσκει μετοχές για δανεισμό προς τους ενδιαφερόμενους πελάτες. Αν το ίδιο δεν έχει κάποιο απόθεμα, τότε μπορεί να δανειστεί από άλλο χρηματιστηριακό γραφείο. Ως εγγύηση, από το πρώτο χρηματιστηριακό γραφείο στο δεύτερο που θα δανείσει τους τίτλους, δίδεται χρηματικό ποσό ίσο με την τρέχουσα αξία των δανειζόμενων χρεογράφων. Το δεύτερο γραφείο δανείζει τα ζητούμενα χρεόγραφα γιατί ενδέχεται σε κάποια χρονική στιγμή να βρεθεί το ίδιο στην ανάγκη να δανειστεί κάποιους τίτλους για να ικανοποιήσει έναν πελάτη του. Αν το ίδιο δεν δανείζει γιατί στην μελλοντική εκείνη στιγμή τα άλλα γραφεία να το δανείσουν; Γενικά, μεταξύ των χρηματιστηριακών γραφείων υπάρχουν καλές σχέσεις για λόγους όπως ο παραπάνω. Το χρηματιστηριακό γραφείο που δανείζει τα χρεόγραφα σε άλλο, έναντι της αξίας των χρεογράφων λαμβάνει ίσο ποσό χρημάτων τα οποία δεν έχουν κόστος (Flat loan) για αυτό.

Εάν υπάρχει στενότητα στους προσφερόμενους προς δανεισμό τίτλους, μπαίνει κάποιος τόκος στην χρηματική αξία των δανειζόμενων τίτλων ενώ αν η έλλειψη των τίτλων προς δανεισμό είναι μεγάλη τότε δανείζονται μόνο με την πληρωμή κάποιου πομ από την πλευρά του δανειζόμενου, το οποίο είναι διαπραγματεύσιμο και που συνήθως υπολογίζεται βάσει του ποτου χρεόγραφου πρόκειται να δανειστεί, την αξία αυτού, την ποσότητα αυτού και την χρονική διάρκεια δανεισμού.

Και οι δυο κινήσεις (χρεογράφων ή δραχμών) μπορούν να τερματισθούν από τον δανειστή ή τον δανειζόμενο. Ο δανειστής των χρεογράφων θα το κάνει αυτό στην περίπτωση που ο πραγματικός ιδιοκτήτης του χρεογράφου το πουλήσει ή το ζητήσει. Τότε το χρηματιστηριακό γραφείο θα χρειαστεί να αντικαταστήσει κάπως με τους τρόπους που έχουν περιγραφεί, τα χρεόγραφα που γυρίζει πίσω ή να ζητήσει από τον πελάτη του να τα βρει ο ίδιος. Αν πάντως περάσει η προθεσμία και δεν έχουν παραδοθεί στον πραγματικό δανειστή τα χρεόγραφα, ο τελευταίος μπορεί να τα αγοράσει σε οποιαδήποτε τιμή της ημέρας σε βάρος του αθετούντος την υποχρέωση δανειζόμενου. Για την δραχμική εξασφάλιση του δανειστή των χρεογράφων ορίζεται ότι οι δραχμές πρέπει πάντοτε να καλύπτουν το 100% της αξίας τους. Αν τυχόν η τιμή του χρεογράφου ανέβει, ο

δανειζόμενος θα πρέπει να καταθέσει τη διαφορά στον δανειστή. Αυτό γίνεται με αποστολή σημειώματος από τον δανειστή στον δανειζόμενο. Αν η τιμή του χρεογράφου πέσει, ο δανειστής πρέπει να μεταφέρει δραχμές στο λογαριασμό του δανειζόμενου. Αυτό γίνεται με σημείωμα του δανειζόμενου χρηματιστή προς τον δανειστή για επιστροφή της πλεονάζουσας κατάθεσης. Πάντως, ο ευρύτερος κανόνας είναι πως και τα δύο μέρη μπορούν να τερματίσουν την σύμβαση, αν το άλλο αθετήσει την υποχρέωσή του.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ & ΤΑΚΤΙΚΕΣ



10.1. ΓΕΝΙΚΑ

Ως τώρα έχουμε ασχοληθεί με την λειτουργία των χρηματιστηριακών αξιών και την διεκπεραίωση των εντολών και ευρύτερα με τις χρηματιστηριακές λειτουργίες. Αυτά όμως είναι μόνο μία πλευρά των γνώσεων που χρειάζονται όσοι ασχολούνται με τις χρηματιστηριακές επενδύσεις. Η άλλη πλευρά συνδέεται με ποικίλα προβλήματα τα οποία συνοπτικά περιλαμβάνουν την απόφαση για την επιλογή του χρεογράφου ή του χρόνου αγοράς ή πώλησης, τη μέθοδο που χρησιμοποιείται για την επιλογή, την εξήγηση που δίνεται για τις κινήσεις των τιμών των μετοχών και ότι άλλο θα συνέβαλε στην καλύτερη διαχείριση των περιορισμένων ύψους κεφαλαίων των επενδυτών. Δημιουργήθηκαν έτσι ορισμένες πρακτικές ή τακτικές και θεωρίες που προσπαθούν να εφοδιάσουν τον επενδυτή με ότι είναι απαραίτητο για να καρποφορήσει η προσπάθεια του επενδυτή για ικανοποιητικά ή μεγαλύτερα κέρδη. Αναπτύχθηκαν έτσι θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν ή να προβλέψουν τις κινήσεις στις τιμές των μετοχών και είναι γνωστές σαν:

α) Efficient Market Theory (Θεωρία αποδοτικής αγοράς), η οποία καταπιάνεται με τις πληροφορίες που υπάρχουν, όπως και με τις υπάρχουσες τιμές, τα συνδέει και λέει ότι βάσει αυτών δεν μπορείς να κερδοσκοπίσεις.

β) Random Walk Theory (Θεωρία τυχαίου περιπάτου), που δέχεται ότι οι πληροφορίες αντανakλούνται στις τιμές των μετοχών, προσδιορίζεται κάποια αληθινή τιμή μόνο που η διαδικασία προσαρμογής προς αυτήν είναι ανώμαλη και μη προβλέψιμη, παρομοιάζωντάς την σαν έναν τυχαίο περιπάτο.

γ) Greater Fool Theory (Θεωρία του πιο χαζού), που λέει ότι στον κόσμο που ζούμε, όλο και κάποιο κορόιδο θα βρεθεί να αγοράσει την μετοχή που έχεις αγοράσει εσύ, σε μια υψηλότερη τιμή από αυτή που εσύ πλήρωσες για την αγορά ώστε να κερδίσεις.

δ) Fundamental Analysis (βασική - θεμελιώδης ανάλυση) που αντίθετα δέχεται ότι οι τιμές προσδιορίζονται από τις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες που πηγάζουν έξω από την αγορά και τις μελετά για να τις εντοπίσει και να επιτύχει έτσι ικανοποιητική απόδοση.

ε) Technical Analysis (τεχνική ανάλυση) με την οποία αναλύονται πληροφορίες που πηγάζουν μέσα από την αγορά και που αποσκοπεί στην πρόβλεψη των τιμών για ιδιαίτερα βραχυπρόθεσμη χρονική περίοδο.

Για τις δύο τελευταίες θεωρίες θα αναφερθούμε αναλυτικά σε κάποιο άλλο σημείο παραπάνω ενώ για τις τρεις πρώτες θα αναφερθούμε εδώ αφού πρώτα εξηγήσουμε και αναλύσουμε και μερικά άλλα σημαντικά πράγματα.

10.2. ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΛΑΚΙΟ (PORTFOLIO)

Οποιοσδήποτε θέλει να επενδύσει στο Χρηματιστήριο θα πρέπει να προβληματισθεί έντονα για:

1. το μέγεθος των κεφαλαίων προς τοποθέτηση στην χρηματιστηριακή αγορά.
2. το σχηματισμό του χαρτοφυλακίου του.

3. τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.

Από αυτά προκύπτει ότι ένας νέος επενδυτής θα δυσκολευτεί αρκετά να ανταποκριθεί σε αυτά τα προβλήματα ικανοποιητικά. Ως εκ τούτου, κρίνεται σχεδόν απαραίτητο ο νέος επενδυτής να συμβουλευέται στα πρώτα του βήματα, κάποιον έμπειρο, γνώστη όλων των χρηματιστηριακών μηχανισμών και λειτουργιών. Ο νέος επενδυτής μπορεί εύκολα να προσφύγει σε έναν σύμβουλο χρηματιστηριακών επενδύσεων ή να ζητήσει τις συμβουλές των ειδικευμένων υπαλλήλων του χρηματιστηριακού του γραφείου το οποίο χρησιμοποιεί άλλωστε για να πραγματοποιήσει τις συναλλαγές (αγορά ή πώληση) που έχει στο νου του. Όμως σίγουρα, επιβάλλεται από τον επενδυτή που πρωτοασχολείται με τις χρηματιστηριακές τοποθετήσεις να γνωρίζει κάποια λίγα αλλά σημαντικά πράγματα, όπως τα εξής:

- α. για την φύση των χρηματιστηριακών χρεογράφων και τον κίνδυνο που αυτά συνεπάγονται επί των λοιπών περιουσιακών του στοιχείων.
- β. για το πως λειτουργεί, σε γενικές γραμμές, η χρηματιστηριακή αγορά, εγγράφονται ή διαγράφονται οι εταιρίες και για το φορολογικό καθεστώς.
- γ. για τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά όλων των ειδών χρεογράφων και για τον εκδότη αυτών.
- δ. για τα οικονομικά και πολιτικά γεγονότα που ίσως επηρεάσουν την αγορά.

Ο επενδυτής μπορεί να είναι αρκετά ενήμερος για όλα αυτά τα θέματα αν διαβάξει τον οικονομικό τύπο. Παραπάνω πληροφόρηση και ενημέρωση, μπορεί να έχει με εξειδικευμένα περιοδικά, ειδικευμένες σε οικονομικά και χρηματιστηριακά ζητήματα τηλεοπτικές και ραδιοφωνικές εκπομπές, βιβλία και με την χρήση ειδικών προγραμμάτων σε ηλεκτρονικό υπολογιστή. Ο επενδυτής όμως, θα πρέπει να προσέξει να μην δίνει πολύ μεγάλη σημασία στις φήμες και να βασίζεται κυρίως σε γεγονότα και οίη λογική.

10.2.1. Ύψος τοποθετούμενων κεφαλαίων για το χαρτοφυλάκιο

Κάθε άτομο που επιθυμεί να επενδύσει στο χρηματιστήριο έχει ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τα οποία προσδιορίζουν τις ανάγκες του και κατ'επέκταση και το ύψος των κεφαλαίων των προς τοποθέτηση στο χρηματιστήριο. Τα βασικότερα από αυτά τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά είναι το μέγεθος του εισοδήματος, η σταθερότητα ή μη αυτού, οι υποχρεώσεις προς διάφορους εξαρτώμενους από αυτόν, το φορολογικό του καθεστώς, οι γνώσεις του, η διαθεσιμότητα χρόνου, οι αντικειμενικοί οικονομικοί σκοποί για τους οποίους προβαίνει στην χρηματιστηριακή επένδυση, κ.ά.

10.2.2. Επιμελέτεια χαρτοφυλακίου

Πάλι, μπορούμε να πούμε ότι τα χρεόγραφα που θα συνθέσουν το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή καθορίζονται από τις ανάγκες του και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του. Για παράδειγμα, ένας χαμηλόμισθος που έχει ως μοναδική πηγή εισοδήματος τον μισθό του, δεν έχει την δυνατότητα να ρισκάρει μέρος του μισθού του εφόσον κάθε δραχμή από αυτόν (το μισθό) του είναι αναγκαία για να μπορεί να ζήσει κάπως άνετα. Αν πρόκειται να επενδύσει, θα πρέπει να το κάνει σε εισοδηματικά χρεόγραφα. Σε αυτή την

περίπτωση το ρίσκο, δηλαδή η πιθανότητα να μην λάβει την απόδοση που υπολόγιζε ως και το σημείο να είναι αυτή αρνητική, είναι ελάχιστο. Τα εισοδηματικά χρεόγραφα θεωρούνται πράγματι, ελάχιστου κινδύνου αλλά ως εκ τούτου συνήθως έχουν μικρή σχετικά απόδοση. Η σχέση ρίσκου - απόδοσης είναι παράλληλη. Όσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο που αναλαμβάνουμε, τόσο -σχετικά - πιθανότερο είναι να επιτεύξουμε μια μεγαλύτερη απόδοση. Ο επενδυτής λοιπόν που θα αγοράσει κάποια εισοδηματικά χρεόγραφα, δεν μπορεί να έχει την απαίτηση για μεγάλη απόδοση, έχει όμως σιγουριά. Εάν επενδύσει σε μετοχές υψηλού κινδύνου, τότε μπορεί να προσδοκά μια μεγάλη απόδοση αλλά μέσα σε ένα πλαίσιο αβεβαιότητας, πράγμα που μπορεί να σημαίνει και αρνητική απόδοση με κεφαλαιακές ζημιές.

Έτσι ο κάθε επενδυτής ανάλογα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και ανάγκες του επιλέγει τα χρεόγραφα με το κατάλληλο για αυτόν ρίσκο ταυτόχρονα με την πιθανή υψηλότερη απόδοση.

Αναφορικά, τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου δεν έχουν καθόλου κίνδυνο, τα ομόλογα εξ'αιτίας της μεσομακροπρόθεσμης διάρκειάς τους εμπεριέχουν ένα ελάχιστο ρίσκο, δηλαδή την πιθανότητα αύξησης των επιτοκίων μετά την αγορά τους, ώστε αυτά μπορούν να πουληθούν σε μικρότερη μόνο τιμή. Οι ομολογίες των ιδιωτικών επιχειρήσεων εμπεριέχουν και τον κίνδυνο χρεοκοπίας όμως συνήθως έχουν μεγαλύτερη απόδοση από τα αντίστοιχα κρατικά χαρτιά. Όσον αφορά τις μετοχές, τα blue chips (δηλαδή εταιριών μεγάλων και γνωστών με μια σταθερή αύξηση των κερδών τους ανά τον χρόνο, επί σειρά ετών) δεν ενέχουν τον κίνδυνο να σε κάνουν να υποστείς σημαντικές ζημιές, όμως δεν πρόκειται να σε κάνουν και πλούσιο. Οι μετοχές αυξημένου ρίσκου είναι συνήθως εταιριών σχετικά μικρών και λιγότερο γνωστών, που λόγω του μικρού μεγέθους τους έχουν μεγάλους αναπτυξιακούς ρυθμούς, θετικούς αλλά ίσως και αρνητικούς. Αυτό σημαίνει σημαντικές ανά τον χρόνο αυξήσεις των κερδών αλλά ίσως και θεαματικές πτώσεις των. Οι διακυμάνσεις αυτών των μετοχών είναι μεγάλες, θα μεγιστοποιήσουν την απόδοση του χαρτοφυλακίου αν δεν διαψεύσουν οι προσδοκίες που υπήρξαν κατά την αγορά τους οπότε και μπορούν να παρουσιάσουν μεγάλες πτώσεις στις τιμές τους.

10.2.3. Διαχείριση του χαρτοφυλακίου

Λέγοντας διαχείριση του χαρτοφυλακίου εννοούμε τις πολιτικές που υπάρχουν για τις αγοραπωλησίες ώστε να προστατεύουν από ζημιές ή να συμβάλλουν στη μεγιστοποίηση των κερδών. Με θέματα διαχείρισης ασχολούμαστε σε αρκετά κεφάλαια, για αυτό εδώ θα αρκестούμε στην αναφορά ορισμένων χρηματιστηριακών γνωμικών.

- Αγόρασε όταν η αγορά πέφτει, πούλα όταν η αγορά ανεβαίνει.
- Κόψε ζημιές και άσε τα κέρδη να τρέχουν.
- Απόφευγε τις πολλές μετακινήσεις από χρεόγραφο σε χρεόγραφο.
- Βάλε τα μισά κέρδη σου στην θυρίδα.
- Η χρηματιστηριακή αγορά δεν έχει παρελθόν.
- Οι γνώμες είναι χωρίς αξία, τα γεγονότα χωρίς τιμή.
- Ποτέ μην αγοράζεις μία μετοχή μετά από παρατεταμένη πτώση.
- Ποτέ μην πουλάς όταν μαθαίνεται επικείμενη απεργία.
- Δεν είναι η τιμή που μετράει όταν αγοράζεις μια μετοχή αλλά ο χρόνος που την αγοράζεις.
- Όταν δεν ξέρεις τι να κάνεις, μην κάνεις τίποτα.
- Μάθε να υφίστασαι τη ζημιά όσο το δυνατόν ταχύτερα.
- Μην αγοράζεις ένα αυγό προτού το κάνει η κόττα.
- Όταν οι τιμές κλείνουν δυνατά μετά από ολόημερη άνοδο η επόμενη αρχική κίνηση είναι γενικά καθοδική.

- Η αξία έχει λίγο να κάνει με τις προσωρινές διακυμάνσεις των μετοχών.
- Να είσαι ενήμερος για αυτόν που δεν έχει να χάσει τίποτα.
- Το κοινό κάνει πάντοτε λάθος.
- Εάν δεν αγοράζεις μια μετοχή, πουλά την.
- Η αγορά θα συνεχίσει να διακυμάνεται.
- Ο επενδυτής είναι ένας απαγοητευμένος κερδοσκόπος.
- Πτωτική αγορά είναι ο ορισμός της επενδυτικής ευκαιρίας.
- Μην υπολογίζεις διαφυγόντα κέρδη σε μια μετοχή που δεν μπήκες, στο κάτω - κάτω, τι είχες τι έχασες.
- Άκου την φήμη υπομονετικά. Αγόρασε το γεγονός ανυπόμονα.
- Αγόρασε αυτοκίνητο πριν αγοράσεις μετοχές.
- Μην αγοράσεις μετοχές για να αγοράσεις αυτοκίνητο.
- Επένδυσε σε εταιρίες και όχι στον δείκτη.
- Οι μετοχές φαίνονται ελκυστικές στην κορυφή μιας ανοδικής αγοράς και χειρότερες στο χαμηλότερο σημείο της αγοράς.
- Οι μετοχές που εμφάνισαν τη μεγαλύτερη άνοδο, συνήθως σημειώνουν και τη μεγαλύτερη πτώση.
- Μην ερωτεύεσαι τις μετοχές σου.
- Οι μακροχρόνιες αποδόσεις των μετοχών είναι σχετικά προβλέψιμες και πολύ μεγαλύτερες από τις αποδόσεις των ομολόγων και των εντόκων γραμματίων.
- Οι μετοχές δεν είναι για όλους, ούτε για όλες τις φάσεις.
- Η μετοχή αγνοεί ότι την αγόρασες.
- Κέρδη είναι τα χρήματα που βρίσκονται στην τσέπη σου.
- Μείωσε τις τοποθετήσεις σου σε μετοχές σε βαθμό που να μπορείς να κοιμάσαι ήσυχος.

Ταυτόχρονα παραθέτουμε τα λάθη που πρέπει να αποφεύγει ο επενδυτής, από το αμερικάνικο χρηματιστηριακό περιοδικό Dick Davis Digest.

1) Μην αγοράζεις μετοχές που κατά το τελευταίο διάστημα βρέθηκαν στην δημοσιότητα.

Αγοράζοντας μία μετοχή που έχει βρεθεί στα φώτα της δημοσιότητας, τότε κατά πάσα πιθανότητα είσαι εσύ αυτός στον οποίο κάποιος άλλος "ξεφορτώνονται" τις δικές τους μετοχές. Να έχεις πάντα υπόψη σου ότι μόλις μία μετοχή έρθει στη δημοσιότητα, έχουν αυτόματα προεξοφληθεί όλοι οι λόγοι που την οδήγησαν εκεί.

2) Μην κρατάς μία μετοχή που διαρκώς πέφτει, με την ελπίδα ότι κάποτε θα ανακάμψει.

Είναι βέβαια οδυνηρό να πουλάς με ζημιά. Αν όμως δεν το κάνεις, είναι πιθανό να καθηλωθείς σε μια μετοχή για καιρό και να χάσεις άλλες σπουδαίες ευκαιρίες.

3) Μην αγοράζεις μία μετοχή μόνο και μόνο επειδή η τιμή της έπεσε ξαφνικά.

Σπάνια μια μετοχή πέφτει τυχαία. Συνήθως μια μεγάλη πτώση στην τιμή της είναι αποτέλεσμα σημαντικών μεταβολών στα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας.

4) Μην αγοράζεις την μετοχή μιας εταιρίας, αν δεν μπορείς να βγάλεις τα δικά σου συμπεράσματα για τις προοπτικές της.

Ο τρόπος λειτουργίας της κάθε εταιρίας έχει τις δικές του ιδιομορφίες. Πως θα μπορέσεις να αξιολογήσεις την πορεία της εταιρίας και να προβλέψεις τα αποτελέσματά της αν δεν μπορείς να καταλάβεις πως λειτουργεί;

5) Μην πιστεύεις ότι το υψηλό μερίσμα είναι πάντα καλύτερο για την μετοχή.

Τα μερίσματα είναι χρήματα που βγαίνουν από τα ταμεία της εταιρίας. Αν η ρευστότητα και η κεφαλαιακή της διάρθρωση δεν είναι ικανοποιητικές, τα χρήματα αυτά θα πρέπει οπωσδήποτε να επαναποκτηθούν. Η επαναπόκτησή τους έχει κόστος που θα φανεί στα αποτελέσματα της επόμενης χρήσεως.

6) Μην αγοράζεις μετοχές με χαμηλό δείκτη P/E, χωρίς να ξέρεις γιατί ακριβώς είναι τόσο χαμηλό.

Είναι πιθανότερο να κάνεις εσύ λάθος, παρά η αγορά. Πίσω από κάθε χαμηλό P/E υπάρχει πάντα μια πολύ σοβαρή αιτία.

7) Μην επενδύεις σε μετοχές με χρήματα τα οποία μπορεί να χρειαστείς κατά τα επόμενα 4 - 5 χρόνια.

Η τακτική αυτή σου εξασφαλίζει ότι, άσχετα με την σημερινή φάση της οικονομίας, κατά την διάρκεια της μακροχρόνιας επένδυσής σου, θα γευτείς τους καρπούς μιας τουλάχιστον θετικής χρηματιστηριακής περιόδου. Σου εξασφαλίζει επίσης ότι ποτέ δεν θα αναγκαστείς να πουλήσεις στα χαμηλά σημεία ενός κύκλου.

8) Μην κάνεις ποτέ όλες σου τις αγορές ή όλες σου τις πωλήσεις σε μία μέρα.

Αν κάνεις τις κινήσεις σου σταδιακά και μεθοδικά, οι πιθανότητες να πετύχεις καλύτερους μέσους όρους τιμών είναι αυξημένες.

9) Μην επενδύεις ποτέ σε κάτι που δεν γνωρίζεις.

Βεβαιώσου ότι γνωρίζεις απόλυτα τους όρους της επένδυσης και τους κινδύνους που απορρέουν από αυτή. Γνώρισε καλά τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της.

10) Αν είσαι μακροχρόνιος επενδυτής, μην αποφεύγεις τις επενδύσεις σε μετοχές.

Σε όλες τις αγορές του κόσμου και σε όλες τις εποχές έχει αποδειχθεί ότι σε μακροχρόνια βάση, οι επενδύσεις σε μετοχές δίνουν πάντοτε τις υψηλότερες αποδόσεις.

11) Μην διατηρείς ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο δεν είναι κατανεμημένο σε μετοχές διαφόρων κλάδων.

Όπως έχει αποδειχθεί, η διασπορά των επενδύσεων σε διάφορους κλάδους της οικονομίας είναι ο περισσότερο αποτελεσματικός τρόπος για την μείωση του ρίσκου και την εξασφάλιση των μακροχρόνια υψηλότερων αποδόσεων.

12) Μην επενδύεις σε ένα ομόλογο αν δεν έχεις καταλάβει πρώτα τους όρους της έκδοσης.

Δεν θα πρέπει να σε ξεγελά η έννοια του σταθερού εισοδήματος των ομολόγων. Και αυτές οι μορφές επένδυσης έχουν τα ρίσκα τους, τα οποία πρέπει να αναλύονται μέχρις ότου γίνουν απόλυτα αντιληπτά. Κάθε ομόλογο έχει ορισμένους όρους έκδοσης, τους οποίους πριν προχωρήσεις σε κάποια αγορά, θα πρέπει να έχεις κατανοήσει απόλυτα.

10.3. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΚΑΙ Η ΠΡΟΓΝΩΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (ΓΕΝΙΚΑ)

Δεν μπορεί να δοθεί απλή απάντηση στο παμπάλαιο ερώτημα: "η χρηματιστηριακή αγορά ακολουθεί την οικονομική δραστηριότητα ή η οικονομική δραστηριότητα την χρηματιστηριακή αγορά;"

Είναι αρκετά φανερό ότι η επιχειρηματική δραστηριότητα, το εθνικό εισόδημα και τα κέρδη των εταιριών προσδιορίζουν τις τιμές των μετοχών και όχι αντίστροφα και ότι οι ψυχολογικές επιδράσεις από την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς δεν είναι πλέον πρωταρχικής σημασίας. Αλλά ακόμη και σήμερα η χρηματιστηριακή αγορά μπορεί περιστασιακώς να προεξοφλεί μεταβολές στο εθνικό εισόδημα και στη συνολική αγοραστική δύναμη. Εμφανίζεται έτσι ότι προηγείται των μεγεθών αυτών, ενώ στην πραγματικότητα ακολουθεί εκείνο που νομίζει ότι θα συμβεί αργότερα.

" Πως να τοποθετούμε τα χρήματά μας; "

Δεν υπάρχουν ασφαλείς κανόνες για να κερδίσουμε χρήματα στο χρηματιστήριο. Οσοι καταφέρνουν να προβλέπουν με ακρίβεια την μελλοντική πορεία της επιχειρηματικής δραστηριότητας θα ευημερήσουν. Αλλά δεν υπάρχουν ως επί το πλείστον τέτοια πρόσωπα. Κατά τον Paul Samuelson θα μπορούσαμε να διακρίνουμε τουλάχιστον τέσσερις βασικές κατηγορίες επενδυτών σε χρεόγραφα:

1. Η ομάδα που απλώς αγοράζει για μόνιμη τοποθέτηση. Επειδή το εθνικό εισόδημα παρουσιάζει μακροχρονίως αυξητική τάση, η ομάδα αυτή θα βρεθεί σε αρκετά καλή θέση ύστερα από μακρό χρονικό διάστημα. Μπορεί η θέση της να είναι ακόμη καλύτερη αν ακολουθεί τις στατιστικές συμβουλές των διάφορων εταιριών μελετών σχετικώς με τις εταιρίες που παρουσιάζουν τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης και στις οποίες θα πρέπει να στρέφονται οι τοποθετήσεις. Είναι εκπληκτικό το γεγονός ότι οι καλύτερες εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων και οι καλύτεροι σύμβουλοι επενδύσεων σπανίως τα έχουν καταφέρει καλύτερα από τις υποδείξεις του δείκτη τιμών των 30 βιομηχανικών επιχειρήσεων της Dow - Jones. Η επίδραση που ασκείται από τους επενδυτές μόνιμου τοποθετήσεως δεν είναι ούτε σταθεροποιητική αλλά ούτε και διαταρακτική των τιμών των χρεογράφων. Στην έκταση που απορροφούν και παγώνουν μετοχές περιορίζοντας τον όγκο των συναλλαγών, αποδυναμώνουν την αγορά. Σε μια αδύνατη αγορά, οι συναλλαγές είναι τόσες λίγες, ώστε η προσπάθεια να αγοραστούν έστω και ελάχιστες εκατοντάδες μετοχών ωθεί κάπως την τιμή προς τα άνω, επειδή δεν υπάρχουν πωλητές έτοιμοι να πωλήσουν γύρω στην τιμή που επικρατεί στην αγορά. Η προσπάθεια πώλησης μπορεί να χαμηλώσει την τιμή κατά μερικές μονάδες.

2. Την άλλη ακραία περίπτωση αποτελούν εκείνοι που παρακολουθούν ώρα με την ώρα και ημέρα με την ημέρα την χρηματιστηριακή αγορά. Αυτούς τους συναντά κανείς σε κάθε χρηματιστηριακό γραφείο. Μπορούμε να πούμε γενικώς ότι το έργο τους είναι να αγοράζουν και να πωλούν, να πωλούν και να αγοράζουν. Συνήθως κερδίζουν χρήματα για λογαριασμό των χρηματιστών για τους οποίους εργάζονται. Η ύπαρξη της ομάδας αυτής των επαγγελματιών έχει ως αποτέλεσμα να μην αφήνει την αγορά να αποδυναμώνεται. Επειδή ακριβώς υπάρχουν στο χρηματιστήριο τα πρόσωπα αυτά, οι επενδυτές είναι βέβαιοι ότι μπορούν σε κάθε στιγμή να ρευστοποιούν το χαρτοφυλάκιο των μετοχών τους σε κάποια τιμή, όχι βεβαίως σε μια τιμή που μπορούν να προρραψουν εκ των προτέρων ή στην τιμή που θα ήθελαν. Ας σημειωθεί ότι έστω και αν έχουν την περιορισμένη αυτή "ρευστότητα", οι μετοχές που η διαπραγματευσή τους γίνεται σε οργανωμένα χρηματιστήρια είναι περισσότερο ελκυστικές από τις μη καταχωρημένες εκδόσεις μετοχών μικρότερων εταιριών που αγοράζονται και πωλούνται από χρηματιστές στο περίγυρο του χρηματιστηρίου.

3. Μεταξύ των δύο τούτων ακραίων ομάδων είναι οι κερδοσκόποι που παίζουν με τις ενδιάμεσες διακυμάνσεις πολλών μηνών ή ετών. Οι λιγότερο επιτυχείς στην ομάδα αυτή

είναι οι ερασιτέχνες οι οποίοι εισέρχονται στην αγορά τελευταίοι, όταν είναι πλέον πολύ αργά και υποτίθεται ότι έχει δοθεί το σήμα για την αποχώρηση του "κερδοσκοπικού χρήματος". Οι περισσότερο επιτυχείς κερδοσκόποι είναι όσοι μπορούν να αποφεύγουν τους ακραίους ενθουσιασμούς του όχλου και να εμβαθύνουν με οξυδέρκεια στις οικονομικές συνθήκες. Αυτό δεν σημαίνει ότι αγοράζουν απλώς επειδή μια κατηγορία μετοχών φαίνεται να είναι στα χαμηλά και πωλούν όταν φαίνεται να είναι στα υψηλά. Αντιθέτως, αγοράζουν όταν υπάρχουν ενδείξεις ότι οι τιμές των μετοχών θα συνεχίσουν να αυξάνονται. Όταν φαίνεται ότι επικείται πτώση των τιμών ξεπουλούν αμέσως ή, κατά συντηρητικότερη έκφραση, στρέφονται απλώς σε μετρητό χρήμα ή σε πολύ καλές ομολογίες. Χρειάζεται μεγάλη ψυχραιμία για να ξεπουλήσεις γρήγορα, γιατί στο σύνολότης η αγορά είναι υπεραισιόδοξη. Αλλά αν κάποιος ενεργήσει με έξυπνο τρόπο μπορεί να κατορθώσει να αποφύγει επιτυχώς τις ζημιές από την πτώση των τιμών. Η συμπεριφορά των κερδοσκόπων της κατηγορίας αυτής είναι συχνά διαταρακτική των τιμών των μετοχών. Στοιβάζουν μετοχές όταν υψώνεται η τιμή τους και με αυτό τον τρόπο επιτείνουν την άνοδο. Με ανάλογο τρόπο επιταγχύνουν την πτώση. Έτσι στα μέσα της δεκαετίας 1960 - 1970 έκαναν την εμφάνισή τους στις Η.Π.Α μερικές εταιρίες επενδύσεως αμοιβαίων κεφαλαίων με μεγάλες "επιδόσεις". Αρχισαν να αγοράζουν μετοχές στον ηλεκτρονικό κλάδο και στον κλάδο των αεροπορικών μεταφορών και δημιούργησαν με τον τρόπο αυτό αίγλη γύρω από αυτές τις μετοχές. Βλέποντας το κοινό τις εταιρίες αυτές να αγοράζουν, άρχισε να προσελκύεται στις ίδιες μετοχές. Όταν οι τιμές τους υψώθηκαν, οι εταιρίες "επιδόσεως" επώλησαν τις μετοχές με καλό κέρδος και κινήθηκαν για νέες κατακτήσεις σε άλλους τομείς. Τους φανερούς κινδύνους αυτής της τακτικής παρουσιάζει το πιο κάτω περιστατικό από τη ζωή της Wall Street:

< < Ένας χρηματιστής μου τηλεφώνησε και μου είπε να αγοράσω μετοχές της XYZ προς \$2 τη μετοχή. Αγόρασα εκατό. Μου τηλεφώνησε ύστερα από λίγο για να μου πει η XYZ ανέβηκε στα \$3. Σε συμφέρει να αγοράσεις μερικές εκατοντάδες ακόμη. Αγόρασα. Μου ξανατηλεφώνησε: Σε συμφέρει να αγοράσεις 300 στα \$5. Αγόρασα και πάλι. Αλλά όταν την επόμενη ημέρα μου τηλεφώνησε αρνήθηκα να αγοράσω και ζήτησα να πουλήσω. -Τι να πουλήσεις XYZ; μου είπε, να πουλήσεις σε ποιον; > >.

4. Τέλος, υπάρχουν εκείνοι που μελετούν και εκμεταλλεύονται ειδικές καταστάσεις. Από δημοσιευμένα στοιχεία ή εμπιστευτικές πηγές μαθαίνουν εκ των προτέρων τις μεταβολές της περιουσιακής καταστάσεως συγκεκριμένων εταιριών: φημιολογούμενες χρεοκοπίες, διανομή ειδικών μερισμάτων, χωρισμούς ή συγχωνεύσεις, αναγγελίες πιθανών κερδών και μερισμάτων. Σε συνδυασμό με τα επιτυχή χαρακτηριστικά της τρίτης ομάδας, τα μέλη αυτής εδώ της ομάδας πραγματοποιούν τα μεγαλύτερα κέρδη στην αγορά. Μερικοί ταχείας αντιλήψεως παίκτες της ομάδας αυτής κατόρθωσαν να πολλαπλασιάσουν τα \$1000 σε \$10 εκατομμύρια από τον Β παγκόσμιο πόλεμο μέχρι τώρα - και να διατηρούν ταυτοχρόνως τα κέρδη τους υπό μορφή υπεραξίας του κεφαλαίου, η οποία φορολογείται ελαφρότερα. Αλλά ο υποψήφιος επενδυτής σε μετοχές θα πρέπει να αποστηθίσει την πιο κάτω προειδοποίηση του Bernard Baruch:

< < Αν είσαι έτοιμος να εγκαταλείψεις κάθε άλλη απασχόληση και να αφοσιωθείς στη μελέτη ολόκληρης της ιστορίας και της λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς καθώς και όλων των αξιολογών εταιριών που οι μετοχές τους είναι στο χρηματιστήριο, με την ίδια επιμέλεια με την οποία ο σπουδαστής της ιατρικής μελετά ανατομία, αν κάνεις όλα αυτά και επιπλέον έχεις την ψυχραιμία του μεγάλου χαρτοπαίχτη, την έκτη αίσθηση του μάντη και το κουράγιο του λιονταριού, θα έχεις κάποια πιθανότητα επιτυχίας > >.

Το να αγοράζεις μετοχές, ο P. Samuelson πιστεύει ότι είναι τέχνη και όχι επιστήμη. Κανένας δεν μπορεί να τραβήξει διαχωριστική γραμμή μεταξύ της ριψοκίνδυνης κερδοσκοπίας και της σίγουρης επένδυσης. Αλλά μια επαγγελματική τέχνη είναι επιστήμη που βρίσκεται ακόμη σε πρωτόγονη κατάσταση και έχει συνεπώς τους γενικούς της κανόνες συμπεριφοράς. Παραθέτουμε εδώ μικρή σταχυολόγηση κανόνων από την επιστημονική μελέτη του μη επιστημονικού αυτού κλάδου.

1. Δεν μπορείς να πετυχαίνεις συνεχώς με το να συμβουλεύεις τα αστέρια. Μην γελάς! Πολλά χρηματιστηριακά γραφεία έχουν πλουτίσει - δεν συνέβει όμως το ίδιο με τους πελάτες τους - από την πώληση αστρομαντικών συμβουλών και κάποιος έκανε περιουσία επιδιδόμενος στην εξήγηση της προφητικής σημασίας των σημάτων που δίνουν που δίνουν τα κόμικς.
2. Η προαισθήση δεν χρησιμεύει σε τίποτα μακροχρονίως.
3. Οι καλύτεροι εγκέφαλοι στην Wall Street σπάνια τα καταφέρνουν καλύτερα από τις υποδείξεις που δημοσιεύουν διάφορες εταιρίες μελετών (Standard and Poor's κ.λ.π.). Αυτό φαίνεται περίεργο εκ πρώτης όψεως και τούτο γιατί έχουν όλα τα οικονομικά μέσα που χρειάζονται για κάθε είδους μελέτη και διερεύνηση. Μη ξεχνάμε όμως, ότι όλοι τους ανταγωνίζονται ο ένας τον άλλον. Και αν κάποιος ύστερα από διερεύνηση βρει μια καλή ευκαιρία, η ευκαιρία αυτή υπάρχει και για κάποιον και θα εξαφανιστεί αμέσως από τον ανταγωνισμό.
4. Όσοι βασίζονται στα διαγράμματα κινήσεως των τιμών των μετοχών, ισχυρίζονται ότι σε αυτά βλέπουν "ανθεκτικά επίπεδα", "χάσματα", "σχηματισμούς με μορφή κεφαλιού και ωμοπλάτης", "σημαιές", "στενές χαράδρες", "διώρυγες", κ.λ.π. - και όλα αυτά υποτίθεται ότι βελτιώνουν την ικανότητά σου να μαντεύεις σωστά. Οι έμπειροι επενδυτές λένε: "Όσοι βασίζονται στα διαγράμματα καταλήγουν με τρύπια παπούτσια. Γι'αυτό ξεχάστε τα".
5. Τότε δεν υπάρχουν καλά τεχνάσματα; Αλίμονο, υπάρχουν ελάχιστα. Επειδή ο πληθωρισμός και η ανάπτυξη ωθούν την οικονομία της χώρας προς τα πάνω, η τοποθέτηση στην τύχη ίσως να αποφέρει υπεραξία του κεφαλαίου μακροχρονίως. Τίποτα περισσότερο δεν μπορεί να πει κανείς. Οι στατιστικοί έχουν δείξει ότι οι καθημερινές μεταβολές των τιμών των μετοχών μοιάζουν πάρα πολύ με τον "περίπατο στην τύχη" - μοιάζουν με τις άστατες κινήσεις που βλέπει κανείς στο μικροσκόπιο και που οφείλονται στην τυχαία και απρόβλεπτη σύγκρουση μη ορατών ατόμων στα μόλις ορατά μεγάλα μόρια ή στα κολλώδη στοιχεία. Ο άνθρωπος της Wall Street δεν πιστεύει στην παρομοίωση με τον τυχαίο αυτό περίπατο αλλά ο κάτοχος διδακτορικού διπλώματος στα οικονομικά γελάει με την δυσπιστία του αυτή.
6. Για να επιτύχεις συνήθως καλές επιδόσεις στο χρηματιστήριο, θα πρέπει να είσαι ικανός να προβλέπεις αυξήσεις των κερδών κατά μετοχή των εταιριών, προτού η αγορά γενικώς πληροφορηθεί τούτο. Μετά είναι πολύ αργά. Ο λόγος είναι ότι κάθε είδος μετοχής τείνει να πωλείται σε ένα ορισμένο "πολλαπλάσιο τιμής - κερδών", όπως λόγω χάρη σε 12 προς 1 οι μετοχές της U.S. Steel, εταιρίας που παρουσιάζει στασιμότητα και κυκλικές διακυμάνσεις, και σε 40 προς 1 οι μετοχές της I.B.M που έχει μεγάλη αίγλη. Αν λοιπόν μαντέψεις σωστά μια απρόβλεπτη αύξηση των κερδών, θα πρέπει να περιμένεις άνοδο των τιμών όταν τα κέρδη αυτά γίνουν εμφανή. Αν λοιπόν αναγνωρίσεις από νωρίς μια περιοχή με προοπτικές αυξήσεως των κερδών, η χρηματιστηριακή αγορά θα αυξάνει διαδοχικώς το "πολλαπλάσιο τιμής - κερδών" των μετοχών που έχεις και αφού συμβεί αυτό, τότε είναι ο καταλληλότερος χρόνος να εγκαταλείψεις την περιοχή.
7. Ο πιο πάνω κανόνας εύκολα διατυπώνεται στην θεωρία, αλλά η πρακτική του εφαρμογή είναι αδύνατη ακόμη και αν έχεις ένα τεράστιο επιτελείο ερευνητών και υλικός υχάουσις με διευθυνίες επιχειρήσεων. Συνεπώς, εκτός αν σου αρέσει να τοποθετείς τα χρήματά σου για διασκέδαση - και είσαι πρόθυμος να πληρώσεις κάτι για τη διασκέδαση αυτή υπό μορφή κακών επιδόσεων - ή ουμμούλι για τους ερασιτεχνες είναι να αγοράζουν μετοχές εταιριών επενδύσεων και αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο Richard A. Brealey στην ανάλυσή του "An Introduction to Risk and Return from Common Stocks", πιστεύει ότι οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται από 4 κυρίως παράγοντες:

α) Γενικό μακρο-οικονομικό περιβάλλον και συνθήκες αγοράς, β) Συνθήκες του συγκεκριμένου κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία, γ) Συνθήκες της ομάδας στην οποία ανήκει η εταιρία, δηλαδή μιας στενότερης και πιο εξειδικευμένης κατηγορίας στα πλαίσια του κλάδου όπου εντάσσεται η εταιρία (π.χ. η εταιρία "Βασιλόπουλος Α.Ε." εντάσσεται στον κλάδο τροφίμων αλλά ανήκει στην ομάδα των εταιριών Super Markets) και δ) Μικρο-οικονομικά μεγέθη της εταιρίας.

Σύμφωνα με μια έρευνα που έγινε για 63 μετοχές εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και αφορούσε τις μεταβολές των τιμών τους από το 1952 ως το 1960, αποδεικνύεται ότι η πρώτη κατηγορία πληροφοριών - το γενικό μακροοικονομικό περιβάλλον - επηρεάζει τις ταλαντώσεις των τιμών των μετοχών σε ποσοστό 31%, η δεύτερη - οι συνθήκες στον κλάδο - σε ποσοστό 12%, η τρίτη - οι συνθήκες στην ομάδα - σε ποσοστό 37% και τέλος η τέταρτη - οι συνθήκες στην εταιρία - επηρεάζει σε ποσοστό 20%. Στο σημείο αυτό επισημαίνουμε ότι νεότερες έρευνες του E.F.Fama πιστοποιούν ότι το ειδικό βάρος και η σημασία των μακροοικονομικών μεταβλητών και των συνθηκών της αγοράς τείνουν να μειώνονται όσο αναπτύσσεται η οικονομία και ωριμάζει η κεφαλαιαγορά.

Πραγματικά λοιπόν, μένει να δούμε εάν και σε ποιο βαθμό οι προτάσεις των επαγγελματιών αναλυτών επηρεάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών. Σύμφωνα με μια έρευνα των Davies και Canes, η οποία χρησιμοποίησε ως πρωτογενή πηγή τη στήλη της Wall Street Journal, "Heard on the Street", όπου καταγράφονται οι απόψεις αρκετών αναλυτών για την ίδια μετοχή, αποδεικνύεται ότι σε περιπτώσεις ομόφωνης προτάσεως αγοράς μιας μετοχής, η τιμή της πέντε ημέρες γύρω από την ημέρα της δημοσιεύσεως (2 πριν και 3 μετά) κερδίζει από 2 έως και 3 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από την ανοδική τάση του δείκτη, ενώ αντίθετα σε περιπτώσεις ομόφωνης προτάσεως πώλησεως χάνει μέχρι και 4 ποσοστιαίες μονάδες. Η έρευνα όμως δεν προχώρησε σε βάθος. Ο Ambachtsheer απέδειξε ότι το ποσοστό επιτυχίας των προβλέψεων των αναλυτών μπορεί να ξεπεράσει το 15%. Ο έλεγχος έγινε ως εξής:

Τον Ιούνιο του 1971, μια μεγάλη ομάδα οικονομικών αναλυτών τοποθετήθηκε ως προς τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές 250 μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης κατατάσσοντας κάθε μετοχή σε μια κλίμακα από 1 (έντονα πτωτική προοπτική) έως το 5 (έντονα ανοδική προοπτική) σε σχέση με την προοπτική ταλαντώσεως της τιμής της. Εξι μήνες αργότερα οι ίδιες μετοχές ξαναβαθμολογήθηκαν, αυτή τη φορά όμως σε σχέση με την πραγματική συμπεριφορά της τιμής τους. Εάν η προβλεπτική ικανότητα των αναλυτών ήταν μηδενικής ή έστω μηδαμινής σημασίας, τότε ο συντελεστής συσχέτισεως μεταξύ των δύο βαθμολογιών θα έτεινε προς το μηδέν. Στην πραγματικότητα όμως ο συντελεστής συσχέτισεως ήταν 0,17 ή 17%, γεγονός το οποίο κατέδειξε ότι η επιτυχία των αναλυτών, αν και σχετικά μικρή, δεν παύει να είναι στατιστικά σημαντική.

Συμπερασματικά, και αφού επισημάνουμε την αναγκαιότητα και την τεράστια σημασία τέτοιων ερευνών για την ελληνική κεφαλαιαγορά, ένα στοιχείο νομίζω θα έπρεπε τελικά να συγκερατήσουμε: τη θεμελιώδη υποχρέωση μελέτης και χρήσεως των στοιχείων της οικονομικής αναλύσεως στη διαμόρφωση των επενδυτικών επιλογών μας.

Επιπλέον όμως, ο Peter Lynch, ένας από τους πιο επιτυχημένους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων της Wall Street, πολέμιος της μονομέρειας της τεχνικής ανάλυσης και ένθερμος οπαδός της επενδυτικής στρατηγικής buy and hold προτείνει μια μάλλον ανέξοδη, αρκετά πρωτότυπη και όχι ιδιαίτερος δυσνόητη ή κοπιαστική μέθοδο αναγνωρίσεως των τάσεων της χρηματιστηριακής αγοράς: τη "θεωρία του κοκταίηλ πάρτυ". Χωρίς να πιστεύει στην δυνατότητα αλλά ούτε και στην αξία της προβλέψεως των υποτιμητικών ή υπερτιμητικών τάσεων της χρηματιστηριακής αγοράς, παρά μόνο στην ύπαρξη υπερτιμημένων ή υποτιμημένων μετοχικών αξιών, θεωρεί ότι ένας

ολοκληρωμένος κύκλος της κεφαλαιαγοράς περνάει κατ'ανάγκη από τέσσερεις, απολύτως διακεκριμένες μεταξύ τους φάσεις.

Αφήστε την ιστορία να ξεδιπλωθεί μπροστά στα μάτια σας υπό μορφή κινηματογραφικής ταινίας, προσπαθώντας να παρακολουθήσετε την εξέλιξη της απαθείς και χωρίς ιδιαίτερες συναισθηματικές φορτίσεις. Στο κάτω κάτω της γραφής, οποιαδήποτε ομοιότης με γεγονότα ή καταστάσεις του παρόντος ή του πρόσφατου παρελθόντος στο ευαγές της Σοφοκλέους θα πρέπει να αποδοθεί στην αρρωστημένη φαντασία και κακεντρέχεια του γράφοντος. Πάμε λοιπόν!

Φάση 1η: Η αγορά βρίσκεται εγκλωβισμένη σε χαμηλά επίπεδα και ο όγκος συναλλαγών είναι χαμηλός. Το ευρύ κοινό, μάλλον απαγοητευμένο, δεν ενδιαφέρεται για μετοχές. Αίφνης λοιπόν, ένας τυχαίος χρηματιστηριακός αναλυτής ή ένας σύμβουλος επενδύσεων ή ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίων ή ένας επαγγελματίας του χώρου εν πάσει περιπτώσει, βρίσκεται καλεσμένος σε μια κοινωνική συγκέντρωση, σε ένα κοκταϊλ πάρτυ ας πούμε. Πολλοί και διάφοροι τον πλησιάζουν, ρωτούν την κλασική ερώτηση και ο αφελής πρωταγωνιστής μας τους απαντά με κάποια συστολή, πλην ευθαρσώς: "Ξέρετε, ασχολούμαι με το χρηματιστήριο". Αυτό και μόνον αρκεί. Οι κύριοι και κυρίες χαμογελούν ευγενικά και εξαφανίζονται. Λίγο αργότερα τους βλέπει να κουβεντιάζουν με έναν οδοντίατρο για την τεριδόνα, την ουλίτιδα και ένα σωρό άλλα ενδιαφέροντα και φλέγοντα ζητήματα.

Προσοχή λοιπόν! Όταν σε ένα πάρτυ δέκα τουλάχιστον διαφορετικοί άνθρωποι προτιμούν να μιλήσουν με έναν οδοντίατρο περί τεριδόνας και άλλων τινών παρά σε έναν επαγγελματία του χώρου περί μετοχών, η αγορά είναι έτοιμη να πάρει την ανιούσα.

Φάση 2η: Αφού ο περί ου ο λόγος αναλυτής έχει ομολογήσει ανεπιθυμάτως πως ακριβώς εξοικονομεί τα προς το ζην, οι ίδιοι άνθρωποι κάθονται μαζί του, τόσο όσο χρειάζεται για να τον συμβουλέψουν πόσο επικίνδυνο μπορεί να είναι το χρηματιστηριακό παιχνίδι. Μετά από λίγο βέβαια τρέχουν να κουβεντιάσουν με τον αγαπητό οδοντίατρο περί των γνωστών θεμάτων. Η αγορά έχει ανέβει 10% από την πρώτη φάση, πολλοί λίγοι όμως έχουν πάρει μερωδιά.

Φάση 3η: Η αγορά έχει ήδη ανέβει 30 με 35% και τώρα πλέον στο πάρτυ, ένα ολόκληρο πλήθος έχει μαζευτεί γύρω από τον ήρωά μας, αγνοώντας παντελώς τον γιατρό. Όλοι, ακόμα και ο ίδιος ο γιατρός, τον ρωτούν τι μετοχές να πάρουν και πόσα λεφτά να βάλουν. Ξαφνικά βρέθηκαν όλοι με ρειστά διαθέσιμα, βρε τι σύμπτωση!

Φάση 4η: Το σκηνικό είναι ίδιο και απaráλλαχτο με την προηγούμενη φάση με μία μόνο διαφορά: η αγορά συνεχίζει ακάθεκτη την ανοδική της πορεία και τώρα πια κανείς δεν ρωτάει τον φίλο μας τι μετοχές να πάρει. Όχι, τώρα πια, οι άλλοι τον συμβουλεύουν τι μετοχές να πάρει. Όλοι έχουν πληροφορίες σίγουρες, ακόμη και ο σερβιτόρος στα ποτά. Το σινιάλο είναι σαφές. Η αγορά έχει φτάσει στο ζενίθ και είναι απλώς ζήτημα χρόνου να γυρίσει προς τα κάτω.

Αλλά ακόμα και αν κάποιος επενδύσει αγοράζοντας μετοχές εντελώς τυχαία, οι πιθανότητες είναι ευνοϊκές. Η ιστορική εμπειρία έχει δείξει ότι στη διάρκεια μιας ζωής ακόμη και αν συμβούν μεγάλες χρηματιστηριακές κρίσεις, είναι καλύτερη η τοποθέτηση σε ριψοκίνδυνες μετοχές παρά σε ομολογίες σταθερής απόδοσης ή σε καταθέσεις κεραισσίας.

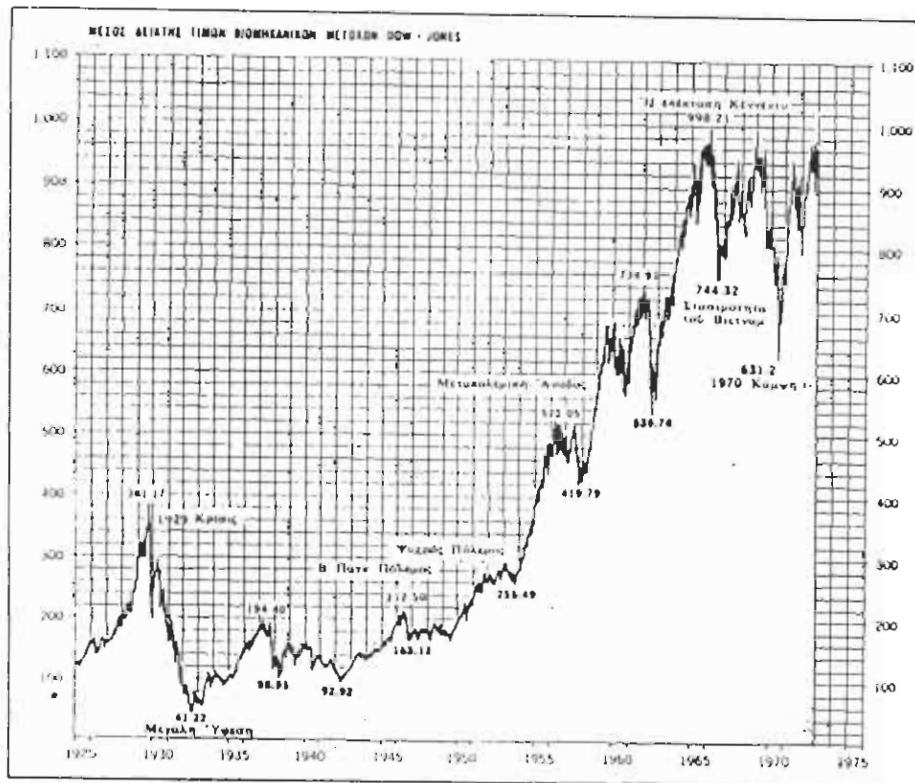
Ο Alfred Cowles III, ιδρυτής του Cowles Foundation for Economic Research του Yale, έδειξε στη δεκαετία του 1930, ότι οι κάτοχοι μετοχών είχαν τοποθετήσει καλύτερα τα χρήματά τους από τους κατόχους ομολογιών για τα περισσότερα χρόνια μεταξύ του 1870 και του Β παγκοσμίου πολέμου. Μια έρευνα του Merrill Foundation της Οικονομικής

Σχολής του University of Chicago που έγινε τη δεκαετία του 1960 απεκάλυψε πως τα πιο πάνω αληθεύουν πολύ περισσότερο για την περίοδο 1925 - 1960.

Στον αιώνα του έρποντος πληθωρισμού και της αναπτύξεως της μικτής μας οικονομίας, αν διαλέξεις εντελώς στην τύχη από τον κατάλογο του χρηματιστηρίου τις μετοχές που θα τοποθετήσεις τα χρήματά σου, θα βρεθείς τελικώς να είσαι σε καλύτερη θέση από τον "συνετό" αδελφό σου που τοποθετεί τα δικά του χρήματα σε κρατικές ομολογίες ή σε καταθέσεις προθεσμίας!

Το πιο πάνω γεγονός φαίνεται και από το διάγραμμα που ακολουθεί και που παρουσιάζει τη μακροχρόνια κίνηση του δείκτη τιμών των μετοχών 30 βιομηχανικών εταιριών που καταρτίζεται από τους Dow - Jones.

[δίνεται το διάγραμμα]



Σχ. 4-6

Το μόνο βέβαιο με τις τιμές των μετοχών είναι ότι παρουσιάζουν διακυμάνσεις.

Καθώς αυξάνει το χρηματικό έθνικό εισόδημα, λόγω άνοδου της παραγωγής και του επιπέδου τιμών, ή τίση των τιμών των μετοχών είναι άνοδική. Άξιοσημείωτες όμως είναι οι έντονες διακυμάνσεις τους (Πηγή: Dow-Jones and Co., Inc.).

Το παραπάνω γεγονός λέγει και ο περισσότερο περιεκτικός δείκτης τιμών Standard and Poor's Averages που περιλαμβάνει 500 μετοχές ή ο δείκτης New York Stock Exchange Comprehensive Average, που σας δείχνει τι αποτελέσματα θα είχατε αν διαμοιράζατε εξίσου τα χρήματά σας σε κάθε μετοχή καταχωρημένη στον κατάλογο του χρηματιστηρίου.

Το ίδιο, μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα, συμβαίνει και στην Ελλάδα. Αν υποθέσουμε ότι ένας το 1966 είχε βάλει στο ταμειυτήριο 100.000 δραχμές ή είχε επενδύσει στο Χρηματιστήριο επίσης 100.000 δραχμές, μετά από μια δεκαετία, δηλαδή το 1976 στο ταμειυτήριο θα έπαιρνε 215.000 δραχμές (αύξηση 8%) και στο Χρηματιστήριο (λαμβάνοντας υπόψη την εξέλιξη του γενικού δείκτη) 1.012.650 δραχμές (αύξηση 26%) και στο ποσό αυτό να μην περιλαμβάνονται τα μερίσματα που θα έπαιρνε κάθε χρόνο.

Ο κόσμος πηγαίνει, συνήθως, από το ένα άκρο στο άλλο. Αφού για πολλά χρόνια στο παρελθόν απέφευγε την αγορά των μετοχών, από το 1970 (στην Αμερική) άρχισε να σκέφτεται ότι δεν είναι δυνατόν να χάσει στην αγορά αυτή. Με αυτή την σκέψη άρχισε να αγοράζει σε μεγάλη έκταση μετοχές με αποτέλεσμα οι τιμές τους να υψωθούν τόσο ώστε η απόδοση των μερισμάτων σπανίως να φθάνει το 3%, ενώ οι καλές ομολογίες απόδιδαν 6% και περισσότερο. Γιατί αυτή η αντιστροφή διάρθρωση, όταν οι ομολογίες είναι αναμφισβητήτως ασφαλέστερες; Οι επενδυτές προφανώς αποβλέπουν στην πραγματοποίηση της υπεραξίας του κεφαλαίου παρά σε μερίσματα που φορολογούνται βαριά.

Η πείρα των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών δείχνει ότι όλες οι καλές εποχές έχουν ένα τέλος. Όταν οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν αρκετά ψηλά, υπάρχουν μεγάλα περιθώρια για απότομες πτώσεις και οι επενδύσεις σε μετοχές παύει να είναι ο μοναδικός τρόπος τοποθέτησης χρημάτων, όπως φαίνεται, από το προηγούμενο διάγραμμα, ότι ήταν στις Η.Π.Α από το 1942 μέχρι το 1970.

10.4. EFFICIENT MARKET THEORY

Η Efficient Market Theory μας λέει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν και ενσωματώνουν μόνον τις δημοσιευμένες και γνωστοποιημένες πληροφορίες που υπάρχουν στην αγορά, στην οποία ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικά σκεπτόμενων επενδυτών και κερδοσκόπων προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Εφόσον λοιπόν οι τιμές των μετοχών έχουν αντανακλάσει όλες τις υπάρχουσες πληροφορίες δεν μπορούν οι επενδυτές να επιτύχουν επιπρόσθετα κέρδη με ανάλυση ή έρευνα. Τα κέρδη είναι συνάρτηση της χρονικής στιγμής εισόδου και εξόδου του κάθε επενδυτή. Μερικοί επενδυτές κατ'επέκταση, επιτυγχάνουν μεγαλύτερα κέρδη διότι η εισοδος τους έγινε σε κάποια χρονική στιγμή Α, τα γεγονότα και οι πληροφορίες επέρχονται στην συνέχεια, οπότε και επιτυγχάνεται η μέγιστη τιμή της μετοχής, και σε αυτό ή περίπου αυτό το χρονικό σημείο, ο επενδυτής αποχωρεί.

Υπάρχουν βέβαια πολλοί που δεν τους ικανοποιεί η θεωρία αυτή, χωρίς όμως να δίνουν καλύτερη εξήγηση. Η Efficient Market Theory, πραγματικά, μας λέει πως ο καθένας μας μπορεί να επιτύχει κέρδη που θα συναρτώνται του χρονικού σημείου εισόδου (αγοράς), εξόδου (πώλησης) του κάθε επενδυτή όπως και από το ποια χρεόγραφα θα επιλέξει τελικά για την σύνθεση του χαρτοφυλακίου του, που εφόσον διαλέξει χρεόγραφα με τις περισσότερο θετικές υπάρχουσες σχετικές πληροφορίες στην αγορά, θα μεγιστοποιήσει τα κέρδη του.

Βασική προϋπόθεση όμως για να πετύχουμε αποδοτικές αγορές, είναι να υπάρχει μια αποτελεσματική διαδικασία μετάδοσης των πληροφοριών ώστε να αντανακλούνται πράγματι αυτές στις τιμές των μετοχών. Αντίθετα, εάν η μετάδοση των πληροφοριών είναι προβληματική, τότε εξ'ορισμού, δεν μπορούμε να έχουμε efficient market. Γι'αυτό τον λόγο στα χρηματιστήρια που η ροή των υπάρχουσων πληροφοριών είναι προβληματική δεν είναι δυνατόν να υφίσταται η efficient market. Τέτοια χρηματιστήρια είναι συνήθως τα υπανάπτυκτα και τα υπό ανάπτυξη, στα οποία δεσπόζει η παραπληροφόρηση και είναι ελάχιστοι εκείνοι που είναι γνώστες των πραγματικών πληροφοριών, τις οποίες τις διαχειρίζονται ανάλογα με τα συμφέροντά τους.

Οι βασικότερες κατηγορίες πληροφοριών, σύμφωνα με τον Richard A. Brealey και το ποσοστό με το οποίο επιδρούν στην διαμόρφωση των τιμών των μετοχών είναι οι εξής:

- α. Πληροφορίες σχετικές με το μακροοικονομικό περιβάλλον και συνθήκες αγοράς, ποσοστό 31% .
- β. Πληροφορίες σχετικές με τις συνθήκες του συγκεκριμένου κλάδου στον οποίο ανήκει κάθε εταιρία, ποσοστό 12% .
- γ. Πληροφορίες σχετικές με την στενότερη αυτή ομάδα στα πλαίσια του κλάδου που ανήκει η κάθε εταιρία, ποσοστό 37% .
- δ. Πληροφορίες σχετικές με τις συνθήκες στην ίδια την εταιρία, ποσοστό 20% .

10.5. RANDOM WALK THEORY

Σύμφωνα με τον E.F.Fama και την ανάλυσή του "Random Walks in Stock Market Prices", Financial Analyst Journal, η Random Walk Theory (θεωρία τυχαίου περιπάτου) λέει πως οι τιμές των μετοχών δεν είναι προβλέψιμες και δεν υπάρχει σχέση των μελλοντικών τιμών με τις σημερινές (σε αντίθεση με την τεχνική ανάλυση). Οι πληροφορίες έχουν αντανακλαστική στις τιμές από την αγορά γιατί μεταδίδονται σε όλους και έτσι έχει προσδιοριστεί "η αληθινή τιμή" (παρατηρούμε την ομοιότητα με την θεωρία της αποδοτικής αγοράς). Αυτό που κάνει τις τιμές να μεταβάλλονται είναι η διαδικασία προσαρμογής. Καθώς οι πληροφορίες μαθαίνονται, οι τιμές κινούνται πάνω ή κάτω από την αληθινή αξία. Όμως οι επενδυτές και κερδοσκόποι, λέει η θεωρία, αντιδρούν βίαια στις νέες πληροφορίες και η προσαρμογή καταντάει τυχαία, σε μια αγορά που δεν έχει μνήμη, πράγμα που σημαίνει ότι κάθε τιμή είναι ανεξάρτητη από την προηγούμενη.

Οι δυο θεωρίες που αναφέραμε (θεωρία αποδοτικής αγοράς, θεωρία τυχαίου περιπάτου) έχουν τους υποστηρικτές τους όπως και η θεμελιώδης θεωρία και η τεχνική ανάλυση, οι οποίες αλληλοσυμπληρώνονται ενώ δέχονται όπως και η θεωρία τυχαίου περιπάτου ότι οι τιμές μετά από ορισμένο επίπεδο κινούνται στην τύχη. Πάντως η πράξη δεν επιβεβαιώνει εξ'ολοκλήρου καμιά από αυτές, περιοδικά έχουν διαψευστεί από τις κινήσεις των τιμών, λιγότερο η θεωρία τυχαίου περιπάτου. Επειδή δεν υπάρχει κάποια πλήρης θεωρία, οι επαγγελματίες του χώρου χρησιμοποιούν την θεμελιώδη θεωρία, με κάποια ίσως βοήθεια από την τεχνική ανάλυση για μακροπρόθεσμες προβλέψεις, την τεχνική ανάλυση για βραχυπρόθεσμες προβλέψεις και την θεωρία αποδοτικής αγοράς για να μετριάσει τον ενθουσιασμό ή την απαισιοδοξία από τα ευρήματα των δυο πρώτων. Η θεωρία του τυχαίου περιπάτου συμβάλλει ακόμα περισσότερο σε πιο συντηρητικές επενδυτικές αποφάσεις. Αυτή η πολιτική μπορεί να σημαίνει διαφυγόντα κέρδη, όμως σίγουρα παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια, συμβάλλοντας σε μικρότερη απώλεια κεφαλαίων. Πράγμα σημαντικότερο για την πλειοψηφία μάλλον των επενδυτών.

10.6. GREATER FOOL THEORY

Ο διάσημος οικονομολόγος Keynes διατύπωσε την άποψη, σύμφωνα με την οποία οι επαγγελματίες επενδυτές προτιμούν να αφιερώνουν το χρόνο τους στην ανάλυση του τρόπου με τον οποίο η μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών θα συμπεριφερθεί στο μέλλον και ειδικότερα στην αναζήτηση των περιπτώσεων εκείνων, όπου η αγορά είναι πιθανό να δημιουργήσει προσδοκίες για αυξημένα κέρδη.

Με βάση την παραπάνω άποψη, ο επενδυτής θα πετύχει τον σκοπό του εάν προλάβει να πάρει τις επενδυτικές εκείνες αποφάσεις, στις οποίες η μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών θα οδηγηθεί με βάση τις φήμες που κυκλοφορούν στην αγορά.

Ο ίδιος ο Keynes απέκτησε την φήμη ενός πετυχημένου επενδυτή, εφαρμόζοντας τα όσα πίστευε. Αφιέρωνε ελάχιστο χρόνο καθημερινά στην παρακολούθηση του χρηματιστηρίου. Όπως συχνά έλεγε ο ίδιος, είναι άγνωστο τι θα επηρεάσει τα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων, ενώ οι αναλύσεις που έχουν σαν στόχο να εντοπίσουν πραγματικές αξίες είναι κοπιαστικές και έχουν αμφίβολα αποτελέσματα.

Όλα αυτά οδηγούν στο συμπέρασμα ότι ο έξυπνος επενδυτής είναι εκείνος που αναγνωρίζει πως τα παραπάνω κριτήρια δεν έχουν τόση σημασία, όσο οι προβλέψεις της πλειοψηφίας του επενδυτικού κοινού.

Η μέθοδος αξιολόγησης των επενδύσεων με βάση τις φήμες και τα σενάρια που αναπτύσσονται στα χρηματιστήρια, δεν στηρίζεται στην λογική, αλλά μόνο σε φαινόμενα όπως η ψυχολογία του πλήθους, οι ενέργειες του οποίου, πολλές φορές φαίνονται απυρολόγητες και παράλογες. Οποιαδήποτε τιμή και οποιαδήποτε μετοχή, είναι καλή επένδυση, εφόσον κάποιος άλλος είναι πρόθυμος να την αγοράσει σε κάποια υψηλότερη τιμή. Στην περίπτωση αυτή, ο έξυπνος επενδυτής δεν έχει να κάνει τίποτα άλλο από το να αγοράσει στην αρχή της ανόδου.

Αυτή η μέθοδος αξιολόγησης είναι γνωστή με τον όρο "Θεωρία του πιο χαζού" (greater fool theory), καθώς διδάσκει ότι στον κόσμο μας, κάθε λεπτό γεννιέται και ένα κορόιδο που θα δεχθεί να σου καταβάλει μεγαλύτερο τίμημα από αυτό που εσύ πλήρωσες για την επένδυσή σου. Το γεγονός αυτό δικαιολογεί το ενδεχομένως υψηλό τίμημα που ο πρώτος μπορεί να κατέβαλε για την επένδυση. Τη θεωρία αυτή υιοθετούν πολλοί επενδυτές, οι οποίοι πιστεύουν στο αξίωμα ότι ένα πράγμα αξίζει τόσο, όσο κάποιος άλλος είναι διαθετειμένος να πληρώσει.

Κλασικό παράδειγμα από την πρόσφατη ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, όπου η εφαρμογή αυτής της μεθόδου θα είχε μεγάλη επιτυχία, είναι η υπόθεση των λεγόμενων "Ολυμπιακών χαρτιών", δηλαδή οι μετοχές των εταιριών που το κοινό πίστευε ότι θα απέκομιζαν φοβερά οφέλη στην περίπτωση που η Ελλάδα θα αναλάμβανε τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 1996. Η προοπτική αυτή άναψε την φαντασία των επενδυτών, η οποία ενισχύθηκε από ασύστολες διαδόσεις κερδοσκοπών και δημοσιεύματα του Τύπου, τα οποία μάλλον συσκοτίσαν την υπόθεση. Έτσι ένα τρίμηνο περίπου πριν από την επιλογή του τόπου διεξαγωγής των αγώνων (18-09-90), παίχτηκε "χοντρό" παιχνίδι στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με τα "Ολυμπιακά χαρτιά" άσχετα αν μερικά από αυτά δεν θα είχαν στην πραγματικότητα καμιά να ωφεληθούν από την αναληψη των αγώνων. Ήταν αρκετό που η αγορά τα θεωρούσε "Ολυμπιακά". Σε αυτή την περίπτωση, δεν ήταν καθόλου δύσκολο για αρκετούς έμπειρους παίκτες του Χρηματιστηρίου, να κερδίσουν, προβλέποντας την εξέλιξη αυτή και εντοπίζοντας τις τεχνικές, κατασκευαστικές και άλλες εταιρίες, που είναι άλλωστε λίγες, οι οποίες θα συγκέντρωναν την προτίμηση του ευρύ κοινού.

Κάθε χρηματιστήριο παρουσιάζει μεγάλη ευαισθησία σε αλλαγές της ψυχολογίας των επενδυτών. Η ευαισθησία αυτή είναι μεγαλύτερη σε χρηματιστήρια μη επαρκώς

ανεπτυγμένα, όπως το ελληνικό. Οσον αφορά την ανάλυση και εξήγηση της συμπεριφοράς των μαζών, αυτό πιστεύω ότι ανήκει στην σφαίρα της επιστήμης της ψυχολογίας, και μάλιστα θέμα για διδακτορικό. Αρκούμαστε στη διαπίστωση του φαινομένου ώστε οι υποψήφιοι επενδυτές να το έχουν υπόψη τους και να προβούν στις κατάλληλες ενέργειες.

10.7. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ

Το πάγιο πρόβλημα των χρηματιστηριακών επενδυτών και κερδοσκόπων ήταν και είναι η κατεύθυνση των τιμών των μετοχών. Θα πρέπει να την προβλέψουν για να επωφεληθούν. Πολλοί επενδύουν επειδή πιστεύουν ότι έτσι γενικά, η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας μακροπρόθεσμα θα ανέβει, εφόσον βέβαια η εταιρία είναι κερδοφόρος και εξελίξιμη. Το πρόβλημα βασικά έχει δύο σκέλη: α. ποια μετοχή θα έχει μελλοντικά την θετικότερη εξέλιξη ώστε να αγορασθεί; β. σε ποια χρονική στιγμή θα πρέπει να αγορασθεί ή να πωληθεί.

Παρόλο που υπάρχουν οι κομπιούτερς στην σημερινή εποχή, οι οποίοι μπορούν να σε εφοδιάσουν, με την χρήση ανάλογων προγραμμάτων, με στοιχεία αναφορικά με το παρελθόν και διάφορες χρήσιμες στατιστικές πληροφορίες, είναι σχεδόν αδύνατο να ξέρουμε έστω και με μια σχετική βεβαιότητα πότε οι τιμές των μετοχών βρίσκονται στο υψηλότερο σημείο ώστε να πουλήσουμε και πότε οι τιμές των μετοχών βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο ώστε να αγοράσουμε.

Γι'αυτό τον λόγο αναπτύχθηκαν ορισμένες πρότυπες - τεχνικές που χρησιμοποιούνται ακόμη και από μεγάλους θεσμικούς επενδυτές, και που στοχεύουν στην εξάλειψη ή τουλάχιστον στο περιορισμό των επιπτώσεων από χρηματιστηριακές κρίσεις και προστατεύουν σε ικανοποιητικό βαθμό από αγορές ή πωλήσεις σε δυσμενή επίπεδα. Βέβαια τονίζεται ότι δεν αποτελούν πανάκεια αφού το ρίσκο παραμένει έστω και περιορισμένο.

10.7.1. Dollar Cost-Averaging

Η τεχνική αυτή που διεθνώς καλείται Dollar Cost-Averaging, στην χώρα μας καλείται Μουαγιέ Δραχμών παρόλο που δεν έχει και πολύ μεγάλη σχέση με μια ακριβή μετάφραση του διεθνούς όρου.

Πρόκειται για μια πολύ δημοφιλή μέθοδο στο σώμα των μικροεπενδυτών και συνίσταται στην αγορά σταθερού δραχμικού κόσου σε ομοιόμορφα, ίσα χρονικά διαστήματα (π.χ. ανά μήνα, ανά δίμηνο, ανά τρίμηνο, κ.λ.π.). Όταν η αγορά είναι καθοδική αγοράζονται περισσότερες μετοχές ενώ όταν είναι ανοδική λιγότερες. Επιτυγχάνεται με αυτή την τεχνική, κόστος χαμηλότερο από το μέσο της αγοράς.

Δίνουμε ένα παράδειγμα για την καλύτερη κατανόηση:

Ενας μισθωτός διαθέτει συνολικά 2 εκατομμύρια για να αγοράσει μετοχές μιας εταιρίας ανά διαστήματα 2 μηνών. Δηλαδή έχουμε:

	Επένδυση	Τιμή Μετοχής	Αρ.Μετοχών
1ο δίμηνο	400.000	10.000	40
2ο δίμηνο	400.000	16.000	25
3ο δίμηνο	400.000	13.300	30
4ο δίμηνο	400.000	11.400	35
5ο δίμηνο	400.000	8.880	45
ΣΥΝΟΛΑ: --->	2.000.000	59.580	175

- Μέση αξία μετοχής για το διάστημα των πέντε διμήνων: $59.580 / 5 = 11.916$

- Μέσο κόστος επενδυτή μας: $2.000.000 / 175 \text{ μετοχές} = 11.428,57$

Παρατηρούμε ότι πράγματι, υπάρχει μια διαφορά στο κόστος ανά μετοχή του επενδυτή μας (μέσο κόστος επενδυτή 11.428,57) από το μέσο κόστος της αγοράς για το διάστημα των 5 διμήνων (11.916). Το μέσο κόστος του επενδυτή μας είναι (11.916 - 11.428,57) κατά 487,43 δραχμές χαμηλότερο του μέσου κόστους της αγοράς για το προαναφερθέν διάστημα. Οι 487,43 δραχμές είναι αρκετά σημαντική διαφορά (όχι όμως εξαιρετικά). Στο παράδειγμα που μόλις δόθηκε, θεωρήσαμε ότι η τιμή της μετοχής μέσα στο αναφερόμενο χρόνο, αρχικά αυξήθηκε (από 10.000 σε 16.000) και έπειτα μειώθηκε σταδιακά (από τις 16.000 στις 8.880).

Τώρα, για την πλήρη κατανόηση της επενδυτικής αυτής τακτικής θα δώσουμε άλλα δύο παραδείγματα. Στο πρώτο θα υποθέσουμε ότι η αγορά είναι συνεχώς πτωτική, ενώ στο δεύτερο η αγορά είναι συνεχώς ανοδική. Τα υπόλοιπα στοιχεία είναι ίδια με το προαναφερθέν παράδειγμα (2 εκατομμύρια διαθέσιμα συνολικά, αγορές ανά δίμηνο).

Περίπτωση Α (συνεχώς πτωτική αγορά).

	Επένδυση	Τιμή Μετοχής	Αριθμός Μετοχών
1ο δίμηνο	400.000	20.000	20
2ο δίμηνο	400.000	18.000	22
3ο δίμηνο	400.000	16.000	25
4ο δίμηνο	400.000	15.000	26
5ο δίμηνο	400.000	10.000	40
ΣΥΝΟΛΑ: --->	2.000.000	79.000	133

- Μέση αξία αγοράς: $79.000 / 5 = 15.800$

- Μέσο κόστος επενδυτή: $2.000.000 / 133 \text{ μετοχές} = 15.037$

Διαφορά μέσου κόστους επενδυτή με μέσο κόστος αγοράς:
 $15.800 - 15.037,59 = 763 \text{ δραχμές.}$

Αποτέλεσμα: Το μέσο κόστος του επενδυτή είναι 763 δραχμές μικρότερο του μέσου κόστους της αγοράς.

Περίπτωση Β (συνεχώς ανοδική αγορά).

	Επένδυση	Τιμή Μετοχής	Αριθμός Μετοχών
1ο δίμηνο	400.000	10.000	40
2ο δίμηνο	400.000	15.000	26
3ο δίμηνο	400.000	16.000	25
4ο δίμηνο	400.000	18.000	22
5ο δίμηνο	400.000	20.000	20
ΣΥΝΟΛΑ: --->	2.000.000	79.000	133

- Μέση αξία αγοράς: $79.000 / 5 = \underline{15.800}$

- Μέσο κόστος επενδυτή: $2.000.000 / 133 \text{ μετοχές} = \underline{15.037}$

Διαφορά μέσου κόστους επενδυτή με μέσο κόστος αγοράς: $15.800 - 15.037 = 763$

Αποτέλεσμα: Το μέσο κόστος του επενδυτή είναι 763 δραχμές μικρότερο του μέσου κόστους της αγοράς.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ: Η τεχνική Dollar Cost Averaging, κάτω από οποιοσδήποτε επικρατούσες συνθήκες στην αγορά, επιτυγχάνει πάντα Μέσο Κόστος Επενδυτή μικρότερο του Μέσου Κόστους της αγοράς.

Εξήγηση: Αυτό γίνεται γιατί όπως αναφέρθηκε και πριν, σε καθοδική αγορά αγοράζονται περισσότερες μετοχές ενώ σε ανοδική αγορά αγοράζονται λιγότερες.

Η μέθοδος αυτή μπορεί να εφαρμοσθεί με μια μόνο μετοχή αλλά δεν το συνιστούμαι. Καλλίτερα να σχηματίζεται χαρτοφυλάκιο με ορισμένες προσεκτικά επιλεγμένες μετοχές ώστε να περιορίζεται η πιθανότητα της περίπτωσης μη ανοδικής πορείας της τιμής μιας μόνο μετοχής. Εννοείτε βέβαια, πως αν η πορεία του χρηματιστηρίου συνεχίσει να είναι καθοδική και μετά την διεκπεραίωση των αγορών μας, τότε ναι μεν θα έχουμε μικρότερο κόστος κτήσης των μετοχών από το μέσο κόστος της αγοράς για την χρονική περίοδο που διάρκεσε η διεκπεραίωση των αγορών μας, αλλά επειδή εν τέλει η αγορά θα συνεχίσει και μετέπειτα την πτωτική της πορεία, τότε το κόστος μας θα είναι φυσικά ανώτερο της τρέχουσας τιμής της μετοχής (ή μετοχών), οπότε και αν πωλήσουμε θα ζημιώσουμε.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ: Η τεχνική αυτή αποδίδει σημαντικά σε εναλλασσόμενες πτωτικές και ανοδικές αγορές, ιδιαίτερα όμως όταν οι αγορές συμπέσουν με τις πτωτικές περιόδους. Επίσης, ο επενδυτής απαλλάσσεται από το δύσκολο πρόβλημα του εντοπισμού των χρονικών στιγμών που οι τιμές βρίσκονται σε πολύ χαμηλά σημεία για να αγοράσει. Πάντως το σημαντικότερο πλεονέκτημα είναι - και το τονίζουμε - πως το μέσο κόστος απόκτησης των μετοχών

από τον επενδυτή είναι πάντα μικρότερο από το μέσο κόστος της αγοράς.

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ: Το πιο μεγάλο μειονέκτημα είναι η εγκατάλειψη της ή η μη συνετή εφαρμογή της. Βασική αιτία εγκατάλειψης είναι η μη ύπαρξη χρημάτων για να γίνουν οι αγορές που έχουν προγραμματισθεί και δευτερεύουσα όταν νομίζουμε ότι οι τιμές είναι τελικά πολύ υψηλές για να αγοράσουμε ή ότι θα κατέβουν περισσότερο και έτσι αναβάλλουμε την πραγματοποίηση της αγοράς των μετοχών.

10.7.2. Constant Ratio Plan

Το Constant Ratio Plan μπορεί να μεταφρασθεί ως Σχέδιο Σταθερής Αναλογίας. Το Σχέδιο εφαρμόζεται με χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από σταθερή αναλογία σε αξία μετοχών και τίτλων σταθερής απόδοσης. Σαν τίτλους σταθερής απόδοσης εννοούμε κυρίως ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Όταν οι τιμές των μετοχών πέφτουν (και κατ'επέκταση το ίδιο και η αξία τους), πωλούνται ομόλογα και αγοράζονται μετοχές, ώστε να αποκατασταθεί η σταθερή σχέση σε αξία μεταξύ τους. Όταν αντίθετα, οι τιμές των μετοχών αυξάνουν και διαταράσσεται η σταθερή σχέση σε αξία μετοχών - ομολόγων, τότε πωλούνται μετοχές και αγοράζονται ομόλογα. Με την τεχνική αυτή, όταν πουλάμε ομολογίες και αγοράζουμε μετοχές επιτυγχάνουμε χαμηλότερες τιμές στις μετοχές ενώ όταν πουλάμε μετοχές, μετατρέπουμε τα κέρδη τους σε νέα ομόλογα. Με αυτή την μέθοδο επιτυγχάνουμε κέρδη περιορισμένα από τις μετοχές, αλλά μας παρέχεται σημαντικό και σταθερό (σίγουρο) εισόδημα από τα ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του δημοσίου.

Για να εφαρμοσθεί το Σχέδιο Σταθερής Αναλογίας, θα πρέπει πρώτα απ'όλα να αποφασισθεί η σταθερή αναλογία σε αξία που θα ισχύει (π.χ. 60-40, 50-50, κ.λ.π.) και η χρονική στιγμή έναρξης του Σχεδίου που καλό είναι να ξεκινήσει σε μια περίοδο που οι τιμές των μετοχών να είναι χαμηλές. Μετά την έναρξη του Σχεδίου, σημαντικό είναι να αποφασίσουμε και να καθορίσουμε τις χρονικές στιγμές αποκατάστασης της σταθερής αναλογίας. Αυτή μπορεί να γίνεται είτε με την πάροδο ενός σταθερού (ίδιου) χρονικού διαστήματος (π.χ. κάθε μήνα, τρίμηνο, κ.λ.π.), είτε μετά από σημαντική άνοδο ή πτώση στους δείκτες μετοχών ή ομολόγων. Δηλαδή, μπορεί να γίνεται με χρονικά ή ποσοτικά (σε αξία) κριτήρια.

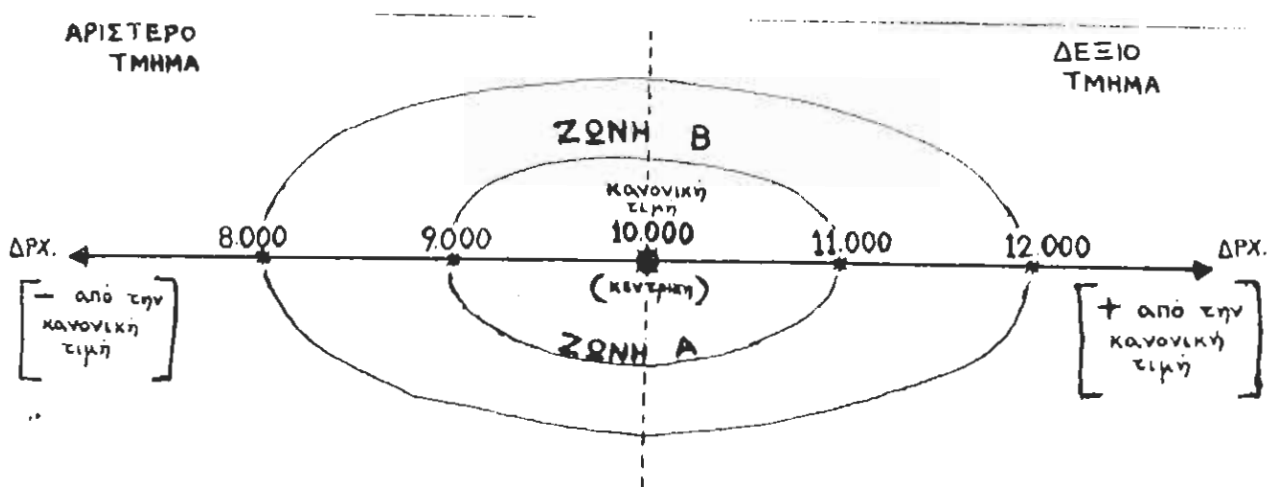
Η τεχνική αυτή λειτουργεί πιο αποτελεσματικά όταν οι μετοχικές αξίες διακυμάνονται πέρα από κάποιο επίπεδο. Είναι χαρακτηριστικό της τεχνικής ότι οι επενδύσεις σε μετοχές μειώνονται όταν οι τιμές τους είναι αυξημένες ενώ αυξάνονται όταν οι τιμές όταν οι τιμές των μετοχών μειωθούν. Τα δύσκολα του Σχεδίου είναι η επιλογή της χρονικής στιγμής έναρξης που απαιτεί πρόβλεψη - δηλαδή πράγμα από τη φύση του δύσκολο - και ο καθορισμός της σταθερής ποσοστιαίας αναλογίας σε αξία των μετοχών και ομολόγων. Πάντως αν το σχέδιο επείγει να ξεκινήσει σε περίοδο που οι τιμές των μετοχικών τίτλων είναι αυξημένες, ενδείκνυται μεγαλύτερο μέρος των προς τοποθέτηση διαθέσιμων κεφαλαίων να τοποθετηθεί σε τίτλους σταθερής απόδοσης σε αναλογία π.χ. 70% ΟΜΟΛΟΓΑ, 30% ΜΕΤΟΧΕΣ. Όταν οι τιμές των μετοχών είναι σε χαμηλά επίπεδα, ενδείκνυται το μεγαλύτερο μέρος των διαθέσιμων κεφαλαίων να τοποθετηθεί σε μετοχές προσεκτικά επιλεγμένες με αναλογία π.χ. 70% ΜΕΤΟΧΕΣ, 30% ΟΜΟΛΟΓΑ. Τέλος, η σταθερή αναλογία σε αξία σε μετοχές και ομόλογα, μπορεί μεσομακροπρόθεσμα και ανάλογα τις επικρατούσες συνθήκες να μετατρέπεται, έπειτα όμως από πολύ σκέψη σχετικά με τις συνέπειες που η μετατροπή μπορεί να έχει.

10.7.3. Κανονική Τιμή

Παίρνουμε μία τιμή για ορισμένη μετοχή, όπου την ονομάζουμε κανονική (την τιμή). Πως την υπολογίζουμε; Ουσιαστικά δεν πρόκειται για τίποτα άλλο, παρά για την μέση τιμή μιας μεγάλης χρονικής περιόδου που στα διεθνή ανεπτυγμένα χρηματιστήρια μπορεί να αγγίζει και τα 10 έτη. Στα υπό ανάπτυξη χρηματιστήρια, όπως και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, είναι καλύτερα να υπολογίζουμε την μέση τιμή για μια περίοδο δύο ετών, 3 ετών, το πολύ για 5 έτη. Αυτό γίνεται διότι τα αναπτυσσόμενα χρηματιστήρια μάλλον πάσχουν από αμνησία και οι τιμές τους παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις, προσαρμοσμένες μέσα σε κύκλους ανάπτυξης (αύξησης των τιμών) και κάμψης (μείωσης των τιμών) βραχυπρόθεσμης ή το πολύ μεσοπρόθεσμης διάρκειας.

Αφού προσδιορίσουμε την μέση (κανονική) τιμή, την λαμβάνουμε ως σημείο αναφοράς. Όταν η τιμή της μετοχής που μας ενδιαφέρει, πέσει σε επίπεδα χαμηλότερα από την κανονική της τιμή, τότε μπορούμε να θεωρήσουμε το γεγονός αυτό σαν καλή επενδυτική ευκαιρία και να προβούμε σε αγορά της μετοχής αυτής. Από κει και ύστερα μπορούμε, μετά από προσεχτική σκέψη, να ορίσουμε κάποιες "ζώνες" γύρω από την κανονική τιμή, οπότε μόλις η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής εισέρχεται σε κάποια από τις "ζώνες" τότε ανάλογα αγοράζουμε ή πωλούμε με βάση κάποια συνολική χρηματική αξία, είτε με βάση τη ποσότητα. Καταλαβαίνουμε την σημασία της χρησιμοποίησης της τεχνικής αυτής, όπου αν εφαρμοσθεί μας δίνει την δυνατότητα - και εφόσον μας το επιτρέψει και η ίδια η αγορά - να αποκτήσουμε κάποιες μετοχές με κόστος μικρότερο από το μέσο κόστος της αγοράς, άρα "φτηνά".

Για να γίνει κατανοητή η τεχνική αυτή, δίνουμε το ακόλουθο παράδειγμα: Ας υποθέσουμε ότι ένας χρηματιστηριακός επενδυτής προσδιορίζει την κανονική τιμή για την μετοχή της εταιρίας ΑΛΦΑ για ένα διάστημα τριών ετών, η οποία είναι 10.000 δραχμές. Ο επενδυτής μας προγραμματίζει να υπάρχουν δύο ζώνες γύρω από την κανονική τιμή:



- Η ΖΩΝΗ Α, με τιμές + και - 1.000 δραχμές από την κανονική τιμή (10.000).

- Η ΖΩΝΗ Β, με τιμές: > 11.000 δραχ. αλλά $< \eta = 12.000$ δραχ. και < 9.000 δραχ. αλλά $> \eta = 8.000$ δραχ.

- Τα συνολικά διαθέσιμα προς επένδυση κεφάλαια από τον επενδυτή είναι 2.000.000 δραχμές.

Όταν η τιμή της μετοχής πέφτει κάτω από την κανονική (στο αριστερό τμήμα της ΖΩΝΗΣ Α), ο επενδυτής αγοράζει.

Αν η τιμή εισέλθει στο αριστερό τμήμα της ΖΩΝΗΣ Β, ο επενδυτής αγοράζει περισσότερες μετοχές (π.χ. διπλάσιο αριθμό).

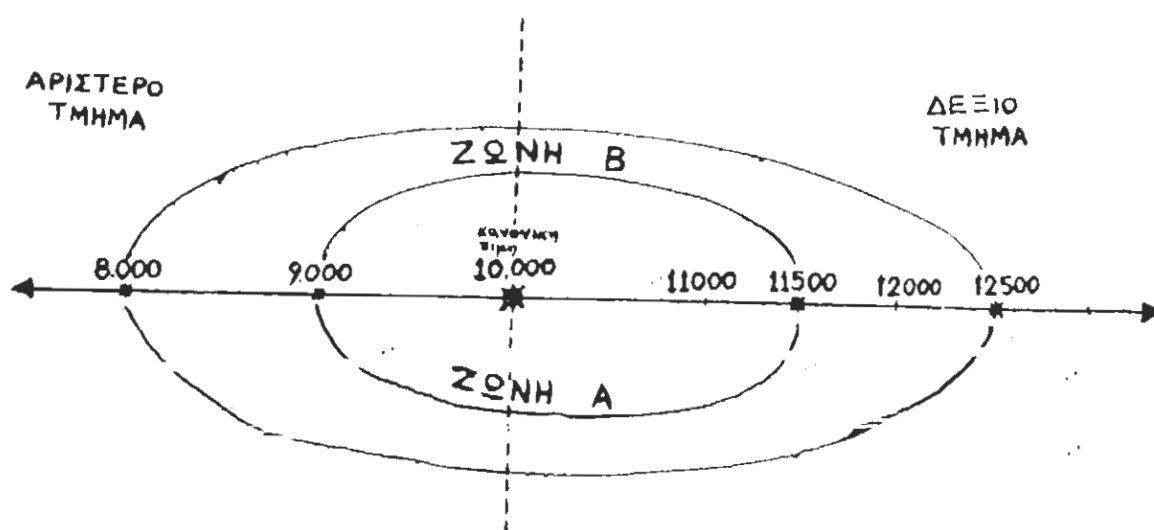
Όταν η τιμή της μετοχής πορεύεται πάνω από την κανονική, στο δεξιό τμήμα της ΖΩΝΗΣ Α, ο επενδυτής πουλά.

Αν η τιμή της μετοχής εισέλθει στο δεξιό τμήμα της ΖΩΝΗΣ Β, ο επενδυτής πουλάει περισσότερες μετοχές.

Η ποσότητα των μετοχών που πουλάει ή αγοράζει ο επενδυτής μας, είναι συνάρτηση του προγραμματισμού που έχει κάνει ο ίδιος ο επενδυτής, σχετίζονται με τα διαθέσιμα προς επένδυση κεφάλαιά του και από τον χρόνο μέσα στον οποίο σκοπεύει να υλοποιήσει το όλο επενδυτικό του σχέδιο.

Παρατηρούμε ότι οι ζώνες είναι περιοχές που περιλαμβάνουν πολλές τιμές ώστε να μπορεί ο επενδυτής μας να διατηρεί κάποια σχετική ευκινησία. Αν όμως θέλει, μπορεί να σχεδιάσει να κάνει τις αγορές και τις πωλήσεις του σε λιγοστά αυστηρά προκαθορισμένα σημεία.

- Οι Ζώνες δεν είναι κατ'ανάγκη ομοιόμορφες σαν κύκλοι που ισαπέχουν από το κέντρο (κανονική τιμή). Μπορούν ενδεχομένως να είναι ανομοιόμορφες, από αριστερά να απέχουν 1Α και από δεξιά να απέχουν 1,5Α ή 2Α κ.ο.κ. (βλέπε το παρακάτω σχήμα). Το πως είναι τελικά φτιαγμένες οι Ζώνες είναι θέμα του επενδυτή, ο οποίος γνωρίζει τους στόχους του και τις δημιουργεί με τον τρόπο που αυτός νομίζει ως πιο κατάλληλο ώστε να τους πλησιάσει και να τους επιτεύξει.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11
ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ



11.1. ΓΕΝΙΚΑ

Οποιοσδήποτε θέλει να ξέρει να σχηματίσει και να διαχειριστεί ένα χαρτοφυλάκιο, πρέπει οπωσδήποτε να γνωρίζει ορισμένα βασικά στοιχεία, σχετικά με τις οικονομικές καταστάσεις των Ανωνύμων Εταιριών, γιατί μέσα από αυτές παρέχονται πολλές, πολύτιμες και αξιόπιστες πληροφορίες.

Πληροφορίες που μπορεί να βοηθήσουν σημαντικά τον υποψήφιο επενδυτή για διενέργεια σωστότερων επενδύσεων. Αυτές οι οικονομικές καταστάσεις των ανωνύμων εταιριών (Α.Ε.) συντάσσονται σύμφωνα με αποδεκτές λογιστικές αρχές, ώστε να υπάρχει μία ομοιομορφία στην κατάρτισή τους και δυνατότητα σύγκρισης. Οι οικονομικές καταστάσεις που μας ενδιαφέρουν και θα εξετάσουμε είναι: ο Ισολογισμός, τα Αποτελέσματα Χρήσης, η Διάθεση Κερδών, και κάποιο Προσάρτημα που ίσως υπάρχει. Επειδή αυτή η μελέτη μπορεί να διαβάζεται και από ανθρώπους μη έχοντες σχέση από πριν με τα οικονομικά, οι εταιρικές οικονομικές καταστάσεις θα αναλυθούν από την αρχή, απλά, κατανοητά αλλά και σύντομα, ώστε τελικά να είναι πραγματικά οποιοσδήποτε σε θέση, έπειτα από την ανάγνωση της εργασίας ετούτης να κατανοεί τα όσα αυτές "λένε". Επειδή στη συνέχεια θα ασχοληθούμε με θέματα ανάλυσης, αξιολόγησης και επιλογών επενδύσεων, κρίνεται απαραίτητο ακόμα και για όσους γνωρίζουν τα σχετικά με τις εταιρικές οικονομικές καταστάσεις, να ρίξουν έστω και μια σύντομη ματιά, υπό μορφή επανάληψης, γιατί ότι είναι γραμμένο σε αυτό το κεφάλαιο είναι σίγουρα πολύ χρήσιμο για τη συνέχεια, όπως άλλωστε θα φανεί.

11.2. ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ

Οι Ανώνυμες Εταιρίες στο τέλος κάθε χρόνου εκδίδουν ένα φυλλάδιο που λέγεται Απολογισμός Χρήσεως, είτε Ετήσια Εκθεση Πεπραγμένων (Annual Report) που αποσκοπεί στην ενημέρωση κυρίως των μετόχων, αλλά και άλλων ατόμων. Ο Απολογισμός αναφέρεται στην τελευταία παρελθούσα χρήση, δηλαδή τη λειτουργία της επιχείρησης για την χρονιά που πέρασε. Η χρήση συνήθως αφορά το χρονικό διάστημα από 01/01 κάποιου έτους, ως 31/12 του αυτού έτους, δηλαδή ακριβώς ένα χρόνο. Σπανιότερα αφορά διάστημα από 01/07 κάποιου έτους, ως 30/06 του αμέσως επόμενου έτους, δηλαδή πάλι διάστημα ενός ακριβώς χρόνου, με την διαφορά μόνο ότι είναι μετατοπισμένη λίγο, αρχίζοντας και τελειώνοντας Καλοκαίρι. Εν πάσει περιπτώσει, το τι διάστημα αφορά η χρήση φαίνεται από τον Ισολογισμό που περιλαμβάνεται, ο οποίος το αναφέρει. Επίσης, στον Ισολογισμό υπάρχει ένας προσδιοριστικός αριθμός της χρήσης, π.χ. είναι γραμμένο << 4η εταιρική χρήση >>. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία ολοκλήρωσε το τέταρτο έτος λειτουργίας της, στο οποίο αναφέρεται και ο Ισολογισμός. Για να επιστρέψουμε στον Απολογισμό, αυτός περιλαμβάνει σίγουρα, (όπως ειπώθηκε και πριν) τον Ισολογισμό της κλειόμενης χρήσεως, την Εκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Γενική Συνέλευση των Μετόχων, την Κατάσταση του Λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως και τον Πίνακα Διαθέσεως Αποτελεσμάτων. Επιπλέον μπορεί να περιλαμβάνει κάποιο μήνυμα του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου, οικονομικά στοιχεία, στοιχεία για τα προϊόντα της εν λόγω επιχείρησης, στατιστικά στοιχεία, κ.λ.π. Ίσως να είναι ολόκληρο περιοδικό (σε μέγεθος) με άφθονα στοιχεία για κάθε τι που αφορά την επιχείρηση.

Η Διοίκηση μέσα από την Εκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου που περιλαμβάνεται στον Απολογισμό, προσπαθεί να εξηγήσει με λίγα λόγια τι συνέβει στα ενεργητικά, τα κέρδη, τα μερίσματα, και άλλα ενδιαφέροντα το τελευταίο έτος, αλλά και συγκριτικά και με τα περασμένα έτη, ούτως ώστε να σου δημιουργείται μια σωστή και συγκρίσιμη εικόνα. Ταυτόχρονα μας ενημερώνει για τις προοπτικές που υπάρχουν για το μέλλον, ώστε να

σχηματίσουμε εικόνα ολοκληρωμένη για την επιχείρηση και τις δυνατότητες εξέλιξής της διαχρονικά.

Γενικά η ενημέρωση από τον Απολογισμό σκοπεύει στον επενδυτή για να του δώσει όλα τα διαθέσιμα γνωστά στοιχεία ή εκτιμήσεις της Διοίκησης, για να αξιολογήσει τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης, καθώς και το μέρισμα και κατ'επέκταση την πορεία της μετοχής στο χρηματιστήριο. Καταρτίζεται επίσης ενοποιημένος λογαριασμός αποτελεσμάτων και ισολογισμών, συναθροίζοντας προς τούτο και τους αντίστοιχους λογαριασμούς των θυγατρικών επιχειρήσεων, εφόσον βέβαια υπάρχουν τέτοιες. Τους Απολογισμούς τους βρίσκουμε στις ίδιες τις επιχειρήσεις, όπου αν ζητηθεί μας δίνονται δωρεάν.

Στην συνέχεια δίνουμε δυο αντιπροσωπευτικούς Απολογισμούς των Ανωνύμων Εταιριών: ALCATEL CABLES HELLAS και της ERGODATA - Πληροφορική Εργασίας, για να καταλάβεις εσύ, ο αναγνώστης το πως ακριβώς μπορεί να είναι ένας Απολογισμός και πως μπορούν να διαφέρουν οι Απολογισμοί δυο εταιριών μεταξύ τους (ως προς τα περιεχόμενα στοιχεία, την έκδοση, κ.λ.π.). Συγκεκριμένα αυτός της ALCATEL είναι περιεκτικός, γεμάτος, "πλούσιος", ενώ ο άλλος της ERGODATA είναι κατά το μέγιστο περιορισμένος, λιτός και "φτωχός". Να σημειώσω όμως εδώ ότι η ERGODATA είχε ζημιές και προφανώς κρίνεται τουλάχιστον άσκοπο να σπαταληθούν μεγάλα χρηματικά ποσά για την έκδοση ενός "γεμάτου", πολυτελούς φυλλάδιου Απολογισμού.

ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ

Ανώνυμος Βιομηχανική Εταιρεία

ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 1991

Αθήνα, Απρίλιος 1992



ALCATEL

ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ • Ορκωτοί λογιστές • Ελεγκτές • Νομικοί • Τράπεζες	4
Μήνυμα Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου	5
Εταιρική Διάρθρωση-Στοιχεία Αγοράς	6-7
Οικονομικά στοιχεία	8-9
Εργοστάσια (ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ/ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ)	10
Καλώδια	11-13
Πρόσκληση σε Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων	14
Έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων	15-20
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΗΣ 1991	22-24
Πιστοποιητικό Ελέγχου Ορκωτού Λογιστή	25
ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΡΗΣΗΣ 1991	26-28
Σημειώσεις επί του ενοποιημένου Ισολογισμού	29
Τεχνολογική Εξειδίκευση • Δίκτυο Διανομής	30-31



ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Aldo Occari

ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ & ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Δημήτριος Καλογεράς

ΜΕΛΗ

Gilles Dupuy D' Angeac

Denys Gounot

Γεώργιος Χρυσομάλλης

Roger Pirel

ΟΡΚΩΤΟΙ ΛΟΓΙΣΤΕΣ

Γεώργιος Αναγνωστόπουλος, Τακτικός

Δημήτριος Ζωγράφος, Αναπληρωματικός

ΕΛΕΓΚΤΕΣ

Deloitte & Touche

ΝΟΜΙΚΟΙ

Γεώργιος Χρυσομάλλης, Νομικός Σύμβουλος

Γεώργιος Κριμίζης, Προϊστάμενος Νομικού Τμήματος

ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

Εμπορική Τράπεζα

Τράπεζα Πιστεως

Ελληνογαλλική Τράπεζα (Credit Lyonnais)

Banque Nationale de Paris

Midland Bank Plc

Credit Commercial de France

ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως (Ε.Τ.Β.Α.)

Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως (Ε.Τ.Ε.Β.Α)

ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

«ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.»

ΜΗΝΥΜΑ ΠΡΟΕΔΡΟΥ
του ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

ΤΟ 1991 ήταν μια καλή χρονιά. Η εξαγορά από την ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ της ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ ήταν σημαντική στο να διατηρηθεί ο ηγετικός ρόλος της εταιρείας μας στην ελληνική αγορά καλωδίων τόσο ως προς το ποσοστό αγοράς όσο και ως προς την ανάπτυξη προϊόντων.



Τα τελευταία λίγα χρόνια οι μεγάλες βιομηχανίες καλωδίων προχώρησαν σε ταχύτατες κινήσεις συνεργασιών, εξαγορών και ενοποιήσεων σε όλο τον κόσμο, με στόχο οικονομίες κλίμακος, αυξημένη παραγωγικότητα, πιο αποτελεσματικές μεθόδους διανομής προϊόντων και καλύτερους τρόπους αντιμετώπισης του συνεχώς αυξανόμενου κόστους έρευνας και ανάπτυξης.

Περαιτέρω ενοποιήσεις και τοπικές ή διεθνείς συνεργασίες φαίνεται να είναι αναπόφευκτες καθώς το αντικείμενο της βιομηχανίας καλωδίων είναι τέτοιο ώστε ο μεγάλος όγκος πωλήσεων να είναι σημαντικό στοιχείο για την εξασφάλιση επαρκών περιθωρίων κέρδους και οι υπηρεσίες όλο και περισσότερο θα αποτελούν σπουδαίο παράγοντα για μεγαλύτερη προστιθέμενη αξία.

Η ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ και η θυγατρική της ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ, εταιρείες με ηγετικό ρόλο στην Ελληνική αγορά, έδειξαν βελτιωμένα αποτελέσματα τα οποία προήλθαν από την εφαρμογή της ορθολογικής αναδιάρθρωσης στην παραγωγή και την βιομηχανική εξειδίκευση, διατηρώντας πάντοτε τη διαφορετική εμπορική προσέγγιση.

Κλείνοντας, θεωρώ το 1991 σαν πολύ θετική χρονιά για τα οικονομικά αποτελέσματα και την εικόνα του ομίλου μας στην Ελλάδα. Θεωρούμε σημαντική την συμβολή του προσωπικού μας στην διαμόρφωση των αποτελεσμάτων αυτών, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά μεταφορά και αφομοίωση νέων τεχνολογιών, αύξηση παραγωγικότητας, υλοποίηση επενδύσεων και προαγωγή έρευνας στον τομέα νέων προϊόντων και νέων μεθόδων παραγωγής.

Θα είμαστε σε θέση να αντιμετωπίσουμε την πρόκληση του 1992 και να δείξουμε περαιτέρω βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων και της συνεχούς ανάπτυξης μέσω των πολυτιμότερων στοιχείων — της εκτίμησης των πελατών μας και της εμπιστοσύνης των μετόχων μας.

ALDO OCCARI
ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΕΚΑΤ. ΔΡΧ.)

	1987	1988	1989	1990	1991
ΛΗΞΕΙΣ					
σωτερικού	2.132	4.355	6.277	7.438	9.204
ξωτερικού	3.993	3.243	3.549	4.321	4.586
ΥΝΟΛΟ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	6.125	7.598	9.826	11.759	13.790
% αύξηση./προηγ. έτους	42,2%	24,0%	29,3%	19,7%	17,3%
ΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ	1.019	624	1.115	1.134	1.031
% επί πωλήσεων	16,6%	8,2%	11,3%	9,6%	7,5%
ΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	628	385	578	589	734
% επί πωλήσεων	10,3%	5,1%	5,9%	5,0%	5,3%
ΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	538	341	503	480	692
% επί πωλήσεων	8,8%	4,5%	5,1%	4,1%	5,0%
ΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
ΡΙΣΜΑΤΑ	440	270	405	418	502
ΦΘΕΜΑΤΙΚΑ	98	28	29	29	180
ΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟ	0	43	69	33	10
	538	341	503	480	692
ρδη προ φόρων					
αναλογούν στην					
ΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	—	—	—	722	820

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ (ΕΚΑΤ. ΔΡΧ.)

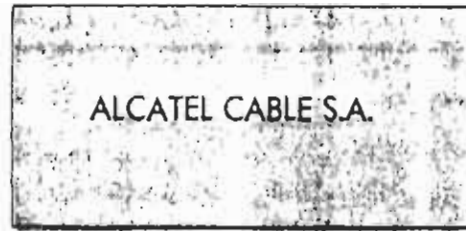
	1987	1988	1989	1990	1991
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Αξία κτήσεως	1.636	2.555	2.905	3.821	4.440
Αποσβέσεις	1.070	1.549	1.677	1.836	2.068
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	566	1.006	1.228	1.985	2.372
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	3.682	3.977	5.775	4.693	5.046
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	4.248	4.983	7.003	6.678	7.418
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	698	1.000	1.394	1.394	1.394
Αποθεματικά	737	807	2.075	2.294	2.522
Κέρδη εις νέο	0	43	112	144	154
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.435	1.850	3.581	3.832	4.070
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	236	116	141	237	284
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	119	171	148	271	233
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.458	2.846	3.133	2.338	2.831
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	2.577	3.017	3.281	2.609	3.064
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	4.248	4.983	7.003	6.678	7.418

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

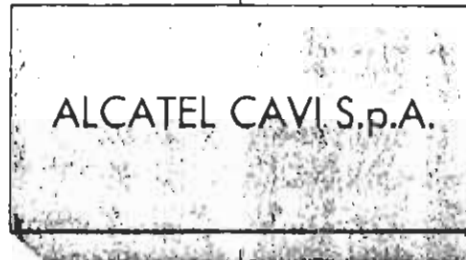
	41%	21%	(1) 24%	15.4%	18.0%
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
ΣΧΕΣΗ ΙΔΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	0.6	0.6	1.1	1.5	1.3
ΚΑΛΥΨΗ ΠΑΓΙΩΝ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	254%	184%	292%	193%	172%
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1.5	1.4	1.8	2.0	1.8

(1). Έχουν ληφθεί υπ' όψη, μόνο τα ίδια κεφάλαια που συμμετέχουν στα κέρδη της χρήσεως.

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ



*Εισηγμένη στο
Χρηματιστήριο
Αξιών Παρισιού*



*Εισηγμένη στο
Χρηματιστήριο
Αξιών Μιλάνου*

71,75%



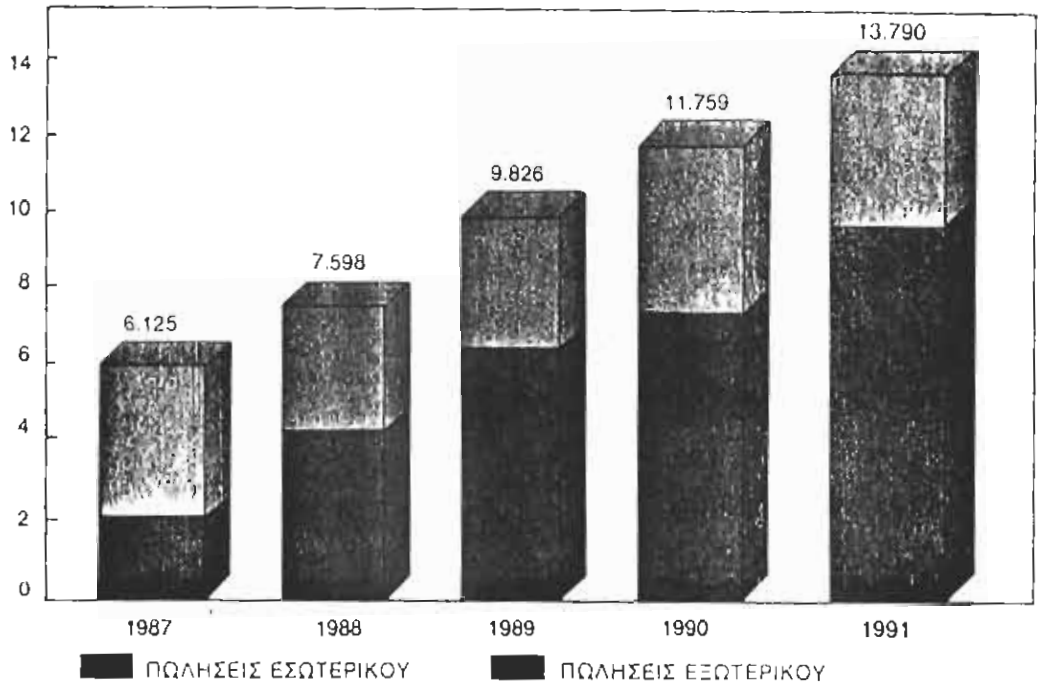
*Εισηγμένη στο
Χρηματιστήριο
Αξιών Αθηνών*

74,13%

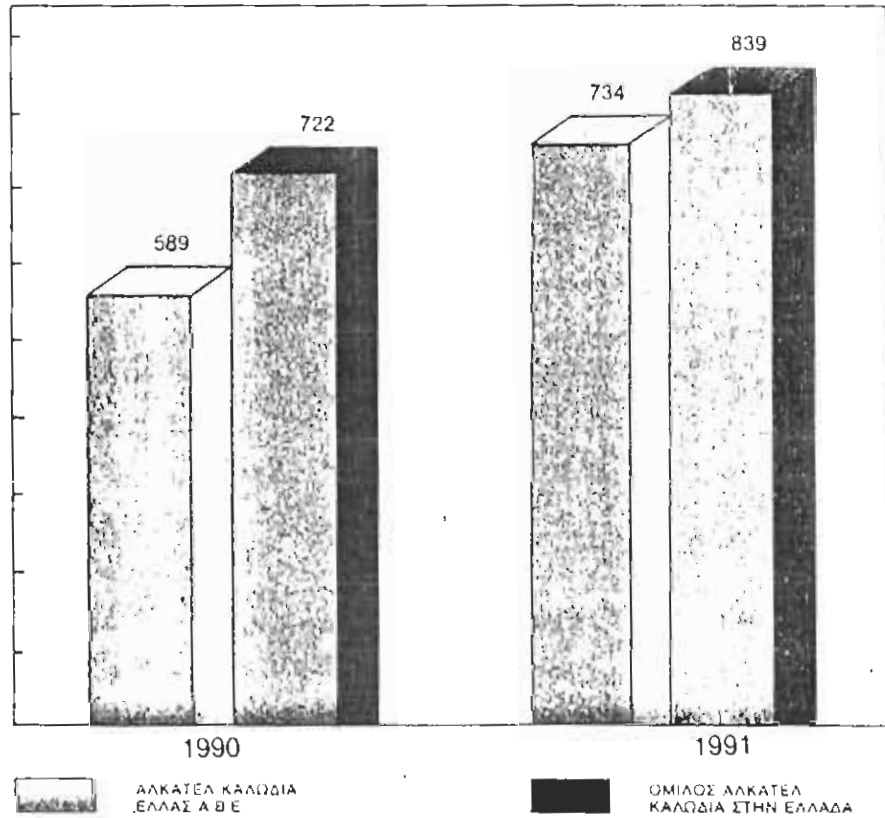


ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ

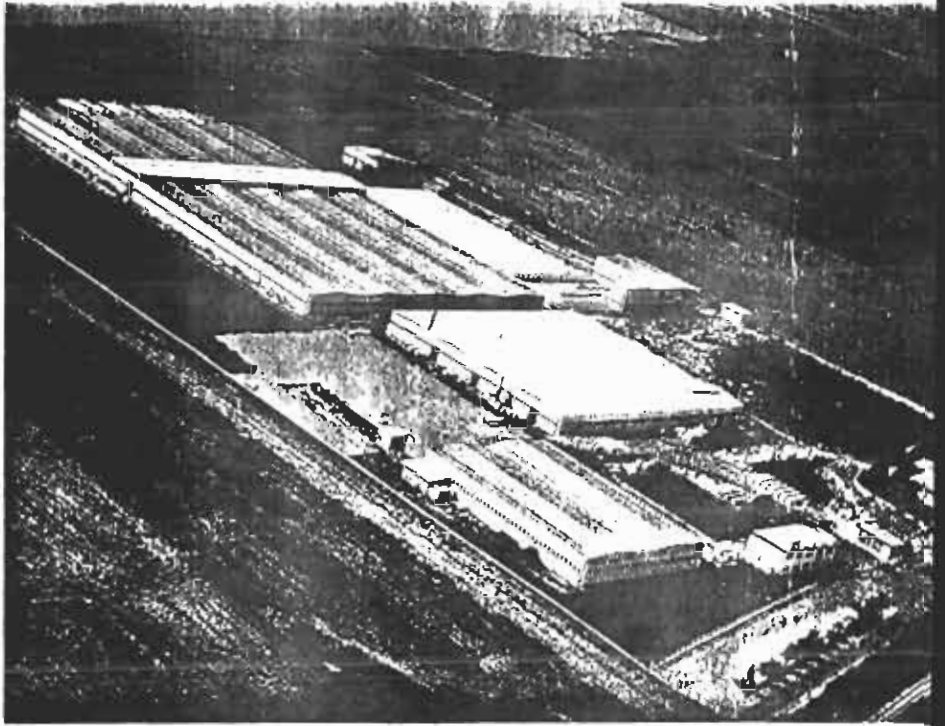
ALCATEL CABLES HELLAS S.A.



ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΑΙ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ (ΕΚΑΤΟΜ. ΔΡΧ.)



ΕΡΓΟΣΤΑΣΙΑ



ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ

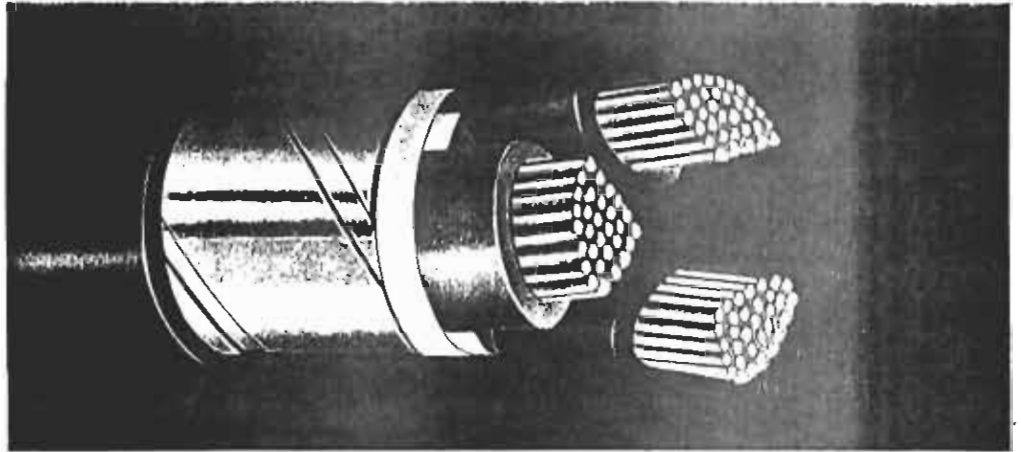
Αγία Μαρίνα Φθιώτιδας Συνολική επιφ.
346.300 τετραγωνικά μέτρα. Καλυμμένη
επιφ. 32.731 τετραγωνικά μέτρα.



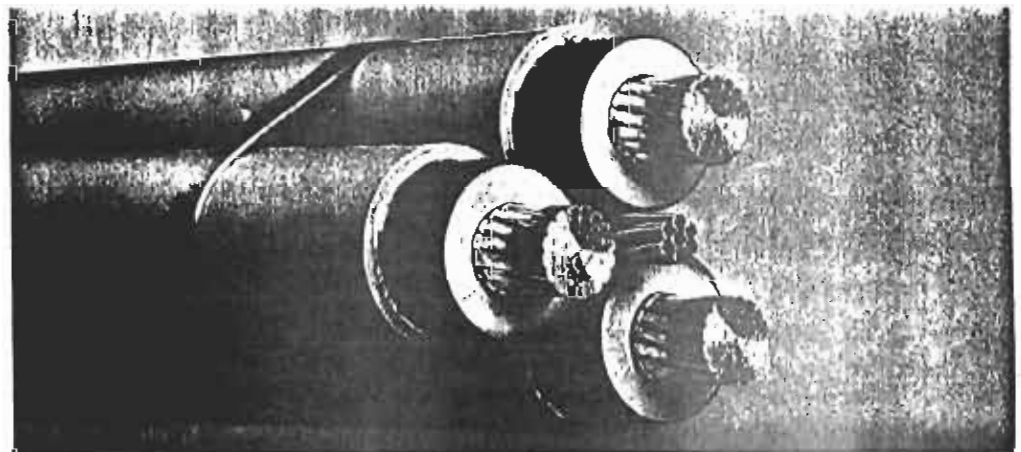
ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΛΩΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ

Βόλος. Συνολική επιφάνεια: 125.000 τετ.
κα μέτρα. Καλυμμένη επιφάνεια: 20.000 τετ.
κα μέτρα.

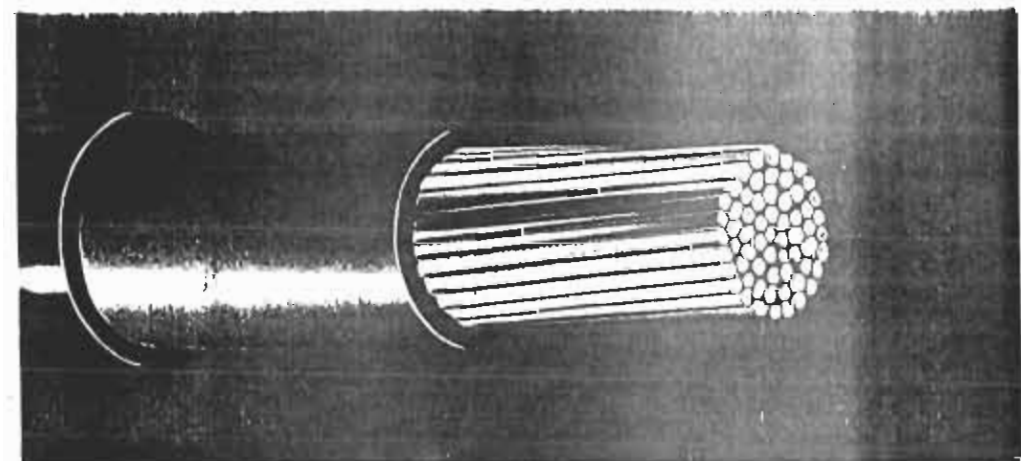
ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ



Τριπολικά υπόγεια καλώδια χαμηλής τάσεως με χαλκινούς πολύκλωνους αγωγούς μόνωση PVC και οπλισμό από χαλύβδινες ταινίες.



Τριπολικό αυτοφερόμενο καλώδιο μέσης τάσεως με φέροντα αγωγο από χαλύβδινα συρματίδια επικαλυμμένα με αλουμίνιο, αγωγούς από αλουμίνιο, μονωμένους με ελαστικό και θωρακισμένους με ταινία αλουμινίου επικαλυμμένη με πλαστικό.

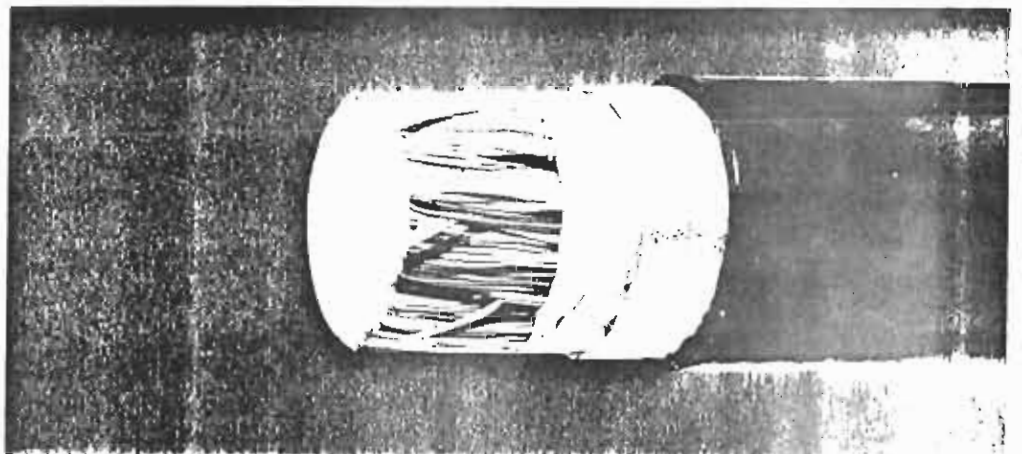


Καλώδιο χαμηλής τάσεως με πολύκλωνο αγωγό Αλουμινίου, μόνωση PVC, με ή χωρίς μεταλλικό οπλισμό.

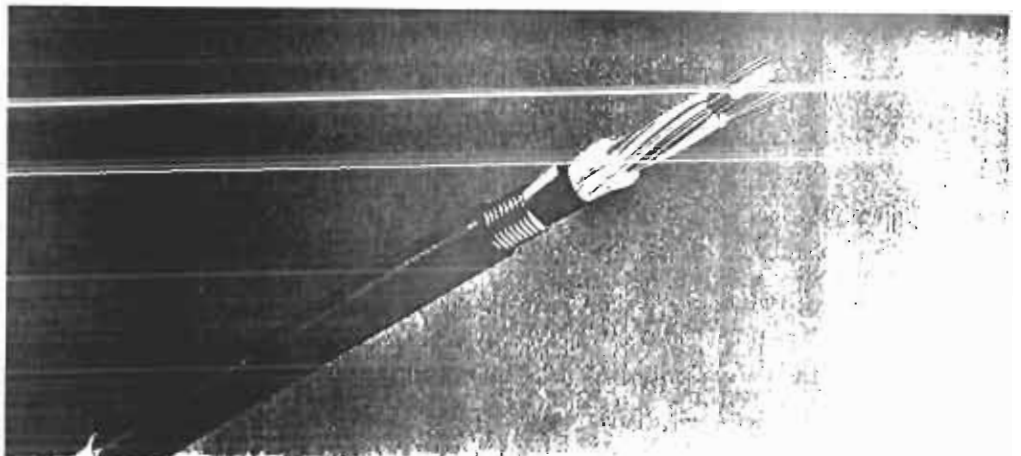
ΚΑΛΩΔΙΑ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ



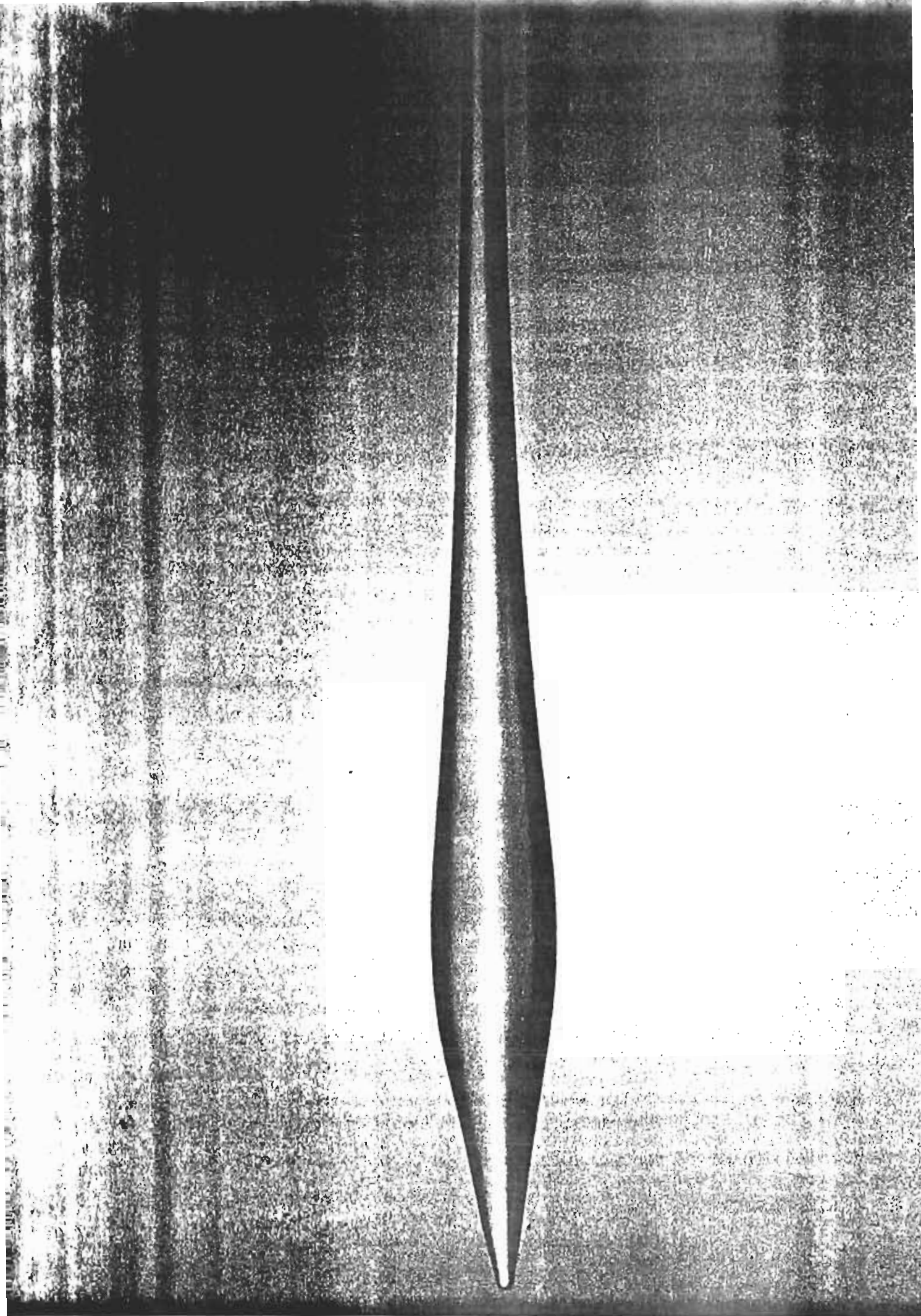
Καλώδιο Οπτικών Ινών με συνστραμμένα αυλακοειδή πλαστικά στελέχη μηχανικής ενίσχυσης με ή χωρίς οπλισμό από χαλύβδινες ταινίες.



Αστικό τηλεφωνικό καλώδιο, σε σχηματισμό τετράδων με μόνωση πολυαιθυλάνιου με ή χωρίς οπλισμό από χαλύβδινες ταινίες.



Καλώδιο Οπτικών Ινών με σωληνοσκούφους με κεντρικό και περιφερειακό στοιχείο μηχανικής ενίσχυσης και οπλισμό από χαλύβδινο κυλινδρικό πτυχωτό περίβλημα



137 I

Πρόσκληση των μετόχων της Ανωνύμου Εταιρείας υπό την επωνυμία
«ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.»
εις Τακτική Γενική Συνέλευση

ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕ (ΑΡ. ΜΑΕ 2176/06/Β/86/06)

Κατόπιν της από 31.3.1992 αποφάσεως του Διοικητικού Συμβουλίου και σύμφωνα με το Καταστατικό καλούνται οι μέτοχοι της Ανωνύμου Εταιρείας υπό την επωνυμία «ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Ανώνυμος Βιομηχανική Εταιρεία» εις Τακτική Γενική Συνέλευση, την 5η Μαΐου 1992, ημέρα Τρίτη και ώρα 4 μ.μ. στο Ξενοδοχείο «CARAVEL» Βασ. Αλεξάνδρου 2, Αθήνα, προς συζήτηση και λήψη αποφάσεως επί των κάτωθι θεμάτων:

Θέματα Ημερησίας Διατάξεως:

1. Υποβολή και ακρόαση των εκθέσεων του Δ.Σ. και των ελεγκτών επί των ετησίων οικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμού κλπ.) της εταιρικής χρήσεως 1.1.91-31.12.91, όπως επίσης και των Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων της ίδιας χρήσεως.
2. Υποβολή και έγκριση και των ετησίων οικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμού κλπ.) της εταιρικής χρήσεως 1 Ιανουαρίου 1991 μέχρι 31 Δεκεμβρίου 1991 μετά των εκθέσεων του Δ.Σ. και των ελεγκτών (Ορκωτού Λογιστού), όπως επίσης και των Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων της ίδιας χρήσεως.
3. Απαλλαγή των μελών του Δ.Σ. και των ελεγκτών από πάσης ευθύνης αποζημιώσεως επί των ετησίων οικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμού κλπ.) και της εν γένει διοικήσεως και διαχειρίσεως της άνω χρήσεως 1.1.91-31.12.91.
4. Εκλογή τακτικών ελεγκτών και αναπληρωματικών για την χρήση από 1 Ιανουαρίου 1992 μέχρι 31 Δεκεμβρίου 1992 και καθορισμός της αμοιβής αυτών.
5. Έγκριση διανομής μερίσματος κερδών εις μετόχους.
6. Έγκριση καταβληθεισών αμοιβών και δαπανών και καθορισμός καταβλητέων αμοιβών και δαπανών των μελών του Δ.Σ.
7. Εκλογή νέων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
8. Τροποποίηση του άρθρου 5 του Καταστατικού. Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, καθοριζομένων του ακριβούς ποσού τούτου, του αριθμού ως και του ποσού εκάστης των μετοχών, του τρόπου καταβολής και των εν γένει όρων της αυξήσεως.

Οι εκ των μετόχων επιθυμούντες να μετάσχουν της Γενικής Συνελεύσεως πρέπει σύμφωνα με το Καταστατικό να καταθέσουν τις μετοχές τους στο Ταμείο της εταιρείας ή στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ή σε οποιαδήποτε στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή ανεγνωρισμένη Ανώνυμο Τραπεζική Εταιρεία και να προσκομίσουν τα σχετικά αποδεικτικά έγγραφα στα γραφεία της εταιρείας (Μεσογείων 15, 3ος όροφος) πέντε (5) ημέρες προ της Γενικής Συνελεύσεως.

ALCATEL

· ΕΛΛΗΝΙΚΑ ·

Αθήνα, 31 Μαρτίου 1992
ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

ΕΚΘΕΣΗ
ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ
ΠΡΟΣ ΤΗ ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
ΕΠΙ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ 17ης
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΣΤΙΣ
31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991

Κυρίες και Κύριοι Μέτοχοι,

Έχουμε την τιμή να σας παρουσιάσουμε τον Ισολογισμό, τον Λογαριασμό Αποτελεσμάτων Χρήσεως και την Πρόταση Διαθέσεως των κερδών της εταιρείας μαζί με την παρούσα έκθεση της δέκατης έβδομης λειτουργικής περιόδου από 1.1.91 έως 31.12.91 και να ζητήσουμε την έγκρισή σας.

Σας παρουσιάζουμε ακόμη, σύμφωνα με τις νέες ισχύουσες διατάξεις και τις ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου ΑΛΚΑΤΕΛ στην Ελλάδα.

ΓΕΝΙΚΕΣ ΔΙΑΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ 1991

Η χρήση αυτή είναι η δέκατη έβδομη (17η) λειτουργική περίοδος κατά τη διάρκεια της οποίας λειτούργησαν κανονικά όλα τα τμήματα της εταιρείας: τα γραφεία των Αθηνών, οι αποθήκες και το Εργοστάσιο παραγωγής στην Αγία Μαρίνα (Στυλίδος) Φθιώτιδος συμπεριλαμβανομένου του τμήματος οπτικών ινών, καθώς και οι περιφερειακές αποθήκες της Άνω Δάφνης (Αθηνών), Θεσσαλονίκης και Κρήτης.

ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ 1991

Είμαστε στην ευχάριστη θέση να σας ανακοινώσουμε ότι το έτος 1991 υπήρξε για την εταιρεία ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ επιτυχημένο παρά το γεγονός ότι οι οικονομικές συνθήκες δεν ήταν τόσο ευνοϊκές.

Κατά τη διάρκεια του 1991 έλαβαν χώρα τα ακόλουθα γεγονότα:

- Εξαγοράστηκαν από την εταιρεία μας 15.803 επιπλέον ανώνυμες μετοχές της εταιρείας ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ. Μετά από την εξαγορά αυτή η συμμετοχή της εταιρείας μας στην ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ ανέρχεται στο ποσοστό του 74.1%.
- Πραγματοποιήθηκαν νέες επενδύσεις εντός του 1991 συνολικού ύψους 280 εκατομμυρίων δραχμών.
- Έγινε έναρξη των εργασιών που αφορούν τις νέες επενδύσεις της εταιρείας συνολικού ύψους 750 εκατομμυρίων δραχμών στον τομέα των υποβρυχίων καλωδίων οπτικών ινών. Οι επενδύσεις αυτές πραγματοποιούνται με την τεχνική και τεχνολογική βοήθεια του ομίλου ΑΛΚΑΤΕΛ.
- Το έτος 1991 υπήρξε ένα ιστορικό έτος για την εταιρεία κατά το οποίο για πρώτη φορά ετέθη σε συνεχή λειτουργία και παραγωγή το τμήμα των χερσαίων καλωδίων οπτικών ινών.

Η ΑΓΟΡΑ ΚΑΛΩΔΙΩΝ

Η πορεία της αγοράς των καλωδίων και κατ' επέκταση της βιομηχανίας καλωδίων υπήρξε κατά το έτος 1991 μάλλον ικανοποιητική παρά την πτωτική τάση ορισμένων αγορών, κυρίως της Μέσης Ανατολής και της Αγγλίας.

Η ζήτηση των ηλεκτρικών καλωδίων προς το τέλος του 1991 σημείωσε ανάκαμψη ενώ ο τομέας των τηλεπικοινωνιακών καλωδίων παρουσίασε αύξηση καθ' όλη τη διάρκεια του έτους με ιδιαίτερη έμφαση στον τομέα των καλωδίων οπτικών ινών.

ΕΣΟΔΑ

Ο συνολικός κύκλος εργασιών της εταιρείας ανήλθε σε 13.790 εκατομμύρια δραχμές έναντι 11.759 εκατομμυρίων δραχμών κατά την προηγούμενη χρήση 1990 (αύξηση 17,3%).

Ανάλυση Πωλήσεων σε Εκατομμύρια Δρχ.

	<u>1991</u>	<u>1990</u>	<u>Αύξηση</u>
Σύνολο Πωλήσεων	13.790	11.759	+ 17,3%
Εσωτερικού	9.204	7.438	+ 23,7%
Εξωτερικού	4.586	4.321	+ 6,1%

ΠΑΡΑΓΓΕΛΙΕΣ

Το σύνολο των παραγγελιών κατά τη διάρκεια του 1991 ανήλθε στο ποσό των 15.162 εκατομμυρίων δραχμών έναντι 11.641 εκατομμυρίων δραχμών το 1990.

Το ύψος των παραγγελιών οι οποίες ελήφθησαν εντός της χρήσεως 1991 αλλά θα εκτελεστούν εντός της επομένης χρήσεως 1992, ανήλθαν κατά την 31.12.1991 στο ποσό των 6.742 εκατομμυρίων δραχμών σε σχέση με το τέλος του 1990 που ήταν 5.371 εκατομμύρια δραχμές. Πρέπει να σημειωθεί ότι στις παραγγελίες αυτές δεν συμπεριλαμβάνονται πωλήσεις από την απ' ευθείας διάθεση αποθεμάτων.

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Κατά τη διάρκεια του 1991 εκτελέστηκαν επενδύσεις ύψους 280 εκατομμυρίων δραχμών που αφορούσαν εκσυγχρονισμό των παραγωγικών εγκαταστάσεων της εταιρείας και αύξηση της δυναμικότητας του εργοστασίου. Κατά τη διάρκεια του έτους ξεκίνησε η υλοποίηση νέου επενδυτικού προγράμματος ύψους 750 εκατομμυρίων δραχμών που αφορά την παραγωγή υποβρυχίων καλωδίων οπτικών ινών. Το πρόγραμμα αυτό θα εκτελεσθεί κυρίως εντός του 1992 και πιθανόν μικρό μέρος να περατωθεί στις αρχές του 1993.

Η επενδυτική πολιτική της εταιρείας, πέραν των ειδικών αυτοτελών επενδύσεων που αφορούν συγκεκριμένο τομέα, είναι να βελτιώνει, να εκσυγχρονίζει και να αντικαθιστά επί συνεχούς βάσεως τον παραγωγικό της εξοπλισμό για ηλεκτρικά και τηλεπικοινωνιακά καλώδια ώστε να παραμένει ανταγωνιστική στη διεθνή αγορά των καλωδίων.

Επί πλέον η εταιρεία παρακολουθεί τις τεχνολογικές εξελίξεις τόσο στις παραγωγικές μεθόδους όσο και στην εισαγωγή νέων προϊόντων και προβαίνει στις κατάλληλες επενδύσεις.

ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ

Η εταιρεία σήμερα κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών (74,1%) και του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε. Το υπόλοιπο του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας αυτής ανήκει στην ΕΤΒΑ.

Συγκεκριμένα η εταιρεία κατέχει (είναι κυρία) συνολικά 49.645 μετοχές της ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ (επί συνόλου 66.971 μετοχών), ονομαστικής αξίας 24.000 δραχ. εκάστης. Εκ των ως άνω 49.645 μετοχών 33.842 είναι ονομαστικές και 15.803 ανώνυμοι.

Συνέπεια της εξαγοράς αυτής είναι το γεγονός ότι η ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ είναι σήμερα ο πρωτοπόρος στην Ελληνική Αγορά Καλωδίων με ε-

ETBA LEASING
Α.Ε. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΜΕΘΩΣΕΩΝ (ΛΕΣΙΝΓΚ)

ETBA LEASING

Η Εταιρία

Κλάδος: Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών
Ομάδα: Χρηματοδοτικής Μίσθωσης
Αντιζείμενο Εργασιών: Η σύναψη συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης, στους τομείς της βιομηχανίας, του εμπόριου και των υπηρεσιών.

Ίδρυση: 1987

Εισαγωγή στο Χ.Α.Α.: 15-4-1991

Αριθμός Μετοχών: 3.000.000 κοινές ον.

Συνολική Κεφαλαιοποίηση: 21.330 εκατ. δρχ. (0,89% του συνόλου του Χ.Α.Α)

Μετοχοί: ETBA (65% περίπου), Θεσμικοί Επενδυτές (12,5%), Λοιποί - 5.872 φυσικά και νομικά πρόσωπα. (22,50%)

Συμμετοχές: ETBA οφελ. Πρακτορική Προσωπικό: 20 άτομα

Διοίκηση: Γ. Αυμεράκης (Πρόεδρος), Ι. Κουτσάνας (Γ. Διευθυντής), Β. Χατζηγεωργίου (Δντής Χρηματοδοτήσεων).

Επιχειρηματική Στρατηγική: Η ενίσχυση της θέσης της στο χώρο της χρηματοδοτικής μίσθωσης, δίδοντας έμφαση στην διάθεση νέων προϊόντων.

Το Προϊόν

Σύνθεση Συμβάσεων ανά Κλάδο: Χρηματοδοτικές μισθώσεις προς Υπηρεσίες (40%), Βιομηχανία (38%), Εμπόριο (22%). Η εταιρία στα τέλη του 1992 κατείχε το 17%-18% της αγοράς. Η τάση του ποσοστού του μεριδίου αγοράς είναι πτωτική, πλην όμως το πραγματικό ύψος των συμβάσεων αυξάνει με υψηλούς ρυθμούς λόγω των γεωμετρικών ρυθμών αύξησης του μεγέθους του κλάδου.

Σύνθεση Συμβάσεων ανά Διάρκεια: Εξαετή συμβόλαια (5%), πενταετή (50%), τετραετή (10%), τριετή (35%).

Όνομα: Πολύ καλό. Από τους leader του κλάδου.

Τιμή: Στα πλαίσια του ανταγωνισμού και σε συνάρτηση με την πορεία των επιτοκίων χορηγήσεων.

Προώθηση: Μέσω του προσωπικού της εταιρίας και ειδικευμένων υπαλλήλων της ETBA και της Γενικής Τράπεζας.

Δίκτυο: Τα καταστήματα της ETBA και το δίκτυο της Γενικής Τράπεζας (91 καταστήματα).

Κύρια Σημεία: Η πολύ υψηλή απόδοση κεφαλαίων σε συνδυασμό με το χαμηλό κόστος άντλησης χρήματος, δημιουργεί μεγάλα περιθώρια χρηματοοικονομικής μάχευσης. Το κόστος λειτουργίας είναι εξαιρετικά χαμηλό λόγω της μη ανάπτυξης δικτύου. Η εταιρία ενοείται από το υψηλό επίπεδο επιτοκίων, αφού διατηρεί πολύ ικανοποιητική σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια και έχει τη δυνατότητα ανέξοδου προσέλκυσης κεφαλαίων από το Χρηματιστήριο.

Η Αγορά

Οργάνωση Αγοράς: Ολιγοπωλιακός ανταγωνισμός. Το μέγεθος, η ποιότητα του δικτύου και η τιμή (επιτόκιο μίσθωσης) αποτελούν βασικούς όρους για τη διατήρηση και αύξηση των μεριδίων της αγοράς.

Φάση Κύκλου Ζωής: Έντονα ανοδική. Η χρηματοδοτική μίσθωση θα περάσει από πολλά στάδια μετεξέλιξης πριν εισέλθει στη φάση της ωρίμανσης.

Πραγματική/Δυνητική Ζήτηση: Έντονα Ανοδική. Η απόσταση μεταξύ της καμπύλης της πραγματικής και της δυνητικής ζήτησης είναι πάρα πολύ μεγάλη και η σύγκλιση τους θα γίνει στο απόωτερο μέλλον.

Ελαστικότητα (ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή): Υψηλή (σημαντικά μεγαλύτερη της μονάδας)

Ανταγωνισμός: Περιορισμένος, πλην όμως συνεχώς αυξανόμενος. Ο τομέας της χρηματοδοτικής μίσθωσης αρχίζει να αποτελεί βασική δραστηριότητα για τις περισσότερες Τράπεζες. Υπάρχουν μεγάλα περιθώρια διαφοροποίησης του προϊόντος και πολεμίου τιμών.

Εμπόδια Εισόδου: Σχετικά Μικρά (Η κεφαλαιακή βάση και το δίκτυο προώθησης).

Προοπτικές: Η ζήτηση συμβάσεων έχει σαφώς ανοδική τάση, ενώ καθώς σταδιακά περνάμε στη φάση διαφοροποίησης των μορφών σύμβασης, τα νέα προϊόντα που δημιουργούνται δίνουν νέες δυναμική και προοπτικές στον κλάδο.

↑↑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ↑↑

- Αγορά σε έντονα ανοδική φάση.
- Υψηλότατα περιθώρια ανάπτυξης.
- Ικανοποιητική κεφαλαιακή διάρθρωση.
- Ικανοποιητική διασπορά συμβάσεων σε επίπεδο κλάδου και χρονικής διάρκειας.
- Χαμηλά λειτουργικά έξοδα.
- Οικονομίες κλίμακος.
- Αποτέλεσματική Διοίκηση.
- Ικανοποιητική πρόσληψη ονόματος.
- Προοπτικές επέκτασης σε χώρες Βαλκανικής.
- Υψηλή κερδοφορία.
- Υψηλή μερισματική απόδοση.
- Ικανοποιητική εμπορευσιμότητα.

↓↓ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ↓↓

- Ανάπτυξη ανταγωνισμού.
- Συνεχής ανάγκη για αύξηση ιδίων κεφαλαίων.
- Μειωμένα εμπόδια εισόδου.
- Ελευση ιδίου δικτύου.
- Πιθανότητες πτώσης του επιπέδου των επιτοκίων από τις αρχές του 1994.

4 4 ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ 4 4

Το κυριότερο στοιχείο το οποίο θα πρέπει να λάβουμε υπ όψη μας είναι οι πολύ καλές προοπτικές ανάπτυξης που έχει ο κλάδος, ο οποίος θα αυξάνεται με υψηλότατους ρυθμούς για μία περίοδο 2-3 ετών τουλάχιστον. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τα πολύ χαμηλά έξοδα λειτουργίας και τα υψηλά περιθώρια κέρδους, προσδιορίζει τις δυνατότητες κερδοφορίας για τα επόμενα χρόνια. Σημαντικό είναι επίσης το στοιχείο της δεσπόζουσας θέσης της εταιρίας στον κλάδο και της εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο, γεγονός που της επιτρέπει την εύκολη και ανέξοδη προσέλκυση κεφαλαίων.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ

↑↑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ↑↑

Leadet ολιγοπωλιακά διαρθρωμένου κλάδου
 Ικανότατο management
 Άριστες εργασιακές σχέσεις
 Υψηλότερες επενδύσεις
 Μεγάλα εμπόδια εισόδου στον κλάδο
 Σύγχρονος μηχανολογικός εξοπλισμός
 Ιδιόκτητες λιμενικές εγκαταστάσεις
 Υψηλά ακαθάριστα πάγια
 Αύξηση των εξαγωγών
 Θετικότερες προοπτικές του Praktiker
 Δυνατότητες επέκτασης στον
 Βαλκανικό χώρο
 Προτίμηση των προϊόντων από όλους
 τους μεγάλους πελάτες

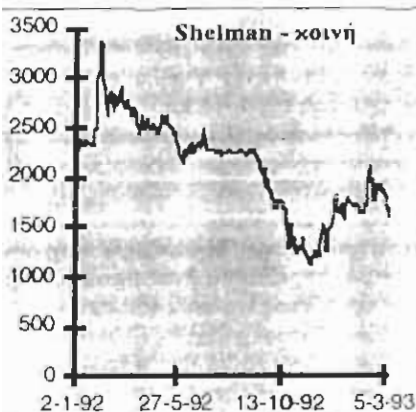
↓↓ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ↓↓

Κυκλικός κλάδος με φάση ύφεσης
 Διατήρηση της ύφεσης και κατά το 1993
 Οξύτατος ανταγωνισμός
 - Υψηλά αποθέματα
 Σημαντική αύξηση των υποχρεώσεων
 Μείωση της κερδοφορίας
 Περιορισμός κερδών κατά το 1993
 Υψηλή σχέση P/E
 Χαμηλή μερισματική απόδοση

4 4 ΚΥΡΙΑ ΣΗΜΕΙΑ 4 4

Αφήνοντας κατά μέρος τα σημαντικά στοιχεία της ύφεσης και της επίδρασής τους στην κερδοφορία, στοιχεία τα οποία στο μεγαλύτερο τους βαθμό έχουν αποτυπωθεί στην πορεία της μετοχής, θα πρέπει να επικεντρωθούμε στις δυνατότητες της εντυπωσιακής βελτίωσης των αποτελεσμάτων κατά τη διετία 1994-1995, δυνατότητες οι οποίες θα αρχίσουν να προσεοφλούνται άμεσα μόλις ξεκινήσει η διαδικασία μείωσης των επιτοκίων. Παράλληλα, θα πρέπει να εξετασθούν προσεκτικά οι δυνατότητες κερδοφορίας της Praktiker, οι οποίες στα πλαίσια της επόμενης δετίας είναι εξαιρετικές.

Η ΜΕΤΟΧΗ



Shelman - Κοινή

Αριθμός Μετοχών: 8.674.660
 Όνομ. Αξία: 500 δρχ.
 Λογιστική Αξία: 1,210
 Χαρακτηριστικά: Επιθετική, κυκλική ήσης κερδοφορίας, υψηλής αξίας
 Ελαστικότητα: Μέση προς υψηλή
 Εμπορευσιμότητα: Μέση
 Κοινή: P/E (1992): 23,9, P/E (1993):
 Κοινή: Μετ. Απόδ. (1992): 1,4%
 Beta: 0,83 R²: 26%

Shelman - Προνομιούχος

Αριθμός Μετοχών: 1.080.500
 Όνομ. Αξία: 500 δρχ.
 Λογιστική Αξία: 1,210
 Χαρακτηριστικά: Επιθετική, κυκλική, μέσης κερδοφορίας, υψηλής αξίας
 Ελαστικότητα: Μέση
 Εμπορευσιμότητα: Χαμηλή προς μέση
 Κοινή: P/E (1992): 13,8, P/E (1993):
 Κοινή: Μετ. Απόδ. (1992): 2,4%
 Beta: 0,63 R²: 20%

Κατοχή Θεσμικών (31-12-1992)

Shelman - κοινή
 Κατ. Θεσμικών: Κατεχόμενα 7,7% μετοχών
 Σύνολο Μετοχών: 112.520
 Μεγαλύτερη Συμμετοχή: 120,26% - 54,4% Μετ.
 Μεταβολή από 30-6-1993: 6,760
 Μέσο κόστος κτήσης: 5,547 δρχ.
 Shelman - προνομιούχος
 Επ. Επενδύσεων: Κατεχόμενα 100% μετ.
 Σύνολο Μετοχών: 265.236
 Μεγαλύτερη Συμμετοχή: 159,69% - 14,600
 Μεταβολή από 30-6-1993: 14,600

ΠΡΟΤΑΣΗ

Γνώση: Διοκράτηση ή αγορά της μετοχής κατά τη διάρκεια του 1993.
Γροίποθσεις: Πτώση των πληρωσιμότητας και μείωση του επιπέδου των επιτοκίων, με παράλληλη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας (παρακολούθηση του δείκτη τιμών οικοδομών)
Γρόνος Αγοράς: Ως η κρίση καταλληλή προήγ για την αγορά της μετοχής θα

μπορούσε να θεωρηθεί η περίοδος της ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων του α' εξαμήνου, εφάν τότε, πιθανότατα θα επηρεασθεί από την αναμενόμενη περαιτέρω μείωση της κερδοφορίας.
Χρονικός Ορίζοντας Αγοράς: Περίοδος 18 έως 24 μηνών τουλάχιστον.
Στόχος: Αύξηση της τιμής της μετοχής λόγω της αυξημένης πιθανότητας εντυ-

πωσιακής βελτίωσης των κερδών κατά το 1994. Εκμετάλλευση της επιθετικότητας της μετοχής.
Αναμενόμενη απόδοση: Εφόσον πληρωθούν οι προϋποθέσεις αγοράς, η αναμενόμενη απόδοση είναι σαφώς θετική και σημαντικά υψηλότερη από την απόδοση του Γενικού Δείκτη.
Βαθμός Ασφαλείας: Μέσος.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Η ΑΓΟΡΑ

Οργάνωση: Στην αγορά επικρατούν συνθήκες οριζώντων ολιγοπωλιακού ανταγωνισμού, με την ποιότητα, την τιμή και τις συνθήκες πληρωμής να είναι τα κυριότερα στοιχεία τα οποία προσδιορίζουν την διακύμανση των μεριδίων της αγοράς ανάμεσα στις εταιρίες. Ο κλάδος κυριαρχείται από πέντε κυρίως μεγάλες ομάδες, οι οποίες κατέχουν το 80% της αγοράς) ενώ οι μικρότερες μονάδες, ανταγωνίζονται κυρίως σε τοπική κλίμακα (λόγω υψηλού κόστους μεταφορών) και οι προϊόντα χαμηλότερης ποιότητας και μικρότερου βαθμού επεξεργασίας.

Φάση Κύκλου: Ο κλάδος είναι εξαιρετικά κυκλικός και η φάση του εξαρτάται και προσδιορίζεται από τη φάση της οικονομικής δραστηριότητας και του επιπέδου των επιτοκίων.

Φάση Κύκλου Ζωής Προϊόντων: Η μεγάλη πλειοψηφία των προϊόντων Ξυλείας βρίσκεται, στην ώριμη φάση, όπου η αύξηση στη ζήτηση ακολουθεί τις δημογραφικές εξελίξεις και τις μεταβολές του επιπέδου διαβίωσης. Διαφοροποίηση από το γενικότερο μοντέλο εμφανίζει η κατηγορία των μορισσανίδων, όπου η ζήτηση εμφανίζει σταθερά αυξητικούς ρυθμούς, κυρίως λόγω της μεταβολής των συνθηκών διαβίωσης.

Ελαστικότητα: Υψηλή ως προς την οικονομική συγκυρία (ελαφρά ανώτερη της μονάδας) και την τιμή. Υψηλή σταθερότητας ελαστικότητα ζήτησης.

Επιτόκια Εισόδου: Υψηλότατα, κυρίως σε επίπεδο κόστους εγκατάστασης, και χαμηλότερα σε επίπεδα know-how, πωλήσιμων τιμών και ανάπτυξης δικτύου

διανομής. Η εμφάνιση νέου μεγάλου ανταγωνιστή στο ορατό μέλλον θα πρέπει να αποκλείεται, ενώ το υψηλό κόστος μεταφορών αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα στην αύξηση του μεριδίου των εισαγομένων προϊόντων.

Προοπτικές: Καθ' όσον διατηρούνται η οικονομική ύφεση, τα μειωμένα επίπεδα οικονομικής δραστηριότητας και το υψηλό επίπεδο των επιτοκίων, οι άμεσες προοπτικές του κλάδου (τουλάχιστον στα πλαίσια του αξιωματικού του 1993) είναι μάλλον αρνητικές. Το γεγονός αυτό μεσομακροπρόθεσμα θα λειτουργήσει υπέρ των μεγάλων μονάδων, αφού θα οδηγήσει εκτός αγοράς τις πλέον αδύναμες (και συνήθως μικρότερες) μονάδες. Εκτιμάται ότι η αγορά θα αντιδράσει αυξητικά από τις αρχές του επομένου έτους.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

Η δραγματική αύξηση των πωλήσεων κατά 10% περίπου, έναντι μείωσης του όγκου πωληθέντων κατά 5% η σμίκρυνση του περιθωρίου μικτού κέρδους, η δραματική αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων και η σημαντική μείωση των καθαρών κερδών, είναι τα κύρια χαρακτηριστικά της χρήσης του 1992.

Η υλοποίηση του επενδυτικού προγράμματος ύψους 10,2 δις δραχ κατά την τριετία που πέρασε είχε σε συνέπεια την αύξηση των μακροχρόνιων υποχρεώσεων.

Από την άλλη πλευρά, η πτώση στην οικονομική δραστηριότητα και η αδυναμία αύξησης των τιμών συνακόλουθα με την αύξηση του κόστους παραγωγής, μείωσε σημαντικά τα περιθώρια μικτού κέρδους και οδήγησε παράλληλα στην εφαρμογή χαλαρότερης πιστωτικής πολιτικής και στην αύξηση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων.

Το σύνολο των υποχρεώσεων που θα εμφανισθεί στον ισολογισμό του 1992 θα κυμαίνεται γύρω από το ποσό των 15 δις, στοιχείο το οποίο προσδιορίζει την ένταση των αρνητικών επιπτώσεων που η διατήρηση των επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα έχει στην κερδοφορία της εταιρίας.

Τα καθαρά κέρδη για τη χρή-

ση του 1992, θα κυμανθούν στο επίπεδο των 700 εκατ. δραχ.

Σύμφωνα με τις μέχρι σήμερα ενδείξεις, η ίδια κατάσταση θα διατηρηθεί και κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1993, με συνέπεια την περαιτέρω αύξηση των υποχρεώσεων και των χρηματοοικονομικών εξόδων, γεγονός που θα οδηγήσει τελικά στον περαιτέρω περιορισμό της κερδοφορίας.

Η αναμενόμενη μείωση του επιπέδου των επιτοκίων και η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, γεγονότα που ανα-

μένεται να συμβούν περί τα τέλη της τρέχουσας χρήσης, θα επιφέρουν εξαιρετικά μεγάλες μεταβολές στα αποτελέσματα χρήσης της εταιρίας.

Αν λάβουμε υπ' όψη το γεγονός ότι το περιθώριο μικτού κέρδους έχει δυνατότητες αύξησης μέχρι και 7%, καθώς επίσης και την αναμενόμενη σημαντική μείωση των χρηματοοικονομικών εξόδων, συμπεραίνουμε ότι υπάρχει δυνατότητα αύξησης των οργανικών κερδών κατά 2 δις τουλάχιστον.

Χρηματοοικονομικά Στοιχεία		1986	1987	1988	1989	1990	1991
Σύνολο Ενεργητικού (εκατ)	Δραχ	6 786 813	7 576 637	8 931 269	12 045 286	16 485 800	21 757 119
Αναπόθετα Πάγια (εκατ)	Δραχ	3 573 528	4 334 814	5 693 998	7 198 229	9 261 961	11 006 217
Κυκλοφοριακό Ενεργητικό (εκατ)	Δραχ	5 461 180	5 944 262	6 384 433	8 523 086	11 029 023	14 192 389
Σύνολο Υποχρεώσεων (εκατ)	Δραχ	4 255 125	4 795 033	4 501 133	6 923 621	6 150 236	9 972 031
Κύκλος Εργασιών (εκατ)	Δραχ	9 618 040	9 842 928	11 429 122	15 498 321	19 453 401	22 881 603
Καθαρά Κέρδη προ φόρ. (εκατ)	Δραχ	453 799	300 132	446 987	1 169 945	1 759 326	2 021 394
Γενική Ρευστότητα	Σχέση	1.28	1.24	1.42	1.23	1.79	1.42
Άμεση Ρευστότητα	Σχέση	1.87	1.76	2.06	1.86	2.81	2.26
Κεφάλαιο Κίνησης	Δραχ		2 157 733	3 015 295	3 676 778	6 047 900	8 280 027
Ταμειακή Ροή	Δραχ	815 331	808 160	353 741	1 591 460	1 986 279	2 578 272
Λειτουργική Ταμειακή Ροή	Δραχ	182 441	31 658	-252 668	877 545	838 898	1 939 561
Ξένα / Ίδια Κεφάλαια	Σχέση		1.75	1.32	1.22	0.86	0.74
Κάλυψη Χρημ. Δαπ. (προ φόρ. φόρ)	%	-46%	-69%	-45%	19%	10%	60%
Κυκλ. Ταχύτητα Αποσφ. Κεφαλαίου	Σχέση		2.71	2.24	2.31	1.85	1.55
Κυκλ. Ταχύτητα Ίδιου Κεφαλαίου	Σχέση		3.81	3.23	3.31	2.55	2.09
Μ.Ο. Εισπράξεως Αλατήσεων	Μέρες		79	83	83	93	110
Μ.Ο. Εξόφλησης Υποχρεώσεων	Μέρες		166	128	117	94	93
Κυκλ. Ταχύτητα Αποθεμάτων	Σχέση		2.51	2.65	3.15	3.31	3.32
Κυκλ. Ταχύτητα Ενεργητικού	Σχέση		1.37	1.38	1.48	1.36	1.20
Περιθώριο Μικτού Κέρδους	%	20.02%	18.04%	19.21%	22.07%	24.25%	22.82%
Περιθ. Καθ. Κέρδους (προ φόρ. φόρ)	%	6.83%	2.78%	4.76%	8.42%	8.59%	8.31%
Περιθ. Καθ. Κέρδους (προ φόρ. φόρ)	%	-4.01%	-6.76%	-3.20%	1.20%	0.80%	3.32%
Περιθ. Καθ. Κέρδους (προ φόρ. φόρ)	%	4.72%	3.05%	3.91%	7.55%	9.04%	8.83%
Αποδ. Ίδιων Κεφαλαίων (προ φόρ. φόρ)	%		2.90%	3.16%	6.24%	5.77%	4.62%
Μερισματική Πολιτική	%	16.67%	49.97%	-52.73%	36.63%	38.63%	13.78%



SHELMAN A.E.

Η κάμψη της οικοδομικής δραστηριότητας και το υψηλό επίπεδο των επιτοκίων σε συνδυασμό με τις αυξημένες επενδύσεις που κατ' ανάγκη πραγματοποιήσαν κατά την τελευταία τριετία οι εταιρίες του κλάδου ξυλείας, οδήγησαν στη μείωση των περιθωρίων κέρδους και στην παράλληλη δραματική αύξηση των υποχρεώσεων. Η επανέκαμψη της κερδοφορίας των εταιριών του κλάδου, εξαρτάται άμεσα από την πτώση των επιτοκίων και χρονικά τοποθετείται στη χρήση του 1994.

Θα πρέπει όμως να υπογραμμισθεί ότι, παρά τις δυσκολίες που αντιμετώπισαν, οι εταιρίες του κλάδου, κατόρθωσαν να εκουγχρονισθούν και να αναβαθμίσουν την ποιικιλία και την ποιότητα των προϊόντων τους και να δημιουργήσουν έτσι τις προϋποθέσεις για την επιτυχή αντιμετώπιση του εισαγόμενου ανταγωνισμού και την πιθανή επέκτασή τους στις αγορές που δημιουργούνται στο Βαλκανικό κυρίως χώρο.

Η ΕΤΑΙΡΙΑ

Κλάδος: Ξυλείας

Ομάδα: Επιξεργασίας και εμπορίας ξύλου

Σκοπός: Η βιομηχανική παραγωγή και εμπορία προϊόντων ξύλου, και η συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις

Ίδρυση: 1962, με εισαγωγή κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Εισαγωγή στο Χ.Α.Α: 28.3.1988

Κύριοι Μέτοχοι: Οικογένεια Π. Πλιάδη (σε ποσοστό 80% έως 85%).

Μονάδες: Βιομηχανικές εγκαταστάσεις στο Βασιλικό Χαλκιδικής. Η μονάδα καλύπτει 85.000 τ.μ. σε ιδιόκτητο οικόπεδο εκτάσεως 316 στρεμμάτων και διαθέτει ιδιόκτητο λιμάνι με δυνατότητα ταυτόχρονης εξυπηρέτησης 3 πλοίων 20 χιλ. τόνων. Η εταιρία επίσης διατηρεί υποκαταστήματα στη Θράκη και έκθεση προϊόντων στην Αθήνα. Επιπλέον, στην ακίνητη περιουσία της περιλαμβάνονται ιδιόκτητα γραφεία (636 τ.μ.) στην Αθήνα (οδ. Βουκουρεστίου), οικόπεδο επιφάνειας 4,6 στρεμμάτων επί της Λ. Κηφισίας (Παράδεισος Αμαρουσίου) και δάση λευκώνων, συν. εμβαδού 840 στρ. στους νομούς Λάρισσας και Ξάνθης.

Παραγωγικές Μονάδες:

- Αυτόματα πιεστήρια, δυναμ. 70 χιλ. κ.μ.

- Μονάδα κόντρα πλακέ, δυναμ. 33 χιλ. κ.μ.

- Μονάδα πηλοσανίδων, δυν. 15 χιλ. κ.μ.

- Μονάδα παρκέτου-ποφίλ, δυν. 8 εκατ. τ.μ.

- Μονάδα μορισσανίδων, δυν. 150 χιλ. κ.μ.

- Μον. επένδυσης ιπυρανεϊών, δυν. 5,5 τ.μ.

Η μέση ηλικία του μηχανολογικού εξοπλισμού είναι μικρότερη του μέσου όρου του κλάδου

Επενδυτικό Πρόγραμμα: Πρόσφατα ολοκληρώθηκε το 5ετές (1988-92) επενδυτικό πρόγραμμα της εταιρίας ύψους 10,2 δις δραχ. το οποίο αφορούσε σε μονάδα κόντρα πλακέ, μονάδα μορισσανίδας και στην επέκταση των λιμενικών εγκαταστάσεων, του δικτύου αποθηκών και εκθέσεων.

Προσωπικό: Στα τέλη του 1992 έφθανε στα 1.250 άτομα, σημειώνοντας μείωση

κατά 4% λόγω συνταξιοδότησης. Τα 250 άτομα απασχολούνται σε διοικητικές εργασίες και στο δίκτυο διανομής, ενώ τα υπόλοιπα 1000 στην παραγωγή. Η ποιότητα του προσωπικού κρίνεται από τη διοίκηση ως πολύ καλή.

Διοίκηση: Βασισμένη στο πυραμιδικό σχήμα, με το Δ.Σ επικεφαλής (Παν. Ηλιάδης, Πρόεδρος), ενώ ακολουθεί ο Διευθ. Σύμβουλος (Θεογ. Ηλιάδης) και στη συνέχεια οι τρεις βασικές Διευθύνσεις (Εμπορική, Οικονομική και Εργοστασίου). Η λειτουργικότητα του σχήματος κρίνεται ως ικανοποιητική, ενώ παράλληλα, η διαδοχή στη διοίκηση που σταδιακά σινετ ελήθη στο πρόσφατο παρελθόν κρίνεται ως πετυχημένη.

Συμμετοχές: Στην Praktiker - Hellas (Ίδρυση: 1991, μετοχικό κεφάλαιο: 1,1 δις) με ποσοστό 50%.

Φιλοσοφία: Διατήρηση και ενίσχυση της πρωτοπορίας στην εγχώρια αγορά του ξύλου και βελτίωση της παροικίας στο εξωτερικό.

ΤΟ ΠΡΟΪΟΝ

Σύνθεση:

α) Κόντρα πλακέ (χρησιμ.: εξωτερική, ναυσιπλοία, διακοσμηση). Συμμετοχή στις πωλήσεις κατά 17%.

β) Πηλοσανίδες, μελαμίνες (χρήση: ξυλουργία, επιπλαση). Συμμετοχή στις πωλήσεις: 4,4%

γ) Μορισσανίδες (χρήση: μοντέρνα ξυλουργική και επιπλαση). Συμμετοχή στις πωλήσεις: 34,4%. Το είδος αυτό παρουσιάζει τα καλύτερα περιθώρια κέρδους και παρ'όλα αυτά τους υψηλότερους ριθμούς αύξησης των πωλήσεων.

δ) Οικοδομική ξυλεία. Συμμετοχή 29,7%.

δ) Σύνταγές παρκέ. Συμμετοχή 6,3%.

ε) Καπλαμάδες (ξύλο για ειδικές κατασκευές). Συμμετοχή 3,8%.

στ) Πριστή ξυλεία. Συμμετοχή 4,3%.

Ποιότητα: Η ποιότητα των προϊόντων, κυρίως μετά τις επενδύσεις της τελευταίας πενταετίας θεωρείται ότι είναι καλύτερη των εισαγόμενων προϊόντων (τα οποία λόγω της ύφεσης της Ευρώπης, συχνά πωλούνται με discount).

Όνομα: Άγνωστο, με υψηλό βαθμό πρόσληψης, τόσο μεταξύ των επαγγελματιών του κλάδου, όσο και μεταξύ των λιανικών καταναλωτών.

Τιμή: Σύνθετος ανώτερη του ανταγωνισμού

Γεωγραφική Κατανομή Πωλήσεων:

- Εσωτερικά: 82% - Αττική (41%) - Θεσ/νίκη (16%) - Λοιπή Ελλάδα (25%)

- Εξωτερικά: 18%

Διανομή: Η διακίνηση των προϊόντων γίνεται μέσω χονδρεμπόρων ξυλείας, ο αριθμός των οποίων ανέρχεται σε 400 περίπου σε όλη τη χώρα και μέσω αντιπροσώπων στο εξωτερικό.

Προώθηση: Λόγω της βιομηχανικής φύσης των προϊόντων της εταιρίας, η προώθηση γίνεται κατά κύριο λόγο μέσω εκθέσεων και δημοσίων σχέσεων και συμπληρωματικά μέσω της διαφήμισης.

υπάρχουν ειδικευμένα περιοδικά που το πράττουν κατά διαστήματα για μας). Μια τέτοια ανάλυση φαίνεται αμέσως παρακάτω:

[Δίνουμε δύο πλήρεις εταιρικές συγκριτικές αναλύσεις δύο τουλάχιστον εταιριών]

μετοχές που θα πρωταγωνιστήσουν στο χρηματιστήριο. Είναι αποδεδειγμένο ότι δεν υπάρχει ένα συγκεκριμένο στοιχείο, ένα συγκεκριμένο μέγεθος, το οποίο αν εξετάσει κανείς θα μπορέσει να βγάλει ασφαλή συμπεράσματα για την μελλοντική πορεία μιας μετοχής στο χρηματιστήριο. Δεδομένων αυτών, συνιστούμε στους επενδυτές να λαμβάνουν υπόψη τους όλες τις πληροφορίες που μπορούν να συγκεντρώσουν προτού επενδύσουν σε μια μετοχή. Οι πληροφορίες αυτές πρέπει να αναφέρονται στην οικονομικοπολιτική κατάσταση της χώρας στην οποία επενδύουμε, στις επικρατούσες συνθήκες στον κλάδο και τις προοπτικές αυτού, στην οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και τις προοπτικές της, και σε παράγοντες όπως η χρηματιστηριακή συμπεριφορά της μετοχής, η εικόνα που δίνει η επιχείρηση προς τα έξω και κυρίως την γνώμη των μεγάλων επενδυτών για αυτήν, η ποιότητα του management, κ.λπ.

Η σημασία του κλάδου στην χρηματιστηριακή ανάλυση επικεντρώνεται στον ρυθμό ανάπτυξής του. Οι επενδυτές θα πρέπει να επιλέγουν εκείνο τον κλάδο που ο ρυθμός ανάπτυξής του είναι μεγαλύτερος από αυτόν των διάφορων άλλων κλάδων. Και όταν λέμε ρυθμό ανάπτυξης εννοούμε το ρυθμό αύξησης της ζήτησης των προϊόντων του. Αν λοιπόν ο ρυθμός ανάπτυξης είναι μεγαλύτερος από των άλλων κλάδων αυτό σημαίνει ότι οι εταιρίες που τον απαρτίζουν θα αυξήσουν τις πωλήσεις τους περισσότερο από εταιρίες άλλων δραστηριοτήτων οπότε και αναμένεται μια μεγαλύτερη αύξηση στα κέρδη τους.

Αφού ο επενδυτής επιλέξει τον κλάδο θα πρέπει να προεπιλέξει μια ομάδα εταιριών του κλάδου αυτού που ο ρυθμός αύξησης των κερδών τους να είναι υψηλότερος από τον μέσο όρο του κλάδου (εταιρίες δυναμικής ανάπτυξης, εταιρίες leaders). Και καλύτερα να δοθεί έμφαση οι εταιρίες που θα επιλέξει να έχουν μελλοντικά πιο δυναμική ανάπτυξη από τον Μ.Ο. του κλάδου και όχι στο παρόν, διότι αν δώσουν την έμφαση στο παρόν το πιθανότερο είναι η μετοχή της να είναι υπερτιμημένη ή έστω σε μια normal τιμή, πάντως σπανιότατο να είναι "φτηνή". Και αυτό γιατί βέβαια δεν αρκεί να βρεις μόνο μια καλή εταιρία με γοργούς ρυθμούς ανάπτυξης και μια καλή θέση στην αγορά αλλά πρέπει η μετοχή της σε σχέση με την θέση και την αξία της εταιρίας να είναι φτηνή. Τότε μόνο μπορούμε να πούμε ότι έχουμε μπροστά μας μια επενδυτική ευκαιρία. Σε αντίθετη περίπτωση, αν δηλαδή προχωρήσουμε στην αγορά μιας καλής μεν εταιρίας αλλά με μια μέτρια ή ακριβή δε τιμή της μετοχής της, το πιθανότερο είναι πως δεν θα κατορθώσουμε να πετύχουμε κεφαλαιακά κέρδη (αντίθετα, είναι αρκετά πιθανό να έχουμε ζημιές όταν πουλήσουμε εφόσον η αγορά κρίνει ότι πράγματι η τιμή της μετοχής της εν λόγω εταιρίας ήταν υψηλότερη του κανονικού και γι' αυτό κινηθεί προσαρμοστικά και πτωτικά). Δηλαδή ένας από τους βασικότερους σκοπούς-στόχους της χρηματιστηριακής επενδύσεως είναι σχεδόν σίγουρο ότι δεν θα πραγματοποιηθεί. Η δημιουργία υπεραξίας με την υψηλότερη τιμή πώλησης από αυτήν της αγοράς είναι σχεδόν απίθανο υπό αυτές τις συνθήκες να επιτευχθεί. Ακριβώς γι' αυτό οι επενδυτές που τελικά θα επιλέξουν εταιρίες καλές αλλά ακριβές θα πρέπει να το κάνουν επειδή ενδιαφέρονται περισσότερο για το μέρισμα που θα παίρνουν παρά για την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, άρα μιλάμε κυρίως για μακροπρόθεσμους επενδυτές.

Όταν ο επενδυτής ολοκληρώσει την προεπιλογή του και συγκεντώσει ένα team εταιριών, θα πρέπει να προχωρήσει στην τελική επιλογή του. Δηλαδή θα πρέπει να επιλέξει σε ποιες από τις εταιρίες του πρώτου στάδιου επιλογής θα επενδύσει. Θα πρέπει να επιλέξει τις καλύτερες από αυτές, να κάνει τις καλύτερες επιλογές. Οι στοιχεία έχει, σίγουρα θα τον βοηθήσουν στο έργο αυτό. Εμείς ας αναφέρουμε απλώς ότι οπωσδήποτε θα πρέπει σε αυτό το στάδιο της τελικής επιλογής να χρησιμοποιήσει και τα διάφορα κριτήρια, αριθμοδείκτες, μεγέθη που έχουμε προαναφέρει. Χρησιμότητα είναι: η λογιστική αξία, ο λόγος Τιμής/Λογιστ.Αξίας, η εσωτερική αξία, η μερισματική απόδοση, και η σχέση Τιμής/Κερδών (P/E). Γι' αυτά έχουμε αναφερθεί με λεπτομέριες (τι σημαίνουν, πως λειτουργούν, πως χρησιμοποιούνται) στο κεφάλαιο 12, στην παράγραφο 4. Εκτός από τον υπολογισμό αυτών, χρήσιμο θα ήταν να κάνουμε ή να λαμβάναμε υπόψη μια λεπτομερή συγκριτική εταιρική ανάλυση των προεπιλεγμένων επιχειρήσεων (την οποία δεν είναι υποχρεωτικό να την κάνουμε οι ίδιοι αφού π.χ.

14.4. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ

Η διαδικασία επιλογής των μετοχών που θα περιλάβει ο επενδυτής στο χαρτοφυλάκιό του τον φέρνει σε επαφή με το αντικείμενο της ανάλυσης επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Για τους περισσότερους επενδυτές η πλήρης μελέτη αυτού του θέματος είναι αδύνατη και γ'αυτό καταφεύγουν σε επαγγελματίες securities analysts (αναλυτές χρεογράφων) και investment advisors (επενδυτικούς συμβούλους) ή προτιμούν να πορεύονται μόνοι τους με βάση την (μη επιστημονική) εμπειρία τους.

Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλοί επενδυτές επιλέγουν τις μετοχές τους σχεδόν αποκλειστικά βάσει των φημών και διαδόσεων που ακούγονται γύρω από την Σοφοκλέους. Το μεγαλύτερο όμως μέρος των πληροφοριών αυτών δεν επαληθεύονται - ίσως επειδή ποσοστό αυτών είναι δημιούργημα κερδοσκοπών - με αποτέλεσμα όσοι "παίζουν" στο Χρηματιστήριο βάσει αυτών να χάνουν παρά να κερδίζουν. Γ'αυτό θα συνηγορήσουμε στους αναγνώστες μας και ταυτόχρονα χρηματιστηριακούς επενδυτές να τις ακούνε μεν (γιατί η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη πληροφόρηση αυξάνει την σιγουριά), αλλά να είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικοί δε, ώστε να απορρίπτουν τα τυχόν στοιχεία παραπληροφόρησης. Εξυπακούεται βέβαια ότι ποτέ δεν θα πρέπει να βασίζονται αποκλειστικά στις περί της Σοφοκλέους φήμες και πληροφορίες.

Η γνώμη μας είναι ότι οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους κάθε πληροφορία που μπορούν να βρουν. Γιατί οι πληροφορίες παρέχουν γνώση και η γνώση είναι δύναμη στο Χρηματιστήριο. Ένα δύσκολο όμως έργο που έχουν, είναι η εύρεση και απομόνωση των ψεύτικων στοιχείων - προϊόντων της παραπληροφόρησης. Αν όμως οι επενδυτικές επιλογές τους είναι αποτέλεσμα μιας σύνθετης επιλεκτικής διαδικασίας, δηλαδή μιας διαδικασίας που θα συμπεριλαμβάνει τεχνικές ανάλυσης επιστημονικές αλλά και εμπειρικές, στοιχεία που θα προέρχονται από φήμες αλλά και από πραγματικές καταστάσεις, η ασφάλεια τότε αυξάνεται πολύ. Και αυτό διότι μέσα στο σύνολο των συμπεριλαμβανομένων στοιχείων τα στοιχεία της παραπληροφόρησης που μπορεί να συμπεριελήφθησαν (κακώς) θα αποτελούν ένα πραγματικά μικρό μέρος του συνόλου των στοιχείων και ως εκ τούτου δεν αναμένεται να επηρεάσουν σημαντικά (και αρνητικά) στην λήψη των τελικών αποφάσεων.

Όταν ένας επενδυτής δημιουργεί το χαρτοφυλάκιό του, θα πρέπει να αποφασίσει την διάρθρωση αυτού. Δηλαδή, τι ποσοστό των διαθέσιμων κεφαλαίων θα τοποθετήσει σε μετοχές, τι ποσοστό σε τίτλους σταθερού εισοδήματος (έντοκα γραμμάτια, ομόλογα, τραπεζικές καταθέσεις, Repos, κ.λπ.) και εάν τα ποσοστά αυτά θα είναι διαχρονικά σταθερά ή μετατρέψιμα ανάλογα τις συνθήκες. Θα πρέπει να αποφασίσει κάτω από ποιες συνθήκες θα αλλάζει τα ποσοστά αυτά ώστε να επιτυγχάνεται ο αντικειμενικός σκοπός του που είναι η μεγιστοποίηση της αποδόσεως μετά από την ανάληψη του επιθυμητού κινδύνου. Από κει και ύστερα, ένας συνηθισμένος τρόπος ενέργειας του επενδυτή για την επιλογή των μετοχικών τίτλων που θα συνθέσουν το χαρτοφυλάκιό του είναι ο παρακάτω²:

- α. Επιλέγει τον κλάδο.
- β. Μελετά τις χρηματιστηριακές εταιρίες του κλάδου.
- γ. Επιλέγει τις εταιρίες μετά από συγκριτική ανάλυση.
- δ. Μειώνει το ρίσκο με διαφοροποίηση των μετοχών του χαρτοφυλακίου.

Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι οι επενδυτές δεν θα πρέπει να βασίσουν τις κινήσεις τους μόνο σε μια θεωρία γιατί καμία από αυτές δεν μπορούν να υποδείξουν αλάνθαστα τις

² επεξήγηση:

Υποτίθεται ότι ο επενδυτής έχει αποφασίσει τον αντικειμενικό σκοπό του χαρτοφυλακίου, το ρίσκο και το μέγεθος των κεφαλαίων που θα διαθέσει για τους χρηματιστηριακούς τίτλους, όπως αναπτύξαμε στο κεφάλαιο 10.

αναφέρουμε ότι με την προσφυγή στην κεφαλαιαγορά έχουμε μια επιβάρυνση από την προμήθεια του αναδόχου της έκδοσης και τα λοιπά έξοδα έκδοσης των νέων μετοχών. Ταυτόχρονα αφού εκδίδονται νέες μετοχές, ο συνολικός αριθμός των μετοχών της εταιρίας αυξάνεται και βραχυπρόθεσμα ίσως υπάρξει μείωση των κερδών ανά μετοχή.

Στην δεύτερη περίπτωση χρηματοδότησης, με τη σύναψη τραπεζικών δανείων, η ωφέλεια του μετόχου είναι (θεωρητικά) και πάλι μηδενική για να μην πούμε αρνητική, αφού η αύξηση των υποχρεώσεων της εταιρίας (αύξηση δανειακής επιβάρυνσης), μεταφέρει κάποιο μέρος του ελέγχου της ίδιας της εταιρίας σε κέντρα τα οποία βρίσκονται έξω από αυτήν, ενώ επίσης λόγω των υψηλών τραπεζικών επιτοκίων χρηματοδότησης (περίπου 26%) και εξ' αιτίας της υποχρέωσης αποπληρωμής των τραπεζικών τόκων, μειώνει τα κέρδη της σε μελλοντικούς χρόνους.

Επιπρόσθετα όμως, θα πρέπει να εξετάσουμε και την επίδραση της φορολογίας επί των διανεμόμενων μερισμάτων. Όταν η εταιρία ακολουθεί υψηλή μερισματική πολιτική και ταυτόχρονα χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της με συνεχείς αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, ο μέτοχος της εταιρίας ζημιώνεται τουλάχιστον κατά το ποσό του φόρου του μερίσματος.

Πρέπει να αποδεχθούμε ότι στο παράδειγμά μας, η εξαγγελία προσφοράς μεγάλο μερίσματος θα ωθήσει ανοδικά την τιμή της μετοχής της εταιρίας. Η αγορά υποσυνείδητα αρκείται ακόμα και στην ουσιαστική αύξηση των κερδών - έστω και αν αυτά παρακρατηθούν. Συνειδητά όμως, το ελενδυτικό κοινό χρειάζεται και ένα "ορατό", συγκεκριμένο και πραγματικό δείγμα των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων της εταιρίας, μέσω του οποίου θα μπορεί και το ίδιο να απολαύσει τα επιτευχθέντα αποτελέσματα και κατ' αυτό τον τρόπο να δείξει και στο μέλλον την επιδοκιμασία του, "τονώνοντας" την τιμή της μετοχής. Το δείγμα αυτό δεν μπορεί να είναι άλλο από το προσφερόμενο μερίσμα.

Τώρα πρέπει να πούμε ότι οι εταιρίες που βρίσκονται σε δυναμική ανάπτυξη έχουν ανάγκες κεφαλαίων και μεγάλο μέρος των κερδών τους το χρησιμοποιούν για την απόκτηση των παραγωγικών μέσων ή χρηματοδότηση των αποθεμάτων. Για αυτό τον λόγο δεν διανέμουν αξιόλογο μερίσμα, επιτυγχάνουν όμως κεφαλαιακά κέρδη που δεν φορολογούνται. Αυτές οι εταιρίες συνηθίζουν περισσότερο από άλλες να διανέμουν μερίσμα σε μετοχές (stock dividend), δηλαδή αντί να πληρώνουν το μερίσμα σε δραχμές, να δίνουν μετοχές (δωρεάν βέβαια αφού έχει την έννοια του μερίσματος). Αυτό όμως έχει σαν φυσικό επακόλουθο την αύξηση του αριθμού των μετοχών. Μέρισμα σε μετοχές πάνω από 25%, που δεν είναι ισοδύναμο του μερίσματος σε δραχμές, αντιμετωπίζεται οπωσδήποτε σαν διάσπαση μετοχής (stock split).

Υπάρχουν ορισμένες εταιρίες που συνδέουν το ύψος του μερίσματος με τα κέρδη τους με αποτέλεσμα αυτό να διακυμαίνεται όπως αυτά ενώ άλλες ακολουθούν πολιτική σταθερού μερίσματος δανειζόμενες αν χρειαστεί (σε περίπτωση προσωρινής στενότητας) σε ρευστά για να συνεχίσουν την πολιτική διανομής του ίδιου ή αυξημένου μερίσματος.

Τονίζουμε ότι για λόγους σύγκρισης και ανάλυσης τα μερίσματα όπως ακριβώς και με τα κέρδη, θα πρέπει να χρησιμοποιούνται σαν μέγεθος ανά μετοχή και όχι συνολικά. Η από χρήση σε χρήση αύξηση αυτών δεικνύει ότι πράγματι τα κέρδη που αποθεματοποιούνται και τα κεφάλαια που τυχόν αντλήθηκαν με πώληση μετοχών χρησιμοποιούνται αποδοτικά από την επιχείρηση.

Τέλος, το θεμελιώδες συμπέρασμα το οποίο προκύπτει είναι ότι η υψηλή μερισματική πολιτική πρέπει να ασκείται μόνο όταν το "επιτρέπουν" τα μεγέθη της εταιρίας. Η πολιτική υψηλού μερίσματος είναι αναγκαία και αποτελεσματική εφόσον δεν παρεμποδίζει την ομαλή πορεία ανάπτυξης και διεύρυνσης των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων και στο βαθμό που δημιουργεί τις προϋποθέσεις που εγγυώνται την επίσης ομαλή πορεία της τιμής της μετοχής στην κεφαλαιαγορά. Η τήρηση αυτών των ισορροπιών καθίσταται αναμφισβήτητη πρωταρχικής σημασίας.

Είναι όμως επίσης βέβαιο ότι η διοίκηση της εταιρίας δεν μπορεί να παραπλανήσει για καιρό την κεφαλαιαγορά με μια πολιτική σταθερού ή διαρκώς αυξανόμενου μερίσματος, όταν η μακροπρόθεσμη τάση των κερδών της είναι πτωτική.

Η επιθυμητή από την εταιρία κεφαλαιακή σύνθεση είναι ο δεύτερος καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής, ο οποίος συνδέεται άμεσα με την πολιτική σχηματισμού αποθεματικών, τη ρευστότητα, τη δανειοληπτική της ικανότητα και τον προγραμματισμό επενδύσεων κεφαλαίου (capital budgeting). Οι τέσσερις αυτές παράμετροι προσδιορίζουν σε μεγάλο βαθμό τη σύνθεση και διάρθρωση των κεφαλαίων της εταιρίας και συμβάλλουν στην επίτευξη των προσδοκώμενων από αυτήν μεγεθών.

Ο σχηματισμός αποθεματικού αναφέρεται στους περιορισμούς θεσμικής φύσης των εταιριών και ειδικότερα στο νομικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία τους, σύμφωνα με το οποίο υποχρεώνονται στη δημιουργία τακτικού αποθεματικού, με την παρακράτηση μέρους των κερδών τους. Οι διαρκώς υψηλότερες απαιτήσεις της εταιρίας για την δημιουργία αποθεματικών, συνεπάγονται μείωση των προς διάθεση κερδών και προσφορά χαμηλότερου μερίσματος.

Το ύψος του προσφερόμενου μερίσματος όμως εξαρτάται και από την ρευστότητα της εταιρίας. Ο υψηλός βαθμός ρευστότητας επιτρέπει την άσκηση γενναιοδωρης μερισματικής πολιτικής, χωρίς να περιορίζεται η ευελιξία της εταιρίας για τη ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων ή την αντιμετώπιση μελλοντικών προβλημάτων. Αντίθετα, ο χαμηλός βαθμός ρευστότητας, σε συνδυασμό με υψηλή μερισματική πολιτική, μπορεί να δημιουργήσει στην εταιρία σημαντικά προβλήματα στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων της και μείωση της δανειοληπτικής της ικανότητας. Η αποφυγή αυτής της ανεπιθύμητης κατάστασης θα είναι δυνατή μόνο μέσω περιορισμών των επιπέδων του μερίσματος.

Η τελευταία παράμετρος που προσδιορίζει τη σύνθεση των κεφαλαίων μιας εταιρίας και που αποτελεί ίσως την πιο σημαντική για την μελλοντική ανάπτυξη και αποδοτικότητά της, είναι ο προγραμματισμός επενδύσεων κεφαλαίου. Τα φιλόδοξα επενδυτικά πλάνα, τα οποία η επιχείρηση θα θεωρήσει αναγκαία για την αναπτυξιακή, κερδοφόρα πορεία της, προϋποθέτουν την ύπαρξη μεγάλων ιδίων κεφαλαίων που θα συμβάλλουν στην αυτοχρηματοδότηση των επενδύσεων και τη μείωση της δανειακής της επιβάρυνσης. Αυτό με τη σειρά του συνεπάγεται περιορισμό στη διανομή κερδών.

Εκτός όμως από τους ενδοεπιχειρησιακούς, υπάρχουν και ορισμένοι εξωγενείς παράγοντες που προσδιορίζουν την μερισματική πολιτική, όπως οι πληθωριστικές πιέσεις και οι συνθήκες στις κεφαλαιαγορές. Π.χ. σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού τα κεφάλαια τα οποία απαιτούνται για την αντικατάσταση παγίων και την πραγματοποίηση επενδύσεων καθίστανται ολοένα και περισσότερο, με αποτέλεσμα την αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών και τον σχηματισμό αποθεματικών.

Το ερώτημα που δημιουργείται είναι αν η υψηλή μερισματική πολιτική είναι ο παράγοντας εκείνος ο οποίος επιδρά θετικά στη τιμή μιας μετοχής. Απάντηση στο ερώτημα αυτό θα προσπαθήσουμε να δώσουμε μέσω της ακόλουθης υποθετικής εκδοχής.

Ας θεωρήσουμε ότι η διοίκηση μιας εταιρίας αναγγέλει τη χορήγηση υψηλότερου μερίσματος και παράλληλα τη συνέχιση στον ίδιο βαθμό της υλοποίησης των επενδυτικών της προγραμμάτων. Συνεπώς η χρηματοδότηση του επενδυτικού της προγράμματος θα γίνει είτε με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (έκδοση νέων μετοχών) είτε με την σύναψη τραπεζικών δανείων (αύξηση υποχρεώσεων).

Στην πρώτη περίπτωση χρηματοδότησης, η έκδοση νέων μετοχών δημιουργεί αυτόματα την "υποχρέωση" για τον μέτοχο, να συμμετάσχει στην αύξηση του κεφαλαίου της, καταβάλλοντας ένα χρηματικό κεφάλαιο, το οποίο είναι πολύ πιθανό να εμπεριέχει τα εισπραχθέντα από αυτόν μερίσματα. Συνεπώς, στην περίπτωση αυτή, η ωφέλεια του μετόχου από την εισπραξη του μερίσματος είναι μηδενική. Θα πρέπει επίσης να

χρησιμοποιούνται σε κάποια μελλοντική στιγμή για την μερική ή ολική χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων.

Πρέπει να αναφέρουμε ότι πιο "ύψιστοι" επενδυτές για ένα χρηματιστήριο μπορούν να θεωρηθούν εκείνοι που στην κορυφή του ενδιαφέροντός τους βάζουν το μερίσμα γιατί αυτοί κρατάνε τις μετοχές για μακροπρόθεσμη περίοδο ενώ αντίθετα όσοι επενδύουν στοχεύοντας σε κεφαλαιακά κέρδη μπορούν να χαρακτηρισθούν ως επενδυτές βραχυμεσοπρόθεσμης περισσότερο περιόδου. Είναι κατανοητό ότι σχεδόν όλοι οι κερδοσκόποι που αποτελούν ένα σημαντικό πρόβλημα των χρηματιστηρίων, ανήκουν στην κατηγορία αυτών που επενδύουν για κεφαλαιακά κέρδη. Από αυτή την άποψη οι μακροχρόνιας διάρκειας επενδυτές που επιθυμούν να έχουν ένα επιπλέον εισόδημα από τα μερίσματα συμβάλλουν στην εμπέδωση της χρηματιστηριακής σταθερότητας και γ'αυτό είναι ωφέλιμοι.

Εχουμε παρατηρήσει ότι οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι καλές και δυναμικές εταιρίες με την χρησιμοποίηση των μη διανεμόμενων (σε μερίσματα) κερδών είναι υψηλότερη από αυτή των τρέχοντων μερισμάτων τους. Παρόλα αυτά, επικρατεί η άποψη ότι οι τιμές των μετοχών ειηρεάζονται περισσότερο από τα μερίσματα συγκριτικά με τα κέρδη που παρακρατούνται για επανεπένδυση (βλέπε κεφάλαιο 13, παράγρ. 4, την μελέτη των Γ.Καραθανάση και Ν.Φίλιππα) ας έρχεται αυτό σε μερική αντίθεση με την λογική.

Ας μην ξεχνάμε τέλος ότι το μερίσμα είναι το μόνο χειροπιαστό πράγμα που δέχεται ο μέτοχος από την επιχείρηση ενώ τα παρακρατηθέντα κέρδη που αποθεματικοποιούνται για επανεπένδυση, υπάρχει πιθανότητα να μην χρησιμοποιηθούν σωστά από την διοίκηση της εταιρίας και να μην αποδώσουν ικανοποιητικά και κατ'επέκταση οι μέτοχοι της εταιρίας να χάσουν.

14.3.1. Η Μερισματική Πολιτική

Η μερισματική πολιτική (dividend policy) μιας εταιρίας αποτελεί το σύνολο των μέτρων και των ενεργειών που καθορίζουν και επηρεάζουν μακροχρόνια το ποσοστό των καθαρών κερδών, το οποίο διατίθεται ως μερίσμα στους μετόχους της σε κάθε χρήση. Οι αποφάσεις της εταιρίας για την πολιτική μερίσματος είναι αλληλένδετες με την πολιτική της αποταμίευσης και κατά συνέπεια συσχετίζονται άμεσα με τους επενδυτικούς της στόχους και τις επιλογές χρηματοδότησης των επενδυτικών της προγραμμάτων.

Το κεφάλαιο της μερισματικής πολιτικής, η αναγκαιότητα και η ωφελιμότητά της τόσο προς την εταιρία όσο και προς τον επενδυτή, αποτελεί τον σύγχρονο πόλο διένεξης και αμφισβήτησης των χρηματοδοτικών θεμάτων, γεγονός το οποίο έχει ως πρωταρχικό αποτέλεσμα τη δημιουργία πολλών νέων θεωριών και εκδοχών και την ευδοκίμηση ή υιοθέτηση παλαιότερων απόψεων για την αποτελεσματικότητα και τις αληθινές της επιδράσεις.

Εξετάζοντας αυτή την ιδιαίτερα αμφισβητούμενη πολιτική της εταιρίας, θα πρέπει να επικεντρώσουμε το ενδιαφέρον μας στους προαδιοριστικούς της παράγοντες και στην τελική θετική ή αρνητική "ωφελιμότητα" που προκύπτει από την άσκηση της μερισματικής πολιτικής για την ίδια την εταιρία και τους επενδυτές.

Ο πρώτος παράγοντας που προσδιορίζει το επίπεδο του μερίσματος είναι η πορεία των κερδών της εταιρίας. Μια διαχρονικά ανοδική τάση των κερδών συνοδεύεται από ένα διαρκώς υψηλότερο μερίσμα, δημιουργώντας ανάμεσα στους μετόχους ένα αίσθημα σχετικής βεβαιότητας ότι η τάση που παρουσιάστηκε στο παρελθόν θα συνεχισθεί και στο μέλλον.

της επιχείρησης (που δεν έχουν διανεμηθεί σαν μέρισμα στους μετόχους) που έχουν την μορφή διάφορων αποθεματικών. Η επέκταση πάντως σε περισσότερα παραγωγικά μέσα σημαίνει αύξηση των προϊόντων (εφόσον φυσικά βρίσκουν αγορές για να πωληθούν) και περισσότερα έσοδα. Είναι λογικό να προσδοκάται και να καταβάλλεται προσπάθεια ώστε οι επενδύσεις να επιτυγχάνουν αποδόσεις αρκετά υψηλές με συνέπεια να αυξάνουν τα κέρδη που αντιστοιχούν κατά μετοχή και όχι μόνο τα συνολικά. Ο επενδυτής δουλεύει κυρίως με τα κέρδη ανά μετοχή γιατί η αύξησή τους σημαίνει πετυχημένους χειρισμούς στις επενδύσεις που έχουν γίνει, κάτι που δεν δεικνύουν τόσο πολύ τα συνολικά κέρδη.

Οι securities analysts με βάση τον ρυθμό αύξησης των κερδών και ιδιαίτερα των μελλοντικών, διακρίνουν τις μετοχές κατά κατηγορίες. Έτσι, χρησιμοποιώντας την ορολογία τους υπάρχουν οι growth stocks (αναπτυξιακές μετοχές), δηλαδή μετοχές με δυναμικό ρυθμό αύξησης κερδών που σαν τέτοιες νοούνται αυτές των εταιριών που στο παρελθόν έχουν πετύχει ή αναμένεται να πετύχουν αύξηση των κερδών τους μεγαλύτερη από αυτή της αγοράς ή του κλάδου. Εξυπακούεται ότι την αύξηση στα κέρδη ακολουθεί και η αύξηση στο μέρισμα, ίσως όμως με κάποια καθυστέρηση. Νοείται βέβαια ότι η αύξηση στα κέρδη αντανάκλαται και στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Συνήθως εταιρίες που απολαύουν δυναμικής ανάπτυξης ανήκουν σε παλιούς κλάδους που επεκτείνονται (π.χ. χημικές - πλαστικών σωλήνων) ή σε νέους κλάδους που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο της ανάπτυξης (π.χ. κλάδος ηλεκτρονικών υψηλής τεχνολογίας - πληροφορικής).

Άλλη διάκριση των μετοχών, με βάση την αντανάκλαση των κερδών στην τιμή τους, είναι: normal growth stocks (μετοχές κανονικής αύξησης) που τα κέρδη και η τιμή τους αυξάνονται όσο και ο μέσος όρος του κλάδου ή της αγοράς ευρύτερα, no growth stocks (μη αυξητικές μετοχές) που τα κέρδη και η τιμή τους δεν αυξάνονται ή αυξάνονται λίγο ή το πολύ όσο και ο πληθωρισμός και τέλος, diminution stocks (φθίνουσες μετοχές) που τα κέρδη και οι τιμές βαίνουν μειούμενες.

14.3. Η ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Οι επενδυτές μετοχών θέτουν τις προτεραιότητές τους όσον αφορά τους στόχους τους. Για ορισμένους μπορεί την μεγαλύτερη σημασία να την έχει το μέρισμα εφόσον έχουν επενδύσει σε μετοχές για να ενισχύουν μέσω του μερίσματος το τρέχον εισόδημά τους. Άλλοι πάλι ενδιαφέρονται πάνω απ' όλα για επίτευξη κεφαλαιακών κερδών.

Οι τελευταίοι προτιμούν η εταιρία της οποίας έχουν μετοχές να παρακρατεί μεγαλύτερο μέρος των κερδών της για επανεπένδυση και να μοιράζει μικρότερο μέρος σε μερίσματα, γιατί έτσι με την επανεπένδυση των κερδών της θα αυξήσει τα κέρδη της, πράγμα που θα αντανάκλασει στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Με αυτό τον τρόπο, θα πωλήσουν σε υψηλότερη τιμή από εκείνη που αγόρασαν και θα πετύχουν τα κεφαλαιακά κέρδη. Βέβαια κάποιος μπορεί να πει πως στην συγκεκριμένη περίπτωση ικανοποιούνται και αυτοί που επενδύουν για να έχουν ένα πρόσθετο εισόδημα μέσω του μερίσματος (αφού αυξάνουν τα κέρδη). Δεν συμβαίνει όμως κάτι τέτοιο επειδή συνήθως, από την μία πλευρά πράγματι, με την αύξηση των κερδών συνεπάγεται και μια αύξηση των μερισμάτων, από την άλλη πλευρά όμως, αυτή έρχεται με καθυστέρηση.

Όσοι επενδύουν για την ενίσχυση του τρέχοντος εισοδήματός τους μέσω του μερίσματος προτιμούν να αυξάνεται το μέρισμα με τον ίδιο ρυθμό που αυξάνονται και τα κέρδη και ταυτόχρονα (όχι με καθυστέρηση). Αντίθετα, όσοι προσβλέπουν σε επίτευξη υπεραξίας προτιμούν το μέρισμα να αυξάνεται με ρυθμό μικρότερο από αυτόν της αύξησης των κερδών και ίσως με κάποια καθυστέρηση, ούτως ώστε το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών να διοχετεύονται σε διάφορα (αφορολόγητα!) αποθεματικά και αυτά να

προς τον επενδυτή θα είναι υψηλή. Είναι δόγμα των fundamentalists ότι "η αγορά μπορεί να πάει οπουδήποτε" και έτσι παύουν να προβληματίζονται για ότι δεν μπορούν να εξηγήσουν. Προσωπικά όμως πιστεύουμε ότι και αυτή η εκδοχή που δικαιολογεί μάλλον εύκολα κάθε κίνηση της αγοράς, ουσιαστικά δεν είναι κάποιας χρησιμότητας για τον επενδυτή αφού δεν μπορεί να υποδείξει αν αυτό που έρχεται μεταφράζεται σε αισιοδοξία ή απαισιοδοξία για το επενδυτικό κοινό, πράγμα σημαντικό αφού μπορεί να επηρεάσει εντονότατα όπως έχουμε παρατηρήσει την διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Πιστεύουμε ότι η fundamental analysis υστερεί εφόσον δεν λαμβάνει υπόψη - σαν να μην υπάρχει - την τόσο ουσιαστική (για την διαμόρφωση των τιμών) ψυχολογία του επενδυτικού κοινού.

14.2.1. Τα μέσα της Fundamental Analysis

Οι fundamental analysts (αναλυτές υποστηρικτές της Θεμελιώδους ανάλυσης) χρησιμοποιούν όπως είπαμε κατά πρώτο λόγο τα κέρδη και κατά δεύτερο λόγο τα μερίσματα είτε για να υπολογίσουν τη δικαιολογημένη από αυτά τιμή της μετοχής είτε σαν εργαλείο πρόβλεψης για την μελλοντική θέση της μετοχής με τη χρήση της σχέσης Τιμής/Κέρδη (P/E) ή του δείκτη μερισματικής απόδοσης.

Στην πρώτη περίπτωση προσδιορίζουν την εσωτερική τιμή της μετοχής, η οποία αν είναι μικρότερη της χρηματιστηριακής της τιμής ο επενδυτής μπορεί να πουλήσει, ενώ αν είναι υψηλότερη της χρηματιστηριακής θα αγοράσει. Συνήθως χρηματιστηριακές τιμές μετοχών που είναι πάνω από δυο φορές μεγαλύτερες από τις εσωτερικές αξίες θεωρούνται ακριβές. Αντίθετα, μετοχές που η χρηματιστηριακή τους αξία είναι μικρότερη της εσωτερικής τους αξίας θεωρούνται φτηνές. Αυτά σαν έναν γενικό εμπειρικό κανόνα. Η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή αντιπροσωπεύει την μέση γνώμη της αγοράς για τις προοπτικές της εταιρίας ενώ όταν ο μεμονωμένος επενδυτής υπολογίζει την εσωτερική αξία της μετοχής ελπίζει ότι η αγορά σε κάποια μελλοντική στιγμή (κατά προτίμηση σύντομα) θα έχει την ίδια γνώμη με αυτόν για την αξία της συγκεκριμένης μετοχής.

Στην δεύτερη περίπτωση, για την πρόβλεψη των κινήσεων των τιμών συγκεκριμένων μετοχών, χρησιμοποιούνται οι δείκτες P/E, μερισματικής απόδοσης, οι οποίοι έχουν περιγραφεί στο κεφάλαιο 12, στην παράγραφο 4.

14.2.2. Ρόλος των Κερδών και Διάκριση Μετοχών βάσει αυτών

Οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές προσδοκούν για το διάστημα που θα τις έχουν να εισπράττουν υψηλά μερίσματα και με το που θα τις πουλήσουν να πετύχουν υψηλότερη τιμή από εκείνη στην οποία αγόρασαν. Προϋπόθεση όμως για την διανομή μερίσματος αλλά και για την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών (διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς των μετοχών και τιμής πώλησής των) είναι η ύπαρξη επιχειρηματικών κερδών. Η βεβαιότητα λοιπόν για την επίτευξη των δύο βασικών στόχων των επενδυτών, κατά κανόνα, εξαρτάται από βεβαιότητα για την ύπαρξη κερδών. Εξηγήσαμε προηγουμένως ότι τα κέρδη σχετίζονται και επηρεάζονται από τις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες όπως και από κάθε αβεβαιότητα ή ανησυχία (εγχώρια ή διεθνή) που ενεργοποιούν δυνάμεις αντίθετες από αυτές που προάγουν την οικονομική ευημερία και αυξάνουν την επιχειρηματική δραστηριότητα και σαν συνεπακόλουθο τα κέρδη.

Τα επιχειρηματικά κέρδη αυξάνονται με νέες επενδύσεις και μέρος μάλλον σημαντικό της χρηματοδότησης αυτών καλύπτονται από τα παρακρατηθέντα κέρδη από την πλευρά

της κόστιζε \$ 7 και μέσα σε 25 χρόνια η ίδια μετοχή έφτασε τα \$ 4.900. Σωρευτική αύξηση 69.900%, ή περίπου 2.800% ετησίως!!! Κάτι θα έπρεπε να ήξερε από επενδύσεις ο άνθρωπος.

Αρκετοί επενδυτές έχουν αποκομίσει κέρδη αγοράζοντας σε πτωτικές αγορές, και αντιστρόφως. Ακόμα και αν δεχτούμε ότι κάποιος μπορεί να προβλέψει την επόμενη άνοδο της αγοράς, αυτό από μόνο του δεν σημαίνει απολύτως τίποτα, και πάλι θα πρέπει να επιλέξει τις σωστές μετοχές, όπως ακριβώς θα έκανε και σε μια πτωτική αγορά όπου μάλιστα τα πράγματα θα ήταν κατά τεκμήριο πιο εύκολα μιας και οι ευκαιρίες θα αφθονούσαν. Διαλέξτε λοιπόν εσείς τις σωστές μετοχές με την κατάλληλη μελέτη και αφήστε την αγορά να τραβήξει τον δρόμο της, ούτως η άλλως, μακροχρονίως οι τάσεις αναστρέφονται. Κάτι τέτοιο δεν σημαίνει βεβαίως ότι δεν υπάρχουν υπερτιμημένες αγορές, τουναντίον μάλιστα. Σημαίνει, ωστόσο, ότι δεν χρειάζεται ο μέσος επενδυτής να προσπαθεί να τις προβλέψει χωρίς να διαθέτει τα απαραίτητα μέσα. Ο πιο σίγουρος τρόπος να ξέρει κανείς ότι η αγορά είναι υπερτιμημένη είναι να μην μπορεί να βρει ούτε μία μετοχή εταιρίας της προκοπής που η τιμή της να δικαιολογεί το P/E της. Όταν όμως βρεθεί έστω και μία τέτοια, τότε δεν υπάρχει αγορά. Το μόνο που υπάρχει είναι ένα πράσινο φως που αναβοσβήνει στην ένδειξη Α-Γ-Ο-Ρ-Α-Σ-Ε.

Τώρα όμως ας πούμε με λίγες περισσότερες λεπτομέρειες το τι πιστεύουν και τι πράττουν οι fundamentalists. Αυτοί δεν κατανοούν την αγορά. Τους ενδιαφέρει να βρουν την "σωστή" μετοχή. Πως ενεργούν; Είναι πολύ απλό. Υποστηρίζουν ότι η βασική αιτία των μεταβολών των τιμών των μετοχικών τίτλων είναι τα προβλεπόμενα (μελλοντικά) κέρδη. Η έμφαση δίνεται στα κέρδη και όχι στα μερίσματα, τα οποία είναι το μόνο υγιεινό προϊόν που προσφέρουν οι μετοχές στον ιδιοκτήτη μικρομέτοχο, γιατί μόνο η ύπαρξη ή η αύξηση των κερδών κάνει δυνατή την πληρωμή και την αύξηση του μερίσματος, έστω και αν το τελευταίο πιθανόν να ακολουθήσει με κάποια καθυστέρηση.

Κάθε λοιπόν ένδειξη για μεταβολή στην οικονομία, στις προοπτικές των κλάδων θα προκαλέσει αντίστοιχη μεταβολή στις τιμές των μετοχών. Η μεταβολή στις τιμές αποδίδεται στην αναμενόμενη μεταβολή στα κέρδη των επιχειρήσεων που θα προκληθεί από τη βελτίωση ή τη χειροτέρευση της οικονομικής κατάστασης της χώρας και της αντίστοιχης του κλάδου. Η μεταβολή δηλαδή στον κλάδο μεταφέρεται και έχει τον αντίκτυπό της και στα κέρδη της εταιρίας, ίσως με την ίδια ένταση ίσως με διαφορετική, ανάλογα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και την ποιότητα του management της κάθε εταιρίας. Οι επενδυτές μελετούν εν συντομία τους βασικούς εκείνους παράγοντες που επηρεάζουν τα κέρδη και στην συνέχεια τα μερίσματα. Αγοράζουν ή πωλούν ανάλογα με τα ευρήματα της ανάλυσης πριν ακόμα εμφανιστούν αυτά, προεξοφλώντες έτσι τις επικείμενες μεταβολές στα κέρδη.

Η θεωρία αυτή όμως όπως και κάθε άλλη που προσπαθεί να εξηγήσει τις κινήσεις στις τιμές των μετοχών, αδυνατεί να ερμηνεύσει ορισμένα πράγματα όπως κυρίως πως δικαιολογείται μια ανοδική αγορά σε δυσμενείς οικονομικές προοπτικές και συνθήκες ή το αντίθετο. Αυτό που μπορεί να κάνει είναι να υπολογίζει την υποτιμημένη ή υπερτιμημένη θέση μιας μετοχής σε σχέση με τα μελλοντικά της κέρδη, που είναι το μόνο υγιεινό βασικό στοιχείο (και σχετικά σίγουρο) πάνω στο οποίο μπορούμε να βασιστούμε την ανάλυσή μας. Πάντως εμφανίζονται οι αμφισβητίες (όπως σε κάθε θεωρία) που λένε ότι δεν μπορεί η αγορά να ανταποκρίνεται κατά τόσο ακριβή τρόπο και να αγοράζουν ή να πωλούν με βάση την σχέση P/E ή την μερισματική απόδοση ή τη σχέση των μετοχικών και ομολογιακών αποδόσεων. Δεν μπορούν να καταλάβουν ότι οι υποστηρικτές της fundamental analysis δεν ενδιαφέρονται για την έννοια της αγοράς. Στο κάτω κάτω τι είναι; Η αγορά δεν είναι παρά το σύνολο των μετοχών. Άρα, αν καταφέρουν να βρουν μια πραγματικά "καλή" μετοχή, ανεξάρτητα από τις πιθανές βραχυχρόνιες παράλογες κινήσεις της αγοράς, αποκλείεται σε μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα να μην συμπεριφερθεί λογικά η μετοχή. Οποσδήποτε μέσα σε ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, το οποίο βέβαια ποικίλει ανάλογα του βαθμού ανάπτυξης του κάθε χρηματιστηρίου, μια καλή μετοχή θα έχει την ανάλογη θετική πορεία και η απόδοση

14.1. ΓΕΝΙΚΑ

Υπάρχει μια μεγάλη ποικιλία μεθόδων που βοηθούν τους χρηματιστηριακούς επενδυτές να επιλέξουν τις μετοχές του χαρτοφυλακίου τους. Μπορεί ένας επενδυτής να χρησιμοποιεί μεθόδους αστείους ή σοβαρούς. Δεν υπερβάλλουμε λέγοντας σας ότι υπάρχουν επενδυτές μεγάλων ανεπιτυγμένων χρηματιστηρίων του εξωτερικού που καταφεύγουν σε αστρολογικές συμβουλές. Και μάλιστα δεν είναι λίγοι, αφού έχουν δημιουργηθεί κανονικές εταιρίες που αντικείμενο ενασχόλησής τους είναι η μελέτη των θέσεων των άστρων και η ανάλυση του πώς αυτά επηρεάζουν τα χρηματιστηριακά πράγματα και που πουλάνε τις προβλέψεις και συμβουλές τους σε επενδυτές που τα πιστεύουν. Άλλοι όμως επενδυτές χρησιμοποιούν σύγχρονες επιστημονικές μεθόδους σαν βοήθημα στην διαδικασία επιλογής τους. Βασικό στοιχείο μέσα στην όλη διαδικασία είναι η πρόβλεψη. Ο επενδυτής προσπαθεί εκ των προτέρων π.χ. να προβλέψει μέχρι που μπορεί να φτάσει μια μετοχή στο μέλλον και ανάλογα του αν πιστεύει ότι η τιμή της θα αυξηθεί σε σχέση με την τωρινή τιμή, τότε αγοράζει σήμερα για να μπορεί να πωλήσει στο μέλλον και να κερδίσει (εφόσον βέβαια επαληθευτεί η πρόβλεψή του), ενώ αν πιστεύει ότι μελλοντικά η τιμή μιας μετοχής θα πέσει, τότε περιμένει για να αγοράσει στο μέλλον φτηνά ή προβαίνει σε μια προθεσμιακή πώληση (εφόσον αυτό επιτρέπεται). Στο κεφάλαιο 10 είχαμε αναφέρει ορισμένες θεωρίες που βοηθάνε σε θέματα επιλογής μετοχών. Τώρα θα αναφέρουμε και ορισμένα άλλα.

14.2. FUNDAMENTAL ANALYSIS (Θεμελιώδης Ανάλυση)

Όλοι οι επενδυτές επιθυμούν πριν αγοράσουν μια μετοχή να γνωρίζουν εάν η αγορά, ή καλύτερα η τάση της αγοράς, θα είναι ανοδική ή πτωτική. Επιθυμούν να ξέρουν εάν βρισκόμαστε σε bull ή bear market για να χρησιμοποιήσουμε τους όρους της διαλέκτου της Wall Street.

Οι fundamentalists, δηλαδή οι υποστηρικτές της Fundamental Analysis (Θεμελιώδης ανάλυση) που συχνά αναφέρεται και σαν βασική ή κλασσική θεωρία (και που είναι η πιο διαδεδομένη θα λέγαμε θεωρία), απαντάνε ότι αφενός μεν δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για την τάση της αγοράς και αφετέρου η βραχυχρόνια αυτή κίνηση δεν έχει ιδιαίτερη σημασία.

Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, δεν είναι διόλου απαραίτητο να έχει κανείς το χάρισμα να προλέγει τις κατευθύνσεις του δείκτη για να επιτύχει στις επιλογές του. Οι περισσότεροι αναλυτές και σύμβουλοι επενδύσεων στα ανά τον κόσμο χρηματιστήρια έχουν περάσει δια μέσω πολλών και διαφόρων δραματικών ταλαντώσεων των δεικτών, χωρίς να μπορέσουν να τις προβλέψουν και χωρίς ωστόσο τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζοταν να πάψουν να κερδίζουν χρήματα. Και η απάντηση βρίσκεται στο ότι προσπαθούσαν να επιλέγουν τις κατάλληλες μετοχές (τις μετοχές επιχειρήσεων με προοπτικές υψηλής κερδοφορίας για μια τουλάχιστον πενταετία και οι οποίες κατέχουν μεγάλο μερίδιο της αγοράς του προϊόντος τους) αποφεύγοντας τα υψηλά P/E, χωρίς να κινηθούν τον δείκτη.

Μην ασχολείστε λοιπόν με την βραχυχρόνια πορεία της αγοράς και την πρόβλεψή της, υπάρχουν άλλοι οι οποίοι ούτως ή άλλως θα το κάνουν για σας, ψάξτε να βρείτε κερδοφόρες επιχειρήσεις σε λογικές τιμές. Αυτή είναι με δυο κουβέντες η άποψη των fundamentalists επί του θέματος. "Μετοχές υπάρχουν" έγραφε κάποτε ο Warren Buffet, "αγορά δεν υφίσταται. Υπάρχει μόνο και μόνο για να εκμεταλλευόμαστε την ακατάσχετη διάθεση ορισμένων για απρονοησίες". Όταν ο εν λόγω κύριος, στις αρχές της δεκαετίας του 1960, ανέλαβε την διαχείριση του χαρτοφυλακίου της Berkshire Hathaway, η μετοχή



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14
ΘΕΜΑΤΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

τους κλάδους. Αναφορικά με την συμπεριφορά των υπόλοιπων ερμηνευτικών μεταβλητών οι οποίες σημειωτέον είναι μεταβλητές κινδύνου, τα αποτελέσματα είναι συγκεκριμένα, αντανακλώντας τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά (από την άποψη της επικινδυνότητας των εταιριών) κάθε κλάδου.

Είναι πάντως ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι υπάρχουν ομοιότητες των εμπειρικών αποτελεσμάτων της παρούσας έρευνας με αντίστοιχες έρευνες οι οποίες έχουν διεξαχθεί σε άλλα χρηματιστήρια, παρά την διαφορετική διάρθρωση των εξεταζόμενων χρηματιστηρίων και της διαφορετικής μεθοδολογικής προσέγγισης και εκτίμησης των.

**ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ
ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1985 - 1985**

Κλάδος	ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ				
	AD	RE	OE	S	CV
Τραπεζών	+++	++	+	0-	+
Χημικών & Μεταλλουργικών	+++	++	+	+	-
Κλωστούφαντουργικών	+++	+	0-	++	-
Διατροφής Ποτών & Αλευροποιητικών	++	+	--	0-	-
Οικοδομήσιμων υλών	+++	++	+	-	0-
Εμπορικές	++	+	-	0+	++

Επεξηγήσεις >>>>

- AD : μέσο μέρισμα ανά μετοχή
- RE : παρακρατηθέντα κέρδη ανά μετοχή
- OE : χρηματοοικονομικός κίνδυνος
- S : μέγεθος εταιρίας
- CV : επιχειρηματικός κίνδυνος

>>>>

- +++ : πάρα πολύ θετική επίδραση
- ++ : αρκετά θετική επίδραση
- +
- 0+ : ελαφρώς μεγαλύτερη του μηδενός επίδραση
- 0- : ελαφρώς μικρότερη του μηδενός επίδραση
- : αρνητική επίδραση
- : αρκετά αρνητική επίδραση

διάρθρωσης υψηλότερα του άριστου. Το αποτέλεσμα του γεγονότος αυτού είναι ότι οποιαδήποτε χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων από την "τυπική" εταιρία του κλάδου αυτού θα έχει αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής της.

Ένα άλλο σημαντικό αποτέλεσμα είναι ότι η μεταβλητή παρακρατηθέντα κέρδη (RE) στατιστικά δεν είναι σημαντική. Το γεγονός αυτό μπορεί να ερμηνευθεί από το ότι ο παραδοσιακός αυτός κλάδος δεν έχει σημαντικές προοπτικές μεγέθυνσης.

Κλάδος Οικοδομήσιμων υλών

Τα εμπειρικά αποτελέσματα ερμηνεύουν το υπόδειγμα πολύ ικανοποιητικά. Μόνον δύο ερμηνευτικές μεταβλητές ασκούν μια σύμφωνα με την θεωρία και στατιστικά σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών: τα μερίσματα ανά μετοχή (AD) και τα παρακρατηθέντα κέρδη (RE). Οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν ασκούν σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών.

Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι στο κλάδο αυτό η ελαστικότητα της τιμής ως προς τα παρακρατηθέντα κέρδη είναι υψηλότερη από τις αντίστοιχες των άλλων κλάδων (πίνακας I). Το γεγονός αυτό οφείλεται στον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει ο κλάδος αυτός στην μεγέθυνση της Ελληνικής Οικονομίας αλλά και στις μελλοντικές δυνατότητες μεγέθυνσης του κλάδου των κατασκευών.

Κλάδος εμπορικών εταιριών

Τα εμπειρικά αποτελέσματα του κλάδου αυτού δείχνουν καλή ερμηνεία του υποδείματος. Και στον κλάδο αυτό οι δύο βασικές ερμηνευτικές μεταβλητές οι οποίες ασκούν μια σύμφωνα με την θεωρία και στατιστικά σημαντική επίδραση στην διαμόρφωση της τιμής της μετοχής είναι τα μερίσματα (AD) και τα παρακρατηθέντα κέρδη ανά μετοχή (RE).

Η ελαστικότητα της τιμής της μετοχής ως προς τα μερίσματα είναι τρεις φορές μεγαλύτερη από την αντίστοιχη των παρακρατηθέντων κερδών.

Η μεταβλητή χρηματοοικονομικού κινδύνου (OE) ασκεί μια αρνητική αλλά στατιστικά σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι ο κλάδος αυτός λειτουργεί (κατά μέσο όρο) σε επίπεδα κεφαλαιακής διάρθρωσης υψηλότερα του άριστου.

Στον κλάδο αυτό παρατηρείται και ένα παράξενο αποτέλεσμα το οποίο δύσκολα μπορεί να ερμηνευθεί: ο επιχειρηματικός κίνδυνος (CV) ασκεί μια θετική επίδραση στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Το αποτέλεσμα αυτό είναι αντίθετο από την παραδοχή ότι οι επενδυτές απεχθάνονται τον κίνδυνο.

Μια εύλογη ερμηνεία του αποτελέσματος αυτού είναι η πιθανή ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας μεταξύ των μεταβλητών κινδύνου: μέγεθος της εταιρίας, χρηματοοικονομικός κίνδυνος και επιχειρηματικός κίνδυνος.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στην έρευνα αυτή έγινε προσπάθεια να προσδιοριστεί εμπειρικά εάν μεταβολές στις τιμές των μετοχών τόσο μεταξύ των εταιριών όσο και διαχρονικά μπορούν να ερμηνευθούν από μεταβολές εκείνων των μεταβλητών οι οποίες προτείνονται από την θεωρία της αποτίμησης.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκάλυψαν ότι οι βασικές ερμηνευτικές μεταβλητές, οι οποίες ασκούν μια σύμφωνα με την θεωρία και στατιστικά σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών ήσαν τα μερίσματα και τα παρακρατηθέντα κέρδη ανά μετοχή.

Εξετάζοντας τη σχετική σημασία των μεταβλητών αυτών, τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκάλυψαν ότι οι επενδυτές προτιμούν σίγουρα τρέχοντα μερίσματα από αβέβαια μελλοντικά μερίσματα τα οποία θα προκύψουν από την επανεπένδυση των παρακρατηθέντων κερδών. Η συμπεριφορά αυτή των επενδυτών παρουσιάζεται σε όλους

μεριά μια αντίστοιχη αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών της κατά 10% θα είχε ως αποτέλεσμα μια αύξηση της τιμής της μετοχής της μόνο κατά 2,3%.

Η σπουδαιότητα των μερισμάτων ως προς τα παρακρατηθέντα κέρδη αποκαλύπτει την προτίμηση των επενδυτών για σίγουρα μερίσματα έναντι αβέβαιων μελλοντικών μερισμάτων τα οποία αναμένονται από την επανεπένδυση των παρακρατηθέντων κερδών.

Η συνεισφορά των άλλων μεταβλητών στη μείωση της διακύμανσης των καταλοίπων δεν ήταν σημαντική. Αναφερόμαστε στις μεταβλητές κινδύνου: επιχειρηματικός κίνδυνος (CV), χρηματοοικονομικός κίνδυνος (OE) και μέγεθος (S). Η μεταβλητή όμως του επιχειρηματικού κινδύνου παρουσιάζεται αντίθετα με τις προσδοκίες με θετικό πρόσημο.

Είναι πιθανόν η αγορά να μην δίνει μεγάλη προσοχή στις μεταβλητές αυτές. Ίσως η επίδραση του κινδύνου περιλαμβάνεται στην μερισματική πολιτική κάθε τράπεζας. Επιπρόσθετα είναι πιθανόν οι επενδυτές να μην αξιολογούν τις μεταβλητές κινδύνου δοθέντος ότι οι τράπεζες προστατεύονται από πιθανή πτώχευση από την κεντρική τράπεζα.

Κλάδος Χημικών - Μεταλλουργικών

Η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος για τον κλάδο των χημικών και μεταλλουργικών εταιριών είναι πάρα πολύ υψηλή. Επιπρόσθετα όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν το αναμενόμενο από την θεωρία πρόσημο. Από τις πέντε ανεξάρτητες μεταβλητές οι τρεις πρώτες (μερίσματα, παρακρατηθέντα κέρδη και χρηματοοικονομικός κίνδυνος) ασκούν μια στατιστικά σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή. Οι υπόλοιπες μεταβλητές (επιχειρηματικός κίνδυνος και μέγεθος) δεν φαίνεται να επηρεάζουν στατιστικά σημαντικά την εξαρτημένη μεταβλητή.

Η ελαστικότητα της τιμής της μετοχής ως προς τα μερίσματα είναι πολλαπλάσια από την αντίστοιχη των παρακρατηθέντων κερδών (Πίνακας I). Τα αποτελέσματα αυτά αποκαλύπτουν την έντονη προτίμηση των επενδυτών, οι οποίοι αγοράζουν μετοχές των χημικών και μεταλλουργικών εταιριών για σίγουρα μερίσματα.

Κλάδος Υφαντουργικών Εταιριών

Τα εμπειρικά αποτελέσματα για τον κλάδο των κλωστοϋφαντουργικών εταιριών είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικά. Η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος είναι πολύ υψηλή και όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν το αναμενόμενο από την θεωρία πρόσημο. Επιπρόσθετα όλες οι ερμηνευτικές μεταβλητές (πλην της μεταβλητής χρηματοοικονομικού κινδύνου) ασκούν μια σύμφωνα με την θεωρία στατιστικά σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής P. Όπως και στους προηγούμενους κλάδους έτσι και σε αυτόν, η πιο σπουδαία ερμηνευτική μεταβλητή είναι τα μερίσματα ανά μετοχή (AD). Η υπεροχή των μερισμάτων ως προς τα παρακρατηθέντα κέρδη φαίνεται στον Πίνακα I. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η μεταβλητή μέγεθος της εταιρίας (S) ασκεί μια θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής. Το μέγεθος S ασκεί την δεύτερη πιο έντονη αντίδραση μετά από τα μερίσματα. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι οι επενδυτές, οι οποίοι αγοράζουν μετοχές του κλάδου αυτού προτιμούν μετοχές μεγάλων εταιριών από αντίστοιχες μικρών (δοθέντος ότι οι άλλοι παράγοντες μένουν σταθεροί).

Κλάδος τροφίμων-ποτών-αλευροποιητικών

Τα εμπειρικά αποτελέσματα για τον κλάδο αυτό κρίνονται ως ικανοποιητικά. Δύο ερμηνευτικές μεταβλητές ασκούν μια σύμφωνα με την θεωρία στατιστικά σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής: τα μερίσματα ανά μετοχή AD (θετικά) και η μεταβλητή επιχειρηματικού κινδύνου CV (αρνητικά). Επιπρόσθετα η μεταβλητή χρηματοοικονομικού κινδύνου OE (ίδια προς ξένα κεφάλαια) ασκεί μια αρνητική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι ο κλάδος αυτός λειτουργεί σε επίπεδα κεφαλαιακής

Ως εκ τούτου αναμένουμε μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας i και της τιμής της μετοχής της.

3. Παρουσίαση και ερμηνεία των εμπειρικών αποτελεσμάτων:

Ο σκοπός της έρευνας αυτής ήταν να προσδιοριστεί εμπειρικά ο βαθμός στον οποίο μεταβολές στις τιμές των μετοχών τόσο διαχρονικά όσο και μεταξύ των εταιριών, ερμηνεύονται από μεταβολές εκείνων των μεταβλητών που προτείνονται από την Χρηματοοικονομική Θεωρία. Σε αυτό το σημείο παρουσιάζουμε και ερμηνεύουμε τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από την εκτίμηση του οικονομικού υποδείγματος:

$$+ \quad + \quad - \quad ? \quad +$$

$$P_{it} = a_0 + a_1 AD_{it} + a_2 RE_{it} + a_3 CV_{it} + a_4 OE_{it} + a_5 S_{it}$$

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της εκτίμησης του παραπάνω υποδείγματος για κάθε κλάδο ερμηνεύονται παρακάτω όπως επίσης παρουσιάζονται και οι (μέσες) ελαστικότητες της τιμής της μετοχής ως προς τα μερίσματα και τα παρακρατηθέντα κέρδη.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι

(Μέσες) Ελαστικότητες των τιμών των μετοχών ως προς τα μερίσματα και τα παρακρατηθέντα κέρδη για την περίοδο 1980 - 1985

Κλάδος	Ως προς τα μερίσματα	Ως προς τα παρακρατηθέντα κέρδη
Τραπεζών	2,10	0,23
Χημικών & Μεταλλουργικών	1,18	0,07
Κλωστοϋφαντουργικών	0,63	0,04
Διατροφ. Ποτών & Αλευροποιητικές	0,36	0,04
Οικοδομήσιμων υλών	0,66	0,41
Διάφορες (εμπορικές)	0,52	0,16

ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ:

Ο κλάδος των Τραπεζών

Παρατηρήθηκε ότι η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος είναι ικανοποιητική. Οι πιο σημαντικές μεταβλητές οι οποίες επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών είναι τα μερίσματα (AD) και τα παρακρατηθέντα κέρδη ανά μετοχή (RE). Οι δυο αυτές μεταβλητές έχουν το αναμενόμενο σωστό πρόσημο και είναι ουσιαστικά σημαντικές σε οποιοδήποτε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

Από τις δύο αυτές μεταβλητές, σε όρους μεγέθους, η πιο σημαντική μεταβλητή είναι τα μερίσματα. Πιο συγκεκριμένα η ελαστικότητα της τιμής ως προς τα μερίσματα είναι 2,1 ενώ η αντίστοιχη ως προς τα παρακρατηθέντα κέρδη είναι μόλις 0,23 (Πίνακας Ι). Αυτό σημαίνει ότι μια αύξηση των μερισμάτων μιας "τυπικής" τράπεζας κατά 10% θα είχε ως αποτέλεσμα μια σημαντική αύξηση της τιμής της κατά 21%. Από την άλλη

οποίες επικρατούσαν την τελευταία ημέρα του έτους. Όμως η τιμή αυτή μπορεί να περιέχει τυχαία ή παροδικά φαινόμενα.

Β. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές:

Οι μεταβλητές μερίσματος: Τρέχον μέρισμα ανά μετοχή (D): Είναι το μέρισμα το οποίο διανέμει η εταιρία i το έτος t .

Μέσο μέρισμα ανά μετοχή (AD): Εναλλακτικά χρησιμοποιήσαμε έναν αριθμητικό μέσο τεσσάρων ετών για την αποφυγή παροδικών συνιστωσών οι οποίες μπορεί να περιέχονται στα τρέχοντα μερίσματα.

Σύμφωνα με την θεωρία, αναμένουμε μια θετική σχέση ανάμεσα στο μέρισμα το οποίο διανέμει η εταιρία i τον χρόνο t και στην τιμή της μετοχής της εταιρίας αυτής τον χρόνο t . Αν για παράδειγμα έχουμε δύο μετοχές δύο διαφορετικών εταιριών οι οποίες έχουν ίδια τα υπόλοιπα χαρακτηριστικά πλην των μερισμάτων θα αναμένουμε όπως η εταιρία η οποία διανέμει μεγαλύτερο μέρισμα έχει μεγαλύτερη αξία στην αγορά από την άλλη η οποία διανέμει μικρότερο μέρισμα.

Η μεταβλητή αύξησης των κερδών: (GR): Η μεταβλητή αύξησης των κερδών ορίζεται ως ο λόγος του γωνιακού συντελεστή θ οποίος προέκυψε από την παλινδρόμηση των κερδών ανά μετοχή ως προς τον χρόνο για τα προηγούμενα πέντε έτη, δια της μέσης τιμής των κερδών για την περίοδο αυτή.

Είναι όμως πιθανόν όπως η αγορά θεωρεί τα παρακρατηθέντα κέρδη ως αντιπροσωπεύοντα τη μεταβλητή του ρυθμού αύξησης των κερδών. Η αιτιολογία του γεγονότος αυτού είναι ότι παρακρατούν τμήμα των συνολικών τους κερδών με το σκοπό να χρηματοδοτήσουν νέες επενδύσεις οι οποίες πρόκειται να αποφέρουν νέα μερίσματα επιπλέον των τρεχόντων μερισμάτων.

Παρακρατηθέντα κέρδη ανά μετοχή (RE): Η μεταβλητή αυτή προέκυψε ως ο λόγος του συνόλου των κερδών τα οποία παρακρατεί η εταιρία i το έτος t δια του αριθμού των υφισταμένων κοινών μετοχών της, το έτος t .

Σύμφωνα με τη θεωρία αναμένουμε μια θετική σχέση μεταξύ της αύξησης των κερδών (ή των παρακρατηθέντων κερδών) και της τιμής της μετοχής.

Γ. Οι μεταβλητές κινδύνου:

(α) Μεταβλητή επιχειρηματικού κινδύνου (CV): Όπως είναι γνωστό για ένα δεδομένο επίπεδο εισοδήματος οι επενδυτές οι οποίοι αποστρέφονται τον κίνδυνο προτιμούν λιγότερο κίνδυνο. Επιπρόσθετα για οποιοδήποτε επίπεδο κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση της κατανομής των δυνητικών κερδών, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα χρεωκοπίας της. Για τους δυο προηγούμενους λόγους η σταθερότητα του εισοδήματος είναι ένα επιθυμητό χαρακτηριστικό και δεδομένων των άλλων χαρακτηριστικών η ύπαρξή του θα τείνει να αυξήσει τη ζήτηση της μετοχής της εταιρίας.

Για την προσέγγιση του επιχειρηματικού κινδύνου χρησιμοποιήθηκε η μεταβλητικότητα των κερδών ανά μετοχή. Η μεταβλητικότητα αυτή μετρήθηκε ως ο λόγος του τυπικού σφάλματος της παλινδρόμησης των κερδών (πριν από τις πληρωμές τόκων και φόρων) ως προς τον χρόνο, για τα προηγούμενα πέντε έτη δια της μέσης τιμής των κερδών της περιόδου αυτής.

Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα η μεταβλητή αυτή αναμένουμε να επιδρά αρνητικά στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής.

(β) Μεταβλητή χρηματοοικονομικού κινδύνου (OE): Η μεταβλητή αυτή προέκυψε ως ο λόγος των ιδίων προς τα δανειακά κεφάλαια. Η επίδραση της μεταβλητής αυτής στην τιμή της μετοχής μπορεί να είναι θετική, αρνητική ή ακόμη και μηδενική. Το γεγονός αυτό εξαρτάται από το εάν η εταιρία λειτουργεί σε επίπεδα κεφαλαιακής διάρθρωσης χαμηλότερα, υψηλότερα ή πλησίον του άριστου.

(γ) Μέγεθος της εταιρίας (S): Η μεταβλητή αυτή προέκυψε ως ο λόγος του συνόλου του ενεργητικού της εταιρίας i τον χρόνο t δια του συνολικού αριθμού των κοινών μετοχών της τον χρόνο t . Η θεωρητική δικαιολόγηση για την εισαγωγή της μεταβλητής αυτής είναι ότι μια μεγάλη επιχείρηση μπορεί να είναι καλύτερα διαφοροποιημένη από μια μικρότερη και έτσι να έχει λιγότερο κίνδυνο.

13.4. Η ΔΠΟΨΗ Γ. ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗ ΚΑΙ Ν. ΦΙΛΙΠΠΑ

Η παρούσα παράγραφος αναφέρεται σε μελέτη για τους παράγοντες επηρεασμού των τιμών των χρηματιστηριακών μετοχών και που εκπονήθηκε από τον Γ. Καραθανάση (Καθηγητή Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών) και τον Ν. Φίλιππα (Διδάκτορα Οικονομικών Επιστημών) για το Κέντρο Οικονομικής Έρευνας του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών. Σκοπός της ήταν να δούνε κατά πόσο μεταβολές στις τιμές των μετοχών μπορούσαν να εξηγηθούν από μεταβολές σε εκείνες τις μεταβλητές που αναφέρονται στη θεωρία της αποτίμησης των μετοχών.

1. Το οικονομικό υπόδειγμα: Ένα χρήσιμο οικονομικό υπόδειγμα, η ρεαλιστικότητα του οποίου μπορεί να ελεγχθεί με εμπειρικά δεδομένα παρουσιάζεται παρακάτω:

$$P = F(D, GR, CV, OE, S)$$

$\begin{matrix} & + & + & - & ? & + \\ & / & / & | & \backslash & \backslash \\ P & & & & & \end{matrix}$

Όπου:

- P = η τιμή της μετοχής
- D = το μέρισμα ανά μετοχή
- GR = ο ρυθμός αύξησης των κερδών
- CV = ο επιχειρηματικός κίνδυνος
- OE = ο λόγος ιδίων προς ξένα κεφάλαια
- S = το μέγεθος της εταιρίας

Το υπόδειγμα αυτό μας λέει ότι η τιμή μιας μετοχής είναι συνάρτηση του μερίσματος ανά μετοχή, του ρυθμού αύξησης των κερδών, του επιχειρηματικού κινδύνου, του λόγου ιδίων προς ξένα κεφάλαια και του μεγέθους της εταιρίας.

Τα πρόσημα υπεράνω των συμβόλων αφορούν τις αναμενόμενες σχέσεις μεταξύ της τιμής της μετοχής και κάθε μιας από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Όλες οι μεταβλητές ορίζονται αναλυτικά παρακάτω.

2. Πηγές των δεδομένων και ορισμός μεταβλητών: Στο τμήμα αυτό παρουσιάζονται οι πηγές των δεδομένων και ορίζονται οι μεταβλητές οι οποίες χρησιμοποιούνται στην ανάλυση. Αυτά τα δεδομένα έχουν εξαχθεί από την Ετήσια Επετηρίδα που εκδίδει το Χρηματιστήριο των Αθηνών. Επιπρόσθετες πληροφορίες πάρθηκαν και από το Ετήσιο Δελτίο του Χρηματιστηρίου (Annual Bulletin).

Τα βασικά οικονομικά υποδείγματα εκτιμήθηκαν και ελέγχθηκαν χωριστά χρησιμοποιώντας στοιχεία για κάθε κλάδο ακολουθώντας την ταξινόμηση του Χρηματιστηρίου των Αθηνών. Για λόγους πρακτικούς ενοποιήθηκαν οι κλάδοι Χημικών και Μεταλλουργικών εταιριών καθώς επίσης οι κλάδοι Ποτών, Τροφίμων και Αλευροποιητικών.

Η ανάλυση καλύπτει τη χρονική περίοδο 1980 - 1985. Για την κατασκευή των μεταβλητών του ρυθμού αύξησης των κερδών και του επιχειρηματικού κινδύνου απαιτήθηκαν συνεχή στοιχεία την περίοδο 1976 - 1985. Συνεπώς εκείνες οι εταιρίες οι οποίες δεν παρουσίασαν συνεχή στοιχεία για την περίοδο 1976 - 1985 δεν περιελήφθησαν στην ανάλυση. Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε σταθερές τιμές του 1970 χρησιμοποιώντας τον αποπληθωριστή του GNP.

Ορισμός των μεταβλητών.

Α. Η εξαρτημένη μεταβλητή: Τιμή ανά μετοχή (P): Είναι ο αριθμητικός μέσος των μέσων μηνιαίων τιμών. Μερικοί μελετητές προτιμούν την χρησιμοποίηση των τιμών οι

13.3. Η ΑΠΟΨΗ ΤΟΥ Β. WIGMORE

Τι είναι αυτό που επηρεάζει τις τιμές των μετοχών; Η πιο συχνή - και ίσως η πιο λογική - απάντηση στο ερώτημα αυτό, είναι τα επιχειρηματικά κέρδη και το επίπεδο των επιτοκίων. Αυτή είναι η αρχή στην οποία βασίζεται η πλειοψηφία των επενδυτών σε ολόκληρο τον κόσμο. Η εμπειρία μας όμως μας κάνει να *σμφιβάλλουμε* αν είναι σωστή ή ολοκληρωμένη σαν απάντηση.

Η αρχή αυτή απορρίπτεται, σε μια πρόσφατη μελέτη του Β. Wigmore της αμερικάνικης χρηματιστηριακής εταιρίας Goldman Sachs. Με βάση τη μελέτη αυτή, τα κέρδη και το επίπεδο των επιτοκίων συνέβαλαν κατά μόλις 35% στην άνοδο των αμερικάνικων μετοχών κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1980.

Η μελέτη αυτή βασίζεται στην ανάλυση των αποτελεσμάτων και των τιμών των μετοχών των εταιριών που περιλαμβάνονται στο δείκτη Standard & Poor's 500, για ολόκληρη τη δεκαετία.

Τα κέρδη των εταιριών του δείκτη, κατά την διάρκεια της δεκαετίας, αυξήθηκαν κατά 54% . Συνεπώς, σύμφωνα με τις θεωρίες που βασίζονται στα κέρδη των εταιριών, ο δείκτης θα έπρεπε να ανέβαινε επίσης κατά 54% . Όμως, κατά την διάρκεια της δεκαετίας, ο δείκτης S&P ανέβηκε κατά 227% . Με βάση τη σχέση αυτή, υπολογίσθηκε ότι τα κέρδη συνέβαλαν στην άνοδο των τιμών μόνο κατά 24% . Η πτώση των επιτοκίων (στη διάρκεια ολόκληρης της δεκαετίας) κατά 25% συνέβαλε στην άνοδο των τιμών κατά 11% .

Άλλος παράγοντας, ανόδου των τιμών, ο οποίος αναλύεται στη μελέτη, είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές εταιριών. Ο παράγοντας αυτός συνέβαλε κατά 12%.

Τέλος, οι εκτιμήσεις των αναλυτών, οι οποίοι σε περιόδους αυξημένης κερδοφορίας των επιχειρήσεων έχουν την τάση να υπερεκτιμούν τις καταστάσεις, συνέβαλαν στην άνοδο των τιμών κατά 15%.

Σύμφωνα με τη μελέτη του Β. Wigmore, οι παράγοντες που επηρέασαν την άνοδο των τιμών των μετοχών κατά το υπόλοιπο 38%, είναι οι αλλαγές των κοινωνικών τάσεων που συνέβησαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και οι οποίες προκάλεσαν την αποδοχή αυξημένου ρίσκου εκ μέρους του κοινού καθώς επίσης και την αύξηση της τάσης για διακράτηση μετοχών.

Η παραπάνω μελέτη έρχεται να επιβεβαιώσει μερικά από τα σημεία τα οποία προσωπικά υποστηρίζουμε. Πιστεύουμε ότι το μεγαλύτερο κριτήριο αγοράς μετοχών, είναι η μορφή της χρηματιστηριακής περιόδου που διανύουμε. Ναι μεν τα κέρδη των εταιριών είναι σημαντικός παράγοντας, αλλά δεν είναι δε, ο κυρίαρχος, αφού όπως έχουμε ξανα υποστηρίξει, "όπως συμβαίνει σε ανοδικό χρηματιστήριο να μην υπάρχει κακή μετοχή, έτσι και σε πτωτικό χρηματιστήριο δεν υπάρχει καλή μετοχή".

Πιστεύουμε επίσης, ότι η πρωταρχική βαρύτητα του ρόλου των επιχειρηματικών κερδών, έγκειται στο ότι βοηθούν στον καθορισμό των κοινωνικών τάσεων που διαμορφώνονται μέσα από την ψυχολογία της αγοράς. Όλες αυτές οι δυναμικές συνιστώσες ουσιαστικά καθορίζουν τη μορφή των χρηματιστηριακών περιόδων (ανοδικές, πτωτικές ή στάσιμες).

Πιστεύουμε ότι σίγουρα είναι ο πιο ενδιαφέρων παράγοντας. Πολλοί θα μπορούσαν να πούνε ότι δεν υφίσταται τέτοιος ανεξάρτητος παράγοντας αλλά ουσιαστικά είναι όλοι οι άλλοι προαναφερθέντες που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα την ψυχολογία του επενδυτικού κοινού. Η εμπειρία όμως έχει δείξει και αποδεικνύει ότι δεν είναι έτσι και πως όντως η ψυχολογία της αγοράς είναι ανεξάρτητος παράγοντας και ίσως ο σημαντικότερος όλων. Πρέπει βέβαια να ομολογήσουμε ότι είναι πράγματι ένας συνδυαστικός παράγοντας αφού λειτουργεί σε συνδυασμό με τους άλλους βασικούς και δευτερεύοντες παράγοντες από τους οποίους επηρεάζεται. Όμως αποτελεί σίγουρα ανεξάρτητο σημαντικότερο παράγοντα γιατί έχουμε διαπιστώσει ότι η ανταπόκριση (που φαίνεται από τις κινήσεις των χρηματιστηριακών τιμών και δεικτών) της αγοράς είναι κατά πολύ διαφορετική από ότι θα δικαιολογήτο εάν η ψυχολογία του επενδυτικού κοινού ήταν μόνο κάποια εξ'ολοκλήρου εξαρτημένη μεταβλητή - παράγοντας επηρεασμού των τιμών του χρηματιστηρίου. Αν συμβεί π.χ. μια πτώση στα επιτόκια κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες, εξέλιξη θετική για ένα χρηματιστήριο, η άνοδος που μπορεί να ακολουθήσει ίσως είναι 30 ως 50% , δηλαδή πολύ υψηλότερη από όσο λογικά θα περιμέναμε. Τα ποσοστά αύξησης που δώσαμε δεν είναι πραγματικά αφού δεν βασίζονται σε κάποια στοιχεία, αλλά χρησιμοποιήθηκαν για να δείξουμε στον αναγνώστη ότι πολλές φορές η αντίδραση του επενδυτικού κοινού σε μια θετική εξέλιξη είναι κατά πολύ περισσότερο αισιόδοξη από όσο θα έπρεπε όπως επίσης η αντίδραση του σε μια αρνητική εξέλιξη είναι εντονότερα απαισιόδοξη από όσο θα έπρεπε. Αυτό προδίδει την ανεξαρτησία του παράγοντα της ψυχολογίας της αγοράς η οποία δείχνει ότι ενώ δέχεται κάποια σήματα που δίνουν το έναυσμα ανοδικής ή καθοδικής πορείας, αυτά λειτουργούν μόνο ως δύναμη παρακίνησης προς την μία ή την άλλη κατεύθυνση αλλά από εκεί και ύστερα η αγορά μπορεί να έχει την δική της από λίγο έως πολύ "παράξενη" συμπεριφορά. Και ένα πραγματικό παράδειγμα είναι ότι όταν βρισκόμαστε σε ανοδική φάση ακόμα και μετοχές εταιριών που πηγαίνουν από το κακό στο χειρότερο αυξάνουν την χρηματιστηριακή τους αξία, ενώ όταν βρισκόμαστε σε πτωτική φάση ακόμα και μετοχές εταιριών που αυξάνουν τα κέρδη τους, χάνουν σε χρηματιστηριακή αξία. Τι άλλο πρέπει να κάνουμε για να δείξουμε τον παραλογισμό της ψυχολογίας της αγοράς; Προσωπική μας άποψη είναι ότι είναι ο σημαντικότερος παράγοντας επηρεασμού των τιμών και αν κάποιος μπορούσε να την αναλύσει και να την εξηγήσει θα πλούτιζε στο χρηματιστήριο. Αυτό όμως αποτελεί μάλλον θέμα για διδακτορικό για επιστήμονες ψυχολόγους που ακόμα και για αυτούς θα ήταν δυσκολότατο.

10) Η κερδοσκοπία.

Αυτή - εφόσον υπάρχει και ανάλογα του μεγέθους της - μπορεί να επηρεάζει από μέτρια έως εντονότατα την διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Συνήθως η κερδοσκοπία πλήττει περισσότερο τα μη ανεπτυγμένα χρηματιστήρια, αρκετά τα αναπτυσσόμενα και λίγο τα ανεπτυγμένα. Ανάλογα το τι θέλουν να πετύχουν οι κερδοσκόποι χρησιμοποιούν την μέθοδο της πραγματοποίησης "εικονικών" συναλλαγών, μεγάλων σε μέγεθος, με τις οποίες επιτυγχάνουν να ρίξουν ή να ανεβάσουν πολύ, μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα, τις τιμές των μετοχών. Δημιουργούν έτσι πτωτική τάση και το επενδυτικό κοινό αναλαμβάνει τα υπόλοιπα. Οι μικροί επενδυτές μη θέλοντας να χάσουν περισσότερα χρήματα πουλάνε και ενδυναμώνουν έτσι την τροφοδοτούμενη από την κερδοσκοπία πτωτική τάση ή βλέποντας να ανεβαίνουν οι τιμές των μετοχών σπεύδουν να αγοράσουν και αυτοί ενδυναμώνοντας έτσι εκείνη την ανοδική κίνηση που έχει ξεκινήσει από την κερδοσκοπία. Όταν η άνοδος ή η πτώση των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών οφείλεται στην κερδοσκοπία μπορεί να είναι και τελείως παράλογη, όπως π.χ. να έχουμε άνοδο ενώ οι ευρύτερες πολιτικο-οικονομικές συνθήκες είναι αρνητικές, να έχουμε άνοδο πολύ μεγαλύτερη από ότι θα δικαιολογούσε ένα μάλλον θετικό οικονομικό κλίμα, να έχουμε πτώση ενώ το κλίμα είναι θετικό, κ.λπ. Η κερδοσκοπία μπορεί να επηρεάσει θετικά (με άνοδο) αλλά και αρνητικά (με κάθοδο) την διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Οι κερδοσκόποι είναι μεγαλοεπενδυτές και ως εκ τούτου γίνεται κατανοητό ότι μπορούν να επηρεάσουν περισσότερο σε χρηματιστήρια στα οποία είναι πιο "δυνατοί". Και πιο "δυνατοί" βέβαια είναι στα μη ανεπτυγμένα και στα αναπτυσσόμενα χρηματιστήρια. Αντίθετα τα μεγάλα, ανεπτυγμένα χρηματιστήρια έχουν μεγάλο "βάθος", πράγμα που αποδυναμώνει σημαντικά τους κερδοσκόπους.

ικανότητες και είναι οι συνθήκες τέτοιες που να του επιτρέψουν να τα καταφέρει; Εμπειρικά έχουμε διαπιστώσει ότι συχνά βελτιώνεται η λειτουργία και η κερδοφορία των αποκρατικοποιούμενων επιχειρήσεων, αλλά όχι πάντοτε. Δεν μπορούμε λοιπόν να ισχυριστούμε ότι η συντελούμενη ιδιωτικοποίηση είναι πανάκεια. Ως εκ τούτου πιστεύουμε ότι η αγορά αντιδρά υπερβολικά σε επικείμενες ιδιωτικοποιήσεις και γι' αυτό χρειάζεται προσοχή. Στο Χρηματιστήριο έχουμε παρατηρήσει ότι στο πρώτο στάδιο όπου αναμένεται η ιδιωτικοποίηση (αλλά που δεν έχει πραγματοποιηθεί ακόμα) η μετοχή της προς ιδιωτικοποίηση εταιρίας ανεβαίνει πολύ, όταν όμως συντελεστεί η πώληση επικρατούνε πιο ώριμες σκέψεις (αφού έτσι ή αλλιώς δεν πρόκειται να λυθούνε τα τυχόν υπάρχοντα προβλήματα της εταιρίας μέσα σε ένα ή δυο μήνες αλλά τουλάχιστον μετά από ένα έτος) και η μετοχή της πέφτει αρκετά.

5) Η πορεία του πληθωρισμού.

Έχει διαπιστωθεί ότι ο υψηλός πληθωρισμός επηρεάζει αρνητικά ένα χρηματιστήριο. Ο πληθωρισμός πλήττει τα εισοδήματα, ιδιαίτερα αν είναι υψηλός, εισοδήματα που σε άλλη περίπτωση θα διοχετεύονταν στην χρηματιστηριακή αγορά. Από την άλλη, ένας μειούμενος πληθωρισμός επιδρά θετικά και ανάλογα της ταχύτητας της μείωσής του.

6) Τα επιτόκια.

Η πορεία των μετοχών συναρτάται αρνητικά με το ύψος των επιτοκίων. Όσο υψηλότερα επιτόκια έχουμε, τόσο χειρότερα για το χρηματιστήριο. Όταν μιλάμε για επιτόκια, συνήθως εννοούμε τα επιτόκια των τίτλων του δημοσίου. Τα υψηλά επιτόκια επιδρούν έντονα αρνητικά στην χρηματιστηριακή αγορά διότι προσφέρουν μια καλή και σίγουρη απόδοση. Γιατί π.χ. ένας αποταμιευτής να βάλει τα χρήματα του στο χρηματιστήριο, πράξη που περιέχει ρίσκο ενώ μπορεί να αγοράσει Έντοκα Γραμμάτια του δημοσίου με επιτόκιο και ετήσια απόδοση 20 και 22% η οποία είναι και σίγουρη; Τα υψηλά επιτόκια προσελκύουν αποταμιεύσεις, οι οποίες αν τα επιτόκια ήταν χαμηλότερα θα διοχετεύονταν (τουλάχιστον ένα σημαντικό μέρος τους) στο χρηματιστήριο, αυξάνοντας την ζήτηση και η αυξημένη ζήτηση συνεπάγεται σε αύξηση των τιμών των μετοχών.

7) Η εξέλιξη των ξένων νομισμάτων.

Αν τα ξένα νομίσματα υποτιμούνται έναντι του εθνικού νομίσματος μειώνεται η ανταγωνιστικότητα των εξαγωγικών προϊόντων αφού γίνονται ακριβότερα και κατά αυτό τον τρόπο βλάπτονται επιχειρήσεις με εξαγωγικό χαρακτήρα. Αντίθετα αν το εγχώριο νόμισμα υποτιμηθεί είτε ακολουθεί την μέθοδο της αργής διολίσθισης έναντι των ξένων νομισμάτων τα προϊόντα της χώρας γίνονται φτηνότερα, άρα ανταγωνιστικότερα, άρα πωλούνται περισσότερο και αυξάνονται τα κέρδη της εγχώριας βιομηχανίας. Επίσης με μια υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος έναντι ορισμένων ξένων νομισμάτων, έχει ως αποτέλεσμα όσοι διαθέτουν αυτά τα ξένα νομίσματα να αυξήσουν την αγοραστική τους δύναμη, με αποτέλεσμα το εγχώριο χρηματιστήριο να γίνει φτηνό και συμφέρουσα επενδυτική ευκαιρία για ξένους επενδυτές. Εάν αυτή η πολιτική νομισματικών ισοτιμιών συνοδεύεται και από μερικά άλλα μέτρα, πραγματικά μπορεί να προσελκύσει πολλούς ξένους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές (Αμοιβαία Κεφάλαια, Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου), οι οποίοι όταν συμβεί και μπουν στην αγορά, αυξάνουν κατά πολύ την ζήτηση, οπότε έχουμε και καλή αύξηση στις τιμές. Γενικά όμως, η επίδραση των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι τόσο σημαντική όσο άλλων παραγόντων.

8) Η φορολογική πολιτική.

Ο καθένας καταλαβαίνει πως αν η φορολογική πολιτική είναι αυστηρή και "βαριά" επί των επιχειρηματικών κερδών και μερισμάτων, τότε τα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων μετά τους φόρους μειώνονται, τα οποία σε αντίθετη περίπτωση θα διατίθεντο σε άλλους τομείς όπως δημιουργία αποθεματικών, επενδύσεις, μερίσματα. Ευκόλως κατανοητό λοιπόν ότι η έντονη φορολογική αποθαρρύνει τους χρηματιστηριακούς επενδυτές. Είναι δηλαδή σημαντικό αντικίνητρο για την χρηματιστηριακή ανάπτυξη.

9) Η ψυχολογία της αγοράς.

πολύ πιθανόν περισσότερο από των άλλων "συγγενών" εταιριών. Αντίθετα συμβαίνει αν τα κέρδη της μειώνονται.

2) Η οικονομική πραγματικότητα, οι οικονομικές εξελίξεις και η συγκυρία.

Αν μη τι άλλο, η οικονομική πραγματικότητα της χώρας στο χρηματιστήριο της οποίας επενδύουμε επηρεάζει αισθητά την πορεία του χρηματιστηρίου. Αν η οικονομία της χώρας βρίσκεται σε άσχημη κατάσταση αυτό το γεγονός κατ'επέκταση επηρεάζει την βιομηχανία της χώρας αυτής αρνητικά. Πλήττει την ανταγωνιστικότητά της και τα κέρδη της (της βιομηχανίας) και γι'αυτό δεν μπορούμε να περιμένουμε τίποτα καλό μέσα σε αυτή την κακή οικονομική κατάσταση η οποία τροφοδοτεί μια αρνητική χρηματιστηριακή πορεία. Εκτός όμως από την εγχώρια οικονομία μπορούμε να πούμε ότι επηρεάζει λίγο και η υπάρχουσα διεθνής οικονομική κατάσταση. Αν αυτή είναι άσχημη επηρεάζει αρνητικά, αν είναι καλή θετικά.

3) Οι πολεμικές συρράξεις.

Όταν έχουμε εν εξελίξει πολέμους κοντά στην περιοχή της χώρας στο χρηματιστήριο της οποίας επενδύουμε είναι αρκετά λογικό ότι πλήττεται με διάφορους τρόπους η οικονομία της με τις αρνητικές επιπτώσεις που αυτό μπορεί να έχει. Η ψυχολογία επίσης του επενδυτικού κοινού επηρεάζεται έντονα αρνητικά τουλάχιστον στην αρχή του πολέμου και για όσο καιρό κυριαρχεί αβεβαιότητα σχετικά με την έκβαση αυτού ακόμα και αν οι επιδράσεις του στην εθνική οικονομία της χώρας είναι λιγιστές (οπότε και δεν δικαιολογούν έντονο καθοδική χρηματιστηριακή κίνηση). Αν όμως περάσει κάποιο χρονικό διάστημα και ανάλογα του εάν η έκβαση του είναι θετική, η αγορά συνηθίζει στην ιδέα του και παύει να επηρεάζεται. Όμως ένας πόλεμος μπορεί να επηρεάσει και το χρηματιστήριο μιας χώρας που βρίσκεται σε πολύ μακρινή απόσταση από τον τόπο σύγκρουσης. Αυτό συμβαίνει ανάλογα του χαρακτήρα του πολέμου και του τι διακινδυνεύεται με αυτόν, πράγμα που ίσως να ενδιαφέρει οποιαδήποτε χώρα, όσο μακριά και αν βρίσκεται. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ήταν ο πόλεμος του Περσικού κόλπου, όταν οι ιρακινοί είχαν εισβάλει στο Κουβέιτ και οι αμερικάνοι με τους συμμάχους τους έσπευσαν να τους αντιμετωπίσουν. Το Ιράκ με την εισβολή του στο κρατίδιο είχε κατορθώσει να ελέγχει ένα σημαντικό ποσοστό της παγκόσμιας παραγωγής πετρελαίου και απειλούσε να εισβάλει και στην Σαουδική Αραβία αν δεν βρισκόταν κάποιος να τον αντιμετωπίσει, οπότε και θα ήλεγχε ένα μεγάλο μέρος της παγκόσμιας παραγωγής πετρελαίου με τις επιπτώσεις που θα είχε αυτό στην παγκόσμια οικονομία αφού η τιμή του πετρελαίου θα αυξανόταν σημαντικά και ας μην ξεχνάμε ότι το πετρέλαιο είναι η σημαντικότερη πηγή ενέργειας για την βιομηχανία. Η μεγάλη αύξηση του κόστους θα μεταφέρετο στην τιμή του τελικού προϊόντος με συνέπεια εκτίναξη του πληθωρισμού διεθνώς και βύθιση της παγκόσμιας οικονομίας σε ύφεση. Συμπερασματικά, ένας πόλεμος όπως αυτός του κόλπου με τις επιπτώσεις που έχει επηρεάζει τα χρηματιστήρια όλου του κόσμου αρνητικά. Στο παράδειγμά μας, με την έναρξη των χερσαίων στρατιωτικών επιχειρήσεων και την εύκολη επικράτηση των αμερικανών κατά των ιρακινών (βλ. θετική έκβαση) τα χρηματιστήρια σε όλο το κόσμο είχαν αλματώδη άνοδο.

4) Οι ιδιωτικοποιήσεις και αποκρατικοποιήσεις.

Έχει παρατηρηθεί ότι όταν αναμένεται η ιδιωτικοποίηση ή αποκρατικοποίηση κάποιας εταιρίας το επενδυτικό κοινό υπεραισιοδοχεί και αντιδρά αυξάνοντας υπερβολικά την ζήτηση μετοχών της προς ιδιωτικοποίηση εταιρίας πράγμα που ισούται με αύξηση και της τιμής της μετοχής. Αυτό συμβαίνει γιατί η αγορά βλέπει με καλό μάτι κάθε τέτοιο βήμα αφού πιστεύει ότι το κράτος (το δημόσιο) είναι ο χειρότερος επιχειρηματίας. Ταυτόχρονα πιστεύουν ότι ο ιδιώτης είναι πολύ καλός επιχειρηματίας επειδή ενδιαφέρεται για την μεγιστοποίηση της απόδοσης των κεφαλαίων που θα διαθέσει για την αγορά της προς ιδιωτικοποίηση εταιρίας. Αυτό μπορεί να είναι αλήθεια, αλλά η προσωπική μας άποψη είναι ότι η συνθήκη αυτή δεν συνεπάγεται αυτόματα και βελτίωση του τρόπου λειτουργίας της εν λόγω επιχείρησης γιατί υπεισέρχεται θέμα ικανοτήτων και επικρατούσων συνθηκών. Σίγουρα ο ιδιώτης που αγοράζει μια επιχείρηση θέλει να μεγιστοποιήσει την απόδοση της επένδυσής του. Μπορεί όμως να το κάνει; Έχει τις

13.1. ΓΕΝΙΚΑ

Σε αυτό το σημείο θα αναφερθούμε στους παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Κατ'αρχήν, θα αναφέρουμε την άποψη επί του θέματος που πηγάζει από την προσωπική μας γνώση και αντίληψη και έπειτα θα αναφέρουμε και δυο σχετικές μελέτες. Ας υπενθυμίσουμε ότι λίγα πράγματα για παράγοντες επηρεασμού των τιμών σε ένα χρηματιστήριο έχουν προαναφερθεί στο Κεφάλαιο 10, παράγραφος 3.

13.2. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ - Η ΠΡΟΣΩΠΙΚΗ ΑΠΟΨΗ

Οι τιμές των μετοχών αυξάνονται ή μειώνονται ανάλογα του εάν η ζήτηση είναι μεγαλύτερη της προσφοράς ή το αντίθετο. Γι'αυτό κάθε τι που συντελεί θετικά ή αρνητικά στην ζήτηση ή την προσφορά μετοχικών αξιών συμβάλει στην αύξηση ή μείωση των τιμών. Έτσι, έχουμε διαπιστώσει με την μέχρι τώρα εμπειρία μας ένα πλήθος παραγόντων που επηρεάζει ανάλογα την προσφορά ή την ζήτηση.

Αυτοί οι παράγοντες είναι οι κατωτέρω:

- * Η ικανότητα και οι προοπτικές πραγματοποίησης κερδών από την εταιρία.
- * Η οικονομική πραγματικότητα, οι οικονομικές εξελίξεις και η συγκυρία.
- * Οι τυχόν πολεμικές συρράξεις.
- * Οι ιδιωτικοποιήσεις και αποκρατικοποιήσεις.
- * Η πορεία του πληθωρισμού.
- * Τα επιτόκια.
- * Η εξέλιξη των ξένων νομισμάτων.
- * Η φορολογική πολιτική.
- * Η ψυχολογία της αγοράς.
- * Η κερδοσκοπία.

Ας πούμε λίγα λόγια για το καθένα:

1) Η ικανότητα και οι προοπτικές πραγματοποίησης κερδών από την εταιρία.
Είναι νομίζω πολύ λογικό, η ικανότητα πραγματοποίησης κερδών από μια εταιρία, το μέγεθος αυτών - ιδιαίτερα κατά μετοχή - και η εξελικτική τους πορεία να επηρεάζουν σημαντικά την τιμή της μετοχής της. Εάν π.χ. μια εταιρία έχει υψηλά κέρδη ανά μετοχή είναι φυσιολογικό να έχει και υψηλή χρηματιστηριακή αξία. Το ίδιο φυσιολογικό είναι ότι εάν τα κέρδη της αναμένεται να αυξηθούν στο μέλλον και μάλιστα με ρυθμό μεγαλύτερο από αυτό άλλων παρόμοιων εταιριών, η τιμή της μετοχής της θα αυξηθεί και



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ
ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ
ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

αφού οι εκτιμήσεις για την εξέλιξη της οικονομίας και την πορεία των μετοχών είναι δυσμενείς.

Στο Χρηματιστήριο των Αθηνών, σε περιόδους όπου ο χρηματιστηριακός κύκλος ευρίσκεται σε καθοδική φάση (πριν από το 1987), ένας επενδυτής έβρισκε πλήθος μετοχών των οποίων ο λόγος P/E κυμαινόταν μεταξύ του 3 και του 6, ενώ κατά το 1992-93 ο λόγος P/E των περισσότερων εταιριών ήταν μεταξύ 9 και 12.

Θα ολοκληρώσουμε την αναφορά μας για τον λόγο P/E κάνοντας ορισμένες επιστημάνσεις και προτάσεις.

Επειδή ο αριθμητής του δείκτη είναι το P (Price = Τιμή), δηλαδή η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και ως εκ τούτου είναι δυνατόν να παρατηρούνται σημαντικές μεταβολές σε καταστάσεις έντονων διακυμάνσεων της τιμής της κατά τις χρηματιστηριακές συνεδριάσεις και μέσα σε μικρά χρονικά διαστήματα, προτείνεται όπως χρησιμοποιούνται μέσοι όροι τιμών για την εξάλειψη των διακυμάνσεων αυτών.

Ο παρονομαστής του δείκτη είναι συνήθως τα κέρδη ανά μετοχή (Earnings) της τελευταίας ολοκληρωμένης χρήσης. Προτείνεται όπως οι επενδυτές να χρησιμοποιούν τα κέρδη ανά μετοχή του τελευταίου εξαμηνιαίου ισολογισμού που έχει δημοσιευτεί ή έγκυρες πληροφορίες για την πρόβλεψη των αναμενόμενων κερδών έτσι ώστε να είναι πιο σωστός ο υπολογισμός του δείκτη.

Είναι απαραίτητο να προβλεφτούν όσο γρηγορότερα γίνεται τα μελλοντικά κέρδη για να βγάλει ο επενδυτής πριν από το περισσότερο κόσμο τα χρήσιμα συμπεράσματα του δείκτη διότι σε αντίθετη περίπτωση το ευρύ επενδυτικό κοινό θα προεξοφλήσει τις επιπτώσεις που θα υπάρξουν, οι τιμές των μετοχών θα προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα, ανάλογα η αγορά θα ανεβάσει ή θα κατεβάσει τα υπάρχοντα P/E και ο επενδυτής δεν θα καταφέρει να επωφεληθεί καθόλου ή όσο θα μπορούσε.

Επίσης πρέπει να γίνει σύγκριση του P/E του χρηματιστηρίου με τα επιτόκια της οικονομίας. Αποδόσεις στις εναλλακτικές επενδύσεις της τάξης του 20% αντιστοιχούν με ένα P/E περί του 5, ενώ επιτόκια 9% σημαίνουν ότι το P/E είναι περίπου 11 σε επενδύσεις όπως οι ομολογίες και οι καταθέσεις που χαρακτηρίζονται από χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου. Επομένως, ένα χρηματιστήριο παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον εάν χαρακτηρίζεται από χαμηλό P/E και οι προοπτικές οδηγούν στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη θα παρουσιάσουν σταθερή ανοδική τάση και τα επιτόκια καθοδική.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι, εκτός των άλλων, ο δείκτης P/E εκφράζει τις προσδοκίες των επενδυτών για την πορεία της κάθε συγκεκριμένης εταιρίας, του κλάδου στον οποίο ανήκει καθώς επίσης για τις εγχώριες και τις διεθνείς προοπτικές της οικονομίας. Από αυτό συμπεραίνουμε ότι ο δείκτης αυτός περιέχει και στοιχεία υποκειμενικής εκτίμησης.

Σημείωση: Ο δείκτης P/E είναι το πιο σύνηθες εργαλείο που χρησιμοποιούν οι αναλυτές για να προβλέψουν την εσωτερική αξία των μετοχών δεδομένου ότι η αγορά λαμβάνει υπόψη της όλες τις γνωστές παραμέτρους τις οποίες τις ενσωματώνει κατάλληλα στην χρηματιστηριακή τιμή (που αποτελεί τον αριθμητή του λόγου P/E) της κάθε μετοχής. Παίρνουν το αποτέλεσμα του P/E με το οποίο πολλαπλασιάζουν τα κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή. Αν λοιπόν π.χ. τα κέρδη ανά μετοχή είναι 100 δραχμές και το P/E είναι 10, τότε η εσωτερική αξία της μετοχής είναι 1000 (P/E 10 * 100 δραχμές).

Μ.Ο. του κλάδου. Συνήθως λοιπόν συμβαίνει σε εταιρίες που θεωρούνται δυναμικές ως προς την διαμόρφωση των κερδών τους, οι μετοχές τους να απολαύουν υψηλότερα P/E (μετοχές μεγέθυνσης - growth stocks). Οι δραστηριότητες και τα στάδια εξέλιξης των επιχειρήσεων λοιπόν, είναι στενά συνυφασμένα με το δείκτη P/E που εμφανίζουν. Οι μετοχές ώριμων εταιριών (mature companies), οι οποίες εμφανίζουν πολύ μικρή αύξηση στα κέρδη τους τείνουν να έχουν χαμηλό δείκτη P/E.

Κατά την διαδικασία επιλογής του P/E καλό είναι να βρούμε πόσες δραχμές η αγορά στο παρελθόν και σε αρκετά μεγάλη περίοδο, πλήρωσε για μια δραχμή κέρδη. Η περίοδος υπολογισμού του μέσου P/E πρέπει να είναι μεγάλη ώστε να περιλαμβάνει περισσότερους από έναν καλό και έναν κακό χρηματιστηριακό κύκλο.

Για την κατανόηση του περιεχομένου και του τρόπου χειρισμού του P/E και την ενσωμάτωση της αύξησης των κερδών σε αυτό υποθέτουμε ότι μια μετοχή στην οποία αντιστοιχούν σήμερα κέρδη 200 δραχμές πωλείται 2000 δραχμές, τότε το P/E είναι 10 ($2000 / 200$). Μετά τις ανακοινώσεις της Γενικής Συνέλευσης του Ιουνίου ή μετά από μελέτη της εταιρίας προσδοκάται τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης να αυξηθούν σε 300 δραχμές. Υπολογίζουμε τώρα το P/E με βάση τα μελλοντικά προσδοκώμενα κέρδη των 300 δραχμών και η σχέση πέφτει στο 6,7 ($2000 / 300$). Γνωρίζουμε όμως τώρα ότι (μετά από μελέτη) το ιστορικό P/E της αγοράς για αυτή την μετοχή και για διάστημα που περιλαμβάνει τουλάχιστον μια καλή και μια κακή περίοδο είναι 12. Είναι λογικό τώρα να προσδοκάμε να πωληθεί στο μέλλον η μετοχή στις 3600 ($12 \text{ P/E} * 300 \text{ δρχ.}$) ή με P/E 18 ($3600 / 200$) με βάση τα κέρδη της τελευταίας ολοκληρωμένης χρήσης.

Εύλογο είναι ότι αν για την μετοχή αυτή δεν αναμενόταν καμιά αύξηση στα κέρδη θα συνεχίζοταν και στο μέλλον να πωλείται στις 2000 ($200 \text{ δρχ} * 10 \text{ P/E}$) ή το περί των 2400 (ιστορικό P/E $12 * 200 \text{ δρχ.}$). Από αυτά και μόνο, προκύπτει με σαφήνεια ότι το P/E είναι συνάρτηση των προσδοκώμενων κερδών και ότι όσο υψηλότερος είναι ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των κερδών τόσο υψηλότερη είναι η σχέση P/E. Παρόμοια ενεργούμε και για μετοχές για τις οποίες προσδοκάμε μείωση των κερδών. Αν π.χ. σήμερα στην μετοχή μιας εταιρίας αντιστοιχούν 300 δραχμές κέρδη και η τιμή της είναι 3000 δραχμές, το τωρινό P/E είναι 10 ($3000 / 300$). Όμως από πληροφορίες που έχουμε τα κέρδη κατά μετοχή θα μειωθούν σε 150 δραχμές στο τέλος της τρέχουσας χρήσης. Από την μελέτη που έχουμε κάνει έχουμε βρει ότι το ιστορικό P/E της μετοχής για ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα είναι 12. Άρα υπολογίζοντας το P/E με βάση τα μελλοντικά προσδοκώμενα κέρδη των 150 δραχμών, η σχέση γίνεται = 20 ($3000 \text{ δρχ} / 150 \text{ δρχ.}$) ακριβώς επειδή το ευρύ επενδυτικό κοινό δεν γνωρίζει την αναμενόμενη μελλοντική αρνητική εξέλιξη των κερδών. Είναι λογικό όμως να προσδοκάμε ότι αφού σιγά σιγά μαθευτεί το νέο η αγορά θα αντιδράσει προσαρμοζόμενη στις νέες συνθήκες έτσι ώστε να πωληθεί στο μέλλον η μετοχή στις 1800 (ιστορικό P/E $12 * 150 \text{ δραχμές}$) υπολογίζοντας τα αναμενόμενα κέρδη ή υπολογιζόμενου του σημερινού P/E, η τιμή της μετοχής να φτάσει στις 1500 δραχμές ($\text{P/E } 10 * 150 \text{ δρχ.}$).

Όμως ο λόγος P/E δεν είναι τελείως αντικειμενικός διότι επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες. Το P/E μιας μετοχής λοιπόν εξαρτάται από τον κλάδο στον οποίο ανήκει, από το χρηματιστήριο το οποίο εξετάζουμε καθώς και από την χρονική στιγμή στην οποία αναφερόμαστε. Τονίζουμε πως κάθε χρηματιστήριο έχει τα δικά του χαρακτηριστικά και ιδιαιτερότητες, οι οποίες πρέπει να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη.

Εάν η τιμή είναι ένα χαμηλό πολλαπλάσιο των κερδών, αρχίζει η μετοχή ή ένα ολόκληρο χρηματιστήριο να κεντρίζει το ενδιαφέρον των επενδυτών. Από την άλλη, εάν ο λόγος είναι υψηλός, αρχίζουν να δημιουργούνται ερωτηματικά σχετικά με την επένδυση.

Οι μετοχές τείνουν να έχουν υψηλό λόγο P/E σε αγορές που οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν (bull markets) και οι επενδυτές είναι αισιόδοξοι τόσο για την εξέλιξη της οικονομίας όσο και για την πορεία των μετοχών. Αντίθετα οι μετοχές τείνουν να έχουν χαμηλό λόγο P/E σε αγορές που οι μετοχές παρουσιάζουν συνεχή πτώση (bear markets),

έχει αγοράσει θα απαντούσε σίγουρα τα δύο βασικότερα πράγματα: 1. δημιουργία υπεραξίας με αύξηση των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών που διαθέτει, και 2. στην πληρωμή "καλού" μερίσματος. Και η Μερισματική Απόδοση είναι το καλύτερο μέγεθος που δείχνει κάτι τέτοιο (αφού μας ενδιαφέρει με τα χρήματα που θα δώσουμε για αγορά των μετοχών να έχουμε την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση - μεγαλύτερο δυνατό μερίσμα).

12.4.6. Τιμή / Κέρδη (P/E)

Αυτός ο δείκτης και η μερισματική απόδοση που αναφέρθηκε μόλις πριν μπορούμε να πούμε ότι είναι πράγματι οι σημαντικότεροι όλων. Ο δείκτης αυτός (P/E) προσδιορίζεται με διαίρεση της χρηματιστηριακής (τρέχουσας) τιμής της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή. Η ερμηνεία του λόγου $P/E = X$, είναι ότι η αγορά δέχεται να πληρώσει X δραχμές (δραχμές, εφόσον αναφερόμαστε στην Ελλάδα) για κάθε δραχμή κερδών της εταιρίας ή πως θα χρειαστούν (κατά μέσο όρο) X χρόνια ώστε να αποπληρωθεί, μέσω των κερδών, το κόστος αγοράς της μετοχής. Το μέγεθος αυτό είναι γνωστό και σαν πολλαπλασιαστής κερδών αλλά περισσότερο είναι διεθνώς γνωστό σαν P/E Ratio που είναι τα αρχικά των αγγλικών λέξεων Price (Τιμή) / Earnings (Κέρδη ανά Μετοχή) Ratio (Δείκτης). Η σχέση Τιμής / Κέρδη φαίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$\text{Δείκτης Τιμής/Κέρδη} = \text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής} / \text{Κέρδη ανά Μετοχή}$
--

Αν για παράδειγμα έχουμε δύο εταιρίες Α και Β με χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών τους 3200 και 3600 αντίστοιχα και κέρδη ανά μετοχή 200 και 260 δραχ. αντίστοιχα, τότε οι δείκτες P/E για τις μετοχές αυτών των εταιριών είναι:

$$\text{Εταιρία Α : Δείκτης P/E} = \frac{\text{Τιμή}}{\text{Κέρδη}} = \frac{3200}{200} = 16,00$$

$$\text{Εταιρία Β : Δείκτης P/E} = \frac{\text{Τιμή}}{\text{Κέρδη}} = \frac{3600}{260} = 13,85$$

Η αγορά δηλαδή πληρώνει 16 δραχμές για κάθε μια δραχμή κέρδη της εταιρίας Α, ενώ πληρώνει 13,85 δραχμές για κάθε δραχμή κερδών της εταιρίας Β. Από το παράδειγμα και μόνο κάθε λογικός άνθρωπος που επιθυμεί να αγοράσει, καταλαβαίνει ότι είναι προτιμότερο να αγοράσει μετοχές της εταιρίας Β αφού για κάθε μία δραχμή κερδών θα πληρώσει λιγότερες δραχμές από ότι θα πληρωνε αν αγόραζε μετοχές της εταιρίας Α [συγκεκριμένα 2,15 δραχμές λιγότερο (16,00 - 13,85)].

Γενικότερα, όταν ο δείκτης αυτός είναι υψηλότερος από κάποιον άλλον ή αυτού του κλάδου σημαίνει ότι οι επενδυτές πληρώνουν για κάθε δραχμή από τα τρέχοντα κέρδη της συγκεκριμένης εταιρίας περισσότερα παρά για αυτές που γίνεται η σύγκριση ή του κλάδου. Τότε μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι υπεριμημένη και δεν συμφέρει για αγορά, αλλά αντίστοιχα συμφέρει για πώληση. Αλλά δεν είναι κανόνας αυτό. Μπορεί να εξακολουθεί να συμφέρει να αγορασθεί μια μετοχή εταιρίας με υψηλό P/E εφόσον αναμένεται ότι θα αυξήσει τα κέρδη της γρηγορότερα από άλλες εταιρίες ή από τον

Δηλαδή η εταιρία αυτή από τα συνολικά κέρδη προς διάθεση, μοιράζει το 32% αυτών για (συνολικό) μέρισμα.

Η ιστορική παρακολούθηση της διακύμανσης του Δείκτη Διανομής Μερισματος δεικνύει την μερισματική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση. Σημειώνουμε ότι το χαμηλότερο δείκτη έχουν οι επιχειρήσεις που κάνουν επενδύσεις γιατί διατηρούν σημαντικά κέρδη για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους ή αυτές που έχουν αυξημένο ρίσκο. Εταιρίες που λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους δεν χρειάζονται να κάνουν μεγάλες επενδύσεις διανέμουν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους σαν μέρισμα στους μετόχους τους.

12.4.5. Μερισματική Απόδοση

Άλλο σημαντικό μέγεθος, όπου βρίσκεται στο καθημερινό λεξιλόγιο των επενδυτών μετοχικών τίτλων, είναι η Μερισματική Απόδοση (Dividend's Yield) που δείχνει την σχέση του μερισματος που διανέμεται ως προς την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Δηλαδή μας δείχνει σε τι ποσοστό το μέρισμα μιας μετοχής καλύπτει την χρηματιστηριακή τιμή της ή αλλιώς τι ποσοστό της χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής είναι το μέρισμά που δίνει. Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση τόσο καλύτερο για μια μετοχή γιατί αυτό σημαίνει ότι το μέρισμα είναι σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής - άρα η μετοχή είναι υποτιμημένη και κατ'επέκταση "ελκυστική" για αγορά. Αντίθετα, όσο μεγαλύτερη είναι η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής σε σχέση με το μέρισμα που δίνει (οπότε έχουμε μικρή μερισματική απόδοση) τόσο περισσότερο υπερτιμημένη θεωρείται και άρα δεν μπορεί να είναι "ελκυστική" για αγορά εφόσον είναι ακριβή αλλά είναι καλή για πώληση. Η μερισματική απόδοση ισούται με την διαίρεση του μερισματος μιας μετοχής με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της.

$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}$
--

Αν για παράδειγμα μια εταιρία έχει δώσει μέρισμα (ανά μετοχή) 100 δραχμές και η (τρέχουσα) χρηματιστηριακή τιμή της είναι 2500 δραχμές τότε η μερισματική απόδοσή της είναι:

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{100}{2500} = 0,04 \text{ ή } 4 \%$$

Βρίσκουμε ότι η Μερισματική Απόδοση της μετοχής της υπό εξέτασης εταιρίας είναι 4% , δηλαδή το μέρισμα της μετοχής αποτελεί ποσοστό 4% της χρηματιστηριακής της τιμής.

*** Ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης της μετοχής μιας εταιρίας θα πρέπει να εξετάζεται βέβαια συγκρινόμενος με άλλες αλλά και διαχρονικά για την ίδια μετοχή. Πολύ σημαντικός δείκτης διότι όπως καταλαβαίνουμε, η μερισματική απόδοση είναι το κρισιμότερο ίσως μέγεθος για μια μετοχή. Κάθε χρηματιστηριακός επενδυτής αν τον ρωτούσαν τι προσδοκά από τις μετοχές που

(μέτοχοι) μιας τέτοιας αρκετά κερδοφόρου εταιρίας λαμβάνουν σαν αμοιβή των κεφαλαίων τους που έχουν διαθέσει (στην εταιρία) μερίσμα μετά το τέλος κάθε χρήσης. Γι'αυτό τα κέρδη είναι ίσως ο καθοριστικότερος παράγοντας διαμόρφωσης των τιμών των μετοχών, τουλάχιστον στα ανεπτυγμένα χρηματιστήρια. Ως εκ τούτου, τα μεγέθη που σχετίζονται με τα κέρδη είναι σημαντικά "εργαλεία" στα χέρια των επενδυτών.

Μερικές εταιρίες μπορεί - σαν συνολικό μέγεθος - να έχουν υψηλά πράγματι κέρδη. Αλλά τι σημαίνει αυτό αν ο αριθμός των μετοχών των εταιριών αυτών είναι υπερβολικά μεγάλος; Σε αυτή την περίπτωση τα κέρδη που θα αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή θα είναι μικρά, οπότε το όφελος που θα έχει ο επενδυτής-μέτοχος θα είναι μικρό. Γίνεται αντιληπτό πως τους επενδυτές τους ενδιαφέρει περισσότερο (σχεδόν αποκλειστικά) τα κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή. Όσο μεγαλύτερα είναι τα *Κέρδη ανά Μετοχή* τόσο καλύτερα είναι. Το πρώτο μέγεθος λοιπόν είναι:

$$\text{Κέρδη ανά Μετοχή} = \frac{\text{Συνολικά Καθαρά Κέρδη προ Φόρων}}{\text{Αριθμό Μετοχών}}$$

Το *Μέρισμα ανά Μετοχή* δίνεται συνήθως στους δημοσιευμένους ισολογισμούς στον Πίνακα Διαθέσεως Αποτελεσμάτων σαν σημείωση. Αν όμως δεν αναγράφεται πουθενά σαν καθεαυτό μέρισμα ανά μετοχή, σίγουρα στον Πίνακα Διαθέσεως Αποτελεσμάτων αναγράφεται το συνολικό ποσό που διατίθεται για μερίσματα (υποχρεωτικά - άλλωστε γι'αυτό υπάρχει στους ισολογισμούς και ο πίνακας διαθέσεως αποτελεσμάτων, για να φαίνεται που και πως γίνεται η διάθεση των κερδών εφόσον υπάρχουν). Παίρνουμε το συνολικό ποσό που διατίθεται για μερίσματα και το διαιρούμε με τον συνολικό αριθμό των μετοχών της εταιρίας και έτσι βρίσκουμε το *Μέρισμα ανά Μετοχή*. Τον αριθμό των μετοχών μπορούμε να τον δούμε στον Ισολογισμό, δεξιά στην πλευρά του Παθητικού, πάνω πάνω στην κατηγορία των Ιδίων Κεφαλαίων όπου περιγράφεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας (αριθμός μετοχών * ονομαστική αξία).

$$\text{Μέρισμα ανά Μετοχή} = \frac{\text{Συνολικό Μέρισμα}}{\text{Συνολικό Αριθμό Μετοχών}}$$

Το ποσοστό των κερδών που πληρώνεται σαν μέρισμα είναι γνωστό σαν *Λόγος ή Δείκτης Διανομής (Payout Ratio)*. Βρίσκεται διαιρώντας το συνολικό ποσό μερίσματος με το σύνολο των κερδών προς διάθεση. Και τα δύο αυτά μεγέθη τα βρίσκουμε στον Πίνακα Διαθέσεως Αποτελεσμάτων. Η αύξηση του μερίσματος χρονικά υστερεί της αύξησης στα κέρδη αλλά μακροπρόθεσμα τα ακολουθεί, στο πλαίσιο βέβαια και των αναγκών για κεφάλαια προς επένδυση της κάθε επιχείρησης.

$$\text{Δείκτης Διανομής Μερίσματος} = \frac{\text{Συνολικό Μέρισμα}}{\text{Κέρδη προς Διάθεση}}$$

Αν π.χ. μια εταιρία, παρατηρώντας στον ισολογισμό τον Πίνακα Διαθέσεως των Αποτελεσμάτων της, διαθέτει συνολικά για μέρισμα 80.000.000 δραχμές και τα συνολικά κέρδη προς διάθεση είναι 250.000.000 δραχμές, τότε ο δείκτης της Διανομής Μερίσματος έχει ως εξής:

$$\text{Διανομή Μερίσματος} = \frac{80.000.000}{250.000.000} = 0,32 \text{ ή } 32\%$$

$$\text{Μετοχή Εταιρίας Β : } \frac{2100}{2300} = 0,91$$

$$\text{Μετοχή Εταιρίας C : } \frac{2200}{2600} = 0,84$$

$$\text{Μετοχή Εταιρίας D : } \frac{3400}{3700} = 0,92$$

Παρατηρούμε ότι το μικρότερο μέγεθος στο δείκτη αυτό παρουσιάζεται για την μετοχή της εταιρίας C (0,84), πράγμα που σημαίνει πως η μετοχή αυτή είναι περισσότερο υποτιμημένη από τις άλλες τρεις εξεταζόμενες και ως εκ τούτου θα προτιμούσαμε να επενδύσουμε σε αυτή.

Ο δείκτης αυτός όπως θα έχει γίνει κατανοητό, αποκτά έννοια με σύγκριση. Επίσης, μπορούμε να πούμε πως όταν το αποτέλεσμα του δείκτη είναι μικρότερο της μονάδας, είναι καλό αποτέλεσμα (δεδομένου ότι για να συμβεί αυτό θα πρέπει η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής να είναι μικρότερη από την λογιστική της αξία - δηλαδή υποτιμημένη) και όσο μικρότερο είναι τόσο καλύτερο είναι.

12.4.3. Η Εσωτερική Αξία (Intrinsic value)

Ίσως το σημαντικότερο μέγεθος που δείχνει αξία μετοχής είναι η Εσωτερική Αξία, δηλαδή αυτή η αξία που έχουν οι διάφορες εταιρίες σα λειτουργούντες και αποδοτικοί οργανισμοί. Η σημασία της για τον επενδυτή είναι τεράστια, αλλά ο υπολογισμός της δεν είναι σαφής. Για την ακρίβεια διαφέρει αρκετά και συχνά. Προκύπτει υπολογίζοντας διάφορα πραγματικά στοιχεία (π.χ. ενεργητικά, κέρδη, μερίσματα, κ.λ.π.) όπως και μερικά υποκειμενικά στοιχεία (όπως π.χ. το management, τις υπάρχουσες προοπτικές, κ.λ.π.). Όλα αυτά τα στοιχεία μπορούμε να πούμε ότι είναι ενσωματωμένα στις τιμές των μετοχών εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Αρα συμπερένουμε ότι η Εσωτερική Αξία μιας μετοχής είναι πολύ κοντινή με την Χρηματιστηριακή της Αξία (τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή), να είναι σχεδόν ταυτόσημες εφόσον το χρηματιστήριο έχει "βάθος" και το επενδυτικό του κοινό σκέφτεται σωστά και έχει λογικές αντιδράσεις. Τώρα ο κάθε επενδυτής μπορεί να υπολογίζει την Εσωτερική Αξία με τρόπο λίγο ή πολύ διαφορετικό από ότι την υπολογίζει κάποιος άλλος επενδυτής, ανάλογα τα στοιχεία και τους παράγοντες που λαμβάνει υπόψη του. Τέλος να αναφέρουμε ότι συχνά - αλλά κατά την γνώμη μας εντελώς λανθασμένα - η Εσωτερική Αξία έχει την ίδια έννοια και θεωρείται ταυτόσημη με την Λογιστική Αξία.

12.4.4. Μεγέθη σχετικά με τα κέρδη

Τα κέρδη είναι ίσως ο σημαντικότερος παράγοντας επηρεασμού των επενδυτών. Όσο μεγαλύτερα κέρδη έχει μια εταιρία τόσο το καλύτερο για αυτήν και για τους μετόχους της. Ας μην ξεχνάμε ότι ο σημαντικότερος στόχος κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση των κερδών. Κάτι τέτοιο δίνει την δυνατότητα στην ίδια την επιχείρηση να σταθεροποιηθεί, να αποκτήσει γερές βάσεις, και να εξελίσσεται συνεχώς, να βρίσκεται ένα βήμα μπροστά από τους ανταγωνιστές. Από την άλλη μεριά οι ιδιοκτήτες

Την πραγματικά καλύτερη επενδυτική ευκαιρία αποτελεί η εταιρία που η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της υπολείπεται περισσότερο σαν ποσοστό % από την λογιστική αξία. Για να το δούμε:

	Λογιστική Αξία	Χρηματιστηριακή Αξία	Διαφορά%
Μετοχή Εταιρίας Α :	4.500	3.900	- 15,38%
Μετοχή Εταιρίας Β :	2.300	2.100	- 9,52%
Μετοχή Εταιρίας C :	2.600	2.200	- 18,18%
Μετοχή Εταιρίας D :	3.700	3.400	- 8,82%

Παρατηρούμε ότι η περισσότερο υποτιμημένη μετοχή (και καλύτερη επενδυτική ευκαιρία) είναι αυτή της εταιρίας C την οποία αν αγοράσει ο επενδυτής και αυτή σε κάποιο χρονικό σημείο μελλοντικά φτάσει την χρηματιστηριακή της τιμή όσο είναι και η λογιστική της αξία, τότε ο επενδυτής θα έχει κερδίσει 18,18% ενώ σε παρόμοια περίπτωση αν είχε αγοράσει την μετοχή της εταιρίας A θα είχε κερδίσει 15,38% (λιγότερο) ενώ τέλος αν είχε προβεί σε αγορά των μετοχών των εταιριών B και D θα είχε κερδίσει (πάντα, εάν στο ίδιο χρονικό μελλοντικό σημείο η χρηματιστηριακή τους τιμή έφτανε τα επίπεδα της λογιστικής τους αξίας) αντίστοιχα 9,52% και 8,82% μόνο (πολύ λιγότερο).

12.4.2. Σχέση Τιμής / Λογιστική Αξία Μετοχής

Η σχέση αυτή δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αξιολογεί την μετοχή κάθε εταιρίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο.

Ισούται με τον λόγο της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής προς την λογιστική αξία της μετοχής, όπως φαίνεται:

$$\text{Δείκτης Τιμής/Λογιστικής Αξίας} = \text{Τιμή Μετοχής} / \text{Λογιστική Αξία Μετοχής}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής καλύπτει την λογιστική αξία της. Όσο περισσότερες φορές την καλύπτει, τόσο υπερτιμημένη μπορεί να θεωρηθεί μια μετοχή. Αντίθετα, όσο μικρότερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο περισσότερο υποτιμημένη η μετοχή που εξετάζεται, άρα έχουμε καλύτερη επενδυτική ευκαιρία.

Για τις μετοχές των εταιριών του παραδείγματος της αμέσως προηγούμενης παραγράφου (12.4.1.) ο δείκτης Τιμής/Λογιστική Αξία έχει ως εξής:

$$\text{Μετοχή Εταιρίας Α : } \frac{3900}{4500} = 0,86$$

$$\text{Λογιστική Αξία} = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Αριθμός Μετοχών}$$

Η Λογιστική Αξία δίνει λοιπόν μια ρεαλιστική εικόνα της αξίας της κάθε εταιρίας (ανά μετοχή). Είναι καλό για μια εταιρία να έχει υψηλή Λογιστική Αξία. Όταν ψάχνουμε για να επενδύσουμε σε μετοχές είναι πολύ καλό να επιλέξουμε (εάν βρούμε) την μετοχή κάποιας εταιρίας που η Λογιστική της Αξία θα είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα χρηματιστηριακή της αξία (τιμή). Συνήθως η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών είναι υψηλότερη από την λογιστική αξία. Εάν όμως η λογιστική αξία μιας μετοχής είναι μεγαλύτερη της χρηματιστηριακής αυτό υποδηλώνει ότι η συγκεκριμένη μετοχή είναι υποτιμημένη και ως εκ τούτου αποτελεί επενδυτική ευκαιρία. Επίσης αν δύο ή περισσότερες μετοχές (διαφορετικών βέβαια εταιριών) έχουν λογιστική αξία μεγαλύτερη της χρηματιστηριακής τους, τότε βέβαια όλες αυτές οι μετοχές είναι υποτιμημένες και έχουμε ευκαιρία για επένδυση αλλά μεταξύ αυτών την καλύτερη επενδυτική ευκαιρία αποτελεί η μετοχή εκείνης της εταιρίας που η λογιστική της αξία είναι περισσότερο μεγαλύτερη σαν ποσοστό από την χρηματιστηριακή της αξία, συγκρινόμενη με τις μετοχές όλων των προς εξέταση εταιριών.

Για να γίνει σαφές αυτό δίνουμε το εξής παράδειγμα:

Αν έχουμε τέσσερις εταιρίες που η λογιστική τους αξία είναι υψηλότερη της χρηματιστηριακής τους, όπως ακολουθεί:

	<u>Λογιστική Αξία</u>	<u>Χρηματιστηριακή Αξία</u>
Μετοχή Εταιρίας Α :	4.500	3.900
Μετοχή Εταιρίας Β :	2.300	2.100
Μετοχή Εταιρίας C :	2.600	2.200
Μετοχή Εταιρίας D :	3.700	3.400

Τίθεται το ερώτημα ποια μετοχή είναι περισσότερο υποτιμημένη ούτως ώστε αποτελεί μεγαλύτερη επενδυτική ευκαιρία. Οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των τεσσάρων εταιριών υπολείπονται σε νομισματικές μονάδες από τις λογιστικές τους αξίες όπως φαίνεται:

Μετοχή Εταιρίας Α :	$4.500 - 3.900 = 600$
Μετοχή Εταιρίας Β :	$2.300 - 2.100 = 200$
Μετοχή Εταιρίας C :	$2.600 - 2.200 = 400$
Μετοχή Εταιρίας D :	$3.700 - 3.400 = 300$

Δεν είναι όμως η μετοχή της εταιρίας Α περισσότερο υποτιμημένη που η διαφορά της μεταξύ λογιστικής και χρηματιστηριακής της αξίας (600 νομισματικές μονάδες) είναι η μεγαλύτερη μεταξύ των τεσσάρων συγκρινόμενων εταιριών.

12.4.1. Η Λογιστική Αξία της μετοχής

Η μετοχή κάθε εταιρίας όπως έχουμε και προηγουμένως πει, έχει μια ονομαστική αξία η οποία αναγράφεται πάνω της (στο σώμα της μετοχής).

Όμως η αξία της (κάθε) εταιρίας δεν παραμένει διαχρονικά η ίδια έτσι ώστε να αντιπροσωπεύεται με το γινόμενο της ονομαστικής αξίας επί τον αριθμό των μετοχών της.

Μέσα από το πέρασμα των χρόνων, η εταιρία συνεχίζει να λειτουργεί και εφόσον η δράση της είναι επιτυχής δημιουργούνται κέρδη που μέρος τους μοιράζεται στους μετόχους αλλά και μέρος τους παραμένει στην εταιρία. Έτσι δημιουργούνται διάφορα αποθεματικά. Επίσης, διαχρονικά, έχουμε αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων όπου οι μετοχές διαθέτονται στο επενδυτικό κοινό σε τιμή μεγαλύτερη από την ονομαστική και που αυτή η διαφορά (όπως έχουμε πει) καταγράφεται στον Ισολογισμό σαν "Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο" στο σκέλος του Παθητικού, στα Ιδια Κεφάλαια. Άλλο ένα πράγμα που συμβαίνει με το πέρασμα των χρόνων είναι ότι δημιουργείται υπεραξία σε ακίνητα κ.λ.π., δηλαδή χρόνο με τον χρόνο η αξία των ακινήτων και λοιπών περιουσιακών στοιχείων αυξάνεται κάτι το οποίο φαίνεται στο Παθητικό, στον τομέα των Ιδίων Κεφαλαίων σαν "Υπεραξία από αναπροσαρμογή ακινήτων" ή "Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας ακινήτων (ή λοιπών περιουσιακών στοιχείων)".

Όλα αυτά όπως και άλλα που δεν αναφέρθηκαν αυξάνουν την αξία της κάθε εταιρίας, η οποία αν υπολογιζόταν πολλαπλασιάζοντας την ονομαστική αξία κάθε μετοχής της επί τον αριθμό των μετοχών της θα έμενε ίδια παρά το χρόνο που θα περνούσε. Αυτό βέβαια δεν θα αντιπροσώπευε καθόλου την πραγματικότητα, είναι εντελώς λάθος.

Για αυτό, για να βρούμε την πραγματική αξία της επιχείρησης παίρνουμε τα συνολικά ίδια κεφάλαια όπως παρουσιάζονται μέσα από την λογιστική απεικόνιση του ισολογισμού και τα διαιρούμε με τον αριθμό των μετοχών της εταιρίας.

Νομίζω ότι είναι ευνόητος ο λόγος για τον οποίο διαιρούμε με τον αριθμό των μετοχών. Αρκεί να τονίσουμε πως αν λαμβάναμε υπόψη μας μόνο την αξία των ιδίων κεφαλαίων τα συμπεράσματα που θα βγάzaμε θα μπορούσαν να ήταν εντελώς λανθασμένα. Ένα παράδειγμα είναι αρκετό για να πείσει.

Αν έχουμε δύο εταιρίες X και Y όπου τα ίδια κεφάλαιά τους είναι αντίστοιχα 4.000.000.000 και 800.000.000, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η εταιρία X που το μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων της είναι πενταπλάσιο από αυτό της εταιρίας Y είναι σίγουρα καλύτερη; Όχι βέβαια. Αυτό είναι τελείως υποκειμενικό, διότι το να είναι πράγματι καλύτερη ή όχι η εταιρία X εξαρτάται από τον αριθμό των μετοχών. Διαιρώντας τα ίδια κεφάλαια με το αριθμό των μετοχών βρίσκουμε την καθαρά πραγματική αξία ανά μετοχή, πράγμα που είναι σωστό. Αν λοιπόν η εταιρία X έχει 10.000.000 μετοχές και η εταιρία Y έχει 1.800.000 μετοχές, τότε έχουμε για τις δύο εταιρίες:

	<u>Ιδια Κεφάλαια</u>	<u>Αριθμός Μετοχών</u>	
Εταιρία X:	4.000.000.000	/ 10.000.000	= 400,00
Εταιρία Y:	800.000.000	/ 1.800.000	= 444,44

Παρατηρούμε ότι τελικά η εταιρία Y είναι αρκετά καλύτερη από την X αφού έχει 44,44 μονάδες περισσότερες του μεγέθους των ιδίων κεφαλαίων / αριθμό μετοχών. Το μέγεθος αυτό ονομάζεται **Λογιστική Αξία** (Book value) και ο τύπος του παρουσιάζεται αμέσως παρακάτω:

$$4. \quad \frac{\text{Κόστος Πωλημένων Εμπορευμάτων}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

$$5. \quad \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Επενδύσεις}}$$

στ. και ... ορισμένοι άλλοι αριθμοδείκτες

1) Σύγκριση ιδίων κεφαλαίων προς μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

$$\frac{\text{Ιδια Κεφάλαια}}{\text{Μακροπρόθεσμες + Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

2) Σχέση κύκλου εργασιών προς το κυκλοφορούν ενεργητικό.

$$\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

3) Δείκτης ο οποίος εμφανίζει το ποσοστό αυτοχρηματοδότησεως (%).

$$\frac{\text{Cash-Flow} \cdot 100}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

4) Δείκτης ο οποίος δείχνει το ποσοστό καλύψεως των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

12.4. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΣΧΕΤΙΖΟΜΕΝΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις των διάφορων εταιριών μπορούμε να πάρουμε διάφορα στοιχεία τα οποία έχουμε την δυνατότητα να τα χρησιμοποιήσουμε για να παράγουμε ορισμένα μεγέθη που αφορούνε τις ίδιες τις μετοχές και ως εκ τούτου είναι σημαντικότερα για την εξαγωγή συμπερασμάτων που βοηθούνε πολύ στην λήψη αποφάσεων για επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους. Ας τα δούμε αναλυτικά:

γ. Δομής Περιουσίας

1. Βαθμός Παγιοποιήσεων = Πάγια / Σύνολο Ενεργητικού
2. Βαθμός Ρευστοποίησης = Κυκλοφοριακά / Σύνολο Ενεργητικού

Σε μια επιχείρηση, αν ο δείκτης της Βαθμού Ρευστοποίησης (2) είναι σαν ποσοστό μεγαλύτερος από τον δείκτη της Βαθμού Παγιοποιήσεων (1) τότε αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση αυτή χαρακτηρίζεται εντάσεως κυκλοφοριακής περιουσίας. Αυτό είναι καλό για τις εμπορικές εταιρίες.

3. Βαθμός Δανειακής Επιβάρυνσης = Ξένα Κεφάλαια / Ιδια Κεφάλαια
4. Βαθμός Κάλυψης Παγίου Κεφαλαίου = Πάγια / Ιδια Κεφάλαια

Όταν ο αριθμοδείκτης (4) του Βαθμού κάλυψης του Παγίου Κεφαλαίου είναι περίπου 100% θεωρείται καλός.

δ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

>>> Η κυκλοφοριακή ταχύτητα είναι καλό να είναι μεγάλη <<<

1. Κυκλοφορ. Ταχύτ. Συνολικών Κεφαλαίων = Κύκλος Εργασιών / Συνολικά Κεφάλαια

2. Κυκλοφορ. Ταχύτ. Ιδίων Κεφαλαίων = Κύκλος Εργασιών / Ιδια Κεφάλαια

3. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων = Κύκλος Εργασιών / Πάγια

4. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων = Κύκλος Εργασιών / Αποθέματα

*** Στον παρονομαστή του κλάσματος του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας (4) είναι σωστότερο να βάζουμε Μ.Ο. Αποθεμάτων αντί των Αποθεμάτων που η εταιρία έχει απλώς στο τέλος της χρήσεως.

5. Κυκλοφορ. Ταχύτ. Δανειακής Επιβάρυνσης = Κύκλος Εργασιών / Ξένα Κεφάλαια

ε. Σχέσεις των Κερδών

1.	Μικτά Κέρδη
	Κύκλος Εργασιών
2.	Καθαρά Κέρδη
	Κύκλος Εργασιών
3.	Μερίσματα Πληρωτέα
	Καθαρά Κέρδη

12.2.4. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Επιχείρησης

Ιδιαίτερα σημαντικοί είναι οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας για την επιχείρηση αφού οι μέτοχοι της (κάθε) επιχείρησης ενδιαφέρονται η εταιρία στην οποία έχουν επενδύσει τα χρήματά τους να είναι όσο το δυνατόν περισσότερο αποδοτική.

α) Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

$$\text{Συνολική Αποδοτικότητα} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

β) Αριθμοδείκτης Ιδιοφελούς Αποδοτικότητας ή Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

$$\text{Ιδιοφελής Αποδοτικότητα} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

12.3. ΔΙΑΦΟΡΟΙ ΑΛΛΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Σε αυτό το σημείο θα δώσουμε διάφορους άλλους αριθμοδείκτες οι οποίοι δεν κρίνονται τόσο σημαντικοί όσο οι προηγούμενοι. Αυτό βέβαια δεν τους στερεί παντελώς σημασίας. Αντιθέτως έχουν μεγάλο ενδιαφέρον να τους μελετήσει κανένας, πράγμα που θα βοηθήσει πολύ έναν επενδυτή στην σύγκριση που διενεργεί μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, στην λήψη αποφάσεων σχετιζόμενων με αυτές και στην αποκόμιση χρήσιμων συμπερασμάτων.

α. Οικονομικής Λιαρθρώσεως

1. Ίδια Κεφάλαια / Σύνολο Υποχρεώσεων
2. Ίδια Κεφάλαια / Πάγιο Ενεργητικό
3. Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού

β. Αποδόσεως και Αποδοτικότητας

1. Καθαρά αποτελέσματα / Πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών
2. Μικτά αποτελέσματα / Πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών
3. Μικτά αποτελέσματα / Κόστος αποθεμάτων και υπηρεσιών
4. Πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών / Ίδια Κεφάλαια

Δίνουμε ένα παράδειγμα για μια εταιρία X:

Καθαρά κέρδη	400.000.000
+ Αποσβέσεις	+ 50.000.000

Cash-Flow καθαρό	450.000.000
- Διανεμηθέντα κέρδη	- 200.000.000

Αυτοχρηματοδότηση	250.000.000

Αν η εταιρία X έχει 5.000.000 μετοχές και η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της είναι 1000 δραχμές, έχουμε:

Καθαρό Cash-Flow 450.000.000 / 5.000.000 μετοχές = 90 Cash-Flow/μετοχή

Το Cash - Flow στην ανάλυση των μετοχών χρησιμοποιείται μέσα από τον εξής δείκτη:

$$\text{Cash-Flow ανά μετοχή} * 100$$

$$\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}$$

Αρα στην περίπτωση της εταιρίας X έχουμε:

$$\frac{90 * 100}{1000} = \frac{9000}{1000} = 9\%$$

Εδώ θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο αριθμητής όσο μεγαλύτερος είναι τόσο καλύτερα είναι, ενώ όσο μικρότερος είναι ο παρονομαστής τόσο το καλύτερο. Τώρα βέβαια είναι προφανές ότι το αποτέλεσμα του δείκτη όσο μεγαλύτερο είναι τόσο καλύτερο είναι.

Αν τώρα μια άλλη εταιρία Y, έχει Cash-Flow/μετοχή = 85 και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της (κατά την ίδια χρονική στιγμή που η μετοχή της εταιρίας X είχε 1000 δραχμές) είναι 1400 δραχμές, τότε ο δείκτης για αυτήν έχει ως εξής:

$$\frac{85 * 100}{1400} = \frac{8500}{1400} = 6,07\%$$

Παρατηρούμε ότι το αποτέλεσμα του δείκτη για την εταιρία Y είναι μικρότερο από αυτό της εταιρίας X. Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή της εταιρίας X είναι υποτιμημένη σε σχέση με την μετοχή της εταιρίας Y, οπότε παρουσιάζει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι της εταιρίας Y. Αν ήταν λοιπόν να επιλέξουμε μεταξύ των μετοχών των δύο αυτών εταιριών, θα προτιμούσαμε την μετοχή της εταιρίας X που σαν υποτιμημένη συγκριτικά με την Y, είναι φτηνή και κάθε "φτηνή" μετοχή δεν μπορεί παρά να αποτελεί επενδυτική ευκαιρία.

Είναι καλό να είναι ο δείκτης αυτός υψηλός αλλά αφού έχουν αφαιρεθεί τα Αποθέματα δεν μπορεί να είναι ιδιαίτερα υψηλός. Εάν επίσης είναι πολύ υψηλότερος σε σύγκριση με τον Μ.Ο. του κλάδου, είναι κακό γιατί αυτό πρακτικά σημαίνει ότι η εν λόγω επιχείρηση ίσως να μην διατηρεί ικανοποιητικό αριθμό αποθεμάτων άρα έχει διαφυγόντα κέρδη, ίσως να έχει υπερβολικές απαιτήσεις από πελάτες της που της χρωστάνε οπότε υπάρχει το ρίσκο μεταξύ αυτών των πελατών να υπάρχουν ορισμένοι που δεν πρόκειται να αποπληρώσουν όσα χρωστάνε λόγω αδυναμίας τους, όπως τέλος μπορεί να έχει μεγάλο αριθμό χρεογράφων, όπως μετοχών που ίσως να μην είναι αποδοτικές.

3. Ένας δείκτης ρευστότητας που μας παρέχει πολύ μεγάλη ασφάλεια είναι αυτός της Ταμειακής Ρευστότητας που είναι ίσος με:

$$\text{Ταμειακή Ρευστότητα} = \frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρ. Υποχρεώσεις}}$$

Μας παρέχει την μεγαλύτερη σιγουριά εκ των δεικτών ρευστότητας επειδή στον αριθμητή του περιλαμβάνει μόνο τα Διαθέσιμα (Ταμείο, Επιταγές εισπρακτέες, καταθέσεις, κ.λπ.), δηλαδή πράγματα που αν χρειαστεί ρευστοποιούνται σχεδόν σίγουρα και αμέσως. Καλό θεωρείται να είναι ελαφρώς υψηλότερος από άλλων ομοειδών επιχειρήσεων ή το Μ.Ο. του κλάδου. Εκ των πραγμάτων όμως, δεν είναι δυνατόν ο δείκτης αυτός να είναι υψηλός, αλλά ακόμα και αν είναι αρκετά μεγαλύτερος από τον Μ.Ο. του κλάδου, αυτό είναι πάλι αρνητικό γιατί σημαίνει ότι η επιχείρηση που έχει αρκετά υψηλό δείκτη Ταμειακής Ρευστότητας διατηρεί υψηλά Διαθέσιμα, τα οποία όμως είναι ανενεργά, δεν χρησιμοποιούνται όπως π.χ. τα εμπορεύματα, για να παράγουν μεγαλύτερο κέρδος.

12.2.3. Cash - Flow

Το Cash - Flow είναι μια έννοια που δημιουργήθηκε στις Η.Π.Α και χρησιμοποιήθηκε εκεί για πρώτη φορά από τους Securities Analysts για την ανάλυση της αξίας των μετοχών και στη συνέχεια για την ανάλυση και αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης.

Μπορούμε να πούμε ότι το Cash - Flow δεν έχει ένα σαφώς καθορισμένο περιεχόμενο. Υπάρχουν κατά τόπους διάφορες μικροδιαφορές. Γενικά όμως είναι δεκτό ότι ισούται με τα κέρδη προσαυξημένα με τις αποσβέσεις και μειωμένα κατά τους φόρους επί των κερδών. Κατ'άλλους το Cash - Flow είναι το καθαρό κέρδος πλέον αποσβέσεων, το οποίο καλείται "κέρδος προ αποσβέσεων".

Το Cash - Flow με την ευρύτερη έννοια είναι συγγενές προς την έννοια της αυτοχρηματοδότησης μιας επιχείρησης, δηλαδή:

Αυτοχρηματοδότηση = Cash-Flow καθαρό - Διανεμηθέντα κέρδη

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της, ενώ αντίστοιχα, στην εταιρία Β το Κυκλοφορούν Ενεργητικό καλύπτει μόλις κατά 1,125 φορές τις δικές της Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Ως εκ τούτου λοιπόν, το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης δεν θεωρείται ασφαλές κριτήριο όπως είναι ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας.

Είπαμε πριν, ότι όσο μεγαλύτερη είναι η Γενική Ρευστότητα σε μια επιχείρηση τόσο το καλύτερο. Αλλά και αυτό δεν είναι απόλυτο. Αν π.χ. μεταξύ δυο επιχειρήσεων Γ και Δ η Γενική Ρευστότητα έχει ως ακολούθως:

Γενική Ρευστότητα εταιρίας Γ = 1,9

Γενική Ρευστότητα εταιρίας Δ = 4,8

ενώ η Γενική Ρευστότητα του Κλάδου (δηλαδή ο Μέσος Όρος των δεικτών Γενικής Ρευστότητας όλων ή πολλών ομοειδών επιχειρήσεων) είναι = 1,5 .

Από αυτά συμπεραίνουμε πως η εταιρία Γ είναι καλύτερη από την Δ, ας έχει η τελευταία μεγαλύτερη ρευστότητα, διότι η Γ έχει μεγαλύτερη ρευστότητα από τον μέσο όρο του κλάδου ενώ η Δ έχει υπερβολικά μεγαλύτερη ρευστότητα από την αντίστοιχη του κλάδου, πράγμα αφύσικο και αρνητικό που μπορεί να σημαίνει π.χ. ότι στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό της ίσως υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση αποθεμάτων τα οποία δεν μπορούν να διατεθούν στην αγορά, οπότε όχι μόνο δεν παράγουν κέρδη για την εταιρία (αφού δεν πωλούνται) αλλά την επιβαρύνουν και με το κόστος συντήρησής τους. Δηλαδή, στην προκειμένη περίπτωση η επιχείρηση Γ είναι καλύτερη της Δ.

2. Δείκτης Ειδικής ή Πραγματικής Ρευστότητας (Acid-test-ratio) ή (Quick ratio).

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι το ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ συνίσταται από τις εξής βασικές ενότητες:

$$\text{ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΑ} = \begin{array}{l} \blacksquare \text{ Αποθέματα} \\ \blacksquare \text{ Απαιτήσεις} \\ \blacksquare \text{ Χρεόγραφα} \\ \blacksquare \text{ Διαθέσιμα} \\ \text{(ταμείο, καταθέσεις,} \\ \text{κ.λπ. - χρήμα)} \end{array}$$

τα ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΑ είναι το ίδιο πράγμα με το ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ, και το ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ισούται με το ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ, δηλαδή:

$$\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} = \text{Κεφάλαιο Κίνησης}$$

>>>> Τώρα, επειδή τα Αποθέματα μπορεί να μην πωλούνται και για να είμαστε πιο σίγουροι, έχει δημιουργηθεί ένας άλλος δείκτης ρευστότητας που ονομάζεται Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας και ισούται με:

$$\text{Ειδική Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφ. Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Εταιρία Β: Έχει Κυκλοφορούν Ενεργητικό 1.800 χρηματ.μονάδες και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις 1.600 χρημ.μονάδες.

Οπότε το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης (Κ.Κ.Κ) για τις δυο εταιρίες έχει ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Κ.Κ.Κ (Α)} &= 250 - 150 = 100 \text{ χρηματικές μονάδες} \\ \text{Κ.Κ.Κ (Β)} &= 1.800 - 1.600 = 200 \text{ χρηματικές μονάδες} \end{aligned}$$

Παρατηρούμε ότι το Κ.Κ.Κ της Β είναι 200 χ.μ. έναντι 100 χ.μ. της Α, δηλαδή διπλάσιο αυτού της Α. Και τίθεται το ερώτημα: Οι χρηματοδότες της Β, θα έπρεπε να είναι ευτυχισμένοι για το γεγονός αυτό και να αισθάνονται περισσότερο σίγουροι για την τοποθέτηση των χρημάτων τους στην εταιρία Β από ότι θα έπρεπε να αισθάνονται οι χρηματοδότες της Α για την δική τους τοποθέτηση;

Και η απάντηση είναι ΟΧΙ, διότι στην περίπτωση ρευστοποίησης, μπορεί μεν η εταιρία Β να έχει διπλάσιο Κ.Κ.Κ από αυτό της εταιρίας Α, αλλά αυτό που ενδιαφέρει περισσότερο τους χρηματοδότες είναι το πόσες φορές το Κυκλοφορούν Ενεργητικό καλύπτει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, αφού από την ρευστοποίηση αυτού θα καλυφθούν οι διάφορες υποχρεώσεις. Όσες περισσότερες φορές, το Κυκλοφορούν Ενεργητικό καλύπτει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, τόσο το καλύτερο. Τόσο πιο σίγουροι μπορούν να αισθάνονται οι διάφοροι χρηματοδότες.

Το συμπέρασμα λοιπόν είναι, ότι το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης καλό είναι να είναι υψηλό, αλλά δεν θεωρείται ένα ασφαλές κριτήριο.

12.2.2. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (liquidity's ratios)

1. Το μέγεθος που περιγράψαμε ακριβώς πριν ότι ενδιαφέρει περισσότερο τους διάφορους χρηματοδότες δεν είναι άλλο, παρά ο αριθμοδείκτης **Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)**, ο οποίος ισούται με τον λόγο του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

$$\text{Γενική Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο Δείκτης, τόσο το καλύτερο. Αν τον εφαρμόσουμε για τις δύο προηγούμενες εταιρίες Α και Β που αναφέραμε προηγουμένως θα βρούμε ότι:

$$\text{Γενική Ρευστότητα εταιρίας Α} = 250 / 150 = 1,666$$

$$\text{Γενική Ρευστότητα εταιρίας Β} = 1.800 / 1.600 = 1,125$$

Παρατηρούμε ότι ενώ όταν λαμβάναμε υπόψη το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης, η εταιρία Β φαινόταν καλύτερη εφόσον είχε διπλάσιο από την Α, λαμβανομένου υπόψη το δείκτη Γενικής Ρευστότητας βρίσκουμε ότι η Α είναι τελικά πιο ασφαλής για τοποθέτηση χρημάτων σε σχέση με την Β, γιατί το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της (από την ρευστοποίηση του οποίου θα καλυφθούν οι υποχρεώσεις) είναι 1,666 φορές μεγαλύτερο από τις

12.1. ΓΕΝΙΚΑ

Οι χρηματιστηριακοί επενδυτές τοποθετούν τα χρήματά τους σε μετοχές Ανωνύμων Εταιριών με την προσδοκία ότι οι εταιρίες που αυτοί επέλεξαν θα έχουν μια τέτοια πορεία, ώστε οι μετοχές τους να δώσουν ικανοποιητικό μέρισμα και να αυξηθεί η αξία τους.

Γι'αυτό το λόγο έχουν βρεθεί διάφορα μεγέθη και δείκτες, τα οποία βοηθούν πολύ τους επενδυτές να επιλέξουν την ωστή εταιρία (στις μετοχές της οποίας θα επενδύσουν τα λεφτά τους).

Για να βρούμε τους δείκτες και τα μεγέθη που επιθυμούμε, λαμβάνουμε διάφορα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις. Ο ισολογισμός π.χ. έχει σημασία για τον επενδυτή, κατά πόσο τα στοιχεία του ενεργητικού θα παράγουν έσοδα και σε τι βαθμό και στην περίπτωση της ρευστοποίησης, γιατί τότε αυτό που θα λάβει θα προέρχεται από την πώληση των περιουσιακών στοιχείων. Στα αποτελέσματα χρήσης, ο επενδυτής θα βρει ενδιαφέροντα στοιχεία σχετικά με τα κέρδη και τα μερίσματα.

Παρακάτω θα αναλύσουμε τους τρόπους με τους οποίους θα βρούμε χρήσιμες πληροφορίες μέσω των οικονομικών καταστάσεων.

Τονίζουμε επιπλέον ότι όλους αυτούς τους δείκτες, τα μεγέθη και τα κριτήρια που θα αναλύσουμε, θα πρέπει να τα συγκρίνουμε μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων και διαχρονικά, ώστε τα συμπεράσματά μας να είναι ορθολογικά και σωστά. Δεν είναι λογικό να συγκρίνουμε ανομοιογενή πράγματα.

12.2. ΒΑΣΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ - ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

12.2.1. Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης

Κεφάλαιο Κίνησης (ή Κυκλοφορούν Ενεργητικό)
- Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης

Επεξήγηση: Αν από το Κεφάλαιο Κίνησης ή αλλιώς το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αφαιρέσουμε τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προκύπτει ένα μέγεθος που καλείται Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης.
■ Το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης πρέπει να είναι πάντα θετικό (+). Για τους δανειστές και τους χρηματοδότες είναι καλό να είναι καλό να είναι μεγάλο αλλά δεν παρέχει και μεγάλη σιγουριά.

Αν έχουμε δυο εταιρίες Α και Β, όπου το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης στην Β είναι μεγαλύτερο από αυτό της Α, το γεγονός αυτό και μόνο δεν σημαίνει κατ'ανάγκη ότι η εταιρία Β είναι σίγουρα καλύτερη της Α. Για να γίνει κατανοητό αυτό δίνουμε το ακόλουθο παράδειγμα:

Εταιρία Α: Έχει Κυκλοφορούν Ενεργητικό 250 χρηματ. μονάδες
και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις 150 χρημ.μονάδες.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ _ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

11.6. ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Μαζί με τις υπόλοιπες καταστάσεις δημοσιεύεται - προσοχή! - μόνο στην περίπτωση που υπάρχουν κέρδη, ένας πίνακας που μας πληροφορεί που διατίθενται, με ακρίβεια, τα Καθαρά Κέρδη Χρήσεως αφού αφαιρεθεί ο Φόρος εισοδήματος και που μένει ένα ποσό που το καλούμε Κέρδη πρως διάθεση.

11.7. ΤΟ ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ

Ο Ισολογισμός και τα Αποτελέσματα Χρήσεως καταρτίζονται σύμφωνα με τα ισχύοντα στην Ε.Ο.Κ τα οποία ικανοποιητικά αντιπροσωπεύονται από το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο που είναι προσαρμοσμένο στις οδηγίες αυτής. Στο Προσάρτημα περιέχονται επεξηγήσεις απαραίτητες για την κατανόηση του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων, ιδίως για τις περιπτώσεις που υπάρχει η δυνατότητα διαφορετικών τρόπων ενέργειας (μέθοδος αποτίμησης αποθεμάτων, ανάλυση επιπρόσθετων πηγών εσόδων, υπολογισμός αποσβέσεων, κ.λ.π.) ενώ επεξηγείται υποχρεωτικά κάθε παρέκλιση από την δομή του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων Χρήσεως, χειρισμός που επιτρέπεται μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ
ΤΗΣ 31 ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1992 (1.1.1992 - 31.12.1992)

	ΧΡΗΣΕΩΣ 1992		ΧΡΗΣΕΩΣ 1991	
I Αποτελέσματα εμπορεύματος				
Κυκλός εργασιών (πωληθέν)				
α) Ετήσιος	653.254.258	653.254.258	3.646.569	203.648.819
β) Κοινωνική	1.006.562.918		1.233.892.367	
	3.659.817.176		2.880.458.936	
ΜΕΙΟΝ - Κόστος		270.183.973		148.311.996
Μικτά αποτελέσματα (αέρση)				
εμπορεύματος		383.070.285		54.336.823
ΜΕΙΟΝ I. Έξοδα διοικητικής				
λειτουργίας		114.104.294		46.301.000
Μικτά αποτελέσματα (αέρση)				
εμπορεύματος		268.965.991		8.035.823
ΠΑΕΟΝ Iα. Έσοδα από				
Κοινωνικές προμήθειες	339.566.757		586.503.569	
ΜΕΙΟΝ - 2. Έξοδα από ζημιές				
συμ/των 201 20017	10.522.572		3.157.681	
3. Τόκοι χρηματικού και				
πληρημάτων	92.289.182	102.511.754	236.755.005	17.653.135
				81.840.839
Οξεία αποτελέσματα (αέρση)				
εμπορεύματος		505.720.994		11.187.693
ΠΑΕΟΝ Εκπαικτά Αποτελέσματα				
1. Εκπαικτά αέρση	455.771		9.339	
3. Έσοδα προμηθ. χρεώσεων	342.000	297.771		29.736
ΜΕΙΟΝ 4. Εκπαικτά για ομόλογα				
(Έσοδα)	1.087.830		521.515	
3. Έξοδα προμηθ. χρεώσεων	700.482	1.088.312	990.541	801.519
Οργανικά και παρεχθέντα αποτελέσματα				
(αέρση)		504.730.453		312.994.900
Σύνολο απορρίψεων τιμών στοιχείων	143.887.773			12.389.773
ΜΕΙΟΝ Ο συνολικά μετασχηματισμοί				
λετογραφικό κόστος	143.887.773			12.389.773
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη)				
ΧΡΗΣΕΩΣ διοικήσεων		504.730.453		312.994.900

κύρια επιχειρηματική δραστηριότητα. Υστερα προστίθενται ή αφαιρούνται έσοδα ή έξοδα ανόργανης ή έκτακτης μορφής. Μετά αφαιρούνται οι αποσβέσεις για να προκύψουν τα Καθαρά Αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) Χρήσεως προ Φόρων. Από αυτό το ποσό αφαιρούμε την φορολογία και εφόσον βέβαια υπάρχουν κέρδη, βρίσκουμε τα Κέρδη προς Διάθεση.

Ακολουθεί μια γενική ανάλυση του λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως:

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

Πωλήσεις (έσοδα) - (μείον) Κόστος πωλήσεων
Μικτά Κέρδη - έξοδα διαφήμισης - έξοδα διοίκησης - έξοδα χρηματοοικονομικά
Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης + έσοδα ανόργανα - έξοδα ανόργανα
Κέρδη (ή ζημιές) προ φόρου - Φορολογία
Κέρδη προς διάθεση

Παρακάτω δίνουμε δύο πλήρεις καταστάσεις λογαριασμών Αποτελεσμάτων Χρήσεως προς χρήση παραδείγματος (ο ένας με ζημιές και ο άλλος με κέρδη).

- (• αυτός με τα κέρδη στην επόμενη σελίδα 142 I
 • αυτός με τις ζημιές στην προηγούμενη σελίδα 141 I - με το βελάκι)

11.5. ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ

Οι Οικονομικές Καταστάσεις των Ανωνύμων Εταιριών ελέγχονται από Ορκωτούς Λογιστές σύμφωνα με τις ελεγκτικές διαδικασίες που κρίνονται κατάλληλες, βάσει των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το Σώμα Ορκωτών Λογιστών. Από την εταιρία δίνονται τα βιβλία και στοιχεία που ζητούνται από τους Ορκωτούς Λογιστές, καθώς και όλες οι αναγκαίες πληροφορίες και επεξηγήσεις. Οι Ορκωτοί Λογιστές συντάσσουν μια έκθεση που αναφέρεται ως Πιστοποιητικό Ελέγχου Ορκωτού Λογιστή, η οποία δημοσιεύεται μαζί με τις Οικονομικές Καταστάσεις της εταιρίας (Ισολογισμός, Αποτελέσματα Χρήσης, Πίνακας Διαθέσεως Κερδών). Αυτή αναφέρει τα συμπεράσματα του ελέγχου που πραγματοποιήθηκε από τον Ορκωτό Λογιστή επί των Οικονομικών Καταστάσεων της εταιρίας.

Υ.Γ.: Τώρα πλέον το Πιστοποιητικό Ελέγχου δεν επιβάλλεται να είναι ορκωτού λογιστή, αλλά επιτρέπεται να γίνεται και από οποιαδήποτε λογιστική εταιρία.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ 30ης ΙΟΥΝΙΟΥ 1992 - ΠΑΡΑΓΩΓΗ - ΕΜΠΟΡΙΑ - ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΙΕΣ ΚΛΩΣΤ/ΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 30ης ΙΟΥΝΙΟΥ 1992 - 7η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (1.7.1991-30.6.1992) - ΑΡ.Μ.Α.Ε. 5533/04/Β/86/247Κ ΠΟΣΑ ΣΕ ΔΡΑΧΜΕΣ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Ποσό κλεισίματ. 30.6.92	Ποσό κλεισίματ. 30.6.91	Ποσό κλεισίματ. 30.6.1992	Ποσό κλεισίματ. 30.6.1991
Β. ΕΞ ΘΑΛ ΕΚΔΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ				
1. Έσοδα ίδρυσης και πρώτης ενγύσεως	175.928	175.928	175.928	175.928
Γ. ΠΑΙΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
1. Διμερές Αντιπροσωπείας	5.811.265	5.811.265	5.811.265	5.811.265
2. Διμερές Αντιπροσωπείας	1.988.149	1.988.149	1.988.149	1.988.149
3. Ενδοκοινωνικές Αντιπροσωπείες	7.170.363	7.104.969	7.104.969	7.104.969
4. Μηχανήματα Τύπου Ενγύσεως	1.039.940	1.039.940	1.039.940	1.039.940
5. Μεταφορικά Μέσα	3.045.228	1.858.825	1.858.825	1.858.825
6. Επάρια & Λοιπά Εξοπλιστικά	18.460.528	8.494.330	8.494.330	8.494.330
7. Λοιπά	23.171.803	11.359.749	11.359.749	11.359.749
Σύνολο Αντιπροσωπείων (Π+Γ)				
Δ. ΚΥΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
1. Αμοιβώματα	21.869.977	21.869.977	21.869.977	21.869.977
2. Προβόδια τρομα & ημετέλη	6.311.548	6.311.548	6.311.548	6.311.548
3. Πρωτες ώρες & ώρα συακ	28.200.525	28.200.525	28.200.525	28.200.525
4. Αμοιβές	2.590.159	2.590.159	2.590.159	2.590.159
5. Γραμμάτια Επιστροφής	1.086.950	1.086.950	1.086.950	1.086.950
6. Χρεώματα Διόφρατα	6.681.862	6.681.862	6.681.862	6.681.862
7. Αμοιβές	10.359.191	10.359.191	10.359.191	10.359.191
8. Διμερές	1.507.532	1.507.532	1.507.532	1.507.532
9. Τρομα - Τροματες	1.507.532	1.507.532	1.507.532	1.507.532
10. Τρομα - Τροματες	30.273.494	30.273.494	30.273.494	30.273.494
11. Σύνολο Κυκλώτων Ενερτητικού (ΔΙ+ΔΙ+ΔΜ)	2.791.953	2.791.953	2.791.953	2.791.953
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ)				
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΝΟΤΕΛΕΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ 30ης ΙΟΥΝΙΟΥ 1992 (1.7.1991 - 30.6.1992)				
1. ΑΝΟΤΕΛΕΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ				
Κιόλιο: Εργοστάσιον (Καλωσύνη)	52.121.808	52.121.808	52.121.808	52.121.808
Μεσο: Κιόλιο Παιδείας	42.653.245	42.653.245	42.653.245	42.653.245
Μικτά Μητρώματα (Κόσμη εκμ-τακ)	9.258.581	9.258.581	9.258.581	9.258.581
Σύνολο:	7.427.650	7.427.650	7.427.650	7.427.650
Μεσο: 1. Έσοδα δωροτ. Αποστολής	1.466.204	1.466.204	1.466.204	1.466.204
3. Έσοδα Αποστολής Διοικήσεως	364.727	364.727	364.727	364.727
Μεσο: 3. Χρεώματα Τόκω & Συνασθ. Έσοδα	5.292.491	5.292.491	5.292.491	5.292.491
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΥΠΑ (ΣΥΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ	3.927.764	3.927.764	3.927.764	3.927.764

ΠΛΗΡΗΤΙΚΟ	Ποσό κλεισίματ. 30.6.1992	Ποσό κλεισίματ. 30.6.1991
Α. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
1. Μετοχικό Κεφάλαιο (30.800 Μετοχές των 1.000)	30.800.000	30.800.000
2. Αποθεματικό	1.442.581	1.442.581
3. Διαφορές Αποπροσώπων	51.423	51.423
4. Διαφορές Αποπροσώπων	(4.927.764)	(4.927.764)
5. Διαφορές Αποπροσώπων	(99.525.650)	(99.525.650)
6. Διαφορές Αποπροσώπων	48.496.896	48.496.896
7. Διαφορές Αποπροσώπων	31.255.252	31.255.252
8. Διαφορές Αποπροσώπων	0	0
9. Διαφορές Αποπροσώπων	280.534	280.534
10. Διαφορές Αποπροσώπων	2.517.049	2.517.049
11. Διαφορές Αποπροσώπων	18.432.028	18.432.028
12. Διαφορές Αποπροσώπων	6.000.000	6.000.000
13. Διαφορές Αποπροσώπων	96.300	96.300
14. Διαφορές Αποπροσώπων	626.454	626.454
15. Διαφορές Αποπροσώπων	(27.670.829)	(27.670.829)
16. Διαφορές Αποπροσώπων	52.781.563	52.781.563
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
1. Προσβεβλημένες Υποχρεώσεις	2.517.049	2.517.049
2. Προσβεβλημένες Υποχρεώσεις	18.432.028	18.432.028
3. Προσβεβλημένες Υποχρεώσεις	6.000.000	6.000.000
4. Προσβεβλημένες Υποχρεώσεις	96.300	96.300
5. Προσβεβλημένες Υποχρεώσεις	626.454	626.454
6. Προσβεβλημένες Υποχρεώσεις	(27.670.829)	(27.670.829)
7. Προσβεβλημένες Υποχρεώσεις	52.781.563	52.781.563
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΛΗΡΗΤΙΚΟΥ (Α+Β+Γ)		
Ο ΔΙΟΙΚ. ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΣ		
ΠΕΡΙΚΛΗΣ ΠΡΟΥΣΑΛΟΓΛΟΥ		
ΕΝΑΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ		
ΙΟΦΟΚΛΗΣ ΠΡΟΥΣΑΛΟΓΛΟΥ		
Ο ΛΟΓΙΤΗΣ		
ΑΝΤΩΝΗΣ ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΣ		

πέφτει 10% το έτος. Βλέπουμε ότι ενώ σαν συνολικό μέγεθος επιτοκίου δείχνει να συμφέρουν οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, τελικά συνήθως συμφέρουν οι δανεισμοί από Διαρκή Κεφάλαια διότι το κόστος επιβάρυνσης κατά έτος είναι μικρότερο από αυτό που έχουμε από Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

Συνήθως:

Οι επενδύσεις σε ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΑ χρηματοδοτούνται από ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ.

Οι επενδύσεις σε ΠΑΓΙΑ χρηματοδοτούνται από ΔΙΑΡΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.

- Τα μεγέθη του Ισολογισμού της τελευταίας χρήσης δίνονται μαζί με τα αντίστοιχα μεγέθη της αμέσως προηγούμενης χρήσης, ώστε να είναι συγκρίσιμα.

Δίνουμε παρακάτω έναν πλήρες Ισολογισμό προς εξέταση από τους αναγνώστες.

Ο ισολογισμός βρίσκεται στην επόμενη σελίδα 141 I

11.4. ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ

Λέγοντας Αποτελέσματα Χρήσεως, εννοούμε τα κέρδη ή τις ζημιές που επίτευξε μια επιχείρηση κατά την χρήση της (λειτουργία ενός έτους). Ο υπολογισμός των Αποτελεσμάτων μπορούμε να πούμε ότι είναι ο τελικός σκοπός της λογιστικής διαδικασίας που ακολουθείται σε κάθε επιχείρηση. Τα Αποτελέσματα Χρήσης είναι ένας λογαριασμός, μια κατάσταση, που αρχίζει με το ύψος των εσόδων από την πώληση των προϊόντων ή υπηρεσιών, από τα οποία αφαιρούνται τα διάφορα κόστη τους. Η διαφορά τους, δίνει το Μικτό Αποτέλεσμα ή αλλιώς Μικτά Κέρδη τα οποία αυξάνονται με τυχόν υπάρχοντα άλλα έσοδα από την εκμετάλλευση. Αφαιρούνται έπειτα τα έξοδα των μη παραγωγικών λειτουργιών (διοίκησης, πωλήσεων και ερευνών) και βρίσκουμε τα Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης. Τονίζουμε ότι τα λέμε Αποτελέσματα γιατί μπορεί να είναι κέρδη, μπορεί όμως να είναι και ζημιές. Το ποσό που βρικόμα αυξάνεται ή μειώνεται από την ύπαρξη διάφορων εσόδων (π.χ. συμμετοχών, χρεογράφων, κ.λ.π.) και εξόδων (π.χ. ζημιές από συμμετοχές, χρεωστικοί τόκοι, κ.λ.π.) που δεν οφείλονται στην

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Επιχείρησης Χ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
<u>Πάγια</u> κτίρια ακίνητα εξοπλισμός	<u>Ίδια Κεφάλαια</u> Μετοχικό κεφάλαιο Αποθεματικό κεφάλαιο
<u>Κυκλοφοριακά</u> Αποθέματα Απαιτήσεις Χρεόγραφα Διαθέσιμα (ταμείο)	<u>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u> Δάνεια από τράπεζες
	<u>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u> Δάνεια τραπεζικά κ άλλα Γραμμάτια πληρωτέα Προμηθευτές (πιστωτές)
	Οφειλές
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ <u>XXXXX</u>	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ <u>XXXXX</u>

Τα Ίδια Κεφάλαια συνίστανται από την διαφορά των στοιχείων του Ενεργητικού και των Υποχρεώσεων συνολικά (Μακροπρόθεσμων και Βραχυπρόθεσμων), είναι δηλαδή, η αξία που απομένει μετά την ικανοποίηση όλων των διεκδικήσεων των πιστωτών (ξένων χρηματοδοτών) επί της περιουσίας της επιχείρησης.

Δηλαδή: **ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ - ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ = ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

Τα Ίδια Κεφάλαια συν τις Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις τις αποκαλούμε Διαρκή Κεφάλαια.

Ίδια Κεφάλαια + Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις = Διαρκή Κεφάλαια

- Το κόστος δανεισμού είναι μεγαλύτερο όταν προέρχεται από τα Διαρκή Κεφάλαια από αυτό που προέρχεται από τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

π.χ.: Κόστος δανεισμού Διαρκών Κεφαλαίων 25%
 Κόστος δανεισμού Βραχυπρ. Υποχρεώσεων 20%

-----> Αλλά συνήθως συμφέρει τις επιχειρήσεις ο δανεισμός από τα Διαρκή Κεφάλαια διότι πολύ απλά ένα επιτόκιο 25% κατανέμεται σε περίοδο π.χ. 5 ετών, δηλαδή πέφτει 5% το έτος, ενώ στην περίπτωση δανεισμού από Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις με επιτόκιο 20% κατανέμεται π.χ. σε χρονική περίοδο 2 ετών, άρα

ρυστοποιούνται πολύ πιο εύκολα από τα πάγια στοιχεία και γι'αυτό ακριβώς, τα κυκλοφοριακά τοποθετούνται μετά από τα πάγια. Μεταξύ των κυκλοφοριακών όμως, τοποθετούνται π.χ. πρώτα τα αποθέματα (προϊόντα) που ρυστοποιούνται δυσκολότερα, μετά οι απαιτήσεις από διάφορους πελάτες που είναι σχετικά εύκολο και σίγουρο ότι μπορούν να εισπραχθούν, έπειτα κάποια χρεόγραφα, αν υπάρχουν, που είναι πολύ εύκολο να ρυστοποιηθούν και τέλος (φυσικά) τα διαθέσιμα, δηλαδή τα μετρητά που είναι από την φύση τους ρυστά.

Το Παθητικό συνίσταται κατά σειρά από τις εξής βασικές κατηγορίες: Ιδια Κεφάλαια, Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις, Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Λέγοντας Ιδια Κεφάλαια βασικά εννοούμε το μετοχικό κεφάλαιο. Οι λογαριασμοί του Παθητικού καταχωρούνται με σειρά αντίθετη από αυτή που πρέπει να εξοφληθούν, πρώτα οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, μετά οι Βραχυπρόθεσμες ενώ τα κεφάλαια που ανήκουν στους ιδιοκτήτες (Ιδια) καταχωρούνται προ αυτών.

Βλέπουμε τις βασικές κατηγορίες του Ενεργητικού και του Παθητικού των Ισολογισμών στο ακόλουθο σχέδιο:

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	Επιχείρησης X
<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>	<u>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</u>
<u>Πάγια</u>	<u>Ιδια Κεφάλαια</u>
<u>Κυκλοφορούν Ενεργητικά</u>	<u>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u>
	<u>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u>

Ενας Ισολογισμός περιλαμβάνει την απεικόνιση ορισμένων Λογαριασμών της εταιρίας, όπως αυτοί έχουν σε μια δεδομένη στιγμή (στο τέλος της χρήσεως). Οι συνηθέστεροι λογαριασμοί των διάφορων ενοτήτων του Ενεργητικού και του Παθητικού καθώς και η σειρά προτεραιότητας που διέπει την αναφορά τους σε αυτά, φαίνονται στο παρακάτω σχέδιο:

11.3. Ο ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Οι Ανώνυμες Εταιρίες είναι υποχρεωμένες από τον νόμο να δημοσιεύουν στο τέλος κάθε έτους-χρήσης μια οικονομική κατάσταση που λέγεται Ισολογισμός. Είναι επίσης υποχρεωμένες να δημοσιεύουν και στο μεσοδιάστημα τον εξαμηνιαίο ισολογισμό για να μπορεί να φαίνεται η εξέλιξή τους.

Ο Ισολογισμός δείχνει την χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης κατά το τέλος της χρήσεως. Η χρήση αφορά την λειτουργία της επιχείρησης για δώδεκα μήνες, είτε πρόκειται για ένα πραγματικό έτος (01/01 ως 30/12), είτε πρόκειται για 12μηνο χρονικό διάστημα που αρχινά το καλοκαίρι ενός έτους και τελειώνει το καλοκαίρι του επόμενου έτους (βλέπε Ισολογισμό που δίδεται στην επόμενη σελίδα).

Όπως όλες οι οικονομικές καταστάσεις, συντάσσεται βάσει αποδεκτών λογιστικών αρχών, ώστε ο τρόπος ανάπτυξης των ισολογισμών να είναι ενιαίος σε όλες τις επιχειρήσεις για να τυποποιηθούν και να διευκολύνουν τους ενδιαφερόμενους στην ανάγνωσή τους και την σύγκρισή τους. Ο Ισολογισμός έχει σχήμα σαν **T**, το οποίο τον χωρίζει σε ένα δεξί και ένα αριστερό κομμάτι.

Το αριστερό κομμάτι του ονομάζεται **ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ** κατά την λογιστική ορολογία, ενώ το δεξί **ΠΑΘΗΤΙΚΟ**. Το Ενεργητικό μας δείχνει την διάθεση των υπάρχοντων επιχειρησιακών κεφαλαίων, ή αλλιώς τις επενδύσεις της εταιρίας ή αλλιώς τα περιουσιακά στοιχεία στοιχεία της επιχείρησης. Το Παθητικό μας δείχνει τις πηγές προέλευσης των περιουσιακών στοιχείων, ή αλλιώς τις πηγές χρηματοδότησης των επενδύσεων.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ		Επιχείρησης X	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	
(Επενδύσεις)	←-----→	(Χρηματοδοτήσεις)	
ή			
(Περιουσιακά Στοιχεία)	←-----→	(Πηγές Προέλευσης)	
ή			
(Κεφάλαια)	←-----→	(Πηγές Αντίληψης)	

Επειδή το Ενεργητικό μας δείχνει τις επενδύσεις και το Παθητικό μας δείχνει τις χρηματοδοτήσεις αυτών, δεν μπορεί παρά να είναι το Ενεργητικό ίσο με το Παθητικό.

Κανόνας: **ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ = ΠΑΘΗΤΙΚΟ** <----- Πάντα!

Το Ενεργητικό αποτελείται πάντα από τις εξής κατηγορίες κατά σειρά: το πάγιο ενεργητικό και το κυκλοφορούν ενεργητικό. Τα ίδια πράγματα τα λέμε πιο απλά και συνηθέστερα, πάγια και κυκλοφοριακά. Ο κανόνας είναι πως οτιδήποτε περιέχεται στο Ενεργητικό (οποιοσδήποτε Λογαριασμός) τοποθετείται σε αυτό με σειρά αντίθετη της δυνατότητας ρευστοποίησης του. Δηλαδή στα Πάγια, τοποθετούμε π.χ. πρώτα τα κτίρια που είναι δυσκολότερο να ρευστοποιηθούν και μετά τον εξοπλισμό που είναι ευκολότερο να ρευστοποιηθεί. Στην συνέχεια, όλα τα περιεχόμενα στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό

Έκθεση Διοικητικού Συμβουλίου για τη χρήση 1991

Κυρίες και Κύριοι Μέτοχοι,

Στην Έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου της περασμένης χρονιάς σας είχαμε ενημερώσει ότι προχωρούσαμε χωρίς δισταγμούς σε μια αναδιάρθρωση της Εταιρείας, η οποία θα έδινε σύνταγμα τους καρπούς της. Η αναδιάρθρωση αυτή προχώρησε με τόλμη και αποφασιστικότητα και ολοκληρώθηκε μέσα στον χρόνο που πέρασε. Αλλάξαμε πολλά πράγματα, πρόσωπα, νοοτροπία αλλά και στόχους.

Τώρα, ένα μεγάλο μέρος του κεφαλαίου μας, περισσότερο από το μισό, τοποθετήθηκε σε οικονομικής φύσεως εργασίες, όπως μεταχές της Τράπεζας Εργασίας (59.900 μετοχές με τιμή αγοράς 5.250 δραχμές και μέση χρηματιστηριακή τιμή Δεκεμβρίου 1991, 6.789 δραχμές ανά μετοχή), συμμετοχή κατά 33% στα κεφάλαια της ErgoLeasing (165.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 2.000 δραχμών εκάστη) καθώς και, σε μικρότερο ποσοστό, σε άλλες (40 μετοχές της εταιρείας «Χρηματιστηριακή Εργασία Α.Χ.Ε.», ονομαστικής αξίας 30.000 δραχμών εκάστη και 5.000 μετοχές της εταιρείας «Πρόσδος Α.Ε.», ονομαστικής αξίας 2.000 δραχμών και μέσης χρηματιστηριακής αξίας Δεκεμβρίου 1991, 1.426 δραχμών εκάστη).

Επίσης, σημαντικό μέρος του κεφαλαίου (205 εκατ. δρχ.), διατέθηκε για την αγορά τεσσάρων (4) οροφών γραφείων στην οδό Αργυρουπόλεως 2Α στην Καλλιθέα, συνολικού εμβαδού 2.475 τ.μ. Σύμφωνα με εκθέσεις πραιματογνομωνών εκτιμάται ότι η σημερινή αξία του ακινήτου ανέρχεται στο ποσό των 600 εκατ. δρχ. περίπου.

Το έργο αυτό, όπως σας είχαμε πει με όλη την ειλικρίνεια και το θάρρος που μας διακρίνει, απαιτούσε μακροπρόθεσμο προγραμματισμό, υπομονή και εγρήγορση, πράγματα που έγινον γρηγορότερα από ότι υπολογίζαμε και σήμερα μπορούμε να πούμε ότι παρ' όλες τις θυσίες και το κόστος που απαιτήθηκε, παρ' όλη την ζημία που φαίνεται στον Ισολογισμό μας, το κεφάλαιο της Εταιρείας είναι εξασφαλισμένο.

Με το υπολοιπό κεφάλαιο, ένα μέρος του οποίου θα αποδεσμεύσουμε και φέτος από τις εμπορικές μας δραστηριότητες, θα συνεχίσουμε να «παίζουμε» τον ρόλο μας, πιο αποδοτικά, στον χώρο της Πληροφορικής, χωρίς όμως αυταπάτες, εφ' όσον το Δημόσιο που αποτελεί περίπου το 70% της Ελληνικής αγοράς εξακολουθεί να είναι αδικαιολόγητα αδιάφορο μέχρι εχθρικά προς τις Ελληνικές εταιρείες σαν και την δική μας, η οποία εκτός από το γεγονός ότι παρέχει Υψηλής Ποιότητας Προϊόντα και Υπηρεσίες, έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, και ανήκει σε 14.000 περίπου μετόχους, πράγμα που εξασφαλίζει και το αδιάβλητο της συναλλαγής!

Στην τομέα αυτό εξακολουθούμε να είμαστε αποκλειστικοί αντιπρόσωποι της INTEL στους Ηλεκτρονικούς Υπολογιστές, είμαστε αντιπρόσωποι της IOMEGA (Βερμούδη), της STARGATE, της INFORMIX, MICROFOCUS, και SUNSOFT (INTERACTIVE) στο Λογισμικό (SOFTWARE). Πρόσφατα δε γίναμε αντιπρόσωποι της «AT & T», η οποία είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες στον κόσμο στον χώρο των Τηλεπικοινωνιών και συνεχίζουμε να εισάγουμε τους εκτυπωτές EPSON.

Ακόμη, θρυσκόμαστε σε προχωρημένο στάδιο, σε διαπραγματεύσεις με κατασκευαστές άλλων προϊόντων που είναι απαραίτητα για να συμπληρώσουμε την γκάμα των προϊόντων Πληροφορικής, που θα δώσουν στους αντιπροσώπους μας την δυνατότητα να καλύψουν από την ERGODATA κατά μεγάλο ποσοστό τις ανάγκες του ιδιωτικού αλλά και του Δημόσιου Τομέα σε Συστήματα Μικροπολογιστών.

Επιπλέον, την φετινή χρονιά μπήκαμε στην Οργάνωση Σεμιναρίων για προχωρημένους χρήστες της Πληροφορικής. Στελέχη μεγάλων επιχειρήσεων, όπως Ο.Τ.Ε., Σ.Ο.Λ., κλπ., με μεγάλη επιτυχία και αποκομίζοντας κολλοκαυτικά σχόλια από τους εκπαιδευθέντες. Την πείρα που αποκτήσαμε από τα Σεμινάρια αυτά, σκεπτόμαστε να την αξιοποιήσουμε με την δημιουργία Σχολής Πληροφορικής.

Από Οικονομικής πλευράς, για την χρονιά που διανύουμε, στόχος μας είναι η ανάκαμψη και ο περιορισμός των ζημιών στο μηδέν και το 1993 θα είναι κερδοφόρο αφού θα αποδώσουν οι Εμπορικές μας δραστηριότητες, η πύροχή Υπηρεσιών (Service- Τεχνική Υποστήριξη- Εκπαίδευση) και θα εισπράξουμε τα κέρδη που μας απολογούν από την συμμετοχή μας στις άλλες εταιρείες και θα είναι η απάρχη μιάς μακράς και συνεχούς αναπτυξιακής πορείας στο Μέλλον!

Το Διοικητικό Συμβούλιο

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΕΠΕΡΧΟΜΕΝΟΥ
 1 Αποτελέσματα περιόδου χρήσης
 2 Σχετική μεταβολή περιόδου
 και επαναλαμβανόμενα στοιχεία

1.675.315.475	2.303.852.273
—	6.876.912
125.852.898	372.361.865
125.852.698	376.238.777

1.675.315.475	2.303.852.273
—	6.876.912
125.852.898	372.361.865
125.852.698	376.238.777

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ
 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991 (1.1.91 - 31.12.91)

	Ποσό κλειστής χρήσεως 1991	Ποσό προηγούμενης χρήσεως 1990
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΠΕΡΧΟΜΕΝΟΥ	1.166.268.865	1.574.987.787
Κέρδη επαναπληρωθέντων	961.230.486	1.256.482.285
ΜΕΙΩΣΗ Κέρδη προηγούμενης	205.036.368	309.505.482
Μικτά αποτελέσματα (αξία)	3.171.075	29.287.895
ΠΛΕΟΝ Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	208.207.444	349.893.177
ΣΥΝΟΛΟ	3.379.222	379.181.167
ΜΕΙΩΣΗ 1. Έσοδα διαφημίας λιποψήφιστος	96.908.506	86.378.754
2. Έσοδα λειτουργίας (επιμύνη & αναπτύξεις)	20.043.181	87.060.999
3. Έσοδα λειτουργίας διαβίωσης	303.248.672	802.654.482
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	442.201.368	448.297.235
ΠΛΕΟΝ 1. Έσοδα διαφημίας	223.993.924	(1.364.484.058)
4. Πιστωτικές τόκους εισοδημάτων	30.300.000	—
έσοδα	11.981.084	69.849.097
	42.281.084	69.849.097
ΜΕΙΩΣΗ	21.875.007	70.140.604
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	20.603.082	(291.507)
Σύνολο αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	(713.390.842)	(1.367.855.565)
II. ΠΛΕΟΝ Εισοδήματα από μερίσματα	6.590.509	29.578.166
1. Εισοδήματα από μερίσματα έσοδα	1.790.141	114.070
2. Εκτακτικά έσοδα	678.547	1.041.487
3. Έσοδα προηγούμενης χρήσεως	4.444.855	—
4. Έσοδα από πώληση προηγούμενων περιουσιακών στοιχείων	13.504.962	24.734.303
ΜΕΙΩΣΗ	13.664.614	—
1. Έκτακτα και συναφή έξοδα	30.690.870	—
2. Έκτακτες ζημιές	41.867.074	—
3. Έσοδα προηγούμενης χρήσεως	1.387.222	—
4. Πώληση για λειτουργικές ανάγκες	2.095.234	—
Ουκ άνετα & έκτακτα αποτελ. (ζημιές)	76.342.100	(62.860.048)
ΜΕΙΩΣΗ Σύνολο αποσβεστικών παχών	(776.250.890)	38.164.066
συναχών	—	(13.429.763)
Μείωση: Ο υπολοίπος επαναπληρωθέντων	70.371.022	64.360.471
στο λειτουργικό κέρδος	35.483.260	20.904.380
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΖΗΜΙΑ) ΧΡΗΣΕΩΣ	(211.138.652)	(181.671.419)

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ ΔΩΙΚ. ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ
 ΚΩΝ. Σ. ΚΑΛΩΣΤΗΣ
 Α.Δ.Τ. Η 66-00996 64

Αθήνα 15 Απριλίου 1992
 Ο ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ
 Τ. Μ. ΜΑΡΙΝΑΚΗΣ
 Β 9423249

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ
 Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανώνυμης Εμπορικής και
 Βιομηχανικής Εταιρείας «ΠΑΡΦΟΡΗΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ» (ERGODATA S.A.)

Ελέγξαμε τις οικονομικές καταστάσεις κέρδη και το σύνολο προαποτίμου της Ανώνυμης Εμπορικής και Βιομηχανικής Εταιρείας «ΠΑΡΦΟΡΗΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ» (ERGODATA S.A.) της εταιρείας χρήσεως που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 1991. Ο έλεγχός μας έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 37 του κ.ν. Ν. 2190/1920 - περί Ανωνύμων Εταιρειών - και τις ελεγκτικές διαδικασίες που κανονίζει κατάλληλα, βάσει των αρχών και ελεγκτικών διαδικασιών που ακολουθεί το ίδιο Ορκωτό Λογιστήν. Τέλεμα στη βάση της διαφοράς που υπάρχει μεταξύ των εσόδων και της εξόδων αναλογίας για τον έλεγχο πληροφοριών που διέπεται. Στη βάση της εταιρείας έχει τηρηθεί κανονικά λογαριασμός κέρδους παραγωγής δεν τροποποιήθηκε η μέθοδος απαράσης της σχέση με την προηγούμενη χρήση. Επαληθεύσαμε τη συμφωνία του προαποτίμου της Εταιρείας διαχρηστικής του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Τράπεζα Γενική Συνέλευση των μετόχων με τις σχετικά Οικονομικές Καταστάσεις. Τα Προαποτίμα περιλαμβάνει τις πληροφορίες που προέκυψαν από την παροχή Γ του άρθρου 43α του κ.ν. Ν. 2190/1920. Οι αναλυτικές Καταστάσεις προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της εταιρείας και από με το Προαποτίμα. Οπτικοποιούν βιβλία των ορκωτών λογιστών που κέρδων και Λογιστικών αρχών οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραβάτες και δι' αυτό έχουν από εκείνες που η εταιρεία εφόρμασε στην προηγούμενη χρήση. Την επαναλαμβανόμενη διαπίκωση και τη χρησιμοποίησή τους (επιχειρησιακή κατάσταση) της εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1991, καθώς και τα αποτελέσματα της χρήσεως που έληξε αυτή την περίοδο.

Αθήνα 5 Μαΐου 1992
 Ο Ορκωτός Λογιστής
 ΣΠ. ΠΗΡΟΣ Α. ΚΟΛΟΚΥΒΑΙ
 ΑΔΤ Κ. 22675577



ΠΑΡΧΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕΒΕ

ERGODATA

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991
4η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (1.1.91 - 31.12.91)
 Α.Μ.Α.Ε. 14858 06 Β. 87.10
 ΠΟΣΑ ΣΕ ΔΡΑΧΜΕΣ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Ποσό κλεισμένης χρήσης 1991	Ποσό προηγούμενης χρήσης 1990	ΠΛΗΡΗΤΙΚΟ	Ποσό κλεισμένης χρήσης 1991	Ποσό προηγούμενης χρήσης 1990
ΔΕΔΟΤΑ	ΑΠΟΒΛΗΤΑ	ΔΙΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ	ΑΠΟΒΛΗΤΑ	ΔΕΔΟΤΑ	ΑΠΟΒΛΗΤΑ
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΣ					
1. Έσοδα από πωλήσεις και μισθώσεις	42.420.180	33.896.144	8.524.036	42.420.180	35.432.108
2. Υποπροσόδους	24.526.362	17.355.617	7.170.745	24.526.362	12.550.245
4. Λοιπά έσοδα επιχορηγήσεων	66.946.542	51.251.761	15.694.781	66.946.542	39.564.969
Γ. ΠΛΗΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
1. Αποθεματικές αποτιμήσεις	64.561.817	39.585.217	24.976.580	64.561.817	46.495.034
1. Έσοδα από πωλήσεις και μισθώσεις					
2. Έσοδα από πωλήσεις και μισθώσεις					
3. Έσοδα από πωλήσεις και μισθώσεις					
4. Έσοδα από πωλήσεις και μισθώσεις					
5. Έσοδα από πωλήσεις και μισθώσεις					
6. Έσοδα από πωλήσεις και μισθώσεις					
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ (Γ+Γ+Γ)	381.717.751	117.879.915	263.837.836	408.555.596	76.506.751
III. Στοιχεία με άλλες επιχειρήσεις					
1. Στοιχεία με άλλες επιχειρήσεις					
2. Στοιχεία με άλλες επιχειρήσεις					
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Γ+Γ+Γ+Γ)					
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
1. Εμπορεύματα	665.675.000			326.200.000	
2. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές	427.040			427.040	
3. Διενεργηθέντες έργα	630.102.040			376.627.040	
4. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές	919.939.876			658.876.864	
5. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές					
Π. ΑΠΟΒΛΗΤΑ					
1. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές	257.369.211			431.013.362	
2. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές	12.082.246			30.617.549	
3. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές				6.605.742	
4. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές	1.028.402			1.483.546	
5. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές	34.911.000			278.515.503	
6. Προβλεπόμενα έσοδα και πληρωμές	365.390.894			748.235.722	
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΩΝ ΑΠΟΒΛΗΤΩΝ	216.840.249			428.491.223	
1. Ταμείο					
2. Ταμείο					
3. Ταμείο					
4. Ταμείο					
5. Ταμείο					
6. Ταμείο					
7. Ταμείο					
8. Ταμείο					
9. Ταμείο					
10. Ταμείο					
11. Ταμείο					
12. Ταμείο					
13. Ταμείο					
14. Ταμείο					
15. Ταμείο					
16. Ταμείο					
17. Ταμείο					
18. Ταμείο					
19. Ταμείο					
20. Ταμείο					
21. Ταμείο					
22. Ταμείο					
23. Ταμείο					
24. Ταμείο					
25. Ταμείο					
26. Ταμείο					
27. Ταμείο					
28. Ταμείο					
29. Ταμείο					
30. Ταμείο					
31. Ταμείο					
32. Ταμείο					
33. Ταμείο					
34. Ταμείο					
35. Ταμείο					
36. Ταμείο					
37. Ταμείο					
38. Ταμείο					
39. Ταμείο					
40. Ταμείο					
41. Ταμείο					
42. Ταμείο					
43. Ταμείο					
44. Ταμείο					
45. Ταμείο					
46. Ταμείο					
47. Ταμείο					
48. Ταμείο					
49. Ταμείο					
50. Ταμείο					
51. Ταμείο					
52. Ταμείο					
53. Ταμείο					
54. Ταμείο					
55. Ταμείο					
56. Ταμείο					
57. Ταμείο					
58. Ταμείο					
59. Ταμείο					
60. Ταμείο					
61. Ταμείο					
62. Ταμείο					
63. Ταμείο					
64. Ταμείο					
65. Ταμείο					
66. Ταμείο					
67. Ταμείο					
68. Ταμείο					
69. Ταμείο					
70. Ταμείο					
71. Ταμείο					
72. Ταμείο					
73. Ταμείο					
74. Ταμείο					
75. Ταμείο					
76. Ταμείο					
77. Ταμείο					
78. Ταμείο					
79. Ταμείο					
80. Ταμείο					
81. Ταμείο					
82. Ταμείο					
83. Ταμείο					
84. Ταμείο					
85. Ταμείο					
86. Ταμείο					
87. Ταμείο					
88. Ταμείο					
89. Ταμείο					
90. Ταμείο					
91. Ταμείο					
92. Ταμείο					
93. Ταμείο					
94. Ταμείο					
95. Ταμείο					
96. Ταμείο					
97. Ταμείο					
98. Ταμείο					
99. Ταμείο					
100. Ταμείο					

137 II 8

ΕΚΘΕΣΗ & ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ
1991



ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ

Ανώνυμος Βιομηχανική Εταιρεία



ELOT



ELOT SHARD NF-USE



QUALITY
ASSURANCE

TUV

137 I

ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ

Ανώνυμος Βιομηχανική Εταιρεία

ΚΕΝΤΡΙΚΑ ΓΡΑΦΕΙΑ: Μεσογείων 15
Αμπελόκηποι
115 26 Αθήνα
Τηλ.: 7793.111-4, 7705.933
Fax: 7705.777

ΕΡΓΟΣΤΑΣΙΟ: - Αγία Μαρίνα
Στυλίδα - Φθιώτιδα
Τηλ.: 0238/22006, 22007
Fax: 0238/22012

ΔΙΚΤΥΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ - ΑΠΟΘΗΚΕΣ / ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΟΙ

ΑΘΗΝΑ: Εθν. Μακαρίου 149
Άνω Δάφνη
172 35 Αθήνα
Τηλ.: 9713406, 9782790
Fax: 9717960

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ:

1. Ευριπίδου 7
Αμπελόκηποι
561 23 Θεσσαλονίκη
Τηλ.: 031/731901, 732200
Fax: 031/731901
2. Κυπρίων Αγωνιστών 17
Καλοχώρι
570 09 Θεσσαλονίκη
Τηλ.: 031/572920, 572960

ΗΡΑΚΛΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ: Λυσιστράτης 12
Αγ. Ιωάννης
Ηράκλειο, Κρήτης
Τηλ.: 081/257739

ΡΟΔΟΣ: Δαμαγήτου 11
851 00 Ρόδος
Τηλ.: 0241/61444

ΔΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΔΑ Αιγαίου Πελάγους 85
Αγία Πάρασκευη
153 41 Αθήνα
Τηλ.: 6399357

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗ

Πολύ ορθά έχει παρατηρηθεί ότι ο σύγχρονος κόσμος μας διανύει τον «Αιώνα της Πληροφόρησης» που όμως ταχύτατα εξελίσσεται στον «Αιώνα της Επικοινωνίας». Η επικοινωνία αποτελεί τον πυρήνα της παγκόσμιας ανάπτυξης και απαιτεί ένα νέο κράμα ιδεών, δεξιοτεχνίας και προοπάθειας. Χρειάζεται «Τεχνολογική Εξειδίκευση».

Τα καλώδια έχουν ένα ρόλο «κλειδί» σ' αυτές τις νέες εξελίξεις. Όχι μόνο συνδέοντας τη μία πόλη με την άλλη ή τη μια ήπειρο με την άλλη. Αλλά ακόμη μεταφέροντας την ενέργεια που κινεί τα σύγχρονα ηλεκτρονικά συστήματα και τα σήματα που τα ελέγχουν, είτε πρόκειται για σύνδεση ανάμεσα σ' ένα σταθμό παραγωγής ενέργειας και ένα εργοστάσιο, είτε ανάμεσα σε ένα διακόπτη και μία λάμπα.

Όσο τα δίκτυα επικοινωνιών γίνονται περισσότερο πολύπλοκα και ασύμμετρα μεταξύ τους, τόσο πειστικότερη γίνεται η ανάγκη για ολοκληρωμένες και εναρμονισμένες λύσεις. Αυτό σημαίνει ότι τα σημερινά συστήματα καλωδιώσεων θα πρέπει να εξασφαλίζουν τη δυνατότητα να μεταφέρουν όχι μόνο τη φωνή, αλλά κείμενα, πληροφορίες και εικόνες σε διαρκώς μεγαλύτερες αποστάσεις και διαρκώς μεγαλύτερες ταχύτητες. Οι ανάγκες αυτές έχουν κατά μεγάλο μέρος ικανοποιηθεί από την επιτυχημένη εφαρμογή της τεχνολογίας των γυάλινων οπτικών ινών στα ψηφιακά δίκτυα.

Ταυτόχρονα ευρύτερες ανησυχίες σχετικά με το περιβάλλον και την οικολογία προκαλούν αυξημένη ζήτηση για νέα μη ρυπογόνα και ασφαλέστερα προϊόντα.

Η ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ κατέχει όλη την αναγκαία τεχνογνωσία (Know-how), τη δυνατότητα πρόσβασης μέσω του Ομίλου Αλκατέλ σε οποιαδήποτε νεώτερη τεχνογνωσία και τεχνολογία παραγωγής. Τα Κέντρα Ερευνών και Ανάπτυξης του Ομίλου αναπτύσσουν και προωθούν τις τεχνολογίες της επόμενης γενεάς.

Σε ένα συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον η Αλκατέλ Καλώδια Ελλάς συνδυάζει τη δυνατότητα κατανόησης των αναγκών τόσο της εγχώριας όσο και της διεθνούς αγοράς. Μέσα στα πλαίσια της στρατηγικής της να προσφέρει πλήρεις και ολοκληρωμένες λύσεις, η Αλκατέλ Καλώδια Ελλάς συνεργαζόμενη με τις εταιρείες του ομίλου Alcatel Cable, που αποτελεί το μεγαλύτερο όμιλο βιομηχανιών καλωδίων, διαθέτει την τεχνογνωσία και την τεχνολογική εξειδίκευση για την προμήθεια και εγκατάσταση καλωδιακών συστημάτων σε όλο τον κόσμο.

ΕΙΜΑΣΤΕ ΕΔΩ ΣΗΜΕΡΑ ΓΙΑ ΤΟ ΔΙΚΟ ΣΑΣ ΑΥΡΙΟ

ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ
ΤΟΥ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ 31.12.1991
ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1. Αρχές - Μέθοδος ενοποίησης

Ενοποιήθηκαν οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. και ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε. σύμφωνα με τις διατάξεις της 7ης οδηγίας της ΕΟΚ και ειδικότερα όπως ορίζεται στα άρθρα 90 έως 109 του Κ.Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών.

2. Διαφορές ενοποίησης - Δικαιώματα μειοψηφίας

Στο λογαριασμό «Διαφορές ενοποίησης» που εμφανίζεται στην κατηγορία των ιδίων κεφαλαίων, καταχωρήθηκαν οι διαφορές που προέκυψαν από τον συμψηφισμό της αξίας κτήσεως των μετοχών της θυγατρικής εταιρείας, με το ποσό της καθαρής θέσεως της 1ης Ιανουαρίου 1991. Ο συμψηφισμός έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 103 του Κ.Ν. 2190/1920 «περί ανωνύμων εταιρειών».

Στο λογαριασμό «Δικαιώματα μειοψηφίας», που εμφανίζεται στην κατηγορία των ιδίων κεφαλαίων, καταχωρήθηκαν τα δικαιώματα από τη συμμετοχή τρίτων στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.

3. Αποθέματα

Τα αποθέματα εμπορευμάτων, ετοιμών προϊόντων, υπολειμμάτων, παραγωγής σε εξέλιξη, πρώτων υλών, ανταλλακτικών, βοηθητικών υλών και υλικών συσκευασίας έχουν καταχωρηθεί στην αξία που εμφανίζουν στους επιμέρους ισολογισμούς και δεν χρειάστηκε να μειωθούν κατά τα ενδοεταιρικά κέρδη διότι δεν ήταν σημαντικά.

4. Απαιτήσεις - Υποχρεώσεις

- α. Οι απαιτήσεις και υποχρεώσεις καταχωρήθηκαν, όπως εμφανίζονται στους επί μέρους ισολογισμούς, μειωμένες κατά τα ποσά των χρεοπαιτήσεων μεταξύ των εταιρειών.
- β. Οι προβλέψεις καταχωρήθηκαν όπως εμφανίζονται στους αντίστοιχα ελεγμένους επί μέρους ισολογισμούς των εταιρειών που ενοποιήθηκαν.

5. Ενοποιημένα αποτελέσματα χρήσεως

- α. Ο συνολικός κύκλος εργασιών και το κόστος πωλήσεων των εταιρειών έχουν μειωθεί κατά το ποσό του ενδοεταιρικού κύκλου εργασιών.
- β. Οι λοιποί λογαριασμοί των αποτελεσμάτων καταχωρήθηκαν, όπως προέκυψαν από την ενοποίηση των αντίστοιχων λογαριασμών των επί μέρους εταιρειών, αφού προηγουμένως αναδιαρθρώθηκαν κονδύλια ώστε να είναι συγκρίσιμα και αφού εξαλείφθηκαν τα κονδύλια που προέρχονται από ενδοεταιρικές συναλλαγές.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ
31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991 (1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991)

		Ποσά Χρήσεως 1991	
I	Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως		
	Κυκλές εργασίες (Πωλήσεις)		16.865.960.791
	Μειον: Κόστος Πωλήσεων		14.115.935.818
	Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		2.750.024.973
	Πλεον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως		30.516.924
	Σύνολο		2.780.541.897
	ΜΕΙΟΝ: 1 Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	453.636.670	
	3 Έξοδα λειτουργίας διαθεσεως	840.899.791	
	Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		1.486.006.036
	ΠΛΕΟΝ: 4 Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	59.822.517	
	ΜΕΙΟΝ: 3 Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	651.109.784	
	Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		894.718.769
II	Έκτακτα αποτελέσματα		
	ΠΛΕΟΝ: 1 Έκτακτα και ανώργανα έσοδα	500.366.600	
	2 Έκτακτα κέρδη	3.448.370	
	3 Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	68.569.384	572.376.354
	ΜΕΙΟΝ: 1 Έκτακτα και ανώργανα έξοδα	304.608.148	
	2 Έκτακτες ζημιές	46.680.056	
	3 Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	1.876.164	
	4 Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	230.112.099	
	Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)		583.276.467
	ΜΕΙΟΝ		(10.900.113)
	Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	309.970.598	
	Μειον: Οι από αυτές ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	309.970.598	0
	ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων		283.318.656
	ΜΕΙΟΝ: Δικαιώματα μειοψηφίας		(44.723.917)
	ΛΗΓΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΑΝΑΛΟΓΟΥΝΤΑ ΣΤΗΝ ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε		839.094.739

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

		Ποσά Χρήσεως 1991	
	Ένοποιημένα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων		839.094.739
	Υπόλοιπα αποτελεσμάτων (κέρδων) προηγούμενων χρήσεων		144.332.641
	Σύνολο		983.427.380
	ΜΕΙΟΝ: 1 Φόρος εισοδήματος (Ένοποιημένων αποτελεσμάτων)	84.642.204	
	2 Λοιπά μη ενσωματωμένοι στα λειτουργικά κόστος φόροι	5.099.308	
	Κέρδη προς διάθεση		893.685.868
	Η διάθεση των κερδών γίνεται ως εξής:		
	1 Τυκτικό αποθεματικό		36.988.300
	2 Μισθώμα		501.750.000
	6 Αφορολόγητα αποθεματικά Ν. 1892/90		171.333.848
	8 Υπόλοιπα κερδών εις νέο		178.013.720
			893.685.868

Αθήνα, 31 Μαρτίου 1992

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΤΟΥ Δ.Σ.

Ο ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ
& ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Ο Ο.ΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Ο ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ
ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ALDO OCCARI

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΑΛΟΓΕΡΑΣ

SUNNY KUMAR

ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΨΙΛΙΑΓΚΟΣ

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας «ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.»

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 108 του Ν. 2190/1920 (αρχικός της ανωτέρω ενοποιημένης οικονομικής καταστάσεως, καθώς και το σχετικό Πρόσθετο Πρωτόκολλο του Ομίλου των Επιχειρήσεων ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ στην Ελλάδα που καταρτίστηκε τόσο στην ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. για την ετήσια χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 1991, όπως είναι και η περίπτωση εφαρμογής της ελεγκτικής διαδικασίας που κληρονομήθηκε για το σκοπό της ενοποίησης, επαληθεύσαμε τη συμφωνία των περιλαμβανόμενων της Ενοποιημένης Οικονομικής Διαστάσεως με τις Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις. Κατά τη γνώμη μας, αυτές ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις έχουν καταρτισθεί σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2190/1920 και τις παραδεχόμενες λαγναιτικές αρχές και μεθόδους και αιτιολογούμε την περιστασιακή διάρθρωση, τη χρηματοοικονομική θέση και τα αποτελέσματα του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην παραπάνω ενοποίηση της 31 Δεκεμβρίου 1991.

Αθήνα, 2 Απριλίου 1992
Ο Ορκωτός Λογιστής
ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΘΑΝ. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΣ

ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Ποσά Χρήσεως 1991

A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
I. Μετοχικό Κεφάλαιο		
1. Καταβλημένο		1.393.750.000
		<u>1.393.750.000</u>
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		
1. Καταβλημένη		1.246.400.000
		<u>1.246.400.000</u>
III. Διαφορές αναπροσαρμογής -		
Επιχορηγήσεις επενδύσεων		
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας		106.723.079
λοιπών περιουσιακών στοιχείων		
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων		273.022.450
Πάγιου Ενεργητικού		
		<u>379.745.529</u>
IV. Αποθεματικά κεφάλαια		
1. Τοκτικό αποθεματικό		210.528.718
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών		
διατάξεων νόμων		
		719.099.744
		<u>929.628.462</u>
V. Αποτελέσματα εις νέο		
Υπολοιπο κερδών χρήσεως εις νέο		
		178.013.720
VI. Ποσα προορισμένα για αύξηση κεφαλαίου		
1. Καταθέσεις μετόχων		719.425
VII. Χρεωστικές διαφορές ενοποίησης		
		(133.684.979)
VIII. Δικαιώματα μειοψηφίας		
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		
(AI + AII + AIII + AIV + AV + AVI + AVII + AVIII)		
		<u>4.290.601.733</u>
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ		
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού		
λόγω εξόδου από την υπηρεσία		
		298.726.750
2. Λοιπές προβλέψεις		
		23.532.662
2α. Πρόβλεψη για υποτίμηση βραδέως κινηθέντων αποθεμάτων		
		43.000.000
		<u>365.259.412</u>
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
2. Δάνεια Τραπεζών		
		232.793.426
		<u>232.793.426</u>
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
1. Προμηθευτές		
		1.734.409.326
3. Τραπεζες λιβραυροθέσμων υποχρεώσεων		
		1.891.712.232
4. Προκαταβολές πελατών		
		218.011.287
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη		
		158.778.471
6. Ασφαλιστικοί Οργανισμοί		
		74.375.028
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
πληρωτέες στην επόμενη χρήση		
		46.869.074
10. Μερίσματα πληρωτέα		
		516.796.348
11. Πιστωτές διάφοροι		
		378.236.113
		<u>5.019.187.879</u>
Σύνολο υποχρεώσεων (ΓI + ΓII)		
		<u>5.251.981.305</u>
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		
2. Έξοδα χρήσεως δουλευμένα		
		144.881.791
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού		
		218.929.569
		<u>363.811.360</u>
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α + Β + Γ + Δ)		
		<u>10.271.653.810</u>
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ		
1. Δικαιούχοι αλλοτρίων περιουσιακών στοιχείων		
		2.731.827
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων		
και εμπραγμάτων ασφαλειών		
		1.552.377.655
4. Λοιποί λογαριασμοί πάξεως		
		375.651.000
		<u>7.930.760.482</u>

ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	Ποσά χρήσεως 1991		
	Αξία Κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπόσβεστη Αξία
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ			
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	102.034.808	58.590.922	43.443.886
	<u>102.034.808</u>	<u>58.590.922</u>	<u>43.443.886</u>
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
I. Ανώματες ακινητοποιήσεις			
1. Έξοδα ερευνών και αναπτύξεως	7.539.770	7.539.768	2
	<u>7.539.770</u>	<u>7.539.768</u>	<u>2</u>
II. Ενωμάτες ακινητοποιήσεις			
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	561.669.405	0	561.669.405
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	1.194.025.583	1.108.205.575	85.820.008
4. Μηχανήματα - Τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	3.103.709.262	2.005.966.496	1.097.722.766
5. Μεταφορικά μέσα	84.212.162	45.808.309	38.403.853
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	158.328.177	103.781.614	54.546.563
7. Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές	86.451.157	0	86.451.157
	<u>5.188.395.746</u>	<u>3.263.781.994</u>	<u>1.924.613.752</u>
Σύνολο ενσωμάτων ακινητοποιήσεων (ΓI + ΓII)	<u>5.195.935.518</u>	<u>3.271.321.782</u>	<u>1.924.613.754</u>
III. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις			
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			4.387.126
			<u>4.387.126</u>
Σύνολο πάγιου ενεργητικού (ΓI + ΓII + ΓIII)			<u>1.929.000.880</u>
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
I. Αποθέματα			
1. Εμπορεύματα			23.126.331
2. Προϊόντα έτοιμα και ημιτελή-Υποπροϊόντα και Υπολείμματα			910.628.564
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			698.128.673
4. Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα Υλικά - Ανταλλακτικά και Είδη ουσκευασίας			599.074.463
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			11.293.818
			<u>2.242.249.849</u>
II. Απαιτήσεις			
1. Πελάτες			4.085.452.257
2. Γραμμάτια εισπρακτέα			
— Χαρτοφυλακίου	1.000.000		
— Στις Τράπεζες για εισπραξη	9.684.000		
— Στις Τράπεζες για εγγύηση	17.035.038		
	<u>27.719.038</u>		
Μείον: μη δουλευμένοι τόκοι	784.108		26.934.928
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση			3.786.791
3α Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)			238.210.718
3β Επιταγές σε καθυστέρηση			14.152.527
10. Επισφαλείς - Επιδικοί πελάτες και χρεώστες	251.080.358		
Μείον: προβλέψεις	242.878.000		8.202.358
11. Χρεώστες διάφοροι			479.104.401
12. Λογαριασμοί διαχειρήσεως - προκαταβολών και πιστώσεων			3.059.598
			<u>4.858.903.578</u>
IV. Διαθέσιμα			
1. Ταμείο			2.643.559
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας			825.224.527
			<u>827.868.086</u>
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού (ΔI + ΔII + ΔIV)			<u>7.929.021.513</u>
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			
1. Έξοδα επομένων χρήσεων			17.982.254
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα			334.090.146
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού			18.115.131
			<u>370.187.531</u>
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β + Γ + Δ + Ε)			<u>10.271.653.810</u>
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ			
1. Αλλότρια περιουσιακά στοιχεία			2.731.827
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπραγμάτων ασφαλειών			7.552.377.655
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			375.651.000
			<u>7.930.760.482</u>

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας «ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.»

Ελέγξαμε τις ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις καθώς και το σχετικό Προσάρτημα της Ανώνυμης Εταιρείας «ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.», της εταιρικής χρήσεως που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 1991. Ο έλεγχός μας, στα πλαίσια του οποίου λάβαμε και γνώση πλήρους λογιστικού απολογισμού των εργασιών των υποκαταστημάτων της εταιρείας, έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 37 του κωδ. Ν. 2190/1920 «περί ανωνύμων Εταιρειών» και τις ελεγκτικές διαδικασίες που κρίναμε κατάλληλες, βάσει των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το Σώμα Ορκωτών Λογιστών. Τέθηκαν στη διάθεσή μας τα βιβλία και στοιχεία που τήρησε η εταιρεία και μας δόθηκαν οι αναγκαίες για τον έλεγχο πληροφορίες και επεξηγήσεις που ζητήσαμε. Στα βιβλία της εταιρείας έχει τηρηθεί κανονικά λογαριασμός κόστους παραγωγής. Δεν τροποποιήθηκε η μέθοδος απογραφής σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Εποληθεύσαμε τη συμφωνία του περιεχομένου της Εκθέσεως Διαχειρίσεως του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων, με τις σχετικές Οικονομικές Καταστάσεις. Το Προσάρτημα περιλαμβάνει τις πληροφορίες που προβλέπονται από την παρ. 1 του άρθρου 43α του κωδ. Ν. 2190/1920. Από τον παραπάνω έλεγχο μας προέκυψαν τα εξής: 1. Ο λογαριασμός «Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις» Δρχ. 924.098.000 αφορά την τιμή κτήσεως του 74,13% των μετοχών ομοειδούς εταιρείας της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο αλλά ελέγχεται από το Σώμα Ορκωτών Λογιστών. Η εσωτερική λογιστική αξία των μετοχών αυτών με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό της 31.12.1991, βάσει των διατάξεων του κωδ. Ν. 2190/1920 (άρθρ. 43) υπολείπεται της τιμής κτήσεως των κατά Δρχ. 75.000.000 περίπου. Η τιμή κτήσεως των μετοχών αυτών ενεκρίθη με αποφάσεις ΥΠΕΘΟ και Τραπέζης της Ελλάδος κατόπιν εκτιμήσεων του Σ.Ο.Λ. 2. Στο λογαριασμό (Δ-Η-11) «Χρεώστες διάφοροι» περιλαμβάνονται ποσά συνολικού ύψους Δρχ. 153.591.847 που αφορούν σε προβλέψεις εσόδων προηγούμενων χρήσεων από επιδοτήσεις εξαγωγών οι οποίες δεν είχαν εισπραχθεί μέχρι την ημερομηνία του ελέγχου μας. 3. Οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις της εταιρείας από εκκρεμείς δίκες ανέρχονται σε Δρχ. 30.000.000 περίπου. Κατό την άποψη της εταιρείας οι σχετικές απαιτήσεις είναι αβάσιμες και αόριστες. 4. Η εταιρεία έχει επιβαρύνει τα έξοδα λειτουργίας διαθέσεως με τα αναλογούντα στη χρήση δικαιώματα έρευνας και τεχνολογίας Δρχ. 257.710.000 χωρίς όμως αυτά να έχουν, μέχρι την ημερομηνία κλεισίματος του Ισολογισμού, καταβληθεί στο δικαιούχο στην αλλοδαπή. Οι ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της εταιρείας και, μαζί με το Προσάρτημα, αφού ληφθούν υπόψη οι παραπάνω παρατηρήσεις μας, απεικονίζουν βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και λογιστικών αρχών, οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδεκτές και δε διαφέρουν από εκείνες που η εταιρεία εφάρμοσε στην προηγούμενη χρήση, την περιουσιακή διάρθρωση και τη χρηματοοικονομική θέση – «οικονομική κατάσταση» – της εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1991, καθώς και τα αποτελέσματα της χρήσεως που έληξε αυτή την ημερομηνία.

Αθήνα, 2 Απριλίου 1992

Ο Ορκωτός Λογιστής

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΘΑΝ. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991 (1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991)

	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 1991		Ποσά προηγούμενης χρήσεως 1990	
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως				
Κύκλος εργασιών (Πωλήσεις)		13.790.225.458		11.758.923.733
Μείον: Κόστος Πωλήσεων		11.985.009.557		10.043.233.899
Μικτό αποτέλεσμα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		1.805.215.901		1.715.689.834
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως		31.396.924		46.283.313
Σύνολο		1.836.612.825		1.761.973.147
ΜΕΙΟΝ: 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	330.035.367		274.562.472	
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	475.707.393	805.742.760	353.335.717	627.898.189
Μερικό αποτέλεσμα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		1.030.870.065		1.134.074.958
ΜΕΙΟΝ: 4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	20.315.400		16.911.834	
Μείον: 3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	298.989.505	278.674.105	380.008.032	363.096.198
Ολικό αποτέλεσμα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		752.195.960		770.978.760
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα				
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	286.277.318		189.233.605	
2. Έκτακτα κέρδη	2.887.907		0	
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	3.449.513	292.614.738	4.955.298	194.188.903
Μείον: 1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	250.573.090		294.877.913	
2. Έκτακτες ζημιές	22.978.346		7.573.200	
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	1.268.153		28.418.104	
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	36.234.099	311.053.688	45.000.000	375.869.217
		(18.438.950)		(181.680.314)
Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)		733.757.010		589.298.446
ΜΕΙΟΝ: Σύνολο αποβέσεων πάγιων στοιχείων	233.736.988		157.960.752	
Μείον: Οι από αυτές ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	233.736.988	0	157.960.752	0
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων		733.757.010		589.298.446

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 1991		Ποσά προηγούμενης χρήσεως 1990	
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη) χρήσεως		733.757.010		589.298.446
Υπολείπιο αποτελεσμάτων (κερδών) προηγούμενων χρήσεων		144.332.641		111.857.889
Σύνολο		878.089.651		701.156.335
ΜΕΙΟΝ: 1. Φόρος εισοδήματος	40.227.163		107.214.056	
2. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	1.991.016	42.218.179	2.126.017	109.340.073
Κέρδη προς διάθεση		835.871.472		591.816.262
Η διάθεση των κερδών γίνεται ως εξής:				
1. Τακτικό αποθεματικό		36.588.300		29.358.621
2. Μερισμα		501.750.000		418.125.000
6. Αφορολόγητα Αποθεματικά: Ν1892/90		143.630.5684		0
8. Υπολείπιο κερδών εις νέο		153.902.604		144.332.641
		835.871.472		591.816.262

Αθήνα, 31 Μαρτίου 1992

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.

ALDO OCCARI

Ο ΔΙΕΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ
& ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΑΛΟΓΕΡΑΣ

Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

SUNNY KUMAR

Ο ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ
ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΨΙΛΙΑΓΚΟΣ

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	Ποσά Κλειόμενης Χρήσεως 1991	Ποσά Προηγούμενης Χρήσεως 1990
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
I. Μετοχικό Κεφάλαιο (5.575.000 Μετοχές των 250 Δρχ.)		
1. Καταβλημένο	1.393.750.000	1.393.750.000
	<u>1.393.750.000</u>	<u>1.393.750.000</u>
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		
1. Καταβλημένη	1.246.400.000	1.246.400.000
	<u>1.246.400.000</u>	<u>1.246.400.000</u>
III. Διαφορές αναπροσαρμογής - Επιχορηγήσεις επενδύσεων		
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	106.723.079	106.723.079
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων Πάγιου Ενεργητικού	273.022.450	224.372.285
	<u>379.745.529</u>	<u>331.095.364</u>
IV. Αποθεματικά κεφάλαια		
1. Τακτικό αποθεματικό	210.528.718	173.940.418
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	685.396.464	541.765.896
	<u>895.925.182</u>	<u>715.706.314</u>
V. Αποτελέσματα εις νέα Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέα	153.902.604	144.332.641
VI. Ποσά προαρισμένα για αύξηση κεφαλαίου		
1. Καταθέσεις μετόχων	719.425	719.425
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (AI + AII + AIII + AIV + AV + AVI)	<u>4.070.442.740</u>	<u>3.832.003.744</u>
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ		
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	217.736.232	187.668.558
2. Λοιπές προβλέψεις	22.776.984	36.351.821
2α. Πρόβλεψη για υποτίμηση βραδέως κινηθέντων απαθεμάτων	43.000.000	33.000.000
	<u>283.513.216</u>	<u>237.020.379</u>
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
2. Δάνεια Τραπεζών	232.793.426	270.662.500
	<u>232.793.426</u>	<u>270.662.500</u>
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
1. Προμηθευτές	1.197.177.724	1.163.074.132
3. Τράπεζες λβροχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	492.291.567	169.604.598
4. Προκαταβολές πελατών	214.404.455	113.667.983
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	81.005.939	205.036.560
6. Ασφαλιστικοί Οργανισμοί	43.464.937	35.218.514
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	46.869.074	36.075.000
10. Μερίσματα πληρωτέα	516.796.348	418.125.000
11. Πιστωτές διάφοροι	31.833.213	28.348.309
	<u>2.623.843.257</u>	<u>2.169.150.096</u>
Σύνολο υποχρεώσεων (ΓI + ΓII)	<u>2.856.636.683</u>	<u>2.439.812.596</u>
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		
2. Έξοδα χρήσεως δουλεωμένα	77.723.129	112.834.953
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	129.332.634	56.127.998
	<u>207.055.763</u>	<u>168.962.951</u>
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A + B + Γ + Δ)	<u>7.417.648.402</u>	<u>6.677.799.670</u>
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ		
1. Δικαιούχοι αλλοτριών περιουσιακών στοιχείων	2.731.827	3.269.643
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπραγμάτων ασφαλειών	7.164.069.911	5.846.257.224
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	375.651.000	265.651.000
	<u>7.542.452.738</u>	<u>6.115.177.867</u>

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991 17η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

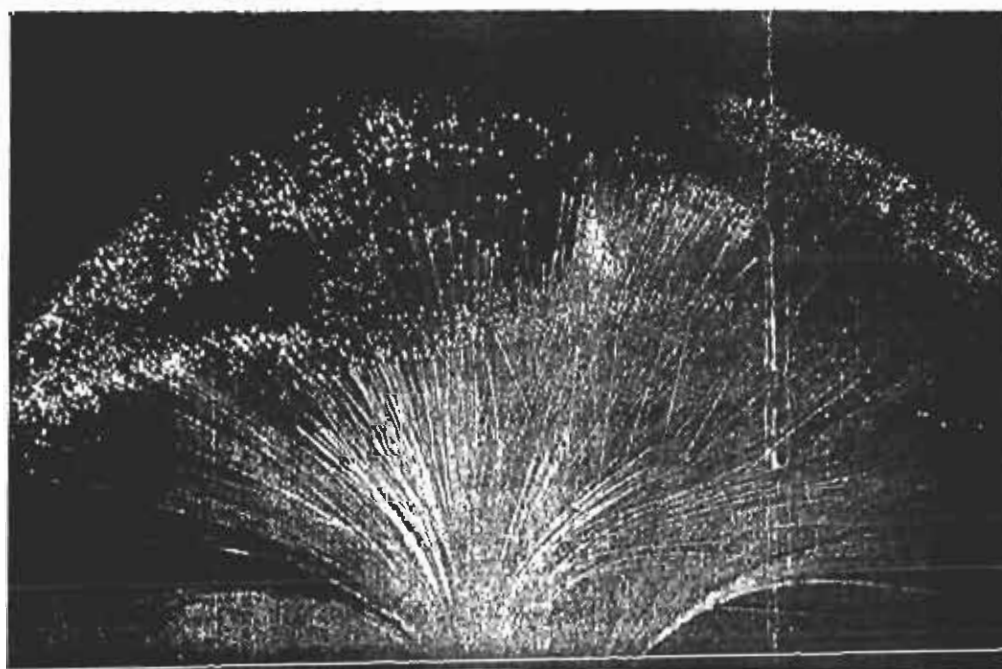
	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 1991			Ποσά προηγούμενης χρήσεως 1990		
	Αξία Κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπόσβεστη Αξία	Αξία Κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπόσβεστη Αξία
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ						
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	72.805.470	29.413.355	43.392.115	66.690.837	14.732.863	51.957.974
	<u>72.805.470</u>	<u>29.413.355</u>	<u>43.392.115</u>	<u>66.690.837</u>	<u>14.732.863</u>	<u>51.957.974</u>
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
II. Ενωμάτες ακινητοποιήσεις						
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	376.937.367	0	376.937.367	376.937.367	0	376.937.367
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	735.582.836	675.048.956	60.533.880	708.067.836	665.701.836	42.356.000
4. Μηχανήματα - Τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	2.188.305.644	1.287.947.139	900.358.505	1.887.202.759	1.094.801.816	792.400.943
5. Μεταφορικά μέσα	45.039.100	25.557.400	19.481.700	42.636.338	20.802.577	21.833.759
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	81.512.876	50.092.129	31.420.747	66.949.461	40.321.637	26.627.824
7. Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές	13.000.000	0	13.000.000	78.521.150	0	78.521.150
Σύνολο ενωμάτων ακινητοποιήσεων (ΓII)	<u>3.440.377.823</u>	<u>2.038.645.524</u>	<u>1.401.732.199</u>	<u>3.160.304.909</u>	<u>1.821.627.666</u>	<u>1.338.617.043</u>
III. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις			924.098.000			592.235.000
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			2.277.692			2.225.392
			<u>926.375.692</u>			<u>594.460.392</u>
Σύνολο πάγιου ενεργητικού (ΓII + ΓIII)			<u>2.328.108.091</u>			<u>1.933.077.435</u>
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
I. Αποθέματα						
1. Εμπορεύματα			0			76.400.230
2. Προϊόντα έτοιμα και ημιτελή-Υποπροϊόντα και Υπολείμματα			405.128.082			377.210.101
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			484.537.711			562.413.610
4. Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα Υλικά - Ανταλλακτικά και Είδη συσκευασίας			418.205.436			286.740.276
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			11.130.335			6.053.638
			<u>1.319.001.564</u>			<u>1.308.797.855</u>
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες			2.264.328.144			2.434.207.444
2. Γραμμάτια εισπρακτέα - Χαρτοφυλακίου - Στις Τράπεζες για εισπραξη		1.000.000			70.000	
		<u>9.684.000</u>	<u>10.684.000</u>		<u>2.970.000</u>	<u>3.040.000</u>
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση			3.786.791			2.234.044
3α. Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)			238.210.718			129.403.098
3β. Επιταγές σε καθυστέρηση			6.645.204			4.630.526
10. Επισφαλείς - Επίδοκοι πελάτες και χρεώστες Μείων: Προβλέψεις		56.962.754			46.046.639	
		<u>49.000.000</u>	<u>7.962.754</u>		<u>22.765.901</u>	<u>23.282.738</u>
11. Χρεώστες διάφοροι			375.992.021			449.633.994
12. Λογαριασμοί διαχειρήσεως προκαταβολών και πιστώσεων			2.488.144			3.990.861
			<u>2.910.097.776</u>			<u>3.040.828.766</u>
IV. Διαθέσιμα						
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας			482.577.121			45.653.467
			<u>482.577.121</u>			<u>45.653.467</u>
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού (ΔI + ΔII + ΔIV)			<u>4.711.676.461</u>			<u>4.404.260.027</u>
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
1. Έξοδα επομένων χρήσεων			11.978.798			8.351.975
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα			304.377.808			250.360.445
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού			18.115.131			29.771.814
			<u>334.471.735</u>			<u>288.484.234</u>
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β + Γ + Δ + Ε)			<u>7.417.848.402</u>			<u>6.677.794.670</u>
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ						
1. Αλλότρια περιουσιακά στοιχεία			2.731.827			3.269.643
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπραγμάτων ασφαλειών			7.164.069.911			5.846.257.224
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			375.651.000			265.651.000
			<u>7.542.452.738</u>			<u>6.115.177.867</u>

ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ

Ανώνυμος Βιομηχανική Εταιρεία

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 1991



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Κυρίες και Κύριοι Μέτοχοι,

Σας παρουσιάζουμε τον Ισολογισμό της χρήσης 1991. Ο Ισολογισμός αυτός έχει καταρτισθεί σύμφωνα με το Π.Δ. 1123/80 που υιοθετεί την 4η οδηγία της ΕΟΚ. Κατά τη σύνταξη του Ισολογισμού έχουν ληφθεί υπ' όψη όλα τα δεδουλευμένα έσοδα και έξοδα που αφορούν την κρινόμενη χρήση.

Σας παρουσιάζουμε τον Ισολογισμό μαζί με τις διάφορες επεξηγηματικές παρατηρήσεις και λαμβάνοντας υπ' όψη τα αποτελέσματα προτείνουμε τη διανομή μερισμάτων 501.750.000 δραχμών που ισοδυναμούν στο 70% περίπου των κερδών προ φόρων, όπως και κατά την προηγούμενη χρήση του 1990. Το μικτό μέρισμα για κάθε μετοχή ονομαστικής αξίας 250 δραχμών ανέρχεται στο ποσό των 90 δραχμών έναντι 75 δραχμών το 1990. Το μέρισμα της χρήσης 1991 θα καταβληθεί με τη μερισματἀπόδειξη Νο 3.

Το Διοικητικό Συμβούλιο προτείνει η διανομή των μερισμάτων να γίνει στις 6 Ιουλίου 1992. Από την ίδια ημέρα η μετοχή της εταιρείας θα διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χωρίς τη μερισματἀπόδειξη Νο 3.

Παρουσιάζουμε επίσης τον ενοποιημένο Ισολογισμό του Ομίλου ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ στην Ελλάδα, ο οποίος συμπεριλαμβάνει και τα αποτελέσματα της ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.

Τέλος θα θέλαμε να εκφράσουμε τις ευχαριστίες μας σε όλο το προσωπικό της εταιρείας, διευθυντές, υπαλλήλους και εργάτες για τη συνεργασία τους, η οποία μας επέτρεψε να παρουσιάσουμε καλά αποτελέσματα, αλλά ακόμη περισσότερο, θα θέλαμε να εκφράσουμε τις ευχαριστίες μας στους μετόχους μας για την πλήρη εμπιστοσύνη τους στην εταιρεία.

γή της αξίας του μηχανολογικού εξοπλισμού της σύμφωνα με το Ν. 1731/1987. Η καθαρά αξία της αναπροσαρμογής ανήλθε στο ποσό των δρχ. 106.723.079. Σύμφωνα με αυτό το νόμο οι εταιρείες πρέπει να κεφαλαιοποιήσουν την υπεραξία αυτή.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να προτείνει όπως η κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας συντελεστεί με αύξηση της ονομαστικής αξίας εκάστης μετοχής κατά 20 δραχμές. Δηλαδή η ονομαστική αξία κάθε μετοχής θα αυξηθεί σε 270 δραχμές από 250 δραχμές.

Για τη στρογγυλοποίηση του ποσού που θα κεφαλαιοποιηθεί θα χρησιμοποιηθεί ποσό εκ δρχ. 4.776.921 προερχόμενο από υφιστάμενα αφορολόγητα αποθεματικά. Το ποσό αυτό υπόκειται σε φόρο ίσο προς 5%, δηλαδή δρχ. 238.846, το οποίο σύμφωνα με το νόμο βαρύνει την εταιρεία.

Συνοπτικά η κατάσταση έχει ως εξής:

Αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής κατά 20 δρχ. x 5.575.000 μετοχές	= Δρχ. 111.500.000
Το ποσό αυτό προκύπτει από:	
— Καθαρή υπεραξία εξ αναπροσαρμογής	Δρχ. 106.723.079
— Μεταφορά από αφορολόγητα αποθεματικά	Δρχ. 4.776.921
Σύνολο	Δρχ. 111.500.000

ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Είναι δυνατόν να υποστηριχθεί ότι το διεθνές οικονομικό περιβάλλον εμφανίζεται σήμερα βελτιωμένο σε σχέση με αυτό που ήταν την ίδια εποχή πριν από ένα χρόνο. Τα επιτόκια έχουν μειωθεί ελαφρώς, ο ρυθμός του πληθωρισμού είναι χαμηλότερος και η ζήτηση αρχίζει να εμφανίζει ανοδικές τάσεις τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. Αυτό επιβεβαιώνεται και από τις αιτήσεις παραγγελιών που λαμβάνει καθημερινά η εταιρεία μας.

Παρ' όλα αυτά δεν είναι δυνατόν να ληφθεί σαν δεδομένο ότι τα πάντα κατά το 1992 θα είναι ευοίωνα. Πρόσφατα αντιμετωπίστηκαν κύματα απεργιών από υπαλλήλους κυρίως του δημόσιου τομέα στη χώρα μας, ενώ σε πολλές άλλες χώρες αναμένονται εκλογές. Ακόμη δεν πρέπει να λησμονούμε ότι το 1992 είναι ένα ιστορικό έτος για τις ευρωπαϊκές χώρες που είναι μέλη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, με όλες τις δυσκολίες που αυτό συνεπάγεται.

Σε ό,τι αφορά την εταιρεία μας, αναμένουμε καλύτερα αποτελέσματα και για το 1992. Αυτό οφείλεται κυρίως στους παρακάτω λόγους:

- τη συνέχιση και ολοκλήρωση της βιομηχανικής εξειδίκευσης στα δύο εργοστάσια του ομίλου στην Ελλάδα
- τη συνεχή προσπάθεια για υψηλή παραγωγικότητα, ανάπτυξη και σφιχτή διαχείριση
- την ολοκλήρωση του επενδυτικού προγράμματος για τα υποβρύχια καλώδια οπτικών ινών
- την ενοποίηση των τμημάτων διαχείρισης και ελέγχου των δύο εταιρειών του ομίλου στην Ελλάδα.

Αυτές οι δυνάμεις αντισταθμίζουν με το παραπάνω την πιθανή πίεση στις τιμές και τον όγκο στις παραδοσιακές αγορές του εξωτερικού, και που πηγάζει από την αλλαγή γενικών οικονομικών τάσεων των δυτικών χωρών.



των 691.5 εκατομμυρίων δραχμών έναντι 480.0 εκατομμυρίων δραχμών το 1990 (αύξηση 44.1%).

Τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους έφθασαν τα 691.5 εκατομμύρια δραχμές αφού συνυπολογίστηκαν οι παρακάτω δαπάνες:

- Αποσβέσεις ύψους 233.7 εκατομμυρίων δραχμών έναντι 157.9 εκατομμυρίων δραχμών το 1990.
- Προβλέψεις ύψους 86.3 εκατομμυρίων δραχμών έναντι 84.0 εκατομμυρίων δραχμών το 1990, που αφορούν επισφαλείς απαιτήσεις, υποτίμηση μη κινηθέντων ή βραδέως κινουμένων αποθεμάτων και αποζημίωση προσωπικού λόγω συνταξιοδότησεως.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ

Τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας (καθαρά κέρδη μετά από φόρους προ αποσβέσεων) ανήλθαν στο ποσό των 925.2 εκατομμυρίων δραχμών σε σχέση με 637.9 εκατομμύρια δραχμές που ήταν το 1990.

Τα κέρδη από την εκμετάλλευση συμπεριλαμβανομένων όλων των προβλέψεων και των άλλων πηγών εσόδων ανήλθαν στο ποσό των 1011.5 εκατομμυρίων δραχμών σε σχέση με 721.9 εκατομμύρια δραχμές του 1990.

Κατά το τέλος του 1991 ως αποτέλεσμα των υψηλών κερδών της εκμετάλλευσης, ο ισολογισμός της εταιρείας ενισχύθηκε περαιτέρω όπως φαίνεται και στους σχετικούς οικονομικούς δείκτες:

Η συνολική δανειακή επιβάρυνση μειωμένη κατά τα ρευστά διαθέσιμα ως προς την καθαρά θέση ήταν 0.23% συγκρινόμενη με 3.26% το τέλος του 1990.

ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (Όμιλος ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ στην Ελλάδα)

Μετά την εξαγορά της πλειοψηφίας των μετοχών της εταιρείας ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε. στις αρχές του 1990 και στη συνέχεια τον Μάρτιο του 1991, τα αποτελέσματα της εταιρείας μας, πρέπει να εξετασθούν μέσα στα πλαίσια του ομίλου εταιρειών που έχει σχηματισθεί με την συνδεδεμένη (θυγατρική) εταιρεία ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.

Τα ενοποιημένα αποτελέσματα του ομίλου ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ Ελλάδος, έχουν ως κάτωθι:

Πωλήσεις Ομίλου	16.866 εκατομμύρια δραχμές
Κέρδη Ομίλου προ φόρων	884 εκατομμύρια δραχμές
Κέρδη που αναλογούν στην ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	839 εκατομμύρια δραχμές

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Κατά τη διάρκεια του 1991 όλες οι διεθνείς χρηματαγορές υπέστησαν σημαντικές ζημιές και παρουσίασαν συνεχείς πτωτικές τάσεις. Το ίδιο συνέβη και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Χρηματιστηριακοί δείκτες

Αριθμός μετοχών - κοινές ανώνυμες	5.575.000
Τιμή μετοχής κατά την 31.12.1991	Δραχμές 1.670
Τιμή μετοχής κατά την 31.03.1992	Δραχμές 1.850

ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ Ν. 1731/1987

Η ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ προέβη κατά το 1988 στην αναπροσαρμο-

πακόλουθο την βελτίωση του ανταγωνιστικού ρόλου της εταιρείας τόσο στην Ελληνική όσο και στην Ευρωπαϊκή αγορά.

ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Η εταιρεία δίνει ιδιαίτερη προσοχή στην έρευνα και ανάπτυξη νέων προϊόντων και νέων μεθόδων παραγωγής με στόχο την αυξημένη παραγωγικότητα και την παρουσίαση καλύτερων ποιοτικά προϊόντων που εξυπηρετούν τις συνεχώς αυξανόμενες απαιτήσεις των καταναλωτών.

Η ΑΛΚΑΤΕΛ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΛΛΑΣ ανήκει στον όμιλο ΑΛΚΑΤΕΛ, που είναι ο μεγαλύτερος όμιλος καλωδίων στον κόσμο, και συμμετέχει στα προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης του ομίλου για οποιοδήποτε νέο προϊόν ή νέα τεχνολογία. Η συμμετοχή της εταιρείας μας στο πρόγραμμα Έρευνας και Ανάπτυξης του ομίλου ανήλθε στο ποσό των 258 εκατομμυρίων δραχμών περίπου για το έτος 1991.

ΟΡΓΑΝΩΣΗ

Μετά την εξαγορά της πλειοψηφίας των μετοχών της ΑΛΚΑΤΕΛ ΧΑΝΔΡΗΣ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε. η εταιρεία μας, σε συνεργασία με την εταιρεία αυτή, προχώρησε στην διαδικασία ορθολογικής αναδιάρθρωσης της παραγωγής μεταξύ των δύο εργοστασίων με στόχο να επιτύχει το μέγιστο δυνατό επίπεδο συνεργασίας σε διαφορετικούς τομείς της παραγωγής.

Η αναδιάρθρωση αυτή κατέληξε στο να οδηγήσει σε εξειδίκευση των εργοστασίων των δύο εταιρειών με αποτέλεσμα την μέγιστη παραγωγικότητα και την καλύτερη εκμετάλλευση της δυναμικότητας του παραγωγικού εξοπλισμού.

Η διαδικασία της ορθολογικής αναδιάρθρωσης των παραγωγικών δυνατοτήτων των δύο εργοστασίων επέβαλε την ανταλλαγή υλών και την αγοραπωλησία προϊόντων μεταξύ των δύο εταιρειών, βάσει των υφισταμένων συμφωνιών. Ήδη λειτουργούν με ικανοποιητικά αποτελέσματα κοινές υπηρεσίες και για τις δύο εταιρείες, στον οικονομικό, λογιστικό και διαχειριστικό τομέα όπως επίσης και στη μηχανογράφηση.

Αναμένεται, ως αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας η μείωση του κόστους παραγωγής, η αύξηση της παραγωγικότητας και η βελτίωση της ποιότητας και των δύο εργοστασίων ώστε η εταιρεία να συγκαταλέγεται ανάμεσα στις καλύτερες ομοειδείς εταιρείες του βιομηχανικά ανεπτυγμένου κόσμου.

ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ

Η συνολική δύναμη της εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 1991 ανήρχετο σε 295 άτομα έναντι 291 ατόμων κατά το τέλος του 1990.

Ο όγκος της παραγωγής αυξήθηκε, ενώ πρέπει να σημειωθεί ότι κατά τη διάρκεια του 1991 λειτούργησε για πρώτη φορά το τμήμα οπτικών ινών με νέο εξειδικευμένο προσωπικό.

Η εταιρεία συνέχισε να συμμετέχει στα εκπαιδευτικά προγράμματα του ΟΑΕΔ και του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου που έλαβαν χώρα στο εργοστάσιο της εταιρείας στην Αγία Μαρίνα Φθιώτιδος, ενώ ταυτόχρονα απέστειλε αρκετούς υπαλλήλους της στο εξωτερικό για να εκπαιδευθούν σε νέες τεχνολογίες.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΜΗ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ)

Τα κέρδη προ φόρων κατά το έτος 1991 ανήλθαν στο ποσό των 733.8 εκατομμυρίων δραχμών έναντι 589.3 εκατομμυρίων δραχμών το 1990 (αύξηση 24,5%). Τα καθαρά κέρδη μετά από φορους για το 1991 ανήλθαν στο ποσό

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ



Χρηματοοικονομικά

Υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση είναι το κύριο χαρακτηριστικό των εταιριών Leasing, αφού χρησιμοποιούν ετήσιον φθινό κούπος κεφαλαίων και απεπληρώνουν υψηλά τόκους, αυξάνοντας υπ' όψη ότι η υψηλή σχέση δόσων προς ξένα κεφάλαια της εταιρίας α διατηρείται και παραμένει είναι πιθανό να ενισχυθεί (λόγω πιθανής αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου στο 993), εκτιμάται ότι ο ρυθμός αύξησης της κερδοφορίας θα συνεχιστεί υψηλός, άλλο βασικό χαρακτηριστικό της εταιρίας (όπως και όλων των κλάδων) είναι ο χαμηλός ποσοστό των λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τον κύκλο εργασιών. Έχουμε και ελασκότατη διατίθεται η απόψη ότι οι εταιρίες Leasing έχουν ιδιαίτερο λειτουργικό πλεονέκτημα υπέρ των στις Τραπεζές, αφού απεπληρώνουν υψηλά συμβόλαια ανάλογο με τις τρέχουσες τιμές μάρκας, το οποίο με πολύ χαμηλότερα λειτουργικά κόστη. Παράλληλα, και το μέσο κόστος είναι αυξημένο από το μισθωτικό, μιας τραπεζικής χρηματοδότησης, ενώ επίσης οι εταιρίες παραμένουν κερδοφόρες χρησιμοποιώντας 1) κυκλούς εργασιών από τον 1992, εκτιμάται ότι από φθινό κατά 50-55% πλεονέκτημα φθάνοντας τιμή στα 6.000-6.700 εκατ. δολ., ενώ αύξηση σημειώθηκε στις απορρίψεις των εκμισθωμένων εξοπλισμών και στις χρηματοοικονομικές διατάξεις.

Τα καθαρά κέρδη της χρήσης εκτιμάται ότι θα κορυφωθούν γύρω από το επίπεδο των 3.200 - 3.250 δολ. δολ., γεγονός το οποίο θα σημαίνει αύξηση κατά 55% περίπου. Η εταιρία όπως και σε προηγούμενες χρήσεις, θα τηγνώσει υψηλή μερισματική πολιτική και το μετό από τους άλλους) μερισμια αναμένεται να φθάσει στις 630 δολ.

Η Μετοχή

Χαρακτηριστικό: Ανήκει στην κατηγορία των επενδυτικών μετοχών και η αγορά της βασίζεται στις πολύ καλές προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου και της εταιρίας

Αναμενόμενη απόδοση 12 μηνών: 40% έως 50% (τιμή: 7.100 δολ. - 5.3.93).

Ασφάλεια: Υψηλή

Συμμετοχή Θεσμικών: 12,46% (τάση έντονα αυξητική).

Beta: 0,76 (μέσο) - τάση αυξητική

R²: 46%

Εμπορευσιμότητα: Μέση

P/E (1992): 6,17

Αναμενόμενο P/E (1993): 4,73

Μερισματική Απόδοση: 8,90%

Αναμενόμενη Μερ. Απόδ. (1993): 11,0%

Πρόταση: Αγορά στα παρόντα επίπεδα με σκοπό τη μακροχρόνια επένδυση. Συμμετοχή στις αυξητικές μετοχικού κεφαλαίου.

Τα Πλεονεκτήματα του Leasing

Για τον Επενδυτή:

- Συνήθως δεν απαιτείται η συμμετοχή του επενδυτή (συμβασιούχου) στην χρηματοδότηση. Με τον τρόπο αυτό δεν επιβαρύνονται οι δανειακές σχέσεις της επιχείρησης και διατηρεί ανεπιμέλητη την δανειοληπτική της ικανότητα.
- Λόγω των φορολογικών απώλειών το κόστος της επένδυσης είναι χαμηλό.
- Απλοποιημένη διαδικασία.
- Δυνατότητα συμφωνίας κοινών όρων μισθωμάτων, γεγονός το οποίο ανταποκρίνεται στις τυχόν ιδιαιτερότητες των επιχειρήσεων.

Για την Εταιρία Leasing:

- Επιτεύχει υψηλόν απόδοσιν με την ανάληψη χαμηλού χρηματοδοτικού κινδύνου.
- Η δυνατότητα εισπραξης επιπλέον εσόδων της τάξης του 5% από την πώληση του εξοπλισμού μετά τη λήξη του μισθώματος.
- Πολύ χαμηλό λειτουργικό κόστος, αφού δεν απαιτείται δικτύο καταστημάτων και μεγάλος αριθμός υπαλλήλων.
- Μεγάλη χρηματοοικονομική μόχλευση καθώς το μικτό περιθώριο κέρδους είναι υψηλό.
- Υψηλή σχέση απόδοσης ξένων κεφαλαίων.

Χρηματοοικονομικά Στοιχεία		1988	1989	1990	1991
Σύνολο Ενεργητικού (εκατ)	Δολ.	1.257.267	4.369.687	8.680.802	13.460.510
Αναπόσβεστα Πάγια (εκατ)	Δολ.	480.179	4.111.695	8.695.557	12.472.606
Κυκλοφοριακό Ενεργητικό (εκατ)	Δολ.	748.644	481.404	1.022.474	3.348.757
Σύνολο Υποχρεώσεων (εκατ)	Δολ.	34.179	3.032.344	5.917.316	2.977.205
Κυκλός Εργασιών (εκατ)	Δολ.	61.137	550.537	2.668.924	4.459.463
Καθαρά Κέρδη προ φόρ. (εκατ)	Δολ.	217.224	301.677	623.977	3.068.216
Γενική Πρωτότητα	Σχέση	21,90	0,16	0,17	1,32
Αμεση Πρωτότητα	Σχέση	23,54	0,32	0,35	2,25
Κεφάλαιο Κίνησης	Δολ.	367.544	402,74	2.095.166	-1.301.752
Τημεσιακή Ροή	Δολ.	263.300	643.657	1.717.391	4.025.428
Αυτοεργασία Ταμειακή Ροή	Δολ.	462.764	473.187	843.405	3.653.249
Ξένα / Ίδια Κεφάλαια	Σχέση	0,03	1,26	2,40	0,70
Κύλιση Χρημ. Δοσ. (προ φόρ.)	%	101,00%	50%	-31%	163%
Κυκλ. Ταχύτητα Απασχ. Κεφαλαίου	Σχέση	0,10	0,38	0,73	0,59
Κυκλ. Ταχύτητα Πίθου Κινησίου	Σχέση	0,10	0,70	1,43	0,70
Μ.Ο. Εισπράξεως Απαιτήσεων	Μέρες	98	109	98	91
Μ.Ο. Εξόφλησης Υποχρεώσεων	Μέρες	-7991	11679	21765	18284
Κυκλ. Ταχύτητα Ενεργητικού	Σχέση	0,10	0,30	0,41	0,40
Περιθώριο Μικτού Κέρδους	%	91,39%	65,77%	63,71%	62,14%
Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους	%	387,92%	39,95%	27,97%	50,83%
Περιθ. Καθ. Κέρδους (προ φόρ.-τόκ.)	%	355,31%	11,82%	10,72%	29,77%
Περιθ. Καθ. Κέρδους (προ φόρων)	%	355,31%	35,47%	23,38%	46,38%
Απόδ. Ίδιων Κεφαλαίων (προ φόρων)	%	8,99%	6,20%	8,36%	8,16%
Μερισματική Πολιτική	%	0,00%	89,50%	84,14%	87,35%

Θα ήταν πολύ καλό πριν προβούμε σε αγορές να βγάλουμε για την κάθε μετοχή που μας ενδιαφέρει έναν μέσο όρο της χρηματιστηριακής τιμής της για ένα μεγάλο διάστημα (π.χ. εξάμηνο). Εάν η τρέχουσα τιμή την στιγμή που θέλουμε να αγοράσουμε είναι χαμηλότερη της μέσης τιμής της αγοράς, τότε η τιμή του τίτλου θεωρείται χαμηλή οπότε και συμφέρουσα για αγορά (τι καλύτερο από το να έχουμε κόστος μικρότερο από της αγοράς; βρισκόμαστε σε πλεονεκτικότερη θέση από ότι ο Μ.Ο. της αγοράς!). Αν όμως είναι υψηλότερη του Μ.Ο. της αγοράς δεν μπορεί να θεωρηθεί και ευκαιρία.

Σε ορισμένα ειδικευμένα χρηματιστηριακά έντυπα μπορεί να βρούμε μελέτες για το μέσο κόστος κτήσεως για το σύνολο των επενδυτών για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Δηλαδή σε αυτό υπολογίζονται όλες τις πράξεις που έγιναν για το ορισμένο χρονικό διάστημα ή με άλλα λόγια υπολογίζεται ο σταθμισμένος μέσο όρος τιμής για κάθε μια χρηματιστηριακή πράξη που έγινε κατά την διάρκεια της αναφερόμενης χρονικής περιόδου. Επίσης μπορούμε να βρούμε μελέτες που να αναφέρουν τα μέσα κόστη κτήσεως των μεγάλων θεσμικών επενδυτών τα οποία μαζί με ορισμένα άλλα στοιχεία μπορούν να μας δώσουν πολύτιμες πληροφορίες για το τι και πως να πράξουμε. "Ορισμένα άλλα στοιχεία" όπως π.χ. τι ποσοστό από το σύνολο των μετοχών μιας εταιρίας έχουν στην κατοχή τους οι θεσμικοί επενδυτές; Όλα αυτά καλό είναι να τα λαμβάνουμε υπόψη μας.

Επίσης μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει κάποια έρευνα για την διαχρονική εξέλιξη των κερδών και της αξίας των χρηματιστηριακών εταιριών. Από μια τέτοια μελέτη βγάζουμε σημαντικά συμπεράσματα σχετικά με το ποιες εταιρίες σημείωσαν δυσανάλογες μεταβολές στην αξία τους και να αποφανθούμε για την υπερτίμηση ή υποτίμηση αυτών των εταιριών. Καλύτερο είναι να έχει γίνει αναγωγή με βάση το 100 των αναφερόμενων μεγεθών ώστε να διευκολυνόμαστε στην εξαγωγή των συμπερασμάτων μας (τα οποία έτσι θα είναι πιο σαφή και ασφαλή). Παραθέτουμε ένα δείγμα μιας τέτοιας μελέτης.

ΕΤΑΙΡΙΑ	Κέρδη Χρήσης (εκατ)			Κέρδη (1988=100)			Χρηματιστ. Αξία (εκατ)			Χρημ. Αξία (1988=100)		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Τράπεζα Αττικής	132	406	1 080	100.0	308.7	821.3	9507	18666	22959	100.0	196.3	241.5
Εθνική Τράπεζα	386	647	2 262	100.0	167.8	586.6	4500	5108	16206	100.0	113.5	360.1
Επικ. Τράπεζα	3 638	27	-12 267	100.0	0.7	-337.2	64719	76485	188157	100.0	118.2	290.7
ΕΒΑ	771	823	2 355	100.0	106.8	305.5	3688	10312	37332	100.0	279.6	1012.3
Αγορική Τράπεζα	2 573	5 531	20 106	100.0	215.0	781.5	33296	28933	131406	100.0	86.9	394.7
Απ. Επαν. Πίστωσης	496	613	1 026	100.0	123.6	206.8	3407	3461	14508	100.0	101.6	425.8
Τράπεζα Εργασίας	3 931	8 107	13 430	100.0	206.2	341.7	16342	36239	142242	100.0	221.7	870.4
Χρηματική Τράπεζα	7 029	8 680	4 693	100.0	123.5	66.8	46170	46308	89910	100.0	100.3	194.7
Επικ. Τράπεζα	2 732	5 893	11 054	100.0	215.7	404.6	14539	17903	82031	100.0	123.1	564.2
Απ. Μακ. Θράκης	1 585	1 900	2 423	100.0	119.9	152.9	8247	10531	22620	100.0	127.7	274.3
Τράπεζα Πίστωσης	4 396	6 998	18 236	100.0	159.2	414.8	29515	36683	142560	100.0	124.3	483.0
Εργασιακή Τράπεζα	309	449	356	100.0	145.3	115.2	3157	3358	7621	100.0	106.4	241.4
Επικ. Ασφαλιστική	-308	-1 200	417	-	-	-	1590	6525	19955	100.0	414.1	1255
Απ. Τηρ	-211	?	158	100.0	-0.9	-74.9	2118	11280	30576	100.0	532.7	1444

Εδώ να τονίσουμε ότι ο επενδυτής θα πρέπει να εξετάσει και ένα τελευταίο αλλά ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο πριν αγοράσει κάποιες μετοχές. Αυτό το στοιχείο είναι η εμπορευσιμότητα της μετοχής. Τι είναι η εμπορευσιμότητα; Τίποτα άλλο παρά ένα μέγεθος που μας δείχνει με κάποιο τρόπο εάν και κατά πόσο οι μετοχές μιας εταιρίας συναλλάσσονται. Η σπουδαιότητά του έγκειται στο ότι βάσει αυτού μπορούμε να ξέρουμε αν θα καταφέρουμε να πουλήσουμε και με τι βαθμό δυσκολίας θα το επιτεύξουμε (δύσκολα; ελαφρώς δύσκολα; εύκολα; πολύ εύκολα;). Φαντάζεστε να είχατε πάρει μετοχές οι οποίες να είχαν "ανέβει" κιόλας, να θέλατε να ρευστοποιήσετε και να μην μπορούσατε; Φαντάζεστε να προσπαθούσατε να πουλήσετε, να είχατε ανάγκη τα χρήματα (που υπολογίζατε να πάρετε από την πώληση) και να μην βρισκόντουσαν αγοραστές; Το μέγεθος αυτό το υπολογίζουν με πολλούς διαφορετικούς τρόπους. Μερικοί από αυτούς:

α) υπολογίζουν τι ποσοστό τοις εκατό επί του συνόλου των μετοχών μιας εταιρίας αποτελεί ο αριθμός των μετοχών της που συναλλάχθηκε σε μια εβδομάδα.

β) τι ποσοστό τοις χιλίοις επί του συνόλου των μετοχών μιας εταιρίας αποτελεί ο αριθμός των μετοχών της που συναλλάχθηκε σε μια εβδομάδα.

γ) τι ποσοστό τοις εκατό επί του συνόλου των μετοχών μιας εταιρίας αποτελεί ο αριθμός των μετοχών της που συναλλάχθησαν από την αρχή του έτους μέχρι και κάθε στιγμή. Κάθε μια εβδομάδα προσθέτουν τον αριθμό των συναλλαγών που γίνανε κατά την διάρκειά της και βρίσκουν το ποσοστό (%) το οποίο όπως καταλαβαίνετε αυξάνει από βδομάδα σε βδομάδα (επειδή προσθέτουν τις νέες συναλλαγές). Με αυτό τον τρόπο όμως υπολογισμού ενδέχεται να βγαίνουν ποσοστά εμπορευσιμότητας για ορισμένες (καλές) εταιρίες που τραβάνε το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού πολύ υψηλά (πάνω από 100% , π.χ. 112%). Αυτό όμως εμποδίζει από μια πλευρά την εξαγωγή σωστών συμπερασμάτων γιατί μπορεί κάλλιστα η εταιρία που έχει ένα υψηλό ποσοστό εμπορευσιμότητας να είχε πολλές συναλλαγές των μετοχών της σε κάποια πρόσφατη προηγούμενη χρονική περίοδο αλλά την στιγμή που επιθυμούμε να αγοράσουμε οι συναλλαγές της να έχουν πέσει υπερβολικά. Με αυτό τον τρόπο υπολογισμού μια τέτοια κατάσταση δεν φαίνεται. Θα νομίζουμε ότι θα μπορούσαμε να πουλήσουμε τις μετοχές όταν το θελήσουμε αλλά προς (αρνητική) εκπληξη μας θα αντιμετωπίσουμε δυσκολίες.

δ) απλώς δίνουν το αριθμό των μετοχών μιας εταιρίας που συναλλάχθησαν κάθε βδομάδα. Η εμπορευσιμότητα που υπολογίζεται έτσι πιστεύουμε πως είναι η καλύτερη, με την οποία βγάζεις τα πιο σωστά συμπεράσματα. Και αυτό γιατί ξέρεις πόσα κομμάτια των μετοχών μιας εταιρίας συναλλάσσονται μέσα σε μια εβδομάδα. Το μέγεθος με αυτόν τον τρόπο υπολογισμού είναι το πιο ασφαλές εφόσον το έχουμε παρατηρήσει και διαχρονικά (και όχι απαραίτητα για μεγάλο χρονικό διάστημα). Αντίθετα αν λαμβάνεις υπόψη την εμπορευσιμότητα σαν ποσοστά, μπορείς να εξάγεις λάθος συμπεράσματα διότι τα ποσοστά δεν είναι κομμάτια, είναι ποσοστά. Και όταν θα επιχειρήσεις να πουλήσεις σε ενδιαφέρει να ξέρεις ότι ένας ικανοποιητικός (μεγάλος) αριθμός κομματιών συνήθως συναλλάσσονται, οπότε είναι σαφές και σίγουρο ότι θα καταφέρεις να πουλήσεις. Αν λάβουμε υπόψη την εμπορευσιμότητα σαν ποσοστά, για να δώσουμε και ένα παράδειγμα, μπορεί να έχουμε διαλέξει μια πράγματι καλή εταιρία για να επενδύσουμε και να μην την αγοράσουμε επειδή θα δούμε πως έχει πολύ χαμηλή εμπορευσιμότητα (σε ποσοστό) και θα φοβηθούμε μήπως και δεν καταφέρουμε να πουλήσουμε όταν το θελήσουμε. Τι μπορεί όμως να συμβαίνει και να χάσουμε έτσι μια πολύ καλή επενδυτική ευκαιρία; Η εταιρία που έχουμε επιλέξει μπορεί να κάνει συναλλαγές 100.000 κομμάτια εβδομαδιαίως, ένας αριθμός συναλλαγών δηλαδή που μας επιτρέπει να πουλήσουμε πολύ εύκολα όταν το θελήσουμε, όμως επειδή η επιλεγμένη εταιρία έχει πάρα πολλές (συνολικά) μετοχές (π.χ. 20.000.000 μετοχές) ο αριθμός των 100.000 κομματιών εβδομαδιαίων συναλλαγών είναι σαν ποσοστό μικρό. Δίνεται η εντύπωση ότι δεν έχει ικανοποιητική εμπορευσιμότητα, ότι δεν μπορεί να πουλήσει κάποιος που θέλει εύκολα, αλλά είναι μόνο η εντύπωση και όχι η πραγματικότητα. Αυτός είναι και ένας τρόπος του πως μπορούμε να ξεγελαστούμε από την εμπορευσιμότητα που μετριέται σε ποσοστά και να μας αποτρέψει από μια πολύ καλή επένδυση.

Τέλος, συμβουλεύουμε τους επενδυτές να εφαρμόζουν την διαφοροποίηση, δηλαδή να μην αγοράζουν μετοχές μιας μόνο εταιρίας, ή ενός μόνο κλάδου. Είναι πολύ καλό από την άποψη του περιορισμού του κινδύνου, να εφαρμόζουμε μια επενδυτική πολιτική διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου μας έτσι ώστε να περιλαμβάνουμε σε αυτο μετοχές πολλών εταιριών και από διάφορους κλάδους. Με αυτό τον τρόπο δεν εξαρτάσθε από μία μόνο εταιρία και περιορίζουμε το ρίσκο που απορρέει από αυτήν, όπως επίσης

προστατευόμαστε επαρκώς από τις μεταβολές στους κλάδους και τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας. Πετυχαίνουμε λοιπόν την καλύτερη δυνατή προστασία αν εφαρμόσουμε την διαφοροποίηση και συνθέτουμε το χαρτοφυλάκιό μας με αυστηρά επιλεγμένες μετοχές διαφόρων κλάδων ανάλογα με τη θέση στο χρηματιστηριακό κύκλο και εμπλουτισμένο με: μετοχές Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ομόλογα και έντοκα, όπως και καταθέσεις. Βεβαίως, ο επενδυτής πρέπει να έχει υπόψη του πως η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου έχει και ορισμένα μειονεκτήματα όπως: διαχειριστικά προβλήματα, απαιτείται ανάλωση χρόνου για την παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου, μειώνονται οι πιθανότητες να πραγματοποιηθούν κέρδη πάνω από τον μέσο όρο της αγοράς. Θα ήταν επικίνδυνη παράλειψη όμως για τους επενδυτές να πραγματοποιήσουν όλες τις επενδυτικές τους κινήσεις σε μια χρονική στιγμή αφού θα εξαρτόμασθε αποκλειστικά από αυτήν κατά την οποία μπορεί οι τιμές να ήταν υψηλές. Γι'αυτό και πρέπει να κατανέμουμε τις επενδύσεις μας σε διαφορετικά χρονικά σημεία στοχεύοντας στον μεγαλύτερο δυνατό περιορισμό του ρίσκου που απορρέει από μια δεδομένη μόνο χρονική στιγμή και της χρηματιστηριακής φάσης εκείνης της στιγμής.

Ας υπενθυμίσουμε εδώ, ότι στο κεφάλαιο 10, παράγραφο 2, υποπαράγραφο 3 (10.2.3.), έχουν αναφερθεί συμβουλές για την διαχείριση του χαρτοφυλακίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15
ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ



15.1. ΓΕΝΙΚΑ

Οι χρηματιστηριακοί επενδυτές επιλέγουν τις μετοχές που θα συνθέσουν το χαρτοφυλάκιό τους κυρίως με βάση τα αναμενόμενα κέρδη. Η μετοχή δίνει δικαίωμα επί των κερδών μέσω του μερίσματος από τότε που αγοράζεται και μετά και όχι για την περίοδο προ της αγοράς. Ως εκ τούτου η αξία της σήμερα αντιπροσωπεύει τις ωφέλειες που αναμένονται από τους επενδυτές στο μέλλον και επί της δυνατότητας και των προϋποθέσεων αυτών περιστρέφεται η ανάλυση για την τελική επιλογή. Οπως έχουμε πει και σε προηγούμενα κεφάλαια, θα αποτιμήσουμε τη μετοχή με βάση τα μελλοντικά κέρδη και αν μιν είναι υποτιμημένη θα την αγοράσουμε, αν δε είναι υπερτιμημένη θα συγκαταλεγεί μεταξύ των απορριπτόμενων ή θα την πουλήσουμε αν βρίσκεται ήδη στο χαρτοφυλάκιό μας. Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφερθούμε σε τρόπους με τους οποίους μπορούμε να υπολογίσουμε τα μελλοντικά κέρδη των εταιριών. Στο πρώτο στάδιο θα πούμε λίγα πράγματα για μεθόδους στατικής ανάλυσης των κερδών ενώ στο δεύτερο στάδιο θα μιλήσουμε για μεθόδους δυναμικής ανάλυσης των κερδών.

15.2. ΣΤΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ

Σε αυτή την παράγραφο θα αναφερθούμε σε μεθόδους υπολογισμού των μελλοντικών κερδών, οι οποίες βασίζονται σε στοιχεία του παρελθόντος αλλά που δεν λαμβάνουν υπόψη διάφορες μεταβλητές που είτε το θέλουμε είτε όχι υπάρχουν και εμφανίζονται με το πέρασμα του χρόνου και επηρεάζουν ανάλογα την εξέλιξη των κερδών. Γι'αυτό δεν μπορούμε να περιμένουμε να είναι ιδιαίτερα ακριβείς. Μάλιστα, όσο πιο μακρινή είναι η περίοδος για την οποία θέλουμε να προβλέψουμε τα κέρδη τόσο πιο δύσκολο είναι και τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα του να κάνουμε λάθος. Φυσικά, όταν θέλουμε να προβλέψουμε τα κέρδη για κοντινή στο παρόν περίοδο, τότε τα αποτελέσματα που θα βγάλουμε είναι αρκετά σίγουρα.

15.2.1. Μέθοδος Προβολής Κερδών

Ο προσδιορισμός των μελλοντικών κερδών κατά μετοχή με προβολή ορίζεται από τα κέρδη του παρελθόντος και ως εκ τούτου δεν συμπεριλαμβάνει τυχόν παραμέτρους που σίγουρα θα υπάρξουν και θα επηρεάσουν μελλοντικά τα κέρδη. Η λειτουργία ωστόσο της μεθόδου αυτής είναι πολύ απλή: Φτιάχνουμε ένα χρονοδιάγραμμα με τεταγμένη (οριζόντιος άξονας) με τα χρόνια (φυσικά), και τετμημένη (κάθετος άξονας) με τα κέρδη ανά μετοχή. Προβάλλουμε σε κάθε μία από τις παρελθούσες χρονιές τα κέρδη ανά μετοχή που αντιστοιχούσαν. Συνδέουμε όλα τα σημεία με μια ευθεία που τα αντιπροσωπεύει και που δείχνει την γραμμή τάσης των κερδών, την οποία αν την προβάλλουμε στα μελλοντικά έτη θα παρατηρήσουμε τι κέρδη ανά μετοχή αντιστοιχούν σε αυτές τις μελλοντικές περιόδους. Την γραμμή τάσης την γράφουμε με το χέρι όμως αυτό όπως καταλαβαίνουμε μπορεί να είναι αρκετά λανθασμένο διότι εξαρτάται από την κρίση (υποκειμενική εκτίμηση) του κατασκευαστή της και συνεπώς, είναι δυνατό να διαφέρει από πρόσωπο σε πρόσωπο. Προφανώς μια μαθηματική φόρμουλα θα δώσει τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα από ότι η καλλιτεχνική κλίση και εμπειρία του δημιουργού του διαγράμματος. Για αυτού του είδους τις προγνώσεις λοιπόν, ενδεικνύεται η χρησιμοποίηση της στατιστικής μεθόδου της παλινδρόμησης. Αμέσως τώρα, θα δώσουμε δύο παραδείγματα πρόγνωσης των μελλοντικών κερδών δύο

χρηματιστηριακών εταιριών βάσει των παρελθόντων κερδών τους και χρησιμοποιώντας την γραμμική παλινδρόμηση (Linear Regression).

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1ο : Προβολή Κερδών Τράπεζας Εργασίας

Τα κέρδη ανά μετοχή της Τράπεζας Εργασίας ανερχόταν από το 1984 όπως περιγράφεται κατωτέρω:

1984: 65, 1985: 107, 1986: 134, 1987: 208, 1988: 307, 1988: 307, 1989: 497, 1990: 741, 1991: 1146, 1992: 1272.

Το πρόβλημά μας είναι η πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών της Τραπεζης Εργασίας και γι'αυτό θα βρούμε την ευθεία παλινδρόμησης που δείχνει την γραμμική τάση των κερδών και που θα έχει τέτοια θέση στο διάγραμμα που οι αποστάσεις των σημείων πάνω από την ευθεία να είναι ίσες με τις αποστάσεις των σημείων κάτω από την ευθεία (δηλαδή την καλύτερη δυνατή).

Η ευθεία παλινδρομήσεως (Regression Line) καταρτίζεται με εκτίμηση των ελάχιστων τετραγώνων. Το όνομα αυτό προέρχεται από το γεγονός ότι το άθροισμα των τετραγώνων των αποκλίσεων των τιμών y_i (τιμές από παρατήρηση) από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές y_c , είναι μικρότερο από το άθροισμα τετραγώνων των αποκλίσεων των αρχικών τιμών από οποιαδήποτε άλλη ευθεία για την μέτρηση της τάσεως.

Ο τύπος για τον υπολογισμό της ευθείας τάσεως είναι:

$$y_c = a + \beta x_i$$

Οπου: y_c = οι εκτιμήσεις (προσδοκώμενες τιμές), από παρατηρήσεις των τιμών της εξαρτημένης y_i .

a = η τιμή y_c που εκτιμάται, όταν η τιμή της ανεξάρτητης x_i ισούται με το 0.

β = η τυπική αλλαγή της εξαρτημένης μεταβλητής y_i , για αλλαγή κάθε μονάδας της ανεξάρτητης x_i .

Το β ουσιαστικά είναι ο γωνιακός συντελεστής παλινδρομήσεως, προσδιορίζει την κλίση της ευθείας παλινδρομήσεως ως προς τον οριζόντιο άξονα.

Εχουμε δύο μεταβλητές: την x_i = έτη και την y_i = κέρδη ανά μετοχή.

Για τον υπολογισμό των τιμών a και β επιλύονται οι επόμενες δύο, παράγωγες εξισώσεις της αρχικής εξισώσεως παλινδρομήσεως $y_c = a + \beta x_i$. Το n στον τύπο 1 συμβολίζει το πλήθος των ζευγών των τιμών της x_i και y_i από παρατηρήσεις (δηλαδή 9 στον αριθμό, μία για κάθε έτος).

$$1. \quad \Sigma y_i = n a + \beta \Sigma x_i$$

$$2. \quad \Sigma x_i y_i = a \Sigma x_i + \beta \Sigma x_i^2$$

Οι πιο πάνω δυο εξισώσεις προκύπτουν εύκολα από την αρχική εξίσωση $y_c = a + \beta x_i$, όπως φαίνεται τουτο στα επόμενα:

Εξίσωση 1. Η αρχική εξίσωση $y_c = \alpha + \beta x_i$ πολλαπλασιάζεται με τον τελεστή του α που είναι το 1 και αθροίζεται το αποτέλεσμα. Συνεπώς

$$\Sigma(y_c = \alpha + \beta x_i) = \Sigma y_i = n\alpha + \beta \Sigma x_i$$

Εξίσωση 2. Η ίδια προηγούμενη εξίσωση πολλαπλασιάζεται επί τον τελεστή του β , που είναι x_i και το αποτέλεσμα αθροίζεται. Άρα

$$x_i[\Sigma(y_i = \alpha + \beta x_i)] = \Sigma x_i y_i = \alpha \Sigma x_i + \beta \Sigma x_i^2$$

Με βάση λοιπόν τα κέρδη ανά μετοχή που αντιστοιχούν σε κάθε έτος (από το 1984 ως και το 1992), αναπτύσσεται ο επόμενος πίνακας για αντικαταστάσεις (στήλες 3, 4 και 5).

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

Στήλη 1	Στήλη 2	Στήλη 3	Στήλη 4	Στήλη 5	Στήλη 6
έτη x_i	Κέρδη ανά μετοχή y_i	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2	$y_c = \alpha + \beta x_i$ $y_c = -13.359,652 + 157,467 x_i$
84	65	5460	7056	4.225	-132,424
85	107	9095	7225	11.449	25,043
86	134	11524	7396	17.956	182,510
87	208	18096	7569	43.264	339,977
88	307	27016	7744	94.249	497,444
89	497	44.233	7921	247.009	654,911
90	741	66.690	8.100	549.081	812,378
91	1.146	104.286	8.281	1.313.316	969,845
92	1.272	117.024	8.464	1.617.984	1.127,312
$\Sigma x_i =$ 792	$\Sigma y_i =$ 4.477	$\Sigma x_i y_i =$ 403.424	$\Sigma x_i^2 =$ 69.756	$\Sigma y_i^2 =$ 3.898.533	$\Sigma y_c = 4.476,996$

$$\bar{x} = \frac{\Sigma x_i}{n} = \frac{792}{9} = 88$$

$$\bar{y} = \frac{\Sigma y_i}{n} = \frac{4.477}{9} = 497,444$$

Μετά τα πιο πάνω, για την εξεύρεση των τιμών του α και β , με βάση τις δύο κανονικές εξισώσεις 1 και 2 θα έχουμε την εξίσωση 3 και 4 με αντικατάσταση των στοιχείων από τις στήλες 1 έως 4 του πιο πάνω πίνακα.

$$1. \quad \Sigma y_i = n\alpha + \beta \Sigma \chi_i$$

$$2. \quad \Sigma \chi_i y_i = \alpha \Sigma \chi_i + \beta \Sigma \chi_i^2$$

$$3. \quad (4.477 = 9\alpha + 792\beta) - 88$$

$$4. \quad 403.424 = 792\alpha + 69.756\beta$$

Πολλαπλασιάζεται η εξίσωση 3 επί τον συντελεστή -88 , που βρίσκεται ως εξής

$$\frac{-\Sigma \chi_i}{n} = \frac{-792}{9} = -88$$

ώστε να απαλειφθεί το α και προκύπτει η εξίσωση 5. Αφαιρώντας την 5 από την 4 κατά μέλη προκύπτει η 6, από την οποία λείπει ο όρος με το α .

$$5. \quad -393.976 = -792\alpha - 69.696\beta$$

$$6. \quad 9.448 = 0 + 60\beta = 60\beta \rightarrow \beta = 9.448 / 60 = 157,467$$

Τελικά προκύπτει ότι το $\beta = 157,467$

Αντικαθιστώντας τώρα την τιμή του β στην εξίσωση 3 προκύπτει η εξίσωση 7 από την οποία προσδιορίζεται το $\alpha = -13.359,652$

$$7. \quad 4.477 = 9\alpha + 792 * 157,467 \rightarrow 4.477 = 9\alpha + 124.713,864 \rightarrow$$

$$\rightarrow 9\alpha = 4.477 - 124.713,864 \rightarrow 9\alpha = -120.236,864 \rightarrow$$

$$\rightarrow \alpha = -120.236,864 / 9 \rightarrow \alpha = -13.359,652$$

Με βάση τις τιμές $\alpha = -13.359,652$ και $\beta = 157,467$ που βρέθηκαν από τις πιο πάνω εκτιμήσεις, η εξίσωση της ευθείας τάσεως θα είναι:

$$y_c = -13.359,652 + 157,467\chi_i \quad (a)$$

Αν στην εξίσωση (a) αντικατασταθούν διαδοχικά οι τιμές της χ_i (στήλη 1 του στατιστικού πίνακα), προκύπτουν οι αντίστοιχες θεωρητικές τιμές y_c (της στήλης 6) της μεταβλητής y_i (στήλη 2). Τα αθροίσματα των δύο στηλών y_i και y_c πρέπει να είναι ίσα μεταξύ τους (όντως Σy_i και $\Sigma y_c = 4.477$). Οι τυχόν μικροδιαφορές οφείλονται στις στρογγυλοποιήσεις κατά τους υπολογισμούς.

Πρέπει να πούμε ότι η ευθεία τάσεως θα περνάει οπωσδήποτε από το σημείο που προσδιορίζεται από το μέσο χ και y , δηλαδή από:

$$\text{μέσο } \chi = \Sigma \chi_i / n = 792 / 9 = 88$$

$$\text{μέσο } y = \Sigma y_i / n = 4.477 / 9 = 497,444$$

Οι θεωρητικές τιμές y_c απεικονίζουν την εξίσωση παλινδρομήσεως και κείνται πάνω στην ευθεία τάσεως. Στο παράδειγμά μας, δείχνουν τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή για συγκεκριμένα έτη.

Για την ολοθέτηση της ευθείας παλινδρομήσεως πάνω στο διάγραμμα αρκεί να ληφθούν δύο τυχαίες τιμές της χ_i και y_c και να καθοριστούν τα στίγματά τους πάνω στο διάγραμμα. Έτσι, π.χ. για $\chi_i = 87$ αντιστοιχεί $y_c = 339,977$ και για $\chi_i = 92$ αντιστοιχεί y_c

= 1.127,312. Αν ενωθούν με ευθεία τα δυο αυτά σημεία ορίζεται η ευθεία με απόλυτη ακρίβεια. Η ευθεία βέβαια αυτή επεκτείνεται και πέρα από τα δυο σημεία που ορίστηκαν. Όλες οι τιμές της y_c με βάση τις αντίστοιχες τιμές της x_i βρίσκονται πάνω σε αυτή την ευθεία.

Η πρακτική αξία της ευθείας παλινδρομήσεως είναι ότι είναι καλύτερη από οποιαδήποτε άλλη που τοποθετήθηκε στο διάγραμμα εμπειρικά και ο υπολογισμός της προσδοκώμενης τιμής y_c για κάποια τιμή x_i που δεν συμπίπτει με τις τιμές της στήλης 1 του στατιστικού πίνακα, είναι δυνατός να υπολογισθεί εκτός από γραφικά (μελετώντας το διάγραμμα και από την γραμμή τάσεως παρατηρώντας για την μελλοντική στιγμή που θέλουμε τι κέρδη αντιστοιχούνε στον κάθετο άξονα) και μαθηματικά.

Για παράδειγμα, μας ενδιαφέρει να ξέρουμε τι κέρδη ανά μετοχή θα έχει η Τράπεζα Εργασίας το 1994. Παρατηρώντας απλώς το διάγραμμα θα συμπερέναμε ότι θα έχει σχεδόν 1.450 δραχμές. Αν χρησιμοποιήσουμε όμως την μαθηματική επίλυση θα βρούμε πόσα θα έχει με ακρίβεια. Η διαδικασία είναι η εξής: παίρνουμε την εξίσωση της ευθείας τάσεως (a) και την επιλύουμε για $x_i = 94$:

$$y_c = -13.359,652 + 157,467 * 94 = -13.359,652 + 14.801,898 = 1.442,246$$

οπότε βρίσκουμε ότι τα κέρδη ανά μετοχή για το 1994 θα είναι 1.442,246 δραχμές.

Οι τιμές του a και β , δίνονται εναλλακτικά (απ'ευθείας και πιο σύντομα) από τους τύπους:

$$\beta = \frac{n \sum x_i y_i - \sum x_i * \sum y_i}{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2}$$

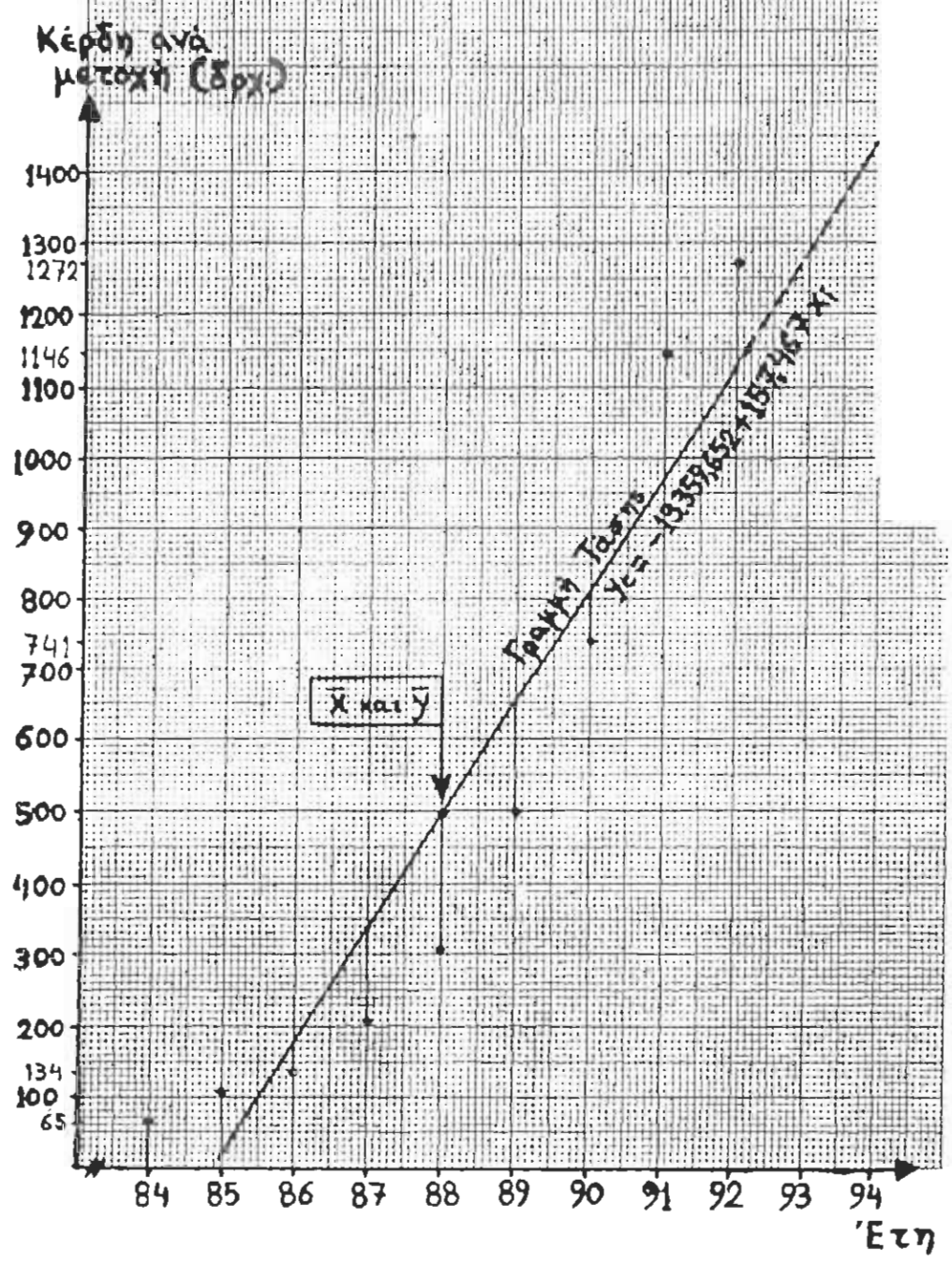
$$\begin{aligned} \beta &= \frac{9 * 403.424 - 792 * 4.477}{9 * 69.756 - 792^2} = \frac{3.630.816 - 3.545.784}{627.804 - 627.264} = \\ &= \frac{85.032}{540} = 157,467 \end{aligned}$$

$$a = \text{μέσο } \bar{y} - \beta * \text{μέσο } \bar{x}$$

$$a = 497,444 - 157,467 * 88 = 497,444 - 13.857,1 = -13.359,652$$

Ακολουθεί το διάγραμμα προβολής κερδών της Τραπέζης Εργασίας στην επόμενη σελίδα.

ΠΡΟΒΛΗ ΚΕΡΔΩΝ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (1984-92)



Οι τιμές y_c που υπολογίσθηκαν δεν παύει να είναι θεωρητικές και να διαφέρουν από τις πραγματικές τιμές y_i (στήλες 6 και 2 αντίστοιχα του στατιστικού πίνακα).

Υπάρχει στατιστικό μέτρο που δείχνει την ακρίβεια των τιμών y_c που βρέθηκαν. Το μέτρο αυτό δεν δείχνει τίποτα άλλο, παρά την έκταση εκτροπής των πραγματικών τιμών y_i από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές y_c που υπολογίσθηκαν και που βρίσκονται πάνω στην ευθεία παλινδρομήσεως.

Ο τύπος είναι το τυπικό σφάλμα εκτιμήσεως (Standard Error of the Estimate) και ουσιαστικά είναι τυπική απόκλιση, που μετρά την διασπορά των τιμών από τις παρατηρήσεις γύρω από την ευθεία παλινδρομήσεως, που καθορίστηκε σύμφωνα με τις θεωρητικές τιμές y_c :

$$S_{y_u} = \sqrt{[\sum y_i^2 - (a\sum y_i + b\sum x_i y_i)] / n}$$

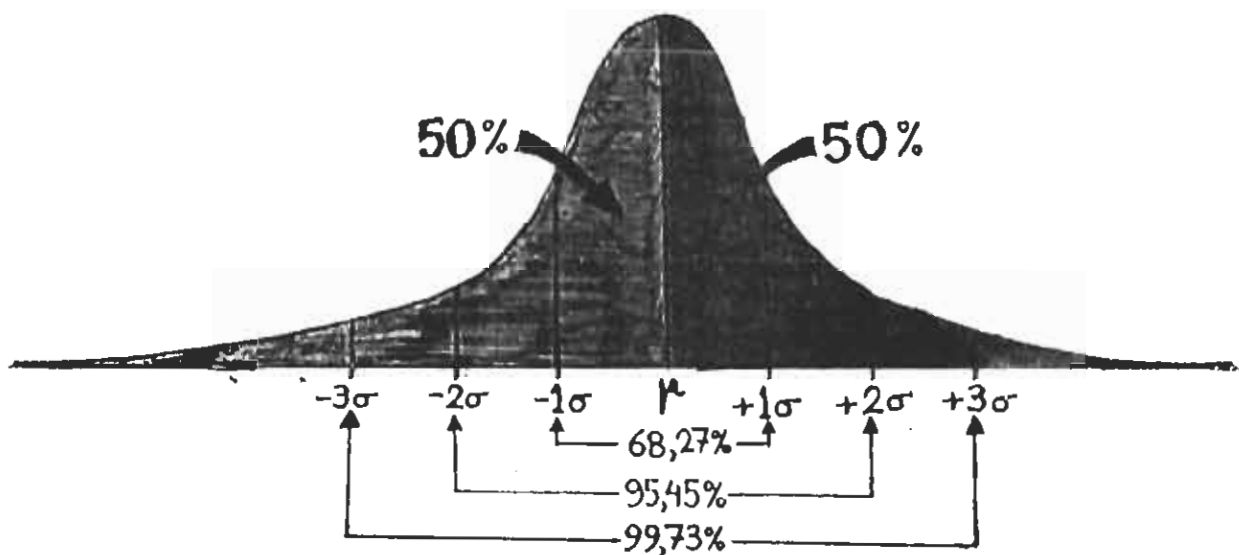
Προφανώς αν η σχέση των δύο μεταβλητών (θεωρητικών και πραγματικών) είναι τέλεια, τότε το Sy_0 ισούται με το μηδέν, πράγμα βέβαια αδύνατο για να συμβεί πραγματικά. Εάν το Sy_0 είναι μεγάλος σχετικά αριθμός, η αξιολόγηση της ευθείας παλινδρομήσεως είναι μάλλον περιορισμένης αξίας.

Τώρα θα βρούμε το τυπικό σφάλμα εκτιμήσεως για το παράδειγμά μας εφαρμόζοντας τον τύπο και βασιζόμενοι στα στοιχεία του στατιστικού πίνακα.

$$\begin{aligned} Sy_0 &= \sqrt{[3.898.533 - (-13.359,652 \cdot 4.477 + 157,467 \cdot 403,424)] / 9} = \\ &= \sqrt{[3.898.533 - (-59.811,162 + 63.525,967,01)] / 9} = \\ &= \sqrt{[3.898.533 - 3.714.805,008] / 9} = \sqrt{183.727,992 / 9} = \\ &= \sqrt{20414,2213} = 142,878 \text{ ή περίπου } = 143 \end{aligned}$$

Αηλαδή στο παράδειγμά μας το τυπικό σφάλμα εκτιμήσεως είναι 143 δραχμές. Εάν στις θεωρητικές τιμές y_c προσθεσθούν τρία (3) τυπικά σφάλματα, προσδιορίζεται ζώνη μέσα στην οποία βρίσκονται κατά 99,73% οι πραγματικές τιμές. Σε δυο (2) τυπικά σφάλματα βρίσκονται κατά 95,45% οι πραγματικές τιμές. Σε ένα (1) τυπικό σφάλμα προσδιορίζεται ζώνη μέσα στην οποία οι πιθανότητες να βρίσκονται οι πραγματικές τιμές είναι 68,27%. Αυτό φαίνεται στην καμπύλη της κανονικής κατανομής (Gauss - Laplace).

σ = τυπική απόκλιση



Το παρόν θα διασαφηνιστεί καλύτερα στον πίνακα που ακολουθεί και στο αντίστοιχο διάγραμμα του. Εάν ληφθούν έτσι οι ίδιες τιμές της x_i , που προσδιορίστηκαν οι αντίστοιχες τιμές της y_c για την τοποθέτηση της ευθείας τάσεως, θα έχουμε:

$$1Sy_0 = 143$$

$$2Sy_0 = 2 \cdot 143 = 286$$

$$3Sy_0 = 3 \cdot 143 = 429$$

χ_i	y_c	$y_c - Sy_u$	$y_c + Sy_u$
87	339,977	$339,977 - 143 = 196,98$	$339,977 + 143 = 482,98$
92	1.127,312	$1.127,31 - 143 = 984,31$	$1.127,31 + 143 = 1.270,31$

χ_i	y_c	$y_c - 2Sy_u$	$y_c + 2Sy_u$
87	339,977	$339,977 - 286 = 53,98$	$339,977 + 286 = 625,98$
92	1.127,312	$1.127,31 - 286 = 841,31$	$1.127,31 + 286 = 1413,31$

χ_i	y_c	$y_c - 3Sy_u$	$y_c + 3Sy_u$
87	339,977	$339,977 - 429 = -89,02$	$339,977 + 429 = 768,98$
92	1.127,312	$1.127,31 - 429 = 698,31$	$1.127,31 + 429 = 1.556,31$

Αν πάρουμε τα ευρήματα των παραπάνω πινάκων, φτιάχνουμε τρεις ζώνες μέσα στις οποίες είναι με κάποιο ποσοστό πιθανό να βρίσκονται οι πραγματικές τιμές. Συγκεκριμένα, γύρω από την κεντρική γραμμή τάσης y_c (μωβ γραμμή), έχουμε την ζώνη που προσδιορίζεται με τις σιέλ γραμμές ($\pm 1Sy_u$) και που οι πιθανότητες να βρίσκεται η πραγματική τιμή y_i για ένα συγκεκριμένο χ_i , είναι 68,27%, έχουμε την ζώνη που περικλείεται μέσα στις πράσινες γραμμές ($\pm 2Sy_u$) και που για κάθε συγκεκριμένο χ_i , οι πιθανότητες να βρίσκεται η πραγματική τιμή y_i μέσα στα όρια αυτής της ζώνης είναι 95,45% και τέλος έχουμε μια τρίτη ζώνη που ορίζεται με τις κόκκινες γραμμές και που οι πιθανότητες να περικλείονται μέσα σε αυτήν οι πραγματικές τιμές είναι 99,73%.

Το πρακτικό νόημα του τυπικού σφάλματος εκτιμήσεως είναι για κάθε χ_i εκτός από την θεωρητική τιμή y_c θα έχουμε εκ των προτέρων βρει, έχουμε την δυνατότητα να ορίσουμε κάποιες ζώνες ασφαλείας μέσα στις οποίες υπάρχουν αρκετές πιθανότητες να βρίσκεται η πραγματική τιμή y_i .

Και για παράδειγμα, θέλουμε να προβλέψουμε τα κέρδη ανά μετοχή (y_i) για το 1993 ($\chi_i=93$):

$$y_c = -13.359,652 + 157,467 * \chi_i \rightarrow y_c = -13.359,652 + 157,467 * 93 =$$

$$= -13.359,652 + 14.644,431 = 1.284,779$$

Βρίκαμε ότι η θεωρητική (μη πραγματική) τιμή y_c για $\chi_i=93$ είναι 1.284,779 δραχμές. Αλλά επειδή συνήθως οι πραγματικές τιμές διαφέρουν από τις θεωρητικές, θα χρησιμοποιήσουμε το τυπικό σφάλμα για να διασφαλίσουμε:

$$a) \quad 1.284,779 + 143 = 1.427,779$$

$$1.284,779 - 143 = 1.141,779$$

Έχουμε 68,27% πιθανότητες η πραγματική τιμή να βρίσκεται μεταξύ 1.141,779 και 1.427,779 δραχμών ($\pm Sy_u$).

$$\beta) \quad 1.284,779 + 286 = 1.570,779$$

$$1.284,779 - 286 = 998,779$$

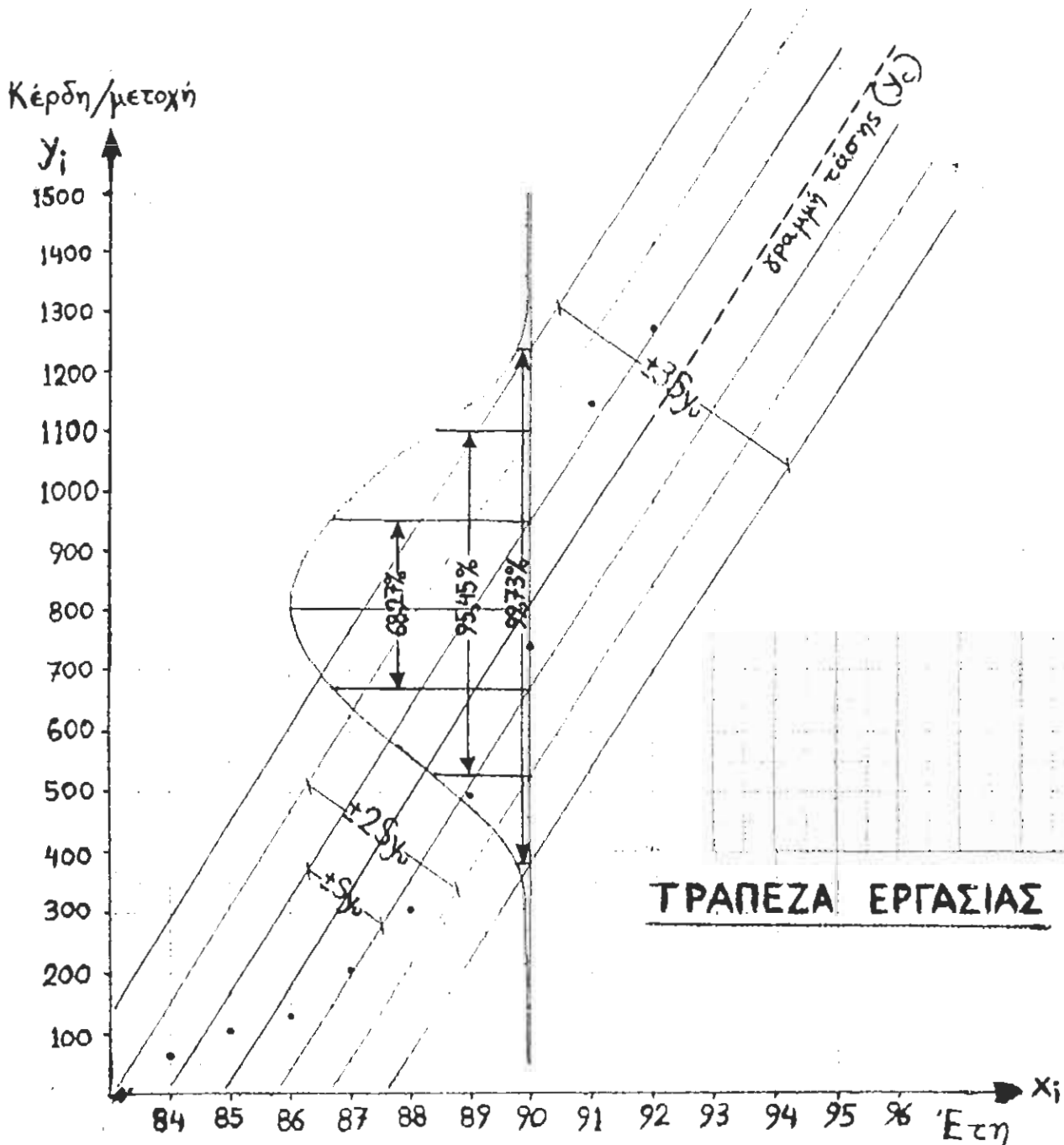
Οι πιθανότητες, η πραγματική τιμή για $\chi_i = 93$ να βρίσκεται μεταξύ των 998,779 και 1.570,779 δραχμών, είναι 95,45% ($\pm 2S_{y_U}$).

$$\gamma) \quad 1.284,779 + 429 = 1.713,779$$

$$1.284,779 - 429 = 855,779$$

Εδώ πετυχαίνουμε την ύμιστη ασφάλεια αφού έχουμε πιθανότητες 99,73% να βρίσκεται η πραγματική τιμή για $\chi_i = 93$ μεταξύ 855,779 και 1.713,779 δραχμών ($\pm 3S_{y_U}$).

Ακολουθεί το διάγραμμα με την γραμμή τάσης των κερδών της Τραπέζης Εργασίας μαζί με τις ζώνες ασφαλείας που βγαίνουν με την βοήθεια του τυπικού σφάλματος και την κατανομή των πιθανοτήτων ύπαρξης πραγματικών τιμών μέσα σε κάθε μία από αυτές.



ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2ο : Προβολή Κερδών Τράπεζας Πιστεως

Τα κέρδη ανά μετοχή της Τράπεζας Πιστεως έχουν από το 1988 ως το 1992 ως εξής:

1988: 500 δρχ., 1989: 795 δρχ., 1990: 1.842 δρχ., 1991: 2.051 δρχ., 1992: 2.408 δρχ.

Θεωρούμε ως x_i = έτη και y_i = κέρδη ανά μετοχή.

Φτιάχνουμε τον στατιστικό πίνακα για την Τράπεζα Πιστεως.

(2ος) ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΙΣΤΕΩΣ

x_i	y_i	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2	$y_c = \alpha + \beta x_i$ $y_c = -44128,8 + 507,2 * x_i$
88	500	44000	7744	250000	504,8
89	795	70755	7921	632025	1012,0
90	1842	165780	8100	3392964	1519,2
91	2051	186641	8281	4206601	2026,4
92	2408	221536	8464	5798464	2533,6
$\Sigma x_i =$ 450	$\Sigma y_i =$ 7596	$\Sigma x_i y_i =$ 688712	$\Sigma x_i^2 =$ 40510	$\Sigma y_i^2 =$ 14280054	$\Sigma y_c =$ 7596,0

Βάσει του ακόλουθου τύπου, θα βρούμε το β , χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του στατιστικού πίνακα (2ου - Τράπεζας Πιστεως).

$$\beta = \frac{n \Sigma x_i y_i - \Sigma x_i y_i}{n \Sigma x_i^2 - (\Sigma x_i)^2}$$

$$\beta = (5 * 688.712 - 450 * 7.596) / (5 * 40.510 - 450^2) =$$

$$= (3.443.560 - 3.418.200) / (202.550 - 202.500) = 25.360 / 50 = 507,2$$

Υπολογίσαμε πως το $\beta = 507,2$

Βάσει του ακόλουθου τύπου θα βρούμε το α . Ο τύπος αυτός απαιτεί τα μέσα x και y .

$$\alpha = \text{μέσο } y - \beta * \text{μέσο } x$$

Γ'αυτό τώρα βρίσκουμε τα μέσα x και y .

$$\text{Μέσο } x = \Sigma x_i / n = 450 / 5 = 90$$

$$\text{Μέσο } y = \Sigma y_i / n = 7596 / 5 = 1519,2$$

Και αφού βρήκαμε τα μέσα x και y , μπορούμε να βρούμε και το a .

$$a = 1519,2 - 507,2 * 90 = 1519,2 - 45648 = - 44128,8$$

Βρήκαμε ότι το $a = - 44.128,8$

Ο βασικός τύπος της γραμμής τάσης $y_c = a + \beta x_i$ γίνεται στην περιπτώσή μας $y_c = - 44.128,8 + 507,2 * x_i$ και με αυτόν υπολογίζουμε τα στοιχεία της 6ης στήλης του (2ου) στατιστικού πίνακα της Τράπεζας Πίστωσης. Έτσι βρίσκουμε τις θεωρητικές τιμές (y_c) της εξαρτημένης μεταβλητής (y_i - Κέρδη/μετοχή) που θα είναι τοποθετημένες πάνω στην ευθεία τάσεως (των ανά μετοχή κερδών). Για να τραβήξουμε στο διάγραμμα την ευθεία τάσεως αρκεί για δύο μόνο έτη (x_i) να πάρουμε τις θεωρητικές τιμές (y_c). Εμείς πήραμε για $x_i = 89$ και 92 και "τραβήξαμε" την (μωβ) γραμμή τάσης.

Επειτα, μας ενδιέφερε να βρούμε το τυπικό σφάλμα εκτιμήσεως (Sy_u) ώστε να είμαστε ικανοί να φτιάξουμε τις ζώνες ασφαλείας και να αυξήσουμε την σιγουριά μας για τις προβλέψεις μας.

$$Sy_u = \sqrt{[\Sigma y_i^2 - (a\Sigma y_i + \beta\Sigma x_i y_i)] / n}$$

$$\begin{aligned} \text{--->} \quad Sy_u &= \sqrt{[14.280.054 - (- 44.128,8 * 7.596 + 507,2 * 688.712)] / 5} = \\ &= \sqrt{[14.280.054 - (- 335.202.364,8 + 349.314.726,4)] / 5} = \\ &= \sqrt{(14.280.054 - 14.112.361,6) / 5} = \sqrt{(167.692,4 / 5)} = \sqrt{33.538,48} = 183,135 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Βρήκαμε πως το (ένα)} \quad Sy_u &= 183,135 \\ 2Sy_u &= 183,135 * 2 = 366,27 \\ 3Sy_u &= 183,135 * 3 = 549,405 \end{aligned}$$

Φτιάχνουμε τον ακόλουθο πίνακα για $x_i = 89$ και 92 , ώστε να βρούμε τα αντίστοιχα $\pm (1, 2, 3) Sy_u$ και να μπορούμε να τραβήξουμε τις ζώνες ασφαλείας.

x_i	y_c	$y_c - Sy_u$	$y_c + Sy_u$
89	1012,0	1012,0 - 183,135 = 828,865	1012,0 + 183,135 = 1195,135
92	2533,6	2533,6 - 183,135 = 2350,465	2533,6 + 183,135 = 2716,735
x_i	y_c	$y_c - 2Sy_u$	$y_c + 2Sy_u$
89	1012,0	1012,0 - 366,270 = 645,730	1012,0 + 366,270 = 1378,270
92	2533,6	2533,6 - 366,270 = 2167,330	2533,6 + 366,270 = 2899,870
x_i	y_c	$y_c - 3Sy_u$	$y_c + 3Sy_u$
89	1012,0	1012,0 - 549,405 = 462,595	1012,0 + 549,405 = 1561,405
92	2533,6	2533,6 - 549,405 = 1984,195	2533,6 + 549,405 = 3083,005

Με τα ευρήματα του παραπάνω πίνακα δημιουργούμε τις τρεις ζώνες ασφαλείας, όπου στην 1η ($\pm Sy_u$) με τις σιέλ γραμμές οι πιθανότητες να βρίσκονται οι πραγματικές τιμές είναι 68,27%, στην 2η με τις πράσινες γραμμές ($\pm 2Sy_u$) οι πιθανότητες να βρίσκονται οι πραγματικές τιμές μέσα σε αυτήν είναι 95,45% και τέλος στην 3η με τις κόκκινες γραμμές ($\pm 3Sy_u$) όπου οι πιθανότητες να βρίσκονται οι πραγματικές τιμές μέσα σε αυτήν είναι σχεδόν 100% (για την ακρίβεια 99,73%).

Παρακάτω δίνουμε το διάγραμμα προβολής των κερδών της Τράπεζας Πίστωσης με τις ζώνες ασφαλείας.

Η πρακτική σημασία αυτού; Επιθυμούμε να ξέρουμε ποια θα είναι τα κέρδη της τράπεζας το 1993 ($x_i=93$). Κοιτάζοντας και μόνο στο διάγραμμα παρατηρούμε ότι τα θεωρητικά κέρδη ανά μετοχή θα είναι περίπου 3050 δραχμές. Μπορούμε όμως να μάθουμε επακριβώς πόσα θα είναι χρησιμοποιώντας την μαθηματική επίλυση. Για αυτό παίρνουμε την βασική εξίσωση της ευθείας παλινδρόμησης και επιλύουμε για $x_i=93$. Έτσι, έχουμε: $y_c = -44128,8 + 507,2 * (93) = -44128,8 + 47169,6 = 3040,8$. Θα βρούμε και τις ζώνες ασφαλείας βάσει του τυπικού σφάλματος εκτιμήσεως.

$$\alpha) \quad \begin{aligned} 3040,8 + 183,135 &= 3223,935 \\ 3040,8 - 183,135 &= 2857,665 \end{aligned}$$

$$\beta) \quad \begin{aligned} 3040,8 + 366,270 &= 3407,07 \\ 3040,8 - 366,270 &= 2674,53 \end{aligned}$$

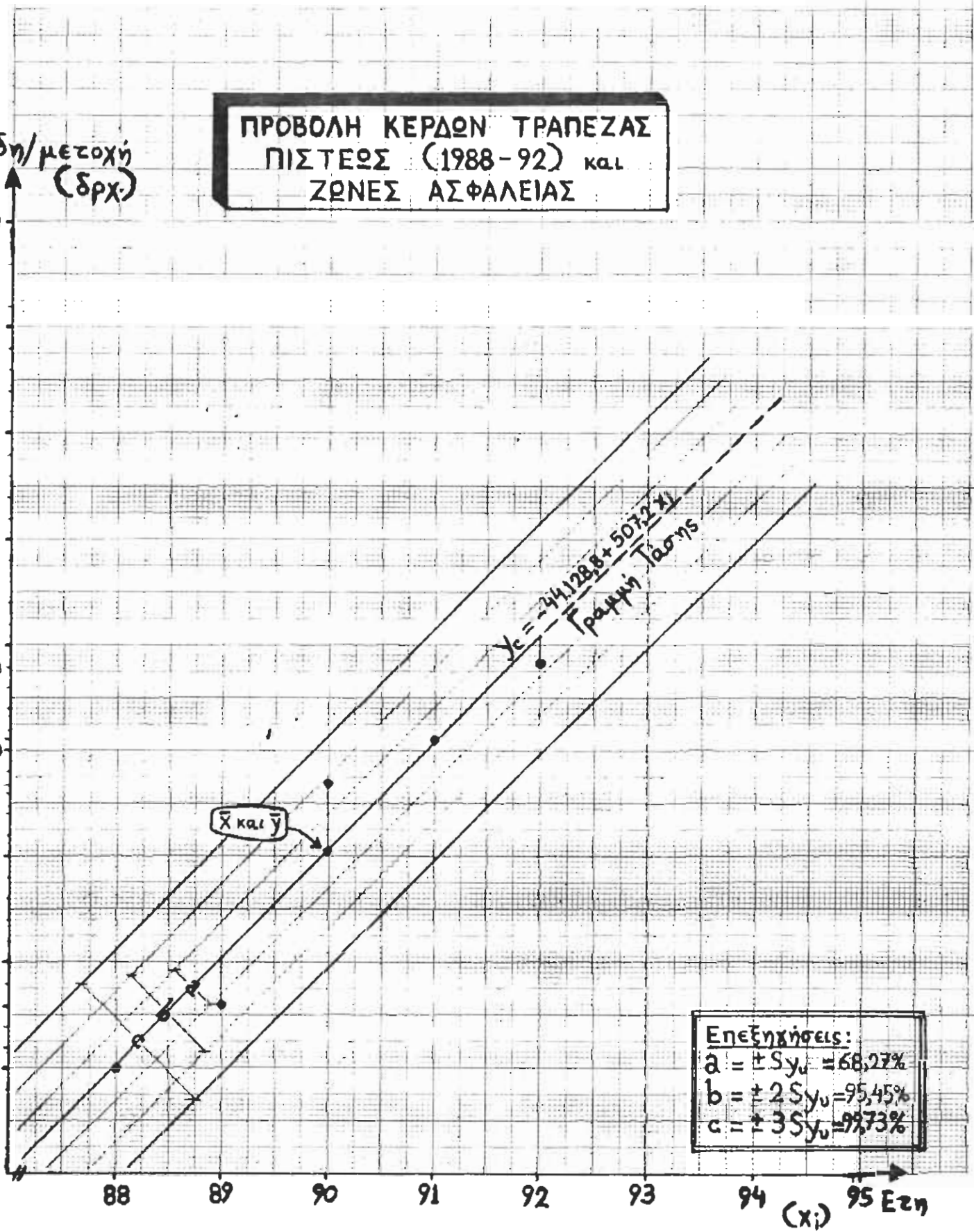
$$\gamma) \quad \begin{aligned} 3040,8 + 549,405 &= 3590,205 \\ 3040,8 - 549,405 &= 2491,395 \end{aligned}$$

Όλα αυτά σημαίνουν ότι για το 1993, η θεωρητική τιμή (y_c) των κερδών/μετοχή είναι 3040,8 δρχ., ενώ το να βρίσκεται η πραγματική τιμή (y_i) για το '93 μεταξύ των 2857,665 και 3223,935 δρχ. είναι πιθανό κατά 68,27%, το να βρίσκεται μεταξύ 2674,53 και 3407,07 δρχ. είναι κατά 95,45% πιθανό και το να βρίσκεται μεταξύ 2491,395 και 3590,205 δρχ. είναι κατά 99,73% πιθανόν.

[Δίδεται το διάγραμμα προβολής κερδών της Τρ. Πίστωσης]

**ΠΡΟΒΟΛΗ ΚΕΡΔΩΝ ΤΡΑΠΕΖΑΣ
ΠΙΣΤΕΩΣ (1988-92) ΚΑΙ
ΖΩΝΕΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ**

κέρδη/μετοχή
(δρχ.)



88 89 90 91 92 93 94 95 Ετη
(χ)

15.2.2. Υπολογισμός Ρυθμού Αύξησης και Πρόβλεψης Κερδών

Με την μέθοδο αυτή βρίσκουμε τον ρυθμό αύξησης των κατά μετοχή κερδών από χρονιά σε χρονιά για μια εταιρία. Πως γίνεται; Παίρνουμε την ποσοστιαία (%) διαφορά των κερδών/μετοχή από χρονιά σε χρονιά, για μια ορισμένη περίοδο για την οποία έχουμε στοιχεία. Και έπειτα βγάζουμε μέσο όρο της εκατοστιαίας ετήσιας μεταβολής. Τέλος χρησιμοποιούμε τον μέσο όρο, τον οποίο πολλαπλασιάζουμε με τα κέρδη/μετοχή της τελευταίας χρήσης και βρίσκουμε έτσι τα κέρδη ανά μετοχή της τρέχουσας χρήσης. Για να γίνει κατανοητό, δίνουμε παράδειγμα για δύο εταιρίες, την Τράπεζα Εργασίας και την Τράπεζα Πίστεως.

Τα κέρδη ανά μετοχή κατά έτος από το 1984 έως και το 1992 είναι για την **ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ** όπως ακολουθούν:

1984: 65 δρχ., 1985: 107 δρχ., 1986: 134 δρχ., 1987: 208 δρχ., 1988: 307 δρχ., 1989: 497 δρχ., 1990: 741 δρχ., 1991: 1.146 δρχ., 1992: 1.272 δρχ.

Βρίσκουμε τις ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές κερδών (σε σχέση με το προηγούμενο από το εξεταζόμενο έτος). Π.χ. για το 85 = 64,6% (64,6% = 107δρχ./65δρχ.). Παρόμοια βρίσκουμε για όλα τα έτη και παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα στον πίνακα που ακολουθεί.

1985: 64,6%, 1986: 25,2%, 1987: 55,2%, 1988: 47,6%, 1989: 61,9%, 1990: 49,0%, 1991: 54,7%, 1992: 11,0%
--

Επειτα αθροίζουμε τις ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές κερδών, δηλαδή:

$64,6 + 25,2 + 55,2 + 47,6 + 61,9 + 49,0 + 54,7 + 11,0 = 369,2$ και βγάζουμε μέσο όρο, διαιρώντας με 8 γιατί 8 είναι ο αριθμός των μεταβολών για τα έτη 1985 ως και 1992.

$369,2 / 8 = 46,15\%$ <--- Μέσος όρος ετήσιας μεταβολής κερδών

Και αφού γνωρίζουμε τα κέρδη ανά μετοχή της τελευταίας πραγματοποιημένης χρήσης (1992 = 1.272 δρχ.), έχουμε την δυνατότητα να βρούμε τα κέρδη/μετοχή για την τρέχουσα χρήση του 1993, πολλαπλασιάζοντας τα κέρδη της τελευταίας χρήσης με το μέσο όρο της ετήσιας μεταβολής κερδών, όπως φαίνεται:

$1.272 * 1,4615 = 1.859$ δραχμές

Υπολογίσαμε ότι τα κέρδη ανά μετοχή της Τράπεζας Εργασίας για το 1993 θα είναι 1.859 δραχμές. Αυτή η τιμή όμως είναι θεωρητική διότι για τον υπολογισμό της χρησιμοποιήθηκε ο Μ.Ο. των ετήσιων μεταβολών, αλλά ένας μέσος όρος είναι πάντοτε ένας μέσος και σπάνια συμπίπτει με την πραγματική ποσοστιαία μεταβολή η οποία σχεδόν πάντα έχει μια μικρή έως μεγάλη απόκλιση σε σχέση με τον μέσο όρο. Αξίζει να σημειώσουμε ότι στο συγκεκριμένο παράδειγμα με την Τράπεζα Εργασίας το 1985 είχε μεταβολή 64,6% (!+) ενώ το 1992 είχε μόλις 11% (!-). Αναμένεται λοιπόν η πραγματική τιμή για το 1993 να διαφέρει έστω λίγο.

Όσον αφορά την **ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ**, τα κέρδη ανά μετοχή και οι ετήσιες μεταβολές αυτών από το 1988 ως το 1992 είχαν ως εξής:

1988: 500 δρχ., 1989: 795 δρχ. --- 59,0%, 1990: 1.842 δρχ. --- 131,7%, 1991: 2.051 δρχ.
--- 11,3%, 1992: 2.408 δρχ. --- 17,4%

Ο μέσος όρος των ετήσιων μεταβολών είναι: $59,0 + 131,7 + 11,3 + 17,4 = 219,4$

$219,4 / 4 = 54,85\%$ <--- Μέσος όρος ετήσιας μεταβολής κερδών

Οπότε τα κέρδη ανά μετοχή της Τράπεζας Πίστωσης για το 1993 θα είναι:

$2.408 * 1,5485 = 3.729$ περίπου δραχμές, όμως αυτή η εκτίμηση ίσως είναι αρκετά λανθασμένη δεδομένου ότι οι ετήσιες μεταβολές των κερδών της τραπεζικής για το αναφερόμενο χρονικό διάστημα κυμαίνονταν έντονα, από 11,3% (πολύ μικρή μεταβολή το 1991) ως 131,7 (!) ιδιαίτερα μεγάλη μεταβολή το 1990). Σε τέτοιες περιπτώσεις είναι πολύ πιθανόν ο μέσος όρος των ετήσιων μεταβολών κερδών να μας οδηγεί σε λάθος συμπεράσματα για την μελλοντική κερδοφορία των εταιριών.

Μεταξύ των δύο εξεταζόμενων τραπεζών του παραδείγματός μας, η σύγκριση αποκαλύπτει ότι για το διάστημα από 1988 έως και 1992, η Πίστωση επίτευξε μέσο ρυθμό αύξησως 54,85% ενώ η Εργασίας (για το ίδιο διάστημα) 44,15% . Θα πρέπει όμως να αναφέρουμε ότι ο υπολογισμός του ρυθμού αύξησης της Τραπεζικής Εργασίας είναι πιο σίγουρος επειδή παρουσιάζει μικρότερες διακυμάνσεις από έτος σε έτος σε σχέση με την Πίστωση και άρα ο Μ.Ο. είναι πιο αντιπροσωπευτικός και αξιόπιστος και οι πιθανότητες να μας οδηγήσει σε πιο σωστές προβλέψεις των κερδών είναι μεγαλύτερες.

Νομίζουμε πάντως ότι έγινε σαφές πως αυτή η μέθοδος εκτίμησης των μελλοντικών κερδών των εταιριών διαμέσω του υπολογισμού ενός μέσου όρου του ρυθμού αύξησης των κερδών, δεν είναι σίγουρη.

15.2.3. Υπολογισμός Συνολικών Ετήσιων Κερδών βάσει των Κερδών Α' Εξαμήνου

Όταν γνωρίζουμε τι ποσοστό είναι τα κέρδη του Α εξαμήνου επί των συνολικών ετήσιων κερδών, τότε από την στιγμή που δημοσιεύονται οι εξαμηνιαίοι ισολογισμοί των εταιριών, οι επενδυτές ενημερώνονται για το μέγεθος των εξαμηνιαίων κερδών και μπορούν να προβλέψουν σε τι ύψος θα κυμανθούν τα συνολικά (ετήσια κέρδη). Για παράδειγμα, εάν γνωρίζουμε ότι η εταιρία "ZZZZ" πετυχαίνει το πρώτο εξάμηνο κατά μέσο όρο το 42% των συνολικών της κερδών και διαβάσουμε στον εξαμηνιαίο ισολογισμό της ότι τα (εξαμηνιαία) κέρδη της ήταν 150.000.000 δραχμές, τότε με την απλή μέθοδο των τριών βρίσκουμε ότι:

$$\begin{array}{r} 42\% \qquad 100\% \\ 150 \text{ εκατομ.} \quad X; \text{ εκατομ.} \end{array}$$

$$X = (100 * 150) / 42 = 15.000 / 42 = 357 \text{ εκατομμύρια δραχμές και κάτι παραπάνω}$$

Υπολογίσαμε πως τα ετήσια κέρδη της "ZZZZ" θα είναι 357 (και κάτι παραπάνω) εκατομμύρια δραχμές.

Η μέθοδος αυτή είναι αρκετά ασφαλής για δύο λόγους: 1) αφού η πρόβλεψη που κάνουμε αφορά χρονικό διάστημα ενός μόνο εξαμήνου και όπως είναι λογικό όταν κάνουμε μια πρόβλεψη, όσο πιο κοντά στο παρόν είναι, τόσο πιο σίγουρη είναι. Και όσον αφορά τα κέρδη, μια πρόβλεψη για εξάμηνη περίοδο είναι η πιο μικρή που μπορεί να υπάρξει (άρα

σίγουρη). Αντίθετα, όσο πιο απόμακρη είναι η πρόβλεψη τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να πέσουμε περισσότερο έξω. 2) τα κέρδη του Α εξαμήνου σαν ποσοστό των συνολικών κερδών της χρήσης παρουσιάζουν διαχρονικά μια εντυπωσιακή σταθερότητα, έτσι ώστε ο μέσος όρος που θα βγάλουμε να μας οδηγεί σε σχετικά ασφαλείς εκτιμήσεις.

15.3. ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

Ο χρηματιστηριακός επενδυτής θα πρέπει για καλύτερες και ασφαλέστερες προβλέψεις να μην εξαρτάται μόνο από στατικές μεθόδους ανάλυσης και εκτίμησης των μελλοντικών κερδών που προβάλουν το παρελθόν στο μέλλον λες και το μέλλον επηρεάζεται μόνο από το παρελθόν και η εξελικτική πορεία των κερδών θα επιδείξει την ίδια ουσιαστικά συμπεριφορά που επέδειξε και στο παρελθόν. Αν ο επενδυτής αρκестθεί σε αυτό μόνο, τότε οι εκτιμήσεις που θα κάνει θα είναι πιθανότατα από λίγο ως πολύ λανθασμένες. Και καλά να είναι λίγο λανθασμένες αφού μπορεί να πει κανείς ότι δεν θα υπάρχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των πραγματικών διαμορφούμενων καταστάσεων και των (εκ των προτέρων) εκτιμήσεων του επενδυτή. Αν όμως οι καταστάσεις έτσι όπως θα εξελιχθούν διαψεύσουν κατά πολύ τις εκτιμήσεις του επενδυτή; Ο επενδυτής σε αυτή την περίπτωση θα χάσει πολλά.

Αφού λοιπόν πράγματι υπάρχουν και παρουσιάζονται συνεχώς διάφοροι νέοι παράγοντες επηρεασμού των εταιρικών κερδών, καλό είναι να τους λαμβάνουμε υπόψη μας (όλους αν είναι δυνατό) και η ανάλυσή μας επί των κερδών να αποκτήσει μια δυναμική διότι δυναμική είναι και η εξελικτική πορεία των κερδών. Η δυναμική ανάλυση περιλαμβάνει βέβαια και τις μεθόδους στατικής ανάλυσης και εκτίμησης των κερδών, είναι δηλαδή ευρύτερη, περισσότερο ολοκληρωμένη και περιλαμβάνει αναλύσεις και των εξής στοιχείων:

15.3.1. Η Οικονομική Κατάσταση

Ο υποψήφιος επενδυτής πρώτα από όλα θα πρέπει να μελετήσει την υπάρχουσα ευρύτερη οικονομική κατάσταση, να ψάξει σε τι οικονομικό στάδιο βρίσκεται η χώρα. Σε στάδιο ανάκαμψης, στασιμότητας, ύφεσης; Αφού λοιπόν συμπεράνει σε ποιο στάδιο βρίσκεται, θα πρέπει να βρει σε ποιο ακριβώς σημείο του σταδίου βρίσκεται. Αν δηλαδή εισήλθε πρόσφατα στο στάδιο της ύφεσης είναι φυσιολογικό ότι αυτή θα κρατήσει από μέτριο ως και μεγάλο χρονικό διάστημα ανάλογα με τα προβλήματα που η χώρα αντιμετωπίζει. Γι'αυτό δεν μπορεί να θεωρηθεί καλό να προβεί κανένας σε επένδυση σε μια τέτοια χρονική στιγμή αφού οι επιχειρήσεις θα συνεχίσουν όσο θα διαρκεί η ύφεση να μειώνουν ή να κρατάνε στάσιμα τα κέρδη τους. Αντίθετα, αν βρισκόμαστε στο τέρμα του σταδίου της ύφεσης και πλησιάζει η ανάκαμψη τότε μπορεί να θεωρηθεί ευκαιρία για κάποιον να επενδύσει αφού οι επιχειρήσεις με το που θα παρουσιασθεί η ανάκαμψη θα αρχίσουν να αυξάνουν σημαντικά τα κέρδη τους.

Ο επενδυτής μπορεί να συμπεράνει την θέση της εθνικής οικονομίας μελετώντας την εξέλιξη των διάφορων σημαντικών μεγεθών της (Α.Ε.Π., εθνικό εισόδημα, πληθωρισμός, δημόσιο χρέος, ελλείμματα, ισοζύγιο: εμπορικό και τρεχουσών συναλλαγών, εξαγωγές, ανεργία, επιτόκια, συναλλαγματικές ισοτιμίες, κ.λπ.). Το ζήτημα βέβαια είναι ο επενδυτής να "προλάβει" αν είναι δυνατόν τις μακροοικονομικές εξελίξεις ώστε να επωφεληθεί τα μέγιστα. Τις εξελίξεις αυτών των οικονομικών μεγεθών, ο επενδυτής μπορεί να τις ενημερώνεται από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης.

15.3.2. Οι Φάσεις Ανάπτυξης των Κλάδων

Οι εναλλαγές στην οικονομική δραστηριότητα επηρεάζουν κατά διαφορετικό τρόπο τους κλάδους και τους τομείς της οικονομίας οι οποίοι την συνιστούν. Σε μια περίοδο ύφεσης π.χ. ο κλάδος των εταιριών τροφίμων δεν θα πληγεί με μείωση των πωλήσεών του και κατ'επέκταση μείωση των κερδών του διότι τα τρόφιμα σαν είδος που ικανοποιεί βασική ανάγκη των ανθρώπων έχουν ανελαστική ζήτηση. Με τη σειρά τους η κατάσταση στους κλάδους επηρεάζει την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που ανήκουν σε αυτόν. Ο επενδυτής θα πρέπει να διαλέξει για να επενδύσει κλάδους, οι οποίοι θα έχουν ταχύτερο ρυθμό αύξησης από αυτόν της εθνικής οικονομίας και των άλλων κλάδων.

Η ανάπτυξη των κλάδων διακρίνεται στις εξής φάσεις: α) την πρωτοποριακή φάση, β) την επεκτατική φάση και γ) την φάση στασιμότητας.

Πρωτοποριακή Φάση.

Σε αυτή την πρώτη φάση η ζήτηση αυξάνει ταχύτατα. Ευκαιρίες για μεγάλα κέρδη είναι πολλές. Επιχειρηματικά κεφάλαια υψηλού ρίσκου εισέρχονται στο χώρο. Ο ανταγωνισμός κανονικά, μολονότι όχι πάντοτε, είναι άφθονος. Κατά κανόνα η επιχειρηματική θνησιμότητα είναι υψηλή και οι επιχειρήσεις που επιβιώνουν βάζουν τα θεμέλια για την επιτυχία. Η φάση αυτή χαρακτηρίζεται από τις τεχνολογικές εφευρέσεις, την αύξηση της παραγωγής και της ζήτησης. Λόγω των μεγάλων κερδών που σημειώνονται νέες επιχειρήσεις εισέρχονται στον κλάδο και ο ανταγωνισμός αυξάνει, οι τιμές και τα κέρδη πέφτουν. Εξαναγκάζονται έτσι να εξέλθουν του νέου κλάδου πολλές επιχειρήσεις και στο τέλος παραμένουν οι πιο δυναμικές που γίνονται οι ηγέτριες εταιρίες (leaders) του χώρου.

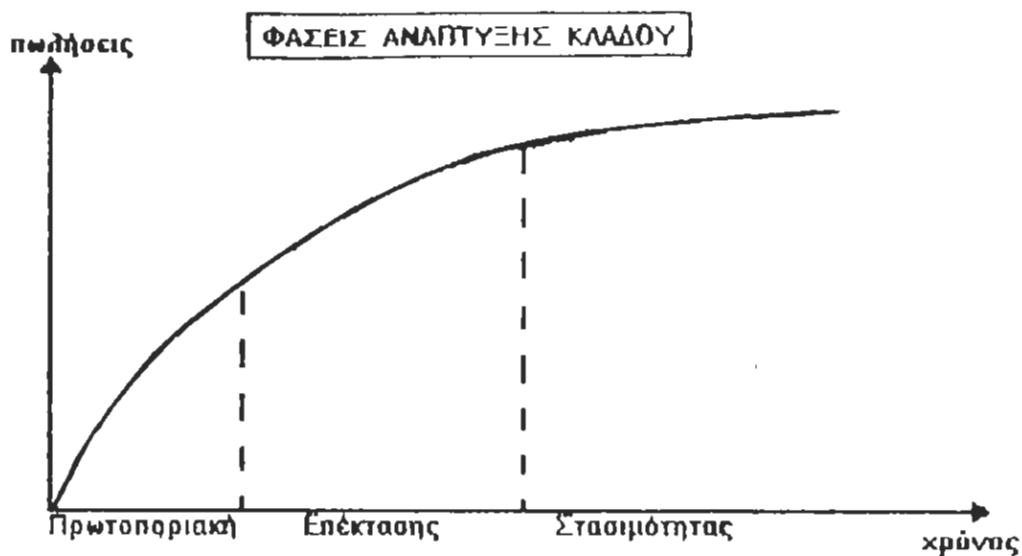
Επεκτατική Φάση.

Οι επιχειρήσεις που κατάφεραν να αντιμετωπίσουν τα χρηματοδοτικά θέματα και το σκληρό ανταγωνισμό της πρώτης φάσης του κλάδου συνεχίζουν την δραστηριότητά τους σε βελτιωμένες συνθήκες. Η ζήτηση για το προϊόν αυξάνει και το σπουδαιότερο στις αρχές την ικανοποιούν οι λίγες εταιρίες που επιβίωσαν, ενώ παράλληλα η ποιότητα βελτιώνεται και οι τιμές φθίνουν (π.χ. όπως συμβαίνει σήμερα με τους ηλεκτρονικούς υπολογιστές). Ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει σε μετοχές τέτοιων εταιριών με υψηλές πιθανότητες να επωφεληθεί της περιόδου δυναμικής ανάπτυξης και επιτύχει σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη, ενώ και η μερισματική απόδοση είναι υψηλή. Έχει δηλαδή η επιχείρηση διαγράψει τη μερισματική της πολιτική και αυξήσει το ύψος του μερίσματος αφού πλέον δεν αντιμετωπίζει το οξύ πρόβλημα χρηματοδότησης της πρώτης φάσης. Επιπλέον το ρίσκο σε αυτό το στάδιο είναι πολύ χαμηλό και η πιθανότητα ολικής απώλειας της επένδυσης που παρέμενε υψηλή στην προηγούμενη φάση είναι μικρή.

Φάση Στασιμότητας.

Η μεταβίβαση στην επόμενη φάση της στασιμότητας γίνεται βαθμιαία. Την περίοδο αυτή ο ρυθμός αύξησης χαλαρώνεται, η αγορά δεν επεκτείνεται άλλο, ενώ από μακρού έχει κατακλειστεί από όμοια προϊόντα με αποτέλεσμα ο ανταγωνισμός να είναι οξύτερος και το κόστος να μην μπορεί να μειωθεί περισσότερο. Έτσι η αύξηση στις πωλήσεις ίσως και να φτάσει σε ρυθμό χαμηλότερο αυτού της οικονομίας, ιδίως τις περιόδους της ύφεσης.

[στην επόμενη σελίδα δίδεται το διάγραμμα φάσεων ανάπτυξης των κλάδων]



15.3.3. Οι Φάσεις Ανάπτυξης των Εταιριών

Οι επιχειρήσεις έχουν τα εξής στάδια ανάπτυξης:

Εμβρυακή.

Ξεκινά η λειτουργία της επιχείρησης και όλες οι δραστηριότητες του επιχειρηματία αποσκοπούν στο να πείσει διάφορους χρηματοδότες για την βιωσιμότητα και δυνατότητα επιτυχίας της επιχείρησης. Οι πωλήσεις της σε αυτό το στάδιο είναι μικρές και τα έσοδα είναι συνήθως μικρότερα από τα έξοδα. Οι νέες επιχειρήσεις συνήθως παράγουν κάποιο προϊόν καινοτομίας ή έστω έντονα διαφοροποιημένο σε σχέση με κάποια άλλα. Γι'αυτό και το αγοραστικό κοινό είναι κάπως επιφυλακτικό. Και επειδή η καινοτομία ουσιαστικά ταυτίζεται με τον κίνδυνο, οι επιχειρήσεις σε αυτό το στάδιο προσελκύουν χρηματοδοτικά κεφάλαια που είναι γνωστά σαν venture (ή αλλιώς risk) capitals.

Αποδοχής.

Τώρα πλέον ο επιχειρηματίας δεν είναι μόνος με την ιδέα του. Η επιχείρηση έχει αρχίσει και λειτουργεί αποδοτικά, κερδίζει σιγά - σιγά την εμπιστοσύνη του αγοραστικού κοινού και προσπαθεί να έχει έσοδα μεγαλύτερα από τα έξοδα. Προσαρμόζεται στα προβλήματα που ανακύπτουν και τα λύνει. Σε αυτή τη φάση βρίσκει χρηματοδότες πιο εύκολα από την προηγούμενη. Οι πιθανότητες να μην αντέξουν κάποιες από τις επιχειρήσεις και να κλείσουν είναι αυξημένες σε αυτά τα δύο πρώτα στάδια.

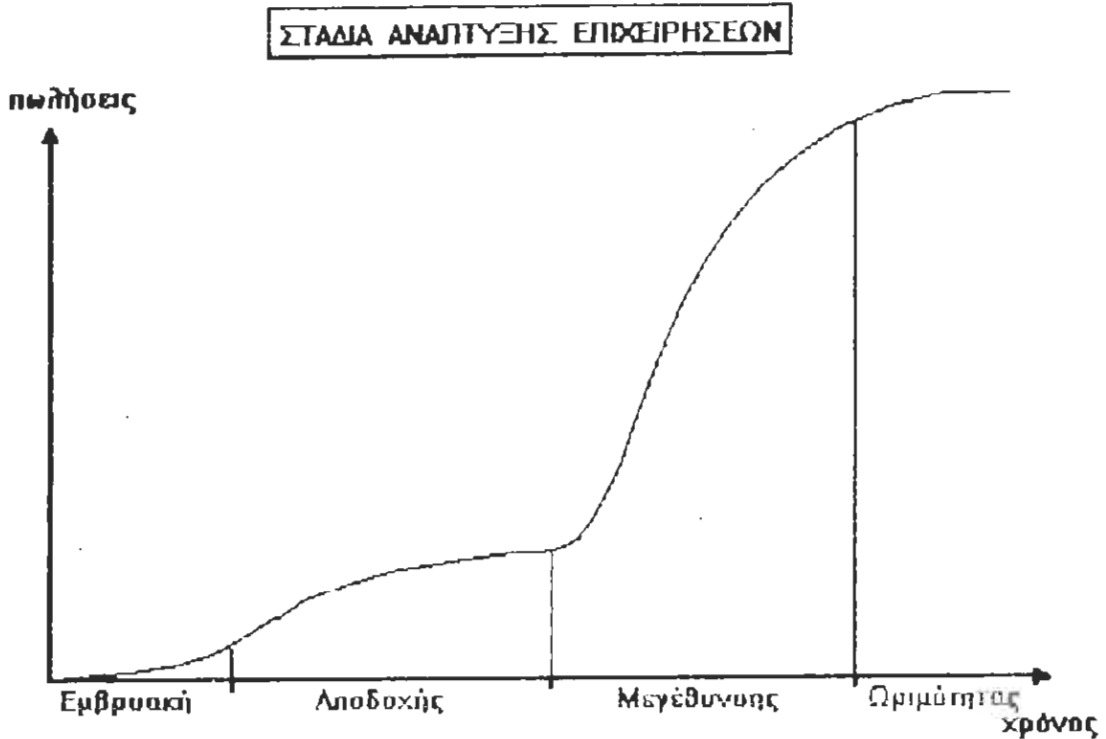
Μεγέθυνσης.

Η επιχείρηση βρίσκει μια συνεχώς αυξανόμενη ανταπόκριση, οι πωλήσεις αυξάνονται ραγδαία και έχουμε θετική διαφορά εσόδων - εξόδων. Το μερίδιο πλέον που έχει στην αγορά του προϊόντος είναι μεγάλο και σημαντικό. Το κόστος της μειώνεται στο ελάχιστο και τα κέρδη ρέουν άφθονα. Είναι η χρυσή εποχή της. Όλοι θα επιθυμούσαν να είναι μέτοχοι σε επιχείρηση που περνά αυτή την αναπτυξιακή φάση.

Ωριμότητας.

Η επιχείρηση αρχίζει και πλήττεται από τον ανταγωνισμό άλλων εταιριών που έχουν μπει στην αγορά και προσφέρουν είτε το ίδιο προϊόν με φθηνότερη τιμή, είτε παρόμοιο αλλά διαφοροποιημένο θετικά και σε τιμή κοντινή. Θα πρέπει να απαντήσει στον ανταγωνισμό με τον ίδιο τρόπο, που σημαίνει ότι ή θα πρέπει να ρίξει το κόστος παραγωγής της ή θα πρέπει να βελτιώσει το προϊόν της κρατώντας το κόστος σε λογικά

επίπεδα ή θα πρέπει να αναπτύξει εντελώς νέα προϊόντα ώστε τα έσοδα που θα χάνει από την απώλεια του μεριδίου του κύριου και αρχικού προϊόντος της να τα αναπληρώνει από την αύξηση του μεριδίου της στις αγορές των νέων προϊόντων. Αν δεν καταφέρει να γίνει ανταγωνιστικότερη θα βλέπει αργά - αργά να μειώνεται το μερίδιο της αγοράς που είχε και το ίδιο να συμβαίνει κατ'επέκταση στα έσοδα και στα κέρδη της. Είναι πιθανό τα έξοδα να είναι μεγαλύτερα από τα έσοδα, δηλαδή να έχει ζημιές.



15.3.4. Εταιρίες και Ανταγωνισμός

Αφού αναλύσουμε τον κλάδο, προχωρούμε σε ανάλυση της θέσης της εταιρίας και εκτίμησης των προοπτικών αυτής. Εξετάζουμε το ρυθμό αύξησης των πωλήσεων και την μερίδα της στην αγορά του προϊόντος κατά το παρελθόν, πράγματα δηλαδή που δεικνύουν την μέχρι τώρα ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης στην αγορά. Θα πρέπει κατ'αρχήν να κατανοήσουμε γιατί τα έσοδα και οι δαπάνες (που καθορίζουν και τα κέρδη) εξελίχθηκαν κατ'αυτόν τον τρόπο. Για να το πετύχουμε θα πρέπει να πληροφορηθούμε με λεπτομέρειες αν γίνεται, τις ευρύτερες οικονομικές και κλαδικές συνθήκες που επικρατούσαν στην εξεταζόμενη περίοδο. Στην συνέχεια συμπεραίνουμε αν οι ίδιες συνθήκες επικρατήσουν και στο μέλλον ή αν θα είναι διαφορετικές και αν θα είναι διαφορετικές, πόσο διαφορετικές θα είναι και πως ακριβώς θα επηρεάσουν την μελλοντική πορεία της εταιρίας.

Τα ερωτήματα που αναφέρονται στα προϊόντα της επιχείρησης και την μελλοντική ζήτηση των προϊόντων της προβληματίζουν τους αναλυτές γιατί ορίζουν τις προοπτικές και το μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης της. Η αναζήτηση των πιο δυναμικών και ανταγωνιστικών εταιριών που δείχνουν την καλύτερη προσαρμογή στις νέες συνθήκες πρέπει να είναι στόχος των επενδυτών. Οι τελευταίοι πρέπει να ψάχνουν για εταιρίες που βρίσκονται σε αναπτυξιακό στάδιο και που αυξάνουν τις πωλήσεις, ή μειώνουν το κόστος τους, αυξάνουν τα έσοδά τους και τα κέρδη τους με πιο γοργό ρυθμό από αυτό των άλλων εταιριών του ίδιου αντικειμένου.

15.3.5. Η Ποιότητα του Management

Είναι μάλλον κοινά αποδεκτό ότι σημαντικότερος παράγοντας αποτυχίας των επιχειρήσεων είναι το management team που διαθέτουν και που μπορεί να αποτελείται από ανίκανα στελέχη.

Εδώ και πολλά χρόνια, στις επιχειρήσεις των ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών έχει επέλθει - και πολύ σωστά - διαχωρισμός του management (διοίκησης) και της ιδιοκτησίας. Το ότι είναι κάποιος ιδιοκτήτης μιας επιχείρησης (κάτοχος της πλειοψηφίας ή απλώς μεγάλου πακέτου των μετοχών της) δεν σημαίνει ότι έχει και τις απαραίτητες γνώσεις και ικανότητες management (= οργάνωση και διοίκηση επιχειρήσεων), πράγμα που φαίνεται ότι στην Ελλάδα δεν το έχουν καταλάβει ακόμα. Στην χώρα μας, οι ιδιοκτήτες των εταιριών επιθυμούν να έχουν και το management. Και από την στιγμή που είναι οι μεγαλομέτοχοι, στην Γενική Συνέλευση των Ανωύμων Εταιριών τους ψηφίζουν για εκλογή διοίκησης τον εαυτό τους, με αποτέλεσμα κατά κανόνα στην Ελλάδα οι ιδιοκτήτες-μεγαλομέτοχοι να είναι και οι managers των μεγάλων επιχειρήσεων. Στην χώρα μας η εμμονή των ιδιοκτητών να ασχολούνται και με το management δείχνει αρχαία νοσηρία, αφού αποδεικνύει πως δεν εμπιστεύονται επαγγελματίες managers που έχουν σπουδάσει και γνωρίζουν το αντικείμενο ενώ οι μεγαλομέτοχοι προφανώς πιστεύουν για τον εαυτό τους ότι είναι αυθεντίες σε θέματα οργάνωσης και διοίκησης και ας μην έχουν σπουδάσει και ας μην έχουν καμιά προηγούμενη επαφή με το αντικείμενο. Ίσως η κατά μέσο όρο μεγάλη ηλικία τους δικαιολογεί αυτή την συμπεριφορά τους...

Για να μην είμαστε όμως δογματικοί, πρέπει να παραδεχτούμε ότι το management είναι επιστήμη αλλά και τέχνη. Άρα δεν αποκλείεται να υπάρχουν καλοί managers που δεν έχουν σπουδάσει παρ'όλα αυτά. Εκτός από τις γνώσεις που αποκτάς σε ένα πανεπιστήμιο, χρειάζεται και κάποιο ταλέντο, μια προδιάθεση και εμπειρία ώστε ένας manager να επιτύχει το μέγιστο των δυνατοτήτων του, που θα κυμαίνεται σε πραγματικά πολύ υψηλά επίπεδα. Δηλαδή μπορεί να υπάρχει καλός manager που να μην έχει σπουδάσει, όμως δεν θα είναι ο καλύτερος αφού θα υστερεί στο θέμα των επιστημονικών γνώσεων. Ο άριστος manager ορίζεται σαν αυτός που έχει το καλύτερο δυνατό επιστημονικό και γνωστικό υπόβαθρο, αλλά έχει ταυτόχρονα μια προδιάθεση και ένα ταλέντο για θέματα διοίκησης, όπως και πλούσια εμπειρία.

Στην δύση έχουν καταλάβει κάποια απλά και αληθινά πράγματα: Οι ιδιοκτήτες-μεγαλομέτοχοι ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση της απόδοσης των κεφαλαίων που έχουν τοποθετήσει στην επιχείρηση. Οπότε τι πιο λογικό από το να επιλέξουν πραγματικά ταλαντούχους managers που να γνωρίζουν εις βάθος το αντικείμενο και να έχουν και εμπειρίες. Είναι πιθανότερο αυτοί (οι managers) να πετύχουν την μέγιστη δυνατή απόδοση για την επιχείρηση από ότι θα πετύχαιναν οι ίδιοι οι ιδιοκτήτες ως managers. Αυτό το ξέρουν οι ιδιοκτήτες - και αντίθετα με ότι γίνεται στην Ελλάδα - και με σύνεση τοποθετούν επαγγελματίες και επιστήμονες managers και όχι τους εαυτούς τους στην διοίκηση των επιχειρήσεων. Είναι άλλωστε προς το συμφέρον τους αφού με τους ανεξάρτητους managers θα επιτευχθεί η μέγιστη δυνατή ανάπτυξη της επιχείρησης οπότε και οι ιδιοκτήτες κατ'επέκταση θα κερδίσουν περισσότερο! Ευτυχώς πιστεύουμε ότι μέσα στα πλαίσια της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς οι έλληνες ιδιοκτήτες-μεγαλομέτοχοι επιχειρήσεων θα αναγκασθούν εάν θέλουν να επιβιώσουν και να γίνουν ανταγωνιστικοί να ηρυσαρμυούουν στην ιδέα του διαχωρισμού ιδιοκτησίας και διοίκησης.

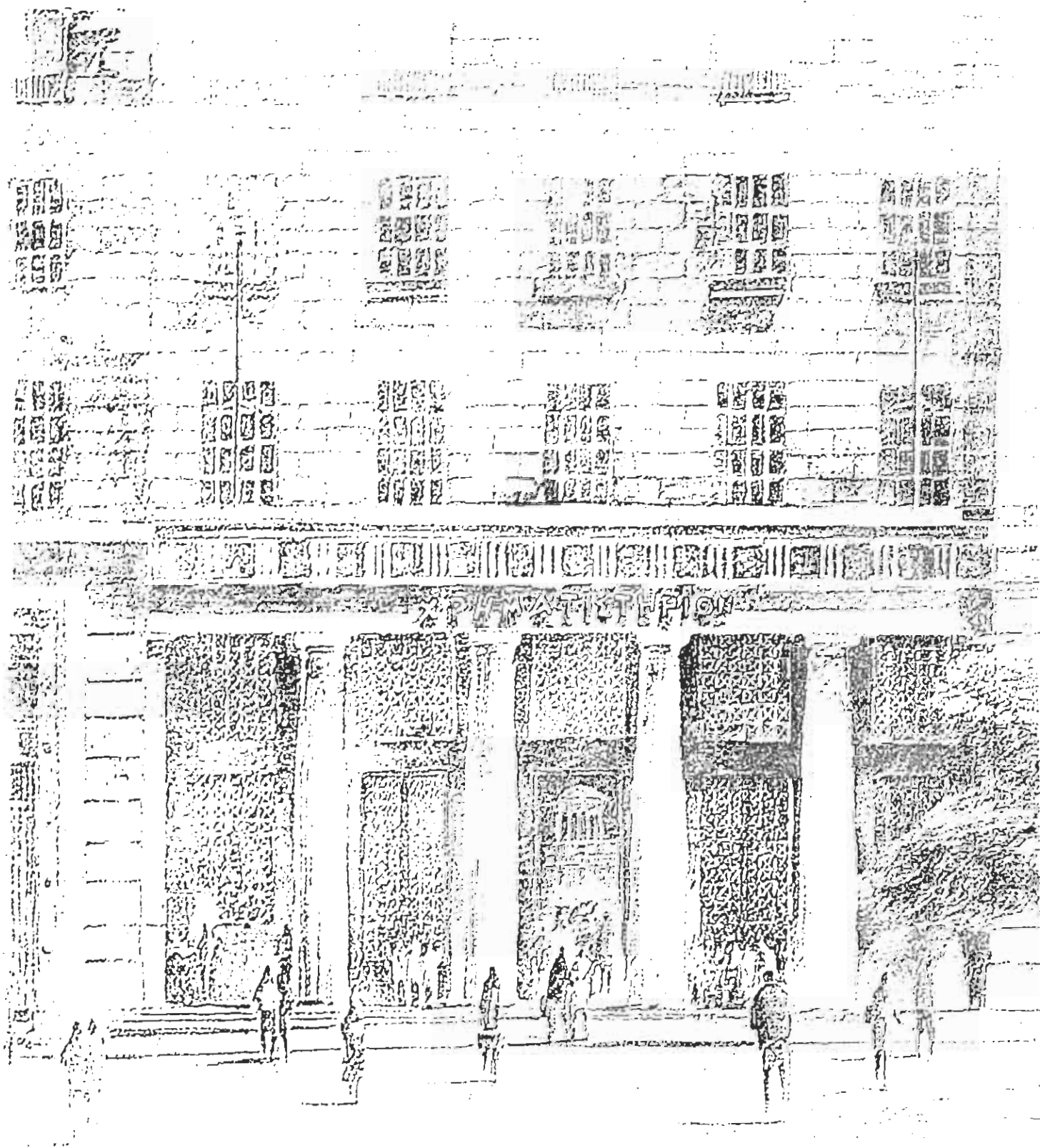
Όσον αφορά την μέτρηση της ποιότητας και των ικανοτήτων της διοίκησης μετριέται με τα αποτελέσματα αυτής, τα οποία συγκρινόμενα με τα αποτελέσματα των παρόμοιων επιχειρήσεων οδηγούν σε συμπεράσματα. Με τις συγκρίσεις καταλαβαίνουμε την διαφορά της ποιότητας των διοικήσεων μεταξύ ιδίων (ή σχεδόν ιδίων) εταιριών. Εάν μια εταιρία υπό τις ίδιες γενικότερες οικονομικές και κλαδικές επικρατούσες συνθήκες, πετυχαίνει μεγαλύτερη ποσοστιαία (%) άνοδο των πωλήσεών της, ή του περιθωρίου

κερδών της και κατέπλεκτηση μεγαλύτερη αύξηση των κερδών της, τότε συμπεραίνουμε ότι η διοίκησή της είναι ανώτερη από αυτές των άλλων εταιριών.

Η ικανή διοίκηση προβλέπει τις επερχόμενες μεταβολές στον κλάδο και εγκαίρως λαμβάνει μέτρα αντιμετώπισης του ενδοκλαδικού ανταγωνισμού, μειώνοντας το κόστος, διαφοροποιώντας το προϊόν, αναπτύσσοντας νέα προϊόντα, αναδιοργανούμενη, ή συγχωνευόμενη ή με το να ξεκινά συνεργασίες με άλλες, προβαίνοντας σε έρευνες, μετακινούμενη εκτός του κορεσμένου κλάδου και γενικά προγραμματίζει συνεχώς νέες επενδύσεις, αφού είναι γνωστό ότι σήμερα η μεγέθυνση συμβάλλει στην επιβίωση. Αντίθετα, όταν μια εταιρία δεν ακολουθεί αυτές τις πολιτικές τότε αυτή δυσχεραίνει την θέση της. Π.χ. μια εταιρία που δεν βελτιώνει το προϊόν της ή που δεν αυξάνει την γκάμα των προϊόντων της είναι καταδικασμένη να απωλέσει μερίδιο της αγοράς αφού οι ανταγωνιστές κυκλοφορούν συνεχώς νέα ή βελτιωμένα προϊόντα. Και φυσικά η μείωση του μεριδίου της αγοράς συνεπάγεται μείωση των κερδών και εφόσον οι ανταγωνίστριες εταιρίες τα αυξάνουν έστω λίγο, σημαίνει ότι η εταιρία που κατέληξε σε απώλεια του μεριδίου αγοράς, των εσόδων και των κερδών έχει πάρει πλέον την επικίνδυνη φθίνουσα πορεία. Οι σύγχρονες διοικήσεις είναι προσανατολισμένες στον άνθρωπο-καταναλωτή, προσπαθούν να κερδίσουν μέσω προσφοράς προϊόντων που ικανοποιούν τις ανάγκες των καταναλωτών (το marketing βοηθάει πολύ σε αυτή την κατεύθυνση) και όχι επιβάλλοντας το προϊόν στο καταναλωτικό κοινό και προσανατολιζόμενες στην παραγωγή, δίνοντας έμφαση στην ποσότητα με αυτοσκοπό την μείωση του κόστους με την εξ'ολοκλήρου χρησιμοποίηση της παραγωγικής δυναμικότητας του μηχανολογικού εξοπλισμού (δημιουργία οικονομιών κλίμακος παραγωγής), όπως γινόταν παλαιότερα. Οποια εταιρία ακολουθήσει την δεύτερη τακτική θα αποτύχει διότι στην σημερινή εποχή που οι μονοπωλιακές αγορές τείνουν να εκλείψουν και επικρατούν ολοένα οι ελεύθερες, ανταγωνιστικές αγορές, το αγοραστικό κοινό έχει την δυνατότητα επιλογής οπότε είναι σχεδόν αδύνατο να του επιβάλλει κάποια εταιρία ένα μη ικανοποιητικό προϊόν που υστερεί έναντι των αντίστοιχων προϊόντων των ανταγωνίστριων εταιριών.

Πράγματι, το management επηρεάζει σημαντικά την πορεία μιας επιχείρησης και γι'αυτό οι securities analysts (αναλυτές χρεογράφων) δίνουν μεγάλη σημασία σε αλλαγές της διοίκησης ή στις κινήσεις αυτής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16
ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ



16.1. Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η μέτρηση των κινήσεων της αγοράς μπορεί να βασισθεί στο σύνολο των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο ή σε ένα δείγμα αντιπροσωπευτικό κατά το δυνατό της αγοράς. Το τι είναι αντιπροσωπευτικό δείγμα μετοχών για το δικό μας χρηματιστήριο είναι κάπως δύσκολο να προσδιοριστεί αφού μέρος σημαντικό των μετοχών δεν έχουν ικανοποιητική διασπορά (βρίσκονται στην κατοχή λίγων μόνο προσώπων) με αποτέλεσμα οι μεταβολές να μην αποφασίζονται από την αγορά αλλά από ασήμαντες συναλλαγές ή τη βούληση των ελάχιστων ιδιοκτητών τους. Έτσι δεν είναι βέβαιο σε ποια έκταση οι διαθέσιμοι δείκτες, με τρεις διαφορετικές βάσεις οι πιο πρόσφατοι, μετρούν με ακρίβεια τις μεταβολές.

Το σωστό για την μέτρηση των δυνάμεων της αγοράς δείγμα πρέπει να αποτελείται μόνο από τις μετοχές που κάνουν καθημερινά πολλές συναλλαγές χωρίς να μπορεί μικρός αριθμός από αυτές όταν προσφέρεται ή αγοράζεται να μεταβάλλει τις τιμές σημαντικά ή διαφορετικά από ότι μεταβάλλεται η αγορά στο σύνολο. Αυτός είναι ο λόγος που η μεγαλύτερη έμφαση δίνεται κατά την επιλογή στην ικανοποιητική διασπορά και την υψηλή εμπορευσιμότητα, μαζί και στην υψηλή και στην υψηλή ποιότητα των μετοχών που διαλέγονται για να περιληφθούν σε ένα δείκτη. Έτσι στο δείκτη Dow Jones του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange - N.Y.S.E.) από καιρού εις καιρό μετακινούν μετοχές εκτός αυτού και συμπεριλαμβάνουν άλλες ώστε να αντανakλάται στο μέσο όρο ο αντιπροσωπευτικός χαρακτήρας της αγοράς χωρίς να διασπάται η συνέχεια του δείκτη. Σημειώνουμε ότι όταν ο δείκτης μετακινείται θεωρείται ότι η αγορά στο σύνολο μετακινείται προς την ίδια κατεύθυνση.

16.2. ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες κατασκευάζονται για δείξουν το επίπεδο των τιμών της αγοράς και την κατεύθυνσή τους. Η χρησιμότητά τους προχωρεί και πιο πέρα αφού βρίσκεται σε εξάρτηση με τις οικονομικές συνθήκες και οι κινήσεις τους μπορούν να συγκριθούν με το Α.Ε.Π. (ακαθάριστο εθνικό προϊόν), τον δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, τα επιχειρηματικά κέρδη, την κατανάλωση, κ.λ.π. Επιπλέον δίνει την δυνατότητα να συγκρίνεις την απόδοση του χαρτοφυλακίου σου με αυτήν της αγοράς, ή να συγκρίνεις την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς με αυτήν των τίτλων σταθερού εισοδήματος, κ.λ.π. Τα προβλήματα που αντιμετωπίζονται κατά την κατάρτιση του δείκτη είναι: α) το μέγεθός του και β) η επιλογή των μετοχών που θα τον ορίσουν.

Για ότι αφορά το μέγεθος ισχύει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μετοχών του δείγματος τόσο και πιο αντιπροσωπευτικό της αγοράς θα είναι το αποτέλεσμα. Θα πρέπει συνεπώς να επιλέγεται μεγάλος αριθμός μετοχών.

Για ότι αφορά την επιλογή, το δείγμα για να είναι αντιπροσωπευτικό θα πρέπει να περιέχει όσο το δυνατόν ανομοιογενείς μετοχές όλων των επί μέρους τμημάτων του. Από το δείγμα αποκλείονται μετοχές που λόγω περιορισμένης διασποράς η τιμή ελέγχεται από μικρό αριθμό μετοχών και δεν είναι αποτέλεσμα των δυνάμεων της αγοράς (προσφοράς και ζήτησης).

16.2.1. Δείκτες Τιμών Μετοχών Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χρησιμοποιεί στους δείκτες του μια νέα μέθοδο υπολογισμού αυτών. Οι δείκτες βασίζονται στην τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών που περιλαμβάνονται στον δείκτη (αριθμός εισηγμένων στο Χρηματιστήριο μετοχών, πολλαπλασιασμένη με τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών).

$$\text{Δείκτης} = \frac{\text{Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχών Δείκτη}}{\text{Χρηματιστηριακή Αξία στο 1980}} * 100$$

Δημοσιεύονται έξι δείκτες τιμών μετοχών που δημιουργήθηκαν από την Στατιστική Υπηρεσία του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 1988: ο δείκτης τραπεζικών μετοχών (περιλαμβάνει 10 τράπεζες), ο δείκτης λήζινγκ (περιλαμβάνει 2 εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης - leasing), ο δείκτης ασφαλειών (περιλαμβάνει 3 ασφαλιστικές εταιρίες), ο δείκτης εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (περιλαμβάνει 5 εταιρίες), ο δείκτης εμποροβιομηχανικών εταιριών (περιλαμβάνει 30 εταιρίες) και τέλος ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών (περιλαμβάνει τις εταιρίες από όλους τους ειδικούς προηγούμενους δείκτες, δηλαδή 50). Οι δείκτες του Χ.Α.Α. έχουν σαν έτος βάσης το 1980 (συγκεκριμένα 31-12-80) όπου όλοι τους ήταν ίσοι με 100, με εξαίρεση το δείκτη εταιριών leasing που έχει βάση την 31-12-1987 όπου ήταν ίσος με 100.

Στο δείκτη Τραπεζών περιλαμβάνονται οι εξής τράπεζες:

- | | |
|--------------------------|--------------------|
| ■ Γενική Τράπεζα | ■ Εθνική Τράπεζα |
| ■ Τράπεζα Ελλάδος | ■ Ε.Τ.Ε.Β.Α. |
| ■ Εμπορική Τράπεζα | ■ Τράπεζα Εργασίας |
| ■ Κτηματική Τράπεζα | ■ Ιονική Τράπεζα |
| ■ Τραπ.Μακεδονίας Θράκης | ■ Τράπεζα Πίστωσης |

Στο δείκτη Leasing περιλαμβάνονται οι εξής εταιρίες:

- | | |
|-----------------|----------------|
| ■ ALPHA Leasing | ■ ΕΤΒΑ Λήζινγκ |
|-----------------|----------------|

Στο δείκτη Ασφαλειών περιλαμβάνονται οι εταιρίες:

- | | | |
|---------|----------|----------------------|
| ■ Αστήρ | ■ Φοινίξ | ■ Εθνική Ασφαλιστική |
|---------|----------|----------------------|

Στο δείκτη Επενδύσεων περιλαμβάνονται οι ακόλουθες εταιρίες:

- | | |
|--|-----------------------------|
| ■ Αλφα Επενδύσεων | ■ Επενδύσεις Εργασίας |
| ■ Επενδύσεις Αναπτύξεως | ■ Εθνική Εταιρία Επενδύσεων |
| ■ Ελληνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Ε.Χ.) | |

Στον Εμποροβιομηχανικό δείκτη περιλαμβάνονται οι εταιρίες:

- | | |
|-------------|----------|
| ■ Επίλεκτος | ■ ΕΤΜΑ |
| ■ Κλώνατέξ | ■ Λέκκας |

- | | |
|-------------------------|--------------------------------|
| ■ Πετρετάκης | ■ Τιτάν |
| ■ ALCATEL CABLES HELLAS | ■ Αλουμίνιο Ελλάδος |
| ■ Βιοσώλ | ■ Ιντρακόμ |
| ■ Λεβεντέρης | ■ ΜΕΤΚΑ |
| ■ Φουρλής | ■ Α - Β Βασιλόπουλος |
| ■ ΔΕΛΤΑ Γαλακτοκομικά | ■ Καμιάς |
| ■ Κατσέλης | ■ Μπάρμπα Στάθης |
| ■ Μπουτάρης | ■ Παυλίδης |
| ■ Μύλοι Αγίου Γεωργίου | ■ Καρέλιας |
| ■ ΒΙΣ | ■ HELLAS CAN |
| ■ Βαλκάν Εξπορτ | ■ Σέλμαν |
| ■ ΒΙΟΤΕΡ | ■ Διεθνής Βιομηχανία Ενδυμάτων |
| ■ Λαμπρόπουλος | ■ Μηχανική |

16.2.2. Χρηματιστηριακοί Δείκτες Άλλων Φορέων

Εκτός του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δείκτες υπολογίζουν και δημοσιεύουν και άλλοι τρεις φορείς. Είναι η Εμπορική Τράπεζα, η Τράπεζα Πίστωσης και η Ιονική Τράπεζα.

Η Εμπορική Τράπεζα έχει δημιουργήσει έναν γενικό, έναν τραπεζικό, έναν βιομηχανικό και έναν εμπορικό δείκτη. Ο τραπεζικός δείκτης απαρτίζεται από 7 μετοχές (4 τραπεζικές και 3 ασφαλιστικές), ο βιομηχανικός και ο εμπορικός από 23 μετοχές (εμπορικές και βιομηχανικές, συνολικά). Οι δείκτες είχαν σαν βάση το τέταρτο τρίμηνο του 1973, όπου οι τιμές τότε ήταν υψηλές και γι' αυτό ορίστηκαν ίσοι με 1000. Μεταξύ όμως των μετοχών υπήρχουν αρκετές με όχι και τόσο ικανοποιητική διασπορά, πράγμα που υποβάθμιζε την σημασία τους. Γι' αυτό οι δείκτες της Εμπορικής σε κάποιο σημείο αργότερα άλλαξαν και στο νέο μεταγενέστερο έτος βάσης ήταν ίσοι με 100 και ο γενικός δείκτης αποτελείτο πλέον από 50 μετοχές.

Ο υπολογισμός των (παλαιών) δεικτών της Εμπορικής Τράπεζας γίνεται ως εξής, αν και ο υπολογισμός και για τους καινούργιους είναι παρόμοιος:

$$\text{Δείκτης} = \frac{K_1 P_1 + K_2 P_2 + \dots + K_v P_v}{\Lambda_1 T_1 + \Lambda_2 T_2 + \dots + \Lambda_v T_v} * 1000$$

Όπου: K_i = αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία
 P_i = τρέχουσα τιμή κλεισίματος
 Λ_i = αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία στο έτος βάσης
 T_i = μέση τιμή μετοχής 3μήνου, 10/73 - 12/73

Ο δείκτης της Τράπεζας Πίστωσης αποτελείται από 20 μετοχές (3 τραπεζικές, 1 ασφαλιστική και 16 εμποροβιομηχανικές). Ο δείκτης αυτός συντάσσεται με την συνεργασία της ICAP (γνωστή εταιρία διενέργειας στατιστικών αναλύσεων, ερευνών αγοράς, δημοσκοπίσεων, στην οποία η τράπεζα συμμετέχει). Έχει σαν έτος βάσης το 1959 όπου ήταν ίσος με 10. Υπολογίζεται με τύπο σαν τον προηγούμενο με την μόνη διαφορά ότι το κλάσμα πολλαπλασιάζεται με το 10 αντί 1000 της Εμπορικής Τράπεζας.

Ο δείκτης αυτός μειονεκτεί στις μετοχές που τον συνθέτουν, μεταξύ των οποίων υπάρχουν ορισμένες με περιορισμένη διασπορά.

Τέλος η Διεύθυνση Σχεδιασμού, Μελετών και Αναπτύξεως της **Ιονικής Τράπεζας** έχει δημιουργήσει τον δικό της δείκτη που είναι ένας μέσος μηνιαίος όρος γενικού δείκτη τιμών και περιλαμβάνει το σύνολο των εισηγμένων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Σαν έτος βάσης χρησιμοποιεί το 1986 όπου ήταν ίσος με 100.

16.3. Ο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ

Κατά το 1990 πολλές μετοχές αγοράστηκαν σε τόσο υψηλές τιμές που πολλοί έχουν διερωτηθεί αν ποτέ φτάσουν στα επίπεδα που ήταν προ της πτώσης του Ιουλίου, Αυγούστου 1990. Το ίδιο όμως είχαν διερωτηθεί και κατά το 1987 που οι τιμές ήταν και τότε πολύ υψηλές, αλλά το 1990 ξεπεράστηκαν πολύ. Για να πούμε αν οι τιμές εκείνες ήταν χαμηλές, λογικές ή υψηλές θα πρέπει να τις συσχετίσουμε προς μια διακύμανση τιμών κάποιας μακρινής περιόδου. Πάντως σίγουρα το 1990 ως τον Ιούλιο, αποτέλεσε αναμφισβήτητα ένα χρονικό διάστημα χρηματιστηριακής ευφορίας. Για να συμπληρώσουμε την εικόνα, θα πρέπει να πούμε ότι τον Ιούλιο του 1990 έπιασε κορυφή (ολοκληρώθηκε η ανωδική πορεία των τιμών - Bull market) του χρηματιστηριακού κύκλου που ξεκίνησε από το 1983 και που βρίσκεται σε εξέλιξη αλλά σε καθοδική βέβαια φάση (Bear market).

Ενας χρηματιστηριακός κύκλος αποτελείται από μία άνοδο (Bull market) και μία κάθοδο (Bear market) και συνήθως διαρκεί πολλά χρόνια. Ο χρηματιστηριακός κύκλος που βρίσκεται σε εξέλιξη, διαδέχτηκε τον προηγούμενο που ήταν πολυετούς διάρκειας, άρχισε στην δεκαετία του 1960 και περατώθηκε το 1983. Ο τωρινός χρηματιστηριακός κύκλος είχε πιάσει πιστεύαν (αλλά είχαν λάθος) κορυφή τον Οκτώβριο του 1987, είχε ακολουθήσει μια πτωτική και στάσιμη σύντομη περίοδος ενάμισι περίπου έτους αλλά αμέσως μετά από τον Μάρτιο του 1989 η αγορά εκτινάχθηκε προς τα πάνω και ως τον Ιούλιο του 1990 έφτασε σε νέα θεώρατα ύψη!

Στα ξένα χρηματιστήρια, ο χρηματιστηριακός κύκλος διαρκούν από 2 ως 10 έτη. Το εύρος τους ποικίλει και η ακριβής διάρκειά τους δεν μπορεί να προβλεφθεί. Στο ελληνικό χρηματιστήριο, οι κύκλοι διαρκούν πολλά έτη. Ο πρώτος που περιγράψαμε παραπάνω (από την δεκαετία του 1960 ως το 1983) διήρκεσε περίπου 25 χρόνια. Ο σημερινός, δείχνει να τελειώνει, φτάνοντας στο ναδίρ μέσα στο 1993. Αν πράγματι συμβεί αυτό θα έχει ολοκληρωθεί σε μια δεκαετία. Και αν αυτό επαληθευτεί, το συμπέρασμα που βγάζουμε είναι ότι η διάρκεια των κύκλων της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς μειώνονται δραστικά (πάνω από 50%). Η προσωπική μας εκτίμηση είναι ότι όντως θα τελειώσει ο εν εξέλιξη χρηματιστηριακός κύκλος μέσα στο 1993 ή στο 1994, οπότε πράγματι η διάρκεια του χρηματιστηριακού κύκλου θα έχει μειωθεί 50% + , αλλά ο επόμενος χρηματιστηριακός κύκλος που θα ακολουθήσει θα διαρκήσει περίπου στο μισό της διάρκειας του σημερινού (περίπου 5 έτη) αλλά με τάση μείωσης της διάρκειας του. Επειτα, οι χρηματιστηριακοί κύκλοι που θα ακολουθούν, ουσιαστικά θα παραμένουν σταθεροί από χρονική άποψη.

Η πεποίθησή μας αυτή (ότι η διάρκεια των χρηματιστηριακών κύκλων του ελληνικού χρηματιστηρίου θα μειωθεί) βασίζεται στο ότι υπάρχει μια τάση διεθνοποίησης των αγορών κεφαλαίων και συγχρονισμού των χρηματιστηριακών κύκλων διεθνώς. Άρα είναι φυσιολογικό, οι κύκλοι της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς να επηρεάζεται από τις διεθνείς συνθήκες και καταστάσεις.

Το κακό είναι ότι οι χρηματιστηριακοί κύκλοι όπως έχει αποδειχθεί κατά το παρελθόν, προηγούνται ελαφρώς των κινήσεων των οικονομικών κύκλων. Αυτό δυσχεραίνει την προσπάθειά μας να προβλέψουμε τους χρηματιστηριακούς κύκλους διότι αν - αντίθετα με ότι συμβαίνει στην πραγματικότητα - οι χρηματιστηριακοί κύκλοι ακολουθούσαν και δεν προηγούνταν των οικονομικών κύκλων, τότε θα βλέπαμε τα σημάδια στις κινήσεις των οικονομικών κύκλων και θα περιμέναμε να παρουσιασθούν κάποιες αντίστοιχες κινήσεις και στους χρηματιστηριακούς κύκλους. Αφού όμως οι κινήσεις των χρηματιστηριακών κύκλων προηγούνται, αυτό δεν είναι δυνατό να γίνει. Πάντως έχουν επινοηθεί και χρησιμοποιούνται τρόποι να αποφασίζεις την χρονική στιγμή της επένδυσης ή ρευστοποίησης στο πλαίσιο των χρηματιστηριακών κύκλων. Βασικά εργαλεία για αυτή την δουλειά αποτελούν οι δείκτες τιμών μετοχών και οι σχέσεις P/E, μερισματική απόδοση, κ.λ.π.

16.4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Η μερισματική απόδοση όπως έχουμε πει στο κεφάλαιο 12, στην παράγραφο 4.5., ισούται με το κατά μετοχή μερίσμα δια της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Όταν λοιπόν αναλύουμε την χρηματιστηριακή αγορά βάσει της μερισματικής απόδοσης, τι ακριβώς κάνουμε; Παίρνουμε την μέση μερισματική απόδοση της αγοράς για μια μεγάλη περίοδο όπως π.χ. 10 χρόνια. Υστερα συγκρίνουμε την σημερινή μέση μερισματική απόδοση με εκείνη της μεγάλης χρονικής περιόδου. Αν η σημερινή είναι υψηλότερη συνεπάγεται ότι οι τιμές της χρηματιστηριακής αγοράς είναι (πάντα κατά μέσο όρο) χαμηλές και ότι διανύουμε μια περίοδο καθοδικής πορείας των τιμών (Bear market), οπότε και μας συμφέρει να προβούμε σε αγορές. Αν είναι χαμηλότερη, τότε χαρακτηρίζει μια Bull market όπου οι τιμές είναι υψηλές και μας συμφέρει να πωλήσουμε.

Σε αυτό το σημείο θα δώσουμε ένα παράδειγμα για την καλύτερη κατανόηση του θέματος. Αν η μέση μερισματική απόδοση για μια ιστορική περίοδο 10 ετών ήταν 5%, αυτή θεωρείται σαν την κανονική και λογική απόδοση. Σήμερα, αν η μερισματική απόδοση είναι παραπάνω από 5% η αγορά είναι υποτιμημένη και γι' αυτό αγοράζουμε. Όσο παραπάνω από 5% βρίσκεται, τόσο περισσότερο υποτιμημένη είναι και γι' αυτό τόσο περισσότερο πρέπει να αγοράζουμε και τόσο περισσότερο να αυξάνουμε το μερίδιο των μετοχών του χαρτοφυλακίου μας εις βάρος του μεριδίου των τίτλων σταθερού εισοδήματος. Αν είναι ακριβώς 5%, δηλαδή όσο και η ιστορική μέση μερισματική απόδοση τότε θεωρούμε ότι η αγορά βρίσκεται σε φυσιολογικά επίπεδα, δεν είναι ούτε ακριβή μα ούτε και φθηνή. Σε αυτή την περίπτωση είναι καλό να διαμορφώνουμε ένα χαρτοφυλάκιο με αναλογία 50-50 μεταξύ μετοχών και τίτλων σταθερού εισοδήματος. Στην περίπτωση όμως που η σημερινή μέση μερισματική απόδοση είναι χαμηλότερη της μέσης ιστορικής, (δηλαδή κάτω από 5%) η αγορά θεωρείται υπερτιμημένη και μας δίνει σήμα να πουλήσουμε. Όσο χαμηλότερη από 5% είναι τόσο περισσότερο υπερτιμημένη είναι και γι' αυτό πουλάμε ολοένα και περισσότερες μετοχές τις οποίες αντικαθιστούμε στο χαρτοφυλάκιο μας με αύξηση του μεριδίου των τίτλων σταθερού εισοδήματος.

16.5. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕ ΤΟ P/E

Η σχέση τιμής/κέρδη (P/E) βοηθάει πολύ στην ανάλυση των χρηματιστηριακών αγορών ως εξής: Βρίσκουμε το ιστορικό P/E της αγοράς για μια μεγάλη χρονική περίοδο (π.χ. 10 έτη). Επειτα το συγκρίνουμε με το σημερινό μέσο P/E της αγοράς και αν αυτό είναι

υψηλότερο τότε η αγορά είναι υπερτιμημένη, αν είναι στα ίδια επίπεδα είναι κάπως ουδέτερη, ενώ αν είναι χαμηλότερο είναι υποτιμημένη. Θα πρέπει να ξαναπούμε πως το P/E μας δείχνει πόσες δραχμές δέχεται και πληρώνει η αγορά (το επενδυτικό κοινό) για κάθε δραχμή κερδών της εταιρίας. Άρα αν το ιστορικό P/E της αγοράς είναι ίσον με 16, σημαίνει ότι η αγορά (κατά μέσο όρο πάντα) δέχεται και πληρώνει 16 δραχμές για κάθε δραχμή κερδών των επιχειρήσεων. Αν λοιπόν σήμερα το P/E είναι πάνω από 16 συνεπάγεται ότι η αγορά έχει υπετιμήσει τις μετοχές και όσο μεγαλύτερο από 16 είναι, τόσο πιο ακριβές είναι οι μετοχές. Σε μια τέτοια περίπτωση μας συμφέρει να ρευστοποιούμε τις μετοχές που είχαμε αγοράσει από παλαιότερα και να αυξάνουμε αμέσως μετά το ποσοστό του χαρτοφυλακίου μας που είναι επενδυμένο σε ομόλογα, έντοκα γραμμάτια και ομολογίες. Αν το σημερινό μέσο P/E είναι όσο και το ιστορικό (=16) τότε ουσιαστικά μας είναι αδιάφορη η αγορά αφού ούτε φτηνή είναι για να αγοράσουμε, ούτε ακριβή είναι για να πουλήσουμε. Σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει το χαρτοφυλάκιό μας να αποτελείται από 50% μετοχές και 50% τίτλους σταθερού εισοδήματος. Αν τέλος το σημερινό P/E της αγοράς είναι μικρότερο από το ιστορικό (16), τότε οι μετοχές είναι φθηνές και καλό είναι να αγοράσουμε. Όσο χαμηλότερο είναι τόσο φθηνότερες είναι οι μετοχές και γι'αυτό τόσο περισσότερο θα πρέπει να αυξάνουμε με αγοράς το μερίδιο των μετοχών του χαρτοφυλακίου μας.

[Δίνουμε 2 διαγράμματα με χρημ/κούς κύκλους]

Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών (1964=100)

Σημ. Εξ. άνωθεν της μη υλοποίησης συμφωνηθέντων
 δείκτες μετοχών με την αλλαγή της βάσης το
 1964 και 1980. Οι δείκτες της περιόδου 1955-63
 και 1988 ορίστηκαν με αναγωγή απόλυτων
 στην απεικόνιση της τούτης και όχι της ακολουθίας

Μηνιαίοι δείκτες εμποδίων
 της Ελληνικής Οικονομίας

Μέτρο οικονομικής ανακρίσεως

2η Περιεχόμενη κριση

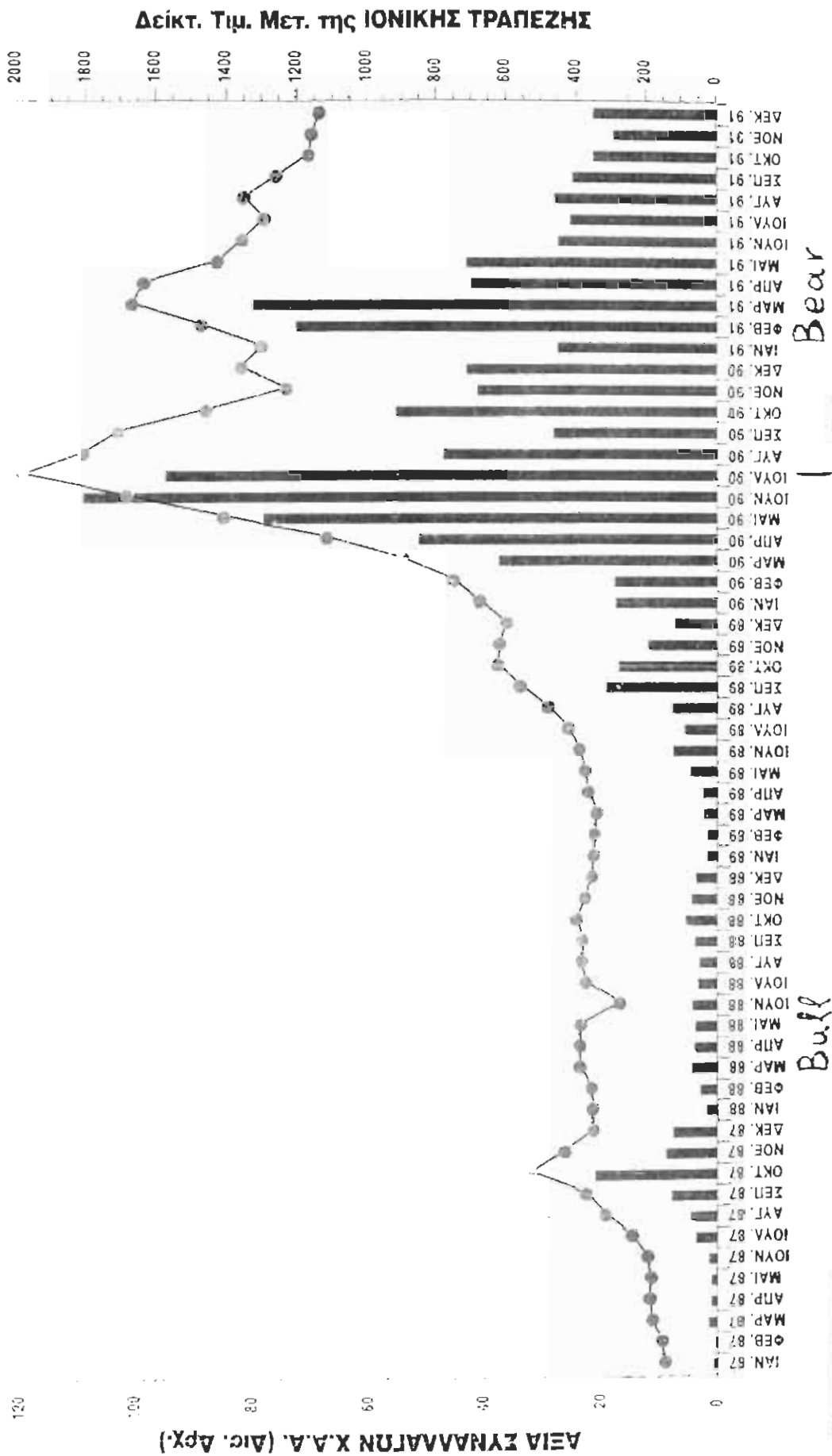
Κριση και Περίεργη κριση

5.500
5.400
5.300
5.200
5.100
5.000
1.900
1.800
1.700
1.600
1.500
1.400
1.300
1.200
1.100
1.000
900
800
700
600
500
400
300
200
100
0

1958 56 57 58 59 60 61 62 63 64 65 66 67 68 69 70 71 72 73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86 87 88

Βελγίαν
 Βελγίαν

ΜΗΝΙΑΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
& ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΥΝΑΜΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.



Μέσος μηνιαίος όρος Γενικού Δείκτη Τιμών Μετοχών που καταρτίζει η ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ και περιλαμβάνει το σύνολο των εισηγμένων μετοχών στο Χ.Α.Α. (Έτος βάσης 1986=100)

Αξία Συναμμάτων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17
ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ



17.1. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΓΕΝΙΚΑ

Η **Τεχνική Ανάλυση** (Technical Analysis) είναι μια μέθοδος πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών σε βραχυπρόθεσμη περίοδο. Έτσι βοηθάει σε θέματα επενδυτικών επιλογών (πότε να αγοράσουμε και πότε να πουλήσουμε). Η μέθοδος αυτή βγήκε στην επιφάνεια μετά την αποτυχία της θεμελιώδους ανάλυσης (fundamental analysis) να προβλέψει και να ερμηνεύσει ικανοποιητικά την συμπεριφορά των χρηματιστηριακών αγορών. Η τεχνική ανάλυση αναπτύχθηκε πολύ κατά την δεκαετία του 1980 και σε αυτό βοήθησαν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές. Χωρίς αυτούς, δεν θα ήταν δυνατή η ευρεία εφαρμογή και χρήση της μεθόδου.

Η τεχνική ανάλυση στηρίζεται στην υπόθεση ότι η συμπεριφορά μιας μετοχής στο χρηματιστήριο (η εξέλιξη δηλαδή, των τιμών και των συναλλαγών της) εκφράζει όλες τις χρήσιμες πληροφορίες και τις προοπτικές για την αντίστοιχη επιχείρηση. Επιπλέον, οι υποστηρικτές της θεωρούν ότι οι τιμές των μετοχών κινούνται σε ορισμένες κατευθύνσεις, π.χ. μια μετοχή που η τιμή της αυξάνεται, έχει την τάση να συνεχίσει την άνοδο και το αντίστροφο μέχρις ότου συμβεί κάτι που να αλλάξει την τάση αυτή.

Έτσι ο τεχνικός αναλυτής (technical analyst), με την βοήθεια πολύπλοκων μεθόδων, προσπαθεί να προβλέψει την εξέλιξη της τιμής μιας μετοχής, βασιζόμενος στην ερμηνεία των διαγραμμάτων που προκύπτουν από την γραφική απεικόνιση των τιμών και των συναλλαγών της συγκεκριμένης μετοχής.

Η τεχνική ανάλυση μας παρόλο που μας εφοδιάζει με ποικιλία πληροφοριών και συνδιασμών αυτών, δεν σου λέει τι η αγορά πρόκειται να κάνει πραγματικά, αλλά τι αναμένεται να κάνει με βάση τα στοιχεία και την συμπεριφορά της κατά το παρελθόν. Γι'αυτό η μέθοδος σημειώνει και λάθη αλλά δεν αμφισβητείται το γεγονός ότι βοηθάει στην κατανόηση και την εξήγηση της συμπεριφοράς της αγοράς και συμβάλλει στην πιο σωστή κρίση. Άλλωστε η τεχνική ανάλυση έχει αποδειχτεί αποτελεσματική και ταυτόχρονα ο χρόνος λήψης των επενδυτικών αποφάσεων από τους τεχνικούς αναλυτές μειώνεται πολύ λόγω της χρήσεως των Η/Υ.

Οι οπαδοί της μεθόδου αυτής, είναι κολλημένοι μπροστά στην οθόνη ενός Η/Υ, σχηματίζοντας διαγράμματα σε μια προσπάθεια να εντοπίσουν τάσεις στην πορεία μιας μετοχής, που θα τους δώσει το σήμα για αγορές ή πωλήσεις. Οι τεχνικοί αναλυτές έχουν αποκτήσει το παρατσούκλι "γραφίστες" (chartists), καθώς γι'αυτούς τα διαγράμματα της τεχνικής ανάλυσης είναι περίπου το απόλυτο εργαλείο πρόβλεψης και υπόδειξης των επενδυτικών κινήσεων.

Η τεχνική ανάλυση εκτός από την πρόβλεψη της πορείας των τιμών των μετοχών (χρηματιστήρια αξιών), προβλέπει και την εξέλιξη της πορείας των τιμών εμπορευμάτων (χρηματιστήρια εμπορευμάτων), των τιμών νομισμάτων (συναλλαγματικές ισοτιμίες), των τιμών του πετρελαίου, κ.λ.π.

Το περιβάλλον στο οποίο ζουν και κινούνται οι τεχνικοί αναλυτές, με την χρήση Η/Υ, πολύπλοκων στατιστικών μεθόδων και την επιλογή μιας επιτηδευμένα ασυνήθιστης και ξενόγλωσσης φρασεολογίας, δημιουργεί ένα μυστήριο γύρω τους και τους προσδίδει μια σοβαροφάνεια και ψεύτικη σπουδαιότητα.

17.2. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Σε αντίθεση με την θεμελιώδη ανάλυση που περιορίζεται στην ανάλυση των ποιοτικών στοιχείων της επιχείρησης, η τεχνική ανάλυση εξετάζει αποκλειστικά τη συμπεριφορά της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Ο τεχνικός αναλυτής πιστεύει ότι η διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών σχετίζεται με τη ζήτηση και προσφορά μετοχών και δεν επηρεάζεται από την πραγματική αξία της μετοχής. Οι υποστηρικτές αυτής της θεωρίας ενδιαφέρονται να αντιληφθούν έγκαιρα την κατεύθυνση που θα ακολουθήσουν οι μετοχές στο χρηματιστήριο.

Σε εφαρμογή λοιπόν της μεθόδου αυτής, ο τεχνικός αναλυτής με την παρατήρηση των διαγραμμάτων, προσπαθεί να ερμηνεύσει την χρηματιστηριακή συμπεριφορά της μετοχής και να εντοπίσει από νωρίς τα σημεία εκείνα όπου θα αλλάξει η πορεία της. Αν η προσπάθεια αυτή είναι επιτυχής, προκύπτει δηλαδή μια συγκεκριμένη τάση, τότε ο τεχνικός αναλυτής θα συστήσει αμέσως την ανάλογη επενδυτική τακτική, έτσι ώστε να προηγηθεί της αγοράς και να βελτιστοποιήσει τις αποδόσεις του.

Για να καταλήξει στην απόφασή του αυτή ο τεχνικός αναλυτής, δεν εξετάζει το όνομα ή την αξία και τις προοπτικές της εταιρίας, καθώς θεωρεί ότι η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο δεν επηρεάζεται από αυτά τα στοιχεία, παρά μόνο από τα χρηματιστηριακά δεδομένα.

17.3. ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Η παραστατικότητα με την οποία τα διαγράμματα παρουσιάζουν μια σειρά αριθμών, είναι γεγονός ότι προκαλούν μεγάλη εντύπωση. Έτσι λοιπόν, η παρατήρηση διαγραμμάτων από μεγάλο αριθμό επενδυτών, είναι βέβαιο ότι ασκεί σημαντική επίδραση στην ψυχολογία και τις αντιδράσεις της πλειοψηφίας των επενδυτών. Επιπλέον, η τάση των περισσότερων από αυτούς να απομνημονεύουν αριθμούς σε συνδυασμό με την μαζική επιρροή που ασκείται πάνω τους από πληροφορίες που διαδίδονται στο χρηματιστήριο και δημοσιεύματα του τύπου, μπορεί να δημιουργήσουν συνειρμούς που να οδηγούν τις τιμές των μετοχών σε ορισμένη κατεύθυνση.

Κλασικό παράδειγμα μιας τέτοιας περίπτωσης, είναι η μετοχή της INTRAKOM που η φημολογία της Σοφοκλέους το καλοκαίρι του 1990 την έφερε να φτάνει τις 20.000 δραχμές (από 12 - 13.000 δραχ. που ήταν), όπως και πραγματικά συνέβη, με την βοήθεια τόσο των κύκλων διαδόσεων, όσο και σχετικά δημοσιεύματα του τύπου για τις πολλές και σημαντικές εργασίες που θα αναλάμβανε.

Ένας άλλος λόγος για τον οποίο οι τάσεις που παρατηρούνται στις μετοχές, έχουν κάποια διάρκεια, είναι το γεγονός ότι αυτοί που κατέχουν μια σημαντική πληροφορία για μια μετοχή, αφού την εκμεταλλευτούν πρώτα για όφελός τους, στην συνέχεια θα την διαδώσουν στους γνωστούς τους. Με τον τρόπο αυτό θα δημιουργηθούν οι κατάλληλες συνθήκες, ώστε οι αρχικοί τουλάχιστον επενδυτές να αποκομίσουν σημαντικά κέρδη.

Αυτό το σχήμα, ίσως να σας θυμίζει το γνωστό "αεροπλανάκι", το παιχνίδι που με μανία παίχτηκε και στην Ελλάδα κατά το 1988 περίπου. Όπως στο παιχνίδι αυτό, έτσι και με τις εμπιστευτικές πληροφορίες στο χρηματιστήριο, δημιουργούνται ορισμένες τάσεις, με αποτέλεσμα αυτοί που μπήκαν πρώτοι να κερδίσουν, με την προϋπόθεση ότι θα βρουν κάποιους άλλους που θα σύρουν το χορό. Οι τελευταίοι που μπήκαν στο χορό, δεν

πρόκειται να κερδίσουν τίποτα αφού όπως πολύ σοφά λέει ο λαός: οι προηγούμενοι έγλειψαν και το κόκαλο.

17.4. ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ DOW

Η θεμελίωση της γραφικής ανάλυσης έγινε με την θεωρία του Dow που είναι η παλαιότερη και γνωστότερη μέθοδος για την ταυτοποίηση τάσεων στις αγορές των μετοχών. Η βάση της θεωρίας της τεχνικής ανάλυσης στηρίζεται σε αυτή την θεωρία (Dow). Η θεωρία του Dow δημοσιεύτηκε σε μια σειρά άρθρων της Wall Street Journal, με συγγραφέα τον Charles H. Dow. Ο Charles Dow το 1884 δημιούργησε ένα δείκτη 11 μετοχών του αμερικάνικου χρηματιστηρίου, ο οποίος με τις μετέπειτα μετατροπές του 1897, 1928 και 1929 είναι ο γνωστός δείκτης Dow Jones του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης. Οι ιδέες του Dow, που διατυπώθηκαν ιδίως στα άρθρα των 1900 - 1902 έγιναν γνωστές σαν "Θεωρία του Dow" και βρήκαν μεγάλη απήχηση με τη δημοσίευση του άρθρου "A turn in the Tide" του επιτελείου της Wall Street Journal. Το άρθρο αυτό βασίζόμενο στη θεωρία του Dow προέβλεψε από τις 23/10/1929 το τέλος της ανοδικής χρηματιστηριακής φάσης και το μεγάλο κραχ που ακολούθησε λίγες μέρες αργότερα.

Στο βιβλίο "The ABC of Stock Speculation" του S. A. Nelson και συγκεκριμένα στην εισαγωγή αναφέρεται ότι η συνεισφορά του Charles H. Dow στη χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να συγκριθεί με αυτή του Freud στην ψυχιατρική.

Η Dow theory χρησιμοποιήθηκε από τον ίδιο τον Dow για πρόβλεψη της αγοράς και από τους οπαδούς της για μεμονομένες μετοχές. Η θεωρία λέει ότι την ίδια στιγμή στην αγορά διακρίνονται τρεις κινήσεις. Η πρώτη αναφέρεται στην ημερήσια διακύμανση που μόνη της δεν έχει καμία αξία πρόβλεψης (μικρή). Η δεύτερη διαρκεί από δύο εβδομάδες έως ένα μήνα ή και περισσότερο (οι κινήσεις αναφέρονται ως δευτερεύουσες). Η τρίτη διαρκεί ένα πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα και οι κινήσεις της (που αναφέρονται σαν κύριες) είναι γνωστές σαν bear ή bull markets. Ο προσδιορισμός της κατεύθυνσης αυτής της κίνησης αποτελεί το βασικό σκοπό της θεωρίας.

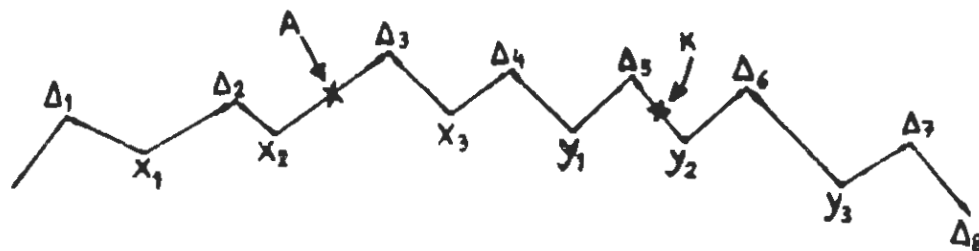
Αυτοί που τη χρησιμοποιούν σημειώνουν τις καθημερινές μέσες τιμές σε χαρτί διαγραμμάτων. Παρακολουθείται αν αυτές σχηματίσουν "γραμμή" για μερικές (ίσως 2 - 3) εβδομάδες. Σαν "γραμμή" θεωρείται η διακύμανση του δείκτη σε μικρή έκταση, περίπου 5% επάνω ή κάτω του μέσου όρου. Με βάση τη γραμμή αυτή συμπεραίνουν αν λαμβάνει χώρα "σώρευση" ή "πώληση" μετοχών. Όταν ο μέσος όρος σπάσει τη γραμμή προς τα επάνω ερμηνεύεται σαν σώρευση μετοχών και όταν την σπάσει προς τα κάτω ερμηνεύεται σαν διανομή ή πώληση. Στη σώρευση αναμένεται άνοδος των τιμών και στην διανομή πτώση.

Ο ίδιος ο Dow αναγνώρισε τη σημαντικότητα της μελέτης του όγκου συναλλαγών για την επιβεβαίωση της κίνησης των τιμών. Αυτό σημαίνει ότι ο όγκος συναλλαγών πρέπει να επιβεβαιώνει τη διεύθυνση των τιμών.

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

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

Με βάση τα προηγούμενα καταρτίστηκε το διάγραμμα που ακολουθεί. Ο δείκτης στην ανοδική αγορά θα πρέπει να έχει κατεύθυνση από το Δ_1 προς το Δ_4 και στην καθοδική από το Δ_5 προς το Δ_8 . Τα x_1 έως x_3 αντιπροσωπεύουν τις κατώτερες τιμές στην ανοδική πορεία του δείκτη και τα y_1 έως y_3 τις κατώτερες στην καθοδική του πορεία. Οι τιμές του x (το τέλος των δευτερευουσών κινήσεων) πάντοτε παραμένουν σε επίπεδο υψηλότερο του προηγούμενου και γι' αυτό χαρακτηρίζεται η αγορά ανοδική. Αντιθέτως οι τιμές του y πάντοτε κατέρχονται σε επίπεδο χαμηλότερο του προηγούμενου και γι' αυτό χαρακτηρίζεται η αγορά σαν καθοδική. Το σημείο στο οποίο επιβεβαιώνεται η καθοδική πορεία είναι το κ . Προτού η δευτερεύουσα κίνηση φτάσει στο κ δεν γνωρίζουμε την κύρια κατεύθυνση της αγοράς. Στο σημείο αυτό ο δείκτης βρίσκεται σε επίπεδο χαμηλότερο του προηγούμενου κατώτερου (x_3). Στην περίπτωση της τελευταίας φάσης της ανόδου η επιβεβαίωση για συνέχιση έρχεται στο σημείο A ότε ο δείκτης υπερέρβη το επίπεδο του Δ_2 που είναι το προηγούμενο υψηλότερο.



Περισσότερα γύρω από την θεωρία του Dow μπορείτε να βρείτε στο βιβλίο των D. Edwards και John Magel "Technical Analysis of Stock Trends", (Springfield, Mass, 1966).

17.5. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Η θεωρία του Dow περιλαμβάνει συνοπτικά τις παρακάτω θέσεις:

- 1) Οι δείκτες προεξοφλούν τα πάντα (αναφέρεται στο γενικό και στους ειδικούς δείκτες του χρηματιστηρίου).
- 2) Η αγορά έχει τρεις κινήσεις: Κύρια ή μεγάλη - δευτερεύουσα - μικρή.
- 3) Η κύρια ή μεγάλη κίνηση έχει τρεις φάσεις: Τη φάση συσσώρευσης, τη φάση των καλών επιχειρηματικών νέων και τη φάση της ευρείας ευνοϊκής δημοσιότητας.
- 4) Οι ειδικοί δείκτες ενός χρηματιστηρίου πρέπει να επιβεβαιώνονται.

- 5) Ο όγκος συναλλαγών πρέπει να επιβεβαιώνει την τάση (κίνηση).
- 6) Μια τάση βρίσκεται σε ενέργεια (ενεργοποιημένη) μέχρι να δώσει σαφές σήμα ότι έχει αναστραφεί.

Ο **R. N. Elliot** (1871 - 1948) προσέφερε στην τεχνική ανάλυση τη "**Θεωρία των κυμάτων**". Ο Elliot επεξεργάστηκε τη θεωρία του από το 1927 μέχρι το 1948, ενώ άρχισε να γίνεται γνωστός από το 1939. Στη θεωρία των κυμάτων του Elliot, οι σχηματισμοί, οι αναλογίες μεταξύ αυτών και ο χρόνος εκδήλωσης αυτών παίζουν το σπουδαιότερο ρόλο.

Η θεωρία του Elliot υποστηρίζει ότι μια ανοδική φάση αποτελείται από πέντε ανοδικά κύματα και τρία καθοδικά, ενώ μια καθοδική φάση αποτελείται από πέντε καθοδικά κύματα και τρία ανοδικά. Ένας χρηματιστηριακός κύκλος ολοκληρώνεται σε 144 κύματα από τα οποία τα 89 ανοδικά και τα 55 καθοδικά. Η θεωρία είναι αρκετά δημοφιλής, αλλά δέχτηκε αρνητική κριτική από το άρθρο του F. Cehm στις εκδόσεις του Ιανουαρίου - Φεβρουαρίου 1983 στο περιοδικό *Financial Analyst Journal*. Το βιβλίο των A. J. Frost και Robert Prechter "**Elliot Wave Principle**" (Gainesville, G. A: New Classics Library, 1978) είναι ιδιαίτερα κατατοπιστικό πάνω στη θεωρία αυτή.

Οι αριθμοί του **Fibonacci** (μαθηματικού του 13ου αιώνα) όχι μόνο συνδέονται στενά με την θεωρία κυμάτων του Elliot, η οποία έχει πολλά κοινά στοιχεία με την θεωρία του Dow, αλλά έχουν αποδειχθεί ιδιαίτερα χρήσιμοι στον εντοπισμό χρονικών περιόδων αναστροφών τάσεων.

Ο **W. D. Gann** (1878 - 1955) μετά από μελέτη πλήθους διαγραμμάτων πολλών ετών, διεπίστωσε ότι υφίστανται σημεία αντίστασης ή υποστήριξης των τιμών σε συγκεκριμένες θέσεις του διαγράμματος. Τα σημεία αυτά βρίσκονται πάνω σε γραμμές οι οποίες χαράσσονται με κλίση συγκεκριμένων μοιρών από χαρακτηριστικές κορυφές ή πάτους των διαγραμμάτων.

Περιοχή στήριξης είναι ένα επίπεδο ή μια περιοχή στο διάγραμμα των τιμών κάτω από την αγορά, όπου το αγοραστικό ενδιαφέρον είναι αρκετά δυνατό για να υπερισχύσει στις πιέσεις πώλησης. Ως αποτέλεσμα, η πτώση σταματά και οι τιμές αρχίζουν να ξανανεβαίνουν.

Περιοχή αντίστασης είναι ένα επίπεδο ή μια περιοχή πάνω από την αγορά όπου οι πιέσεις πώλησης υπερισχύουν του αγοραστικού ενδιαφέροντος, με αποτέλεσμα η ανοδική τάση των τιμών να σταματά και οι τιμές να αρχίζουν να κατεβαίνουν.

Όταν ένα επίπεδο στήριξης ή αντίστασης "σπάζεται" σημαντικά, τότε οι ρόλοι τους αλλάζουν. Δηλαδή, ένα επίπεδο αντίστασης γίνεται επίπεδο στήριξης όταν σπαστεί και ένα στήριξης γίνεται αντίστασης. Αυτά τα επίπεδα κρίνονται σημαντικά, ανάλογα με τη διάρκειά τους και τον αντίστοιχο όγκο συναλλαγών.

Οι τεχνικοί αναλυτές δέχονται ότι η χρηματιστηριακή αγορά έχει χρονικούς κύκλους. Ο **J. M. Hurst** με το βιβλίο του "**The Profit Magic of Stock Transaction Timing**" (P.Hall, 1970), εδραίωσε την άποψη αυτή στους τεχνικούς αναλυτές.

Η **στοχαστική διαδικασία** έγινε γνωστή από τον **George Lane** και προσέλκυσε την προσοχή των τεχνικών αναλυτών των προθεσμιακών κυρίως αγορών, ιδιαίτερα στα τελευταία χρόνια. Βασίζεται στην ρήση ότι όταν οι τιμές ανέρχονται, τα καθημερινά κλεισίματα αυτών βρίσκονται κοντά στην υψηλότερη της αντίστοιχης καθημερινής

διακύμανσης (range). Το αντίστροφο παρατηρήθηκε να συμβαίνει όταν οι τιμές κατέρχονται.

Η διαδικασία αυτή, όπως είναι φυσικό παρακολουθεί τη διακύμανση εντός της ημέρας και λαμβάνει υπόψη τις υψηλές και τις χαμηλές τιμές της ημέρας, σε σχέση συνήθως, με τις ανάλογες διακυμάνσεις των τελευταίων 5 ημερών.

Στο άρθρο του G. Lane "Lane's Stochastics" στο περιοδικό "Technical Analysis of Stocks & Commodities", στο τεύχος Ιουνίου 1984, οι αναγνώστες μας μπορούν να βρουν περισσότερες λεπτομέρειες.

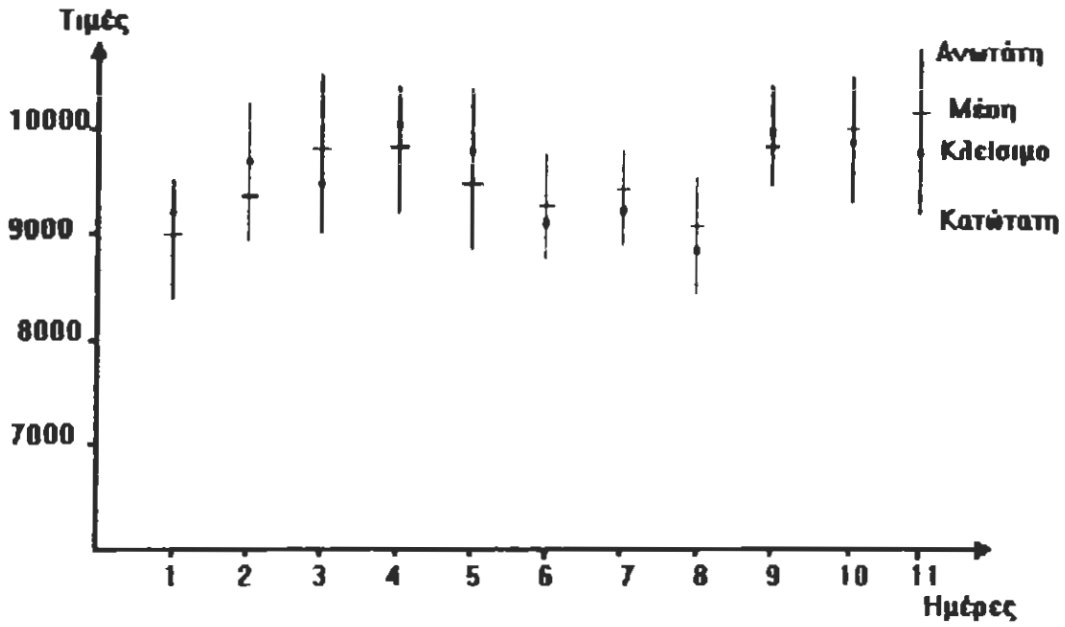
Ο δείκτης **R.S.I (Relative Strength Index)** ανακαλύφθηκε από τον **J. Welles Wilder Jr.** και παρουσιάστηκε το 1978 στο βιβλίο του "New Concepts in Trading Systems". Ο δείκτης αυτός εμφανίζει την υπερτίμηση ή υποτίμηση μιας αγοράς και είναι αρκετά δημοφιλής. Είναι ιδιαίτερα χρήσιμος όταν μια αγορά βαδίζει χωρίς κατεύθυνση.

Τα γιαπωνέζικα "candlesticks" είναι μια νέα διάσταση στην τεχνική ανάλυση. Αντικαθιστούν το κλασικό **Bar chart**, την κάθετη γραμμή δηλαδή, που απεικονίζει το άνοιγμα, το υψηλό και το κλείσιμο μιας ημέρας. Με τη βοήθεια ειδικών προγραμμάτων η κίνηση της ημέρας απεικονίζεται σαν "κερί", και το διάγραμμα της κίνησης μιας αγοράς φαντάζει σαν σειρά κεριών. Ο χρωματισμός, το μέγεθος και η διάταξη έχουν σαν βάση τα πρωτογενή στοιχεία μιας ημέρας (χαμηλό, υψηλό, κλείσιμο), αλλά στο άρθρο του **Greg Morris** στο περιοδικό "Technical Analysis of Stocks & Commodities" του Αυγούστου 1991, υποστηρίζεται η άποψη ότι είναι ξεκάθαρα περισσότερα σημεία της αγοράς.

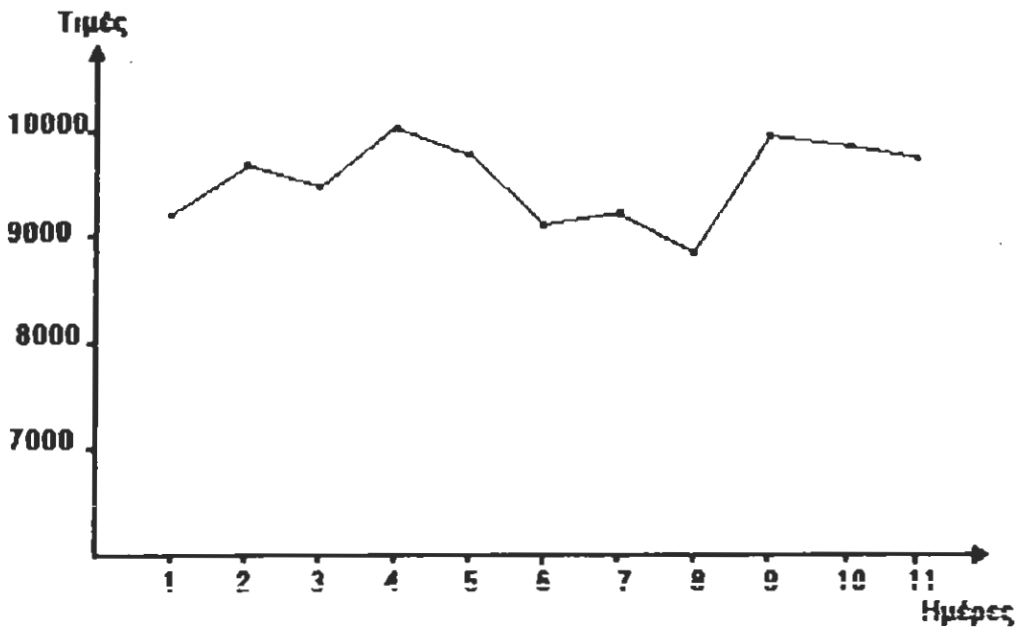
Με την τεχνική ανάλυση, ο αναλυτής ενδιαφέρεται να λάβει απαντήσεις στα παρακάτω ερωτήματα:

- 1) Είναι η κατεύθυνση της αγοράς ανοδική, καθοδική, ή πλάγια;
- 2) Ποια είναι η μεγάλη, η μικρή και η μεσαία κατεύθυνση;
- 3) Που βρίσκονται τα σπουδαία σημεία υποστηρίξεων και αντιστάσεων;
- 4) Που βρίσκονται οι γραμμές τάσεων και τα κανάλια κίνησης;
- 5) Ο όγκος συναλλαγών επιβεβαιώνει την τάση;
- 6) Που βρίσκονται το 33% , 50% και το 62% της διόρθωσης μιας εν εξελίξει κίνησης;
- 7) Ποιος σχηματισμός δημιουργείται στο διάγραμμα;
- 8) Ποια διάταξη έχουν οι κινητοί μέσοι όροι;
- 9) Οι τεχνικοί δείκτες βρίσκονται σε κατάσταση υπερτίμησης ή υποτίμησης;
- 10) Υπάρχει απόκλιση στην κίνηση των δεικτών και στην κίνηση της αγοράς;
- 11) Τι δείχνουν οι κυματισμοί του Elliot;
- 12) Εκφράζεται κάποια ακραία μαζική ψυχολογία στο διάγραμμα;

Διάγραμμα 17-1 BAR CHART



Διάγραμμα 17-2 LINE CHART



Αν μπορεί να λάβει απάντηση στα ερωτήματα αυτά θα έχει τα κομμάτια ενός πάζλ. Αυτά καλείται να τα συνθέσει με στόχο τον εντοπισμό κρίσιμων χρονικών περιόδων και επιπέδων της αγοράς. Σε αυτές του τις προσπάθειες έχει σαν σταθερό συμπλήρωμα την Fundamental Analysis. Αν καταλήξει σε κάποια πρόβλεψη, εξασφαλιστηκε το 1/3 της επιτυχίας.

17.6. ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΤΙΜΩΝ

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

Bar Charts. Σε αυτά οι τιμές καταχωρούνται με τη μορφή στήλης κατά τρόπο που να δεικνύεται η διακύμανση (κατωτάτη, ανωτάτη και μέση) ενώ είναι δυνατόν αν επιθυμείται, να σημειωθεί το άνοιγμα και το κλείσιμο. Είναι απλό στην εφαρμογή του και δυνατή η κατασκευή του από τον καθένα. Αφού έχουν συγκεντρωθεί οι τιμές αρκετών ημερών, ο χρήστης αρχίζει να παρατηρεί για σχηματισμούς που νομίζει ότι είναι σημαντικοί και τους ερμηνεύει ανάλογα. Στο κατώτερο μέρος των διαγραμμάτων παρατίθεται συνήθως ο όγκος των συναλλαγών.

Line Charts. Όταν στο προηγούμενο διάγραμμα ενώσουμε τα σημεία των ημερήσιων (εβδομαδιαίων, κ.λπ.) κλεισιμάτων με γραμμή λαμβάνουμε το γραμμικό διάγραμμα 17-2.

17.7. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΑΥΤΩΝ

Η τεχνική ανάλυση στηρίζεται στη βασική υπόθεση ότι η ιστορία επαναλαμβάνει συχνά τον εαυτό της. Από τη μελέτη της ιστορίας των τιμών προσπαθεί ο αναλυτής να βγάλει συμπεράσματα όσον αφορά τη μελλοντική τους πορεία. Για τη σημασία της τάσης (κατεύθυνσης των τιμών) για την τεχνική ανάλυση έχουμε αναφερθεί σε προηγούμενα σημεία ("trend is your best friend" λένε οι επενδυτές, ή σε μετάφραση: η τάση είναι ο καλύτερός σου φίλος).

Μελετώντας όμως την ιστορία των τιμών, έχει παρατηρηθεί ότι αυτές δημιουργούν διάφορους σχηματισμούς, εμφανιζόμενους συνήθως στις πλευρικές καταστάσεις της αγοράς. Τη σημασία αυτών των σχηματισμών θα εξετάσουμε στην συνέχεια.

Κατ'αρχήν, θα διακρίνουμε τους σχηματισμούς των τιμών σε δύο κύριες κατηγορίες: α) τους σχηματισμούς συνέχειας της τάσης και β) τους σχηματισμούς αντιστροφής της τάσης.

α) **Τριγωνικοί σχηματισμοί (σχήμα 1):** Μετά από μια απότομη ανοδική ή καθοδική πορεία, οι τιμές κινούνται πλευρικά σχηματίζοντας ένα τρίγωνο ανοδικό, καθοδικό ή συμμετρικό. Μόλις ο σχηματισμός αυτός παραβιαστεί, τότε ένας στόχος των

τιμών βρίσκεται αν προβάλουμε το ύψος του τριγώνου στο σημείο παραβίασης. Ο σχηματισμός αυτός μπορεί να διαρκέσει από 3 εβδομάδες έως και 3 μήνες.

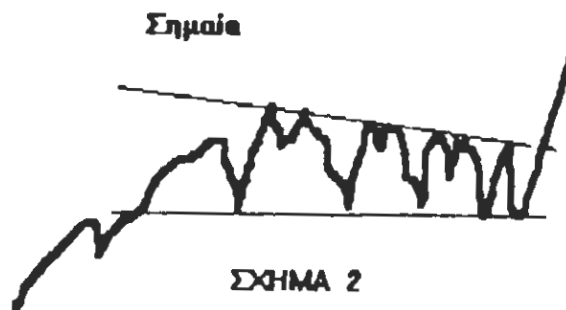
Τρίγωνο

[σχήμα 1]



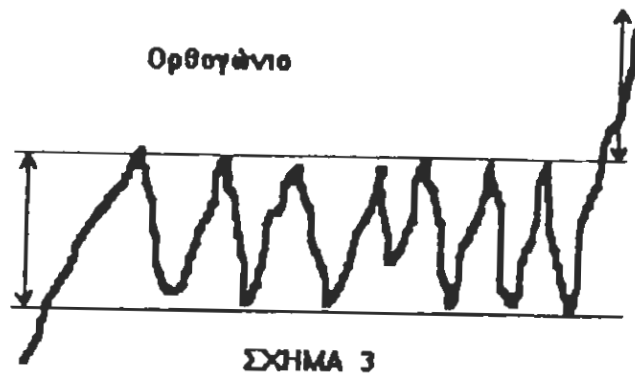
Σχηματισμός σημαίας και σημαδούρας (σχήμα 2): Και οι δύο αυτοί σχηματισμοί παριστάνουν σύντομες παύσεις σε δυναμικές κινήσεις των αγορών.

[σχήμα 2]



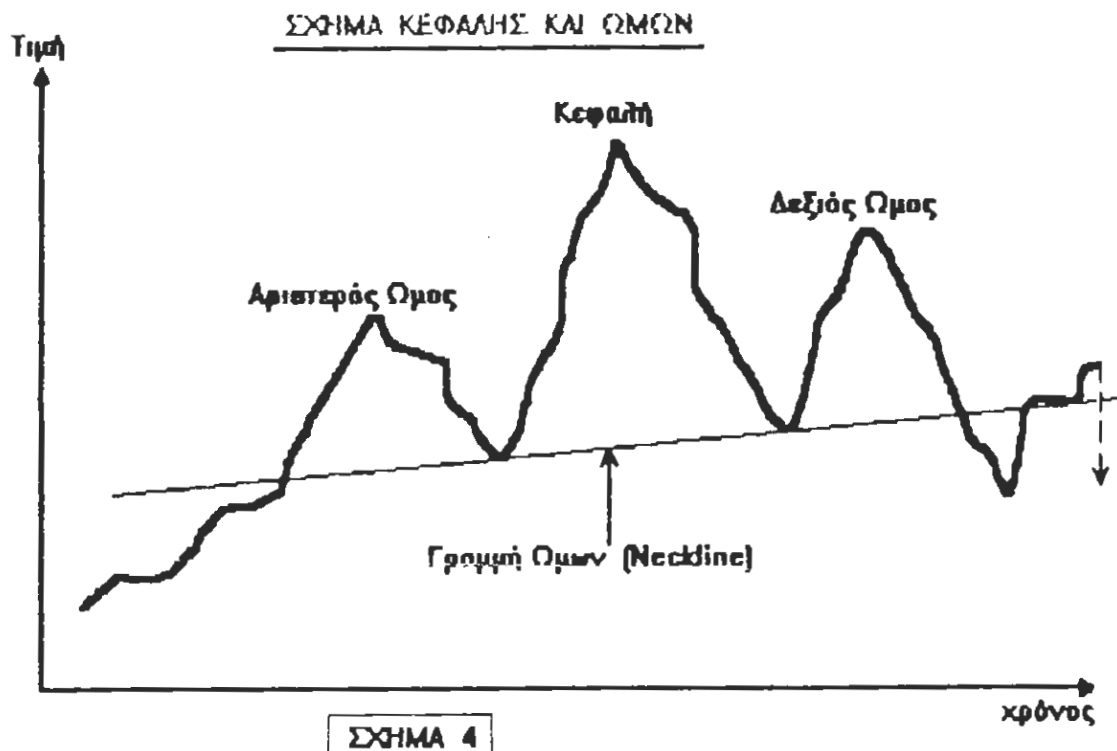
Ορθογώνιοι σχηματισμοί (σχήμα 3): Εδώ οι τιμές κινούνται μεταξύ δύο οριζόντιων γραμμών. Σε όλους τους παραπάνω σχηματισμούς η εύρεση του στόχου των τιμών είναι αυτό που έχει μεγάλη σημασία, μόλις φυσικά ο σχηματισμός παραβιαστεί και δώσει τα πρώτα σήματα τάσης.

[σχήμα 3]



β) Ο κυριότερος σχηματισμός εδώ είναι αυτός της Κεφαλής και Ωμων ή Head & shoulders formation (σχήμα 4). Όταν με την πάροδο του χρόνου οι τιμές διαμορφώνουν βαθμιαία το σχήμα αυτό και ιδιαίτερα όταν μετά την "κεφαλή" περατούται η πτώση και οι αναλυτές παρακολουθούν αν σχηματίζεται ο δεξιός ώμος, ερμηνεύουν την κίνηση των τιμών ως εξής: Αν αυτή συνεχίζει την ανοδική πορεία και υπερβεί αρκετά το ανώτατο σημείο του αριστερού ώμου το εξηγούν ότι δεν θα υπάρξει αντίστροφη κίνηση. Αν όμως αυτή αφού σχηματίσει το δεξιό ώμο (δεν πειράζει αν υπερβεί λίγο το ύψος του αριστερού ώμου) λάβει καθοδική κατεύθυνση αναμένουν την εμφάνιση της αντίστροφης κίνησης μόνο αν ο χρηματιστηριακός δείκτης (ή οι τιμές, είναι το ίδιο) υπερβούν καθοδικά τη "γραμμή ώμων" (ή γραμμή λαιμού - Neckline στα αγγλικά) και εφόσον δεν συνοδεύεται και από

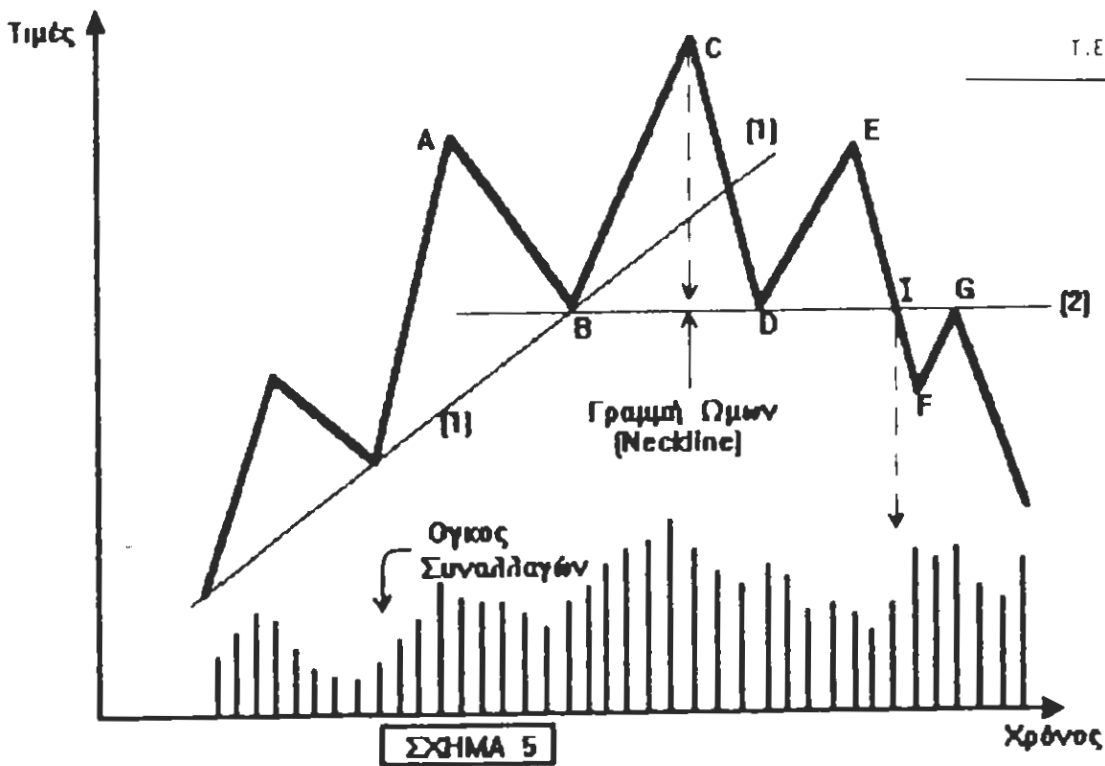
ικανοποιητικό όγκο συναλλαγών. Σαν "γραμμή ώμων" ορίζουμε αυτή που σχηματίζουν τα κατώτερα σημεία μεταξύ κεφαλής και ώμων. Όταν λοιπόν η γραμμή ώμων σπάσει προς τα κάτω από τον δείκτη, ερμηνεύεται ως τέλος της ανοδικής πορείας της αγοράς και την εγκατάσταση της καθοδικής.



Ας εξετάσουμε όμως το σχήμα 5.

Στο σημείο Α (καθαρή ανοδική τάση) ο όγκος των συναλλαγών είναι μεγάλος, όπως αναμενόταν. Στο σημείο C όμως ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται και φτάνει το μέγιστο, πράγμα που δικαιολογεί και την επίτευξη της μέγιστης τιμής. Μετά από το C και ως το D, οι τιμές και οι συναλλαγές μειώνονται. Το σημείο D είναι στην ίδια ευθεία με το B. Από αυτό φαίνεται ότι το επίπεδο των σημείων B και D είναι επίπεδο στήριξης αφού οι τιμές φτάνουν ως εκεί και ύστερα υψώνονται ξανά. Ταυτόχρονα, σπάει καθοδικά η "γραμμή ώμων" (1), πράγμα που μεταφράζεται ότι η αγορά θα αλλάξει κατεύθυνση. Είναι σαφές πλέον ότι κάτι δεν πάει καλά με την προγενέστερη ανοδική τάση.

[ακολουθεί το σχήμα κεφαλής ώμων - σχήμα 5]



Στο σημείο D, οι συναλλαγές είναι περίπου ίσες με αυτές του σημείου A, αλλά παρ'όλα αυτά στο σημείο A οι τιμές ήταν αρκετά υψηλότερες από το D. Άρα από αυτό το δεύτερο στοιχείο (των συναλλαγών) συμπεραίνουμε και επιβεβαιώνουμε ότι η αγορά αρχίζει να αναζητεί νέα επίπεδα ισορροπίας και πράγματι η πορεία που ακολουθεί είναι γενικώς καθοδική.

Βέβαια αμέσως μετά το D και ως το σημείο E οι τιμές ανεβαίνουν κοντά στο επίπεδο τιμών που είχε επιτευχθεί και στο σημείο A (ιδιαίτερα υψηλές). Όμως οι συναλλαγές δεν έχουν ακολουθήσει, ίσα - ίσα που έχουν μειωθεί σε σχέση με αυτές του σημείου D, πράγμα που σημαίνει ότι είναι πολύ λιγότερες από τις συναλλαγές που είχαμε στο A, όπου είχαμε τις ίδιες περίπου τιμές με το E. Αυτό είναι ένα ξεκάθαρο σημάδι που δείχνει η αγορά ότι έχουμε μια μη λογική άνοδο η οποία δεν μπορεί να διαρκέσει πολύ.

Εδώ έχουμε ένα καθαρό σήμα να πουλήσουμε διότι η άνοδος δεν εξηγείται με την τεχνική ανάλυση η οποία λέει ότι η αγορά πρέπει να είναι καθοδική. Συνήθως το διάστημα DE είναι ίσο με το 1/3 του CD σύμφωνα με την θεωρία δράσης/αντίδρασης.

Μετά από λίγο επιβεβαιώνεται η προβλεψη της τεχνικής ανάλυσης που λέει για πτώση, που έρχεται από το E ως στο F. Στο ίδιο διάστημα (από το E στο F) διασπάται καθοδικά και η γραμμή ώμων (2), άρα η πορεία της αγοράς αναμένεται να συνεχίσει την πτώση. Όμως οι συναλλαγές που σημειώνονται στο σημείο F και λίγο πιο πέρα από αυτό ως το G είναι πολύ μεγάλες. Αυτό επιβεβαιώνει τη μικρή (ως το G) άνοδο των τιμών. Η άνοδος αυτή όμως δεν κατάφερε να ξαναδιασπάσει (τόσο σύντομα) ανοδικά την γραμμή ώμων (2) και η αγορά ξανάρχισε την αναμενόμενη πτωτική της πορεία.

Έτσι δημιουργείται και ένα σημείο αντίστασης στο επίπεδο του G, το οποίο μελλοντικά είναι πολύ δύσκολο για την αγορά να το φτάσει ή να το ξεπεράσει. Το επίπεδο αντίστασης του G δεν είναι κανένα άλλο από το επίπεδο στήριξης των σημείων B, D το οποίο έσπασε στο σημείο I και μετατράπηκε σε επίπεδο αντίστασης.

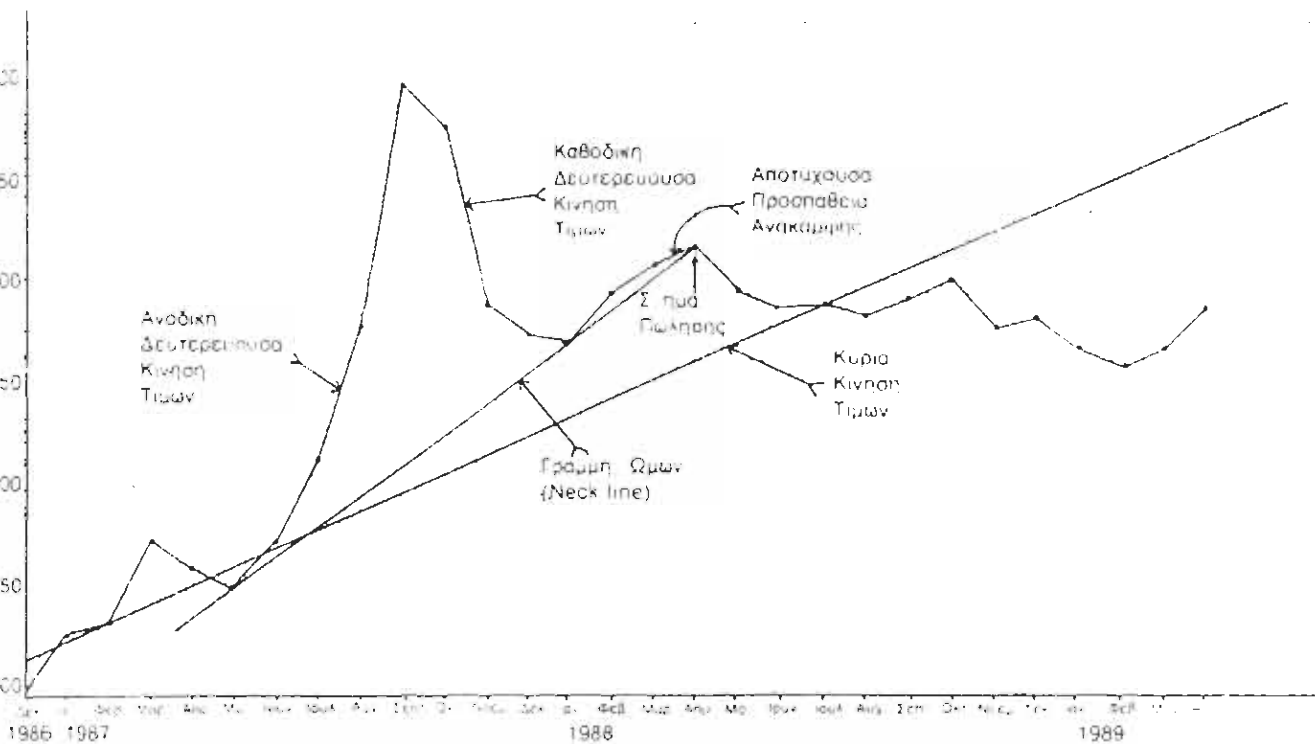
Η όλη εικόνα δείχνει ότι η αγορά βρίσκεται τα νέα χαμηλότερα επίπεδα ισορροπίας που έψαχνε και δείχνει ότι θα κινηθεί για ένα μέσο ή μεγάλο διάστημα σε επίπεδα κάτω από το G. Βέβαια ακριβώς στο τέλος του χρόνου, οι συναλλαγές αυξάνονται σημαντικά, πράγμα που είναι θετικό και που ερμηνεύεται πως πιθανότατα η αγορά θα στραφεί ελαφρώς ανοδικά (αλλά πάντα μέσα στα όρια που προσδιορίζονται από το σημείο G).

Καλό θα είναι λοιπόν μέσα στα πλαίσια της πτωτικής πορείας της αγοράς, να προβούμε σε επιλεκτικές και απλωμένες στον χρόνο αγορές ώστε να αποκτήσουμε ένα χαρτοφυλάκιο με χαμηλό μέσο κόστος κτήσης και να επωφεληθούμε από αυτό όταν θα ξαναρχίσει η ανοδική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Στην συνέχεια δίνουμε διάγραμμα που συνδυάζει την θεωρία του Dow και το σχήμα Κεφαλής και ώμων.

Τεχνική Ανάλυση: Θεωρία Dow Jones και Σχήμα Κεφαλής και Ωμων

Δοκίμης Τιμής Μετόχων Χρηματιστηρίου Αθηνών



17.8. ΜΕΘΟΔΟΙ ΤΑΣΗΣ

Οι μέθοδοι αυτοί πιστοποιούν κατά πρώτο την κατεύθυνση της αγοράς και κατά δεύτερο παρέχουν το μέσο προς το οποίο οι καθημερινές διακυμάνσεις τιμών αντιπαρατίθενται για να εντοπιστεί το τέλος της τάσης. Οι περισσότερες χρησιμοποιούμενες μέθοδοι είναι αυτές που ακολουθούν:

17.8.1. Γραμμή Τάσης

Την γραμμή τάσης (trendline) την χαράσσουμε είτε με την μέθοδο της ελεύθερας χειρός, που ο υπολογισμός της και η χάραξη της είναι εμπειρική, είτε χρησιμοποιώντας την γραμμική παλινδρόμηση. Ο τρόπος εφαρμογής με την παλινδρόμηση είναι ο ίδιος με αυτόν που περιγράφηκε αναλυτικά στο κεφάλαιο 15, στην παράγραφο 2, παρόμοια με την πρόβλεψη των εταιρικών κερδών. Αν χαράξουμε την γραμμή τάσης εμπειρικά με το χέρι, είναι το πιο εύκολο αλλά μπορεί να είναι πολύ λάθος. Ο μαθηματικός τρόπος υπολογισμού της γραμμής τάσης με την γραμμική παλινδρόμηση (linear regression trendline) είναι ο πιο σωστός. Είναι όμως αρκετά δύσκολος και στην συγκεκριμένη περίπτωση, που θέλουμε να βρούμε την γραμμή τάσης ενός χρηματιστηριακού δείκτη ή της τιμής μιας μεμονωμένης μετοχής όπου το πλήθος των δεδομένων μας είναι πολύ μεγάλο αφού αφορά ένα μάκρο διάστημα, την καθιστά αδύνατη. Μπορούμε να την εφαρμόσουμε μόνο με την χρησιμοποίηση H/Y και με το ανάλογο software.

Η χρήση βέβαια της ευθείας παλινδρόμησης (γραμμής τάσης) είναι σημαντική γιατί μας δείχνει την κατεύθυνση των τιμών (των δεικτών ή μετοχών) και ταυτόχρονα παρατηρούμε αν η πραγματική κατεύθυνση της αγοράς στο τελευταίο χρονικό διάστημα είναι + ή - , σε σχέση με τις θεωρητικές τιμές της γραμμής τάσης, οπότε και μας βοηθά να κρίνουμε αν η αγορά είναι "φτηνή" ή "ακριβή" ώστε να κάνουμε τις κατάλληλες επενδυτικές κινήσεις.

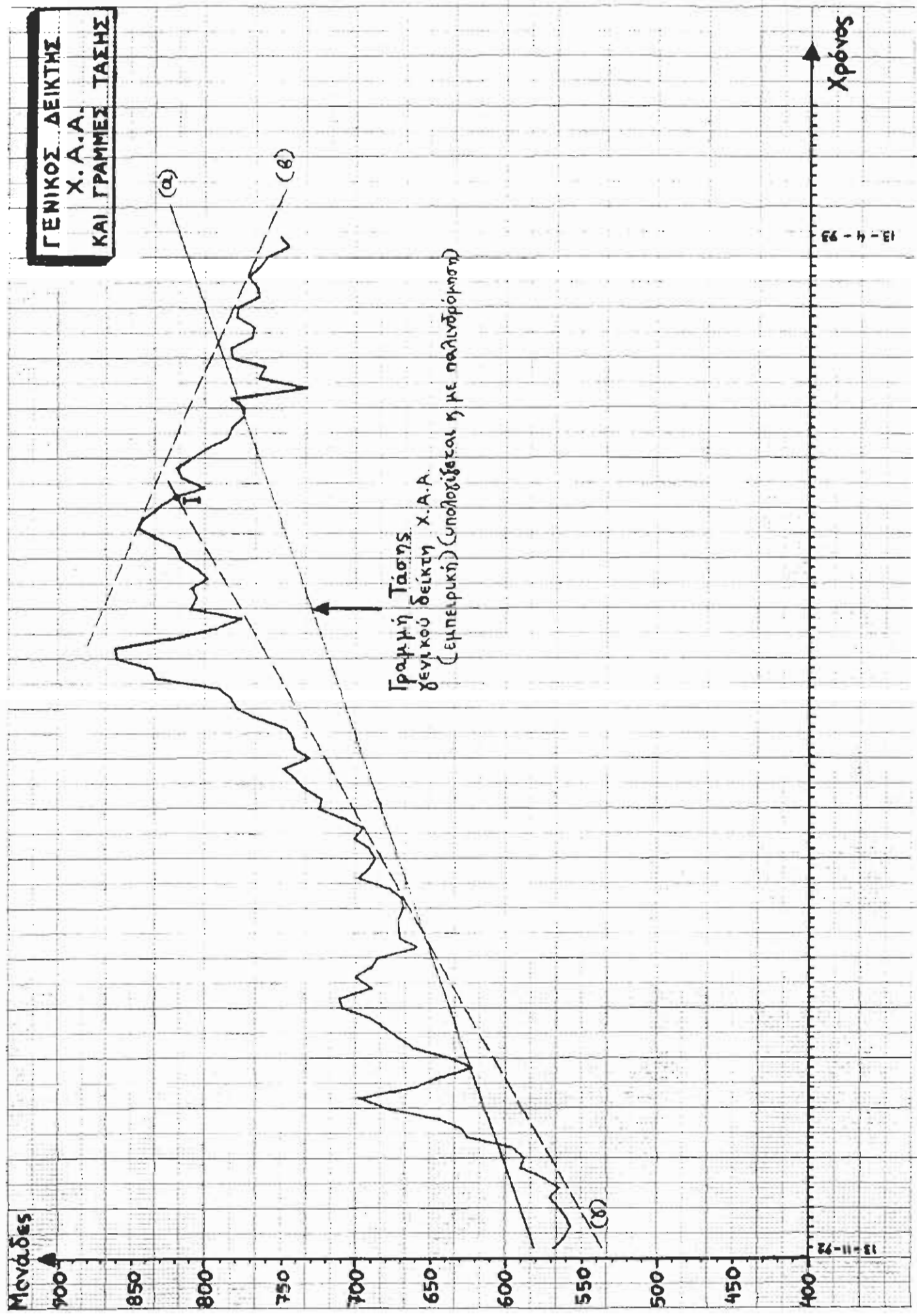
Επίσης, εκτός από την γραμμή τάσης με την παλινδρόμηση (που περνάει κάπου ενδιάμεσα από την πορεία των τιμών του δείκτη ή κάποιας μετοχής) και ίσως συνθηθέστερα, οι τεχνικοί αναλυτές χρησιμοποιούν και τις λεγόμενες πλευρικές γραμμές τάσεως. Αυτές χαράσσονται γραφικά (χωρίς μαθηματικούς υπολογισμούς) στις άκρες των πλευρών του line chart των τιμών ενός χρηματιστηριακού δείκτη ή μιας μετοχής. Εάν η πορεία του δείκτη σπάσει κάποια πλευρική γραμμή τάσης τότε δείχνει την νέα κατεύθυνση που είναι έτοιμος να πάρει.

Παρακάτω δίνουμε την πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για το χρονικό διάστημα από 13/11/1992 ως και 13/04/1993 (5 μήνες) καθώς και μια ανάλυση αυτού βάσει των γραμμών τάσεων.

Παρατηρούμε ότι η μακροπρόθεσμη γραμμή τάσης (α) την οποία την έχουμε τραβήξει με το χέρι - αλλά που μπορεί να υπολογισθεί με παλινδρόμηση - είναι ανοδική. Παρόλα αυτά, το τελευταίο διάστημα ο δείκτης έχει πέσει κάτω από την trendline (α), πράγμα που σημαίνει ότι αν μη τι άλλο, ο δείκτης βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα και άρα, οι τιμές των μετοχών που τον απαρτίζουν δεν μπορεί παρά να είναι ελκυστικές (= επενδυτική ευκαιρία αγοράς).

[δίδουμε διάγραμμα με γραμμές τάσης]

**ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ
Χ.Α.Α.
ΚΑΙ ΓΡΑΜΜΕΣ ΤΑΣΗΣ**



Για ένα μεγάλο διάστημα ο δείκτης κινούταν ανοδικά και φυσιολογικά στα πλαίσια που χάρασε η πλευρική γραμμή τάσης (γ). Όμως στο σημείο I, ο δείκτης καταφέρει και σπάει καθοδικά την (γ). Αυτό μεταφράζεται αυτομάτως σε σήμα αλλαγής της κατεύθυνσης του δείκτη που μέχρι τότε ήταν έντονα ανοδική. Ο δείκτης ακολουθεί καθοδική πορεία, οπότε και η εκτίμηση της τεχνικής ανάλυσης μέσω της γραμμής τάσεως επιβεβαιώνεται! Το σημείο I όπου διασπάστηκε η (γ) καθοδικά, μας προειδοποιεί να προχωρήσουμε άμεσα σε ρευστοποιήσεις αφού η αγορά πρόκειται να υποχωρήσει.

Εάν θέλουμε μπορούμε να ψάξουμε να βρούμε και κάποια εξήγηση του γιατί η (γ) διασπάστηκε καθοδικά. Μια πιθανή και λογική εξήγηση είναι ότι μέχρι να φτάσουμε στο σημείο I, η αγορά κινούταν έντονα ανοδικά για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Τρεις φορές από ότι φαίνεται και στο διάγραμμα, ο δείκτης ακούμπησε την γραμμή τάσης (γ) ενώ ταυτόχρονα σε σημαντικό διάστημα του μήκους της (γ), ο δείκτης κινείται πολύ κοντά της. Αρά συμπεραίνουμε ότι μια κόπωση κατέβαλε την αγορά που σε συνδυασμό με τα υψηλά επίπεδα που είχε επιτεύξει και που επέτρεψε σε πολλούς επενδυτές να αρχίσουν να ρευστοποιούν για να πραγματοποιήσουν κέρδη, πίεσε τον δείκτη σε χαμηλότερα επίπεδα.

Ο δείκτης στην συνέχεια ακολουθεί κάτω από την πλευρική γραμμή τάσης (β) η οποία είναι καθοδική. Όμως στο τελευταίο - τελευταίο διάστημα, παρατηρούμε ότι ο δείκτης κινείται πολύ κοντά στην (β) ενώ την ακουμπάει κιόλας. Θα λέγαμε ότι την πιέζει ανοδικά. Σε συνδυασμό με το ότι ο δείκτης βρίσκεται κάπως χαμηλά από την κύρια γραμμή τάσης (α), μας κάνει να σκεφτούμε ότι η πτωτική, φυσιολογική διορθωτική πορεία φτάνει στο τέλος της. Φαίνεται ότι η πλευρική γραμμή τάσης (β) θα διασπασθεί ανοδικά σε σύντομο χρονικό διάστημα. Αν πράγματι διασπασθεί ανοδικά, πρέπει να είμαστε έτοιμοι για αγορές γιατί η ανοδική διάσπαση μιας καθοδικής γραμμής τάσης είναι σημάδι πως η πορεία που θα ακολουθήσει θα είναι ανοδική. Από εκεί και ύστερα το πιθανότερο είναι ότι για ένα μέσο διάστημα, ο δείκτης θα κινηθεί μεταξύ της (β) και της (α) και πλησιάζοντας περισσότερο την δεύτερη.

17.8.2. Point and Figure Charts

Αυτά χρησιμοποιούνται για να προβλέψουν αλλαγή της κατεύθυνσης ή να ορίσουν ότι είμαστε σε συγκεκριμένη τάση. Χρησιμοποιούνται επίσης και για να προβλέψουν το μέγεθος της τιμής που μπορεί να επιτευχθεί. Σε αντίθεση με τα άλλα γραφήματα που έχουν περιγραφεί (Line και Bar Charts), σε αυτά δεν υπάρχει κλίμακα χρόνου παρά μόνο τιμής (ο κάθετος άξονας). Αυτή καταχωρείται μόνον όταν είναι σημαντική η αλλαγή με ένα X για τις ανοδικές αλλαγές και με ένα 0 για τις καθοδικές. Το μέγεθος της αλλαγής που πρέπει να συμβεί για να θεωρηθεί σημαντικό ορίζεται εκ των προτέρων. Σε διαπραγμάτευση π.χ. μετοχών με τιμές ως 1000 δραχμές ορίζεται η καταχώρηση να γίνεται κάθε 50 δρχ., με τιμές ως 5000 δρχ. κάθε 100 δρχ., κ.λ.π.

Για απεικόνιση υποθέτουμε ότι καταρτίζουμε το διάγραμμα για συγκεκριμένη μετοχή θεωρώντας σα σημαντική αλλαγή τις 100 δραχμές.

Οι τιμές κλεισίματος έχουν ως εξής:

Ιανουάριος	2 - 1993	8000 δραχμές
>>	3 - >>	7850 δραχμές
>>	4 - >>	7800 δραχμές
>>	5 - >>	8000 δραχμές
>>	9 - >>	7875 δραχμές
>>	10 - >>	7750 δραχμές

Point and Figure Chart

Τιμή				
8.100				
8.000	1	X		
7.900	0	X	0	
7.800	0		0	
7.700			0	

1993

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

Ο χρήστης αναζητεί στο διάγραμμά του περιοχές "συμφόρησης" που σχηματίζονται από εναλλασσόμενα X και 0 γύρω από μια τιμή. Όταν τυχόν η τιμή ξεφύγει από την περιοχή συμφόρησης εξηγείται, από πλευράς πρόβλεψης, ότι η τιμή θα συνεχίσει να κινείται προς την κατεύθυνση που ξέφυγε. Όταν ειδικότερα η στήλη των X καταχωρείται σε επίπεδο υψηλότερο από αυτό της περιοχής συμφόρησης τότε θα πρέπει να αναμένεται συνέχιση της ανόδου. Όταν η στήλη των 0 διαπερνά το επίπεδο της περιοχής συγκέντρωσης σημαίνει καθοδική πορεία. Για να ορίσουν την τιμή που αναμένεται μετρούν το πλάτος της περιοχής συμφόρησης που σχηματίστηκε προτού σημειωθεί η εξέλιξη (με διαπέραση των X ή 0 των αντίστοιχων επιπέδων συμφόρησης) και αναμένουν ανάλογη διακύμανση.

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

17.8.3. Κινητοί Μέσοι Οροί

Οι Κινητοί Μέσοι Οροί (Κ.Μ.Ο.) (moving averages στην αγγλική ορολογία) καταρτίζονται με λήψη του μέσου όρου μιας σειράς στην οποία διαδοχικά προστίθενται η ημερήσια τιμή ενώ συγχρόνως αφαιρείται η πρώτη τιμή της σειράς για να εξαχθεί στην συνέχεια ο νέος μέσος όρος. Η συνηθέστερες χρονικές διάρκειες είναι οι 30, οι 90 και οι 200 ημέρες. Η κατάρτιση μπορεί να αφορά μεμονωμένη μετοχή ή και το χρηματιστηριακό δείκτη.

Θα δώσουμε ένα πολύ απλό παράδειγμα του πως δημιουργείται ένας κινητός μέσος όρος 5 ημερών (Κ.Μ.Ο. 5 ημερών). Αν για μια μετοχή έχουμε τις εξής τιμές για μια ορισμένη (και συνεχή βέβαια) χρονική περίοδο, οι τιμές του Κ.Μ.Ο. 5 ημ. θα είναι:

Τιμές μετοχής: 1) 2000 δρχ., 2) 2100 δρχ., 3) 2080 δρχ., 4) 2060 δρχ., 5) 2050 δρχ.,
6) 2040 δρχ., 7) 2090 δρχ., 8) 2100 δρχ., 9) 2110 δρχ., 10) 2120 δρχ.,
11) 2125 δρχ., 12) 2115 δρχ., 13) 2125 δρχ., 14) 2130 δρχ.,
15) 2120 δρχ.

Τιμές Κ.Μ.Ο. 5 ημ. της εξεταζόμενης μετοχής:

1) $2000 + 2100 + 2080 + 2060 + 2050 = 10290 / 5 = 2058$ δρχ.
2) $2100 + 2080 + 2060 + 2050 + 2040 = 10330 / 5 = 2066$ δρχ.
3) $2080 + 2060 + 2050 + 2040 + 2090 = 10320 / 5 = 2064$ δρχ.
4) $2060 + 2050 + 2040 + 2090 + 2100 = 10340 / 5 = 2068$ δρχ.
5) $2050 + 2040 + 2090 + 2100 + 2110 = 10390 / 5 = 2078$ δρχ.
6) $2040 + 2090 + 2100 + 2110 + 2120 = 10460 / 5 = 2092$ δρχ.
7) $2090 + 2100 + 2110 + 2120 + 2125 = 10545 / 5 = 2109$ δρχ.
8) $2100 + 2110 + 2120 + 2125 + 2115 = 10570 / 5 = 2114$ δρχ.
9) $2110 + 2120 + 2125 + 2115 + 2125 = 10595 / 5 = 2119$ δρχ.
10) $2120 + 2125 + 2115 + 2125 + 2130 = 10615 / 5 = 2123$ δρχ.
11) $2125 + 2115 + 2125 + 2130 + 2120 = 10615 / 5 = 2123$ δρχ.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

A/A	Τιμή Μετοχής	5 ημερών Κινητό Σύνολο	5 ημερών Κ.Μ.Ο.
1.	2000 δρχ.		
2.	2100 δρχ.		
3.	2080 δρχ.		
4.	2060 δρχ.		
5.	2050 δρχ.	10290	2058 δρχ.
6.	2040 δρχ.	10330	2066 δρχ.
7.	2090 δρχ.	10320	2064 δρχ.
8.	2100 δρχ.	10340	2068 δρχ.
9.	2110 δρχ.	10390	2078 δρχ.
10.	2120 δρχ.	10460	2092 δρχ.
11.	2125 δρχ.	10545	2109 δρχ.
12.	2115 δρχ.	10570	2114 δρχ.
13.	2125 δρχ.	10595	2119 δρχ.
14.	2130 δρχ.	10615	2123 δρχ.
15.	2120 δρχ.	10615	2123 δρχ.

Με αυτό τον τρόπο βρίσκουμε τις τιμές των κινητών μέσων όρων. Αφού τις βρούμε τις τοποθετούμε πάνω σε ένα διάγραμμα και τις ζωγραφίζουμε με μορφή καμπύλης.

Οι κινητοί μέσοι όροι είναι ένα κλασσικό στατιστικό εργαλείο του οποίου η χρήση είναι εμφανής: Αυτό που επιτυγχάνουν, είναι να εξομαλύνουν τις έντονες διακυμάνσεις των τιμών και να μας δείχνουν έτσι περισσότερο ορατά την τάση των τιμών. Ο μέσος όρος λόγω του τρόπου που υπολογίζεται ακολουθεί τις πραγματικές τιμές των μετοχών. Όταν οι προπορευόμενες καθημερινές τιμές διαπεράσουν την καμπύλη των μέσων όρων, οι χρήστες ισχυρίζονται ότι δεικνύεται αλλαγή στην κατεύθυνση της αγοράς. Ερμηνεύουν έτσι την προς τα κάτω διάτρυση της γραμμής του μέσου όρου από τις πραγματικές τιμές σαν σήμα για πώληση εφόσον αυτό σημαίνει ότι η αγορά πρόκειται να αρχίσει να πέφτει. Πωλούν επίσης από την στιγμή που η γραμμή του μέσου όρου είναι καθοδική και οι πραγματικές τιμές την διαπερνούν ανοδικά όπως και όταν οι πραγματικές τιμές είναι κάτω από τον μέσο όρο και παρά την επανειλημμένη προσπάθεια να το διατρήσουν αποτυγχάνουν και αυτό διότι όπως πιστεύουν στην συγκεκριμένη περίπτωση η αγορά δείχνει αδυναμία στο να ξεπεράσει ανοδικά κάποια επίπεδα και είναι καταδικασμένη για αρκετό καιρό να κινείται κάτω από αυτά τα επίπεδα έτσι ώστε μας συμφέρει να ρευστοποιήσουμε τις τυχόν μετοχές που διαθέτουμε και να αγοράσουμε αργότερα σε χαμηλότερες τιμές. Ερμηνεύουν επίσης τη στένωση του χώρου μεταξύ καμπύλης μέσου όρου και πραγματικών τιμών που βρίσκονται υπεράνω του μέσου όρου σαν ένδειξη ότι η ανοδική αγορά σύντομα τελειώνει. Αντίθετα όταν οι πραγματικές τιμές διατρύπουν ανοδικά την καμπύλη του μέσου όρου και ιδιαίτερα όταν αυτή επιπεδοποιείται είναι για τους χρήστες της μεθόδου σινιάλο για αγορά αφού η τελευταία πρόκειται να αρχίσει να ανεβαίνει.

Συνήθως οι αναλυτές κάνουν χρήση δύο Κ.Μ.Ο., ενός βραχυχρόνιου και ενός μακροχρόνιου. Όταν ο βραχυχρόνιος τμήσει τον μακροχρόνιο από κάτω προς τα πάνω, η τάση θα είναι σαφώς ανοδική. Αντίθετα, όταν ο βραχυχρόνιος κινείται κάτω από τον μακροχρόνιο, τότε η τάση είναι καθοδική.

Για την καλύτερη κατανόηση της λειτουργίας των Κινητών Μέσων Όρων ενημερωθήκαμε για τις τιμές του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για το διάστημα από 13/11/1992 ως και 13/04/1993 (χρονική διάρκεια 5 μηνών) και υπολογίσαμε δύο κινητούς μέσους όρους (10 και 30 ημερών) ώστε να αναλύσουμε την πορεία του δείκτη βάσει αυτών των Κ.Μ.Ο. Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρουμε κατά ημερομηνία την τιμή του γενικού δείκτη όπως και τις τιμές των Κ.Μ.Ο. 10 και 30 ημερών που υπολογίσαμε. Πρέπει να τονίσουμε βέβαια ότι για τον υπολογισμό των Κ.Μ.Ο. επιβάλλεται η χρήση ειδικών προγραμμάτων Η/Υ διότι διαφορετικά είναι αδύνατον να τους υπολογίσεις μόνος σου όταν αφορά ένα μεγάλο χρονικό διάστημα και έχουμε ένα πλήθος τιμών και υπολογισμών. Σε εμάς που δεν είχαμε το ειδικό software μας βγήκε πραγματικά η πίστη για να τα υπολογίσουμε με ένα απλό programmable scientific calculator!

Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης	Κ.Μ.Ο. 10 ημ.	Κ.Μ.Ο. 30 ημ.
13 - 11 - 92	568,44		
16 - 11 - 92	562,25		
17 - 11 - 92	558,85		
18 - 11 - 92	560,11		
19 - 11 - 92	566,31		
20 - 11 - 92	571,35		
23 - 11 - 92	564,99		

24 - 11 - 92	576,56		
25 - 11 - 92	591,34		
26 - 11 - 92	588,50	570,87	
27 - 11 - 92	594,53	573,48	
30 - 11 - 92	624,08	579,67	
01 - 12 - 92	628,03	586,58	
02 - 12 - 92	644,73	595,04	
03 - 12 - 92	678,62	606,27	
04 - 12 - 92	698,35	618,97	
07 - 12 - 92	659,60	628,43	
08 - 12 - 92	644,54	635,23	
09 - 12 - 92	623,50	638,45	
10 - 12 - 92	635,53	643,15	
11 - 12 - 92	662,78	649,98	
14 - 12 - 92	672,40	654,80	
15 - 12 - 92	681,91	660,20	
16 - 12 - 92	692,11	664,93	
17 - 12 - 92	709,97	668,07	
18 - 12 - 92	711,88	669,42	
21 - 12 - 92	687,44	672,21	
22 - 12 - 92	700,41	677,79	
23 - 12 - 92	688,13	684,25	
28 - 12 - 92	686,51	689,35	634,46
29 - 12 - 92	659,89	689,06	637,51
30 - 12 - 92	671,04	688,93	641,13
31 - 12 - 92	672,31	687,97	644,92
04 - 01 - 93	671,87	685,94	648,64
05 - 01 - 93	667,72	681,72	652,02

07 - 01 - 93	668,08	677,34	655,25
08 - 01 - 93	678,59	676,45	653,03
11 - 01 - 93	698,12	676,22	663,08
12 - 01 - 93	691,75	676,58	666,43
13 - 01 - 93	686,93	676,63	669,71
14 - 01 - 93	692,81	679,92	672,99
15 - 01 - 93	700,72	682,89	675,54
18 - 01 - 93	695,22	685,18	677,78
19 - 01 - 93	709,54	688,95	679,94
20 - 01 - 93	725,13	694,69	681,49
21 - 01 - 93	723,69	700,25	682,34
22 - 01 - 93	733,92	705,78	684,81
25 - 01 - 93	741,76	710,15	688,06
26 - 01 - 93	748,05	715,78	692,21
27 - 01 - 93	732,16	720,30	695,43
28 - 01 - 93	741,35	725,15	698,05
29 - 01 - 93	741,73	729,25	700,36
01 - 02 - 93	745,56	734,29	702,48
02 - 02 - 93	765,82	739,92	704,94
03 - 02 - 93	779,43	745,35	707,25
04 - 02 - 93	783,65	751,34	709,65
05 - 02 - 93	801,07	758,06	713,43
08 - 02 - 93	833,63	767,25	717,87
09 - 02 - 93	836,41	776,08	722,82
10 - 02 - 93	859,24	788,79	728,58
11 - 02 - 93	860,25	800,68	735,25
12 - 02 - 93	823,71	808,88	740,34
15 - 02 - 93	792,21	813,54	744,34

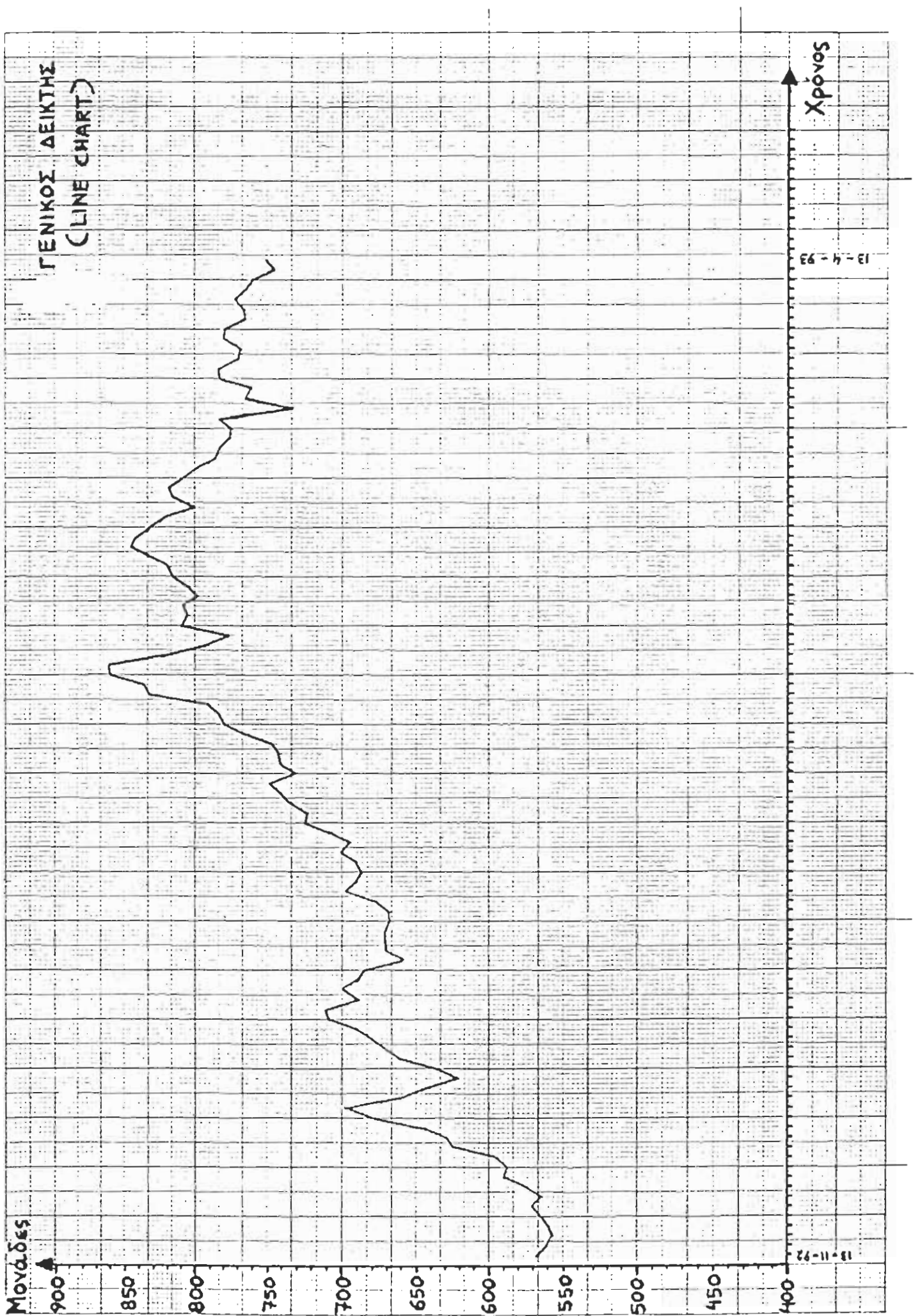
16 - 02 - 93	776,75	814,64	747,84
17 - 02 - 93	809,49	817,64	752,56
18 - 02 - 93	805,46	819,82	757,14
19 - 02 - 93	806,92	820,41	761,42
22 - 02 - 93	799,28	816,97	764,79
23 - 02 - 93	805,04	813,84	768,56
24 - 02 - 93	814,75	809,39	772,83
25 - 02 - 93	819,09	805,27	777,03
26 - 02 - 93	833,05	806,20	781,45
02 - 03 - 93	844,52	811,44	786,42
03 - 03 - 93	841,73	817,93	790,83
04 - 03 - 93	832,26	820,21	794,40
05 - 03 - 93	821,06	821,77	797,65
08 - 03 - 93	799,87	821,06	799,84
09 - 03 - 93	813,92	822,53	802,25
10 - 03 - 93	817,92	823,82	804,58
11 - 03 - 93	807,58	823,10	807,09
12 - 03 - 93	797,50	820,94	808,96
15 - 03 - 93	786,39	816,28	810,45
16 - 03 - 93	782,99	810,12	811,70
17 - 03 - 93	775,11	803,46	812,01
18 - 03 - 93	774,12	797,65	811,83
19 - 03 - 93	783,35	793,88	811,82
22 - 03 - 93	733,00	787,19	809,55
23 - 03 - 93	764,29	782,23	807,24
24 - 03 - 93	760,97	776,53	804,73
26 - 03 - 93	781,90	773,96	802,15
29 - 03 - 93	783,11	772,52	799,58

30 - 03 - 93	769,02	770,79	797,76
31 - 03 - 93	766,80	769,17	796,91
01 - 04 - 93	778,69	769,53	796,97
02 - 04 - 93	778,12	769,98	795,93
05 - 04 - 93	765,96	768,24	794,61
06 - 04 - 93	766,08	771,55	793,25
07 - 04 - 93	771,02	772,22	792,31
08 - 04 - 93	765,30	772,60	790,98
09 - 04 - 93	760,15	770,42	789,16
12 - 04 - 93	745,29	766,64	786,70
13 - 04 - 93	751,25	764,87	783,97

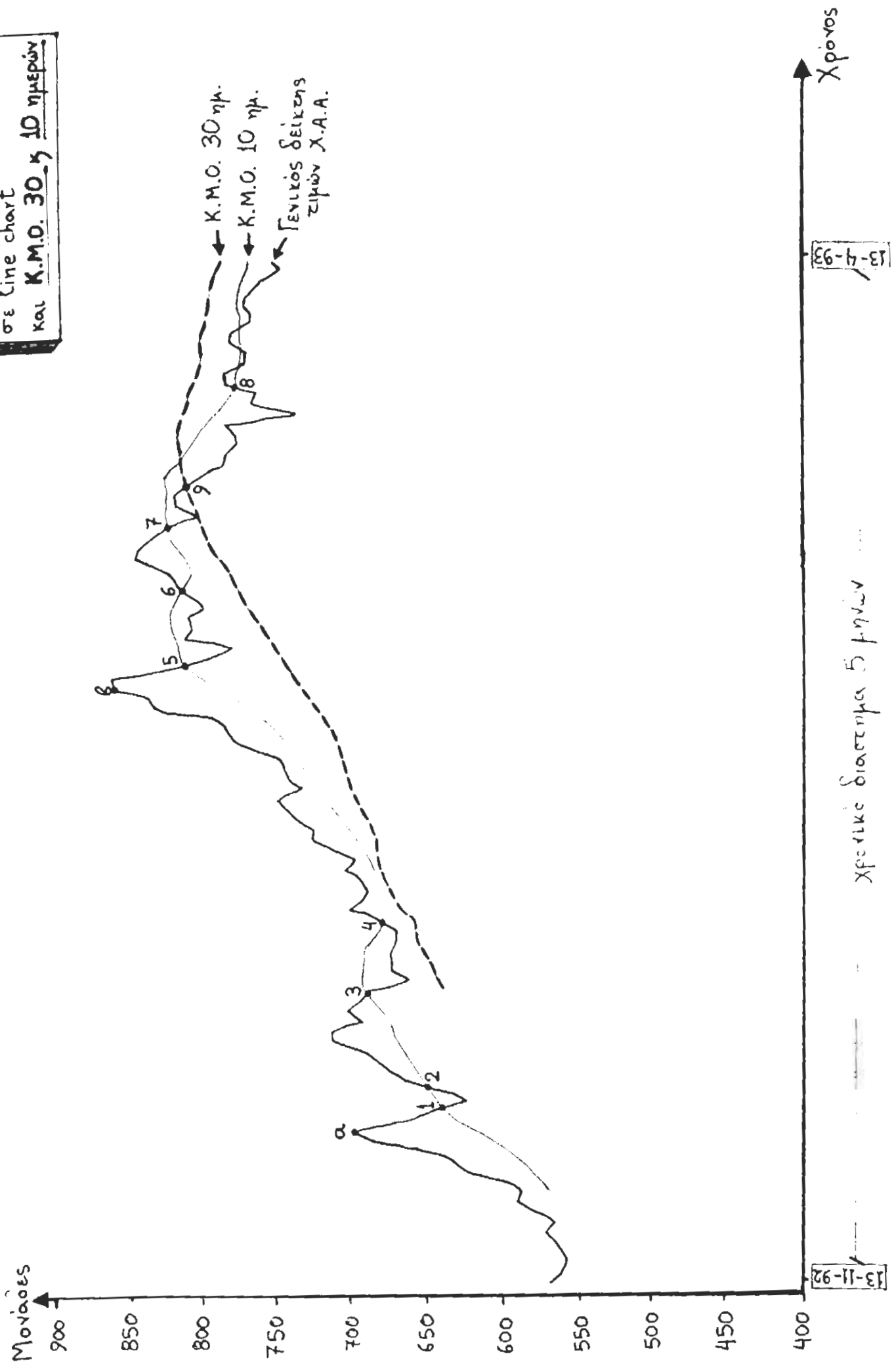
Βάσει των τιμών αυτών βάζουμε στίγματα πάνω σε ένα διάγραμμα και έπειτα τα ενώνουμε για να αποκτήσουμε μορφή καμπύλης γραμμής η πορεία των τιμών του γενικού δείκτη και των κινητών μέσων όρων 10 και 30 ημερών. Στην συνέχεια θα αναλύσουμε και θα σχολιάσουμε την εξέλιξη του γενικού δείκτη βασισμένοι στην εικόνα που παρουσιάζει το διάγραμμα που φτιάξαμε και που βρίσκεται στην επόμενη σελίδα.

ΑΝΑΛΥΣΗ: Παρατηρούμε μια γενική ορθότητα των ενδείξεων των κινητών μέσων όρων σχετικά με την πορεία του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα, στο μόνο σημείο που υστερούν οι Κ.Μ.Ο. (για την ακρίβεια μόνο ο Κ.Μ.Ο. 10 ημερών) είναι στα σημεία 1, 3 και 5 όπου ενώ υποδεικνύει (ο Κ.Μ.Ο. 10 ημ.) καθοδική πορεία, δεν μπορούμε να ομιλήσουμε ότι υπήρξε πράγματι καθοδική πορεία αφού σε λίγες μόνο ημέρες ο δείκτης ξαναδιασπούσε αλλά ανοδικά τον Κ.Μ.Ο. 10 ημερών διεκνύοντας ότι θα ακολουθήσει ανοδική πορεία. Οσον αφορά τα σημεία 2 και 6 που προτείνουν αγορές λόγω επικείμενης ανοδικής πορείας του γενικού δείκτη πάλι δεν επιβεβαιώνονται για ένα αξιο σημασίας χρονικό διάστημα. Αρα δεν μπορούμε να θεωρήσουμε τις συγκεκριμένες ενδείξεις ορθές. Βέβαια αυτό εξηγείται και δικαιολογείται εύκολα με το ακόλουθο σκεπτικό: ο Κ.Μ.Ο. 10 ημ. είναι από τους μικρότερους μέσους όρους που μπορούμε να έχουμε αφού για να βγει ο μέσος χρησιμοποιούνται μόλις 10 τιμές. Αυτό έχει αποτέλεσμα να μην επιτυγχάνουμε μια ικανοποιητική ομαλοποίηση της πορείας του γενικού δείκτη. Το ίδιο πράγμα αντίστροφα μπορεί να ειπωθεί ότι ο Κ.Μ.Ο. 10 ημ. ακολουθεί τις απότομες και μεγάλες διακυμάνσεις του γενικού δείκτη και ως εκ τούτου παρόλο που δείχνει μια πιο ομαλή πορεία σε σχέση με την πορεία του καθεαυτού γενικού δείκτη, δεν παύει να δείχνει μια περισσότερο έντονη διακύμανση σε σχέση με τους περισσότερους από τους άλλους Κ.Μ.Ο. Και όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση που παρουσιάζει ένας Κ.Μ.Ο. τόσο πιο ανασφαλείς ενδείξεις ενδέχεται να παρουσιάσει. Αντίθετα, όσο πιο ομαλή είναι η πορεία ενός Κ.Μ.Ο. τόσο πιο ασφαλείς μπορούν να θεωρηθούν οι ενδείξεις που δίνει. Και βέβαια η λογική μας λέει ότι την περισσότερο ομαλοποιημένη πορεία (= ασφάλεια) μας δίνουν οι μεγαλύτεροι Κ.Μ.Ο. (όπως π.χ. 30 ημερών, 60, 90 κ.λ.π. ημερών) ενώ οι μικρότεροι Κ.Μ.Ο. όπως π.χ. 10, 15, 20 ημερών μπορεί να μας οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

[ακολουθεί το διάγραμμα τιμών και Κ.Μ.Ο.]



ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α.
σε line chart
και Κ.Μ.Ο. 30 & 10 ημερών



Επανερχόμενοι πίσω στην ανάλυσή μας τώρα, στο σημείο 4 ο Κ.Μ.Ο. 10 ημερών ορθά μας ειδοποιεί ότι επέρχεται ανοδική αγορά και εκπέμπει σινιάλο για αγορές μετοχών ούτως ώστε να επωφεληθούμε της ευκαιρίας που διαγράφεται. Η ανοδική αγορά παρατηρούμε ότι επιβεβαιώνεται καθώς έχει και μια διάρκεια. Στα σημεία α και β (όπως και πλησίον αυτών) όπου η θετική απόσταση από τον Κ.Μ.Ο. είναι πολύ υψηλή προβαίνουμε διαδοχικά σε πωλήσεις ώστε να διασφαλίσουμε υψηλά κέρδη. Στο σημείο 7 ο γενικός δείκτης διασπά καθοδικά τον Κ.Μ.Ο. 10 ημερών και πράγματι ακολουθεί όπως θα περιμέναμε μια καθοδική πορεία. Παρά ταύτα, ο γενικός δείκτης ακολουθεί σε μικρή (αρνητική) απόσταση τον Κ.Μ.Ο. 10 ημερών και μάλιστα σε κάνα τρία με τέσσερα σημεία είχε καταφέρει να τον διαπεράσει ανοδικά πέφτοντας όμως πάλι σχεδόν αμέσως στα προηγούμενα περίπου επίπεδα. Αυτό αποδεικνύει νομίζουμε ότι η πορεία που θα ακολουθήσει στο άμεσο μέλλον ο γενικός δείκτης θα είναι ελαφρώς καθοδική και θα τείνει προς μια σταθεροποίηση, μέχρι η αγορά να ξαναμαζέψει τις απαραίτητες δυνάμεις, που χρειάζονται για να υποστηρίξουν την νέα ανοδική πορεία. Εξετάζοντας την πορεία του δείκτη σε σχέση με την εξέλιξη του Κ.Μ.Ο. 30 ημερών, παρατηρούμε ότι επιβεβαιώνει τις μακροπρόθεσμες κατευθύνσεις της αγοράς. Συγκεκριμένα ο Κ.Μ.Ο. 30 ημ. υποδεικνύει την ανοδική πορεία του δείκτη που φτάνει περίπου ως το σημείο 7 και στο σημείο 9 όπου έχουμε μια διάτρυση καθοδικής κατεύθυνσης του Κ.Μ.Ο. 30 ημερών, ακολουθεί όπως θα έπρεπε και θα αναμέναμε η πτωτική πορεία του γεν. δείκτη. Σε τούτο το σημείο δεχόμαστε το σινιάλο να προχωρήσουμε σε πωλήσεις. Το θετικό είναι πως η αρνητική κλίση του Κ.Μ.Ο. 30 ημ. είναι ελαφρώς μόνο καθοδική και άρα περιμένουμε να υπάρχει μια ικανοποιητική υποστήριξη της αγοράς ώστε η πτώση που παρουσιάζει στο τελευταίο διάστημα να μην ενταθεί. Το πιθανότερο αντίθετα είναι να παρουσιαστεί μια σταθεροποίηση. Θα παρατηρήσανε ίσως οι αναγνώστες μας πως παρουσιάζεται μια γενική σύμπλευση των ενδείξεων των δύο Κ.Μ.Ο. Κατά την διάρκεια της πτωτικής πορείας του γεν. δείκτη στο τελευταίο διάστημα, παρατηρούμε επίσης ότι οι δύο Κ.Μ.Ο. βρίσκονται σε κοντινή απόσταση. Αυτό συνηγορεί στο ότι η πτώση που βρίσκεται σε εξέλιξη δεν μπορεί να ενταθεί και λόγω της υποστήριξης που υπάρχει - ακριβώς επειδή η απόσταση μεταξύ των Κ.Μ.Ο. είναι μικρή - το πιθανότερο είναι να έχουμε μια πορεία σταθεροποίησης παρουσιάζοντας μια παράλληλη προς τον οριζόντιο άξονα κατεύθυνση και όλα αυτά βέβαια προσδιορίζονται στο κοντινό μέλλον. Τέλος παρατηρούμε ότι το σημείο β βρίσκεται πραγματικά σε μακρινότερη απόσταση τόσο από τον Κ.Μ.Ο. 10 ημ. όσο και από τον Κ.Μ.Ο. 30 ημ. συγκριτικά με οποιοδήποτε άλλο σημείο του γεν. δείκτη. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι οι τιμές είναι αρκετά υψηλές και μας προτρέπει να πωλήσουμε ώστε να πετύχουμε ικανοποιητικά κέρδη.

17.8.4. Δείκτες Παρακολούθησης της Τάσης - Ταλαντωτές

Ο βασικός κανόνας για τους δείκτες και ταλαντωτές συνοψίζεται στην παρακάτω πρόταση: Να δίνουμε λιγότερη σημασία στους ταλαντωτές-δείκτες στην αρχή μεγάλων κινήσεων της αγοράς, αλλά να τους εξετάζουμε προσεκτικά στο τέλος των κινήσεων αυτών.

Ως πόρισμα στον κανόνα αυτό σημειώνουμε ότι όλοι οι ταλαντωτές είναι δευτερεύοντες δείκτες με την έννοια ότι υποτάσσονται στη βασική ανάλυση της τάσης. Υπάρχουν διάφοροι τέτοιοι δείκτες, αλλά η ερμηνεία τους δεν διαφέρει ουσιαστικά. Έτσι θα παρουσιάσουμε τους σημαντικότερους από αυτούς.

Η καμπύλη της ορμής της τάσης (momentum) είναι η βασικότερη εφαρμογή των ταλαντωτών.

Η καμπύλη αυτή υπολογίζεται από τη σχέση $M = C - Cx$

όπου C το τελευταίο κλείσιμο τιμών και Cx το κλείσιμο πριν x ημέρες και μετράει τον ρυθμό μεταβολής των τιμών.

Συνήθως οι αναλυτές χρησιμοποιούν τη χρονική περίοδο $x = 14$ ημέρες. Με τη γραφική παράσταση των παραπάνω διαφορών για μια χρονική περίοδο x, ο αναλυτής μελετά τον ρυθμό της τάσης στο διάγραμμα τιμών. Αν η τάση είναι ανοδική και η καμπύλη M είναι πάνω από την μηδενική γραμμή και ανοδική, τόσο η ανοδική τάση επιταχύνεται (ή κατά μία άλλη έννοια, επιβεβαιώνεται).

Ένα πρόβλημα με τη γραμμή M είναι η απουσία ανώτερου και κατώτερου όριου διακυμάνσής της. Με άλλα λόγια, ναι μεν οι ακραίες τιμές της M είναι ένδειξη υπερτιμημένης ή υποτιμημένης αγοράς, αλλά πόσο ακραίες είναι οι αυτές οι τιμές; Μία λύση είναι "με το μάτι" ελέγχοντας την ιστορία της γραμμής M.

Ένας άλλος τρόπος είναι να κανονικοποιήσουμε τη γραμμή M διαιρώντας τη με κάποιο στατιστικό μέγεθος όπως π.χ. με τη μέση απόκλιση, αλλά επίσης θα πρέπει να σημειωθεί ότι κανένας από τους τρόπους επίλυσης του προβλήματος των ορίων δεν έχουν αποδειχτεί στην πράξη αποτελεσματικοί.

Η μέση απόκλιση (M.A.) μας δείχνει την κατά μέσο όρο απομάκρυνση (απόσταση) των δεδομένων τιμών που έχουμε από την μέση τιμή.

Η μέση απόκλιση είναι ίση με:
$$M.A. = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n (\bar{x} - x_i)$$

όπου: n = αριθμός των παρατηρήσεων

\bar{x} = μέση τιμή

x_i = οι πραγματικές τιμές των παρατηρήσεων

x = απόλυτο Σ = άθροισμα

υπενθύμιση: οι τιμές του απολύτου είναι πάντα θετικές

Ο αναλυτής θα πρέπει να είναι προσεκτικός. Θέσεις αγοράς, με χρήση της γραμμής ταλαντωτών, παίρνω μόνον όταν η τάση είναι ανοδική και η αγορά είναι υποτιμημένη. Αντίστοιχα, θέσεις πώλησης παίρνω μόνον όταν η τάση είναι καθοδική και η αγορά είναι υπερτιμημένη.

Σύμφωνα με τον J. W. Wilder Jr., δύο είναι τα προβλήματα των ταλαντωτών (oscillators):

α. Οι απότομες διακυμάνσεις στην πορεία των τιμών. Για να υπερκαλυφθεί το πρόβλημα αυτό πρέπει να βρεθεί κάποιος τρόπος εξομάλυνσης των ακραίων καταστάσεων.

β. Τα όρια ένδειξης υπερτιμημένης ή υποτιμημένης αγοράς, μετοχής. Για το ξεπέρασμα του προβλήματος αυτού θα ήταν χρήσιμο να υπάρχει μια κοινή κλίμακα για όλες τις μετοχές. Δηλαδή ένας "κοινός παρονομαστής" έτσι ώστε ο δείκτης να είναι σχετικός και εύκολος στην ερμηνεία του.

Ο Wilder ανέπτυξε το δείκτη Σχετικής Δύναμης (Relative Strength Index, R.S.I.), ο οποίος προσπαθεί να δώσει λύση στα παραπάνω προβλήματα των ταλαντωτών.

Ο δείκτης Relative Strength είναι ένας τεχνικός δείκτης ο οποίος συγκρίνει τις κινήσεις δύο μεταβλητών (δύο χρηματιστηριακών δεικτών, δύο μετοχών, κ.λπ.).

Υπολογίζεται από τον τύπο: $RS = (A_n/B_n - A_1/B_1) \cdot 100$

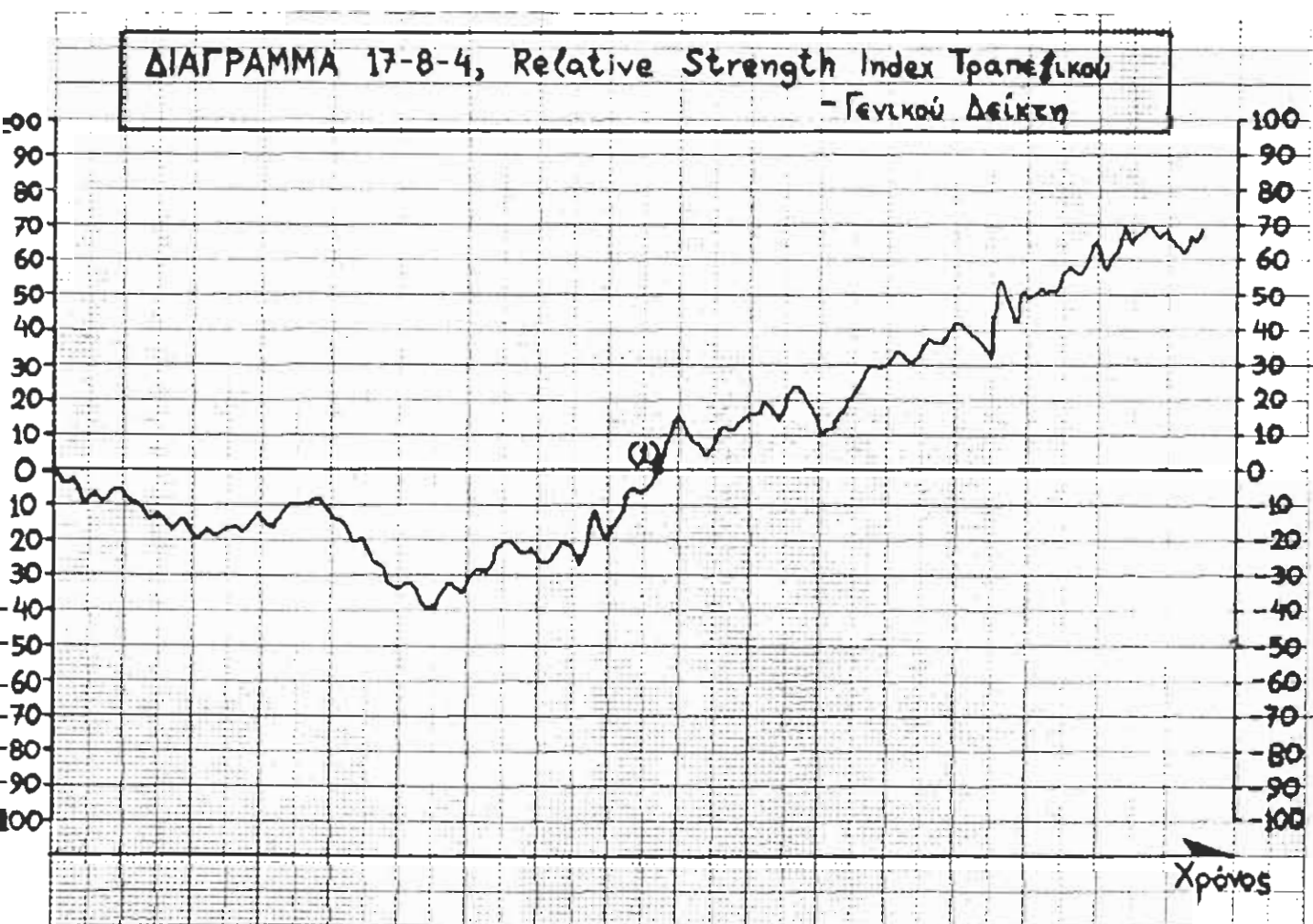
όπου: RS = ο δείκτης

A_n/B_n = ο λόγος των τιμών των μεταβλητών κατά την χρονική περίοδο n

A_1/B_1 = ο λόγος των τιμών κατά την αρχική χρονική περίοδο

Αύξηση του δείκτη σημαίνει ότι η μεταβλητή A κινείται θετικότερα της B και επίσης μπορούμε να πούμε γενικά ότι η τιμή της μετοχής είναι υπερτιμημένη αν R.S.I. 70 και υποτιμημένη αν R.S.I. 30. Αυτό σημαίνει ότι στην πρώτη περίπτωση η τιμή θα τείνει να πέσει και στην δεύτερη περίπτωση η τιμή θα ανέβει.

Τώρα, αν για παράδειγμα λαμβάνουμε σαν μεταβλητή A τον Τραπεζικό δείκτη και σαν μεταβλητή B τον Γενικό δείκτη για μια ορισμένη διάρκεια (π.χ. ένα - το τελευταίο - έτος), τότε η αύξηση του R.S.I. σημαίνει πως ο τραπεζικός δείκτης κινήθηκε καλύτερα από τον γενικό δείκτη κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.



Δώσαμε το διάγραμμα 17-8-4, που έχουμε το Relative Strength Index του Τραπεζικού (σαν μεταβλητή A) και Γενικού δείκτη (σαν μεταβλητή B). Από την αρχή και ως το σημείο (1) ο γενικός δείκτης επέδειξε μια καλύτερη πορεία απ'αυτή του τραπεζικού. Από το (1) όμως και ύστερα, ο τραπεζικός δείκτης έχει μια θετικότερη πορεία συγκριτικά με τον

γενικό και μάλιστα φτάνει προς το τέλος σε επίπεδα R.S.I. 70, δηλαδή σε υψηλές τιμές, πράγμα που σημαίνει ότι μπορούμε να προβούμε σε πωλήσεις για να επιτεύξουμε ορισμένα ικανοποιητικά κέρδη. Ταυτόχρονα, από το σημείο (1) και σχεδόν ως το τέλος η πορεία του R.S.I. είναι συνεχώς και έντονα ανοδική. Στο τέλος μόνο δείχνει μια μάλλον παράλληλη προς τον οριζόντιο άξονα κίνηση. Αυτές οι δύο παρατηρήσεις μας διαμορφώνουν την άποψη που λέει ότι η συνεχής ανοδική κίνηση του τραπεζικού δείκτη θα σταματήσει και κατά πάσα πιθανότητα θα σταθεροποιηθεί για ένα διάστημα σε αυτά τα επίπεδα ή επίσης πιθανό είναι να παρουσιαστεί μια ελαφριά και μικρής διάρκειας διορθωτική κίνηση (πτώση).

17.8.5. Ο Όγκος των Συναλλαγών

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

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

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

17.8.6. Το Εύρος της Αγοράς

Η έννοια αυτή αναφέρεται στον αριθμό των χρεογράφων των οποίων οι τιμές κινούνται ανοδικά και καθοδικά. Με βάση τον αριθμό των ανόδων και καθόδων αξιολογείται η δύναμη της αγοράς και συμπεραίνεται για τυχόν αλλαγή στην κατεύθυνσή της. Η εφαρμογή της μεθόδου απεικονίζεται στον πίνακα 17-8-6.

Αυτός είναι ο πιο συνήθης τρόπος μέτρησης του εύρους της αγοράς, όμως η έμφαση δεν δίνεται στο γεγονός ότι το εύρος έγινε αρνητικό αλλά στην κατεύθυνσή του. Εξυπακούεται ότι όταν δύο αναλυτές ξεκινήσουν τη μέτρηση σε δύο διαφορετικές ημερομηνίες θα προσδιορίσουν διαφορετικά εύρη, όμως η κατεύθυνση της μεταβολής και στους δύο θα είναι ίδια. Ως προς την χρησιμοποίησή του σε γενικές γραμμές θα λέγαμε ότι η αύξησή του θεωρείται ευνοϊκό σημείο σε ανοδική αγορά και μη ευνοϊκό σε πτωτική αγορά. Για τις δύο τελευταίες ημέρες θα μπορούσε να λεχθεί ότι η αγορά είναι τεχνικά

αδύνατη. Η μέθοδος δηλαδή δείχνει ποια είναι η κατάσταση σε σχέση με την προσφορά και την ζήτηση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17-8-6
Μέτρηση Εύρους της Αγοράς

Ημέρα	Ανοδικά	Καθοδικά	Διαφορά ανόδων-καθόδων	Εύρος
Δευτέρα	64	37	+ 27	+ 27
Τρίτη	57	45	+ 12	+ 39
Τετάρτη	48	52	- 04	+ 35
Πέμπτη	36	85	- 49	- 14
Παρασκευή	40	71	- 31	- 45

Σημείωση: Δεν καταχωρείται ο αριθμός των μετοχών των οποίων η τιμή δεν μεταβάλλεται.

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

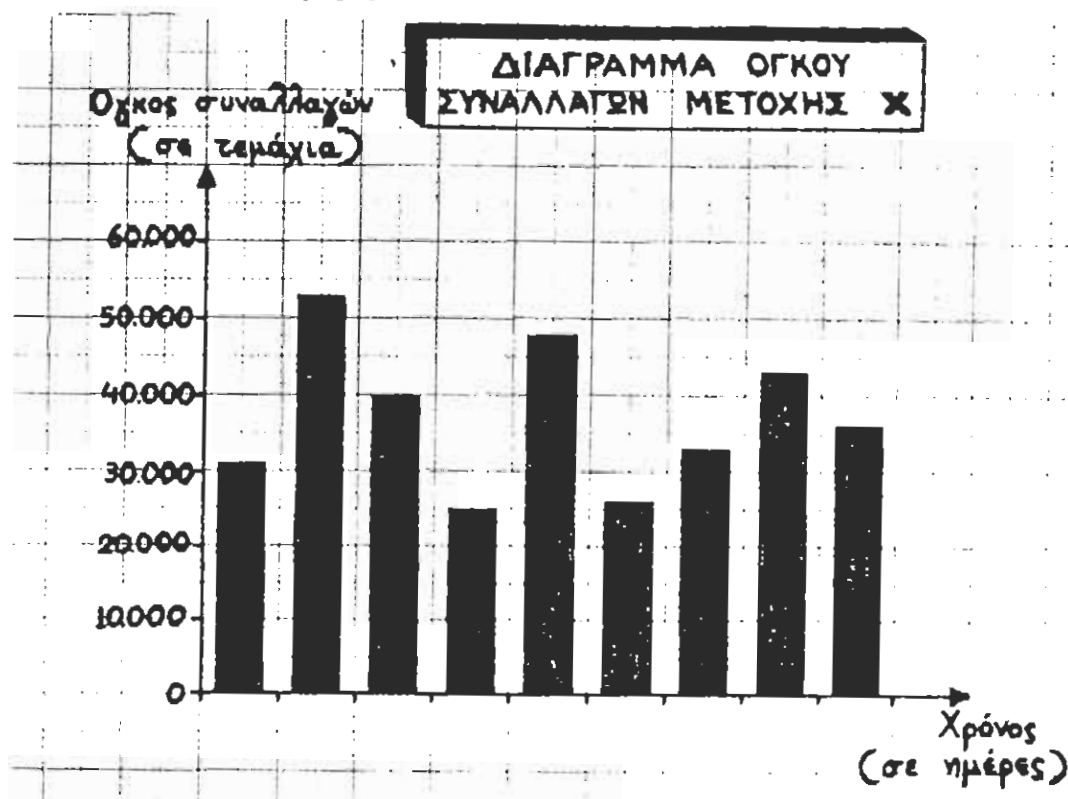
17.8.7. Άλλες Τεχνικές

Ο αριθμός των τεχνικών που χρησιμοποιείται είναι μεγάλος, εκτείνεται από αυτοσχεδιασμούς έως μαθηματικούς ή στατιστικούς συσχετισμούς. Οι μέθοδοι είναι αρκετά δημοφιλείς, ίσως γιατί είναι κατανοητές λόγω απλότητας, σε αντίθεση με την άλλη τη βασική (οικονομική) μέθοδο που απαιτεί πληροφορίες για την αγορά, τους κλάδους και τις εταιρίες που δύσκολα αποκτώνται ή χρησιμοποιούνται αλλά και όταν δημοσιεύονται δεν είναι εύκολη η ερμηνεία ή και η κατανόησή τους από τους πολλούς. Συνοπτικά αναφέρουμε ορισμένες ακόμα μεθόδους, χωρίς φυσικά να εξαντλείται το θέμα.

Οι χρηματιστηριακοί κύκλοι. Για τους οικονομικούς κύκλους έχουμε μιλήσει σε προηγούμενο κεφάλαιο (για την ανάλυση της χρηματιστηριακής αγοράς). Αυτοί συνήθως ποικίλουν και δεν μοιάζουν. Αν μάλιστα παράλληλα με αυτούς μελετήσεις και τις οικονομικές συνθήκες θα προκύψει κάποια συσχέτιση του δείκτη και των οικονομικών συνθηκών. Οι αναλυτές πάντως που δέχονται τη συσχέτιση το βρίσκουν δύσκολο να προβλέψουν την αγορά από τις οικονομικές συνθήκες.

Προεξόφληση των ειδήσεων. Αυτές αναφέρονται στην αντίδραση της αγοράς στα ευνοϊκά και δυσμενή γι'αυτή και την οικονομία νέα. Όταν η αγορά δεν αντιδράσει σε καλά νέα εξηγείται από τους τεχνικούς αναλυτές ότι αυτή είχε προεξοφλήσει τα νέα καιρό πριν. Το συναντάμε αυτό σε αρκετές περιπτώσεις στο έτος και για οικονομικά νέα και για αποκλειστικά χρηματιστηριακά (π.χ. κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων). Μάλιστα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης λέγεται "πούλα όταν τα καλά νέα βγαίνουν".

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



17.9. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Παίρνουμε τα δεδομένα του γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α. για το διάστημα από 13/11/1992 ως και 13/04/1993, δηλαδή για ένα πεντάμηνο και φτάχνουμε το Line chart. Οι τιμές του γενικού δείκτη έχουν δοθεί προηγουμένως στην ενότητα που μιλούσαμε για τους κινητούς μέσους όρους (Κ.Μ.Ο.). Υπολογίζουμε δύο κινητούς μέσους όρους των 10 και 30 ημερών (Κ.Μ.Ο. 10 και 30 ημ.) - για την ακρίβεια και εφόσον θέλετε να δείτε πως έχουν οι τιμές των Κ.Μ.Ο., οι τελευταίες βρίσκονται στην ενότητα που λέει για τους Κ.Μ.Ο. Αποτυπώνουμε σε Line chart τις τιμές των Κ.Μ.Ο. πάνω στο διάγραμμά μας. Από κει και ύστερα υπολογίζουμε την Linear Regression Line (ευθεία γραμμικής παλινδρόμησης) η οποία μας δείχνει την μακρόχρονη τάση του γενικού δείκτη. Έπειτα φέρνουμε πάνω στο διάγραμμα ορισμένες γραμμές τάσεως αλλά και βοηθητικές, και προχωρούμε στην τεχνική ανάλυση.

ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ:

Παρατηρούμε ότι η Linear Regression Line (δ) είναι έντονα ανοδική, όμως από τα μισά περίπου του διαγράμματος και πέρα ο γενικός δείκτης (με τις πραγματικές τιμές) παρουσιάζει μια πτωτική πορεία. Η ευθεία γραμμικής παλινδρόμησης (δ) που έχει τις θεωρητικές τιμές βρίσκεται στο τέλος σε αρκετά υψηλότερα επίπεδα από τον γενικό δείκτη. Αυτό από μόνο του δείχνει ότι η αγορά κατά την τελευταία περίοδο της χρονικής μας διάρκειας είναι υποτιμημένη και ως εκ τούτου ελκυστική.

[δίδουμε το διάγραμμα ολοκληρωμένης τεχνικής ανάλυσης]

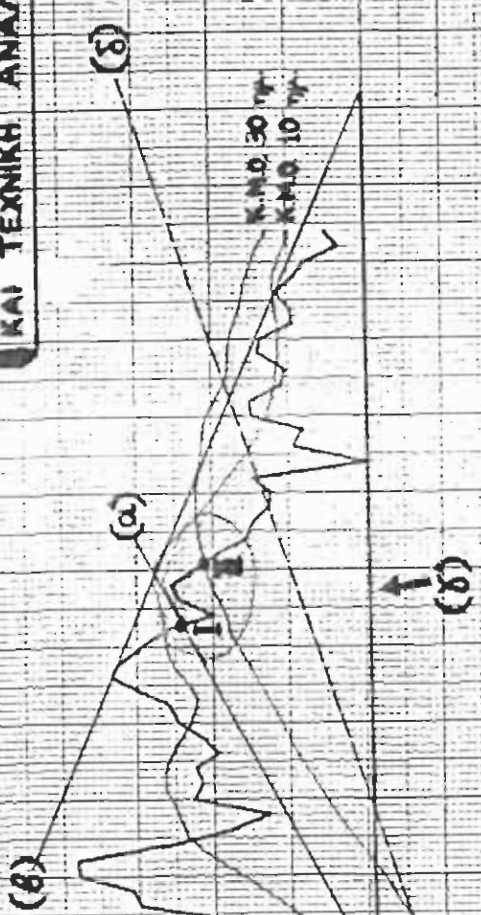
Μονάδες

18-11-92

ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ
ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Χρόνος

12-4-93



Οι Κ.Μ.Ο. 10 και 30 ημερών ακολουθούν σε γενικές γραμμές την κατεύθυνση του γενικού δείκτη και δεινουν έγκαιρα σήματα που μας προτρέπουν να βγούμε από την αγορά. Συγκεκριμένα, στο σημείο που ο βραχυπρόθεσμος Κ.Μ.Ο. (10 ημερών) τέμνει καθοδικά τον μέσομακροπρόθεσμο Κ.Μ.Ο. (30 ημερών) δίδεται σινιάλο να βγούμε οπωσδήποτε και ταχέως από την αγορά, προβαίνοντας σε ρευστοποιήσεις γιατί θα ακολουθήσει σίγουρα (κατά την τεχνική ανάλυση βέβαια) μια πτωτική φάση. Αυτό επιβεβαιώνεται.

Ταυτόχρονα έχουμε φέρει την γραμμή τάσεως - trendline (α) η οποία απεικονίζει με ακρίβεια και για μεγάλο χρονικό διάστημα την τάση του γενικού δείκτη. Στο σημείο I όμως ο γενικός δείκτης καταφέρνει και διασπά καθοδικά την trendline (α) και μας αναγγέλει άμεση πτωτική πορεία. Πράγματι επιβεβαιώνεται.

Στο σημείο II, ο Κ.Μ.Ο. 30 ημερών διασπάται καθοδικά από τον γενικό δείκτη. Εδώ έχουμε άλλο ένα σινιάλο πωλήσεων δεδομένου ότι αναμένεται πτωτική πορεία.

Παρατηρούμε δηλαδή ότι η τεχνική ανάλυση μας δίνει τρία απανωτά και πολύ κοντινά το ένα στο άλλο σημεία που μας προειδοποιούν για την επικείμενη πτώση. Το πρώτο σημείο I στο οποίο η (α) τέμνεται με πτώση, το δεύτερο σημείο II όπου τέμνεται πάλι με πτώση ο Κ.Μ.Ο. 30 ημερών και το τρίτο σημείο που ο βραχυπρόθεσμος Κ.Μ.Ο. τέμνει καθοδικά τον μακροπρόθεσμο. Σε όλα αυτά τα σημεία λαμβάνουμε σήματα πωλήσεων. Εάν τώρα εμείς δεν ακολουθήσουμε αυτές τις προειδοποιήσεις θα χάσουμε τα κέρδη που έχουμε επιτεύξει προηγουμένως. Τρία σήματα έχουμε (στην σκιαγραφημένη περιοχή), ούτε ένα, ούτε δυο. Η κίνηση του γενικού δείκτη επιβεβαιώνει πανηγυρικά τις προειδοποιήσεις της τεχνικής ανάλυσης!

Θα μπορούσαμε και να μεγιστοποιήσουμε τα κέρδη αν προβαίναμε σε μερικές και επιλεκτικές πωλήσεις στα σημεία εκείνα όπου υπάρχει μεγάλη (κάθετη) απόσταση της (πραγματικής) τιμής του γενικού δείκτη από την τιμή του μεσομακροπρόθεσμου Κ.Μ.Ο.

Από τα μέσα περίπου του διαγράμματος και μετά ο γενικός δείκτης έχει να επιδείξει μια πτωτική πορεία που ακολουθεί κάτω από την trendline (β). Όμως στα επίπεδα που έχουμε χαράξει την γραμμή (γ) φαίνεται να έχουμε ισχυρή στήριξη δεδομένου ότι ο γενικός δείκτης μόνο δύο φορές κατάφερε να αγγίξει την (γ). Και μόλις που την άγγιζε ξανάφευγε μακριά. Παρατηρούμε ότι ο γενικός δείκτης κινείται περισσότερο πλησίον της γραμμής (β). Επίσης η γραμμή (β) μαζί με την (γ) μας δίνουν τον σχηματισμό πτωτικού τριγώνου κατά την γραφική ανάλυση (μέρος της τεχνικής).

Ο τριγωνικός αυτός σχηματισμός σε συνδυασμό με το ότι ο γενικός δείκτης ακολουθεί την άνω πλευρά του και σε συνδυασμό με το ότι ο γενικός πάλι δείκτης βρίσκεται αρκετά χαμηλότερα από την γραμμή παλινδρόμησης που δείχνει την μακροχρόνη τάση, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ο δείκτης θα διασπάσει ανοδικά τον τριγωνικό σχηματισμό και θα κινηθεί ανοδικά πλησιάζοντας κάπως περισσότερο την ευθεία παλινδρόμησης (δ). Εφόσον εκτιμούμε ότι η αγορά θα ανέβει, καλό είναι να προβούμε σε μερικές επιλεκτικές και προσεγγμένες αγορές. Το κόστος τους θα είναι αρκετά χαμηλό οπότε και μπορούμε να ελπίζουμε ότι όταν μελλοντικά πουλήσουμε τις μετοχές που αγοράσαμε αυτή την στιγμή που μόλις περιγράψαμε θα πετύχουμε πολύ καλά κέρδη. Στο ότι η πτωτική φάση τελειώνει συνηγορεί και το γεγονός ότι οι δύο Κ.Μ.Ο. βρίσκονται σε πολύ κοντινή απόσταση μεταξύ τους, όπως επίσης και το ότι ο ίδιος ο γενικός δείκτης βρίσκεται σε πολύ κοντινή απόσταση από τους Κ.Μ.Ο. Όταν ο γενικός διασπάσει ανοδικά κάποιον (τον μέσομακροπρόθεσμο) ή και τους δύο Κ.Μ.Ο. έχουμε ένα καθαρό σήμα αγορών. Σήμα αγορών θα έχουμε και στο σημείο όπου ο γενικός δείκτης θα διασπάσει ανοδικά την ευθεία (β). Νομίζουμε πως είναι σαφές πως θα ακολουθήσει ανοδική πορεία.

Αυτή την πρόβλεψη μπορούμε να κάνουμε χρησιμοποιώντας την τεχνική ανάλυση η οποία φαίνεται ότι στέφεται από επιτυχία. Τέλος συμπέρασμά μας είναι ότι η πτωτική πορεία που είχε ο γενικός δείκτης το τελευταίο διάστημα ήταν μάλλον μια περισσότερο

διορθωτική κίνηση αφού πράγματι στο προηγούμενο χρονικό διάστημα, ο δείκτης παρουσίασε μια ξέφρενη, έντονη και μεγάλης διάρκειας άνοδο.

17.10. ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Α) Η τεχνική ανάλυση εξυπηρετεί όπως έγινε πιστεύουμε κατανοητό, τις σκοπιμότητες ενός βραχυπρόθεσμου επενδυτή, μια που η μέθοδος αυτή οδηγεί τον επενδυτή σε συχνές συναλλαγές, με την μεταβολή των τάσεων που δημιουργούνται κάθε φορά στο χρηματιστήριο.

Σε αντίθεση με το μακροπρόθεσμο επενδυτή που μέσω της θεμελιακής ανάλυσης (fundamental analysis), προσπαθεί να εντοπίσει πραγματικές αξίες, η τεχνική ανάλυση επιχειρεί να ανακαλύψει τάσεις. Έτσι, κάθε φορά που δημιουργείται μια νέα τάση, η τεχνική ανάλυση θα συστήσει ανάλογα αγορές ή πωλήσεις, με αποτέλεσμα μια σχετικά μεγάλη επιβάρυνση του επενδυτή από προμήθειες και άλλα συναφή έξοδα. Και εδώ πρέπει να πούμε ότι οι τάσεις εναλλάσσονται γρήγορα.

Οι συχνές αλλαγές σε ένα χαρτοφυλάκιο, σημαίνει εκτός από υψηλές προμήθειες και απώλεια χρόνου για την παρακολούθηση και τακτοποίηση των σχετικών λογαριασμών, με αποτέλεσμα ο μόνος σίγουρα κερδισμένος να είναι ο χρηματιστής σας.

Β) Η τεχνική ανάλυση είναι σε θέση να συστήσει μια συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική, μόλις δημιουργηθεί μια τάση στην κίνηση μιας μετοχής. Αυτή η αναμονή έχει σαν αποτέλεσμα ο τεχνικός αναλυτής να χάσει την πρώτη φάση της ανόδου των τιμών, η οποία σε "ρηχά" χρηματιστήρια (με λίγες συναλλαγές) όπως και το ελληνικό, μπορεί να είναι πολύ σημαντική.

Γ) Η επένδυση στο χρηματιστήριο με βάση τις εμπιστευτικές πληροφορίες (inside trading) είναι μια πρακτική που μολονότι είναι παράνομη, είναι πολύ διαδεδομένη στο Χ.Α.Α. Για το λόγο αυτό, αν κάποιος γνωρίζει μια πληροφορία που θα φέρει την τιμή μιας μετοχής από τις 2000 δραχμές στις 3000, τότε ο ίδιος ή άνθρωποι του περιβάλλοντός του, θα ανεβάσουν γρήγορα την τιμή στις 3000, καθώς αγοράζοντας μέχρι την τιμή αυτή, θα μπορούν να πραγματοποιήσουν κέρδη. Στις περισσότερες περιπτώσεις η αγορά θα αντιδράσει με ταχύτητα, με αποτέλεσμα κανείς τεχνικός αναλυτής να μην μπορέσει να εκμεταλλευτεί το γεγονός αυτό. Υπάρχει λοιπόν σαφώς μια αντικειμενική δυσκολία στο να επιτύχουμε την πολυπόθητη μεγιστοποίηση ωφελειών που ενδέχεται να έχουμε με την χρησιμοποίηση άλλων μεθόδων.

Δ) Η χρησιμότητα της τεχνικής ανάλυσης ως μέθοδος επιλογής επενδύσεων αποδυναμώνεται, αν υιοθετηθεί η εφαρμογή της από μεγάλο αριθμό επενδυτών. Όσο περίεργη και αν φαίνεται αυτή η θέση, είναι γεγονός πως αν η πλειοψηφία του κόσμου βασιστεί στη τεχνική ανάλυση για να επενδύσει στο χρηματιστήριο, θα έχει ως αποτέλεσμα να αγοράζουν και να πωλούν όλοι οι επενδυτές μαζί με συνέπεια να μην έχουμε συναλλαγές.

Σε μια τέτοια περίπτωση, οι επενδυτές θα προσπαθήσουν να προβλέψουν τα σημεία που σηματοδοτούν τη δημιουργία κάποιας τάσης και θα προσπαθήσουν να πάρουν μια θέση στην αγορά (να αγοράσουν ή να πουλήσουν), πριν δημιουργηθεί η τάση. Δεν αποκλείεται και άλλοι πολλοί επενδυτές να τους μιμηθούν και να πάρουν μια θέση στην αγορά

ταυτόχρονα, λίγο νωρίτερα ή λίγο αργότερα. Η συμπεριφορά αυτή, σύμφωνα με την θεωρία της τεχνικής ανάλυσης, περιέχει ακόμα μεγαλύτερο κίνδυνο, καθώς είναι πιθανό να μη σηματοδοτηθεί τελικά αλλαγή της τάσης. Έτσι είναι αμφίβολο αν είναι δυνατόν να εφαρμοσθούν επικερδώς οι κανόνες της τεχνικής ανάλυσης.

ΠΡΟΤΑΣΗ: Εμείς προτείνουμε ακριβώς λόγω των σφαλμάτων που μπορεί να παρουσιαστούν στην τεχνική ανάλυση, η τελευταία να χρησιμοποιείται αλλά συνδυασμένα με την *fundamental analysis* ή και με άλλες θεωρίες και τεχνικές ανάλογα το πως βολεύει τον κάθε επενδυτή. Έτσι επιτυγχάνουμε πολύ μεγαλύτερη ασφάλεια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18
ΜΟΝΤΕΡΝΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΡΓΑΛΕΙΑ



18.1. ΓΕΝΙΚΑ

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν οι πιο σύγχρονες πρακτικές, θεωρίες και εργαλεία που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με την δημιουργία του άριστου χαρτοφυλακίου.

Πρέπει να τονισθεί, πως παρά το γεγονός ότι οι θεωρίες αυτές αποτελούν την τελευταία λέξη της "επενδυτικής τεχνολογίας", εντούτοις δεν έχουν βρει μέχρι σήμερα μεγάλη εφαρμογή στην χώρα μας. Αυτό οφείλεται, αφενός μεν στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών - όπως η μικρή διασπορά των μετοχών, οι λίγες συναλλαγές και ο χαμηλός αριθμός εισηγμένων επιχειρήσεων - αφετέρου σε οργανωτικές και πρακτικές δυσκολίες που συναντά η εφαρμογή των θεωριών αυτών.

Αρχικά θα εκτεθούν οι βασικές αρχές της Σύγχρονης Θεωρίας Χαρτοφυλακίου (Modern Portfolio Theory ή Μ.Ρ.Τ.), που αναπτύχθηκε από τον Harry Markowitz στη δεκαετία του 1950. Με την παρουσίαση της θεωρίας αυτής, ο Markowitz προσπάθησε να δώσει μια λύση στο πρόβλημα της επίτευξης υψηλών αποδόσεων, με την μείωση παράλληλα του επενδυτικού κινδύνου. Η έννοια του επενδυτικού κινδύνου, καθώς και ο συσχετισμός της με την απόδοση, θα αναφερθούν αναλυτικά στην συνέχεια του κεφαλαίου αυτού.

Σε όλο αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια προσπάθεια να παρουσιαστεί η οικονομική θεωρία και σκέψη που βρίσκεται πίσω από τα μοντέλα αυτά, χωρίς την παρουσίαση των σχετικών μαθηματικών εξισώσεων.

Στην συνέχεια θα παρουσιαστεί ένας από τους πρωταγωνιστικούς συντελεστές της μοντέρνας επενδυτικής τεχνολογίας, το βήτα ή αλλιώς συντελεστής βήτα (βeta coefficient) που αποτελεί μια σημαντική συμβολή στην προσπάθεια να βρεθεί μια μέθοδος για τον υπολογισμό του επενδυτικού κινδύνου και την πρόβλεψη των αποδόσεων των μετοχών.

Επειτα θα εξετάσουμε το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (Capital Assets Pricing Model ή C.A.P.M.) που είναι μια πρόταση για την αποτίμηση των κεφαλαιουχικών αγαθών. Το μοντέλο αυτό αναπτύχθηκε και εξελίχθηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1960 κυρίως από τους Sharpe, Lintner, Mossin αλλά και άλλους. Η πρόταση αυτή, για ευνόητους λόγους, έχει γνωρίσει ιδιαίτερα μεγάλη ανάπτυξη και εφαρμογή, όσον αφορά την διαμόρφωση των τιμών των χρηματιστηριακών αξιών, αφού εξειδικεύει ακόμα περισσότερο την έννοια του επενδυτικού κινδύνου, στηριζόμενη στη χρήση του βήτα.

Το κεφάλαιο αυτό θα ολοκληρωθεί με συνοπτική αναφορά στην συνεισφορά πολυάριθμων ερευνητών, η εργασία των οποίων απάλυνε βασικές δυσλειτουργίες των μοντέλων αυτών, γεγονός που οδήγησε στην επέκταση και βελτίωσή τους. Στα πλαίσια αυτά, θα γίνει και μια συνολική παρουσίαση της κριτικής που ασκήθηκε σχετικά με την αποτελεσματικότητα εφαρμογής των μοντέλων στη σύγχρονη επενδυτική πρακτική. Επίσης, θα αναφερθούν τα συμπεράσματα από την εμπειρική μελέτη της εφαρμογής των παραπάνω μοντέλων στο Χ.Α.Α.

Τέλος, θα πούμε λίγα πράγματα για ένα υπερσύγχρονο εργαλείο που έχει δημιουργηθεί λίγα μόλις χρόνια και που συνεχίζει να αναπτύσσεται και που ονομάζεται "Νευρωτικά Δίκτυα".

18.2. ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ ΜΑΡΚΟΒΙΤΣ

Η απόρριψη των παραδοσιακών θεωριών επιλογής επενδύσεων οδήγησε πολλούς επενδυτές, ακαδημαϊκούς και ερευνητές στην υιοθέτηση των αρχών της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών. Όμως, το αναμφισβήτητο γεγονός ότι ορισμένοι αποκομίζουν στο χρηματιστήριο συστηματικά μεγαλύτερα κέρδη από άλλους, είναι κάτι που η αγορά δεν μπορούσε να παραγνωρίσει, ούτε να το αποδώσει στην τύχη.

Η επιστήμη αποδίδει τα κέρδη αυτά στην ανάληψη περισσότερου κινδύνου. Γεγονός είναι ότι δεν μπορεί κανείς να περιμένει μεγαλύτερα κέρδη χωρίς να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο. Πιθανότητα κερδών και ανάληψη ρίσκου συνταυτίζονται ανάλογα.

Ετσι λοιπόν, η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, διδάσκει τους τρόπους μέτρησης του κινδύνου, καθώς επίσης και τη μέθοδο με βάση την οποία μπορεί να επιτύχει κανείς τον άριστο συνδυασμό κινδύνου-απόδοσης, δηλαδή, τη μεγαλύτερη απόδοση με δεδομένο κίνδυνο ή το αντίθετο (το μικρότερο κίνδυνο με δεδομένη απόδοση).

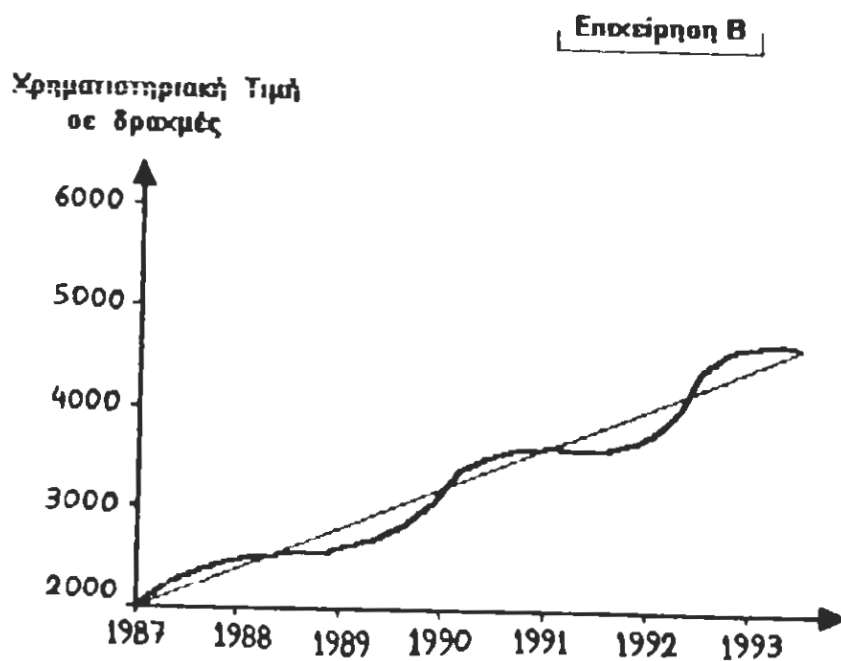
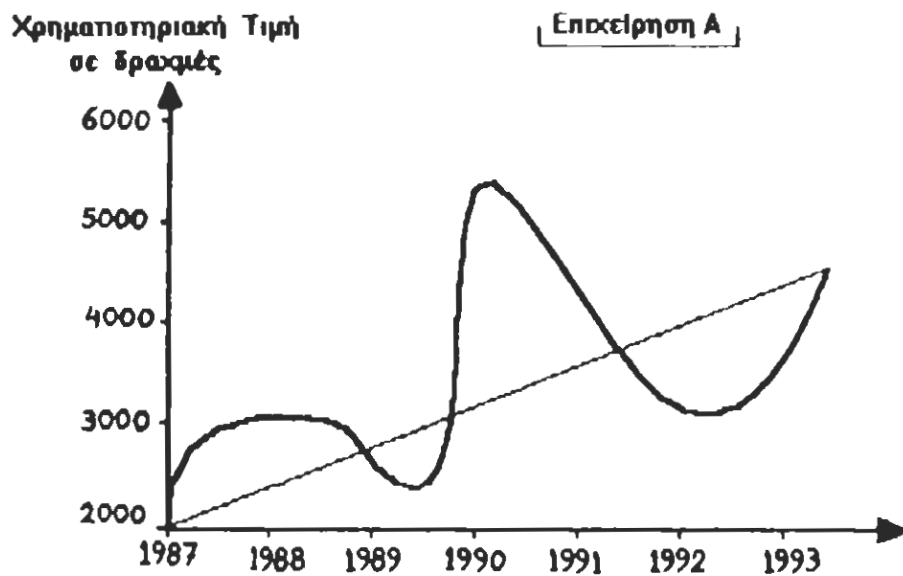
Θα γίνει μια προσπάθεια, η παρουσίαση της θεωρίας να γίνει περιγραφικά, χωρίς να υπεισέλθουμε σε λεπτομέρειες, που θα είναι κουραστικές για τον αναγνώστη, μια που απαιτούν τη χρήση πολύπλοκων μαθηματικών εξισώσεων. Θα αρκεσθούμε μόνο σε μερικά απλά παραδείγματα, ενώ ο πιο επιμελής αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στη βιβλιογραφία που ακολουθεί στο τέλος της μελέτης αυτής.

18.2.1. Ο Επενδυτικός Κίνδυνος

Στο λεξικό ο κίνδυνος ορίζεται σαν τη πιθανότητα να υποστεί κανείς ζημιά ή απώλεια. Επενδύοντας κανείς σε ένα κρατικό ομόλογο και κρατώντας το μέχρι τη λήξη του, θα εισπράξει την αξία που πλήρωσε συν τους τόκους. Η πιθανότητα ζημιάς ή απώλειας (επενδυτικός κίνδυνος) στην περίπτωση αυτή, είναι αμελητέα και μπορεί να θεωρηθεί ότι στην πράξη αυτή δεν υπάρχει κίνδυνος. Αντίθετα, στην περίπτωση που αγοράσει κάποιος μετοχές προσδοκώντας σε ένα μέρισμα της τάξης του 10% και μια αύξηση της τιμής της μετοχής είναι πιθανό να διαπιστώσει μετά από ένα διάστημα, ότι η τιμή της μετοχής μειώθηκε, ενώ δεν θα εισπράξει μέρισμα επειδή η αντίστοιχη επιχείρηση παρουσίασε ζημιές αντί των αναμενόμενων κερδών.

Η παραπάνω περίπτωση επενδυτικού κινδύνου, που οφείλεται στην αβεβαιότητα που επικρατεί στον επιχειρηματικό τομέα, οδήγησε τους ερευνητές να μελετήσουν την συμπεριφορά των επιχειρήσεων, μια που αυτή μπορεί να δώσει μεγάλες απογοητεύσεις στους επενδυτές. Ετσι, οι επιχειρήσεις που οι αποδόσεις τους παρουσιάζουν μεγάλες μεταβολές από χρόνο σε χρόνο (επιχείρηση Α) στο παρακάτω παράδειγμα 18-2-1, θεωρείται ότι εμπεριέχουν μεγάλο κίνδυνο, ενώ είναι λιγότερο επικίνδυνες εκείνες που έχουν μια σχετικά σταθερή απόδοση (επιχείρηση Β).

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 18-2-1



[δίνουμε παράδειγμα 18-2-1, επι/σεων & κινδύνου]

Η επιχείρηση Α στο παραπάνω παράδειγμα, έχει την ίδια περίπου απόδοση σε μέσο όρο (απεικονίζεται με την ευθεία γραμμή) με την επιχείρηση Β με τη διαφορά ότι η απόδοση της Α έχει μεγαλύτερη διακύμανση από χρόνο σε χρόνο και συνεπώς και μεγαλύτερο κίνδυνο. Η μέτρηση λοιπόν του επενδυτικού κινδύνου, εντοπίζεται στην μέτρηση της διακύμανσης των αποδόσεων, παρ'ότι είναι λίγο υπερβολικό να θεωρήσει κανείς τις μεγαλύτερες από το αναμενόμενο (μέσο όρο) αποδόσεις σαν κίνδυνο. Έτσι, σαν επενδυτικός κίνδυνος θεωρείται η πιθανότητα να πραγματοποιηθούν αποδόσεις κάτω του μέσου όρου, ενώ είναι πολύ συνηθισμένο πολύ μεγάλες αποδόσεις να αντισταθμίζονται από αντίστοιχες μεγάλες ζημιές.

18.2.2. Αριστος Συνδυασμός Μετοχών

Η Modern Portfolio Theory (Μοντέρνα Θεωρία Χαρτοφυλακίου) ή Μ.Ρ.Τ., βασίστηκε στο γεγονός ότι οι επενδυτές θέλουν να απολαμβάνουν εγγυημένες και υψηλές αποδόσεις, χωρίς να διακινδυνεύουν τα κεφάλαιά τους. Η θεωρία συνιστά στους επενδυτές να συνδυάζουν διάφορες μετοχές στο χαρτοφυλάκιο τους, ώστε να επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις με τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο.

Δεν θα προχωρήσουμε στην ανάπτυξη του μαθηματικού μοντέλου της θεωρίας αυτής, που είναι αρκετά πολύπλοκο και θα'πιανε μεγάλη έκταση, αλλά το απλό παράδειγμά της από

τη λαϊκή σοφία που ακολουθεί, είναι νομίζουμε αρκετό για να δείξει την αποτελεσματικότητά της.

Ας θυμηθούμε τη λαϊκή παροιμία "βρέξει δεν βρέξει ο ένας θα καταστραφεί". Ήταν η περίπτωση του πατέρα με τα δυο παιδιά, από τα οποία το ένα ήταν γεωργός και το άλλο κανατάς. Ο γεωργός έλεγε στον πατέρα να παρακαλέσει να βρέξει για να πάει καλά η σουδειά του, ενώ ο άλλος να έχει λιακάδα για να φτιάξει τα κανατσια του. Ο πατέρας αφού επισκέφθηκε τα παιδιά του βρέθηκε σε δίλημμα, αφού παρακαλώντας για βροχή βοηθούσε το ένα παιδί και κατέστρεφε το άλλο και αντίθετα.

Ας δούμε λοιπόν το παραπάνω παράδειγμα με αριθμούς. Αν υποθέσουμε ότι με ευνοϊκό καιρό ο καθένας θα είχε κέρδος 30 μονάδες και με αντίθετο καιρό ζημιά 10 μονάδες, τότε θα είχαμε το εξής αποτέλεσμα:

		ΚΕΡΔΗ	
		Βροχή	Λιακάδα
Γεωργός ----->	30	-10	
Κανατάς ----->	-10	30	

Εάν είχαμε διαδοχικά ίσες περιόδους βροχής και λιακάδας, τότε ο γεωργός θα είχε τη μία περίοδο κέρδος 30 μονάδες και την άλλη ζημιά 10 μονάδες, με αποτέλεσμα να κερδίζει σε μέσο όρο 10 μονάδες ετησίως ($[30 - 10] / 2 = 10$). Αυτή η απόδοση των 10 μονάδων σε μέσο όρο, λέγεται "αναμενόμενη απόδοση". Στην περίπτωση αυτή, βγαίνει εύκολα το συμπέρασμα ότι κάθε μια από τις παραπάνω δουλειές είναι αρκετά επικίνδυνη, καθώς είναι πολύ πιθανό να έχουμε στην πράξη μια σειρά από βροχερές ή ηλιόλουστες περιόδους. Αντίθετα, φαίνεται πολύ πιο λογικό να ένωναν τα δυο παιδιά τις δουλειές τους και να μοιράζαν τα κέρδη τους, ελαχιστοποιώντας με τον τρόπο αυτό τον κίνδυνο. Αυτό θα είχε σαν αποτέλεσμα να έχουν την ίδια μέση ετήσια απόδοση που απολάμβαναν και πρώτα, η οποία όμως δεν θα επηρεάζεται πλέον από τον καιρό.

Επεκτείνοντας το παραπάνω παράδειγμα στις επενδύσεις σε μετοχές μπορούμε να καταλήξουμε σε ένα συνδυασμό μετοχών, που οι τύχες τους δεν αλληλοεξαρτώνται, ώστε να επιτυγχάνονται υψηλές αποδόσεις με χαμηλό κίνδυνο.

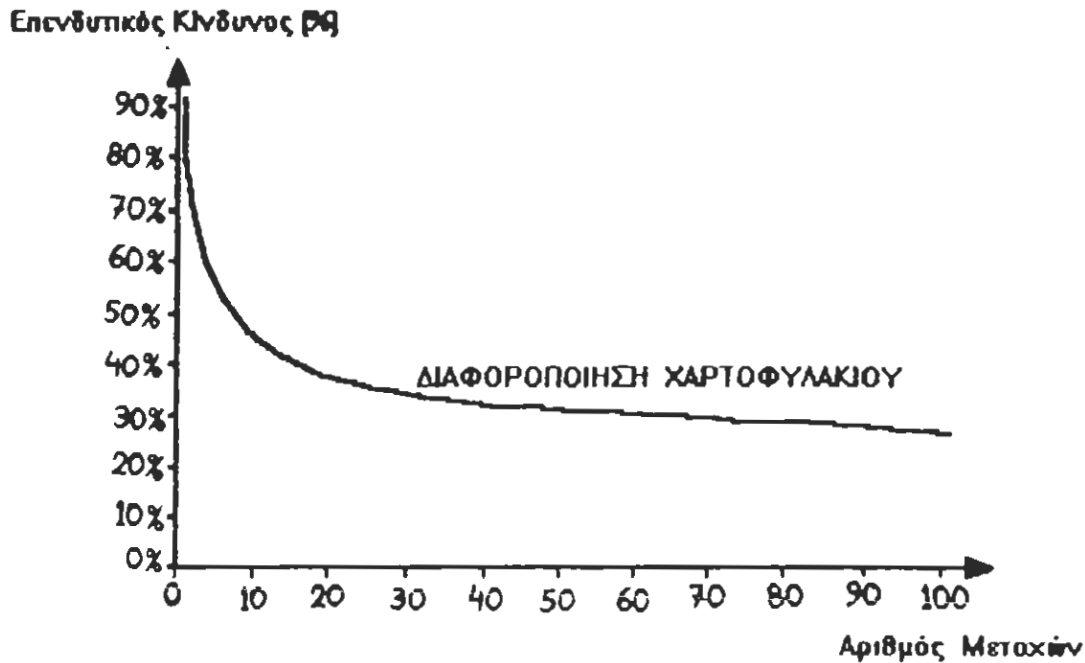
Στο σημείο αυτό, πρέπει να τονισθεί η διάσταση της απλής διαφοροποίησης, ή όπως χαρακτηριστικά λέει η λαϊκή σοφία το "να μην βάζεις όλα τα αυγά σε ένα καλάθι", με την έννοια της διαφοροποίησης όπως χρησιμοποιείται από τον Markowitz. Αντίθετα, με την απλοϊκή προτροπή, που λέει ότι πρέπει να μοιράσει κανείς τα υπάρχοντά του για να μειώσει τον κίνδυνο, η διαφοροποίηση κατά τον Markowitz νοείται σαν μια αναλυτική επιστημονική μέθοδος. Η μέθοδος αυτή λαμβάνει υπόψη τις σημαντικές μεταβλητές, όπως τη συσχέτιση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων και την ανάλυση της πορείας τους στο χρηματιστήριο.

Κατά τον Markowitz, η αποτελεσματική διαχείριση χαρτοφυλακίου προϋποθέτει τον συσχετισμόκάθε μετοχής με τις υπόλοιπες. Αυτή η διαδικασία συνεπάγεται μεγάλο αριθμό υπολογισμών, γεγονός που δυσχεραίνει την εφαρμογή της θεωρίας αυτής. Έτσι, η ανάγκη εξοικονόμησης χρόνου οδηγεί τους επενδυτές στην συγκρότηση λιγότερο άριστων χαρτοφυλακίων ή στην υιοθέτηση θεωριών, όπως αυτή που περιγράφεται αργότερα στο κεφάλαιο αυτό που απαιτεί λιγότερους υπολογισμούς.

Το παρακάτω διάγραμμα 18.2.2, περιγράφει πολύ παραστατικά τη θεωρία καθώς δείχνει ότι ο συνολικός επενδυτικός κίνδυνος ενός σωστά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, μπορεί να μειωθεί σημαντικά με την αύξηση του αριθμού των μετοχών στις 30 περίπου,

όπως επίσης γενικότερα ότι όσο περισσότερες μετοχές έχουμε στο χαρτοφυλάκιό μας τόσο μειώνεται το ρίσκο.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18.2.2



Σύμφωνα με μελέτες που έχουν γίνει κυρίως στις Η.Π.Α, ο ειδικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλάκιου μπορεί περίπου να μηδενιστεί, αν περιληφθούν σε αυτό ένας αριθμός από 8 - 10 μετοχές, που τα αποτελέσματά τους δεν εξαρτώνται από τους ίδιους παράγοντες.

Είναι αλήθεια, πως ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές 30 τραπεζών ή 30 κλωστούφαντουργικών επιχειρήσεων, δεν θα μειώσουν παρά ελάχιστα τον κίνδυνο, όπως επίσης και η προσθήκη παραπάνω μετοχών από τις 30 που ήδη υπάρχουν, δεν θα μειώσουν περισσότερο τον κίνδυνο, όπως δείχνει και το παραπάνω διάγραμμα.

18.2.3. Προϋποθέσεις Εφαρμογής του Μοντέλου Markowitz

Είναι σκόπιμο, πιστεύουμε, να παρουσιαστούν οι παρακάτω βασικές παραδοχές που στηρίζουν την εφαρμογή του μοντέλου του Markowitz, μια που αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του μοντέλου, ενώ ταυτόχρονα έχουν γίνει τόσο αντικείμενο μελέτης, όσο και κριτικής από πολλούς ερευνητές.

- Ο επενδυτής προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την απόδοση των κεφαλαίων του.
- Ο επενδυτής αποφασίζει για τις επενδύσεις του, με βάση χρονικό ορίζοντα μιας περιόδου.
- Ο επενδυτής προσπαθεί να αποφύγει τον κίνδυνο.

- Ο επενδυτής επιλέγει το χαρτοφυλάκιο του, με βάση την διακύμανση και τη μέση απόδοση των μετοχών.
- Η χρηματιστηριακή αγορά είναι αποτελεσματική.
- Δεν υπάρχει κόστος αγοράς και πώλησης χρεογράφων, ούτε και φόροι.
- Οι μετοχές είναι απέραντα διαιρετές, ώστε μπορεί αν χρειαστεί να αγοράσει και κλάσμα μετοχής.
- Οι μετοχές που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο, δεν πρέπει να συσχετίζονται μεταξύ τους.
- Στο χαρτοφυλάκιο δεν περιλαμβάνονται χρεόγραφα που δεν παρουσιάζουν κίνδυνο.

Ο αναγνώστης δεν θα πρέπει να παραξενευτεί από το γεγονός ότι η εφαρμογή των μαθηματικών μοντέλων με τα οποία εκφράζεται η θεωρία, στηρίζονται σε προϋποθέσεις που μπορεί να θεωρηθούν μη ρεαλιστικές. Η αξία της κάθε θεωρίας, πρέπει να κριθεί κυρίως με βάση την ικανότητα του μοντέλου να αποδώσει με σχετική ακρίβεια τα μελλούμενα.

Εξάλλου, τα περισσότερα μοντέλα, καθώς και οι προϋποθέσεις εφαρμογής τους, βελτιώνονται από μεταγενέστερους μελετητές, ενώ και το ίδιο το περιβάλλον στο οποίο αναφέρονται διαφοροποιείται, γεγονός που μπορεί να διευκολύνει την εφαρμογή του μοντέλου.

18.3. Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ (ή Συντελεστής Συνδιακύμανσης)

Το βήτα είναι ένα προϊόν της προσπάθειας των ερευνητών και μελετητών, στην εξεύρεση ενός υποκατάστατου του μοντέλου του Markowitz, το οποίο, ταυτόχρονα, θα απαιτούσε λιγότερους υπολογισμούς. Στην περίπτωση του βήτα, εξετάζεται η συσχέτιση κάθε μετοχής, όχι με τις υπόλοιπες, αλλά με ένα δείκτη που να αντιπροσωπεύει τις μεταβολές του γενικού επιπέδου των τιμών των μετοχών. Έτσι για παράδειγμα, σε ένα χρηματιστήριο με 100 μετοχές, στο μοντέλο του Markowitz θα χρειάζονταν $(100 \cdot 100) - 100 = 9900$ υπολογισμούς, ενώ για την εξεύρεση του βήτα απαιτούνται μόνο 100 υπολογισμοί.

Η αξία της διαφοροποίησης ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων, αμφισβητήθηκε έντονα στην πράξη, καθώς οι μετοχές στα χρηματιστήρια έχουν την τάση να ανεβαίνουν και να πέφτουν όλες μαζί, όπως έχει φανεί πάμπολλες φορές. Με βάση την παρατήρηση αυτή, οι Sharpe και Lintner έδωσαν μεγάλη έμφαση στην παραπέρα διερεύνηση του επενδυτικού κινδύνου και ιδιαίτερα σε ποιο ποσοστό μπορεί αυτός να μειωθεί, με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Με βάση τις μελέτες των παραπάνω ερευνητών, μπορούμε να περιγράψουμε τον κίνδυνο κάθε μετοχής, σαν την συνολική διακύμανση των αποδόσεων του κάθε χρεογράφου. Ο κίνδυνος αυτός χωρίζεται σε δύο μέρη. Ειδικότερα, το μέρος αυτό του κινδύνου ή της διακύμανσης που οφείλεται κυρίως στις μεταβολές του γενικού επιπέδου των τιμών ονομάζεται "συστηματικός κίνδυνος". Το υπόλοιπο μέρος της διακύμανσης στην απόδοση μίας μετοχής, ονομάζεται "μη συστηματικός κίνδυνος" (ειδικός κίνδυνος) και είναι αποτέλεσμα παραγόντων που αφορούν μια συγκεκριμένη εταιρία, όπως είναι η ανάληψη από μέρους της κάποιου μεγάλου έργου ή η ανακάλυψη ενός νέου προϊόντος, κ.λ.π.

Ο συστηματικός κίνδυνος - συχνά αναφέρεται και σαν κίνδυνος της αγοράς - μετρά την αντίδραση της συγκεκριμένης μετοχής, στις μεταβολές του γενικού επιπέδου των τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς. Μερικές μετοχές ακολουθούν πιστά τις μεταβολές στο χρηματιστήριο ενώ άλλες παρουσιάζονται πιο σταθερές.

Είναι γεγονός όμως, πως αν η οικονομική κατάσταση της χώρας χειροτερέσει, τότε στο προηγούμενο παράδειγμα, τόσο ο γεωργός όσο και ο κανατάς δεν θα μπορέσουν να εξασφαλίσουν αγοραστές για τα προϊόντα τους, οπότε κατ'επέκταση και τα κέρδη τους θα πληγούνε.

18.3.1. Υπολογισμός και Έννοια του Βήτα

Ο υπολογισμός του συστηματικού κινδύνου των μετοχών, γίνεται με βάση τις αντίστοιχες τιμές των μετοχών, όπως αυτές διαμορφώθηκαν για μια σειρά ετών στο παρελθόν και συμβολίζεται διεθνώς με το γράμμα βήτα (beta) της ελληνικής αλφαβήτου. Το βήτα λοιπόν, δεν είναι τίποτα περισσότερο από την αριθμητική έκφραση του συστηματικού κινδύνου, ο οποίος για το λόγο αυτό ονομάζεται συχνά και κίνδυνος βήτα (beta risk).

Η έννοια του βήτα είναι γνωστή σε όλους όσους έχουν κατά καιρούς ασχοληθεί με το χρηματιστήριο. Είναι ισοδύναμο με αυτό που οι έμπειροι περί τα χρηματιστηριακά αναφέρουν σαν "τζογαδόρικο ή σταθερό χαρτί". Ο υπολογισμός του βήτα δίνει απλά ένα μετρήσιμο μέγεθος σε αυτή την αίσθηση των επενδυτών.

Βασικό μέτρο σύγκρισης του βήτα των μετοχών, είναι η διακύμανση της αγοράς (που εκφράζεται μέσα από το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου) η οποία έχει βήτα ίσο με την μονάδα. Το βήτα παρουσιάζει το μέγεθος της μεταβολής της τιμής της μετοχής σε σχέση με τη μεταβολή του γενικού δείκτη. Τιμές του βήτα μεγαλύτερες της μονάδας, σημαίνουν ότι η μετοχή είναι "επιθετική", δηλαδή η μετοχή αυξομειώνεται περισσότερο απ'ότι η αγορά, ενώ κατώτερες της μονάδας σημαίνουν ότι είναι "αμυντική", με άλλα λόγια η τιμή της μετοχής αυξομειώνεται λιγότερο απ'ότι η αγορά. Αν π.χ. μία μετοχή έχει βήτα ίσο με 1,5 τότε αυτό σημαίνει ότι σε μια δεδομένη άνοδο του χρηματιστηρίου (όπως αυτή εκφράζεται μέσα από τον γενικό δείκτη τιμών) κατά 10% , η συγκεκριμένη μετοχή εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 15% . Αντίστροφα, αν μια μετοχή έχει βήτα 0,5 τότε σε άνοδο ή πτώση του χρηματιστηρίου κατά 10% , αυτή θα αυξηθεί ή θα μειωθεί αντίστοιχα κατά 5% .

Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα μεγάλης αρθρογραφίας που είχε αναπτυχθεί στον ειδικό οικονομικό τύπο (με την έννοια εντύπων) για επιθετικές και αμυντικές μετοχές, ήταν το καλοκαίρι του 1990, ενόψει της απόφασης για την ανάθεση της λεγόμενης Χρυσής Ολυμπιάδας στην Αθήνα. Στο πλαίσιο αυτό είχαν χαρακτηριστεί σαν επιθετικές μετοχές (χωρίς αυτό να έχει σχέση με το βήτα), εκείνες που κατά πάσα πιθανότητα θα συμμετείχαν στα έργα που θα έκανε η χώρα μας αν ανελάμβανε τους αγώνες. Στην περίπτωση αυτή οι αρθρογράφοι προφανώς εννοούσαν ότι το βήτα των μετοχών αυτών θα αυξανόταν λόγω της προοπτικής ανάληψης μεγάλων έργων στο άμεσο μέλλον. Την ίδια περίοδο σαν αμυντικές μετοχές αναφέρονταν κυρίως οι βιομηχανίες τροφίμων και άλλες που παραδοσιακά έχουν βήτα μικρότερο από την μονάδα.

Οι επενδυτές θα θυμούνται επίσης, την αύξηση της τιμής των μετοχών της Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ, της ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ και άλλων (με βήτα περίπου ίσο με την μονάδα) στις πρόσφατες προεκλογικές περιόδους, όταν αναμενόταν μετεκλογικά άνοδος του Χρηματιστηρίου. Η επιλογή αυτή θα ήταν απόλυτα επιτυχής, εφόσον το εκλογικό αποτέλεσμα ήταν στην επιθυμητή για τους επενδυτές κατεύθυνση.

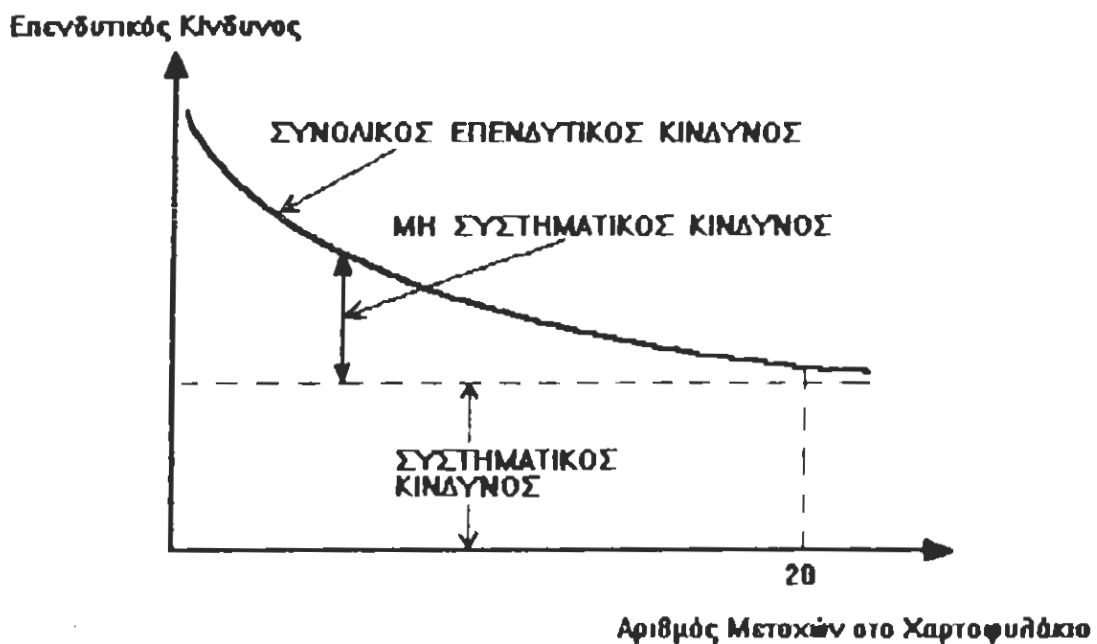
18.3.2. Η Σημασία του Βήτα

Η κατανόηση της συμβολής της εργασίας των Sharpe και Lintner στην σύγχρονη επενδυτική τεχνολογία είναι σημαντική, καθώς διδάσκει ότι ο συστηματικός κίνδυνος (beta risk) δεν μπορεί να μειωθεί με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, όταν η χρηματιστηριακή αγορά σημειώσει καμψη, όλες οι μετοχές λιγότερο ή περισσότερο θα την ακολουθήσουν.

Ο μη συστηματικός κίνδυνος σχετίζεται με παράγοντες που επιδρούν με ξεχωριστό τρόπο σε κάθε μετοχή και οι διακυμάνσεις αυτές είναι που μπορεί να εξομαλυνθούν με την δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Στο παρακάτω διάγραμμα 18-3-2 απεικονίζεται η σχέση μεταξύ συνολικού κινδύνου και διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Παρατηρούμε ότι καθώς αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο (στον αριθμό 20), ο μη συστηματικός κίνδυνος έχει σχεδόν μηδενιστεί. Αυτό έχει σαν συνέπεια να ακολουθεί το χαρτοφυλάκιο αυτό, τις τάσεις της αγοράς και να υφίσταται μόνο τις συνέπειες του συστηματικού κινδύνου (market ή beta risk).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18-3-2



Συμπέρασμα

Ας θυμηθούμε στο σημείο αυτό τη βασική αρχή των επενδυτών, ότι δηλαδή, είναι πρόθυμοι να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο μόνο εφόσον προσδοκούν μεγαλύτερη απόδοση. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την παραπάνω ανάλυση, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι ο συνολικός επενδυτικός κίνδυνος μπορεί να μειωθεί στα επίπεδα του συστηματικού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης, κάτι που θα επιδιώξει κάθε λογικός επενδυτής. Κατά συνέπεια δεν είναι φυσικό να περιμένουμε να αποζημιωθεί ο επενδυτής (με μορφή αυξημένης απόδοσης), όταν αναλαμβάνει μη συστηματικό κίνδυνο. Ο επενδυτής θα αποζημιωθεί μόνο για το συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει και ο οποίος δεν μπορεί να μειωθεί με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Η απόδοση του επενδυτή θα εξαρτηθεί λοιπόν, αποκλειστικά και μόνο από το βήτα της μετοχής ή μετοχών που κατέχει στο χαρτοφυλάκιό του. Εάν το βήτα του χαρτοφυλακίου του είναι μεγαλύτερο της μονάδας, θα έχει απόδοση μεγαλύτερη από την χρηματιστηριακή αγορά (μεταβολή του γενικού επιπέδου τιμών που εκφράζεται με το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου) και αντίστροφα.

Η πληροφόρηση του συντελεστή συνδιακύμανσης (beta) από τους επενδυτές είναι αναγκαία, κυρίως όμως σε αυτούς που ενδιαφέρονται περισσότερο για το χαρτοφυλάκιο που διαμορφώνουν (σύνολο των μετοχών) και όχι για τις συγκεκριμένες μετοχές που το απαρτίζουν.

Με ένα χαρτοφυλάκιο παραδείγματος χάριν, δέκα (10) μετοχών με χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους, εξαλείφεται σε μεγάλο βαθμό ο μη συστηματικός κίνδυνος και ο κίνδυνος που περιέχει το χαρτοφυλάκιο είναι κυρίως ο σταθμικός μέσος των συντελεστών βήτα (συστηματικός κίνδυνος) των επιμέρους μετοχών.

Η πρακτική εφαρμογή αυτής της προσέγγισης μπορεί να αποσαφηνιστεί με ένα παράδειγμα. Εστω ότι έχουμε πέντε (5) εκατομμύρια δραχμές και αγοράζουμε πέντε (5) μετοχές ως εξής:

Μετοχές	Συμμετοχή στο χαρτοφυλάκιο (1)	Βήτα (2)	Σταθμικός Μέσος (1) * (2)
Εμπορική Τράπεζα	0,3	1,05	0,315
Εθνική Τράπεζα	0,1	0,97	0,097
SANYO HELLAS	0,3	1,21	0,363
Διεθνής Βιομηχανία Ενδυμάτων	0,2	1,36	0,272
TITAN	0,1	0,76	0,076
Συντελεστής κινδύνου χαρτοφυλακίου:			1,123

Δηλαδή ο συντελεστής κινδύνου του χαρτοφυλακίου είναι 1,123 του κινδύνου της αγοράς. Αν εκτιμούμε ότι στο άμεσο μέλλον το Χρηματιστήριο θα έχει ανοδική τάση, το διατηρούμε αμετάβλητο ή και το ενισχύουμε αντικαθιστώντας "αμυντικές" με "επιθετικές" μετοχές. Αν αντίθετα προβλέπουμε πτωτική τάση της αγοράς, διαμορφώνουμε ένα "αμυντικό" χαρτοφυλάκιο με συντελεστή βήτα μικρότερο από τη μονάδα, ως εξής:

Μετοχές	Συμμετοχή στο χαρτοφυλάκιο (1)	Βήτα (2)	Σταθμικός Μέσος (1) * (2)
Εθνική Τράπεζα	0,1	0,97	0,097
Τράπεζα Εργασίας	0,3	0,72	0,216
TITAN	0,1	0,76	0,076
ΑΛΦΑ Λήζινγκ	0,4	0,48	0,192
Πετρετάκις	0,1	0,53	0,053
Συντελεστής κινδύνου χαρτοφυλακίου:			0,634

18.3.3. Η Χρήση του Βήτα

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1970, η νέα επενδυτική τεχνολογία και ιδιαίτερα το βήτα, βρήκαν μεγάλη απήχηση στις Η.Π.Α, σε όλο τον κόσμο των επενδυτικών συμβούλων, διαχειριστών χαρτοφυλακίων αλλά και απλών επενδυτών. Με τη χρήση ενός Η/Υ, μπορούσε ο καθένας να περιγράψει με έναν αριθμό τον επενδυτικό κίνδυνο κάθε μετοχής.

Επιπλέον, η πολύπλοκη εργασία που απαιτείται για τη συγκρότηση ενός χαρτοφυλακίου, απλοποιήθηκε σημαντικά. Σύμφωνα με τη θεωρία δεν χρειαζόταν τίποτα περισσότερο από δημιουργία χαρτοφυλακίων με υψηλό βήτα σε περιόδους που περιμέναν αύξηση των τιμών των μετοχών και αντιστρόφως, με χαμηλό βήτα για περιόδους που αναμέναν πτώση. Ο υπολογισμός του βήτα και μια σωστή πρόβλεψη για την γενική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, αρκούσε για την εξασφάλιση επιτυχών αποτελεσμάτων.

Το βήτα χρησιμοποιήθηκε επίσης και για την αξιολόγηση των διαχειριστών χαρτοφυλακίου. Αν η απόδοση που πραγματοποίησε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, ήταν μεγαλύτερη από την προβλεπόμενη από το βήτα του χαρτοφυλακίου, τότε η διαχείριση θεωρείται επιτυχής και αντιστρόφως.

18.4. CAPITAL ASSETS PRICING MODEL (C.A.P.M.)

Το Capital Assets Pricing Model (C.A.P.M.) που στα ελληνικά μπορεί να μεταφρασθεί σαν Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών, είναι δημιούργημα των Sharpe και Lintner, οι οποίοι ανέπτυξαν περισσότερο τη σκέψη του Markowitz, πάνω στο θέμα της μείωσης του επενδυτικού κινδύνου.

Με το C.A.P.M., εισάγονται δύο νέα στοιχεία στην επιστήμη της επενδυτικής τεχνολογίας, η απόδοση των χρεογράφων μηδενικού κινδύνου, όπως π.χ. η απόδοση των ομολόγων του δημοσίου, τα οποία αποφέρουν στον επενδυτή κάποια σίγουρη και σταθερή απόδοση και το βήτα που αναφέρθηκε παραπάνω. Στο μοντέλο αυτό η αναμενόμενη απόδοση των κεφαλαιουχικών αγαθών, συσχετίζεται με το βήτα και την απόδοση των χρεογράφων μηδενικού κινδύνου (Α.Χ.Μ.Κ.).

Η άποψη ότι ο επενδυτικός κίνδυνος και η απόδοση είναι στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους, είναι γενικά παραδεκτή στον οικονομικό και χρηματιστηριακό χώρο. Με τη νέα επενδυτική τεχνολογία όμως, επανακαθορίζεται ο ορισμός και ο τρόπος μέτρησης του επενδυτικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, το C.A.P.M. και η νέα θεωρία, διδάσκουν ότι η απόδοση μιας μετοχής δεν εξαρτάται από την διακύμανση της τιμής της μετοχής, αλλά από το βήτα της μετοχής, δηλαδή, το συστηματικό μέρος του συνολικού κινδύνου.

Για παράδειγμα, αν οι μετοχές σε ένα χαρτοφυλάκιο Α και Β έχουν βήτα ίσο με τη μονάδα, ακόμα και αν ο μη συστηματικός κίνδυνος (ειδικός κίνδυνος) του Α χαρτοφυλακίου είναι μεγάλος και του Β μικρός, τότε σύμφωνα με το C.A.P.M. οι αποδόσεις των δύο αυτών χαρτοφυλακίων μετοχών, θα είναι ίσες. Η παλαιότερη άποψη στο ίδιο αυτό παράδειγμα, θεωρούσε ότι οι αποδόσεις της Α ομάδας θα έπρεπε να είναι μεγαλύτερες, καθώς ο συνολικός επενδυτικός κίνδυνος της Α είναι υψηλότερος.

Εάν δεχθούμε το παλαιό σύστημα αξιολόγησης μετοχών, βάσει του οποίου το χαρτοφυλάκιο Α θα πρέπει να δίνει μεγαλύτερες αποδόσεις, τότε όλοι οι επενδυτές θα αγόραζαν τις μετοχές που περιλαμβάνονται σε αυτό, πουλώντας αντίστοιχα τις μετοχές του χαρτοφυλακίου Β. Αυτή η διαδικασία, θα είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών

των μετοχών της ομάδας Α και αντίστοιχα τη μείωση των τιμών της ομάδας Β. Έτσι όμως θα είχαμε αποτέλεσμα την εξισορρόπηση των αποδόσεων των δύο ομάδων χρεογράφων Α και Β στα επίπεδα του συστηματικού κινδύνου της κάθε ομάδας, παρά στο συνολικό κίνδυνο που έχει η κάθε ομάδα χρεογράφων.

Το C.A.P.M., όπως και κάθε συναφές μοντέλο, χρησιμοποιεί μια μαθηματική συνάρτηση που εκφράζει ένα πραγματικό γεγονός και θα πρέπει να κριθεί με βάση την αποτελεσματικότητά του, να προβλέπει με σχετική ακρίβεια την απόδοση ενός κεφαλαιουχικού αγαθού (στην προκειμένη περίπτωση, μιας μετοχής ή χαρτοφυλακίου μετοχών).

Για τη διευκόλυνση της παρουσίασης του μαθηματικού μοντέλου της C.A.P.M., μπορεί να την περιγράψει κανείς απλοποιημένα ως εξής:

$$\text{Απόδοση Χαρτοφυλακίου} = \text{ΑΧΜΚ} + \text{Βήτα} * (\text{Απόδοση Χρημ/ρίου} - \text{ΑΧΜΚ})$$

Υπενθύμιση: ΑΧΜΚ = απόδοση χρεογράφων μηδενικού κινδύνου

Η παραπάνω εξίσωση μας δείχνει πως, εάν το χαρτοφυλάκιο έχει βήτα ίσο με την μονάδα, τότε η απόδοσή του θα είναι ίση με αυτή του χρηματιστηρίου (πάντα, όπως εκφράζεται από το δείκτη). Επίσης, το μοντέλο αυτό υποθέτει απλά πως για να έχει κανείς μεγαλύτερη απόδοση, δεν χρειάζεται παρά να αυξήσει το βήτα του χαρτοφυλακίου του, πράγμα που το επιτυγχάνει κανείς απλά, αγοράζοντας μετοχές με υψηλό βήτα.

18.4.1. Προϋποθέσεις για Εφαρμογή του C.A.P.M.

Η πρόταση των Sharpe και Lintner για την αξιολόγηση των επενδυτικών αγαθών, στηρίζεται στις εξής βασικές προϋποθέσεις:

- Οι επενδυτές είναι συντηρητικοί, δηλαδή προσπαθούν να αποφύγουν όσο μπορούν τον επενδυτικό κίνδυνο και αντίστοιχα επιθυμούν να επιτύχουν τις μεγαλύτερες δυνατόν αποδόσεις.
- Όλοι οι επενδυτές αντιμετωπίζουν τις αποδόσεις των μετοχών για την ίδια χρονική περίοδο.
- Η χρηματιστηριακή αγορά είναι αποτελεσματική, με την έννοια που έχουμε αναφέρει προηγουμένως.
- Οι αποδόσεις των μετοχών δεν επηρεάζονται συστηματικά από παράγοντες όπως η μεταβολή του πληθωρισμού, του εθνικού εισοδήματος, κ.ά., ενώ τόσο οι επενδυτές τόσο και οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν τις ίδιες συνθήκες στην αγορά (επιτόκια δανεισμού, κ.λ.π.).
- Οι επενδυτές αξιολογούν τα χρεόγραφα βάσει των πιθανών μελλοντικών αποδόσεών τους και για χρονικό ορίζοντα μιας περιόδου.
- Οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται με επιτόκιο ίσο με τα ΑΧΜΚ.
- Οι επενδυτές επιλέγουν το χαρτοφυλάκιο τους με βάση τη διακύμανση και τη μέση απόδοση των μετοχών.

- Δεν υπάρχουν κόστη αγοράς και πώλησης χρεογράφων, ούτε και φόροι.
- Κανένας επενδυτής δεν έχει τόση δύναμη ώστε να μπορεί να επηρεάσει και να διαμορφώσει τις τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο.

18.5. ΚΡΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΒΕΛΤΙΩΣΕΙΣ ΤΗΣ Μ.Ρ.Τ.

Στην πρώτη παράγραφο αυτής της ενότητας θα αναφερθούμε στις επικρίσεις στην Μ.Ρ.Τ., στην δεύτερη στις βελτιώσεις της και στην τρίτη θα πούμε λίγα λόγια περί της ελληνικής πραγματικότητας.

18.5.1. Επικρίσεις στη Μ.Ρ.Τ.

Είναι γεγονός λοιπόν, ότι η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μπορεί να μειώσει σημαντικά τον επενδυτικό κίνδυνο. Δεν θα πρέπει όμως να ξεχνάμε, ότι σε περιόδους γενικής κρίσης, η ύφεση θα "κτυπήσει" όλες σχεδόν τις οικονομικές δραστηριότητες σε διαφορετικό βέβαια βαθμό. Αυτό συμβαίνει επειδή παράγοντες όπως η αύξηση της ανεργίας, η διόγκωση του πληθωρισμού κ.ά., μειώνουν το εισόδημα των καταναλωτών, γεγονός που προκαλεί αλυσιδωτές επιπτώσεις σε όλους σχεδόν τους τομείς της οικονομίας.

Το γεγονός αυτό όμως, δεν μειώνει την σημασία της διαφοροποίησης, που επαναλαμβάνω, θα πρέπει να γίνει με βάση τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή. Αυτό με απλά λόγια σημαίνει πως οι επιχειρήσεις που απαρτίζουν ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, πρέπει να μην εξαρτώνται από τις ίδιες οικονομικές παραμέτρους.

Σχετικά με το C.A.P.M. αποδείχθηκε από σωρεία μελετών, κυρίως στις Η.Π.Α, ότι τα αποτελέσματά του δεν μεταβάλλονται με την απάλυνση ορισμένων από τις προϋποθέσεις που τέθηκαν παραπάνω. Είναι γεγονός όμως, ότι αν στο μοντέλο ληφθούν υπόψη παράγοντες όπως η ύπαρξη φόρων, η ρευστότητα ορισμένων μετοχών, κ.λ.π., τότε είναι δυνατόν να οδηγηθεί κανείς σε διαφορετική επιλογή μετοχών από αυτές που υποδεικνύει το αρχικό μοντέλο.

Κριτική 1. Το C.A.P.M. (που διδάσκει ότι τα αναμενόμενα κέρδη καθορίζονται από τον επενδυτικό κίνδυνο), έχει γίνει αντικείμενο εμπειρικών μελετών, βασιζόμενες σε ιστορικά στοιχεία για την απόδοση των μετοχών των προηγούμενων ετών, μια που δεν έχει κανείς στοιχεία για μελλοντικά κέρδη. Όμως, οι αποδόσεις αυτές δεν είναι βέβαιο ότι θα συνεχιστούν στο μέλλον με τον ίδιο μέχρι σήμερα ρυθμό, αφού το μέλλον δεν αποτελεί μια απλή προέκταση του παρελθόντος.

Κριτική 2. Είναι γεγονός ότι το μοντέλο δεν λαμβάνει υπόψη του τον πληθωρισμό, παρόλο που παρουσιάστηκαν ορισμένες εκδοχές του C.A.P.M., όπου αντιμετωπίζεται σε ένα βαθμό το πρόβλημα αυτό. Εντούτοις όμως, ο πληθωρισμός είναι δυνατόν να επηρεάζει κατά συστηματικό τρόπο, τα αποτελέσματα ορισμένων επιχειρήσεων και συνεπώς την απόδοση των μετοχών τους. Αυτό το δεδομένο παραβιάζει μια βασική προϋπόθεση του C.A.P.M.

Κριτική 3. Μια άλλη επικρίση του βήτα, προέρχεται από μια προσεκτική μελέτη των αποδόσεων των μετοχών στις Η.Π.Α για την περίοδο 1931 - 1965. Με βάση τα στοιχεία της μελέτης αυτής, αποδείχθηκε πως η απόδοση των μετοχών με βήτα ίσο με το μηδέν, ήταν μεγαλύτερη από την αντίστοιχη των ΑΧΜΚ, όπως δηλώνει το μοντέλο.

$$\text{Απόδοση Μετοχής} = \text{ΑΧΜΚ} + \text{Βήτα} * (\text{Απόδοση Αγοράς} - \text{ΑΧΜΚ})$$

Σύμφωνα με τον παραπάνω μαθηματικό τύπο, αν το βήτα είναι ίσο με το μηδέν, τότε η απόδοση της μετοχής θα είναι ίση με εκείνη του ΑΧΜΚ, γεγονός που δεν αποδείχθηκε στην πράξη.



Το βήτα έχει γίνει επίσης, στόχος κριτικής, επειδή αποτελεί ένα οικονομικό μέγεθος το οποίο μπορεί να μεταβάλλεται σε τακτά χρονικά διαστήματα. Αυτό μπορεί να συμβεί για λόγους που έχουν σχέση με την δραστηριότητα της επιχείρησης, είτε με άλλους παράγοντες, όπως π.χ. η θεώρηση που έχουν οι επενδυτές για μια συγκεκριμένη μετοχή. Είναι γεγονός όμως, ότι όλοι αυτοί οι παράγοντες υπόκεινται σε συνεχείς αλλαγές. Αυτό κατά πάσα πιθανότητα, θα συντελέσει στο να μεταβληθεί η απόδοση της μετοχής στο χρηματιστήριο, καθώς και το βήτα της.

Η αξιοπιστία του βήτα επικρίνεται και για το λόγο ότι δεν έχει βρεθεί ένας χρηματιστηριακός δείκτης που να απεικονίζει απόλυτα τη μεταβολή του γενικού επιπέδου των τιμών. Οι περισσότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες που χρησιμοποιούνται σήμερα, αποτελούν στην καλύτερη περίπτωση, μια ικανοποιητική προσέγγιση αυτού του μεγέθους. Έτσι, το βήτα που προκύπτει από τη συσχέτιση της πορείας μιας μετοχής, με την αντίστοιχη πορεία ενός χρηματιστηριακού δείκτη, δεν μπορεί να θεωρηθεί απόλυτα αξιόπιστο μέγεθος, μια που βασίζεται σε δεδομένα που δεν θεωρείται ότι ανταποκρίνονται πιστά στην πραγματικότητα.

Εφόσον λοιπόν το βήτα, που αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο του C.A.P.M., παρουσιάζει τις αδυναμίες που προαναφέρθηκαν, τότε είναι φυσικό να έχει κανείς σοβαρές αμφιβολίες για την αξία της νέας αυτής επενδυτικής τεχνολογίας.

Ομως παρά τα προβλήματα που αναφέρθηκαν, παραμένει το γεγονός ότι ο επενδυτικός κίνδυνος και η απόδοση, είναι στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους και ότι το C.A.P.M. αποτελεί μια συστηματική προσπάθεια για να μετρήσει κανείς την απόδοση και τον κίνδυνο. Στην κατεύθυνση αυτή πρέπει να οδηγηθούν οι ερευνητές, ώστε με την χρήση προηγμένων τεχνολογικών μεθόδων, να οδηγηθούμε στη δημιουργία καλύτερων θεωριών και μοντέλων. Αμέσως παρακάτω θα αναφερθούν προσπάθειες που έχουν γίνει για τη βελτίωση των μοντέλων του Markowitz και του C.A.P.M.

18.5.2. Προσπάθειες Βελτίωσης της M.P.T.

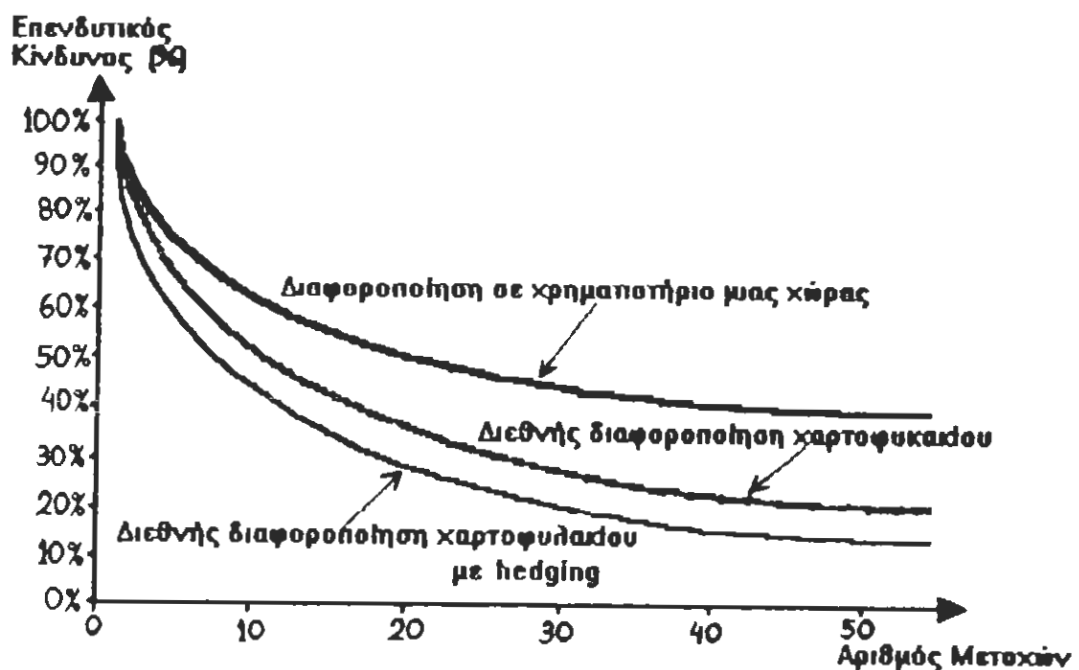
Όπως αναφέρθηκε και στην αρχή περίπου του κεφαλαίου, πολλοί ερευνητές και επαγγελματίες ασχολήθηκαν με τη διερεύνηση των μεθόδων της νέας επενδυτικής τεχνολογίας. Οι μελέτες τους αυτές είχαν σαν αποτέλεσμα την απάλυνση ορισμένων προϋποθέσεων που απαιτούνται για την εφαρμογή των μοντέλων του Markowitz (διαφοροποίησης) και Sharpe (C.A.P.M.), ενώ βελτίωσαν και τη λειτουργικότητα των μοντέλων.

Σαν παράδειγμα μπορεί να αναφερθεί η ενσωμάτωση της χρηματιστηριακής συναλλαγής "short sales" (ανοικτών πωλήσεων τίτλων). Μεγάλη σημασία είχε επίσης, η προσθήκη της "διεθνούς" διάστασης της διαφοροποίησης του Markowitz (διάγραμμα 18-5-2).

Η βελτίωση αυτή δίνει την δυνατότητα να μειωθεί ακόμα περισσότερο ο επενδυτικός κίνδυνος, με την προσθήκη στο χαρτοφυλάκιο χρεογράφων από χρηματιστήρια άλλων χωρών. Με τον τρόπο αυτό, μειώνεται η εξάρτηση της πορείας των μετοχών από την πορεία των οικονομικών μιας συγκεκριμένης χώρας, με αποτέλεσμα το χαρτοφυλάκιο να επηρεάζεται μόνο από παράγοντες που ορίζουν τις εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία. Η σημασία της διάστασης της διεθνούς διαφοροποίησης στην ανάπτυξη περιφερειακών χρηματιστηρίων, όπως της Αθήνας, είναι νομίζουμε προφανής και δεν χρειάζεται περισσότερη ανάλυση.

Στο μοντέλο του Markowitz ενσωματώθηκε επίσης, η δυνατότητα διενέργειας πράξεων "hedging" (διάγραμμα 18-5-2), γεγονός που επιτρέπει την ακόμη μεγαλύτερη μείωση του κινδύνου. Το hedging είναι μια πολύ διαδεδομένη στα διεθνή ανεπτυγμένα χρηματιστήρια τεχνική στην οποία έχουμε αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο και που βασικά αποσκοπεί στην προστασία από πιθανές ζημιές.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18-5-2



Στη δεκαετία του 1980, οι ερευνητές προσπάθησαν να διερευνήσουν και άλλους παράγοντες, εκτός από το βήτα, που με συστηματικό τρόπο επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Οι προσπάθειες αυτές ξεκίνησαν από το γεγονός ότι οι αποδόσεις των μετοχών και ο κίνδυνος που περικλείουν, είναι ένα αρκετά πολύπλοκο σύστημα για να επεξηγηθεί από το βήτα. Έτσι, έγιναν προσπάθειες επέκτασης του C.A.P.M., με την δημιουργία μοντέλων που λαμβάνουν υπόψη τις μεταβολές στα επιτόκια, τον πληθωρισμό, τη μεταβολή του εθνικού εισοδήματος, κ.λπ.

Με βάση το παραπάνω σκεπτικό, αναπτύχθηκε πρόσφατα και μια άλλη θεωρία αξιολόγησης επενδύσεων, η γνωστή σαν Arbitrage Pricing Theory ή A.P.T. Η θεωρία αυτή έχει σαν πλεονέκτημα, έναντι της C.A.P.M., ότι η εφαρμογή της υπόκειται σε λιγότερους περιορισμούς, ενώ παράλληλα λαμβάνει υπόψη της και άλλους συστηματικούς παράγοντες, εκτός από το βήτα, που επιδρούν στη διαμόρφωση των αποδόσεων και του κινδύνου των μετοχών. Οι παράγοντες αυτοί είναι κυρίως ο πληθωρισμός, η βιομηχανική παραγωγή, τα επιτόκια, κ.λπ.

Είναι πολύ φυσικό νομίζουμε, ο κίνδυνος από μια μετοχή να μην εξαρτάται μόνο από το βήτα, δηλαδή τη σχέση μεταξύ των τιμών της μετοχής και του γενικού δείκτη (που

απεικονίζει τη μεταβολή του επιπέδου των τιμών). Συγκεκριμένα, αν αναμένεται μια αύξηση του δείκτη κατά 100% , τότε μια μετοχή με βήτα ίσο με τη μονάδα, είναι πιθανό να μην αυξηθεί κατά 100%. Αυτό μπορεί να οφείλεται στην επίδραση κάποιου συστηματικού παράγοντα, όπως η αύξηση των επιτοκίων, που μπορεί να επηρεάσει δυσανάλογα τα αποτελέσματα της επιχείρησης, αν αυτή έχει πολλά δάνεια.

Για τον ίδιο λόγο, μπορεί να επηρεαστούν τα κέρδη μιας επιχείρησης και από την μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος, το οποίο όταν μειώνεται, οδηγεί συχνά στη μείωση της κατανάλωσης των λεγόμενων "διαρκών" καταναλωτικών αγαθών, όπως είναι οι ηλεκτρικές συσκευές, τα αυτοκίνητα, κ.λπ.

Στο σημείο αυτό, βγαίνει εύκολα το συμπέρασμα ότι κάθε σύστημα αξιολόγησης μετοχών πρέπει να περιλαμβάνει μια σειρά από οικονομικούς παράγοντες, που συστηματικά επηρεάζουν τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων και διαμορφώνουν τον κίνδυνο που έχει κάθε μετοχή. Σε αυτή την κατεύθυνση έχει στραφεί και η οικονομική σκέψη, με τη δημιουργία μοντέλων που προσπαθούν να αναλύσουν μια σειρά παραγόντων που επηρεάζουν συστηματικά τον κίνδυνο, όπως το μέγεθος της επιχείρησης, ο λόγος τιμής προς κέρδη (P/E), κ.λπ.

18.5.3. Η Ελληνική Πραγματικότητα

Η εφαρμογή των μοντέλων της μοντέρνας θεωρίας χαρτοφυλακίου στην ελληνική πραγματικότητα έχει να αντιμετωπίσει, εκτός από την κριτική που αναφέρθηκε παραπάνω και τις ιδιαιτερότητες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Ιδιαίτερα η επίδραση παραγόντων όπως ο μικρός αριθμός των εισηγμένων μετοχών, η μικρή εμπορευσιμότητα των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και ο χαμηλός βαθμός διασποράς των μετοχών, δημιουργούν αμφιβολίες για την αποτελεσματικότητα της αγοράς και κατά συνέπεια για την δυνατότητα εφαρμογής των σύγχρονων θεωριών.

Στο συμπέρασμα αυτό εξάλλου, καταλήγουν και οι λιγοστές μελέτες που έχουν γίνει μέχρι σήμερα για το ελληνικό χρηματιστήριο, οι οποίες πιστεύουμε ότι εξακολουθούν να ισχύουν και σήμερα, παρά την αλματώδη αύξηση του αριθμού των εισηγμένων μετοχών και των συναλλαγών που επέδειξε το Χρηματιστήριο την τελευταία πενταετία.

Τέλος, θα θέλαμε να υπενθυμίσουμε ότι δεν υπάρχει δυνατότητα για διενέργεια συναλλαγών με μελλοντικό διακανονισμό, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να εφαρμοστούν χρηματιστηριακές τακτικές, όπως το hedging ή η δημιουργία χαρτοφυλακίου με βάση την Arbitrage Pricing Theory (A.P.T.). Για όλους τους παραπάνω λόγους, η εφαρμογή της μοντέρνας θεωρίας χαρτοφυλακίου, δεν έχει βρει ακόμα μεγάλη απήχηση στη χώρα μας, με αποτέλεσμα η επιλογή επενδύσεων να βασίζεται στις μεθόδους που αναφέρθηκαν σε άλλα κεφάλαια.

<<<<<●>>>>>>

18.6. ΝΕΥΡΩΤΙΚΑ ΔΙΚΤΥΑ

Τα Νευρωτικά Δίκτυα (Neural Networks) είναι ότι πιο σύγχρονο εργαλείο υπάρχει για βραχυπρόθεσμη πρόβλεψη των τιμών των χρηματιστηριακών δεικτών αλλά και μεμονομένων μετοχών.

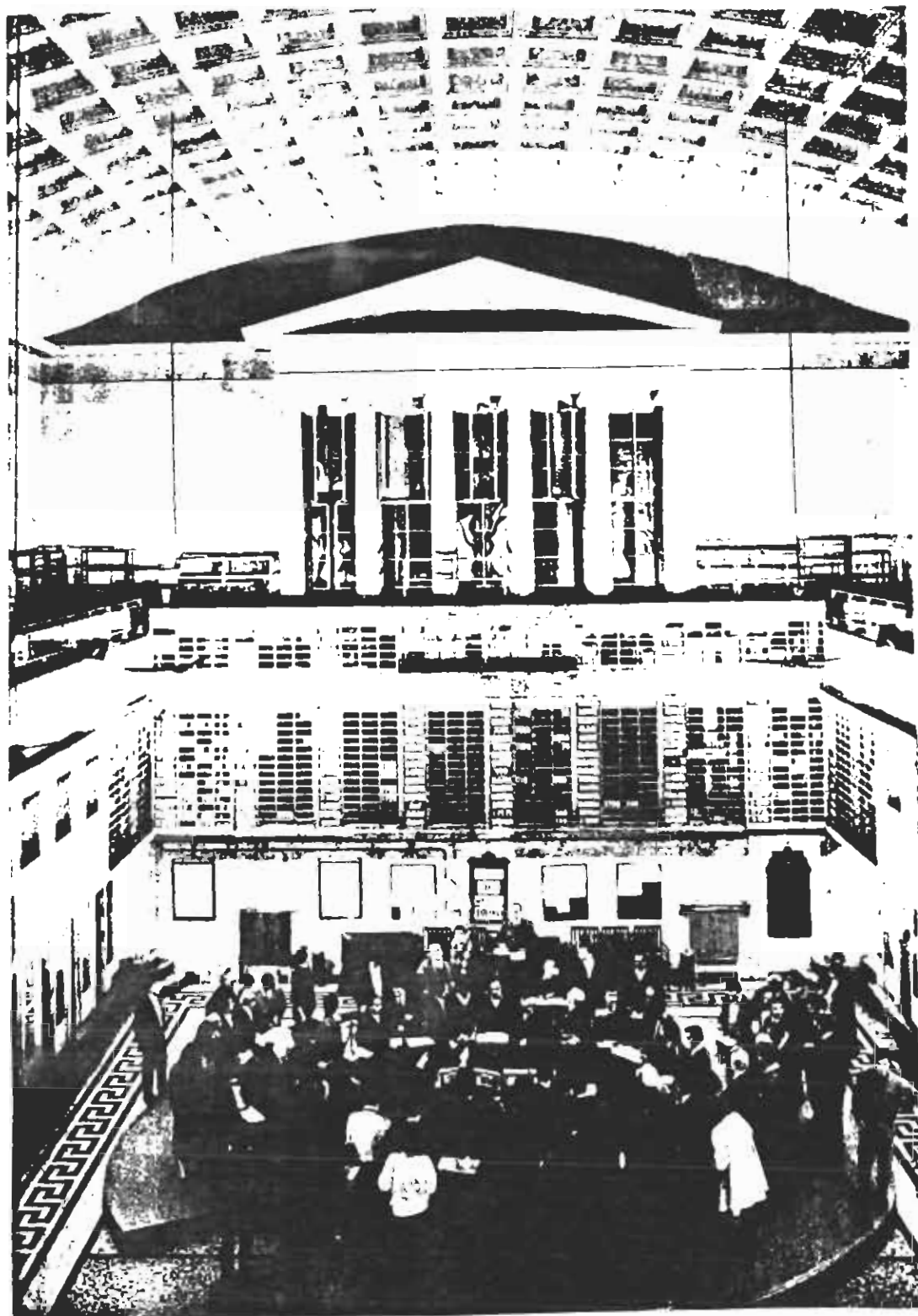
Τι είναι αυτά; Βασικά είναι ένα πολύπλοκο λογισμικό προϊόν (software). Η παραγωγή του προϋποθέτει μακροχρόνια έρευνα και παρατήρηση. Ανακαλύφθηκε στις Η.Π.Α όπου χρησιμοποιείται εδώ και λίγα χρόνια. Έχει βέβαια διαδοθεί και σε άλλες χώρες που έχουν ανεπτυγμένα χρηματιστήρια.

Πως δουλεύει; Λαμβάνει υπόψη παράγοντες που επηρεάζουν την διαμόρφωση των τιμών των μετοχών και κατ'επέκταση και των δεικτών. Όσο περισσότερους παράγοντες περιλαμβάνει τόσο μεγαλύτερη επιτυχία θα έχει. Επίσης, για όσο μεγαλύτερη χρονική περίοδο έχει στοιχεία, τόσο πιο καλή θα είναι η πρόβλεψη (prediction). Εδώ υπεισέρχεται η παρατήρηση και η έρευνα που είχαμε αναφέρει σαν βασική προϋπόθεση για την δημιουργία τους. Το Neural Network λαμβάνει όλο αυτό το πλήθος των στοιχείων υπόψη του και το ίδιο το λογισμικό είναι φτιαγμένο με τέτοιο τρόπο ούτως ώστε παρατηρεί και μαθαίνει (μυμείται κατά κάποιο τρόπο τη λειτουργία του ανθρώπινου εγκεφάλου), ψάχνει και βρίσκει (επεξηγεί) πως συνδυάζονται οι πραγματικές μεταβολές που παρουσιάζουν οι χρηματιστηριακές τιμές με τους παράγοντες που επηρεάζουν την διαμόρφωση αυτών. Ο ερευνητής (άνθρωπος) επεμβαίνει ως προς το καθορισμό των μεταβλητών-παραγόντων επηρεασμού των τιμών (πόσους παράγοντες θα λαμβάνει υπόψη το νευρωτικό δίκτυο) και στην εισαγωγή των απαραίτητων στοιχείων (τιμές, κ.λ.π.). Το ίδιο το νευρωτικό δίκτυο επιχειρεί και ανακαλύπτει το πως και κατά πόσο οι εισαγμένοι παράγοντες επηρεασμού τιμών επηρεάζουν την διαμόρφωση των τιμών, παράγει από μόνο του την φόρμουλα. Αυτή η διαδικασία δεν γίνεται για μια ορισμένη χρονική περίοδο και ύστερα σταματά. Είναι συνεχής και γι'αυτό τα νευρωτικά δίκτυα είναι συνεχώς εξελισσόμενα. Μάλιστα όσο περνάει ο καιρός, λαμβάνει και επεξεργάζεται όλο και περισσότερα στοιχεία. Το μέγεθος των στοιχείων και πληροφοριών που συνθέτει, ολοένα και διογκώνεται, μεγαλώνει, "μαθαίνει" περισσότερα. Όσο δηλαδή περνάει ο καιρός το νευρωτικό δίκτυο γίνεται συνεχώς "εξυπνότερο" και έτσι πετυχαίνει ολοένα πιο σωστές προβλέψεις. Ο σκοπός του βέβαια, αν δεν έχει γίνει κατανοητό, είναι να προβλέπει την εξέλιξη της πορείας των τιμών των μετοχών ή των δεικτών.

Η επιτυχία του νευρωτικού δικτύου βέβαια σαφώς εξαρτάται από τον αριθμό των παραγόντων που λαμβάνει υπόψη και την ορθότητα των στοιχείων που εισάγονται σε αυτό. Αν οι παράγοντες που συμπεριλαμβάνει είναι λίγοι και εισάγονται και λανθασμένα στοιχεία, δεν μπορούμε να περιμένουμε να κάνει αρκετά επιτυχημένες προβλέψεις! Κάθε μέρα που περνάει εισάγονται και νέα στοιχεία. Λογικό είναι ότι οι προβλέψεις του θα είναι πιο σωστές όταν θα αφορούν ένα χρονικό σημείο κοντά στο παρόν. Όταν του ζητάμε να κάνει μια μακρινή πρόβλεψη, όσο πιο μακρινή είναι αυτή, τόσο πιο αβέβαιη είναι, γιατί στην ενδιάμεση περίοδο μπορεί να υπεισέλθουν νέοι παράγοντες επηρεασμού τους οποίους τώρα αγνοεί και που ενδέχεται να αλλάξουν ριζικά την φόρμουλα που είχε σχηματίσει ως τώρα.

Να επεξηγήσουμε όμως κάτι. Όταν μιλάμε για παράγοντες επηρεασμού που λαμβάνει υπόψη, εννοούμε και ποσοτικούς αλλά και ποιοτικούς. Γι'αυτό, όσοι από τους παράγοντες είναι ποσοτικοί δεν δημιουργούν πρόβλημα. Τι γίνεται όμως με τους ποιοτικούς; Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι Η/Υ δεν καταλαβαίνουν τίποτα άλλο παρά νούμερα. Άρα, τους ποιοτικούς παράγοντες πρέπει να μετατρέπουμε σε ποσοτικά μεγέθη (π.χ. με μια κλίμακα βαθμολογίας) ή έστω σε διάφορες αποχρώσεις χρωμάτων (π.χ. μαύρο, γκριζο, άσπρο) που και αυτές όμως τελικά θα μεταφράζονται από τον υπολογιστή σε κάποια νούμερα.

Τέλος, να σημειώσουμε ότι είναι προφανώς το καλύτερο "εργαλείο" που υπάρχει, το οποίο είναι νέο και αναπτύσσεται και βελτιώνεται συνεχώς. Και πραγματικά, οι επιτυχίες που έχουν τα νευρωτικά δίκτυα στις προβλέψεις είναι οι καλύτερες που παρουσιάζονται μεταξύ όλων των επενδυτικών εργαλείων!



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 19

ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΚΙΝΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ



19.1. ΓΕΝΙΚΑ - ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε με τις βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές κινήσεις των μετοχών, τα βασικά χαρακτηριστικά τους και τον τρόπο αναγνώρισής τους. Το θέμα αναλύει ένας ειδικός περί των χρηματιστηριακών, ο Γιώργος Ηλιόπουλος που είναι οικονομικός αναλυτής της INDEX Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας, και το μεταφέρουμε όπως ακριβώς δημοσιεύτηκε στο ειδικευμένο χρηματιστηριακό περιοδικό "ΧΡΗΜΑ & ΑΓΟΡΑ".

Όταν το 1776 ο Adam Smith έγραφε πως για χιλιάδες χρόνια, ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά του ανθρώπινου είδους υήρξε η εγγενής τάση της συναλλαγής και της ανταλλαγής αγαθών, έθετε τη βασική δυναμική αρχή λειτουργίας της οικονομίας της αγοράς, καθώς οι αντισυμβαλλόμενοι σε μια οποιαδήποτε συναλλαγή, ενεργούν με γνώμονα την πεποίθηση ότι αμφοτέρωι θα αποκομίσουν κάποιο συγκεκριμένο όφελος.

Με την εμφάνιση των οργανομένων αγορών, η τάση αυτή, η οποία έχει σαν αφετηρία της βαθύτερα ψυχολογικά κίνητρα, εντάθηκε και ισχυροποιήθηκε, με αποτέλεσμα οι συναλλαγές σε ατομικό επίπεδο να καλύπτουν ένα ευρύτατο φάσμα αγαθών και υπηρεσιών, ενώ η παράλληλη εξειδίκευση σε επιλεγμένες δραστηριότητες να αυξάνει κατακόρυφα την αποδοτικότητα των αγορών.

Βασικό στοιχείο σε αυτή την οικονομική θεώρηση του κόσμου, συνιστά η άποψη που υποστηρίζει ότι η δυναμική συμπεριφορά της οποιασδήποτε αγοράς ορίζει επίπεδα τιμών, για τα οποία εναρμονίζεται η προσφορά με την ζήτηση, με αποτέλεσμα στο λεγόμενο σημείο ισορροπίας οι πωλητές να είναι πρόθυμοι να πουλήσουν τόσα όσα επιθυμούν οι αγοραστές. Η βασική αυτή αρχή ισχύει και για τις κεφαλαιαγορές, όπου επί αιώνες οι οικονομολόγοι προσπάθησαν να προσδιορίσουν κάποια βασικά αξιώματα που να αποσαφηνίζουν τη δυναμική της συμπεριφοράς των αγορών κινητών αξιών, παρά τι γεγονός ότι είναι αδύνατο να ορισθούν μαθηματικές συναρτήσεις που να διέπουν το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης (the Law of Supply and Demand). Η απουσία λοιπόν του εργαστηριακού πειράματος, υποχρέωσε τους αναλυτές να κινούνται με βάση υποθετικά συμπεράσματα που απέρρεαν από τις παρατηρήσεις των διακυμάνσεων των τιμών και των μεταβολών των όγκων συναλλαγών. Σύμφωνα μάλιστα με τις επικρατούσες απόψεις των οικονομολόγων, οι διακυμάνσεις των τιμών που αφορούν τις κινητές αξίες, όπως λόγου οι μετοχές, εξαρτώνται άμεσα από τη λεγόμενη λογική προσδοκία, δηλαδή την απόδοση (κατά κανόνα υπό μορφή μερίσματος) που αναμένεται από την επένδυση που επιχειρείται. Αν όμως οι συναλλασσόμενοι στις διάφορες κεφαλαιαγορές, ακολουθούσαν την νοοτροπία αυτή, τότε φαινόμενα όπως διάφορες ξαφνικές, απότομες και έντονες χρηματιστηριακές κρίσεις, θα ήταν πρακτικά αδύνατον να εμφανισθούν. Κατά συνέπεια, πέραν των αυστηρά οικονομικών κριτηρίων, όπως η βελτίωση ή η επιδείνωση των οικονομικών δεικτών που αφορούν το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο κινείται η κεφαλαιαγορά, οι κερδοφορίες και οι μερισματικές αποδόσεις των τίτλων εισηγμένων επιχειρήσεων, οι αναπροσαρμογές παγίων στοιχείων που κατά κανόνα καταλήγουν σε δωρεάν διανομές μετοχών, υπάρχουν και καθαρά ψυχολογικοί λόγοι που επηρεάζουν τη συμπεριφορά της κεφαλαιαγοράς, οι οποίοι σχετίζονται με το γενικότερο οικονομικό και πολιτικό κλίμα που επικρατεί κατά την περίοδο εμφάνισής τους.

19.2. ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΒΗΜΑΤΑ

Τα πρώτα βήματα προς την κατεύθυνση της διερεύνησης αυτών των μυστηριωδών συνθηκών έγιναν το 1948 από τον Edward Chamberlin του Πανεπιστημίου του Harvard,

που προσπάθησε με πειραματικές μεθόδους να ανακαλύψει τα γενεσιουργά αίτια αυτών των καταστάσεων.

Το σοβαρότερο πείραμα του Chamberlin αφορούσε την προσομοίωση των συνθηκών λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, μέσω της χρήσης σπουδαστών του, τους οποίους διαχώριζε σε πωλητές και αγοραστές. Η διαπραγμάτευση εκτελείτο ανά ζεύγη (αγοραστής-πωλητής), έως ότου επιτευχθεί η συναλλαγή, ενώ σε περίπτωση ανεκτέλεστων συναλλαγών, η διαπραγμάτευση επαναλαμβανόταν με αλλαγή των αντισυμβαλλομένων. Δυστυχώς όμως οι διακυμάνσεις των τιμών που προέκυπταν από τις πειραματικές αυτές συναλλαγές, δεν συμφωνούσαν με τις ανάλογες διακυμάνσεις τιμών που εμφανίζονταν σε πραγματικές συνθήκες προσφοράς και ζήτησης.

Για τις αποκλίσεις των ευρημάτων του Chamberlin προτάθηκαν αρκετές εξηγήσεις, όπως το γεγονός ότι οι σπουδαστές αγνοούσαν τις πραγματικές συνθήκες διαμόρφωσης της κεφαλαιαγοράς ή το ότι δεν είχαν κάποιο βασικό οικονομικό κίνητρο στις συναλλαγές τους, ένα στοιχείο που αποτελεί ουσιαστικά τον κινητήριο μοχλό όλων των αγορών.

19.3. Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ VERNON SMITH

Η έρευνα του Chamberlin, συνεχίστηκε από έναν μαθητή του, τον **Vernon Smith** ο οποίος ασχολήθηκε εντατικά με το έργο του δασκάλου του. Στα πρώτα του πειράματα ο Smith απασχολούσε 14 πωλητές και 14 αγοραστές που διαπραγματεύονταν με συγκεκριμένη μονάδα διαπραγμάτευσης μια υποθετική κινητή αξία. Κάθε αγοραστής διέθετε μια κάρτα που εδήλωνε το κόστος αγοράς και κάθε πωλητής μια ανάλογη με την αξία πώλησης. Οι αγοραστές και οι πωλητές ε γνώριζαν μόνο τα στοιχεία των καρτών και συνεπώς αγνοούσαν την πιθανή τιμή για την οποία η προσφορά θα εξισορροπούσε τη ζήτηση. Παράλληλα είχαν ενημερωθεί ότι θα ελάμβαναν μια αμοιβή, υπό τύπον προμήθειας, η οποία θα αναλογούσε προς την διαφορά μεταξύ του κόστους αγοράς ή της αξίας πώλησης, έναντι της τιμής της συναλλαγής που θα επιτύγχαναν. Οι πιθανές τιμές για τους αγοραστές εκμαιώνοντο από USD 3,15 έως USD 1,65 και για τους πωλητές από USD 1,05 έως USD 3,15.

Ενώ ο Chamberlin είχε διαπιστώσει ότι οι τιμές κατά την διάρκεια των πειραμάτων του παρουσίαζαν μεγάλες διακυμάνσεις, ο Smith ανακάλυψε ότι στην δική του περίπτωση οι τιμές παρουσίαζαν ταχύτατη και αξιόπιστη σύγκλιση σε δεδομένα σημεία ισορροπίας. Το γεγονός αυτό οφείλετο στο ότι οι συνθήκες διεξαγωγής των πειραματισμών του Smith διέφεραν από τις ανάλογες των αντιστοιχών του Chamberlin και κυρίως ως προς τη μέθοδο διάχυσης των πληροφοριών που αφορούσαν τις τιμές. Αντί των συναλλαγών ανά ζεύγη που συνήθιζε ο Chamberlin, ο Smith ακολούθησε το ανοικτό σύστημα, όπου ο οποιοσδήποτε συναλλασόμενος ανακοίνωνε ανοικτά την πρόθεσή του να αγοράσει ή να πουλήσει, με αποτέλεσμα οι συμμετέχοντες στην πειραματική διαδικασία να έχουν ακριβέστερη επίγνωση της ροής των τιμών και να εναρμονίζονται προς την προσφορά ή τη ζήτηση.

Κατά τη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας των πειραματισμών του, ο Smith χρησιμοποιούσε μια αίθουσα διαμορφωμένη έτσι ώστε να θιμίζει σε μικρογραφία τις πραγματικές χρηματιστηριακές αίθουσες με τους γνωστούς κύκλους συναλλαγών.

19.3.1. Η Συνέχεια της Έρευνας Μαζί με τον Williams

Το 1976, ο Smith μαζί με τον επί διδακτορία σπουδαστή του **Arlington Williams**, εισήγαγε σύστημα ηλεκτρονικών υπολογιστών δεσμευμένων σε δίκτυο στα πειράματά τους, διευκολύνοντας τις διαδικασίες συναλλαγής και αυτοματοποιώντας τη ροή δεδομένων. Τα πειράματα πλέον απετέλεσαν αυστηρή σχεδόν προσομοίωση των πραγματικών διαδικαστικών συνθηκών μιας οποιασδήποτε οργανωμένης κεφαλαιαγοράς και στο σημείο αυτό οι **Smith και Williams** άρχισαν να διερευνούν τα αίτια που δημιουργούν φαινόμενα κερδοσκοπικών κινήσεων στις κεφαλαιαγορές, με κύριο χαρακτηριστικό τις απότομες διακυμάνσεις των τιμών.

Για να δημιουργηθεί όμως πειραματικά ένα ανάλογο φαινόμενο, θα έπρεπε ο κάθε συναλλασσόμενος να έχει την δυνατότητα να αγοράζει σε χαμηλές τιμές και να ρευστοποιεί σε υψηλές, ώστε να καρπούται ένα σοβαρό κέρδος σε μικρό χρονικό διάστημα. Ενώ στα πρώτα πειράματα του Smith οι αγοραστές παρέμεναν αγοραστές και οι πωλητές πωλητές, καθόλη τη διάρκεια των εικονικών συνεδριάσεων, με παράλληλη απαγόρευση μεταφοράς αξιών προς διαπραγμάτευση σε προσεχείς συνεδριάσεις, στα νέα πειράματα οι συναλλασσόμενοι είχαν την δυνατότητα να πωλούν ή να αγοράζουν και ταυτόχρονα να κατακρατούν αξίες για συναλλαγή σε κάποια προσεχή διαπραγμάτευση. Έτσι η τιμή την οποία ευελπιστούσαν ότι θα επιτύγχαναν για κάποια αγορά ή πώληση εμπειριείχε και την προσδοκία του εάν και κατά πόσον οι άλλοι συναλλασσόμενοι ήταν διατεθειμένοι να ικανοποιήσουν την προσδοκία τους.

19.3.2. Η Πειραματική Διαδικασία - Συμπεράσματα

Στην αρχή κάθε σειράς εικονικών συνεδριάσεων, οι συναλλασσόμενοι κατείχαν ένα αρχικό μικτό κεφάλαιο που περιλάμβανε μετρητά και μετοχές. Στη λήξη κάθε συναλλακτικής περιόδου (15 ανά συνεδρίαση), οι μετοχές απέδιδαν μερίσμα, το ύψος του οποίου καθοριζόταν βάσει μιας κατανομής πιθανοτήτων με επίκεντρο μια δεδομένη αξία. Η αναμενόμενη αξία του μερισματος ανακοινωνόταν στην έναρξη κάθε περιόδου και κατά συνέπεια η τιμή της μετοχής στην επόμενη περίοδο ήταν μειωμένη εφόσον είχε αφαιρεθεί το μερίσμα, δηλαδή είχε προσομοιωθεί η γνωστή διαδικασία αποκοπής του μερισματος.

Με τον τρόπο αυτό, αντί η πειραματική διαδικασία της συναλλαγής να ακολουθεί άμεσα την διακύμανση του κόστους της αγοράς και της αξίας πώλησης της μετοχής, εμπειριείχε και την προσδοκία της διακύμανσης της εσωτερικής της αξίας, όπως οριζόταν από την αναμενόμενη εκροή μερισμάτων. Στην πράξη όμως οι συναλλασσόμενοι εκτιμούν διαφορετικά το ύψος της εσωτερικής αξίας, ενώ παράλληλα η προσδοκία βραχυχρόνιου κέρδους ανατρέπει την κλασσική εξέλιξη της καμπύλης προσφοράς - ζήτησης.

Σύμφωνα με τη θεωρία της λογικής προσδοκίας, όλοι οι συναλλασσόμενοι διαθέτουν σε αδρές γραμμές τις ίδιες πληροφορίες και συνεπώς η οποιαδήποτε μελλοντική διακύμανση των τιμών οφείλει να είναι ομοιογενής. Κάτω από το πρίσμα αυτό, οι πειραματικές συναλλαγές που επιτόνησε ο Vernon Smith όφειλαν να ακολουθούν ως προς την διακύμανση των τιμών, την πτωτική πορεία της εσωτερικής αξίας λόγω της εκροής των μερισμάτων. Η τάση αυτή είναι δυνατόν να ανατραπεί μόνο όταν οι εκτιμήσεις των συναλλασσομένων παρουσιάζουν σοβαρές διαφοροποιήσεις.

Το πρόβλημα λοιπόν ανάγεται στο εάν και κατά πόσο μια πληροφορία που αφορά την αξία μιας μετοχής και είναι γνωστή στο ευρύ επενδυτικό κοινό, προκαλεί ομοιογενείς αντιδράσεις. Αποδεικνύεται πειραματικά πως κάτι τέτοιο δεν ισχύει, διότι κατά την διάρκεια βραχυχρόνιων επενδυτικών κινήσεων, ο κάθε συναλλασσόμενος

ακολουθεί μια σειρά προσωπικών εκτιμήσεων, οι οποίες εξαρτώνται άμεσα από τις προσδοκίες για την αναμενόμενη συμπεριφορά των άλλων συναλλασσομένων.

Κατά τη διάρκεια των πειραμάτων του Smith εκτελούντο τρεις διαδοχικές συνεδριάσεις διάρκειας τριών ωρών η κάθε μία. Στην πρώτη οι τιμές εκινούντο αρχικά κάτω από τα επίπεδα της εσωτερικής αξίας, αλλά ανέκαμψαν ταχύτατα και παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα μέχρι σχεδόν το τέλος της διαπραγμάτευσης, οπότε και υποχώρησαν αποτομα. Η ίδια εξέλιξη των τιμών, αλλά με μειωμένη ένταση επαναλαμβανόταν και κατά την διάρκεια της δεύτερης συνεδρίασης, ενώ κατά την διάρκεια της τρίτης το εύρος των διακυμάνσεων περιορίστηκε αισθητά και οι τιμές άρχισαν να ισορροπούν στα επίπεδα της εσωτερικής αξίας, αποτελώντας σαφή ένδειξη για την επικράτηση της λεγόμενης λογικής προσδοκίας.

Από τις μεταγενέστερες εξηγήσεις που έδωσαν οι ίδιοι οι συναλλασσόμενοι για την κερδοσκοπική συμπεριφορά αυτής της πνευματικής αγοράς, αποδείχθηκε πως οι σχετικά άπειροι αδυνατούσαν να προβλέψουν μέσα σε κάποια λογικά περιθώρια τη διακύμανση των τιμών. Αρκετοί επίσης διαβλέποντας την ανοδική πορεία προσπάθησαν να πραγματοποιήσουν αγορές κάτω από τα επίπεδα της εσωτερικής αξίας με στόχο να ρευστοποιήσουν σε υψηλά επίπεδα, αλλά καθώς η διακύμανση κινήθηκε ταχύτατα πάνω από τα επίπεδα της εσωτερικής αξίας, υποχρεώθηκαν τελικά να πραγματοποιήσουν αγορές σε υψηλές τιμές. Τέλος αρκετοί που είχαν πραγματοποιήσει αγορές σε λογικά περιθώρια, δεν ρευστοποιήσαν έγκαιρα, παρά το γεγονός ότι οι τιμές εκινούντο πάνω από τα επίπεδα της εσωτερικής αξίας, λόγω του ότι προσδοκούσαν ακόμη υψηλότερες διακυμάνσεις.

Αυτή η πειραματική μικρογραφία των συναλλαγών και τα φαινόμενα που παρουσίασε, έχουν το ανάλογό τους σε όλες τις κεφαλαιαγορές του κόσμου και παρά τις προσπάθειες του Vernon Smith στην μεθόδευση κάποιων διαδικασιών, ικανών να αναιρέσουν την εμφάνιση κερδοσκοπικών κινήσεων, έχει αποδειχθεί πως τα φαινόμενα αυτά είναι αδύνατον να αναιρεθούν.

19.4. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Με την αλλαγή του χρόνου (από 92 στο 93) και η ελληνική κεφαλαιαγορά παρουσίασε ανάλογα φαινόμενα με αυτά που έχουν περιγραφεί προηγουμένως μετά από μια σχεδόν διετία υποτονικότητας και αδράνειας του επενδυτικού κοινού, το οποίο υπήρξε εξαιρετικά επιφυλακτικό ως προς τις επιλογές του. Ο γενικός δείκτης από το επίπεδο των 672 μονάδων της 31-12-92, άρχισε να κινείται σταθερά ανοδικά, καθώς η αγορά είχε πλέον απορροφήσει τις περισσότερες αρνητικές συγκυρίες των οικονομικών εξελίξεων, όπως επίσης και το μεγαλύτερο μέρος των δυσμενών, ψυχολογικών κυρίως, παραγόντων που επηγάσαν από την άσχημη πορεία των εθνικών μας θεμάτων. Κατά την τελευταία συνεδρίαση του Ιανουαρίου του 93 ο γενικός δείκτης έκλεισε στο επίπεδο των 741 μονάδων, με μέση ημερήσια συναλλακτική κίνηση της τάξης των 1812,3 εκ. δρχ. δηλαδή ελεφρά χαμηλότερη, σε σχέση με τον μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών του προηγούμενου μήνα (1930,30 εκ. δρχ.), αλλά κατά πολύ υψηλότερη από τον αντίστοιχο μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών του Ιανουαρίου του 92 (1528,0 εκ. δρχ.). Η αργή, αλλά σταθερά ανοδική κίνηση του γενικού δείκτη συνεχίστηκε και κατά την διάρκεια των πρώτων ημερών του Φεβρουαρίου του 93 και στις 5-2-93 ο γενικός δείκτης διέσπασε και το φράγμα των 800 μονάδων, ενώ από τις 3-2-93 το επενδυτικό ενδιαφέρον εντάθηκε, με αποτέλεσμα ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών να υπερβεί τα 2,5 δισεκ. δρχ.

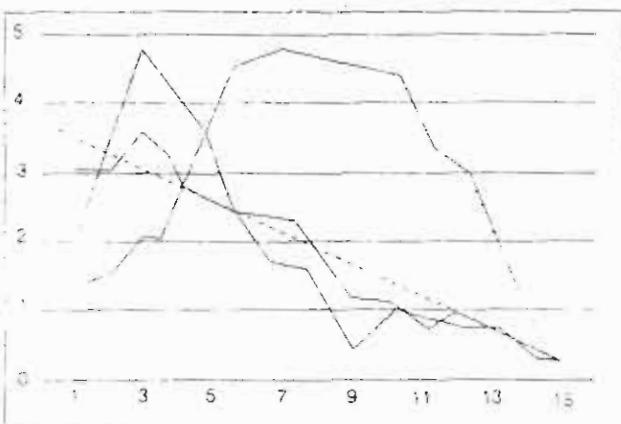
Στο σημείο αυτό και πριν ακόμα ωριμάσουν οι συνθήκες εκείνες που θα παγίωσαν την θετική εξέλιξη της ανοδικής πορείας της αγοράς, εμφανίστηκαν κερδοσκοπικά

φαινόμενα ευρύτατης κλίμακας, καθώς οι λογικές προσδοκίες ανετράπησαν από τις διαφαινόμενες πιθανότητες να αποκομισθούν σοβαρά βραχυχρόνια κέρδη. Οι πληροφορίες, οι οποίες ήταν γνωστές στο ευρύ επενδυτικό κοινό από τις αρχές του μήνα, αφορούσαν μια προσδοκώμενη γενναία μείωση των επιτοκίων, την αναμενόμενη υλοποίηση της φορολογίας των τίτλων του δημοσίου και την βελτίωση των αποτελεσμάτων του τραπεζικού κλάδου, σε σχέση με όσα είχαν προβλεφθεί κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων των μεγάλων τραπεζών κατά την διάρκεια του Ιουνίου του 92.

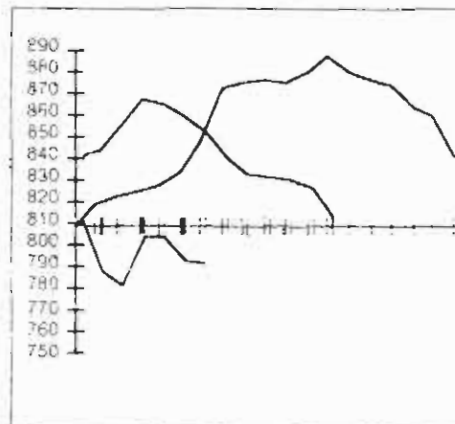
Πράγματι, στις 8-2-93 ο γενικός δείκτης υπερέβη τις 830 μονάδες και οι συναλλαγές τα 3 δισεκ. δρχ., ενώ στις 9-2-93 έφθασε στις 926 μονάδες για να κλείσει τελικά με απότομη κάμψη στις 882 μονάδες με συναλλαγές της τάξης των 5,5 δισεκ. δρχ. Η υποχώρηση των τιμών συνεχίστηκε και στις 10-2-93 με τον δείκτη να φθάνει στις 840 μονάδες και τις συναλλαγές να υπερβαίνουν τα 6,5 δισεκ. δρχ. Το διήμερο 11-2-93 και 12-2-93 παρουσίασε μια επανάληψη των διακυμάνσεων του προηγούμενου τριημέρου με μειωμένη όμως ένταση. Ο όγκος των συναλλαγών άρχισε να εμφανίζει σταδιακά συρρίκνωση από 4,7 δισεκ. δρχ. σε 2,6 δισεκ. δρχ. ενώ ο γενικός δείκτης κινήθηκε ανοδικά προς τις 870 μονάδες για να υποχωρήσει τελικά στις 860 μονάδες. Στην επόμενη συνεδρίαση, στις 15-2-93 η αγορά επανέλαβε με ασθενέστερι ρυθμό την τάση διακύμανσης των προηγούμενων ημερών και στις επόμενες τέσσερις συνεδριάσεις ισορρόπησε πάνω από το επίπεδο των 800 μονάδων, με περαιτέρω συρρίκνωση των συναλλαγών.

Αυτή η έκρηξη ανόδου και η συνεπακόλουθη απότομη υποχώρηση των τιμών παρά το γεγονός ότι δεν ήταν δυνατόν να προβλεφθεί με βάση τις λογικές προσδοκίες, λόγω των εντονότατων βραχυχρονίων διακυμάνσεων, ανταποκρίνεται στα πειραματικά δεδομένα του Vernon Smith. Στο σχετικό διάγραμμα παρατηρούνται τρεις προσοδευτικά φθίνουσες εντάσεις διακύμανσης (μία ανά συνεδρίαση), με διαφορετική όμως διάρκεια, καθώς η πρώτη και σοβαρότερη καλύπτει 15 περιόδους, η δεύτερη 10 περιόδους και η τρίτη μόλις 5 περιόδους. Παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον το γεγονός ότι και από πλευράς έντασης και από πλευράς διάρκειας ένα παρόμοιο φαινόμενο εμφανίστηκε στην ελληνική αγορά από τις 8-2-93 μέχρι και τις 15-2-93 (διάγραμμα 2 και 3). Η πρώτη μεγάλη διακύμανση κάλυψε τρεις διαδοχικές συνεδριάσεις, η δεύτερη δύο συνεδριάσεις και η τρίτη, πλέον υποτονική, μια συνεδρίαση.

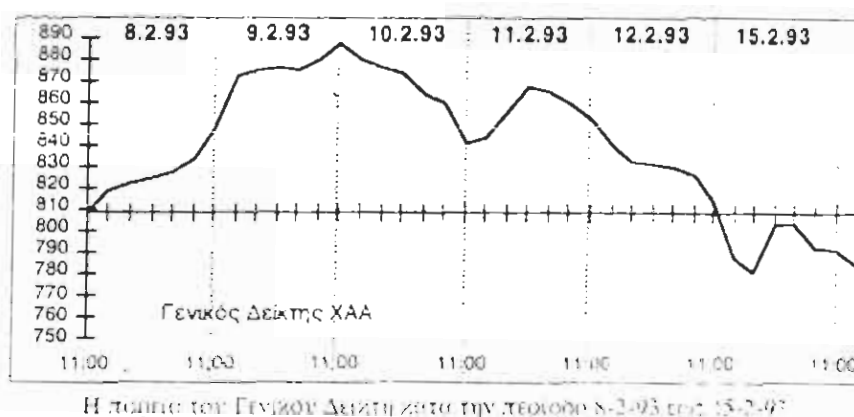
Διάγραμμα 1: Απεικόνιση του Πειράματος Vernon Smith



Διάγραμμα 2



Διάγραμμα 3



Η πορεία του Γενικού Δείκτη κατά την περίοδο 8-2-93 έως 15-2-93

Αντί της φθίνουσας εσωτερικής αξίας μιας υποθετικής μετοχής που ήταν το κύριο δεδομένο της αγοράς του Smith, η ελληνική αγορά παρουσίαζε σαν κυρίαρχα δεδομένα μια σειρά συνθηκών εξομάλυνσης κάποιων σοβαρών οικονομικών αντιξοοτήτων, οι οποίες όφειλαν λογικά μετά από συγκρατημένη ανοδική πορεία να οδηγήσουν την αγορά σε επίπεδα ισορροπίας. Η ζητούμενη ισορροπία όμως έκανε την εμφάνισή της μετά από την κερδοσκοπική αναλαμπή, γεγονός που προκαλεί το εύλογο ερώτημα του πως δημιουργείται κάθε ανάλογο φαινόμενο και ποια είναι εκείνα τα στοιχεία που προειδοποιούν για την πιθανή εμφάνισή του.

Αν και πολλοί θεωρούν σαν σοβαρή ένδειξη ανοδικής τάσης την διόγκωση του όγκου των συναλλαγών, τα γεγονότα αποδεικνύουν ότι η ένδειξη αυτή δεν είναι σαφής, καθώς η σταθερά ανοδική πορεία του Ιανουαρίου του 93 συνοδεύθηκε από μείωση της μέσης ημερήσιας συναλλακτικής κίνησης κατά 6,5% σε σχέση με τα δεδομένα του προηγούμενου μήνα. Αντίθετα σαφέστατη ένδειξη για την είσοδο του Χρηματιστηρίου σε ανοδική τροχιά απέτέλεσε η αύξηση της ποσοστιαίας συμμετοχής του κλάδου των τραπεζικών μετοχών στις ημερήσιες συναλλαγές από 26,7% κατά το Νοέμβριο του 1992, σε 50,1% το Δεκέμβριο του 1992 και 46,5% τον Ιανουάριο του 1993.

Ενδεικτικό όμως γεγονός για την είσοδο της αγοράς σε περίοδο μεγάλων διακυμάνσεων, αποτελεί η συμπεριφορά των μετοχών με υψηλό συντελεστή beta, ο οποίος δεν ανακλά μόνο τις μεγάλες προσδοκίες του επενδυτικού κοινού έναντι των αποδόσεων των εταιριών που αντιπροσωπεύονται από τις αντίστοιχες μετοχές, αλλά κυρίως τις εκτιμήσεις κάθε επενδυτού για την αναμενόμενη συμπεριφορά των άλλων επενδυτών, ως προς τις συγκεκριμένες μετοχές (Εθνικής, Εμπορικής, Εργασίας, Κτηματικής, Πίστωσης, ALCATEL, Τιτάν, Ιντρακόμ, Μύλοι Αγίου Γεωργίου, Μηχανική, Βαλκάν Εξपोर्ट). Οι μετοχές αυτές παρουσίασαν πριν από την έκρηξη της αγοράς στις 8-2-93 απότομη άνοδο, προειδοποιώντας κατά κάποιο τρόπο για τα φαινόμενα που θα επακολουθούσαν.

Παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει στην Ελλάδα ένα κοινό πρότυπο για τον προσδιορισμό της εσωτερικής αξίας μιας μετοχής, είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί, τηρουμένων κάποιων αναλογιών το ιστορικό κόστος μιας μετοχής, όπως προκύπτει από την τρέχουσα εταιρική χρήση της επιχείρησης, δηλαδή η λογιστική αξία της. Όπως και στην περίπτωση του συντελεστή συνδιακύμανσης (beta) και στην περίπτωση της λογιστικής αξίας, η συμπεριφορά μετοχών με χαμηλή λογιστική αξία και αντίστοιχα υψηλή χρηματιστηριακή, προειδοποιεί όταν αυτές οι μετοχές ακολουθούν ανοδική πορεία για επερχόμενες πιθανές απότομες διακυμάνσεις. Ενδεικτικά μετοχές που ακολουθούν αυτή

τη συμπεριφορά είναι κυρίως οι: Εργασίας, Ιονικής, Πιστεως, ALCATEL, Τιτάν, Ιντρακόμ, Μηχανική.

Επίσης ολόκληρος ο κλάδος των μετοχών των εταιριών επενδύσεων παρουσιάζει ανάλογο φαινόμενο, καθώς δημιουργούνται και προεξοφλούνται στην ανοδική τάση μεγάλες προσδοκίες για υψηλές υπεραξίες των χαρτοφυλακίων τους.

Αντίθετα ελάχιστη σημασία φαίνεται να εμφανίζει κατά την διάρκεια κερδοσκοπικών αναλαμπών της αγοράς, ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης των κερδών ανά μετοχή, το γνωστό P/E και ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης του μερίσματος P/D (Price/Dividend) που ορίζει την μερισματική απόδοση, καθώς και οι δύο αυτοί συντελεστές σε συνδυασμό με βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες αποτελούν κινητήριο μοχλό των λεγομένων λογικών προσδοκιών, οι οποίες πάντα εξαφανίζονται μπροστά στο όραμα του βραχυχρόνιου κέρδους, όταν η αγορά παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις.

Κατά συνέπεια το επενδυτικό κοινό οφείλει να μην επηρεάζεται ούτε από την μεταβολή του όγκου των συναλλαγών, ούτε από τους συντελεστές κεφαλαιοποίησης και τους χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Αντίθετα χρήζει ιδιαίτερης προσοχής η αυξητική μεταβολή της ποσοστιαίας συμμετοχής των μετοχών του τραπεζικού κλάδου στις ημερήσιες συναλλαγές, που εμφανίζει συνεχή και σταθερό ρυθμό διότι αφενός μεν υποδηλώνει ισχυρή ανοδική τάση που δεν αναιρείται εύκολα και αφετέρου προειδοποιεί για πιθανή περίοδο ισχυρών διακυμάνσεων.

Επιπλέον θα πρέπει να επισημανθεί το ποσοστιαίο μερίδιο των συναλλαγών σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, η μεταβολή του οποίου ανακλά την ψυχολογική κατάσταση του επενδυτικού κοινού έναντι της αγοράς. Οι αυξημένες συναλλαγές σε τίτλους σταθερού εισοδήματος υποδηλώνουν φοβία των επενδυτών και τάσεις για εξασφάλιση έναντι επερχομένων πιθανών επικίνδυνων μεταβολών της αγοράς.

Αντίθετα η δραστική κάμψη των συναλλαγών σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, αποτελεί σαφή ένδειξη ως προς το γεγονός ότι οι προσδοκίες και η επλίδα για βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, υπερνικούν, τις όποιες φοβίες και ανησυχίες, ακόμη και των πλέον συντηρητικών επενδυτών, που πάντα είναι διάχυτες σε ασταθείς, κυρίως πολιτικά, περιόδους, όπως η τρέχουσα. Κατά το Νοέμβριο του 1992 οι συναλλαγές σε τίτλους σταθερού εισοδήματος αντιπροσώπευαν το 6,02% έναντι των συναλλαγών σε μετοχές για να μειωθούν δραστικά σε 2,41% και 3,27% κατά το Δεκέμβριο του 1992 και τον Ιανουάριο του 1993 αντίστοιχα.

Δεν αποτελούν ένδειξη

Η αρνητική τάση του όγκου συναλλαγών

Οι χαμηλοί συντελεστές κεφαλαιοποίησης των κερδών (P/E)

Οι χαμηλοί συντελεστές κεφαλαιοποίησης των μερισμάτων (P/D)

Η θετική εξέλιξη χρηματοοικονομικών δεικτών εισηγμένων επιχειρήσεων

Αποτελούν ένδειξη

- Η ισχυρή ανοδική τάση μετοχών υψηλού βήτα (beta)
- Η ανοδική πορεία μετοχών με χαμηλή λογιστική αξία και υψηλή χρηματιστηριακή τιμή
- Η τάση για δημιουργία υψηλών υπεραξιών σε εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου
- Η αυξητική μεταβολή της ποσοστιαίας συμμετοχής των μετοχών του τραπεζικού κλάδου στις συναλλαγές
- Η δραστική κάμψη των συναλλαγών σε τίτλους σταθερού εισοδήματος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 20
ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΩΦΕΛΕΙΩΝ



20.1. ΓΕΝΙΚΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε υπό μορφή παραδειγμάτων με προβλήματα μεγιστοποίησης των ωφελειών στις χρηματιστηριακές επενδύσεις. Συγκεκριμένα, στο πρώτο παράδειγμα που θα εξετάσουμε θα ζητείται η μεγιστοποίηση των κερδών βάσει κάποιων υπαρκτών περιορισμών (πρόβλημα μεγιστοποίησης) και στο δεύτερο, θα εξετάσουμε πως θα επιτευχθούν κάποιοι δεδομένοι στόχοι με το ελάχιστο δυνατό κόστος από μέρους μας (πρόβλημα ελαχιστοποίησης).

20.2. ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ

Πρόβλημα 1ο

Μία εταιρία επενδύσεων θέλει να τοποθετήσει 6.000.000 δραχμές σε μετοχές των ακόλουθων κατηγοριών εταιριών:

Α) εμπορικών Β) ηλεκτρονικών υπολογιστών (Η/Υ) Γ) τραπεζών
επιτυγχάνοντας όμως:

- 1) μεγιστοποίηση της απόδοσης (κέρδη) της επένδυσης,
- 2) ικανοποίηση ορισμένων επιθυμιών, ήτοι:

<u>ΜΕΤΟΧΕΣ</u>	<u>ΑΠΟΛΟΣΗ</u>	<u>ΜΕΓΙΣΤΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ</u>
Εμπορικές	8%	1.500.000 δραχ.
Η/Υ	20%	3.000.000 δραχ.
Τραπεζών	16%	2.500.000 δραχ.

Εκτός από τα παραπάνω, θα πρέπει τουλάχιστον 70% της συνολικής επένδυσης να είναι σε μετοχές "τραπεζών" και "Η/Υ" και όχι λιγότερα από 15% της όλης επένδυσης σε μετοχές "εμπορικών" εταιριών.

Ερώτημα: Πόσα χρήματα θα επενδυθούν σε κάθε είδος μετοχών, ώστε να ικανοποιηθούν οι επιθυμίες και υπάρχοντες περιορισμοί;

(*) Γραφική λύση με τη βοήθεια του περιορισμού: $A + B + \Gamma = 6$ εκ.

20.2.1. Λύση Προβλήματος Μεγιστοποίησης

Έχουμε τον εξής περιορισμό: Οτι οι τραπεζικές και Η/Υ μετοχές πρέπει να είναι τουλάχιστον το 70% της συνολικής επένδυσης. Η συνολική επένδυση είναι 6.000.000 δραχ., άρα το 70% είναι 4.200.000 δραχ. Επίσης, το maximum της επένδυσης σε μετοχές τραπεζών και Η/Υ είναι 2.500.000 (για τραπεζικές) + 3.000.000 (για Η/Υ) = 5.500.000

Όσον αφορά τις εμπορικές μετοχές πρέπει να είναι τουλάχιστον το 15% της όλης επένδυσης δηλαδή 900.000 δραχ., αλλά και η μέγιστη επένδυση σε αυτές τις μετοχές να φτάνει ως και 1.500.000 δραχ.

Εάν τώρα θεωρήσουμε τις μετοχές τραπεζών και Η/Υ μαζί ως y και τις εμπορικές ως x , έχουμε τους ακόλουθους περιορισμούς:

(α). $900.000 < \eta = x < \eta = 1.500.000$

(β). $4.200.000 < \eta = y < \eta = 5.500.000$

(γ). $x + y = 6.000.000$

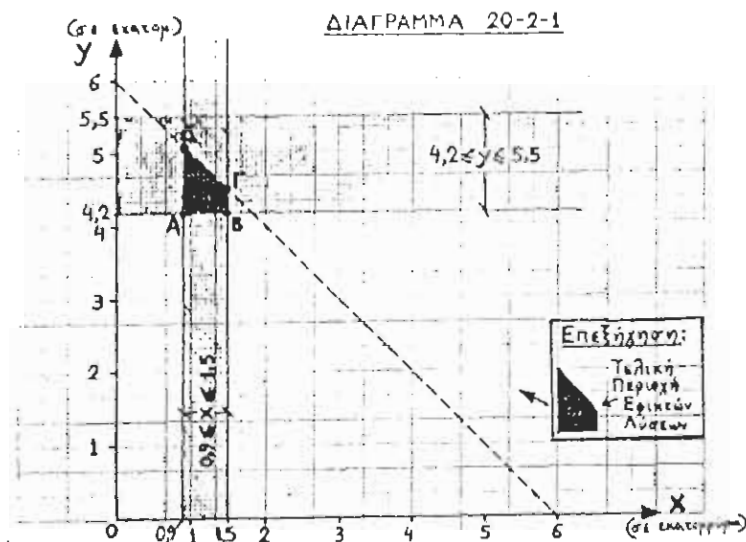
Βάσει αυτών των περιορισμών μπορούμε να φτιάξουμε το διάγραμμα 20-2-1.

Αν στο περιορισμό (γ) υποθέσουμε πως εναλλάξ το x και y είναι 0 τότε θα έχουμε:

αν $y = 0$ τότε $x = 6$ εκατομμύρια

αν $x = 0$ τότε $y = 6$ εκατομμύρια

Αν ενώσουμε αυτά τα δύο σημεία με διακεκομμένη γραμμή, αυτή θα μας ορίζει τα όρια της περιοχής των επενδυτικών εφικτών λύσεων όπου πέρα από αυτήν, οι λύσεις είναι ανέφικτες γιατί παραβιάζουν προς τα πάνω το συνολικό προς επένδυση κεφάλαιο των 6 εκατομ. δρχ.



Στο διάγραμμα 20-2-1, φέρνουμε και τις γραμμές που μας υποχρεώνουν οι περιορισμοί (α) και (β). Οι σκιασμένες περιοχές είναι εκείνες όπου βάσει κάθε περιορισμού μπορεί να έχουμε εφικτές λύσεις. Η τελική περιοχή όμως που θα έχει τις πραγματικές εφικτές λύσεις θα προσδιορίζεται από όλους τους περιορισμούς, γι'αυτό και θα είναι η πιο έντονα σκιασμένη περιοχή. Μιλάμε βέβαια για τον σχηματισμό που ορίζεται από τα σημεία Α, Β, Γ, Δ. Αυτή η περιοχή λοιπόν, μας δίνει τις εφικτές επενδυτικές λύσεις.

Οι συντεταγμένες των σημείων που το ορίζουν είναι οι ακόλουθες:

Σημείο	x	y
A	0,9	4,2
B	1,5	4,2
Γ	1,5	4,5
Δ	0,9	5,1

Τα y για τα σημεία Γ και Δ, τα οποία μας ήταν άγνωστα, βρέθηκαν επιλύοντας την παρακάτω εξίσωση για κάθε ένα:

- Για το y του Γ: $1,5 + y = 6 \rightarrow y = 6 - 1,5 \rightarrow y = 4,5$
- Για το y του Δ: $0,9 + y = 6 \rightarrow y = 6 - 0,9 \rightarrow y = 5,1$

Αν εφαρμόσουμε τις τιμές x και y κάθε σημείου, μπορούμε να δούμε την γενική κατανομή του προς επένδυση κεφαλαίου σε μετοχές από τα ίδια τα x και y , και ταυτόχρονα να δούμε πόσο από το προς επένδυση κεφάλαιο των 6 εκατομμυρίων χρησιμοποιείται. Έχουμε λοιπόν:

	x (μετοχές εμπορικών εταιριών)	y (μετοχές τραπεζών και Η/Υ)	Συνολικό Επενδυόμενο Κεφάλαιο
Για το σημείο Α:	900.000+	4.200.000=	5.100.000
Για το σημείο Β:	1.500.000+	4.200.000=	5.700.000
Για το σημείο Γ:	1.500.000+	4.500.000=	6.000.000
Για το σημείο Δ:	900.000+	5.100.000=	6.000.000

Παρατηρούμε ότι στις περιπτώσεις των σημείων Α και Β δεν μας συμφέρει γιατί χρησιμοποιούνται μόνον 5.100.000 και 5.700.000. Φυσικά μας συμφέρει κάποιο σημείο εκ των Γ, Δ γιατί σε αυτές τις περιπτώσεις χρησιμοποιείται όλο το προς επένδυση κεφάλαιο (και τα 6 εκατομμύρια). Βέβαια ανάμεσα στο διακεκομμένο ευθύγραμμο τμήμα του διαγράμματος 20-2-1, που ορίζεται από τα σημεία Γ και Δ, υπάρχουν άπειρα (θεωρητικά) σημεία, των οποίων η συνολική επένδυση των x και y είναι 6 εκατομμύρια, δηλαδή, σε οποιοδήποτε από αυτά τα σημεία, χρησιμοποιείται όλο το προς επένδυση κεφάλαιο. Γι'αυτό θα πρέπει να διαλέξουμε ποιο από όλα αυτά τα σημεία μας συμφέρει περισσότερο. Και αφού σε όλα αυτά τα σημεία το συνολικό επενδυόμενο κεφάλαιο είναι ίδιο, προφανώς θα επιλέξουμε το καλύτερο σημείο από πλευράς συνολικής απόδοσης κερδών. Θα επιλέξουμε εκείνο το σημείο που θα έχει την μεγαλύτερη δυνατή συνολική απόδοση. Και βέβαια αυτό το σημείο είναι εκείνο που έχει το μεγαλύτερο y , γιατί οι τραπεζικές και Η/Υ μετοχές που αντιστοιχούν στο y , έχουν απόδοση 16% και 20% αντίστοιχα ενώ οι εμπορικές μετοχές (δηλ. το x) έχουν απόδοση μόνο 8%, δηλαδή λιγότερο. Από αυτά καταλαβαίνουμε ότι το καλύτερο σημείο είναι το Δ αφού έχει το μέγιστο y και το ελάχιστο δυνατό x , δηλαδή το Δ έχει: $x = 900.000$ και $y = 5.100.000$. Βρίκαμε μέχρι στιγμής ότι το καλύτερο ποσό για επένδυση σε μετοχές εμπορικών εταιριών είναι το ελάχιστο, δηλαδή $x = 900.000$ δραχμές, όπως επίσης βρήκαμε ότι και καλύτερο y (συνδυασμός τραπεζικών και Η/Υ μετοχών) είναι 5.100.000, δηλαδή $y = 5.100.000$ δραχμές.

Τώρα θα πρέπει να βρούμε από τα 5.100.000 δραχμές, πόσα θα πρέπει να διατεθούν για αγορά τραπεζικών μετοχών συγκεκριμένα, και πόσα για αγορά μετοχών εταιριών Η/Υ. Θα πρέπει να βρούμε όλους τους πιθανούς συνδυασμούς και να επιλέξουμε εκείνο που θα μας αποφέρει τα περισσότερα κέρδη.

Γι'αυτό το λόγο, από εδώ και πέρα, θα ονομάζουμε Β τα ποσά που θα δοθούν για αγορά μετοχών εταιριών Η/Υ, και Γ τα ποσά που θα δοθούν για αγορά τραπεζικών μετοχών.

Για Η/Υ ----> Β , για τράπεζες ----> Γ

Θα δημιουργήσουμε ένα δεύτερο διάγραμμα (διάγραμμα 20-2-2), οι δύο άξονες του οποίου θα αναφέρονται στα ποσά για αγορά τραπεζικών και Η/Υ μετοχών, πάνω στο

οποίο θα βρούμε τον άριστο συνδυασμό Β και Γ που θα μας δίνει την μεγαλύτερη απόδοση.

- Η άσκηση μας δίνει τους περιορισμούς ότι:

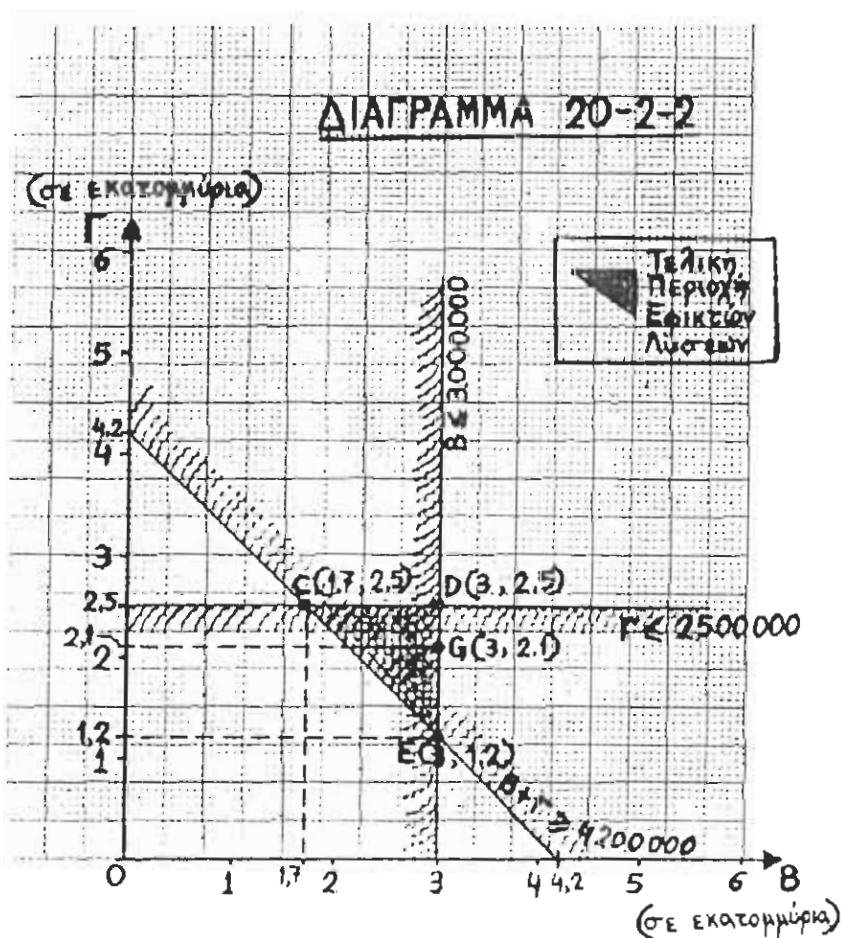
$$B < \eta = 3.000.000$$

$$\Gamma < \eta = 2.500.000$$

$$B + \Gamma > \eta = 4.200.000 \quad \text{οπότε:} \quad \begin{array}{l} \text{αν } \Gamma = 0 \text{ ---> } B = 4,2 \\ \text{αν } B = 0 \text{ ---> } \Gamma = 4,2 \end{array}$$

Τους αποτυπώνουμε στο διάγραμμα 20-2-2

- Τα σημεία C(1,7, 2,5), D(3, 2,5), E(3, 1,2) μας δείχνουν 3 ακραίες λύσεις.
- Το Γ (τεταγμένη) του σημείου E που ήταν άγνωστο βρέθηκε επιλύοντας την εξίσωση:
 $B + \Gamma = 4,2 \text{ ---> } 3 + \Gamma = 4,2 \text{ ---> } \Gamma = 4,2 - 3 \text{ ---> } \Gamma = 1,2$
- Το Β (τεταγμένη) του σημείου C που ήταν άγνωστο, βρέθηκε επιλύοντας την εξίσωση:
 $B + \Gamma = 4,2 \text{ ---> } B + 2,5 = 4,2 \text{ ---> } B = 4,2 - 2,5 \text{ ---> } B = 1,7$



Οι συνδυασμοί στα τρία σημεία (C, D, E) είναι:

Λαμβάνοντας το σημείο		Β (μετοχές Η/Υ)	Γ (μετοχές τραπεζών)	Συνολικό επενδύσιμο κεφάλαιο για Β και Γ
C ---->	ΕΧΟΥΜΕ	1.700.000	+ 2.500.000	= 4.200.000
D ---->		3.000.000	+ 2.500.000	= 5.500.000
E ---->		3.000.000	+ 1.200.000	= 4.200.000

>>> Στα σημεία C και E έχουμε το λιγότερο δυνατό επενδύσιμο κεφάλαιο (4.200.000, όπως ορίζει και ο περιορισμός για ελάχιστα).

>>> Στο σημείο D, που είναι το πλέον απόμακρο από την αρχή των αξόνων, έχουμε το μέγιστο δυνατό επενδύσιμο κεφάλαιο, βάσει των υπάρχοντων περιορισμών.

>>>> Όμως επειδή ήδη έχουμε επιλέξει 900.000 δραχμές (το ελάχιστο δυνατό) για επένδυση σε μετοχές εμπορικών εταιριών, από το συνολικό προς επένδυση κεφάλαιο των 6 εκατομμυρίων, μας μένουν $6.000.000 - 900.000 = 5.100.000$ δραχμές για επένδυση σε μετοχές εταιριών Η/Υ και τραπεζών. Γι' αυτό θα πρέπει να βρούμε στο διάγραμμα 20-2-2 το σημείο εκείνο, που τα αποτελέσματα των Β και Γ του, θα είναι 5,1 (δηλαδή, 5.100.000 δρχ.). Και αφού μεταξύ των μετοχών Η/Υ και τραπεζών, οι πρώτες έχουν μεγαλύτερη απόδοση (20% έναντι 16%), θα λάβουμε ως Β το μέγιστο επιτρεπτό, δηλαδή 3 (εκατομμύρια) και θα επιλύσουμε απλά την δημιουργηθείσα εξίσωση:

$$3 + \Gamma = 5,1 \rightarrow \Gamma = 5,1 - 3 \rightarrow \Gamma = 2,1$$

Δηλαδή το σημείο με συντεταγμένες $B = 3$ και $\Gamma = 2,1$, και ας το ονομάσουμε **G**, που βρίσκεται στο διάγραμμα 20-2-2, μας δίνει τον άριστο συνδυασμό επένδυσης των 5.100.000 δραχμών σε μετοχές εταιριών Η/Υ και τραπεζών. Συγκεκριμένα, 3.000.000 δρχ. θα επενδυθούν σε μετοχές εταιριών Η/Υ και 2.100.000 δρχ. θα επενδυθούν σε τραπεζικές μετοχές, συν, όπως έχουμε ήδη πει, 900.000 δρχ. σε μετοχές εμπορικών εταιριών.

Οπότε έχουμε:

	ΜΕΤΟΧΕΣ	αρχικό επενδυμένο κεφάλαιο (α)	Απόδοση (%)	Κέρδη
ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ σε μετοχές εταιριών:	Εμπορικών Η/Υ	900.000	* 8%	= 72.000
	Η/Υ	3.000.000	* 20%	= 600.000
	Τραπεζών	2.100.000	* 16%	= 336.000
ΣΥΝΟΛΑ: ---->		6.000.000		1.008.000

ΜΕΤΟΧΕΣ εταιριών	Κέρδη	+ (α)	Κέρδη συν επενδύμενο κεφάλαιο
Εμπορικών	72.000	+ 900.000	= 972.000
Η/Υ	600.000	+ 3.000.000	= 3.600.000
Τραπεζών	336.000	+ 2.100.000	= 2.436.000
ΣΥΝΟΛΑ: ----->	1.008.000	6.000.000	7.008.000 δρχ.

<< >> Υπολογίσαμε λοιπόν ότι το μεγαλύτερο δυνατό συνολικό κέρδος βάσει των υπάρχοντων περιορισμών είναι 7.008.000 δραχμές.



20.3. ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΕΛΑΧΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

Πρόβλημα 2ο

Μια εταιρία επενδύσεων έχει αναλύσει και προτείνει σε όμιλο επενδυτών 2 μετοχές για επένδυση. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται για επενδυτικούς όρους όπως: βραχυπρόθεσμη απόδοση, μεσοπρόθεσμη απόδοση για τα επόμενα 3 χρόνια, και πιθανό μέρισμα.

Τα στοιχεία για τις μετοχές είναι:

<u>Επενδυτικοί όροι</u>	<u>ΜΕΤΟΧΕΣ</u>	
	<u>"ΔΥΣΗ"</u>	<u>"ΝΟΤΟΣ"</u>
Βραχυπρ. απόδοση ανά 1000 δρχ. επένδυσης:	360 δρχ.	240 δρχ.
Μεσοπρ. απόδοση ανά 1000 δρχ. επένδυσης:	1670 δρχ.	1500 δρχ.
Πιθανό Μέρισμα :	4 %	8 %

Κάθε επενδυτής έχει τους παρακάτω στόχους:

- 1) Βραχυπρόθεσμη απόδοση όχι λιγότερη των 720.000 δραχμών.
- 2) Μεσοπρόθεσμη απόδοση για τα επόμενα 3 χρόνια τουλάχιστον 5.000.000 δραχμών.
- 3) Πιθανό μέρισμα τουλάχιστον 200.000 δραχμές το χρόνο.

Ερώτημα: Ποιό είναι το μικρότερο ποσό που θα πρέπει να καταβάλει κάθε επενδυτής, έτσι ώστε να ικανοποιήσει τους στόχους του, εάν:

- (α)- Δεν υπάρχει ιδιαίτερη προτίμηση για την μία ή την άλλη μετοχή.
- (β)- Η σχέση για επένδυση της μίας προς την άλλη μετοχή να είναι σαν 7 : 10.

20.3.1. Λύση Προβλήματος Ελαχιστοποίησης

Από εδώ και στο εξής, με το x θα αναφερόμαστε στο δραχμικό ποσό, το προοριζόμενο για επένδυση στη μετοχή "ΔΥΣΗ", ενώ με το y θα αναφερόμαστε αντίστοιχα, στο ποσό, το προοριζόμενο για επένδυση στη μετοχή "ΝΟΤΟΣ".

"ΔΥΣΗ" -----> x "ΝΟΤΟΣ" -----> y

Μορφοποιούμε σαν ανισώσεις τους περιορισμούς που έχουμε, όπως φαίνεται παρακάτω:

	ΔΥΣΗ	ΝΟΤΟΣ
(α). Βραχυπρόθεσμη απόδοση	$360x + 240y$	$> ή = 720.000$
(β). Μεσοπρόθεσμη απόδοση	$1670x + 1500y$	$> ή = 5.000.000$
(γ). Πιθάνο Μέρισμα	$4\%x + 8\%y$	$> ή = 200.000$

Παίρνουμε τους περιορισμούς και τους διαμορφώνουμε ως εξισώσεις, τις οποίες επιλύουμε και βρίσκουμε τα x και y τους, τα οποία μεταφέρουμε στο διάγραμμα 20-3-1 για να αποτυπώσουμε τις ευθείες γραμμές που εκφράζουν τους περιορισμούς μας, και βάσει των οποίων θα βρούμε την καλύτερη λύση.

(α). $360x + 240y = 720.000$

αν θεωρήσουμε πως $y = 0$ τότε το $x = 720.000 / 360 \rightarrow x = 2000$ δραχ.

αν θεωρήσουμε πως $x = 0$ τότε το $y = 720.000 / 240 \rightarrow y = 3000$ δραχ.

(β). $1670x + 1500y = 5.000.000$

αν θεωρήσουμε πως $y = 0$ τότε το $x = 5.000.000 / 1670 \rightarrow x = 2994$ δραχ.

αν θεωρήσουμε πως $x = 0$ τότε το $y = 5.000.000 / 1500 \rightarrow y = 3333,3333$ δραχ.

(γ). $4\%x + 8\%y = 200.000$

Επειδή όμως αναφερόμαστε σε χιλιάδες δραχμές, θα πρέπει να μετατρέψουμε τα ποσοστά τοις εκατό (%), σε δραχμές ανά επενδυόμενο χιλιόδραχμο.

$$\begin{array}{r} 100 \quad 4 \\ 1000 \quad X; \\ \hline \end{array}$$

$$X = (4 \cdot 1000) / 100 = 40 \text{ δραχ. μέρισμα ανά } 1000 \text{ δραχ.}$$

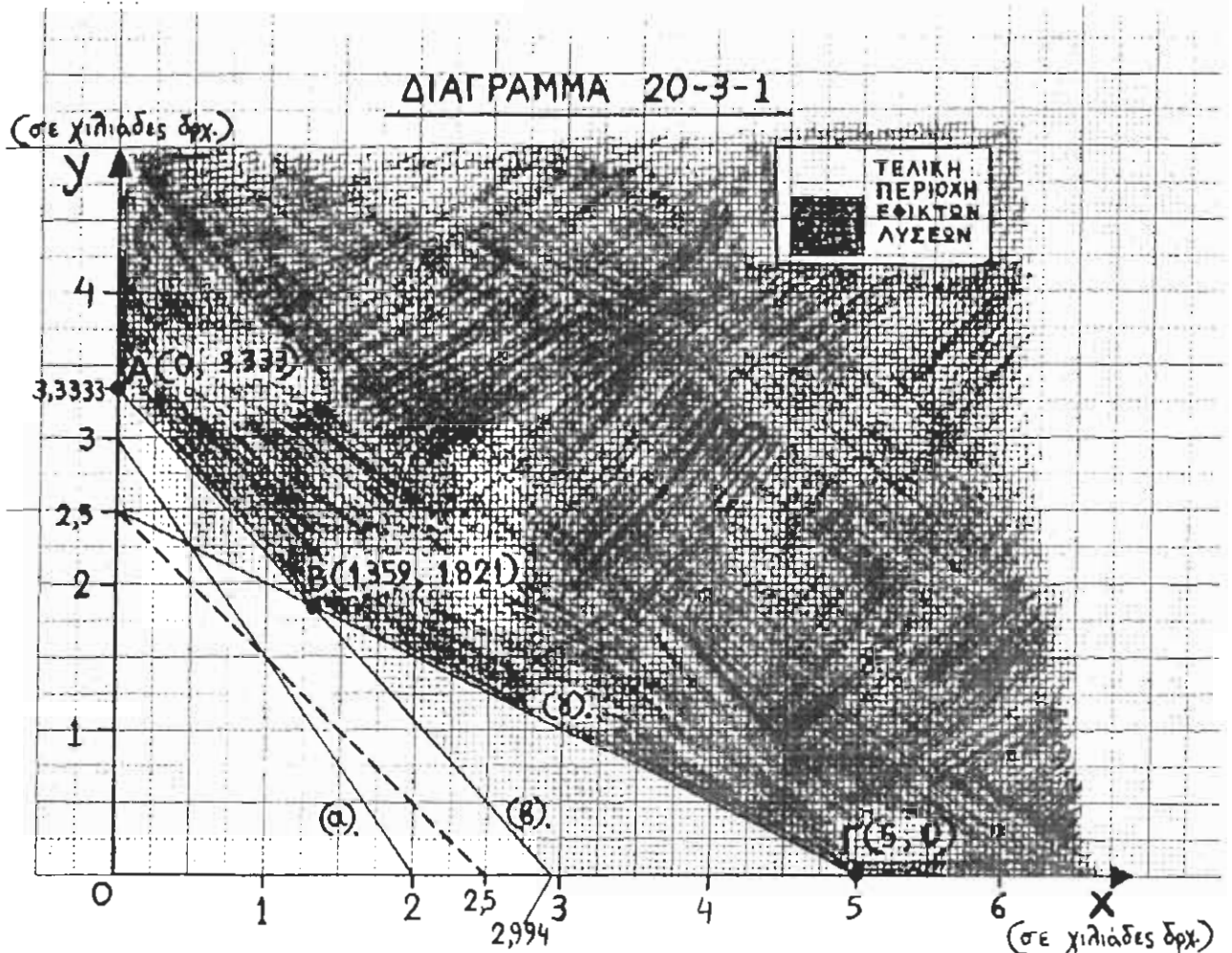
$$\begin{array}{r} 100 \quad 8 \\ 1000 \quad Y; \\ \hline \end{array}$$

$$Y = (8 \cdot 1000) / 100 = 80 \text{ δραχ. ανά } 1000 \text{ δραχ.}$$

Οπότε η εξίσωση του περιορισμού μας γίνεται: $40x + 80y = 200.000$

αν θεωρήσουμε πως $y = 0$ τότε $x = 200.000 / 40 \rightarrow x = 5000$ δρχ.

αν θεωρήσουμε πως $x = 0$ τότε $y = 200.000 / 80 \rightarrow y = 2500$ δρχ.



Και αφού θέλουμε να ελαχιστοποιήσουμε το ποσό που πρέπει να καταβάλλει ο επενδυτής για να ικανοποιήσει τους στόχους του, και ταυτόχρονα δεν υπάρχει ιδιαίτερη προτίμηση για την μία ή την άλλη μετοχή, έχουμε:

$$\min. \text{ A.}\Sigma. = x + y = 2500$$

όπου: $\min.$ σημαίνει ελαχιστοποιώ από την αγγλική λέξη minimize

A.Σ. σημαίνει Αντικειμενική Συνάρτηση επειδή είναι η βασική μας συνάρτηση ελαχιστοποίησης

το αποτέλεσμα 2500 είναι ένα τυχαίο νούμερο για να μπορούμε να δουλέψουμε και να χρησιμοποιήσουμε για την επίλυση του προβλήματός μας την A.Σ.

- αν λοιπόν θεωρήσουμε ότι το $y = 0$ τότε $x = 2500$
- αν θεωρήσουμε ότι το $x = 0$ τότε $y = 2500$

Τα σημεία αυτά, μας ορίζουν την διακεκομμένη γραμμή στο διάγραμμα 20-3-1, την οποία αν μεταφέρουμε προς τα πάνω (δεν πειράζει αφού ο γωνιακός συντελεστής παραμένει ο ίδιος), στο σημείο της τελικής περιοχής εφικτών λύσεων που θα ακουμπήσει πρώτα θα έχουμε την ελαχιστοποίηση που θέλουμε.

Παρατηρώντας το διάγραμμα 20-3-1, βλέπουμε ότι τα όρια της τελικής περιοχής εφικτών λύσεων καθορίζονται από τα σημεία Α, Β, Γ. Η καλύτερη λύση (ελαχιστοποίηση) βρίσκεται σε εκείνο το σημείο που είναι πιο κοντά στην αρχή των δύο αξόνων x και y (πιο κοντά στο 0) και που είναι εμφανές ότι πρόκειται για το σημείο Β. Δεν γνωρίζουμε όμως τις συντεταγμένες του και για να τις βρούμε παίρνουμε τις εξισώσεις των δύο γραμμών των περιορισμών που ορίζουν το σημείο Β (αφού βρίσκεται εκεί που τέμνονται οι δύο γραμμές). Παίρνουμε δηλαδή, τις εξισώσεις των γραμμών των περιορισμών (β), και (γ), και επιλύουμε το σύστημα 2 εξισώσεων με 2 αγνώστους x και y . Προχωρούμε στην επίλυση χρησιμοποιώντας οριζουσες.

$$\begin{array}{rcl} 1670x + 1500y & = & 5.000.000 \\ 40x + 80y & = & 200.000 \end{array}$$

$$D = \begin{vmatrix} 1670 & 1500 \\ 40 & 80 \end{vmatrix} = 1670 \cdot 80 - 1500 \cdot 40 = 73.600$$

$$D_x = \begin{vmatrix} 5.000.000 & 1.500 \\ 200.000 & 80 \end{vmatrix} = 5.000.000 \cdot 80 - 200.000 \cdot 1.500 = 1 \cdot 10^8$$

$$D_y = \begin{vmatrix} 1.670 & 5.000.000 \\ 40 & 200.000 \end{vmatrix} = 1.670 \cdot 200.000 - 5.000.000 \cdot 40 = 1,34 \cdot 10^8$$

$$x = D_x / D = 1.359 \quad \text{και} \quad y = D_y / D = 1.821$$

Είπαμε πως έχουμε τα σημεία Α(0, 3,333), Β(1,359, 1,821) και Γ(5, 0).

Αν τα τοποθετήσουμε στην $\min. \text{Α.Σ.} = x + y$ έχουμε:

- Για το σημείο Α: $0 + 3.333,3333 = 3.333,3333$ δραχ.
- Για το σημείο Β: $1.359 + 1.821 = \underline{3.180}$ δραχ. <<<<<<<<<
- Για το σημείο Γ: $5.000 + 0 = 5.000$ δραχ.

Συμπεραίνουμε ότι στο σημείο Β, επενδύοντας 1.359 δραχμές στη μετοχή "ΔΥΣΗ" και 1.821 δραχμές στη μετοχή "ΝΟΤΟΣ", πετυχαίνουμε την ελαχιστοποίηση του επενδύομένου κεφαλαίου (συνολικά, και στις δύο μετοχές), λαμβάνοντας βέβαια υπόψη τους υπάρχοντες περιορισμούς. Το ελάχιστο κεφάλαιο που χρησιμοποιούμε είναι 3.180 δραχμές. Έτσι έχουμε απαντήσει στο ερώτημα του προβλήματος, όσον αφορά την -(α)-περίπτωση.

Όσον αφορά την -(β)- περίπτωση, ότι δηλαδή η σχέση για επένδυση της μίας μετοχής προς την άλλη είναι σαν 7:10, έχουμε:

$$\min. [2\eta \text{ Α.Σ.}] = 7x + 10y = 70$$

Το 70 είναι ένα τυχαίο νούμερο που διαιρείται με τους συντελεστές των 2 μεταβλητών.

$$\text{αν το } y = 0 \text{ τότε το } x = 70 / 7 \text{ ---> } x = 10$$

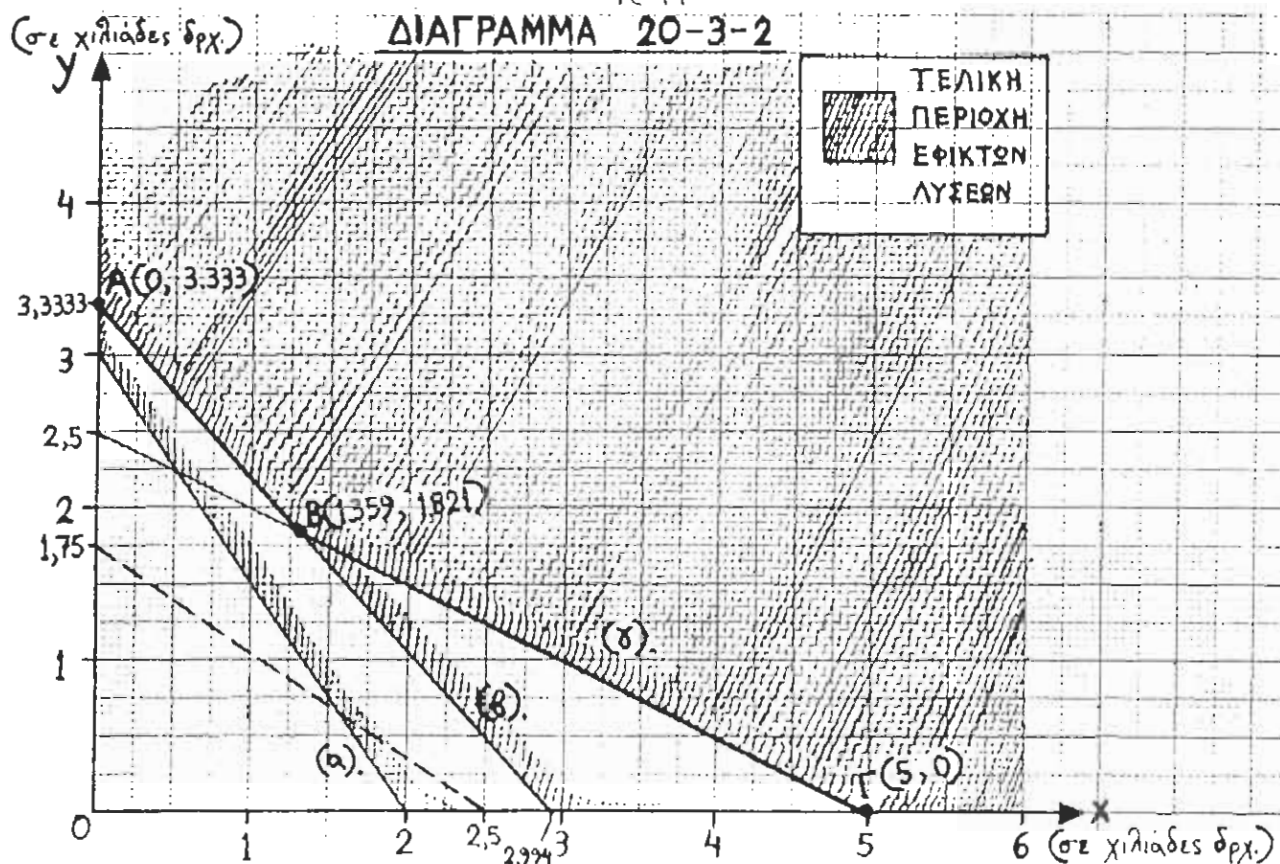
$$\text{αν το } x = 0 \text{ τότε το } y = 70 / 10 \text{ ---> } y = 7$$

Επειδή τα νούμερα που βρέθηκαν είναι πολύ μικρά για να τοποθετηθούν στο διάγραμμα 20-3-2, τα πολλαπλασιάζουμε με ένα κοινό νούμερο, το 250 και έχουμε:

$$x = 10 * 250 \text{ ---> } x = 2.500$$

$$y = 7 * 250 \text{ ---> } y = 1.750$$

Τα σημεία αυτά ορίζουν την γραμμή ελαχιστοποίησης του επενδύόμενου κεφαλαίου, που είναι η διακεκομμένη στο διάγραμμα 20-3-2.



Οι περιορισμοί που έχουμε παραμένουν οι ίδιοι, όπως στην -(α)- περίπτωση. Οπότε μπορούμε να παρατηρήσουμε το διάγραμμα 20-3-2.

■ Η κόκκινη διακεκομμένη γραμμή μας δείχνει όταν τέμνει το πιο κοντινό προς την αρχή των αξόνων σημείο της τελικής περιοχής εφικτών λύσεων, το ελάχιστο x και y , όπως και το συνολικό ελάχιστο προς επένδυση κεφάλαιο.

■ ■ Προφανώς και πάλι, όπως και στην -(α)- περίπτωση, την ελαχιστοποίηση του συνολικού επενδύόμενου κεφαλαίου έχουμε στο σημείο B, αφού αυτό τέμνει πρώτα η διακεκομμένη γραμμή.

----> Το ελάχιστο συνολικό προς επένδυση κεφάλαιο λοιπόν έχει ως εξής:

Για το σημείο Β: $7 * 1.359 + 10 * 1.821 = 9.513 + 18.210 = \underline{27.723}$ δραχ.

Για το σημείο Α: $7 * 0 + 10 * 3.333,3333 = 0 + 33.333,333 = 33.333,333$ δραχ.

Για το σημείο Γ: $7 * 5.000 + 10 * 0 = 35.000 + 0 = 35.000$ δραχ.

Η καλύτερη περίπτωση είναι όντως στο σημείο Β, όπου είναι 9.513 δραχμές για την μετοχή "ΔΥΣΗ" και 18.210 δραχμές για την μετοχή "ΝΟΤΟΣ".

Το συνολικό ελάχιστο επενδυόμενο κεφάλαιο, λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς μας, είναι βέβαια, 27.723 δραχμές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 21
ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΑΠΟ ΤΟ 1988

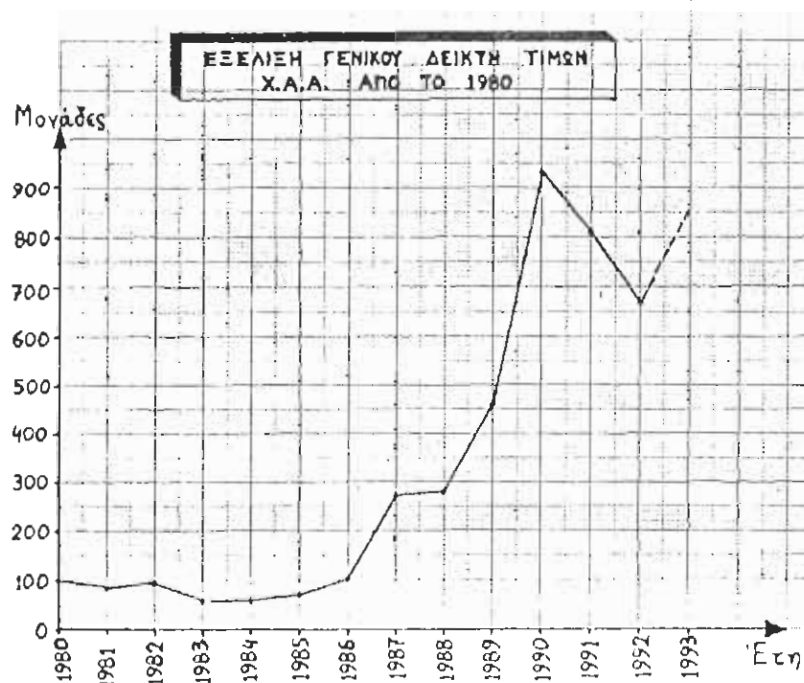


21.1. ΓΕΝΙΚΑ - Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΕΤΗ

Ο γενικός δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είχε από το 1980 όπως φαίνεται παρακάτω (με τιμές τέλους έτους):

	Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.Α.	Ποσοστιαία Ετήσια Μεταβολή
1980	100,00	
1981	86,59	- 13,41%
1982	93,42	7,89%
1983	58,26	- 37,64%
1984	59,18	1,58%
1985	70,95	19,89%
1986	103,86	46,38%
1987	272,47	162,34%
1988	279,65	2,64%
1989	459,43	64,29%
1990	932,00	102,86%
1991	809,71	- 13,12%
1992	672,31	- 16,97%
1993 (22-10-93)	854,41	27,09%

Στην συνέχεια φαίνεται η εξέλιξη του γενικού δείκτη σε διάγραμμα, λαμβανομένου υπόψη τις παραπάνω τιμές (1980 = 100).



Από το σημείο αυτό, θα ασχοληθούμε με μια λεπτομερή εξέταση της χρηματιστηριακής αγοράς από το 1988 ως και το 1993 (Οκτώβριος).

21.2. ΤΟ 1988

Το 1988, ο γενικός δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έκλεισε (στο τέλος του έτους) στις 279,65 μονάδες (έναντι 272,47 μονάδων στο 1987) σημειώνοντας αύξηση κατά 7,18 μονάδες ή σε ποσοστό 2,64% (σε σχέση με το 1987). Η συνολική χρηματιστηριακή αξία ανερχόταν σε 632,9 δις δραχ.

Οι τιμές των επιμέρους δεικτών ήταν: ο Τραπεζικός δείκτης ίσος με 289,12 μονάδες (έναντι 300,18 μονάδων το 1987) σημείωσε κάμψη 11,06 μονάδες και σε ποσοστό -3,68%, ο δείκτης εταιριών Leasing ίσος με 94,93 μονάδες (έναντι 100 μονάδων το 1987) σημειώνοντας πτώση 5,07 μονάδων ή και -5,07%, ο ενιαίος ως τότε δείκτης ασφαλειών και επενδύσεων ήταν ίσος με 233,44 μονάδες (έναντι 228,80 μονάδων το 1987) σημειώνοντας άνοδο 4,64 μονάδες ή σε ποσοστό +2,03%, και τέλος ο εμποροβιομηχανικός δείκτης που ήταν ίσος με 254,65 μονάδες (έναντι 217,25 μονάδων το 1987) σημειώνοντας αύξηση κατά 37,4 μονάδες ή σε ποσοστό +17,22%.

Από την άλλη μεριά η αξία και ο όγκος των συναλλαγών βρίσκονταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Ο μηνιαίος τζίρος κυμαινόταν από 2 δισεκατομμύρια δραχμές έως 5,2 δισεκατομμύρια δραχμές (τον Οκτώβριο), για να κλείσει η χρονιά στα 3,6 δισεκατομμύρια δραχμές.

Ενα αρνητικό επενδυτικό κλίμα είχε διαμορφωθεί στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η γενικότερη ψυχολογία του επενδυτικού κοινού ήταν χάλια και γι'αυτό πολλοί απ'αυτούς αποσύρθηκαν από την αγορά. Η παρουσία των ελλήνων θεσμικών επενδυτών ήταν ασήμαντη ενώ από την πλευρά των ξένων δεν υπήρξε καν παρουσία. Η κάκιστη εικόνα της οικονομίας, το παράτημα του σταθεροποιητικού προγράμματος, βοηθούσαν στην εμπέδωση του άσχημου αυτού κλίματος, το οικονομικό μέλλον φαινόταν τουλάχιστον αβέβαιο και σε συνδυασμό με τα υψηλά επιτόκια των τίτλων του δημοσίου (19% στα ετήσιας διάρκειας έντοκα γραμμάτια) εδραίωναν την άσχημη χρηματιστηριακή πορεία καθ'όλη τη διάρκεια του έτους 1988. Είπαμε ότι η ετήσια απόδοση του γενικού δείκτη τιμών μετοχών ήταν 2,64%, δηλαδή ιδιαίτερα μικρή όμως στην πραγματικότητα δεν ήταν καν θετική διότι λαμβανομένου υπόψη το ύψος του ετήσιου πληθωρισμού, η απόδοση του γενικού δείκτη γίνεται αρνητική (-11,26%).

Τα πολιτικά θέματα που επηρεάζουν αρνητικά, είναι η ασθένεια του πρωθυπουργού, ο προεκλογικός προϋπολογισμός και η έντονη παρουσία της αντιπολίτευσης, τα οποία είναι υπεύθυνα για την δημιουργία του πλαισίου της χρηματιστηριακής υποτονικότητας.

Το 1988 όμως θα φέρει τον νέο νόμο 1806, θα τεθεί θέμα ίδρυσης χρηματιστηρίου στη Θεσσαλονίκη, θα εξετασθεί το θέμα της εισόδου ναυτιλιακών εταιριών στο Χρηματιστήριο, ενώ η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει την ίδρυση της πρώτης - μετά από 15 χρόνια - εταιρίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων και συγκεκριμένα της θυγατρικής εταιρίας της INTERAMERICAN, την INTERTRUST.

21.2.1. Η Ελληνική Οικονομία

Το 1988 η εικόνα της εθνικής μας οικονομίας παρουσιαζόταν με λίγα λόγια κάπως έτσι:

Ο πληθωρισμός στο τέλος του έτους ήταν 13,9% (έναντι 15,8% κατά το 1987) σημειώνοντας πτώση δύο σχεδόν εκατοστιαίων ποσοστιαίων μονάδων. Όμως την ίδια στιγμή, στις χώρες της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, ο μέσος πληθωρισμός ήταν 4,1% (έναντι 3,8% το 1987), δηλαδή αυξανόμενος συγκριτικά με το '87 αλλά πάλι πολύ χαμηλότερος από τον ελληνικό. Στην Ο.Ο.Σ.Α ήταν 3,5% έναντι 3,1% το '87, δηλαδή αυξανόμενος αλλά πολύ μικρότερος από το δικό μας. Άρα δεν πρέπει να μας ξεγελάει ο

δικός μας πληθωρισμός που μειώθηκε σε σχέση με το '87 εφόσον βρισκόταν σε πολύ υψηλά επίπεδα για μια χώρα μέλος της Ε.Ο.Κ που θέλει να λέγεται ανεπτυγμένη.

Το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (Α.Ε.Π.) ήταν 530 δισεκατομμύρια δραχμές (έναντι 509,6 δις δραχ. το 1987 - με σταθερές τιμές) σημειώνοντας αύξηση κατά 20,4 δις δραχ. ή σε ποσοστό 4% την στιγμή που ο μέσος όρος της Ε.Ο.Κ ήταν 3,7% και του Ο.Ο.Σ.Α 4,4%. Δηλαδή υπερτερούσαμε ελαφρά σε ανάπτυξη κατά 0,3% συγκριτικά με το μέσο όρο της Ευρώπης αλλά μειονεκτούσαμε κατά 0,4% σε σχέση με το μέσο όρο του Ο.Ο.Σ.Α.

Επισημαίνεται επίσης, ότι το μέρος των εγχώριων πόρων που διατέθηκε για επενδύσεις παγίου κεφαλαίου παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, το ποσοστό των επενδύσεων ως προς το Α.Ε.Π. του 1988 έφτασε το 13,2% και είναι αρκετά χαμηλό αν σκεφτούμε ότι το 1979 ήταν 24%. Το γεγονός αυτό θα πρέπει να αιτιολογηθεί από την μεγάλη αύξηση του δημόσιου ελλείμματος (δηλαδή της μεγάλης αρνητικής αποταμίευσης) που ελαττώνει ουσιαστικά τους εγχώριους συνολικούς αποταμιευτικούς πόρους και οδηγεί φυσιολογικά σε μείωση των επενδύσεων και διόγκωση των εξωτερικών ελλειμμάτων.

Το έλλειμμα του γενικού προϋπολογισμού του κράτους ήταν 1.222,8 δισεκατομμύρια δραχμές (έσοδα 1.979,0 δις - δαπάνες 3.201,8 δις), το οποίο σαν ποσοστό τοις εκατό προς το Α.Ε.Π. ήταν 16,4% ενώ κατά το 1987 ήταν λιγότερο (14,6%), με αποτέλεσμα να αυξάνει πολύ και συνεχώς το δημόσιο χρέος και να αναγκάζουν να κρατούνται τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα, πράγμα που έχει αρνητική επίπτωση στις επιχειρήσεις εφόσον το κόστος δανεισμού για την ανάπτυξη οποιονδήποτε επενδυτικών σχεδίων ήταν σχεδόν απαγορευτικό και κατ'επέκταση επηρέαζε και τα κέρδη αυτών.

21.3. ΤΟ 1989

Η πρωτοφανής μέχρι τότε ζήτηση που είχε εμφανισθεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών ήταν αποτέλεσμα της ικανοποιητικής ρευστότητας της οικονομίας, της έλλειψης εναλλακτικών επενδυτικών λύσεων, αλλά και των πολύ καλών επιδόσεων του ιδιωτικού τομέα. Οι τρεις αυτοί παράγοντες, σε συνδυασμό με το έντονο ενδιαφέρον των ξένων θεσμικών επενδυτών, κατάφεραν να θέσουν στο περιθώριο τις ανησυχίες που δημιουργούσε η πολιτική ρευστότητα και να οδηγήσουν τις τιμές των μετοχών στα ύψη. Ταυτόχρονα, η αξία των συναλλαγών παρουσίασε μια μεγάλη αύξηση, καθιστώντας το ελληνικό χρηματιστήριο λιγότερο "ρηχό" από ότι ήταν στο παρελθόν.

Το Χ.Α.Α. έδειχνε να είχε αποκτήσει κάποια σταθερή βάση και ένα συνεπές επενδυτικό κοινό. Εκτός από τους πολυάριθμους μικρούς επενδυτές άρχισαν να δραστηριοποιούνται αρκετές εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι οποίες μαζί με τις αντίστοιχες ξένες εταιρίες, είχαν δημιουργήσει μια πρόσθετη ζήτηση για μετοχές. Η ύπαρξη των χρηματιστηριακών εταιριών και η επιτάχυνση των διαδικασιών εκσυγχρονισμού της "Σοφοκλέους" συντέλεσαν στην ίδια θετική κατεύθυνση.

21.3.1. Η Εθνική Οικονομία

Η τραγική εικόνα που παρουσίαζε η ελληνική οικονομία δεν επίδρασε (ευτυχώς) αρνητικά την πορεία του Χρηματιστηρίου, ίσως λόγω των εκτιμώμενων θετικών προοπτικών και διότι έδειχνε να έχει γίνει πλέον συνείδηση σε ολόκληρο τον πολιτικό κόσμο ότι απαιτείτο αποφασιστικότητα και σταθερότητα για να υπάρξει έξοδος από την

οικονομική κρίση. Εθεωρείτο βέβαιο ότι σύντομα οι εξελίξεις της οικονομίας θα υποχρέωναν τους πολιτικούς να δράσουν αποφασιστικά. Στην ίδια κατεύθυνση δρούσε επίσης η στενή εποπτεία που είχε η Ε.Ο.Κ και οι άλλοι διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί, οι οποίοι πειστικά συνιστούσαν την λήψη αυστηρών διορθωτικών μέτρων.

Ενδεικτικά να αναφέρουμε ότι στο τέλος του έτους ο πληθωρισμός όπως εκφράζεται με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Δ.Τ.Κ.) έτρεχε με 14,8% (και αποτελούσε τον υψηλότερο πληθωρισμό της Ευρωπαϊκής Κοινότητας) με μέσο πληθωρισμό της Ε.Ο.Κ 4,8% και μέσο του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (Ο.Ο.Σ.Α.) 4,4%, το εμπορικό μας ισοζύγιο ήταν ελλειμματικό κατά 858 εκατομμύρια \$, το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (Α.Ε.Π.) αυξήθηκε μόνο 2,5% την ίδια στιγμή που ο μέσος όρος της Ε.Ο.Κ και των χωρών μελών του Ο.Ο.Σ.Α ήταν 3,6%, οπότε σε αυτές τις χώρες δικαιολογημένα δημιουργόταν θετικό κλίμα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Η συσσώρευση των ελλειμμάτων του ελληνικού κράτους διόγκωσε το δημόσιο χρέος στο τέλος του 1989 σε ποσοστό 110% επί του Α.Ε.Π. (για σύγκριση αναφέρουμε ότι το 1981, το δημόσιο χρέος έφτανε το 40% του Α.Ε.Π.)! Δηλαδή το '89 χρωστούσαμε περισσότερο από ότι παράγαμε!!! Αποτέλεσμα όλων αυτών των εξελίξεων ήταν η χειροτέρευση της σχετικής θέσης της ελληνικής οικονομίας εντός της Κοινότητας, πράγμα που έκανε δυσχερέστερη τη σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας στα πλαίσια της ευρωπαϊκής ενοποίησης. Οι επενδύσεις έφτασαν το 12,1% του Α.Ε.Π. (το '88 ήταν 13,2% αντίστοιχα) και είναι πολύ πολύ λίγο συγκρινόμενο με τα περασμένα έτη.

Οι γενναϊόδωρες αλλά ασυμβίβαστες προς την διαμόρφωση της παραγωγικότητας αυξήσεις των αμοιβών της εργασίας καθώς και η μειωμένη ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων, από πλευράς κυρίως ποιότητας, μείωσαν την αποδοτικότητα του βιομηχανικού τομέα και επομένως τις επενδύσεις για την αναγκαία επέκταση και τον τεχνολογικό εκσυγχρονισμό των παραγωγικών μονάδων.

Ευτυχώς πάντως που οι επενδυτές δεν επηρεάστηκαν από την πραγματικά "μαύρη" εικόνα που παρουσίαζε η εθνική οικονομία και σε αυτό ίσως συνετέλεσαν και οι ευρύτερες διεθνείς εξελίξεις, που δημιουργούσαν ένα θετικό κλίμα στο οποίο οι φιλελεύθερες απόψεις είχαν πλέον το προβάδισμα, ανεξαρτήτως της πολιτικής απόχρωσης της κάθε κυβέρνησης.

21.3.2. Η Χρηματιστηριακή Πορεία

Ο παράγοντας που καθόρισε περισσότερο από όλους τους άλλους τις επενδυτικές αποφάσεις και συνεπώς την πορεία των τιμών των μετοχών ήταν οι πολιτικές εξελίξεις και οι προσδοκίες των επενδυτών.

Η περασμένη χρονιά ξεκίνησε υποτονικά και οι επενδυτές φοβούμενοι το δυσάρεστο πολιτικό κλίμα και τις επιπτώσεις της μακροχρόνιας και έντονης προεκλογικής περιόδου στην οικονομία της χώρας, δεν πραγματοποιούσαν επενδύσεις σε μετοχές αλλά προτιμούσαν πιο σταθερές αξίες όπως η οικοδομή και τα ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του δημόσιου (επιτόκιο ετήσιων τίτλων 20%).

Η άνοδος των τιμών άρχισε από τον Ιούνιο λίγο πριν από τις εκλογές και στηρίχθηκε στις προσδοκίες των επενδυτών για νίκη της πολιτικής παράταξης που δήλωνε υποστηρικτής της φιλελεύθερης οικονομικής πολιτικής. Το αποτέλεσμα των εκλογών του Ιουνίου και η έλλειψη αυτοδυναμίας οδήγησαν σε πτώση των τιμών κατά -10% περίπου, αλλά το ηθικό των επενδυτών αναπτερρώθηκε υπό τη συνεργασία Νέας Δημοκρατίας και Συνάσπισμού της Αριστεράς και της Πρωόδου.

Από το τέλος Ιουνίου αρχίζει για το Χρηματιστήριο μια τρελή ανοδική πορεία και η αίθουσα της οδού Σοφοκλέους γεμίζει από κόσμο ακόμα και τις πιο ζεστές ημέρες του

Αυγούστου. Για πρώτη φορά στις 8 Σεπτεμβρίου ο γενικός δείκτης τιμών ξεπερνάει τις 400 μονάδες και πολύ γρήγορα στις 29 Σεπτεμβρίου ξεπερνάει και τις 500 μονάδες. Ο όγκος των συναλλαγών σπάει ρεκόρ στις 29 Σεπτεμβρίου φθάνοντας τα 2 δις 200 εκατομ. δραχμές.

Οι επενδυτές κατακλύζουν καθημερινά την Σοφοκλέους, μαγνητισμένοι από τα εντυπωσιακά κέρδη των επιχειρήσεων κατά το 1ο εξάμηνο του έτους, το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών για το ελληνικό χρηματιστήριο και από τις προσδοκίες για πραγματοποίηση φιλελεύθερης οικονομικής πολιτικής μετά τις εκλογές του Νοεμβρίου. Ένα μήνα πριν από τις εκλογές, στις 2 Οκτωβρίου, ο γενικός δείκτης φθάνει το υψηλότερο σημείο της χρονιάς στις 527,41 μονάδες. Πράγματι, οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν με ταχύτατους ρυθμούς και για πρώτη φορά (ως τότε) οι σύμβουλοι επενδύσεων βρίσκαν απολύτως δικαιολογημένη την αύξηση. Τα κέρδη που ανακοινώνουν οι περισσότερες εταιρίες για το 1ο εξάμηνο του έτους είναι τόσο εντυπωσιακά που πολλές φορές μάλιστα ξεπερνούν ακόμη και τα κέρδη ολόκληρης της χρήσης του 1988.

Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές τόσο της Ευρώπης όσο και της Αμερικής και της Ιαπωνίας εντείνουν τις αγορές ελληνικών μετοχών και πολλές ξένες εταιρίες δείχνουν έντονο ενδιαφέρον για την εξαγορά ελληνικών επιχειρήσεων (για να υπενθυμίσουμε ορισμένες μεγάλες εξαγορές συνόλου ή μεριδίου ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες που έγιναν εκείνη την χρονιά: η NESTLE τον Λουμίδη, η JACOBS SUCHARD την ION και τον Παυλίδη, η STAR BARILLA την Α.ΚΙΚΙΖΑΣ/ΜΕΛΙΣΣΑ και την ΠΕΛΑΡΓΟΣ, η BSN την Henninger Hellas, η PEPSICO την TASTY FOODS και την ΗΒΗ, κ.λ.π.).

Μέσα στο 1989 κατατίθενται στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς προτάσεις για την ίδρυση χρηματιστηριακών εταιριών (μέχρι τότε είχαμε μόνο χρηματιστές) και εγκρίνεται η λειτουργία της χρηματιστηριακής εταιρίας της Τράπεζας Πιστώσεως "Άλφα Χρηματιστηριακή" και της Εθνικής Τράπεζας η "Εθνική Χρηματιστηριακή".

Πολλές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες ανακοινώνουν ότι θα προβούν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, ότι θα διαθέσουν δωρεάν μετοχές από την αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών τους στοιχείων, ενώ άλλες μη εισηγμένες ανακοινώνουν την πρόθεσή τους να εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο. Βασική πάντως κινητήριος δύναμη παραμένει βέβαια η προσδοκία για μια αυτοδύναμη και ισχυρή κυβέρνηση που να μπορεί να ασκήσει μια αποτελεσματική πολιτική.

Η προσδοκία αυτή όμως διαψεύδεται από το αποτέλεσμα των εκλογών της 5ης Νοεμβρίου που δεν δίνει την αυτοδυναμία σε κανένα κόμμα. Το Χρηματιστήριο δείχνει τα πρώτα σημάδια απογοήτευσης καθώς οι πολιτικοί αρχηγοί δεν δείχνουν να συμφωνούν σε καμιά κοινής αποδοχής λύση. Στο διάστημα των πολιτικών διαπραγματεύσεων, το Χρηματιστήριο χάνει ένα μέρος των κερδών του καθώς καθημερινά ακούγονται διαφορετικά πολιτικά σενάρια. Το μόνο σταθερό είναι η άθλια κατάσταση της οικονομίας, η οποία καθημερινά γίνεται και χειρότερη. Την ημέρα που ανακοινώνεται η απόφαση των κομμάτων να σχηματίσουν οικουμενική κυβέρνηση οι τιμές παρουσιάζουν ξανά άνοδο, η οποία όμως κρατάει λίγες μόνο ημέρες.

Η κακή κατάσταση της οικονομίας και η αβεβαιότητα για το πως θα λειτουργήσει μια κυβέρνηση που αποτελείται από φανατικούς αντιπάλους δεν ευνοούν την άνοδο των τιμών, οι οποίες σταδιακά αρχίζουν να πέφτουν. Η πτωτική πορεία η οποία συνεχίστηκε σταδιακά μέχρι το τέλος σχεδόν του χρόνου, κατέβαψε τον γενικό δείκτη τιμών, ενώ ο ημερησίος τζίρος σταθεροποιήθηκε τις τελευταίες δύο εβδομάδες κοντά στα 500 εκατομμύρια δραχμές.

Η σταθεροποίηση της αξίας των συναλλαγών σε αυτό το επίπεδο σε ημερήσια βάση, αποτέλεσε ένα πολύ καλό μίνιμουμ και ένα πρώτο βήμα για την ταχεία διεύρυνση της αγοράς τίτλων. Παρά την ύφεση του τελευταίου διμήνου και την εξάρτηση του από τις πολιτικές εξελίξεις, το Χρηματιστήριο έζησε το 1989 μια πολύ καλή χρονιά, κατά την

οποία τέθηκαν οι βάσεις για την ακόμα καλύτερη πορεία το 1990. Να υπενθυμίσουμε ότι το Δεκέμβριο του '89 άρχισε να λειτουργεί η Παράλληλη Αγορά.

Στο τέλος του έτους το Χρηματιστήριο έκλεισε με τον γενικό δείκτη στις 459,43 μονάδες, σημειώνοντας αύξηση σε σχέση με το '88 179,78 μονάδες ή ποσοστό 64,29%. Η πραγματική απόδοση βέβαια αφού αφαιρέσουμε τον ετήσιο πληθωρισμό είναι 49,49%. Η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων μετοχών ήταν 996,6 δις δρχ. (1988: 632,9 δις) σημειώνοντας άνοδο 57,46% από το προηγούμενο έτος. Ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών ήταν 119.

21.4. ΤΟ 1990

Η εκπληκτική πορεία του Χρηματιστηρίου κατά το 1990 έκλεισε με υπερδιπλασιασμό του γενικού δείκτη τιμών. Αρκετές οι νέες εταιρίες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. και το συνολικό ύψος των συναλλαγών έφτασε τα 646 δισεκατομμύρια δραχμές. Πολλοί επενδυτές στράφηκαν στην αγορά μετοχών και πολλές εταιρίες είχαν τη δυνατότητα να αντλήσουν νέα κεφάλαια, οι ήδη εισηγμένες με αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων, ενώ άλλες εισήγαγαν για πρώτη φορά τις μετοχές τους στην χρηματιστηριακή αγορά μετά από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή.

Και ενώ η εθνική μας οικονομία είχε χίλια δυο προβλήματα, στο Χρηματιστήριο δείχναν να το αγνοούν. Οι τιμές πηγαίνουν συνεχώς προς τα πάνω. Τα κέρδη που υπολογίζονται είναι πολύ σημαντικά, αλλά κάθε μέρα γίνονται και καλύτερα. Το φαινόμενο είναι δύσκολο να εξηγηθεί και, όπως συμβαίνει στις περιπτώσεις αυτές, δοκιμάζονται όλες οι χρηματιστηριακές θεωρίες δίχως αποτέλεσμα. Οι εταιρίες, που βλέπουν τη δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια με πολύ συμφερότερο τρόπο από την προσφυγή τους στις τράπεζες, προχωρούν "θαρραλέα" σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, που είναι άλλωστε "εγγυημένες" από τα τραπεζικά ιδρύματα που έχουν την ευθύνη της έκδοσης, όπως όριζε τότε ο νόμος. Η ζήτηση για τις νέες μετοχές είναι πολλές φορές μεγαλύτερη από εκείνη στην οποία μπορεί να προσβλέπει η προστρέχουσα εταιρία.

Πάντως, η νέα κυβέρνηση (της Νέας Δημοκρατίας) κάποια στιγμή αντιλαμβάνεται ότι, σε περίπτωση που οι συνθήκες που επικρατούν στην Σοφοκλέους δεν διαφοροποιηθούν σε πιο λογικά επίπεδα, υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι και γι'αυτό παρεμβαίνει και καταγγέλει κυκλώματα "εκμετάλλευσης" των ιδιωτών επενδυτών. Το Χρηματιστήριο "καλμάρει" και αργότερα, επηρεαζόμενο από την κρίση στο Περσικό Κόλπο θα πέσει αρκετά, αλλά στο μεταξύ υπάρχει ένα κέρδος: το "βάθος" του έχει μεγαλώσει και τα πράγματα έχουν σοβαρέψει. Δείχνει ότι ο ρόλος που του επιφυλλάσει το μέλλον είναι σημαντικός. Εξάλλου, το γεγονός ότι τα επιτόκια παραμένουν σε απαγορευτικά για οποιοδήποτε σοβαρό επενδυτικό σχέδιο επίπεδα, αποτελεί τη βασική προϋπόθεση για να συνεχίσει το ενδιαφέρον και να διευρυνθεί ο ρόλος του και να αποτελεί την μοναδική ρεαλιστική διέξοδο μεγάλων εταιριών για την εξεύρεση κεφαλαίων.

Ας ρίξουμε όμως πρώτα μια ματιά στην κατάσταση της οικονομίας μας, όπως είχε εκείνο τον καιρό.

21.4.1. Η Ελληνική Οικονομία το 1990

Ο πληθωρισμός στο τέλος του έτους ήταν τεράστιος για χώρα μέλος της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, δηλαδή 22,9% !!!, έναντι 14,8% το '89. Στο ίδιο διάστημα ο μέσος πληθωρισμός της Ε.Ο.Κ ήταν 4,4% ενώ ο μέσος των χωρών μελών του Ο.Ο.Σ.Α 4,5%, δηλαδή ο ελληνικός πληθωρισμός ήταν υπερπενταπλάσιος από της Ε.Ο.Κ και Ο.Ο.Σ.Α. Αυτός ο υπερ-πληθωρισμός γίνεται πλέον σαφές ότι θα αποτελέσει σοβαρό εμπόδιο και ανασταλτικό παράγοντα για την ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό των Ευρωπαϊκών Ισοτιμιών.

Η επίδοση της ελληνικής οικονομίας το 1990 δεν ήταν (ως συνήθως) καθόλου ικανοποιητική. Το γεγονός αυτό μερικώς μόνο μπορεί να αποδοθεί στη διεθνή ύφεση και στις συνεχείς εκλογικές αναμετρήσεις. Οι δυσμενείς εξελίξεις της ελληνικής οικονομίας οφείλονται πρωταρχικά στις διαρθρωτικές αδυναμίες της και στη δυσμενή δημοσιονομική κατάσταση. Οι παράγοντες αυτοί είχαν εκτεταμένες διαταρακτικές επιδράσεις επί όλων των οικονομικών μεγεθών.

Σε γενικές γραμμές η χρηματοδοτική θέση του δημοσίου κατά το εξεταζόμενο έτος δεν βελτιώθηκε. Οι εξωτερικές οικονομικές σχέσεις της χώρας επιδεινώθηκαν, πράγμα που εκδηλώθηκε στο υψηλό έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, ενώ η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε στάσιμη. Η σημαντική χαλάρωση της οικονομικής και εισοδηματικής πειθαρχίας το '89 και στις αρχές του '90 επέτεινε την ήδη δυσμενή οικονομική κατάσταση με αποτέλεσμα το πρώτο τετράμηνο του 1990 η ελληνική οικονομία να φτάσει σε πολύ κρίσιμη θέση. Είναι ενδεικτικό ότι στο διάστημα αυτό το έλλειμμα του ισοζυγίου των εξωτερικών πληρωμών ήταν περίπου ίσο με το ετήσιο έλλειμμα του '89, το οποίο ήταν ήδη το χειρότερο της τελευταίας δεκαετίας, εξαιρουμένου του 1985.

Επιπλέον το συνολικό δημόσιο χρέος διογκώθηκε υπερβολικά, ώστε η εξυπηρέτηση του να αποτελεί πλέον ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα και να δείχνει σχεδόν ανέφικτη (η εξυπηρέτησή του) με παραδοσιακά μέτρα, όπως είναι η αύξηση των φόρων και η μείωση των δαπανών. Και όσον αφορά τις δαπάνες, αυτές ήταν σχεδόν ανεξέλεγκτες τινάζοντας προϋπολογισμούς στον αέρα.

Για την αναστροφή της ανωτέρω δυσμενούς τροπής της οικονομίας, η κυβέρνηση της Νέας Δημοκρατίας άρχισε, από το τέλος του Απριλίου του 1990, να εφαρμόζει μέτρα εξυγιάνσεως με σκοπό τη βελτίωση της δημοσιονομικής καταστάσεως. Αργότερα φάνηκε ότι τα μέτρα που πάρθηκαν άρχισαν να αποδίδουν σιγά σιγά καρπούς, τόσο στο μέτωπο του πληθωρισμού, όσο και του ισοζυγίου των εξωτερικών πληρωμών, και το κυριότερο, τα ελλείμματα του δημοσίου όπου εμφανίζουν υποχώρηση ως ποσοστό του Α.Ε.Π. Όμως τα μέτρα που πήρε η κυβέρνηση Μητσοτάκη δεν διέφεραν αισθητά από εκείνα που είχαν "μπει" στο τραπέζι των συζητήσεων από τον πρώην διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, καθηγητή και πρωθυπουργό επί οικουμενικής κυβέρνησης κ. Ξ. Ζολώτα, ακριβώς στις αρχές του έτους, με αποτέλεσμα η οικονομία, δυστυχώς, να χάσει πολύτιμο χρόνο.

Η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε σταδιακά κατά την διάρκεια του 1990 με συνέπεια να μειωθεί το Α.Ε.Π σε σταθερές τιμές κατά -0,2%. Ωστόσο, η στασιμότητα αυτή της παραγωγής ήταν το φυσικό επακόλουθο της περιοριστικής οικονομικής πολιτικής. Αρνητική επιρροή στη διαμόρφωση του Α.Ε.Π είχαν επίσης εν μέρει η αύξηση των εισαγωγών και εν μέρει η στασιμότητα των εξαγωγών. Στην Ε.Ο.Κ και στον Ο.Ο.Σ.Α αν και είχαν μείωση, είχαν πάλι θετική εξέλιξη του Α.Ε.Π τους αλλά με μικρότερο αυξητικό ρυθμό από ότι τα προηγούμενα χρόνια.

Στο μεταξύ τα επιτόκια, παρακολουθώντας τις τιμές και τις δανειακές ανάγκες του δημοσίου, συνέχισαν να ανεβαίνουν. Οι ετήσιοι κρατικοί τίτλοι είχαν επιτόκιο 24% (!),

τα κεφάλαια κίνησης για τις επιχειρήσεις ξεκινούσαν από βασικό επιτόκιο 26,5% (!). Το δημόσιο έκδωσε σειρές ομολόγων με ρήτρα E.C.U και \$ και με ικανοποιητικά επιτόκια, τα οποία συγκέντρωσαν το ενδιαφέρον των αποταμιευτών.

21.4.2. Η Χρηματιστηριακή Πορεία

Η χρονιά αυτή παρουσίασε δυο πρόσωπα σχετικά με την πορεία των τιμών. Στο πρώτο εξάμηνο η άνοδος των τιμών ήταν κατακόρυφη, στο δεύτερο όμως εξάμηνο παρατηρήθηκε υποχώρηση του επιπέδου των τιμών, εξανεμίζοντας έτσι σημαντικό μέρος των κερδών. Συγκεκριμένα, ο γενικός δείκτης έκλεισε το έτος στις 932,0 μονάδες (έναντι 459,43 μονάδων το '89) σημειώνοντας αύξηση 452,57 μονάδων ή ποσοστό 102,86% (δηλαδή, είχαμε υπερδιπλασιασμό)! Όμως η μέγιστη τιμή του έτους σημειώθηκε στις 5 Ιουλίου, όταν η άνοδος του γενικού δείκτη έφτασε τις 1.684,31 μονάδες, παρουσιάζοντας αύξηση από την αρχή του έτους 266,6% (υπετριπλασιασμός)!!!

Το θετικότερο όμως στοιχείο της χρονιάς αυτής ήταν η μεγάλη αύξηση του όγκου συναλλαγών. Η συνολική αξία των συναλλαγών ως τις 10 Δεκεμβρίου '90 ανήλθε σε 646,03 δις δραχ. έναντι 94,5 δις δραχ. του '89, παρουσίασε δηλαδή αύξηση 583,63% !!! Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανήλθε σε 2,8 δις δραχ., ποσό απλησίαστο το '89. Η μεγαλύτερη αξία συναλλαγών του έτους πραγματοποιήθηκε στις 5 Ιουλίου και έφτασε τα 12,59 δις δραχμές.

Το 1990 το Χρηματιστήριο απέκτησε μεγαλύτερο "εύρος" και "βάθος" με την εισαγωγή σ'αυτό 26 νέων εταιριών και με 43 αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων ήδη εισαγμένων εταιριών.

Οι εταιρίες που εισήγαγαν τις μετοχές τους για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο το 1990 είναι οι ακόλουθες:

- | | |
|-------------------------|--------------------------------------|
| 1) Βαλκάν Εξπορτ | 2) Μανούλι Ελλάς (μετέπειτα ALCATEL) |
| 3) Μπήτρος | 4) Ergodata |
| 5) Αλουμίνιο Αττικής | 6) Interfil |
| 7) Μπενρουμπή | 8) SATO |
| 9) INTPAKOM | 10) ETBA Leasing |
| 11) Γενική Εμπορίου | 12) Εμπορικός Δεσμός |
| 13) Μηχανική | 14) INTEAL Πυρίμαχα |
| 15) Προφίλ-Τζιρακιάν | 16) Ροκας |
| 17) Πρόοδος Ελλ. Επενδ. | 18) Καλπίνης-Σίμος |
| 19) Κατσέλης | 20) Α-Β Βασιλόπουλος |
| 21) Cor-Fil | 22) Δέλτα |
| 23) Βιοκαρπέτ | 24) Αλυσίδα |
| 25) Ιδιωτική Επενδυτική | 26) Σπόρτσμαν |

Οι συνεχείς αυξήσεις των μετοχικών κεφαλαίων και οι διασπάσεις μετοχών (splits) αύξησαν την εμπορευσιμότητα, τη διασπορά και βοήθησαν στη σταθεροποίηση της κεφαλαιαγοράς.

Η μεγάλη άνοδος των τιμών στο πρώτο εξάμηνο του έτους οφειλόταν στους εξής λόγους:

- 1) Στην ανοδική πορεία των τιμών των μετοχών το 1989, που ώθησε πολλούς νέους επενδυτές προς το Χρηματιστήριο, καθώς και στο κλίμα αισιοδοξίας που δημιουργήθηκε από τα περισσότερα διεθνή χρηματιστήρια για τα οποία το '89 ήταν πολύ κερδοφόρο.

- 2) Στα μεγάλα κέρδη των επιχειρήσεων για τη χρήση του '89 που προεξοφλούσαν διανομή υψηλών μερισμάτων και υψηλές αποδόσεις για τις μετοχές τους.
- 3) Στην είσοδο νέων και καλών εταιριών στο Χρηματιστήριο που προσέφεραν νέες επενδυτικές επιλογές στους επενδυτές, καθώς και στις αυξήσεις των μετοχικών κεφαλαίων των ήδη εισαγμένων εταιριών.
- 4) Στην ύπαρξη των χρηματιστηριακών εταιριών που άρχισαν να λειτουργούν, σε συνδυασμό με την ίδρυση νέων αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιριών επενδύσεων. Περίπου 10 εταιρίες, χρηματιστηριακές, επενδύσεων και αμοιβαίων κεφαλαίων, ασχολήθηκαν το '90 για πρώτη φορά με το Χ.Α.Α. και φτιάξαν τα χαρτοφυλάκιά τους. Αυτομάτως, και ανεξάρτητα από τις πολιτικές εξελίξεις οι εταιρίες αυτές, που ήταν μεγάλες (τότε) για τα ελληνικά δεδομένα, δημιούργησαν μια νέα ζήτηση για μετοχές που προστέθηκε στην παλαιά. Όλα αυτά δεν αύξησαν μόνο την ζήτηση, αλλά τόνωσαν και το επενδυτικό ενδιαφέρον και βελτίωσαν την ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών.
- 5) Στην έντονη παρουσία ξένων θεσμικών επενδυτών, κυρίως αμοιβαίων κεφαλαίων, που τόνωσε σημαντικά τον όγκο των συναλλαγών.
- 6) Στην σχεδόν βεβαιότητα που επικρατούσε σχετικά με την ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων του 1996 από την Αθήνα, που συνεπάγετο την δημιουργία πολλών μεγάλων έργων με ανάλογα κέρδη για τις ελληνικές επιχειρήσεις που θα τα ανελάμβαναν.

Η ανοδική πορεία του Χρηματιστηρίου διήρκεσε ολοκληρωτο το 1ο εξάμηνο του έτους και έφτασε στο μέγιστο στις αρχές Ιουλίου. Η άσχημη κατάσταση της ελληνικής οικονομίας δεν στάθηκε ικανή να ανακόψει το κύμα αισιοδοξίας που επικράτησε. Στην περίοδο αυτή παρατηρήθηκαν περιοδικά μικρής διάρκειας διορθωτικές πτώσεις, που κύριο αίτιό τους ήταν οι ρευστοποιήσεις κερδών. Σημαντικότερη αυτών υπήρξε η υποχώρηση των τιμών κατά την προεκλογική περίοδο (δεύτερο δεκαπενθήμερο του Μαρτίου) που οφειλόταν στην αβεβαιότητα και την ανησυχία των επενδυτών για την έκβαση των εκλογών. Το εκλογικό αποτέλεσμα βελτίωσε σημαντικά την ψυχολογία των επενδυτών, ώστε οι τιμές των μετοχών πραγματοποίησαν μόνο τον Απρίλιο άνοδο-ρεκόρ 50,6% . Η άνοδος συνεχίστηκε και τον Μάιο, ενώ τον Ιούνιο ο γενικός δείκτης αυξήθηκε 44,17% .

Η εκρηκτική αυτή κατάσταση άρχισε να εκτονώνεται τον Ιούλιο με αφορμή μια ανακοίνωση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς περί της βαρύτητας των διαφόρων δημοσιεύσεων γύρω από τα επιχειρηματικά νέα, που προκάλεσε αρκετό θόρυβο και επηρέασε αρνητικά το επενδυτικό κλίμα. Στην πτώση συνετέλεσε και η μέχρι τότε διαμόρφωση υψηλοτάτων δεικτών P/E, πράγμα που έκανε τους επενδυτές να σκεφτούν ότι οι τιμές των μετοχών ήταν εκτός πραγματικότητας. Φυσιολογικά, επακολούθησαν πολλές ρευστοποιήσεις κερδών που έδωσαν διορθωτικό χαρακτήρα στο μήνα αυτό.

Στις αρχές όμως του Αυγούστου, προτού επανέλθει η αισιοδοξία, ξέσπασε η κρίση στον Περσικό Κόλπο, η οποία βύθισε όλα τα διεθνή χρηματιστήρια και βέβαια και το ελληνικό, σε έντονη ανησυχία για το ενδεχόμενο μιας πετρελαϊκής κρίσης και για την έναρξη μιας περιόδου παγκοσμίου έντονης ύφεσης την οποία θα επέσπευδε μια ανάφλεξη στον Περσικό Κόλπο. Η τιμή του πετρελαίου εκτινάχθηκε στα ύψη, πράγμα που είχε σχεδόν άμεσα αποτελέσματα στο πληθωρισμό και στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών, και το Χρηματιστήριο διήλθε μια μακρά πτωτική περίοδο που διήρκεσε μέχρι τα μέσα Νοεμβρίου. Η αποτυχία της Ελλάδος να αναλάβει τους Ολυμπιακούς Αγώνες του '96 στις 18 Σεπτεμβρίου ώθησε τις τιμές των μετοχών σε ακόμα μεγαλύτερη πτώση, παρόλο που η κυβέρνηση διαβεβαίωνε πως τα μεγάλα έργα στην Αθήνα θα γίνουν όπως ακριβώς είχαν προγραμματισθεί. Πιο σημαντικές απώλειες είχαν τα λεγόμενα "ολυμπιακά χαρτιά", δηλαδή οι μετοχές που θα ωφελούνταν ιδιαίτερα από τα έργα εν όψει

των ολυμπιακών (κατασκευαστικών εταιριών, οικοδομίσμων υλικών, τηλεπικοινωνιακού υλικού, κ.λ.π.).

Τέλος, η απότομη αύξηση του πληθωρισμού, τα περιοριστικά μέτρα που άρχισε να παίρνει η κυβέρνηση και το μεγάλο απεργιακό κύμα του Σεπτεμβρίου, πίεσαν τις τιμές των μετοχών προς τα κάτω. Στο τρίμηνο Ιουλίου - Σεπτεμβρίου, ο γενικός δείκτης τιμών του Χ.Α.Α. έχασε το 26% της αξίας του. Οι τιμές άγγιξαν το ναδίρ τους στις 12 Νοεμβρίου και οι απώλειες του γενικού δείκτη από την υψηλότερη τιμή του της 5ης Ιουλίου έφτασαν το 55%!

Η διαφαινόμενη όμως ύφεση στον Περσικό Κόλπο, η κόπωση του επενδυτικού κοινού γύρω από το ζήτημα αυτό, η επικείμενη φορολόγηση των τόκων των καταθέσεων και οι σχετικά συμφέρουσες τιμές πολλών μετοχών δημιούργησαν εκ νέου ζήτηση τίτλων που ώθησε σε μικρή άνοδο τις τιμές μέχρι τον Δεκέμβριο αν και προς το τέλος υπήρξε σταθεροποίηση. Πολλοί επενδυτές που είχαν αποτραβηχτεί κατά το τέλος του καλοκαιριού και κατά την διάρκεια του φθινοπώρου, άρχισαν σιγά σιγά να επιστρέφουν στο Χρηματιστήριο, καθώς εμφανίστηκαν και πάλι ορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες.

Συνολικά πάντως, το Χρηματιστήριο Αθηνών κλείνει το '90 με υπερδιπλασιασμό του γενικού δείκτη τιμών, με πραγματική απόδοση (αφαιρούμενου του πληθωρισμού) σχεδόν 80% , γεγονός που το κατέστησε ένα από το πιο επικερδή χρηματιστήρια στο κόσμο, ιδιαίτερα σε μια χρονιά που οι περισσότερες διεθνείς κεφαλαιαγορές παρουσίασαν πτώση επηρεασμένες από την παγκόσμια οικονομική ύφεση που προδιαγραφόταν και από τις επιπτώσεις της κρίσης στον Περσικό Κόλπο.

21.5. ΤΟ 1991

Μετά τη μεγάλη άνθηση που γνώρισε το Χρηματιστήριο Αθηνών κατά το '90, το 1991 ήταν έτος ύφεσης. Η ανάκαμψη που όλοι περίμεναν και δεν έγινε, το σταθεροποιητικό πρόγραμμα που έπεσε έξω από τους στόχους του, τα δημόσια ελλείμματα που δεν περιορίστηκαν καθώς και η καθυστέρηση στην αποκρατικοποίηση σε συνδυασμό με την πολιτική αστάθεια στα Βαλκάνια, δημιούργησαν αρνητικό κλίμα στο Χρηματιστήριο. Τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα διατήρησαν τις δανειακές ανάγκες του δημοσίου σε πολύ υψηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να καθυστερήσει σημαντικά η μείωση των επιτοκίων των εντόκων γραμματίων του δημοσίου. Με δεδομένο μάλιστα τα πλεονεκτήματα της ασφαλούς (σίγουρης) υψηλής απόδοσής τους και του αφορολόγητου των τόκων τους, τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου και τα λοιπά κρατικά ομόλογα υπήρξαν ιδιαίτερα ελκυστικά και απορρόφησαν μεγάλη ποσότητα κεφαλαίων τα οποία απομακρύνθηκαν από τις μετοχές.

Λς ρίξουμε όμως μια ματιά στην οικονομία του έτους 1991:

21.5.1. Η Οικονομική Κατάσταση

Εάν όλος ο κόσμος σχεδόν είχε εισέλθει κατά το 1991 σε μια κατάσταση παρατεταμένης ύφεσης, η Ελλάδα σε τι κατάσταση θα βρισκόταν;

Η έναρξη της εφαρμογής μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης και η άσκηση περιοριστικής εισοδηματικής πολιτικής στα πλαίσια του τριετούς σταθεροποιητικού προγράμματος 1991-93, καθώς και η άσκηση αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής

είχαν ως αποτέλεσμα κάποια βελτίωση των συνθηκών μακροοικονομικής ισορροπίας της ελληνικής οικονομίας συγκριτικά με τις δυσμενείς εξελίξεις του '89 και '90. Ειδικότερα:

Ο πληθωρισμός από 22,9% το '90 μειώθηκε στο 17,9% το 1991 (με τιμές τέλους έτους), έναντι στόχου 17%, οπότε παρά τη μείωση των 5 μονάδων το αποτέλεσμα δεν μπορεί παρά να θεωρηθεί αποτυχία.

Σημαντική ήταν η βελτίωση του ισοζυγίου των εξωτερικών πληρωμών κατά το εξεταζόμενο έτος. Το έλλειμμα του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε σε 1,5 δις \$ ή 2,5% του Α.Ε.Π, έναντι 3,6 δις \$ ή 5,4% του Α.Ε.Π το '90, σημειώνοντας έτσι μείωση κατά 59% από την προηγούμενη χρονιά. Εξάλλου, η καθαρή εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων ήταν σχεδόν διπλάσια του ελλείμματος του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών, ενώ την αντίστοιχη περίοδο του '90 είχε καλύψει μόνο το 75% του ελλείμματος.

Το έλλειμμα του ευρύτερου δημοσίου τομέα διαμορφώθηκε στο 16% του Α.Ε.Π, δηλαδή σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα του στόχου που ήταν 13,5% του Α.Ε.Π, εντούτοις μειώθηκε κατά τρεις ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το '90 (1990: 19% του Α.Ε.Π).

Αποτέλεσμα της περιοριστικής οικονομικής πολιτικής, αλλά και της διεθνούς ύφεσης, ήταν η συγκράτηση του ρυθμού αύξησεως του Α.Ε.Π (σε σταθερές τιμές) στο 1,2%, που θα ήταν πολύ χαμηλότερος εάν δεν αυξανόταν σημαντικά η γεωργική παραγωγή κατά 10% σε σταθερές τιμές. Η εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας στον αστικό τομέα της οικονομίας αύξησε επίσης την ανεργία στο 8,1% της εργατικής δύναμης.

Τα επιτόκια των ετήσιων τίτλων του δημοσίου αν και μειώθηκαν σε σχέση με το 1990, λόγω των ιδιαίτερα μεγάλων δανειακών αναγκών του κράτους διατηρήθηκαν σε πολύ υψηλά επίπεδα και συγκεκριμένα στο 22,5%.

Η φοροδιαφυγή για άλλη μια χρονιά δεν μπόρεσε να αντιμετωπισθεί. Η χώρα μας ανακηρύχθηκε πρωταθλήτρια σε αυτό τον τομέα. Συγκεκριμένα, ο φόρος εισοδήματος φυσικών προσώπων ως ποσοστό του Α.Ε.Π. ήταν 4,1% στην χώρα μας, με μέσο όρο της Ε.Ο.Κ. 10,9% και μέσο όρο του Ο.Ο.Σ.Α. 11,6%. Είμαστε δηλαδή πολύ κάτω από τον μέσο όρο της Κοινότητας και του Ο.Ο.Σ.Α., πράγμα που δεικνύει την τεράστια έκταση της φοροδιαφυγής που έχουμε στην Ελλάδα. Το ίδιο πράγμα φαίνεται και από τα Συνολικά φορολογικά έσοδα που ως ποσοστό του Α.Ε.Π. στην Ελλάδα ήταν 27,7% ενώ στην Ιταλία ήταν 42,4%, στην Ισπανία 35,9%, στην Ιαπωνία 30,2% και στις Η.Π.Α. 29,8%.

21.5.2. Η Χρηματιστηριακή Πορεία

Το 1991, παρά την έναρξη των στρατιωτικών επιχειρήσεων στον Κόλπο στις 15 Ιανουαρίου, ξεκινάει με προσδοκίες. Και αυτό διότι το επενδυτικό κοινό προεξοφλούσε μια άνετη και γρήγορη επικράτηση των συμμαχικών (κυρίως αμερικανικών) στρατευμάτων ενάντια στα ιρακινά, η οποία αν συνέβαινε θα έβαζε αίσιο τέλος σε αυτή την πολύμηνη παγκόσμια κρίση (όπως και έγινε). Ο μηνιαίος τζίρος πέφτει τον Ιανουάριο στα 27,4 δις, θα ανέβει όμως τον Φεβρουάριο στα 72,3 δις και τον Μάρτιο στα 79,8 δις δρχ., για να ξαναπέσει τον Απρίλιο στα 42 και ο Αύγουστος να κλείσει στα 27,8 δις δρχ. Ο δείκτης τιμών ακολουθεί και αυτός πτωτική πορεία.

Η ύφεση έχει επηρεάσει και το Χρηματιστήριο. Η αναποτελεσματικότητα της κυβέρνησης σχετικά με την εφαρμογή ενός προγράμματος που έμοιαζε δυναμικό, θα έχει τις αρνητικές της επιπτώσεις. Η αβεβαιότητα κυριαρχεί. Τα εθνικά θέματα και οι πρωτοβουλίες της κυβέρνησης δεν πείθουν. Η κάμψη είναι ραγδαία και εντυπωσιακή.

Ο Αύγουστος κλείνει με όγκο συναλλαγών 40,5% πιο κάτω από ότι τον ίδιο μήνα του '90, ενώ ο γενικός δείκτης τιμών είναι πεσμένος κατά 24,45% (για την ίδια σύγκριση). Το κλίμα είναι βαρύ. Το κακό θα συνεχισθεί και τον Σεπτέμβριο. Η επιστροφή των επενδυτών από την εξοχή ρίχνει τον δείκτη κατά 14,43% μέσα σε τριάντα μέρες. Ταυτόχρονα, οι μηνιαίες συναλλαγές μειώνονται κατά 2,7 δις δρχ. ή 9,8%. Βασικό ρόλο στην πτώση παίζουν οι τράπεζες, που χάνουν περισσότερο από άλλες μετοχές.

Η αρνητική εικόνα των χρηματιστηριακών εξελίξεων είχε αντίκτυπο στη δημόσια εγγραφή δύο πολύ καλών εταιριών: της Διεθνούς Βιομηχανίας Ενδυμάτων και της Hellas Can, για τις οποίες η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είτε καλύφθηκε μόνο μια φορά είτε δεν καλύφθηκε πλήρως. Πρέπει να σημειωθεί ότι η δημόσια εγγραφή για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Hellas Can πήρε παράταση μιας εβδομάδας, λόγω της κακής χρηματιστηριακής συγκυρίας, κάτι που δεν είχε ξαναγίνει. Συνήθως, σε δημόσια εγγραφή νεοεισερχόμενης εταιρίας παρουσιαζόταν υπερζήτηση και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου καλυπτόταν τουλάχιστον 2 φορές (συχνά 4, 5, 8 φορές περισσότερο) ακόμα και αν επρόκειτο για μια όχι ιδιαίτερα καλή εταιρία (και ας αναλογισθούμε ότι στην συγκεκριμένη περίπτωση είχαμε μια από τις καλύτερες και πιο κερδοφόρες ελληνικές βιομηχανίες, δηλ. την Hellas Can)! Η κατάσταση αυτή θα επηρεάσει αρνητικά τους επόμενους μήνες τις επιχειρήσεις που ετοιμάζονταν να εισέλθουν στην χρηματιστηριακή αγορά ή να αυξήσουν απλά τα μετοχικά τους κεφάλαια. Το αποτέλεσμα ήταν να "παγώσουν" ουσιαστικά οι νέες εισόδους και οι αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων από τις ήδη εισηγμένες επιχειρήσεις.

Το κλίμα αρχίζει να επιδεινώνεται, καθώς στον ημερήσιο τύπο βγαίνουν συνεχώς δημοσιεύματα για την αρνητική πορεία των μακροοικονομικών κυρίως μεγεθών.

Σημειώνεται ότι στο τέλος του Σεπτεμβρίου ψηφίστηκε και το νομοσχέδιο (Ν. 1969/91) για τα αμοιβαία κεφάλαια, τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και τις νέες χρηματιστηριακές ρυθμίσεις, με σκοπό τον εκσυγχρονισμό και την εξυγίανση της κεφαλαιαγοράς.

Η αρνητική κλίση που πήρε η Σοφοκλέους θα σταματήσει προσωρινά τον Οκτώβριο. Το επενδυτικό κοινό θα κρατήσει επιφυλακτική στάση, με αποτέλεσμα μια ασήμαντη αύξηση των τιμών. Συγχρόνως θα σημειωθεί πτώση της μηνιαίας αξίας των συναλλαγών, που έφτασε τα 21,3 δις δρχ. (μείωση κατά περίπου 3,8 δις δρχ. ή -15,10% έναντι του μηνός Σεπτεμβρίου 1991).

Τα μακροοικονομικά βαραίνουν ακόμα περισσότερο. Ο τιμάρριθμος ξεφεύγει, με αποτέλεσμα να επιχειρηθεί σε συνθήκες πανικού η διαμόρφωση ενός πεντάμηνου μορατόριουμι μεταξύ κυβέρνησης και παραγωγικών τάξεων. Παρά τους γενικότερους προβληματισμούς για το πολύ άμεσο μέλλον του Χρηματιστηρίου, που αναφέραμε παραπάνω, υπάρχει σημαντική κινητικότητα στη συγκρότηση νέων αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο αυτή, πολλά από τα οποία δεν είναι σταθερού εισοδήματος. Οι αποφάσεις για ίδρυση νέων αμοιβαίων κεφαλαίων στηρίζονται στο ότι μια σωστή πολιτική κατάρτισης χαρτοφυλακίου (ιδιαίτερα σε μια εποχή με χαμηλότερες τις τιμές των μετοχών) και μια σωστή εφαρμογή marketing, θα τους δώσει την δυνατότητα να παρουσιάσουν ικανοποιητικές αποδόσεις, σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα.

Η μικρή πτώση που είχαμε τον Οκτώβριο των επιτοκίων των εντόκων γραμματίων του δημοσίου κατά μισή εκατοστιαία μονάδα (0,5%) και η μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων των εμπορικών τραπεζών (που έφτανε ως τις 3 ποσοστιαίες μονάδες) αποτελούν ενδεικτικά σημάδια της προσπάθειας που γίνεται για να ξεπεράσει η οικονομία την ύφεση και να εισέλθει σε φάση ανάπτυξης (μάταια όμως).

Τέλος, άρχισε η διαδικασία μηχανοργάνωσης του Χρηματιστηρίου, η οποία θα εξασφάλιζε πλήρως τη διαφάνεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών, ενώ η πλήρης

επέκταση του συστήματος αναμένετο ότι θα είχε ως συνέπεια την άμεση και ακριβή διοχέτευση και εκτέλεση εντολών αγοράς και πώλησης.

Ο Νοέμβριος θα αφήσει την ίδια πικρή γεύση. Οι τιμές των περισσότερων μετοχών υποχώρησαν, με αποτέλεσμα ο γενικός δείκτης να σημειώσει αρνητικό ρεκόρ έτους στις 18-11-1991. Φυσικά και οι τιμές των περισσότερων μετοχών πέτυχαν τις χαμηλότερες τιμές από την αρχή του έτους. Υπό αυτή την έννοια προσφέρονταν για αγορά.

Το ύψος όμως της συνολικής κεφαλαιοποίησης της κύριας αγοράς του ελληνικού χρηματιστηρίου ανερχόταν σε 2,4 τρισεκατομμύρια δραχμές, που αποτελούσε ως ποσοστό περίπου το 22% του Α.Ε.Π '91, πράγμα που σημαίνει ότι η σημασία του Χρηματιστηρίου αυξήθηκε αρκετά για την ελληνική οικονομία το 1991, σε σχέση με ότι συνέβαινε στο παρελθόν. Ενδεικτικά, σημειώνεται ότι η κεφαλαιοποίηση του '86 περιοριζόταν μόλις στο 3,5% του Α.Ε.Π.

Όμως είναι αλήθεια ότι παρατηρήθηκε αισθητή κάμψη του όγκου και της αξίας των ημερησίων συναλλαγών σε σχέση με τον μήνα Οκτώβριο '91. Η αξία των μηνιαίων συναλλαγών έφθασε τα 16,73 δις δρχ., σημειώνοντας πτώση 21,6% έναντι του προηγούμενου μήνα.

Το Νοέμβριο κλείνει ουσιαστικά το θέμα της αύξησης του κεφαλαίου της Εθνικής Τράπεζας κατά 160 δις δρχ., που τόσο ταρακούνησε την αγορά. Το δημόσιο ανέλαβε να καλύψει με ειδικό δάνειο (με επιτόκιο 4%) ύψους περίπου 115 δις δρχ. Η Εθνική με αυτό τον τρόπο κάνει το σημαντικότερο βήμα εξυγίανσής της μεταφέροντας στο κράτος σχεδόν όλα της τα προβλήματα. Παράλληλα, οι ανακοινώσεις για το σχέδιο αναμόρφωσης της φορολογίας θα δημιουργήσει κάποιο θετικό κλίμα, που όμως, θα επισκιαστεί στη συνέχεια από τον προϋπολογισμό του '92, ο οποίος θα προκαλέσει αντιφατικές αντιδράσεις.

Τον Δεκέμβριο, η εικόνα δεν αλλάζει, καθώς η υποχώρηση των τιμών συνεχίστηκε. Στις 13-12-1991 ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών σημείωσε αρνητικό ρεκόρ έτους και οι τιμές πολλών μετοχών έφθασαν σε νέα χαμηλότερα επίπεδα έτους, έπιασαν που λέμε "πάτο". Προς το τέλος όμως του μήνα παρουσιάστηκε αύξηση του όγκου και της αξίας των συναλλαγών έναντι του προηγούμενου μήνα. Το γεγονός αυτό έδειχνε μια αναζωπύρωση της ζήτησης από τις αρκετά ελκυστικές τιμές των μετοχών όπως είχαν διαμορφωθεί.

Η αρνητική εικόνα που παρουσίασε το Χρηματιστήριο καθ'όλη την διάρκεια του έτους, είχε ως αποτέλεσμα ο γενικός δείκτης να φθάσει στο τέλος του έτους τις 809,71 μονάδες (έναντι 932 μονάδων το '90), σημειώνοντας κάμψη σε σχέση με το '90 122,29 μονάδες ή σε ποσοστό -13,12%. Η πραγματική αρνητική απόδοση ήταν μεγαλύτερη αν λάβουμε υπόψη και τον πληθωρισμό, και συγκεκριμένα ήταν -31,02%.

Συγχρόνως, παρατηρήθηκε σημαντική κάμψη στην ετήσια αξία των συναλλαγών όπου έφθασε περίπου τα 438 δις δρχ. έναντι 646 δις του '90, δηλαδή σημειώθηκε κάμψη περίπου κατά -32% ! Είναι γεγονός πάντως, ότι οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές καθ'όλη την διάρκεια του χρόνου υπήρξαν σημαντικές, και θα πρέπει να θεωρηθούν ιδιαίτερα ικανοποιητικές, κατά κύριο λόγο για τους τρεις πρώτους μήνες του έτους όπου η μηνιαία αξία των συναλλαγών ήταν μεγαλύτερη των αντίστοιχων μηνών του προηγούμενου έτους ('90), κατά το οποίο είχε σημειωθεί η υψηλότερη αξία ετησίων συναλλαγών όλων των εποχών.

Κατά την διάρκεια του χρόνου στην κύρια και παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. εισήχθησαν οι μετοχές 17 (νέων) εταιριών και το σύνολο των αντληθέντων από αυτές κεφαλαίων ανήλθε σε περίπου 54,3 δις δρχ. έναντι περίπου 58,9 δις δρχ. που αντλήθηκαν το '90 από αντίστοιχες δραστηριότητες (μείωση μόνο -7,81%). Τα αντληθέντα κεφάλαια από αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων εταιριών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. έφθασαν περίπου τα 97 δις δρχ. το '91. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί και η έκδοση

του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου της Εθνικής Τράπεζας, αξίας 119 δις δρχ. μέσα στο '91. Αν συνυπολογισθεί η έκδοση αυτή, τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε 216 δις δρχ. Το '90 η άντληση κεφαλαίων από εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες είχε ανέλθει σε 130,8 δις δρχ.

ΟΙ ΚΕΡΔΙΣΜΕΝΟΙ ΚΑΙ ΟΙ ΧΑΜΕΝΟΙ ΤΟΥ 1991
ΠΕΡΙΟΔΟΣ: 02/01/1991 - 31/12/1991

Κερδισμένοι	Μεταβολή	Χαμένοι	Μεταβολή
1. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	340%	1. ΕΛΦΙΚΟ (Κ)	-70%
2. GLOBE	207%	2. ΕΛΦΙΚΟ (Π)	-67%
3. ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	105%	3. ΛΑΥΡΕΩΤΙΚΗ (ΚΑ)	-61%
4. ΝΙΚΑΣ	68%	4. ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-61%
5. ΙΠΠΟΤΟΥΡ (Κ)	62%	5. ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (Π)	-60%
6. ΔΗΜΗΤΡΙΑΔΗΣ	60%	6. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ (ΠΑΨ)	-58%
7. ΒΙΕΦΗΛ	56%	7. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ (Π)	-57%
8. ΜΟΥΖΑΚΗΣ (ΚΟ)	50%	8. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ (Κ)	-57%
9. ΚΑΤΣΕΛΗΣ (Κ)	48%	9. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ (ΠΜΨ)	-57%
10. ΡΟΚΑΣ (Κ)	47%	10. ERGODATA	-57%
11. ΕΛΛΙΣ	45%	11. ΚΑΛΠΙΝΗΣ-ΣΙΜΟΣ (Π)	-56%
12. ΕΡΜΗΣ	40%	12. ΗΛΙΟΣ	-55%
13. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	40%	13. ΒΙΟΣΩΛ (Π)	-55%
14. ΒΙΑΜΥΛ (Π)	34%	14. ΠΡΟΦΙΛ-ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ (Π)	-54%
15. ΙΠΠΟΤΟΥΡ (Π)	33%	15. ΒΙΟΣΩΛ (Κ)	-53%
16. ΓΕΝ.ΑΠΟΘΗΚΕΣ (Π)	30%	16. ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (Κ)	-52%
17. ΚΥΛΙΝΔΡ.ΑΤΤΙΚΗΣ	25%	17. ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΑ ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ	-52%
18. ΓΕΝ.ΑΠΟΘΗΚΕΣ (Κ)	24%	18. ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ (Π)	-52%

21.6. ΤΟ 1992

Το 1992 παρά περί του αντιθέτου προσδοκίες για τερματισμό της ύφεσης και ξεκίνημα ανοδικής χρηματιστηριακής πορείας, είχαμε τελικά και περαιτέρω πτώση, δεδομένου ότι οι οικονομικές θετικές εξελίξεις δεν έρχοταν όπως αναμενόταν και η πολυπόθητη ανάκαμψη αναβαλλόταν κάθε φορά για το επόμενο τρίμηνο.

Ας ριξουμε όμως πρώτα μια ματιά στην εθνική μας οικονομία και έπειτα προχωράμε σε μια αναλυτική εξέταση της χρηματιστηριακής πορείας.

21.6.1. Η Ελληνική Οικονομία το '92

Για τρίτο συνεχόμενο έτος η κυβέρνηση εφάρμοσε το μεσοπρόθεσμο σταθεροποιητικό πρόγραμμα. Στα πλαίσια αυτού του προγράμματος, η οικονομική πολιτική επικεντρωνόταν στην άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής, νομισματικής και εισοδηματικής πολιτικής και στη λήψη θεσμικών μέτρων με σκοπό την εξάλειψη των στρεβλώσεων της ελληνικής οικονομίας.

Ως προς την εξέλιξη των δημοσιονομικών, οι οικονομικοί δείκτες δείχνουν μια σαφή πρόοδο. Ο πληθωρισμός αν και είναι ακόμα ο υψηλότερος στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα,

παρουσιάζει μια συνεχή πτωτική πορεία. Στο τέλος του 1992, ο πληθωρισμός σε ετήσια βάση ανέρχεται σε 14,4%, ενώ το '91 και το '90 ήταν 17,9% και 22,9% αντίστοιχα. Πολλοί όμως κριτικάρουν ότι δεν είναι αποτελεσματικός ο τρόπος αντιμετώπισης του πληθωρισμού που βασίζεται στην καθήλωση των εισοδημάτων και στην επακόλουθη συρρόκνωση της ζήτησης δεδομένου ότι αν φυσιολογικά σε κάποια στιγμή τα εισοδήματα αποκατασταθούν (μερικώς ή ολικώς), θα αυξηθεί και η ζήτηση με φυσικό επακόλουθο την ανάφλεξη του πληθωρισμού.

Το ιδιαίτερα θετικό γεγονός του έτους ήταν ότι για πρώτη φορά ο προϋπολογισμός παρουσίασε πρωτογενές πλεόνασμα της τάξεως του 2% ως ποσοστό του Α.Ε.Π. Δηλαδή το κράτος από την πρωτογενή λειτουργία του (τα έσοδα και τα έξοδα της συγκεκριμένης χρήσεως και όχι έξοδα που το βαρύνουν από τις προηγούμενες χρήσεις) είχε ένα - ομολογουμένως - μικρό πλεόνασμα. Αυτό σημαίνει ότι παύει να επιβαρύνει περισσότερο τα ελλείμματα και το δημόσιο χρέος και αντίθετα, εφόσον είχε ένα μικρό θετικό περίσσειμα δημιουργείται η δυνατότητα αποπληρωμής ενός μέρους του χρέους.

Στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής, η κεντρική τράπεζα (ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ) ακολουθεί μια αντιπληθωριστική πολιτική νομισματική και συναλλαγματική πολιτική. Ο ρυθμός διολίσθησης της δραχμής είναι χαμηλότερος της διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και των χωρών της Κοινότητας. Τα υψηλά πραγματικά επιτόκια στην εγχώρια αγορά υπαγορεύονται από τις δανειακές ανάγκες του δημοσίου και την πορεία των επιτοκίων στις ευρωπαϊκές αγορές. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου είχαν επιτόκιο 22,5%.

Η περιοριστική εισοδηματική πολιτική της τελευταίας διετίας είχε σαν θετικό αντίκτυπο την σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού αλλά και του κόστους εργασίας, με συνάπεια την αισθητή άνοδο της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής βιομηχανίας.

Το σταθεροποιητικό πρόγραμμα, εκτός από την δημοσιονομική πειθαρχία, αποβλέπει στον εκσυγχρονισμό του θεσμικού πλαισίου της οικονομίας. Κύριοι στόχοι είναι η μείωση του κρατικού παρεμβατισμού, η φιλελευθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, του εμπορίου και της βιομηχανίας και η αύξηση των επενδύσεων υποδομής.

Η ενίσχυση της επενδυτικής δραστηριότητας επιδιώκεται και με την φορολογική μεταρρύθμιση του Ιουνίου '92. Η ανώτερη κλίμακα φορολόγησης φυσικών προσώπων μειώθηκε από το 50% στο 40%, ενώ ένας χαμηλότερος, ενιαίος συντελεστής φορολόγησης (35%) ισχύει για τα παρακρατούμενα και διανεμόμενα κέρδη των επιχειρήσεων.

Το σταθεροποιητικό πρόγραμμα της κυβέρνησης συμπληρώθηκε τον Δεκέμβριο με ένα πενταετές πρόγραμμα σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς τα ευρωπαϊκά δεδομένα. Το πρόγραμμα σύγκλισης αποσκοπεί στην περαιτέρω εξυγίανση του δημοσίου τομέως, στην ενίσχυση των κεφαλαιουχικών επενδύσεων και στην επιπρόσθετη εφαρμογή θεσμικών μεταρρυθμίσεων ως προς:

- τους κανόνες λειτουργίας της αγοράς
- τον εκσυγχρονισμό του δημόσιου τομέα και διοίκησης
- τον περαιτέρω εκσυγχρονισμό του φορολογικού συστήματος
- την επιτάχυνση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων
- την χρηματοδότηση από το νεοσύστατο Ταμείο Συνοχής αναπτυξιακών έργων υποδομής στους τομείς των μεταφορών, περιβάλλοντος και τηλεπικοινωνιών

21.6.2. Οι Χρηματιστηριακές Εξελίξεις το '92

Η οικονομική αβεβαιότητα στις περισσότερες χώρες του Ο.Ο.Σ.Α, σε συνδυασμό με την βραδεια ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, επέδρασαν αρνητικά στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά κατά το 1992. Το αποτέλεσμα ήταν, το Χρηματιστήριο να παρουσιάσει μια σημαντική πτώση τιμών για δεύτερο συνεχές έτος μετά την εντυπωσιακή άνοδο των τιμών το 1990, όταν η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ήταν δεύτερη σε απόδοση παγκοσμίως.

Οι θετικές εξελίξεις των πρώτων δύο μηνών του έτους, έδωσαν μια ώθηση στην αγορά. Η υψηλή κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων για το οικονομικό έτος 1991, σε συνδυασμό με την επικείμενη φορολογική μεταρρύθμιση που προέβλεπε χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές για φυσικά πρόσωπα και επιχειρήσεις, δημιούργησαν ένα κλίμα αισιοδοξίας. Ο γενικός δείκτης τιμών έφτασε στις 1009,46 μονάδες, σημειώνοντας άνοδο 25,8% από την αρχή του έτους. Όμως, το θετικό κλίμα των πρώτων μηνών δεν συνεχίσθηκε, και στη συνέχεια το Χρηματιστήριο παρουσίασε πτώση των τιμών του ως το τέλος του έτους.

Η πολύ αργή ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, η νομισματική κρίση του Σεπτεμβρίου στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και η έκρυθμη κατάσταση στην πρώην Γιουγκοσλαβία συνέβαλλαν στο αρνητικό κλίμα της χρηματιστηριακής αγοράς.

Τον Νοέμβριο, ο γενικός δείκτης έπεσε κάτω από τις 600 μονάδες, που ήταν το χαμηλότερο επίπεδο τιμών από τον Φεβρουάριο του 1990. Κατά την διάρκεια των τελευταίων δύο μηνών του 1992, οι τιμές των μετοχών ανέκαμψαν και στο τέλος του έτους ο δείκτης έκλεισε στις 672,31 μονάδες, σημειώνοντας πτώση -16,97% σε ετήσια βάση. Η πραγματική όμως απόδοση αν συνυπολογίσουμε και τον πληθωρισμό, ήταν -31,37%. Η συνολική πτώση έφερε τις τιμές πολλών μετοχών σε πολύ ελκυστικά επίπεδα και σε μερικές περιπτώσεις κάτω από την λογιστική τους αξία.

Η νομισματική αναταραχή διέψευσε τις προσδοκίες για την σύντομη μείωση των επιτοκίων στην εγχώρια αγορά. Η ελληνική νομισματική πολιτική καθορίστηκε σε μεγάλο ποσοστό από τα υψηλά πραγματικά επιτόκια των ευρωπαϊκών χωρών και από την αναγκαιότητα άσκησης μιας περιοριστικής, αντιπληθωριστικής πολιτικής. Λόγω των υψηλών πραγματικών επιτοκίων στις ξένες αγορές, η κυβέρνηση αναγκάστηκε να αυξήσει σε κάποιο σημείο τα επιτόκια των τίτλων σταθερού εισοδήματος μέχρι και 23%. Η αύξηση των επιτοκίων όμως, σε συνδυασμό με τους εναπομείναντες συναλλαγματικούς περιορισμούς, προστάτησαν την δραχμή από κερδοσκοπικές τάσεις κατά την διάρκεια της νομισματικής αναταραχής.

Το απαγορευτικό ύψος των εγχώριων επιτοκίων είχε δύο βασικές επιπτώσεις. Πρώτον, πολλές επιχειρήσεις αναγκάστηκαν να αναβάλλουν επενδυτικά προγράμματα λόγω του υψηλού κόστους δανεισμού. Δεύτερον, παρά το πολύ ελκυστικό επίπεδο τιμών πολλών μετοχών, οι επενδυτές στράφηκαν προς τις υψηλές αποδόσεις βραχυπρόθεσμων μορφών επένδυσης και τίτλων σταθερού εισοδήματος που τους παρείχαν ικανοποιητική, σίγουρη και αφορολόγητη απόδοση. Η ροή επενδυτικών κεφαλαίων εκτός της χρηματιστηριακής αγοράς επεκτάθηκε και από την επιφυλακτική στάση που υιοθέτησαν οι ξένοι επενδυτές οι οποίοι άρχισαν να απομακρύνονται.

Όλοι αυτοί οι παράγοντες είχαν ανασταλτική επίπτωση στην χρηματιστηριακή αγορά. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών, ο οποίος υπερέβαινε τα 2 δισεκατομμύρια δραχμές το '91, ήταν μόλις 1,3 δισεκατομμύρια δραχμές το 1992 και μόνο περιστασιακά παρουσίαζε σημαντική αύξηση.

Επίσης πολλές εισηγμένες επιχειρήσεις που προγραμματίζαν την άντληση ιδίων κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά αναγκάστηκαν να αναβάλλουν τα σχέδια για την εισοδό

τους στο Χρηματιστήριο και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου τους εξαιτίας της πτωτικής πορείας της αγοράς. Μόνο πέντε εταιρίες εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το 1992 και τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε 31 δισεκατομμύρια δραχμές έναντι 150 περίπου δισεκατομμυρίων το '91. Στα τέλη του 1992, ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών ανέρχεται στις 164, από τις οποίες οι 156 είναι στην κύρια αγορά και οι 8 στην παράλληλη. Στις 31 Δεκεμβρίου 1992, η συνολική χρηματιστηριακή αξία (κεφαλαιοποίηση) των εισηγμένων εταιριών ήταν 2,044 τρισεκατομμύρια δραχμές, περίπου 14% χαμηλότερη από την αντιστοιχη αξία στο τέλος του '91.

Κατά τη διάρκεια του 1992, το Χ.Α.Α. συνέχισε την προσπάθεια εκσυγχρονισμού του νομοθετικού και θεσμικού πλαισίου λειτουργίας του. Η εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με οδηγίες της Ε.Ο.Κ συνεχίστηκε. Το 1992 ψηφίσθηκαν Προεδρικά Διατάγματα που θεσπίζουν "την αμοιβαία αναγνώριση των ενημερωτικών δελτίων", "τον καθορισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου", "την δημοσίευση πληροφοριών κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εισηγμένες εταιρίες" και "τις εμπιστευτικές πληροφορίες".

Το κεντρικό σημείο των θεσμικών μεταρρυθμίσεων ήταν η εγκατάσταση και η επίσημη έναρξη λειτουργίας του Αυτοματοποιημένου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών. Το σύστημα ξεκίνησε την λειτουργία του στις 17 Αυγούστου 1992 και αντικατέστησε το παραδοσιακό και "αρχαίο" σύστημα διεκπεραίωσης εντολών με εκφώνηση και αντιφώνηση. Το νέο σύστημα συναλλαγών αποβλέπει βέβαια στην διευκόλυνση και διασφάλιση των συναλλαγών και στην έγκαιρη και υπεύθυνη πληροφόρηση των επενδυτών, με σκοπό την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του θεσμού. Το Α.Σ.Η.Σ. βασίζεται στην αρχή της διασταύρωσης των εντολών και φυσικό είναι με αυτό να αυξηθούν οι συναλλαγές. Περισσότερα για το σύστημα θα πούμε στο τέλος αυτού του κεφαλαίου σε μια ειδική ενότητα.

21.7. ΤΟ 1993

Την στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές, δεν έχει τελειώσει το έτος 1993. Ετσι θα αρκεστούμε στην περιγραφή των δεδομένων που έχουμε ως τώρα (20-10-1993). Πρώτα όμως ας περιγράψουμε πως έχει ως σήμερα η οικονομία.

21.7.1. Η Ελληνική Οικονομία το '93

Ο πληθωρισμός στο τέλος του Μαΐου '93 έτρεχε με 16,4% και με προοπτική να κλείσει στο τέλος του έτους περίπου με 13%. Αν όντως επιβεβαιωθεί το 13%, θα έχει μειωθεί σε σχέση με το '92 κατά 1,4 μονάδες όμως παρόλα αυτά το αποτέλεσμα δεν μπορεί παρά να θεωρηθεί αποτυχία καθώς ο στόχος του σταθεροποιητικού προγράμματος ήταν ο πληθωρισμός στο τέλος του έτους 1993 να είναι μονοψήφιος. Κάτι τέτοιο όμως είναι εξωπραγματικό και αδύνατο. Η άποψή μας είναι ότι ακόμα και το 1994 δεν θα επιτευχθεί ο μονοψήφιος πληθωρισμός ή ότι θα επιτευχθεί πολύ δύσκολα και στηρίζεται στο ότι η καταπολέμηση του πληθωρισμού μέχρι σήμερα, βασιζόταν σχεδόν αποκλειστικά στον περιορισμό της ζήτησης μέσω της μείωσης των εισοδημάτων. Η πολιτική αυτή είναι λάθος. Ο σωστός τρόπος καταπολέμησης του πληθωρισμού θα έπρεπε να συνδυάζει τον μερικό και επιλεκτικό περιορισμό της ζήτησης, την αύξηση της προσφοράς, την δραστική μείωση των υπερόγκων δημοσίων δαπανών.

Το χρέος της κεντρικής διοίκησης έχει υπερδιογκωθεί, έχει φτάσει περίπου τα 20 τρισεκατομμύρια δραχμές, είναι κατά πολύ μεγαλύτερο του Α.Ε.Π (περίπου 114%) !, και πολλοί εμπειρογνώμονες κρούουν τον κώδων του κινδύνου ότι η εξυπηρέτησή του γίνεται πλέον φοβερό πρόβλημα. Ο προϋπολογισμός του '93 φαίνεται ότι θα κλείσει με τουλάχιστον 1 τρισεκατομμύριο δραχμές έλλειμμα, λόγω της μη πραγματοποίησης των προϋπολογισθέντων εσόδων, της μη πραγματοποίησης των σχεδιασμένων αποκρατικοποιήσεων και της υπέρβασης των δαπανών. Η απόκλιση αυτή θα είναι η μεγαλύτερη που θα έχει σημειώσει προϋπολογισμός ποτέ! Δηλαδή οι δανειακές ανάγκες του κράτους εξαιτίας του δημοσιονομικού του ελλείμματος, θα ανέλθουν στο τέλος του έτους σε περίπου 13% του Α.Ε.Π.

Η ανεργία αναμένεται να πλησιάσει το 10% του εργατικού δυναμικού. Ο αριθμός των ανέργων υπολογίζεται σε περίπου 450.000 άτομα. Χιλιάδες μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν προβλήματα. Έχουμε σημαντική πτώση των λιανικών πωλήσεων. Οι ακάλυπτες επιταγές και οι διαμαρτηρημένες συναλλαγματικές έχουν αυξηθεί υπερβολικά. Εκατοντάδες ή ίσως χιλιάδες λουκέτα μπαίνουν. Η αγορά σχεδόν στο σύνολό της έχει βυθιστεί. Η βιομηχανική παραγωγή μειώνεται, όπως επίσης παρατηρείται και μείωση του όγκου των οικοδομικών αδειών.

Επικρατεί επενδυτική άπνοια. Οι ιδιωτικές επενδύσεις βαίνουν μειούμενες τα τελευταία τρία χρόνια. Ευτυχώς που θα υπάρξουν μεγάλα δημόσια έργα υποδομής που θα είναι χρηματοδοτούμενα από το Β πακέτο Ντελόρ.

Τα συναλλαγματικά μας αποθέματα φτάνουν (Λύγουστος '93) περίπου τα 8 δισεκατομμύρια \$, δηλαδή βρίσκονται στα υψηλότερα επίπεδα που έχουν βρεθεί ποτέ και είναι μεγαλύτερα από πολλών άλλων χωρών. Αυτό είναι πολύ καλό, διότι αν έχεις υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα μπορείς να πραγματοποιήσεις τις πληρωμές για τις εισαγωγές που κάνουμε, όπου σε αντίθετη περίπτωση (που τα συναλλαγματικά αποθέματα θα ήταν λίγα) θα έπρεπε είτε να πραγματοποιούμε λιγότερες εισαγωγές ώστε να μπορούμε με τα λιγότερα συναλλαγματικά μας αποθέματα να τις πληρώσουμε, πράγμα που θα έβλαπτε βέβαια το βιοτικό μας επίπεδο, είτε θα έπρεπε να δανειστούμε για να πληρώσουμε το επιπλέον αυτό μέρος των εισαγωγών μας για το οποίο δεν θα είχαμε χρήματα και βέβαια ο εξωτερικός δανεισμός επιδρά αρνητικά στην αύξηση του δημοσίου χρέους και είναι χειρότερος από τον εσωτερικό δανεισμό γιατί εξαρτώμαστε από το συνάλλαγμα. Ταυτόχρονα, με τα υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα μπορούμε να αποπληρώσουμε ένα μέρος του εξωτερικού δανεισμού που έχουμε κάνει παλαιότερα, την στιγμή που είμαστε υποχρεωμένοι να πληρώσουμε τους τόκους και τις δόσεις όπως έχουν συμφωνηθεί, όπου σε αντίθετη περίπτωση (αν τα συναλλαγματικά μας αποθέματα ήταν μικρά), θα αναγκαζόμασταν να ξαναδανειστούμε σε συνάλλαγμα για να ανταποκριθούμε στις υποχρεώσεις μας και βέβαια η αποπληρωμή δανείων με καινούργια δάνεια είναι προφανώς ο χειρότερος τρόπος αντιμετώπισης των, δεν είναι καν τρόπος αντιμετώπισης αλλά μια μεθόδευση μεταφοράς των σημερινών προβλημάτων στο μέλλον. Συμπεραίνουμε δηλαδή ότι τα υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα βοηθούν και στην αντιμετώπιση του σκέλους του δημοσίου χρέους που προέρχεται από εξωτερικό δανεισμό.

Ομως και αυτή η οικονομική βελτίωση στα συναλλαγματικά μας αποθέματα κριτικάρεται έντονα. Πιστεύεται ότι δεν είναι πραγματική και ουσιαστική η βελτίωση αλλά "φτιαχτή" υπό την έννοια ότι ούτε το εμπορικό ισοζύγιο βελτιώθηκε ούτε οι άδελφοι πόροι απέδωσαν τόσα πολλά. Αρά, πως αυξήθηκαν τα συναλλαγματικά μας αποθέματα; Η λογική μας οδηγεί σε μια απάντηση: Δανεισμός. Και φυσικά το να αυξάνεις τα συναλλαγματικά σου αποθέματα δανειζόμενος - και βέβαια μιλάμε για εξωτερικό δανεισμό - είναι φοβερό λάθος στην συγκεκριμένη εποχή που τα δάνεια είναι πανάκριβα λόγω των υψηλών επιτοκίων που επικρατούν διεθνώς.

Η πολιτική της "σκληρής" δραχμής, παρόλο που μπορεί να είναι αναγκαία επιλογή αυτή την στιγμή λόγω των αντιπληθωριστικών της επιδράσεων, δεν παύει να πλήττει την

ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων με αποτέλεσμα να παρεμποδίζονται οι εξαγωγές μας. Οι τελευταίες παρεμποδίζονται επίσης από την εμπόλεμη κατάσταση στην Βοσνία, η μόνη διόδος προς την Ευρώπη εκτός από την οδική λύση (που ήταν η φτηνότερη) μέσω πρώην Γιουγκοσλαβίας η οποία όμως αποκλείεται τώρα εξαιτίας του πολέμου, είναι η από θαλάσσης μεταφορά από Πάτρα σε ένα από τα ιταλικά λιμάνια και από εκεί στην συνέχεια οδικώς για την (υπόλοιπη) Ευρώπη. Όμως η μέσω Ιταλίας μεταφορά των ελληνικών προϊόντων αποτελεί πολύ μεγαλύτερη διαδρομή, ταυτόχρονα περιλαμβάνει και μεταφορά με πλοίο, αυξάνει συνεπώς πολύ το κόστος και πλήττει καίρια την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων μας. Γι' αυτό εξάλλου παρατηρείται μια μείωση περίπου κατά -10% των ελληνικών εξαγωγών κατά το πρώτο δεκάμηνο του έτους, την στιγμή που τα περασμένα τελευταία χρόνια είχαμε μια κατά μέσο όρο αύξηση περίπου 13%. Η μείωση στις εξαγωγές μας μπορεί επίσης να αποδοθεί εν μέρει και στην ύφεση που πλήττει τους ευρωπαίους πελάτες των προϊόντων μας, η οποία βέβαια έχει κάποια δυσμενή επίπτωση στην ζήτηση.

Η αύξηση του Α.Ε.Π. υπολογίζεται στο τέλος του έτους να είναι κοντά στο 1% , επίτευγμα πολύ χειρότερο από το προγραμματισμένο, το οποίο όμως αναμένεται να είναι μεγαλύτερο από την αύξηση του Α.Ε.Π. της Ολλανδίας, Ιταλίας, Βελγίου, Γερμανίας (όπου θα είναι περίπου -0,5%), να είναι περίπου στα ίδια επίπεδα με της Ισπανίας αλλά μικρότερο της Πορτογαλίας και Ιρλανδίας.

Στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τον Οκτώβριο είχε πλεόνασμα περίπου 487 εκατομμυρίων \$. Η εξέλιξη αυτή έχει δημιουργήσει κλίμα ευφορίας σε πολλούς επειδή πιστεύουν ότι είναι ένα σημάδι της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων, όμως όλες οι ενδείξεις συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι η βελτίωση αυτή είναι αποτέλεσμα της ύφεσης που πλήττει την ελληνική οικονομία και έχει σαν επίπτωση τον σημαντικό περιορισμό του εμπορικού ισοζυγίου. Η μείωση των εισαγωγών που σημειώθηκε ως τα μισά του έτους μπορεί να αποδοθεί και σε συγκυριακούς λόγους. Συγκεκριμένα, η κρίση στην αγορά αυτοκινήτου περιορίσει υπερβολικά τις εισαγωγές οχημάτων που, αν και δεν έχουμε στοιχεία, θα κρατήσει ως τα τέλη του καλοκαιριού, διότι το φθινόπωρο είχαμε την μείωση του Φόρου Ειδικής Κατανάλωσης που μείωσε αρκετά τις τιμές των Ι.Χ. και μοτοσυκλετών και που είναι σίγουρο ότι θα τονώσει την αγορά. Να αναφέρουμε εδώ ότι στο αντίστοιχο διάστημα του '92 είχαμε σημαντική αύξηση των εισαγωγών αυτοκινήτου λόγω του μέτρου της απόσυρσης, το οποίο όταν σταμάτησε να εφαρμόζεται νέκρωσε και την αγορά. Είναι χαρακτηριστικό ότι όλα τα μεγέθη του εμπορικού μας ισοζυγίου φέτος ('93) εμφανίζουν μείωση σε σύγκριση με το αντίστοιχο περυσινό διάστημα και αυτό κρίνεται ως η κατ'εξοχήν ένδειξη της ύφεσης της αγοράς.

Τα βασικά επιτόκια χορηγήσεων παραμένουν στα επίπεδα του 25 με 26% τα οποία με διάφορα πρόσθετα που υπάρχουν φτάνουν κοντά στο 30% ! Πως είναι δυνατόν να υπάρξει ανάπτυξη όταν τα επιτόκια βρίσκονται σε αυτά τα ύψη; Έχει εκφραστεί πολλές φορές η άποψη ότι για να γίνει ο δανεισμός ανεκτός, τα επιτόκια θα πρέπει να πέσουν περίπου 5 μονάδες.

Η παραοικονομία υπολογίζεται ότι φέτος θα έχει μέγεθος 40% του Α.Ε.Π. Το ποσοστό αυτό είναι πολύ μεγάλο για τα διεθνή δεδομένα. Γι' αυτό η κυβέρνηση θα πρέπει να κινηθεί σε κατεύθυνση ένταξης δραστηριοτήτων της παραοικονομίας στην επίσημη οικονομία ή αντιμετώπισης της παραοικονομίας, ούτως ώστε να διευρυνθεί η φορολογική βάση και να αυξηθούν τα συνολικά φορολογικά έσοδα ώστε να επωφεληθεί το κράτος.

21.7.2. Οι Χρηματιστηριακές Εξελίξεις το '93

Στο τέλος του 1992, ο γενικός δείκτης τιμών του Χ.Α.Α. έκλεισε στις 672,31 μονάδες και ο δείκτης τραπεζικών μετοχών στις 809,48.

Επειδή οι τιμές των μετοχών ήταν ιδιαίτερα χαμηλές, άρχισαν να προσελκύουν σταδιακά μικροεπενδυτές που είχαν αποσυρθεί τα προηγούμενα χρόνια.

Ετσι, στο τέλος του Ιανουαρίου του 1993, ο γενικός δείκτης ήταν στις 741,73 μονάδες και ο τραπεζικός στις 908,65. Είχαν σημειώσει δηλαδή αύξηση από τις τιμές κλεισίματος στο τέλος του προηγούμενου έτους 10,33% και 12,25% αντίστοιχα.

Στο τέλος του Φεβρουαρίου του 1993, ο γενικός δείκτης ήταν στις 833,05 μονάδες σημειώνοντας άνοδο από το τέλος του προηγούμενου έτους 23,91%, ενώ ο τραπεζικός δείκτης βρισκόταν στις 1057,43 μονάδες σημειώνοντας άνοδο 30,63%.

Οι τιμές ήταν ακόμα ελκυστικές, παρά την τελευταία συνεχή άνοδο που είχε αρχίσει βασικά εδώ και 3 με 4 μήνες (από τα τέλη του '92). Οι μικροεπενδυτές άλλωστε προσελκύονται ιδιαίτερα όταν πεισθούν ότι βρισκόμαστε σε ανοδική φάση, γιατί φοβούνται μην χάσουν τα χρήματά τους και ακριβώς γι' αυτό είναι διστακτικοί ως προς το να μπουν στο "παιχνίδι". Μπαινουν λοιπόν, όταν είναι σίγουροι ότι βρισκόμαστε σε μια ανοδική φάση και σίγουροι μπορεί να είναι μόνο αν για μια αρκετά μεγάλη περίοδο παρατηρούν ότι οι τιμές κατά κύριο λόγο αυξάνονται. Ετσι όμως πετυχαίνουν είτε να μπαίνουν στο "παιχνίδι" αρκετά αργά έτσι ώστε να κερδίζουν λίγα αφού ένα σημαντικό μέρος της ανοδικής φάσης έχει ήδη περάσει μέχρι να κατανοήσουν ότι βρισκόμαστε πράγματι σε φάση ανόδου, είτε αγοράζουν κατά τα τέλη της ανοδικής περιόδου, δηλαδή αγοράζουν σε πολύ ακριβές τιμές, επέρχεται φυσιολογικά στην συνέχεια η πτωτική φάση μετά το πέρας της ανοδικής, και πουλάνε με ζημιές εφόσον τότε οι τιμές πέφτουν. Η αντίδραση των μικροεπενδυτών, οι οποίοι δεν έχουν τις σχετικές στοιχειώδεις γνώσεις, - αν και οι ίδιοι νομίζουν μάλλον ότι γνωρίζουν σχεδόν τα πάντα - είναι μάλλον (επιεικώς ο χαρακτηρισμός) ζωώδης υπό την έννοια ότι ενεργούν "ακολουθώντας" την μάζα, χωρίς να έχουν αναλύσει γιατί ενεργούν έτσι ακριβώς, και βέβαια μόνο τα ζώα ακολουθούν και πράττουν ότι κάνει το κοπάδι χωρίς να κάθονται να σκεφτούν γιατί ενεργούν με αυτό τον τρόπο. Στο Χρηματιστήριο όμως μια τέτοια συμπεριφορά είναι επικίνδυνη και αν ακούγονται τότε τότε ότι έχουν χαθεί περιουσίες σε αυτό, θα έχουν χαθεί από άτομα που ενεργούν έτσι όπως περιγράψαμε παραπάνω.

Το Μάρτιο του '93 λοιπόν, αν συνεχιζόταν η άνοδος, τα πράγματα θα γινόταν επικίνδυνα, γιατί μια άνοδος που διαρκεί περίπου πεντε μήνες μέσα σε "άσχημες" συνθήκες δεν μπορεί να είναι λογική. Δεν μπορεί βέβαια να έχουμε για παραπάνω από 5 ή 6 μήνες αυξητικές τάσεις στις τιμές αλλά να μην βρίσκουμε τίποτα που να δικαιολογεί αυτή την κατάσταση. Και συγκεκριμένα, είχαμε σημειώσει άνοδο επί σειρά μηνών ενώ η κατάσταση της εθνικής μας οικονομίας γινόταν ολοένα και χειρότερη (δεν επιτυγχάνονταν κανένας από τους στόχους του σταθεροποιητικού προγράμματος όπως είχε σχεδιασθεί. Προφανώς οι στόχοι του ήταν υπεραισιόδοξοι, εξωπραγματικοί!), τα ίδια τα στελέχη της τότε κυβερνητικής παράταξης που βρισκόταν όμως έξω από την κυβέρνηση κάναν αυστηρή αντιπολίτευση και σκληρή κριτική στην κυβέρνηση, η αξιωματική αντιπολίτευση ζητούσε συνεχώς εκλογές, είχαμε εξεταστικές επιτροπές και ανακρίσεις για θέματα της ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ και για υποκλοπές, δηλαδή το πολιτικό κλίμα ήταν επιβαρυνμένο και ενώ ο πόλεμος στην πρώην Γιουγκοσλαβία συνεχιζόταν κανονικότητα. Δεν υπήρχε δηλαδή τίποτα που να δικαιολογούσε μια παρατεταμένη άνοδο. Σε αυτή την σκεπτική βασίζουμε την άποψή μας ότι αν συνεχιζόταν η άνοδος θα ήταν περιεργό και επικίνδυνο.

Στο τέλος του Μαρτίου 1993, ο γενικός δείκτης έκλεισε στις 766,80 μονάδες και ο τραπεζικός στις 949,16. Η άνοδος που είχε συντελεσθεί από το τέλος του προηγούμενου έτους ήταν 14,05% και 17,25% αντίστοιχα. Σε σχέση με το τέλος του προηγούμενου μήνα (Φεβρουάριος '93) παρουσίασαν πτώση (καλό και φυσιολογικό) -7,9% και -10,24% αντίστοιχα. Με τις μέχρι τώρα εξελίξεις παρατηρούμε ότι τον Ιανουαριο και τον Φεβρουάριο του έτους 1993 είχαμε άνοδο σημαντική και σε διάρκεια και σε μέγεθος. Η άνοδος είχε αρχίσει από τα μέσα του Νοεμβρίου '92. Ο τραπεζικός δείκτης σε αυτό το διάστημα είχε κερδίσει περισσότερα από τον γενικό δείκτη. Τον Μάρτιο του '93 είχαμε

πτώση που στον τραπεζικό δείκτη ήταν μεγαλύτερη από ότι στον γενικό. Όλα αυτά ήταν λογικά και αναμενόμενα, τον Μάρτιο υπήρξε μια διορθωτική κίνηση και πολλοί επενδυτές ρευστοποιήσαν τα κέρδη που είχαν επιτευξει. Το ότι ο τραπεζικός δείκτης παρουσίαζε μια εντονότερη διακύμανση σε σχέση με τον γενικό δείκτη σε αυτό το διάστημα, μας δείχνει ότι μέχρι τότε είχαν δραστηριοποιηθεί κυρίως μικροεπενδυτές επειδή αυτοί δείχνουν πράγματι μια προτίμηση στις μετοχές των τραπεζών. Σε αυτό το διάστημα η αξία των συναλλαγών κυμαινόταν κοντά στα 2,5 και 3 δις δραχ. σε ημερήσια βάση. Ταυτόχρονα είχαμε μια σχετική ενεργοποίηση των θεσμικών επενδυτών, πράγμα που φαίνεται από τις μερικές εξάρσεις του όγκου των συναλλαγών που είχαμε σε ορισμένες ημέρες. Τα μόνα θετικά της όλης περιόδου ήταν: 1) το νομοσχέδιο για την βελτίωση του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η τροπολογία που κατατέθηκε στη Βουλή για την διευκόλυνση των αποκρατικοποιήσεων μέσω του Χρηματιστηρίου, και 2) η μικρή μείωση κατά -0,50% των επιτοκίων των τίτλων του δημοσίου, η οποία μπορεί να ήταν όντως μικρή, αλλά εντασσόταν σε μια συστηματική προσπάθεια μείωσης των επιτοκίων όπου θα επηρέαζε θετικά τη χρηματιστηριακή αγορά, δίνοντας την δυνατότητα να διοχετευθούν σταδιακά κεφάλαια σε αυτή.

Η πτώση που εμφανίστηκε τον Μάρτιο, συνεχίστηκε ως τις αρχές του Ιουνίου. Κυρίαρχα στοιχεία αυτής της πτώσης ήταν η ρευστοποίηση πραγματοποιηθέντων κερδών, η σταδιακή έξοδος των θεσμικών επενδυτών όπως και των μικροεπενδυτών που δεν βλέπανε την βελτίωση που αναμένανε να έρχεται στην οικονομία. Έτσι στις 4 Ιουνίου, ο γενικός δείκτης φτάνει τις 733,79 μονάδες και ο τραπεζικός τις 900,78 μονάδες έχοντας επιτύχει άνοδο από το τέλος του προηγούμενου έτους 9,14% και 11,28% αντίστοιχα. Η αξία των συναλλαγών σε αυτή την περίοδο είναι λίγο + ή - από 1 δις δραχ. την ημέρα (δηλαδή, χαμηλή).

Αρχίζουν να δημοσιεύονται πλέον οι ισολογισμοί των εταιριών. Είναι χαρακτηρισικό ότι ενώ οι περισσότερες εισηγμένες εταιρίες εμφανίζουν μείωση των κερδών τους, παρόλ'αυτά μεταξύ των 10 πιο κερδοφόρων επιχειρήσεων (όχι τράπεζες) της χρήσης '92, οι 8 ήταν επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα: στην 2η θέση των πιο κερδοφόρων εταιριών, ήταν η 3Ε (Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως), δηλαδή ο εμφιαλωτής της Coca Cola και άλλων αναψυκτικών με κέρδη 12.782 εκατομμύρια δραχμές (αύξηση 31,7% συγκριτικά με το προηγούμενο έτος). Στην 4η θέση, ο ΤΙΤΑΝ με κέρδη 8.861 εκατομμύρια δραχμές (αύξηση 5,1%). Στην 5η θέση, η ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ που ελέγχεται (τουλάχιστον ως σήμερα 21-10-93) από την κοινοπραξία Cal-Nat στην οποία συμμετέχουν περισσότερο η Εθνική Τράπεζα και λιγότερο η Calcestruzzi, με κέρδη 7.014 εκατομμύρια δραχμές (αύξηση 9,7%). Στην 6η θέση, η ΙΝΤΡΑΚΟΜ με κέρδη 6.542 εκατομ. δραχ. (αύξηση 4,4%). Στην 7η θέση, η γαλακτοβιομηχανία ΔΕΛΤΑ με κέρδη 6.327 εκατομ. δραχ. (αύξηση 8,2%). Στην 8η θέση, η καπνοβιομηχανία ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ με κέρδη 5.625 εκατομ. (η μόνη εταιρία μεταξύ των δέκα πιο κερδοφόρων που σημείωσε μείωση -3,6%). Στην 9η θέση, η ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ με κέρδη 4.909 εκατομ. δραχ. και με πωλήσεις που αυξήθηκαν σε σχέση με το '91 21,6% και τέλος, στην 10η θέση, η κυτιοποιία Hellas Can με κέρδη 4.502 εκατομ. δραχ. (αύξηση 61,7%).

Στις 25 Ιουνίου, ο γενικός δείκτης φτάνει τις 766,34 μονάδες και ο τραπεζικός τις 939,76 μονάδες. Η άνοδος που έχει επιτευχθεί από το τέλος του προηγούμενου έτους είναι 13,99% και 16,09% αντίστοιχα. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ήταν περίπου 1,4 δις δραχμές. Τα θετικά στοιχεία που συνετέλεσαν στην άνοδο αυτό τον μήνα είναι η έγκριση δύο επενδυτικών εταιριών (Μεσογειακής και Εμπορικής) καθώς και της Ελληνικής Βιομηχανίας Ζάχαρης (Ε.Β.Ζ.), που έδωσε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μετά την σχετική έγκριση από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. Η έγκριση της Ε.Β.Ζ. ήταν ένα πολύ σημαντικό γεγονός γιατί είναι η πρώτη έμπρακτη εκδήλωση από πλευράς κυβέρνησης της διάθεσης να προβεί σε μερική έστω ιδιωτικοποίηση, εταιρίας που βρισκόταν υπό τον αποκλειστικό έλεγχο του κράτους, και όσον αφορά την συγκεκριμένη βιομηχανία πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι έχει το μονοπώλιο στην παραγωγή ζάχαρης στην Ελλάδα και μόνο αυτό αρκεί. Οι εξελίξεις δείχνουν ότι το ενδιαφέρον για το Χρηματιστήριο σταθεροποιείται σε υψηλότερα επίπεδα καθώς μάλιστα προς το τέλος του μήνα οι ξένοι

εκδήλωσαν εντονότερες επενδυτικές κινήσεις. Το έως τώρα αδιάφορο κλίμα βελτιώνεται. Κερδισμένες μετοχές τον Ιούνιο ήταν η ALCATEL, η Πετζετάκις, και διάφορες κατασκευαστικές. Ιστορικά τα επίπεδα τιμών θεωρούνται χαμηλά. Όλα δείχνουν ότι θα έχουμε ένα θερμό χρηματιστηριακό καλοκαίρι ενώ το σύνθηρες φαινόμενο σε αντίστοιχες εποχές άλλων ετών είναι η χαλάρωση.

Στο τέλος του Ιουλίου, ο γενικός δείκτης βρίσκεται στις 850,73 μονάδες και ο τραπεζικός στις 1018,98 μονάδες, έχοντας πετύχει αύξηση από το τέλος του προηγούμενου έτους 26,54% και 25,88% αντίστοιχα. Προσέξτε ότι για πρώτη φορά η αύξηση που έχει επιτευχθεί από τον γενικό δείκτη είναι μεγαλύτερη από αυτή του τραπεζικού. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ήταν 2,4 δις έναντι 1,4 δις του προηγούμενου μήνα (σημαντική αύξηση 71,43%). Μεγαλύτερη άνοδο τον Ιούλιο στις μετοχές κατασκευαστικών και τηλεπικοινωνιακών εταιριών. Το κλίμα γίνεται πλέον αισιόδοξο. Σε αυτή την μεταστροφή συμβάλλουν τα αυξημένα κέρδη των τραπεζών αλλά και άλλων εισηγμένων εταιριών κατά το 1ο εξάμηνο, η σύνδεση της χρηματιστηριακής πορείας με την σχεδιαζόμενη μερική αποκρατικοποίηση του Ο.Τ.Ε. και την εισαγωγή και διαπραγμάτευση των μετοχών του στο Χ.Α.Α. και η απόφαση για συστηματική και ανά δεκαπενθήμερο μείωση -0,25 ποσοστιαίες μονάδες των επιτοκίων των κρατικών τίτλων με στόχο τον Σεπτέμβριο να έχουν πέσει κάτω από 20%. Οι ξένοι επενδυτές δείχνουν την προτίμησή τους σε ορισμένες μετοχές του εμποροβιομηχανικού τομέα και απέχουν από τις τραπεζικές, για αυτό και οι τραπεζικές μετοχές μένουν πίσω (ιστορικά παράδοξο αφού σχεδόν πάντα οι τραπεζικές μετοχές συγκέντρωναν τις προτιμήσεις και είχαν μεγαλύτερες διακυμάνσεις από ότι οι άλλες μετοχές).

Τον Αύγουστο σημειώθηκε εντυπωσιακή άνοδος τόσο στις τιμές όσο και στον όγκο και στην αξία των συναλλαγών. Στις 13 Αυγούστου ο γενικός δείκτης κλείνει στις 944,44 μονάδες και ο τραπεζικός στις 1.134 μονάδες, όπου είναι τα ανώτερα επιτευχθέντα επίπεδα των τελευταίων 18 μηνών. Η αύξηση από το τέλος του '92 είναι 40,48% για τον γενικό δείκτη και 40,09% για τον τραπεζικό. Η συνολική αξία των συναλλαγών του μήνα έφτασε τα 75.666 εκατομ. δρχ. και σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα που ήταν 53.763 εκατομ. δρχ. σημείωσε άνοδο 40,7% και άνοδο 287,8% σε σχέση με τον Αύγουστο του '92 (19.511,7 εκατομ. δρχ.)! Η μέση ημερήσια συναλλακτική κίνηση έφτασε τα 3,44 δις δρχ. (η μεγαλύτερη από την αρχή του έτους). Από αυτό φαίνεται η σημαντική δραστηριοποίηση θεσμικών επενδυτών (ελλήνων και ξένων). Τον Αύγουστο εισήχθησαν και άρχισαν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο οι μετοχές των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου: "ΑΙΟΛΙΚΗ", "ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ", "ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ" και "ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ". Και βέβαια η είσοδος τρισάρων νέων επενδυτικών εταιριών με υψηλά διαθέσιμα κεφάλαια ενδυναμώνει την ζήτηση. Αποφασιστική ώθηση στην αγορά έδωσε και η - εστω με το ζόρι - ψήφιση του νομοσχεδίου για την μερική αποκρατικοποίηση του Ο.Τ.Ε. από το Β θερινό τμήμα της Βουλής. Το θέμα επίσης της προμήθειας του ενός εκατομμυρίου ψηφιακών παροχών του Ο.Τ.Ε. (η μεγαλύτερη προμήθεια που έχει πραγματοποιήσει ποτέ), επηρέασε ορισμένες μετοχές που σχετιζόνταν με αυτή. Συγκεκριμένα, αν εξαγόραζε το 35% του μετοχικού κεφαλαίου του Ο.Τ.Ε. η France Telecom (ένας εκ των υποψηφίων στρατηγικών επενδυτών), ήταν φυσικό ότι θα υποστήριζε και θα έδινε την προμήθεια στην ALCATEL (επίσης γαλλική) που βρίσκεται στο ελληνικό χρηματιστήριο. Η μετοχή λοιπόν της ALCATEL (συμμετοχής Βαρδινογιάννη), ανέβηκε στα ύψη. Αντιθέτως έχασε πολύ η μετοχή της INTRAKOM (ιδιοκτησίας Σ.Κόκκαλη), επειδή αν ο Ο.Τ.Ε. επωλείτο πράγματι, η INTRAKOM θα έχανε την προμήθεια που σε άλλη περίπτωση θα την είχε σίγουρη όπως όλες τις άλλες προμήθειες όλων των περασμένων ετών. Κατά τα άλλα, διακρίθηκαν οι χημικές, μεταλλουργικές και κατασκευαστικές εταιρίες και όσον αφορά τις τελευταίες θα συνεχίσουν για αρκετό καιρό να αποτελούν "χρυσά χαρτιά" λόγω των μεγάλων δημοσίων έργων που έχουν ξεκινήσει ή που θα ξεκινήσουν στο άμεσο μέλλον και στα οποία συμμετέχουν, άλλες λίγο και άλλες περισσότερο.

Στο δεύτερο δεκαπενθήμερο του Αυγούστου, παρατηρήθηκε μείωση των τιμών. Στο τέλος του μηνός, ο γενικός δείκτης βρισκόταν στις 873,68 μονάδες και ο τραπεζικός στις

1051,94 μονάδες. Η αύξηση των τιμών σε σχέση με το τέλος του '92, ήταν 29,95% και για τους δύο δείκτες (γενικό και τραπεζικό). Συγκριτικά όμως με τα μέσα του Αυγούστου που η αύξηση ήταν 40%, διαπιστώνουμε ότι μέσα σε ένα δεκαπενθήμερο χάθηκαν 10 ποσοστιαίες μονάδες. Αποφασιστικοί παράγοντες αντιστροφής του κλίματος ήταν: η έντονη κερδοσκοπία που υπήρξε, η ρευστοποίηση κερδών, η ασταθής πολιτική κατάσταση και η εκλογολογία που ανάβει. Στα τέλη του Αυγούστου ξεκινά η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής Τράπεζας κατά σχεδόν 50 δισεκατομμύρια δραχμές όπου με την άντληση αυτών των κεφαλαίων η τράπεζα θα προχωρήσει σε ένα πενταετές πρόγραμμα εκσυγχρονισμού και ανάπτυξης της. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της θα γίνει με την έκδοση περίπου 6 εκατομμυρίων μετοχών προς 8.500 δραχμές με προτεραιότητα άσκησης δικαιώματος από τους παλαιούς μετόχους. Ενώ το κλίμα είναι πλέον άσχημο, το μόνο που ίσως ξανατροφοδοτήσει ένα αισιόδοξο κλίμα φαίνεται ότι είναι οι εξαγγελίες του πρωθυπουργού στην Διεθνή Έκθεση Θεσσαλονίκης (Δ.Ε.Θ.) που πρόκειται να γίνουν στις αρχές Σεπτεμβρίου.

Στις αρχές Σεπτεμβρίου, η Ελλην.Βιομ.Ζάχαρης εισέρχεται στην χρηματιστηριακή αγορά, όπου πετυχαίνει αλεπάλληλα limit up (ανώτατο επιτρεπτό όριο ημερήσιας ανόδου μετοχής = 8%) με αποτέλεσμα σε μια εβδομάδα μόνο να έχει αυξηθεί η τιμή της από την στιγμή της εισόδου της στο Χρηματιστήριο κατά 45,42%!

Τον Σεπτέμβριο η κυβέρνηση της Νέας Δημοκρατίας πέφτει μετά τις ανεξαρτητοποιήσεις των Στεφανόπουλου, Συμπλιδή και τις παραιτήσεις ορισμένων άλλων, ο πρωθυπουργός πηγαίνει στην Δ.Ε.Θ. σαν υπηρεσιακός πρωθυπουργός και προχωράμε για πρόωρες εκλογές που επρόκειτο να γίνουν στις 10 Οκτωβρίου. Το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων παγώνει (Ο.Τ.Ε., Δ.Ε.Η., ΕΛ.ΔΑ). Το επενδυτικό κοινό παρόλο που είχε υπόψη του την εκλογολογία μάλλον είχε πιστέψει ότι οι εκλογές θα γίνονταν τελικά τον Απρίλιο του '94, γι'αυτό και αιφνιδιάστηκε από την πτώση της κυβέρνησης. Και επειδή το κοινό είχε συνδέσει την πορεία του Χρηματιστηρίου με την πορεία των ιδιωτικοποιήσεων (κυρίως με αυτή του Ο.Τ.Ε.), με την διακοπή αυτών των διαδικασιών και με την θέση του ΠΑ.ΣΟ.Κ. που ήταν αντίθετη με αυτές, το επενδυτικό κοινό "ταρακουνήθηκε". Η ανησυχία ήταν αισθητή και φανερή στην μετέπειτα πορεία του Χρηματιστηρίου. Ξεκινάει μια πτωτική περίοδος. Όλες οι προγραμματισμένες αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων αναβάλλονται (π.χ. της Τράπεζας Πιστεως κατά 25 με 30 δις δραχμές).

Στις 17 Σεπτεμβρίου, λήγει η περίοδος συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής Τράπεζας από την πλευρά των παλαιών μετόχων της. Οι παλαιοί κύριοι μέτοχοι που ήταν διάφοροι δημόσιοι οργανισμοί και ασφαλιστικά ταμεία, δεν συμμετείχαν στο βαθμό που θά'πρεπε και το ποσό της αύξησης δεν συγκεντρώνεται στο σύνολό του, παρόλο που από την πλευρά της τράπεζας υπήρχε στο μεσοδιάστημα παραπληροφόρηση ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου προχωρούσε καλά. Η τράπεζα έδωσε παράταση και διενήργησε και δημόσια εγγραφή για να μαζέψει τα απαραίτητα κεφάλαια. Επίσης, για να προσελκύσουν τον κόσμο, ανακοινώθηκε πληρωμή 300 δραχμών για τον Νοέμβριο σαν προέρισμα της χρήσεως '93. Τελικά δεν έγινε γνωστό αν καταφέραν να μαζέψουν όλο το ζητούμενο ποσό (περίπου 50 δις), αν και πιστεύουμε ότι μάλλον δεν επιτεύχθει στο σύνολό του και αυτό για δύο λόγους: 1) αν το είχαν επιτύχει θα γινόταν γνωστό από τον τύπο και 2) η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών που είχε ορισθεί στις 8.500 δραχμές τη μία ήταν ακριβή, διότι στην πτωτική χρηματιστηριακή αγορά η τιμή της μετοχής ήταν μικρότερη. Π.χ. στις 24 Σεπτεμβρίου, η χρηματιστηριακή τιμή της Εμπορικής ήταν 8.250 δραχμές. Έτσι γεννάται το ερώτημα: "Ποιός θα αγόραζε τις μετοχές από την δημόσια εγγραφή με 8.500 δραχμές αφού από την στιγμή που θα τελείωνε η εγγραφή θα μπορούσε να αγοράσει στην χρηματιστηριακή αγορά φτηνότερα;"

Άλλες εξελίξεις του Σεπτεμβρίου: 1) ανεκόπη η πτωτική πορεία στο κόστος του χρήματος και το Υπουργείο Οικονομικών υποχρεώθηκε να αυξήσει κατά 0,5 ποσοστιαία μονάδα το επιτόκιο των 3μηνης και 6μηνης διάρκειας εντόκων γραμματίων για να

καλύψει τις αυξημένες ταμειακές ανάγκες λόγω της προεκλογικής περιόδου. Η εξέλιξη αυτή προκαλεί σοβαρές ανησυχίες εφόσον σηματοδοτεί την αναστροφή της πτωτικής πορείας των επιτοκίων ενώ θα επηρεάσει αρνητικά και την προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού, 2) ενώ βρισκόμασταν σε προεκλογική περίοδο, σε μια τηλεοπτική συζήτηση των Στ.Μάνου και Γερ.Αρσένη, ο δεύτερος εδήλωσε ότι αν το ΠΑ.ΣΟ.Κ έρθει στην εξουσία είναι στις βλέψεις του να προβεί σε ονομαστικοποίηση όλων των μετοχών, να φορολογήσει την υπεραξία (κεφαλαιακά κέρδη μεταξύ τιμής αγοράς και πώλησης, που σήμερα βέβαια είναι αφορολόγητα) και να επανακρατικοποιήσει την ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ. Αυτές οι δηλώσεις ήταν επικίνδυνες για το Χρηματιστήριο που είχε ήδη αρχίσει να πέφτει. Εάν πραγματοποιούνταν, στην περίπτωση που θα νικούσε στις εκλογές το ΠΑ.ΣΟ.Κ (το πιθανότερο σύμφωνα με όλα τα προεκλογικά γκάλοπς), το Χρηματιστήριο θα καταποντιζόταν. Ευτυχώς που ο Παντ.Οικονόμου (μέλος του Ε.Γ. του κινήματος), καθυσύχασε το επενδυτικό κοινό, δηλώνοντας πως δεν πιστεύει ότι τελικά θα επανακρατικοποιήσουν την ΑΓΕΤ, ότι δεν πρόκειται να φορολογήσουν την υπεραξία και ότι ονομαστικοποίηση θα υπάρξει μόνο για τις μετοχές των ΔΕΚΟ που πιθανόν να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο. Ταυτόχρονα είπε ότι στα σχέδια του ΠΑ.ΣΟ.Κ είναι η φορολόγηση των τόκων, των κρατικών τίτλων και των Repos. Βέβαια το ΠΑ.ΣΟ.Κ το διέψευσε φοβούμενο απώλεια ψήφων, όμως με ποια λογική φορολογούνται οι τόκοι των καταθέσεων (με πολύ μικρότερη απόδοση λόγω του μικρού επιτοκίου που καλύπτεται από τον πληθωρισμό) και όχι οι τόκοι των εντόκων γραμματίων και Repos (με μεγαλύτερη απόδοση λόγω της θετικής διαφοράς μεταξύ επιτοκίων τους και πληθωρισμού). Η πιθανή όμως φορολόγηση των παραπάνω, εάν συνέβαινε θα είχε πολύ θετικό αντίκτυπο για το Χρηματιστήριο διότι θα έφερνε σταδιακά κεφάλαια στην χρηματιστηριακή αγορά.

Προς το τέλος του Σεπτεμβρη, η χρηματιστηριακή αγορά άρχισε να σταθεροποιείται. Η ομαλοποίηση της αγοράς εν μέρει οφειλόταν και στο έντονο ενδιαφέρον στελεχών των δύο βασικών κομμάτων για την κεφαλαιαγορά. Οι Μάνος (υπουργός εθνικής οικονομίας και οικονομικών) και Δούκας (υφυπουργός οικονομικών) εκ μέρους της Ν.Δ. και οι Οικονόμου, Ανωμερίτης εκ μέρους του ΠΑ.ΣΟ.Κ επισκέφτηκαν το Χρηματιστήριο. Η επικείμενη νίκη του ΠΑ.ΣΟ.Κ έπαψε να ανησυχεί τους επενδυτές και αντίθετα αυτό που τους ενδιέφερε περισσότερο ήταν το κόμμα που θα έβγαινε πρώτο να είχε αυτοδυναμία για να μπορεί να κυβερνήσει όπως θα 'πρεπε. Η ισχυρή μετεκλογική κυβέρνηση ήταν σημαντικότερο ζήτημα για τους επενδυτές από ότι ποιο κόμμα θα βγει νικητής και αυτό γιατί το κοινό είχε κατανοήσει ότι όποιο κόμμα και αν κέρδιζε τις εκλογές και έκανε κυβέρνηση, θα ακολουθούσε σχεδόν την ίδια συγκεκριμένη οικονομική πολιτική (σταθεροποιητική και αναπτυξιακή ταυτόχρονα) διότι αυτό επιβαλλόταν από την τραγική οικονομική κατάσταση της χώρας. Τα κέρδη των επιχειρήσεων στις οποίες οι επενδυτές είχαν βάλει τα χρήματά τους, δεν επρόκειτο να αλλάξουν προς το χειρότερο αν άλλαζε η κυβέρνηση. Τα μεγάλα δημόσια έργα (Μετρό, αεροδρόμια, λιμάνια, δρόμοι, κ.λ.π.) θα προχωρούσαν με οποιαδήποτε νέα κυβέρνηση λόγω της σημαντικής χρηματοδότησής τους από το Β πακέτο Ντελόρ.

Στα τέλη του Σεπτεμβρίου, ο γενικός δείκτης τιμών έκλεισε στις 823,61 μονάδες και ο τραπεζικός στις 973,82 μονάδες. Οι δείκτες σημείωσαν πτώση σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, 5,73% ο γενικός και 7,43% ο τραπεζικός. Σε σχέση όμως με το τέλος του προηγούμενου έτους ('92) είχε σημειωθεί άνοδος, του γενικού δείκτη κατά 22,5% και του τραπεζικού κατά 20,3%. Παρατηρούμε ότι οι τραπεζικές μετοχές (είναι πραγματικά περιεργό) έχουν επιτεύξει μικρότερη άνοδο απ'ότι οι άλλες. Συνήθως επί σειρά ετών, οι τραπεζικές μετοχές ήταν αυτές που σε ανοδικές χρηματιστηριακές φάσεις ανέβαιναν περισσότερο του μέσου όρου αλλά και που σε καθοδικές φάσεις κατέβαιναν περισσότερο από τον μέσο όρο. Συμπεραίνουμε δηλαδή ότι έχουν μείνει πίσω και αποτελούν καλή επενδυτική ευκαιρία λαμβανομένου υπόψη ότι τα κέρδη τους κατά το 1ο εξάμηνο του '93 παρουσιάζουν σημαντικές αυξήσεις παρά την ευρύτερη οικονομική ύφεση.

Τον Οκτώβριο πραγματοποιούνται οι εκλογές και τις κερδίζει το ΠΑ.ΣΟ.Κ που σχηματίζει αυτοδύναμη, ισχυρή κυβέρνηση, βοηθούμενο και από τον εκλογικό νόμο. Το

κλίμα που διαμορφώνεται στην αγορά είναι μάλλον αναμονής με ελαφρά αισιοδοξία. Το επενδυτικό κοινό περιμένει τα πρόσωπα που θα αναλάβουν τα οικονομικά υπουργεία και τις προγραμματικές δηλώσεις της κυβέρνησης. Το κοινό αντιδρά θετικά στην τοποθέτηση του Γ.Γεννηματά σαν υπουργό οικονομικών και εθνικής οικονομίας, όπως επίσης και στην πρόσκληση του νέου πρωθυπουργού από τον αμερικανό πρόεδρο Κλίντον. Γίνεται γνωστό ότι μερικές κατασκευαστικές εταιρίες πρόκειται να εισαχθούν προσεχώς στο Χρηματιστήριο (ΑΕΓΕΚ, Προοδευτική, Θεμελιοδομή, ΑΚΤΩΡ). Επίσης την ελαφρά αισιοδοξία τροφοδοτούν οι γνώμες που ακούγονται περί πτώσης των επιτοκίων κατά 2 μονάδες ως το τέλος του έτους και τα περί πιθανής εισαγωγής μικρού μέρους των μετοχών των ΕΛΔΑ (η περισσότερη κερδοφόρος βιομηχανία το '92) στο Χρηματιστήριο.

Η εκτίμησή μας είναι ότι το Χρηματιστήριο θα βελτιωθεί στην συνέχεια διότι το ΠΑ.ΣΟ.Κ έχει κατ'επανάληψη τονίσει ότι σε καμιά περίπτωση δεν θα υπάρξουν αιφνιδιασμοί, οιοιοδήποτε μέτρο και αν παρθεί, θα γίνει έπειτα από διάλογο και ότι θα υπάρξει σταθερότητα. Στο πρόγραμμά του εξάλλου αναφέρει επί λέξει:

<< Για την χρηματοδότηση της αναπτυξιακής προσπάθειας, θα προωθηθεί ο εκσυγχρονισμός και η διεύρυνση του χρηματιστηρίου, παράλληλα με την δημιουργία θεσμών κοινωνικής εποπτείας, για εξασφάλιση της διαφάνειας και προστασίας του επενδυτικού κοινού.

Το ΠΑΣΟΚ θα προχωρήσει στην αναβάθμιση του εικονικού ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και στη θέσπιση κανόνων για την αποτελεσματική λειτουργία της. Άμεση προτεραιότητα έχει η ενίσχυση των διατάξεων για την απαγόρευση της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών (inside trading) και η θεσμοθέτηση κανόνων για τον έλεγχο των ανοικτών πωλήσεων τίτλων (short sales) κατά το πρότυπο των οργανωμένων ξένων χρηματιστηριακών αγορών. Επίσης, θα δοθεί η δυνατότητα να ισχύσουν και άλλοι τρόποι χρηματιστηριακών συναλλαγών (π.χ. προθεσμιακός διακανονισμός και block trading) που θα στηρίξουν το ρόλο μιας υγιούς κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενισχύεται άμεσα με το κατάλληλο προσωπικό και αποκτά τα μέσα που θα της επιτρέπουν να ελέγχει την αγορά. >>.

Στις 22 Οκτωβρίου, ο γενικός δείκτης έκλεινε στις 854,41 μονάδες και ο τραπεζικός στις 1.006,63, έχοντας σημειώσει άνοδο σε σχέση με το προηγούμενο μήνα 3,7% ο γενικός και 3,4% ο τραπεζικός. Συγκριτικά με το τέλος του προηγούμενου έτους, σημειώθηκε άνοδος 27,09% από τον γενικό και 24,36% από τον τραπεζικό.

21.8. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΑΥΤΟΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Η αμερικάνικη εταιρία FEMCON ASSOCIATES, μια από τις 5 που είχαν προεπιλεγεί, ανέλαβε την ανάπτυξη του ηλεκτρονικού συστήματος αυτοματοποίησης των συναλλαγών.

Με την αυτοματοποίηση των συναλλαγών παύει πλέον να παρεμβαίνει "ανθρώπινο χέρι", πέραν της εισαγωγής μέσω των τερματικών των εντολών. Το σύστημα μέσω τερματικών διασταυρώνει αυτόματα τις εντολές πώλησης και αγοράς μετοχών καθορίζει την τιμή ανοίγματος της ημέρας, μεταδίδει τιμές και εκτελεί τις συναλλαγές αποδίδοντας "διαφανή" στοιχεία σε πωλητές και αγοραστές.

Ο πελάτης χρηματιστή ή χρηματιστηριακής εταιρίας γνωρίζει εάν και πότε εκτελέστηκε η συναλλαγή, σε ποια τιμή και σε ποια ακριβώς ώρα και, φυσικά, σε ποια ποσότητα. Το σύστημα σύμφωνα με τις προδιαγραφές, έχει την δυνατότητα να χειρίζεται 40.000 εντολές την ώρα, που έρχονται από ένα σύνολο 500 διαφορετικών θέσεων (τερματικών) από όλες τις πόλεις της Ελλάδας.

Τα χρεόγραφα που διακινούνται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος είναι οι κοινές και προνομιούχες μετοχές, τα δικαιώματα (options), τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα εταιρικά και τραπεζικά ομόλογα. Τα μέλη του Χρηματιστηρίου ή οι εξουσιοδοτημένοι εκπρόσωποί τους εισάγουν καθημερινά μέσω των τερματικών τους τις εντολές αγοράς ή πώλησης μετοχών ή άλλων χρεογράφων των πελατών τους. Οι εντολές μπορούν να εισάγονται πριν, αλλά και κατά την διάρκεια της συνεδρίασης.

Κάθε εντολή πρέπει να συνοδεύεται από τις εξής πληροφορίες:

- Εάν πρόκειται για αγορά ή πώληση.
- Κωδικός ασφαλείας.
- Ογκος (αριθμός μετοχών).
- Οριο ή τιμή που θέτει ο πελάτης.
- Αριθμός εντολής χρηματιστή.
- Πληροφορίες λογαριασμού πελάτη.
- Διάρκεια εντολής (π.χ. να εκτελεστεί μέχρι τάδε ημερομηνία).
- Οροι εντολής.

Στην προκαθορισμένη ώρα, η αγορά θα ανοίγει αυτομάτως με έτοιμες τις τιμές έναρξης, οι οποίες θα έχουν υπολογισθεί με βάση τις τιμές κλεισίματος της προηγούμενης, όσο και εκείνες των ήδη τοποθετημένων στο σύστημα εντολών. Το σύστημα αυτόματα συμψηφίζει ("αντικρίζει") εντολές αγοράς και πώλησης, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις πληροφορίες που συνοδεύουν κάθε εντολή. Στην προκαθορισμένη ώρα κλεισίματος γίνεται αυτόματος συμψηφισμός των εντολών με την τιμή κλεισίματος, ενώ δεν είναι δυνατή πλέον η εισαγωγή νέων εντολών.

Τα πινακίδια επιβεβαίωσης των συμφωνιών (συμψηφισμών) εκτυπώνονται σε χαρτί και για τις δυο πλευρές της συμφωνίας - και για τον πωλητή και για τον αγοραστή - όπου αναφέρονται όλες οι απαιτούμενες πληροφορίες, όπως τιμή, ώρα, όγκος, κ.λπ. Κάθε χρηματιστής μπορεί να παίρνει πληροφορίες από το τερματικό του όχι μόνο για τις εκτελεσθείσες συμφωνίες της ημέρας, στις οποίες έλαβε μέρος, αλλά και για τις συμφωνίες όλου του φάσματος της αγοράς και συγκεκριμένα όγκο, τιμή και ώρα κάθε συμφωνίας. Το σύστημα εξάλλου διατηρεί ημερήσιες στατιστικές πληροφορίες για κάθε χρεόγραφο, όπως σύνολο συμφωνιών, κομμάτια που συναλλάχθηκαν, αξία και άλλες πληροφορίες τιμών, όπως επίσης συνδέεται αυτόματα με διεθνή δίκτυα πληροφοριών και ειδήσεων, όπως Reuters, Telerate, κ.λπ.

Με τις αυτοματοποιημένες αυτές ρυθμίσεις λύνονται σχεδόν όλα τα προβλήματα. Κατά το παρελθόν είναι γνωστό ότι υπήρχαν παράπονα, άλλοτε δικαιολογημένα και άλλοτε αδικαιολόγητα για μη εκτέλεση εντολών ή για περιπτώσεις κερδοσκοπίας. Τώρα με την αυτοματοποίηση αυτά είναι αδιανόητα, αφού ο επενδυτής θα ξέρει τα πάντα από την στιγμή της εντολής έως τη στιγμή της οριστικής πώλησης των μετοχών.

Η είσοδος των υπολογιστών δεν μπορεί παρά να έχει και επίδραση στην ανάπτυξη του Χ.Α.Α. Ήδη ετοιμάζεται χρηματιστηριακό κέντρο στη Θεσσαλονίκη, το οποίο θα δέχεται τις εντολές των χρηματιστών και των επενδυτών. Η βόρειος Ελλάς διαθέτει ένα δυναμισμό με την ίδρυση του χρηματιστηριακού κέντρου στη Θεσσαλονίκη, θα τονώσει το επενδυτικό ενδιαφέρον της περιοχής, όπως επίσης θα έχει σαν συνέπεια την απορρόφηση μεγάλων κεφαλαίων από την χρηματαγορά της περιφέρειας. Μεγάλο ενδιαφέρον δείχνουν οι ξένοι επενδυτές για την νέα λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Είναι γνωστό ότι πολλά γραφεία ξένων ενδιαφέρονται για άμεση σύνδεση με το

ελληνικό χρηματιστήριο. Δηλαδή, το ηλεκτρονικό σύστημα είναι σίγουρο ότι θα αυξήσει την διαφάνεια, την ασφάλεια, την ταχύτητα διεκπεραίωσης, τον όγκο των συναλλαγών, κ.ά. Είναι πλέον γεγονός η ηλεκτρονική εποχή της Σοφοκλέους που βασίζεται στο σύστημα της FEMCON, σύστημα που όπως έχει αποδειχτεί στην πράξη είναι επιτυχημένο.

Το σύστημα της FEMCON λειτουργεί και στα χρηματιστήρια της Βοστώνης (το οποίο είναι συνδεδεμένο με της Νέας Υόρκης - N.Y.S.E.), του Λος Αντζελες και του Σαν Φρανσίσκο, καθώς και στο χρηματιστηριακό κέντρο εμπορευμάτων στη Νέα Υόρκη. Το σύστημα χρησιμοποιεί υπολογιστές (hardware) STRATUS οι οποίοι χρησιμοποιούνται και στο χρηματιστήριο του Λονδίνου στο οποίο το 80% των συναλλαγών γίνεται με συστήματα σχεδιασμένα από την FEMCON. Πριν μερικά χρόνια, στον δυνατό σεισμό του Σαν Φρανσίσκο ο υπολογιστής έκλεισε αυτόματα και μέσα σε μισή ώρα επανήλθε σε πλήρη λειτουργία (disaster recovery), ενώ μέσω του δικτύου κατά τη μισή ώρα της διακοπής η διαπραγμάτευση συνεχίστηκε στο χρηματιστήριο του Λος Αντζελες!

21.9. ΟΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ

Οι εξελίξεις που αναμένονται στο χρηματιστηριακό τομέα κατά κλάδο, μπορούν να σκιαγραφηθούν ως εξής:

■ **ΤΡΑΠΕΖΕΣ:** Οι δυνατότητες που δημιουργούνται για το μέλλον και οι προοπτικές είναι μεγάλες. Η κάμψη των κερδών κατά το 1992 εκτιμάται από χρηματιστηριακούς και οικονομικούς κύκλους ότι ήταν παροδική και αναγκαία, ώστε ο τραπεζικός τομέας να εισέλθει στην ευρωπαϊκή τροχιά χωρίς προβλήματα. Ο τραπεζικός τομέας θα ευνοηθεί και από τις θετικές εξελίξεις στην οικονομία, καθώς και από τα νέα τραπεζικά προϊόντα.

■ **ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ:** Η απελευθέρωση της ασφαλιστικής αγοράς, τα νέα προϊόντα των ασφαλιστικών εταιριών αλλά και η κάλυψη μεγάλου μέρους των ζημιών σε πολλές ασφαλιστικές εταιρίες δημιουργεί τη σαφή εικόνα της κερδοφορίας για το προσεχές μέλλον.

■ **ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ, LEASING:** Η εκτίμηση που είχε εδρευθεί στις αρχές του έτους ('93) για μεγαλύτερη μέση κερδοφορία των εταιριών αυτού του είδους από τους υπόλοιπους κλάδους στη Σοφοκλέους, έχει επιβεβαιωθεί επανειλημμένα. Στο χώρο υπάρχει μεγάλος ανταγωνισμός και συνεχώς εισέρχονται στο Χ.Α.Α. νέες εταιρίες οι οποίες στρέφουν το ενδιαφέρον τους προς την ιλιουσηφία των ελληνικών επιχειρήσεων μέσου ή μικρομεσαίου μεγέθους που χρειάζονται και την μεγαλύτερη στήριξη. Και οι δυο αυτοί κλάδοι έχουν στραμμένο το βλέμμα στις εξελίξεις που επικρατούν σε διεθνές επίπεδο. Στις εταιρίες επενδύσεων που εμφάνισαν κάποιες διακυμάνσεις μεγαλύτερες του φυσιολογικού, εκτιμάται ότι θα υπάρξει συγκράτηση.

■ **ΤΡΟΦΙΜΑ:** Πρόκειται για την ανερχόμενη δύναμη του Χρηματιστηρίου. Οι επιχειρήσεις του κλάδου δείχνουν έναν δυναμισμό που ανταποκρίνεται και στην υψηλή κερδοφορία. Ο ευρωπαϊκός ανταγωνισμός ασφαλώς και θα επηρεάσει τις εταιρίες τροφίμων, ενώ δεν θα λείψουν συγχωνεύσεις και συμφωνίες που θα λένε πολλά...

■ **ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ:** Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, τα έργα υποδομής λόγω του δεύτερου πακέτου Ντελόρ και η κατάργηση - αναστολή εφαρμογής του πόθεν έσχες αναμένεται να εκτινάξουν τις κατασκευαστικές μετοχές αλλά και τις μετοχές τσιμέντου σε υψηλότερα σημεία.

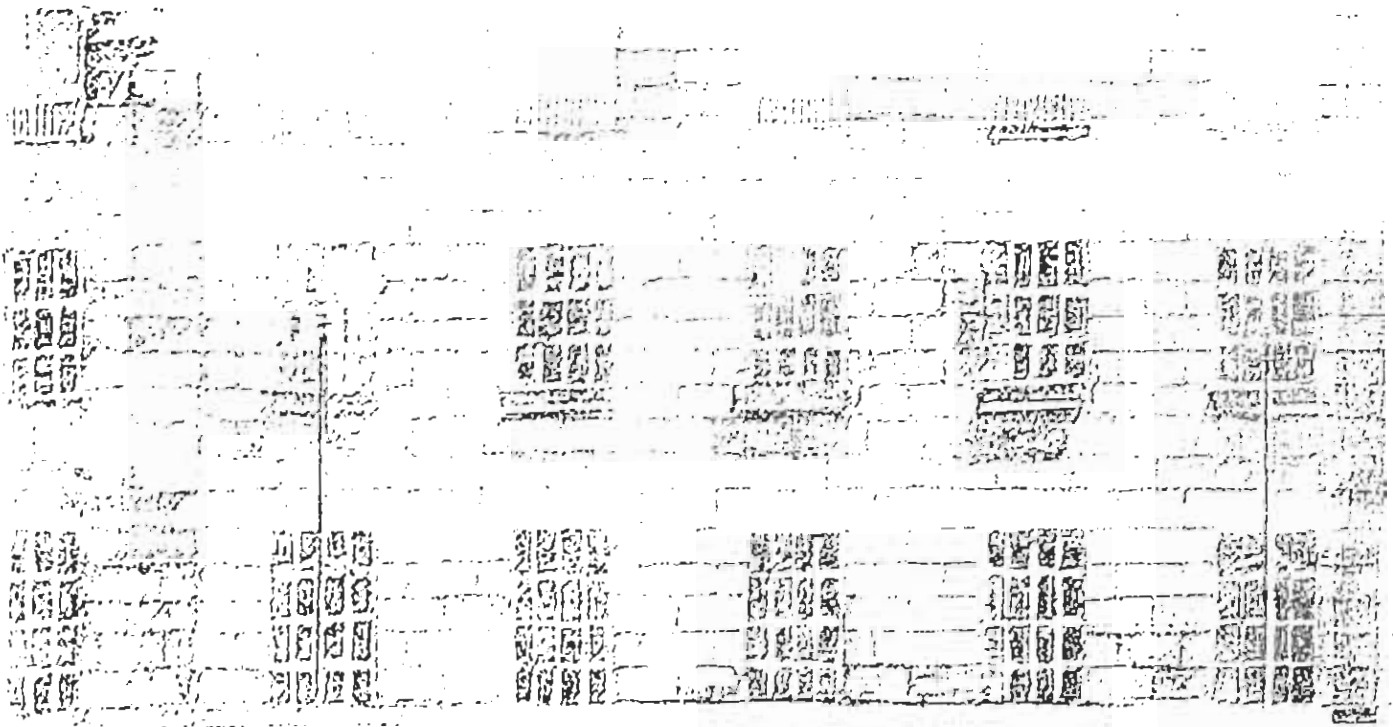
■ **ΚΑΠΝΟΣ:** Γενική είναι η εκτίμηση ότι θα συνεχισθεί η κερδοφορία του κλάδου παρά την γενικότερη εκτίμηση που υπάρχει για τις επιπτώσεις του καπνού στην υγεία. Ο τζίρος όμως πιθανότατα θα σταθεροποιηθεί εξ' αιτίας της συνεχούς και βαρέας έμμεσης φορολογίας στα τσιγάρα. Πολύ πιθανόν, οι καπνοβιομηχανίες να επεκταθούν σε νέες δραστηριότητες για να διατηρήσουν και ίσως να αυξήσουν τζίρο και κέρδη.

■ **ΕΥΛΕΙΑ-ΧΗΜΙΚΕΣ-ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΕΣ:** Και οι τρεις κλάδοι στηρίζουν πολλά στο δεύτερο πακέτο Ντελόρ. Γενικώς υπάρχει μια ύφεση σε αυτούς τους κλάδους που επηρέασε και θα επηρεάσει και στο άμεσο μέλλον ('93 - '94) την κερδοφορία τους. Λίγο καλύτερες παρουσιάζονται οι προοπτικές για τον κλάδο των χημικών εταιριών.

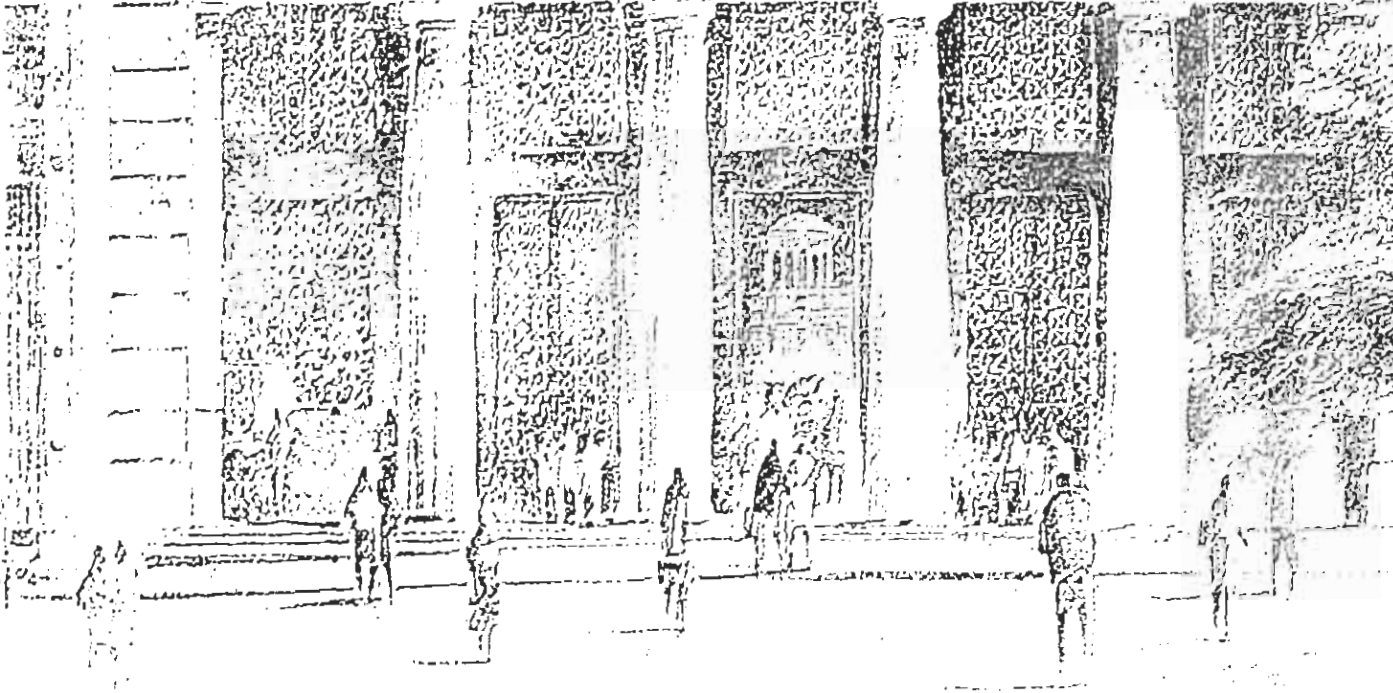
■ **ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ:** Όσοι εκσυγχρονίστηκαν γρήγορα, ξεπέρασαν ελαφρότερα την κρίση. Οι ελπίδες τώρα όλων στην κλωστούφαντουργία στηρίζονται στην αναμενόμενη ανάκαμψη και στην μικρότερη πίεση των τρίτων χωρών που μπήκαν αυθαίρετα στην διεθνή αγορά αναπατώνοντας ολόκληρη τη διεθνή αγορά.

■ **ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ:** Έχουν να επιδείξουν μια εντυπωσιακή ευελιξία σε σχέση με άλλους κλάδους και μια κερδοφορία που θα ζήλευαν πολλοί κλάδοι (ιδίως σε αυτή την εποχή, με αυτή την ύφεση). Αποτελούν τις μετοχές που γνωρίζουν καλά τα κακά μονοπάτια της χρηματιστηριακής κρίσης και η εκτίμηση που επικρατεί είναι ότι η κερδοφορία τους θα αυξηθεί σαφώς με τα πρώτα σημάδια της ανάκαμψης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 22
ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ Χ.Α.Α.
ΕΝ ΟΨΕΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ



ΠΡΩΤΟΝ ΤΕΜΠΙΟΝ



22.1. ΓΕΝΙΚΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναφερθούμε στις προοπτικές του Χρηματοπιστωτικού Αξιών Αθηνών εν όψει της ευρωπαϊκής ενοποίησης. Γι'αυτό επιβάλλεται να πούμε λίγα λόγια πρώτα για την ίδια την ευρωπαϊκή ενοποίηση, και αφού την κατανοήσουμε να ασχοληθούμε και με τις όποιες επιπτώσεις της στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

22.2. Η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ

Από την 1η Ιανουαρίου 1993, δημιουργήθηκε η Ενιαία Αγορά της Ε.Ο.Κ. Ένα σημαντικό βήμα της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης επιτεύχθη. Η ημερομηνία αυτή συνδέεται με την κατάργηση των φυσικών, τεχνικών και φορολογικών φραγμών. Δημιουργείται έτσι, ένας τεράστιος χωρίς εσωτερικά σύνορα χώρος, η μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο (μεγαλύτερη σε μέγεθος και από των Η.Π.Α. και από της Ιαπωνίας), μέσα στον οποίο κυκλοφορούν ελεύθερα πρόσωπα, εμπορεύματα, κεφάλαια και υπηρεσίες.

Η εγκαθίδρυση της Ενιαίας Εσωτερικής Αγοράς (single internal market), αν και υπήρξε σημαντική εξέλιξη, από μόνη της, στην ευρωπαϊκή οικονομία, αντιμετώπισθηκε ευθύς εξ αρχής ως μέρος και βασική προϋπόθεση για την οικοδόμηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης μαζί με την δημιουργία της πλήρους Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (Ο.Ν.Ε.) και την επίτευξη σε μεταγενέστερο στάδιο και της Πολιτικής Ένωσης. Άλλωστε χωρίς την Ο.Ν.Ε. και την Πολιτική Ένωση, η Εσωτερική Αγορά δεν θα μπορούσε να λειτουργήσει αποτελεσματικά.

Ευθύς μετά την υιοθέτηση της οδηγίας για την ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων (Ιούνιος 1988) συνειδητοποιήθηκε η αναγκαιότητα της πλήρους Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (Ο.Ν.Ε.). Χωρίς Νομισματική Ένωση με ενιαίο νόμισμα και ενιαία νομισματική πολιτική, η απελευθέρωση στη διακίνηση κεφαλαίων θα οδηγούσε σε αστάθειες, που θα κλονίζαν την σταθερότητα της Εσωτερικής Αγοράς αλλά και της ευρωπαϊκής οικονομίας γενικότερα. Η συνειδητοποίηση αυτή έθεσε σε κίνηση τη διαδικασία αναθεώρησης της Συνθήκης της Ρώμης και της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης (Ε.Ε.Π.), με στόχο την εγκαθίδρυση της Ο.Ν.Ε.

Παράλληλα, οι σεισμικές αλλαγές που μεταμόρφωσαν το ευρωπαϊκό περιβάλλον (κατάρρευση ολοκληρωτικών καθεστώτων, ενοποίηση δύο Γερμανιών, κ.λ.π.) επέβαλαν την επιτάχυνση της διαδικασίας εγκαθίδρυσης της Πολιτικής Ένωσης, ως δημιουργική απάντηση της Κοινότητας στο μεταβαλλόμενο ευρωπαϊκό σύστημα. Οι δύο διαδικασίες για την εγκαθίδρυση της Ο.Ν.Ε. και την προώθηση της Πολιτικής Ένωσης, κατέληξαν τελικά στη Συνθήκη του Μaastricht για την Ευρωπαϊκή Ένωση που υπογράφηκε στις 7 Φεβρουαρίου 1992 στην ομώνυμη κωμόπολη της Ολλανδίας. Η Συνθήκη του Μaastricht, τροποποιεί, συμπληρώνει και ολοκληρώνει την προϋπάρχουσα Συνθήκη της Ρώμης του 1957 με την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη (Ε.Ε.Π.) και την δημιουργία της Ε.Ο.Κ.

Με την Συνθήκη του Μaastricht, οι χώρες μέλη της Ε.Ο.Κ. ιδρύουν την Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς να καταργούν την Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Η Συνθήκη θεσπίζει τις ακόλουθες κύριες διατάξεις:

- α. Θεσπίζεται ο στόχος της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης με ριθμίσεις για την εγκαθίδρυση ενιαίου νομίσματος, ενιαίας νομισματικής πολιτικής και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

β. Θεσπίζεται η κοινή εξωτερική πολιτική και πολιτική για την ασφάλεια, που θα οδηγήσουν μελλοντικά σε "κοινή άμυνα".

γ. Διευρύνεται η αρμοδιότητα της Κοινότητας σε νέους τομείς δράσης (παιδεία, πολιτισμός, υγεία, βιομηχανία, προστασία των καταναλωτών, βασικές υποδομές) και ενισχύονται άλλοι τομείς (συνοχή - σύσταση Ταμείου Συνοχής - , κοινωνική πολιτική, περιβάλλον, έρευνα, τεχνολογία).

δ. Θεσπίζεται η ευρωπαϊκή ιθαγένεια, η οποία (χωρίς να αντικαθιστά την εθνική) προσφέρει νέα δικαιώματα στους Ευρωπαίους πολίτες (εκλέγειν και εκλέγεσθαι στις δημοτικές και ευρωπαϊκές εκλογές, δικαίωμα διαμονής, διπλωματική προστασία, κ.λπ.).

ε. Θεσπίζεται η συνεργασία σε θέματα εσωτερικής ασφάλειας (καταπολέμηση εγκλήματος, ναρκωτικών, κ.λπ.).

στ. Τέλος, εκδημοκρατικοποιείται το κοινοτικό θεσμικό πλαίσιο με ενίσχυση των εξουσιών και του ρόλου του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

22.2.1. Ωφέλειες από την Λειτουργία της Εσωτερικής Αγοράς

Η Ενιαία Εσωτερική Αγορά αποτελεί την μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο. Μια αγορά με 250 περίπου εκατομμύρια καταναλωτές. Το συνολικό εξαγόμενο (Α.Ε.Π.) της Ε.Ο.Κ. είναι μεγαλύτερο από των Η.Π.Α. και της Ιαπωνίας. Η Ευρωπαϊκή Κοινότητα αποτελεί την Νο 1 παγκόσμια οικονομική δύναμη από πλευράς μεγέθους εξαγομένου.

Από την στιγμή λοιπόν, που έχουμε την μεγαλύτερη αγορά στην οικουμένη, μπορούμε να φανταστούμε τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζονται.

Μια ανοικτή, ελεύθερη αγορά 250 εκατομμυρίων καταναλωτών. Όπως π.χ. μπορείς να πουλήσεις τα προϊόντα σου το ίδιο στην αγορά της Αθήνας όσο και στην αγορά της Πάτρας εφόσον το θέλεις χωρίς κανένα εμπόδιο, παρόμοια θα γίνεται πλέον και στον ευρωπαϊκό χώρο.

Η διακίνηση των εμπορευμάτων και η παροχή υπηρεσιών είναι ελεύθερη, οι δασμοί και οι έλεγχοι στα σύνορα των χωρών μελών της Ε.Ο.Κ. καταργήθηκαν, επιτρέπεται η ελεύθερη διακίνηση και εγκατάσταση των Ευρωπαίων πολιτών σε οποιαδήποτε κοινοτική χώρα για να διαμείνουν και να εργασθούν σε αυτήν, επιτρέπεται η χωρίς περιορισμούς μεταφορά κεφαλαίων, κ.λπ.

Καταλαβαίνουμε ότι η ελεύθερη Κοινή Αγορά θα αυξήσει κατά πολύ το εμπόριο, τις επενδύσεις και γενικότερα τις οικονομικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών που συμμετέχουν, συγκριτικά με το πως θα εξελισσόταν αυτά εάν δεν συνέβαινε μια τέτοια Ένωση. Με την αύξηση της ευρύτερης οικονομικής δραστηριότητας που περιγράψαμε, αυξάνεται η απασχόληση, αυξάνεται το βιοτικό επίπεδο των χωρών που συμμετέχουν, και γενικότερα μπορούμε να συνοψίσουμε την όλη εικόνα λέγοντας ότι αυξάνεται ο πλούτος, η οικονομική ανάπτυξη και η ευημερία.

Στα οφέλη δεν θα πρέπει να υπολογίσουμε μόνο την αύξηση του πλούτου που θα υπάρξει ενδοκοινοτικά, αλλά θα πρέπει να υπολογίσουμε και τα οφέλη από αντιμετώπιση εξωκοινοτικών παραγόντων και καταστάσεων που έχουν αρνητικές επιπτώσεις στις οικονομίες των κοινοτικών χωρών, όπως τον αποτελεσματικότερο περιορισμό των "ζημιών" που θα είχαμε με την οικονομική διεύθυνση άλλων ανεπτυγμένων χωρών στην περίπτωση της μη ενοποίησης. Σε αυτή την περίπτωση, η διεύθυνση αυτών των χωρών θα ήταν πιο εύκολη σε μεμονωμένα κράτη, παρά στο σύνολο των κρατών που θα είναι

ενοποιημένα στην μορφή της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Δηλαδή, αυτό το "υπέρ-κράτος" που γεννιέται είναι σίγουρα πολύ πιο ισχυρό από ότι θα ήταν συνολικά η ισχύς των (μεμονωμένων) κρατών που τώρα αποτελούνε την Ένωση. Και βέβαια, η "οικονομική" άμυνα των κρατών που συμμετέχουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι πολύ πιο αποτελεσματική έναντι τρίτων χωρών από ότι θα ήταν σαν μεμονωμένα κράτη.

Συνολικά, τα οφέλη από την εγκαθίδρυση της Εσωτερικής Αγοράς, εκτιμώνται ως εξής σε μελέτες που έχουν γίνει από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και που παρουσιάζονται στον πίνακα της επόμενης σελίδας:

	Δις ECU	% ΑΕΠ
1. Οφέλη από την άρση των περιορισμών που αφορούν το εμπόριο.	8 - 9	0,2 - 0,3
2. Οφέλη από την άρση των περιορισμών που αφορούν το σύνολο της παραγωγής.	57 - 71	2,0 - 2,4
3. Οφέλη από την άρση των περιορισμών (επιμέρους σύνολο).	65 - 80	2,2 - 2,7
4. Οφέλη από την πληρέστερη εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακος.	61	2,1
5. Οφέλη από την εντατικοποίηση του ανταγωνισμού, που μειώνει την αναποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων και τα μονοπωλιακά κέρδη.	46	1,6
6. Οφέλη από την ενοποίηση της αγοράς (μερικό σύνολο).	62 - 107	2,1 - 3,7
7. Συνολικά κέρδη		
- Για 7 κράτη-μέλη με τιμές 1985:	127 - 187	4,25 - 6,5
- Για 12 κράτη-μέλη με τιμές 1988:	170 - 250	4,25 - 6,5
Σημείωση: Σαν ΑΕΠ εννοούμε το συνολικό της Κοινότητας		

Όλα αυτά που διαβάσαμε σε αυτή την υπο-ενότητα, μας δείχνουν τον πλούτο που θα παραχθεί και θα εξοικονομηθεί με την ευρωπαϊκή ενοποίηση. Μέρος του πλούτου αυτού, είναι φυσικό ότι θα διοχετευθεί στις επιμέρους κεφαλαιαγορές, μεταξύ των οποίων βρίσκεται και η ελληνική. Εδώ θα πρέπει να κάνουμε ειδική αναφορά στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων στα πλαίσια της Εσωτερικής Αγοράς. Το αποτέλεσμα θα είναι να αυξηθούν οι συναλλαγές του ελληνικού χρηματιστηρίου σε κομμάτια αλλά και σε αξία, προσδίδοντας του μεγαλύτερο "βάθος". Η ζήτηση θα αυξηθεί και αναπόφευκτα θα έχουμε και μία άνοδο των τιμών. Ταυτόχρονα όμως, και λόγω της αύξησης των τοποθετούμενων κεφαλαίων στην χρηματιστηριακή αγορά, νέες εταιρίες θα προσελκυσθούν ώστε να εξεύρουν χρηματοδοτικά κεφάλαια με αυξήσεις των μετοχικών κεφαλαίων τους και εισαγωγή των μετοχών τους στην αγορά, πράγμα που θα έχει ως αποτέλεσμα να αυξηθεί το "έυρος" του Χρηματιστηρίου. Γενικότερα, θα αυξηθεί σημαντικά το μέγεθος του Χρηματιστηρίου, άρα θα επηρεάζεται λιγότερο από κερδοσκοπικές κινήσεις και οι διακυμάνσεις των τιμών του θα είναι μικρότερες.

22.2.2. Η Ελλάδα και η Εσωτερική Αγορά

Η Ελλάδα ως οικονομικο-κοινωνικό σύστημα, αντιμετώπισε τη διαδικασία εγκαθίδρυσης της Εσωτερικής Αγοράς μέσα από μια έντονα αντιφατική τοποθέτηση. Η υποστήριξη της Ευρωπαϊκής Ενοποίησης έχει ευρύ συνεναιτικό χαρακτήρα και στις πολιτικές δυνάμεις και στο λαό. Σε γκάλοπ που είχε γίνει παλαιότερα σε όλες τις κοινοτικές χώρες, με ερώτημα εάν πιστεύουν στην Ευρώπη, οι Έλληνες ήταν αυτοί που απάντησαν καταφατικά με μεγαλύτερο ποσοστό % μεταξύ όλων των χωρών.

Παρόλο όμως που πιστεύουμε στην Ευρώπη περισσότερο απ'όλους του ευρωπαίους, η θέση μας είναι μάλλον "αμυντική" έναντι των επιβαλλόμενων κινήσεων που πρέπει να γίνουν στα πλαίσια της πορείας προς την ενοποίηση (π.χ. απελευθέρωση αγορών). Παράλληλα η Ελλάδα δείχνει έντονη αδυναμία προσαρμογής και σύγκλισης των οικονομικών δεικτών στα πλαίσια των απαιτούμενων στόχων για την ευρωπαϊκή οικονομική ενοποίηση.

Η χώρα μας αντιφάσκει και στο γεγονός ότι ενώ έχει καταλάβει μια πολύ καλή θέση από πλευράς ενσωμάτωσης των οδηγιών για την Εσωτερική Αγορά στο εθνικό της δίκαιο, δεν προχωρά γρήγορα στην πρακτική πλευρά, δηλαδή στην εφαρμογή των ρυθμίσεων για την Εσωτερική Αγορά.

Από έρευνες που έχουν γίνει έχει διαπιστωθεί ότι βραχυ-μεσοπρόθεσμα η εθνική οικονομία της Ελλάδος είναι ίσως η μόνη όπου οι κίνδυνοι από την επίτευξη και λειτουργία της Εσωτερικής Αγοράς θεωρούνται περισσότεροι από τις ευκαιρίες. Οι περισσότερες επιχειρήσεις όμως εκτιμούν ότι τα οφέλη για τις ίδιες υπερβαίνουν τους κινδύνους, παρόλο που πιστεύουν ότι η ελληνική οικονομία στο σύνολό της θα αντιμετωπίσει σοβαρά προβλήματα.

Η εκτίμηση αυτή αποκαλύπτει ότι η πλειονότητα των βιομηχανιών δεν στηρίζουν τη στρατηγική και το σχεδιασμό τους στην προοπτική μιας γενικότερης απόδοσης, από την οποία αναμένουν να ωφεληθούν. Οι βιομηχανίες αυτές πιστεύουν αντίθετα ότι, στηριγμένες στις δικές τους δυνάμεις, μπορούν να ανταπεξέλθουν στον εντονότερο ανταγωνισμό, εστω και αν η ελληνική οικονομία στο σύνολό της, βραδυπορεί. Η πεποίθηση αυτή αντανakλά ως ένα βαθμό, την υπερεκτίμηση των δυνατοτήτων που μπορεί να διατηρήσει μια μεμονωμένη επιχείρηση σε ένα δυσμενές μακροοικονομικό περιβάλλον.

Η προσωπική μας άποψη είναι ότι ναι μεν η ελληνική οικονομία σαν σύνολο θα αντιμετωπίσει φοβερά προβλήματα αλλά η ελληνική βιομηχανία δε, ή μάλλον ένα μέρος της για να ακριβολογούμε, θα ωφεληθεί σημαντικά. Και να το αιτιολογήσουμε: Λένε συχνά, ότι εμείς οι Έλληνες δεν δουλεύουμε. Αρα, γιατί να αναπτύξει κάποιος επιχειρηματική δραστηριότητα στην Ελλάδα και όχι σε μια άλλη ευρωπαϊκή χώρα της οποίας οι κάτοικοι εργάζονται περισσότερο; Θα αποδείξουμε ότι αυτό δεν είναι παρά ένας μύθος. Ακολουθεί πίνακας που δείχνει τις εργασίες ώρες την εβδομάδα, τις επίσημες αργίες και τον αριθμό των ημερών αδείας το έτος.

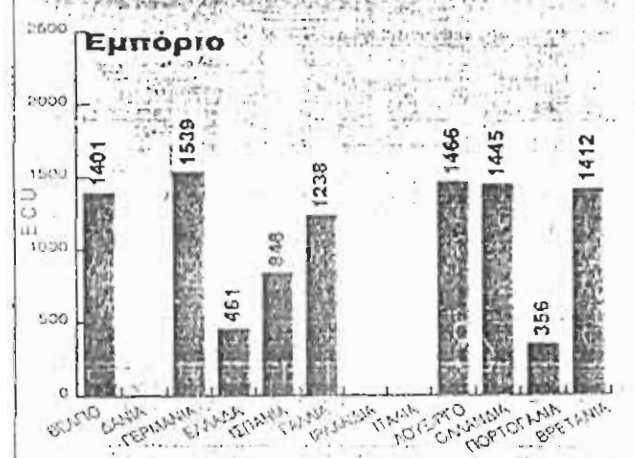
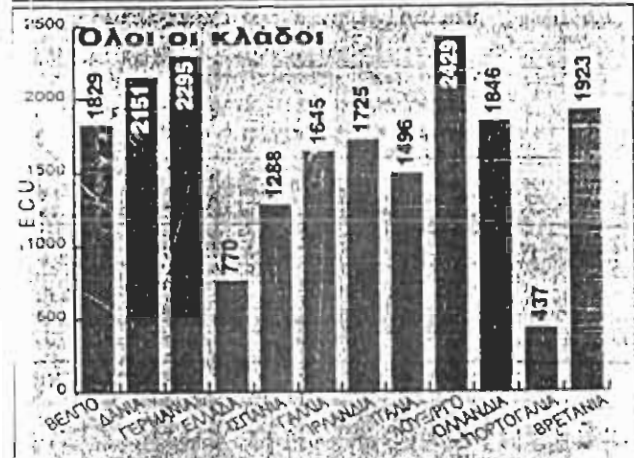
[δίδεται πίνακας σύγκρισης χρόνου εργασίας και μισθών]



Κριση χρόνου εργασίας - 1990

Χώρα	Ώρες εργασίας/εβδομάδα	Επίσημες αργίες	Άδειες (ημέρες το χρόνο)	Σύνολο
Ολλανδία	40	6		36,5
Ιταλία	40	9		31
Γερμανία	38,4	10		30
Λουξεμβούργο	40	10		27
Βρετανία	39	8		27
Δανία	38	8		26
Ισπανία	40	14		25
Βέλγιο	38	11		25
Γαλλία	39	9		25
Ιρλανδία	40	8		24
Πορτογαλία	45	14		22
Ελλάδα	40	9		22
ΗΠΑ	40	10	12	
Ιαπωνία	42	14	11	

ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΑΠΟΔΟΧΕΣ ΜΙΣΘΩΤΩΝ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ (Απριλιος 1989)



Παρατηρούμε πως η Ελλάδα δεν έχει λίγες εργασιμες ώρες την εβδομάδα, οι επίσημες αργίες της βρίσκονται επίσης σε μέσα επίπεδα και ο αριθμός ημερών άδειας το χρόνο είναι από τους μικρότερους. Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι στη χώρα μας ο χρόνος εργασίας είναι μεγαλύτερος του μέσου επιπέδου. Αρα δεν μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι δεν εργαζόμαστε αρκετά από πλευράς του χρόνου εργασίας. Ταυτόχρονα, οι μισθοί των ελλήνων είναι οι δεύτεροι μικρότεροι άμεσα μετά από τους πορτογάλους. Ο συνδυασμός των δύο παραπάνω που αναφέρθηκαν (χρόνος εργασίας μεγαλύτερος του μέσου και μισθοί από τους μικρότερους) μας κάνει πολύ ανταγωνιστικούς όσον αφορά το κόστος του ανθρώπινου δυναμικού (εργατικό κόστος). Δηλαδή, οι άλλοι ευρωπαίοι πληρώνονται πολύ περισσότερο την κάθε εργατο-ώρα από ότι οι έλληνες (με εξαίρεση τους πορτογάλους).

Αρα, έχουμε ένα σημαντικό πλεονέκτημα το οποίο αν το συνδυάσουμε με άλλα πλεονεκτήματα που έχουμε, ισχυροποιείται πολύ η θέση μας. Πλεονεκτήματα όπως: είμαστε η κοινοτική χώρα που βρίσκεται πλησιέστερα στον χώρο της ανατολικής (και πρώην σοσιαλιστικής) Ευρώπης, πλησιέστερα στην Μέση Ανατολή και κοντά και στην Αφρική. Δηλαδή, η γεωγραφική θέση της χώρας μας είναι στρατηγική από οικονομικής πλευράς διότι βρίσκεται κοντύτερα στις προαναφερθέντες μεγάλες σε μέγεθος και αναπτυσσόμενες αγορές, από οποιαδήποτε άλλη ευρωπαϊκή χώρα. Βάσει αυτών, μπορούμε να αναμένουμε ότι το μεγαλύτερο μέρος των οικονομικών δραστηριοτήτων που θα αναπτυχθούν στο μέλλον και που θα προέρχονται από κοινοτικές χώρες και θα στοχεύουν στις προαναφερθέντες αγορές, θα έχουν σαν χώρο εκκίνησης την Ελλάδα. Σε αυτό θα συμβάλλει και ο εμπορικός ελληνικός στόλος που είναι ο μεγαλύτερος και δυναμικότερος της Ευρώπης.

Παρατηρούμε ότι έχουμε πραγματικά σημαντικά πλεονεκτήματα, τα οποία όμως δεν αρκούν γιατί πάσχουμε από πολλά άλλα. Αλλα, όπως έλλειψη βασικών έργων υποδομής, υστερούντες τηλεπικοινωνίες, πολιτική αστάθεια, ανυπαρξία οργάνωσης, έλλειψη παραγωγικότητας, έλλειψη από εκπαιδευμένο και καταρτισμένο ανθρώπινο εργατικό δυναμικό. Εάν αυτά βελτιωθούν - πράγμα δυνατό -, τότε δεν πρέπει να φοβόμαστε για το μέλλον. Αντίθετα, εκμεταλλευόμενοι τα πλεονεκτήματα που προαναφέρθηκαν και άλλα που δεν αναφέρθηκαν, μπορούμε να πετύχουμε από τους μεγαλύτερους ρυθμούς ανάπτυξης μεταξύ των κοινοτικών χωρών.

22.2.3. Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Ο.Ν.Ε.)

Στο ερώτημα γιατί η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Ο.Ν.Ε.), θα σπαντούσαμε ότι η Ο.Ν.Ε. αποτελεί τη λογική συνέχεια του προγράμματος του '92. Για να επωφεληθούμε πλήρως από την ενιαία αγορά, τον ενιαίο αυτό χώρο συναλλαγών και συνεργασίας, θα χρειαζόμασταν ένα και μοναδικό νόμισμα (Ε.Σ.Υ.) που να διευκόλυνε κατά πολύ τις διαδικασίες. Η Ο.Ν.Ε. θα δώσει ταυτόχρονα την δυνατότητα βελτίωσης των οικονομικών επιδόσεων στο σύνολο της επικράτειας της Κοινότητας, χάρη στη σύγκλιση των οικονομικών πολιτικών προς μεγαλύτερη σταθερότητα των τιμών και μεγαλύτερη ανάπτυξη. Η Ο.Ν.Ε. και το Ε.Σ.Υ. θα δώσουν στην Κοινότητα τα μέσα να επηρεάσει τις εξελίξεις στο διεθνές νομισματικό σύστημα προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης σταθερότητας. Η οικονομία των κρατών-μελών της Κοινότητας δεν θα εξαρτάται πια τόσο άμεσα από τις διακυμάνσεις της ισοτιμίας του δολαρίου US \$.

Η διαδικασία προς την Ο.Ν.Ε. (Economic & Monetary Union) αποτελείται από τρία στάδια και είναι η εξής:

1ο στάδιο : Το στάδιο αυτό ξεκίνησε από την 1η Ιουλίου 1990 και τελειώνει στις 31 Δεκεμβρίου 1993. Θα πρέπει να επιτευχθεί αφενός η μεγαλύτερη σύγκλιση των οικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών και αφετέρου ο αυξημένος συντονισμός των

εθνικών νομισματικών πολιτικών. Θα ολοκληρωθεί το πρόγραμμα της ενιαίας εσωτερικής αγοράς και θα επικυρωθεί - πράγμα που έγινε - η Συνθήκη του Maastricht για την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ο.Ν.Ε. ώστε να αρχίσει να ισχύει.

Η κατάσταση όσον αφορά τη σύγκλιση των οικονομικών πολιτικών, αλλά και της οικονομίας γενικότερα, των 12 κρατών - μελών, τώρα, στο τέλος του Ιου σταδίου, δείχνει ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές σε βασικά οικονομικά μεγέθη όπως ο πληθωρισμός, τα δημοσιονομικά ελλείμματα, το δημόσιο χρέος και το ισοζύγιο με το εξωτερικό.

Στο νομισματικό τομέα, εξασφαλίστηκε η ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων και ενισχύθηκε ο συντονισμός των νομισματικών πολιτικών, που επιτρέπει τη διατήρηση σταθερών ισοτιμιών στα πλαίσια του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος.

Όσον αφορά το E.C.U. (European Currency Unit), δηλαδή Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα, πρέπει να πούμε ότι σήμερα πρόκειται για ένα μη πραγματικό νόμισμα. Θα λέγαμε ότι είναι μια λογιστική αξία, ένα νόμισμα καλάθι με την έννοια ότι η αξία του ισούται με το άθροισμα των αξιών των επιμέρους νομισμάτων των κοινοτικών χωρών, που το αποτελούνε. Στο τέλος όμως της Ο.Ν.Ε., το E.C.U. θα γίνει πραγματικό νόμισμα.

2ο στάδιο : Το Β στάδιο θα αποτελέσει το μεταβατικό στάδιο στην πορεία προς το Γ και τελικό στάδιο. Φυσική συνέπεια είναι ότι κατά τη διάρκεια αυτού του σταδίου, θα πρέπει να ενταθεί η προετοιμασία τόσο σε εθνικό επίπεδο - νοικοκύρεμα των οικονομικών πολιτικών, μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών... - όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο - δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος, αρχές εφαρμογής μιας κοινής νομισματικής πολιτικής, ενίσχυση του ρόλου του E.C.U. κ.λπ. Το δεύτερο στάδιο ξεκινά την 1η Ιανουαρίου 1994 και πριν από την έναρξή του, όλα τα κράτη-μέλη θα πρέπει να έχουν λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα για την υλοποίηση της ελεύθερης κυκλοφορίας των κεφαλαίων στο εσωτερικό της Κοινότητας και να έχουν επίσης λάβει μέτρα, ώστε να απαγορεύεται η νομισματική χρηματοδότηση (εκτύπωση νέου χρήματος) των ελλειμμάτων του δημοσίου.

Κατά την δεύτερη φάση της Ο.Ν.Ε., τα κράτη-μέλη θα πρέπει να προσπαθήσουν να αποφύγουν τα υπερβολικά ελλείμματα στα δημόσια οικονομικά. Παράλληλα θα απαγορεύεται η νομισματική χρηματοδότηση - όπως προαναφέραμε - των ελλειμμάτων αυτών καθώς και κάθε προνομακική πρόσβαση των δημοσίων αρχών στην αγορά κεφαλαίων. Θα πρέπει να εμπεδοθεί η δημοσιονομική πειθαρχία και τα κριτήρια που καθορίζονται γι' αυτήν είναι τα εξής:

- 1) Κατά πόσον ο λόγος του προβλεπόμενου ή υφιστάμενου δημοσιονομικού ελλείμματος προς το Α.Ε.Π. υπερβαίνει το 3% εκτός εάν: είτε ο λόγος αυτός σημειώνει ουσιαστική και συνεχή πτώση και έχει φτάσει σε επίπεδο παραπλήσιο του 3%, είτε εναλλακτικά, η υπέρβαση του 3% είναι απλώς έκτακτη και προσωρινή και ο λόγος παραμένει πάντα κοντά σε αυτή την τιμή αναφοράς.
- 2) Και, κατά πόσο ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το Α.Ε.Π. υπερβαίνει το 60% εκτός εάν ο λόγος μειώνεται επαρκώς και πλησιάζει αυτή την τιμή αναφοράς με ικανοποιητικό ρυθμό.

Ενδεικτικά και σχηματικά, μπορούμε να πούμε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα που αντιστοιχεί σε δημόσιες επενδύσεις, μπορεί να θεωρηθεί ως "αποδεκτό" έλλειμμα. Αντίθετα, αντενδεικνύονται τα δημοσιονομικά ελλείμματα που προκύπτουν από τη χρηματοδότηση των τρεχουσών δαπανών του κράτους.

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (E.N.I.) είναι ο πρόδρομος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και θα πρέπει να συμβάλει στην ενίσχυση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών των κρατών-μελών, στην εξασφάλιση της σταθερότητας των

τιμών και στη διευκόλυνση της χρήσης του E.C.U. Επίσης, είναι υπεύθυνο για την προετοιμασία των μέσων και των διαδικασιών που είναι αναγκαίες για την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής κατά το 3ο στάδιο, για την προώθηση της αποτελεσματικότητας των συστημάτων διασυνοριακών πληρωμών και τέλος για την επίτευξη της τεχνικής προπαρασκευής της έκδοσης τραπεζογραμματίων σε E.C.U.

Παράλληλα με την δημιουργία του E.N.I., κατά το δεύτερο στάδιο προβλέπονται και εξελίξεις σε επίπεδο των εθνικών νομισματικών πολιτικών. Συγκεκριμένα, προβλέπεται η εφαρμογή διαδικασίας που θα οδηγήσει στην ανεξαρτησία των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Προβλέπεται επίσης η συμμετοχή στη στενή ζώνη διακύμανσης του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (+ ή - 15% από 2,25% που ήταν παλαιότερα από τις κεντρικές ισοτιμίες και που λόγω των συνεχών νομισματικών αναταραχών κατά το '92 και '93 δημιουργήθηκε η ανάγκη να αλλάξει) των νομισμάτων που δεν θα συμμετέχουν έως τότε. Πράγματι, η συμμετοχή στη στενή ζώνη διακύμανσης του E.N.S. τουλάχιστον δύο χρόνια πριν από την έναρξη του τρίτου σταδίου της Ο.Ν.Ε., είναι προϋπόθεση για τη συμμετοχή κάθε κράτους-μέλους στο τρίτο στάδιο. Έτσι λοιπόν, το 2ο στάδιο θα είναι στάδιο ενίσχυσης της οικονομικής και νομισματικής συνοχής της Κοινότητας.

3ο στάδιο : Το πέρασμα σε αυτό το τελευταίο στάδιο θα γίνει το νωρίτερο την 1η Ιανουαρίου 1997 ή το αργότερο την 1η Ιανουαρίου 1999. Η Συνθήκη του Maastricht προβλέπει μια συγκεκριμένη διαδικασία για να ληφθεί η απόφαση έναρξης του τελικού σταδίου της Ο.Ν.Ε., καθώς επίσης και συγκεκριμένα κριτήρια, με βάση τα οποία θα αποφασίζεται ποια κράτη - μέλη μπορούν να προχωρήσουν στην τελική αυτή φάση.

Η διαδικασία και τα κριτήρια για τη μετάβαση στο τελικό στάδιο είναι:

Η Επιτροπή και το E.N.I. θα πρέπει εντός του 1996 να υποβάλουν στο Συμβούλιο έκθεση για την πρόοδο που έχουν επιτελέσει τα κράτη-μέλη στην εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους για την επίτευξη της Ο.Ν.Ε. Οι εκθέσεις αυτές εξετάζουν ιδίως εάν η εθνική νομοθεσία κάθε κράτους-μέλους, συμπεριλαμβανομένου και του καταστατικού της εθνικής κεντρικής τράπεζάς του, συμβιβάζεται με όσα προβλέπει η Συνθήκη για το 2ο στάδιο της Ο.Ν.Ε. Οι εκθέσεις εξετάζουν επίσης κατά πόσον έχει επιτευχθεί ο υψηλός βαθμός σταθερής σύγκλισης, με γνώμονα το κατά πόσον το κάθε κράτος - μέλος ικανοποιεί τα εξής κριτήρια:

Επίτευξη υψηλού βαθμού σταθερότητας τιμών, πράγμα που καταδεικνύεται από την ύπαρξη ποσοστού πληθωρισμού που πλησιάζει εκείνο που επέτυχαν τα τρία κράτη-μέλη που είχαν την καλύτερη επίδοση ως προς την σταθερότητα των τιμών (κατά την διάρκεια του έτους που προηγείται της έκθεσης, το ποσοστό πληθωρισμού του κράτους-μέλους που αφορά η έκθεση δεν θα πρέπει να υπερβαίνει περισσότερο από 1,5 ποσοστιαίες μονάδες το ποσοστό πληθωρισμού των τριών κρατών-μελών με τις καλύτερες επιδόσεις).

Σταθερότητα των δημοσίων οικονομικών, η οποία καταδεικνύεται από την επίτευξη δημοσιονομικής κατάστασης χωρίς υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα (το δημοσιονομικό έλλειμμα θεωρείται υπερβολικό εάν ο λόγος μεταξύ ελλείματος και Α.Ε.Π. υπερβαίνει το 3%) και χωρίς υπερβολικό δημόσιο χρέος (το χρέος να μην υπερβαίνει το 60% του Α.Ε.Π.).

Τήρηση των κανονικών περιθωρίων διακύμανσης που προβλέπεται από τον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος επί δύο τουλάχιστον χρόνια, χωρίς υποτίμηση εναντι του νομίσματος οποιουδήποτε άλλου κράτους-μέλους.

Ο διαρκής χαρακτήρας της σύγκλισης που έχει επιτευχθεί από το κράτος-μέλος, και της συμμετοχής του στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών (exchange rate

mechanism) του Ε.Ν.Σ., που αντανακλάται και στο επίπεδο των μακροπρόθεσμων επιτοκίων (κατά την διάρκεια ενός έτους πριν από την σύνταξη της έκθεσης, το μακροπρόθεσμο επιτόκιο δεν θα πρέπει να υπερβαίνει άνω των 2 ποσοστιαίων μονάδων το επιτόκιο των τριών κρατών-μελών που είχαν τις καλύτερες επιδόσεις ως προς την σταθερότητα των τιμών).

Επίσης, οι εκθέσεις της Επιτροπής και του Ε.Ν.Ι. λαμβάνουν υπόψη την εξέλιξη του Ε.Σ.Υ., τα αποτελέσματα της ολοκλήρωσης των αγορών, την κατάσταση και την εξέλιξη των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και εξετάζουν τις εξελίξεις του κατά μονάδα κόστους εργασίας και των άλλων δεικτών τιμών. Με βάση τις εκθέσεις αυτές το Συμβούλιο Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, με ειδική πλειοψηφία και μετά από σύσταση της Επιτροπής, εκτιμά

- κατά πόσον κάθε κράτος-μέλος πληροί τις αναγκαίες προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος,
- κατά πόσον η πλειοψηφία των κρατών-μελών πληροί τις αναγκαίες προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος,

και διαβιβάζει τα πορίσματά του στο Συμβούλιο, ανερχόμενο σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο).

Τα βασικά χαρακτηριστικά της Ο.Ν.Ε.

Τα χαρακτηριστικά της Ο.Ν.Ε. στο νομισματικό τομέα θα είναι το ενιαίο νόμισμα, δηλαδή το Ε.Σ.Υ., η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (μετατροπή του Ε.Ν.Ι.) και η ενιαία νομισματική και συναλλαγματική πολιτική για το Ε.Σ.Υ., που θα καθορίζονται σε κοινοτικό επίπεδο. Τα χαρακτηριστικά της Ο.Ν.Ε. στον οικονομικό τομέα θα είναι η σύγκλιση των οικονομικών πολιτικών προς στόχους που θα καθορίζονται από κοινού, σύγκλιση ακόμη πιο έντονη σε σύγκριση με εκείνη του 2ου σταδίου, η εποπτεία από τα ευρωπαϊκά όργανα των οικονομικών εξελίξεων στα κράτη-μέλη, η οποία θα μπορεί ενδεχομένως να καταλήγει σε κυρώσεις για τις χώρες που ασκούν οικονομική πολιτική που θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο τη σταθερότητα του ενιαίου νομίσματος. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ προβλέπει την ισορροπία της νομισματικής και της οικονομικής εξουσίας στην τελική φάση της Ο.Ν.Ε. και εξασφαλίζει την απαραίτητη για την άσκηση των καθηκόντων της αυτονομία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, αλλά προβλέπει επίσης και τον δημοκρατικό της έλεγχο.

Ένα ενιαίο νόμισμα, το Ε.Σ.Υ.

Με την έναρξη του τρίτου σταδίου, θα καθοριστούν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες (που θα ισχύουν αμετάκλητα για τα επιμέρους εθνικά νομίσματα) με τις οποίες θα αντικατασταθούν τα εθνικά νομίσματα των κρατών-μελών από το Ε.Σ.Υ. Το τελευταίο, θα καταστεί πλέον αυτοτελές νόμισμα. Δεν θα είναι πια μια λογιστική αξία, θα είναι ένα πραγματικό νόμισμα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.) θα έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμματίων μέσα στην Κοινότητα. Τέτοια τραπεζογραμμάτια μπορούν να εκδίδουν η Ε.Κ.Τ. και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες. Τα κράτη-μέλη μπορούν να εκδίδουν κέρματα, η ποσότητα των οποίων τελεί υπό την έγκριση της Ε.Κ.Τ. Επειδή με την έναρξη του 3ου σταδίου οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων των χωρών που συμμετέχουν στην νομισματική ένωση θα καθοριστούν αμετάκλητα, η αξία του Ε.Σ.Υ. σε κάθε ένα από τα νομίσματα των κρατών-μελών θα είναι σταθερή. Από την στιγμή εκείνη, δεν θα έχει πια καμιά σημασία η σύνθεση του Ε.Σ.Υ. την προηγούμενη μέρα. Το Ε.Σ.Υ. πια θα αντικαταστήσει τα νομίσματα των χωρών της Ένωσης με την προβλεπόμενη σταθερή και αμετάκλητη ισοτιμία και στο εξής θα κυμαίνεται η αξία του μόνον ως προς τα νομίσματα εκτός του Συστήματος, είτε πρόκειται για τα νομίσματα των κρατών-μελών της Κοινότητας που δεν συμμετέχουν στην Νομισματική Ένωση είτε πρόκειται για τα νομίσματα τρίτων χωρών, όπως το δολάριο USD, το γιεν JPY, κ.λπ. Τα χαρτονομίσματα Ε.Σ.Υ. θα γράφουν το ποσό σε Ε.Σ.Υ. αλλά και την αντιστοιχία του στο επιμέρους εθνικό νόμισμα και επίσης θα

διαφέρουν εμφανισιακά από χώρα σε χώρα. Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα θα εξακολουθήσει να υπάρχει για να περιορίζει τις διακυμάνσεις μεταξύ του ενιαίου νομίσματος Ε.Σ.Υ. και των νομισμάτων των κρατών-μελών με παρέκκλιση από το 3ο στάδιο, για όσο διάστημα θα υπάρχει η παρέκκλιση αυτή.

Πίνακας που δείχνει ποια κράτη - μέλη πληρούν σήμερα τις προϋποθέσεις μετάβασης στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ, εάν υποτεθεί ότι η μετάβαση αυτή αποφασιζόταν να γίνει τώρα

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	πληρούται το κριτήριο					δεν πληρούται το κριτήριο *
	1 ΠΑΝΩΡΙΣΜΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 1991	2 Έλλειμμα του δημοσίου (% του ΑΕΠ 1991)	3 Δημόσιο Χρέος (% του ΑΕΠ)	4 Συμμετοχή στη στενή ζώνη διοκύμανσης του ΕΝΣ	5 Μακροπρόθεσμο επιτόκιο	ΕΙΝΑΙ Η ΧΩΡΑ ΕΤΟΙΜΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΝΕ;
ΧΩΡΑ						
ΒΕΛΓΙΟ	2,8	6,3	129,4	ΝΑΙ	9,3	ΟΧΙ
ΓΑΛΛΙΑ	3,1	1,5	47,2	ΝΑΙ	9,0	ΝΑΙ
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	4,2	3,2	46,2	ΝΑΙ	8,6	ΝΑΙ*
ΔΑΝΙΑ	2,3	1,7	67,2	ΝΑΙ	10,1	ΝΑΙ**
ΕΛΛΑΣ	17,8	17,9	98,4	ΟΧΙ	19,3	ΟΧΙ
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	4,5	1,8	43,8	ΟΧΙ	9,9	ΟΧΙ
ΙΤΑΛΙΑ	6,2	9,9	101,2	ΝΑΙ	13	ΟΧΙ
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	3,6	4,1	102,8	ΝΑΙ	9,2	ΟΧΙ
ΙΣΠΑΝΙΑ	5,5	3,9	45,6	ΟΧΙ	12,4	ΟΧΙ
ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	2,6	2,0	6,9	ΝΑΙ	8,2	ΝΑΙ
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	4,9	4,4	78,4	ΝΑΙ	8,9	ΟΧΙ
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	9,8	5,4	64,7	ΟΧΙ	17,1	ΟΧΙ

ΠΗΓΗ: Υπηρεσίες της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

* Ναι, διότι το έλλειμμα του Δημοσίου υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ λόγω των εξαιρετικών περιστάσεων της επανένωσης.

** Ναι, γιατί η προβολή της πορείας του δημοσίου χρέους της Δανίας δείχνει την τάση μείωσής του, ώστε να πλησιάσει σύντομα το όριο του 60% του ΑΕΠ.

22.2.4. Συνέπειες της Ο.Ν.Ε. στις Χρηματιστηριακές Αγορές

Η χρηματιστηριακές αγορές έχουν να ωφεληθούν από την Ο.Ν.Ε. για πολλαπλούς λόγους. Το ενιαίο νόμισμα, η νομισματική και οικονομική σταθερότητα, έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνει την οικονομική δραστηριότητα και η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας "περνάει" μέσα από τις κεφαλαιαγορές για την απαραίτητη εξεύρεση χρηματοδοτικών κεφαλαίων. Για την δημιουργία οικονομικών κλίμακος παραγωγής που επιβάλλεται για την καλύτερη εκμετάλλευση των ευκαιριών που ανοίγονται στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι απαραίτητη η προσφυγή στις κεφαλαιαγορές στις οποίες το κόστος

χρηματοδότησης είναι κατά πολύ μικρότερο από το κόστος τραπεζικού δανεισμού και περισσότερο "υγιές" δεδομένου ότι η χρηματοδότηση γίνεται με ίδια κεφάλαια και όχι με επιπλέον αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης, η οποία είναι επικίνδυνη.

Επίσης, στα πλαίσια του γιγαντισμού των επιχειρήσεων και της διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων τους (η αναγκαιότητα των οποίων γίνεται εντονότερη με την Ο.Ν.Ε.), τα χρηματιστήρια δίνουν την δυνατότητα σε εταιρίες, να αγοράζουν μέσω αυτών, "πακέτα" άλλων εταιριών του ίδιου ή διαφορετικού αντικειμένου προς εκπλήρωση των παραπάνω στρατηγικών επιχειρηματικών στόχων.

Συνέπεια της Ο.Ν.Ε. είναι η απελευθέρωση αγορών και το "σπάσιμο" κάθε είδους μονοπωλίων. Έτσι, σημαντικοί τομείς όπως τηλεπικοινωνίες κ.λπ. που αποτελούσαν μέχρι σήμερα κρατικά κυρίως μονοπώλια, θα ακολουθήσουν στο άμεσο μέλλον την διαδικασία των αποκρατικοποιήσεων. Και βέβαια, μέρος των αποκρατικοποιήσεων μπορεί και θα γίνει μέσω των χρηματιστηριακών αγορών.

Επειδή οι ενοποιημένες ευρωπαϊκές χώρες θα ισχυροποιηθούν οικονομικά λόγω της Εσωτερικής Αγοράς και της Ο.Ν.Ε., με πολλούς και διάφορους τρόπους όπως: αύξηση του εξαγόμενου λόγω της οικονομικής και νομισματικής σταθερότητας, συμπίεση του κόστους παραγωγής λόγω της έντασης του ανταγωνισμού, αύξηση της ανταγωνιστικότητας εξ' αιτίας - μεταξύ των άλλων - και των δύο παραπάνω, κ.ά., οι τρίτες (εκτός Ενωμένης Ευρώπης) χώρες, που στην προ της Ένωσης εποχή είχαν μια έντονη οικονομική διείσδυση (μέσω εξαγωγών τους) στα κράτη που θα αποτελέσουν την Ένωση, με την πραγματοποίηση της Ένωσης θα χάσουν ένα μέρος της εξαγωγικής δυναμικής τους. Και αυτό για τους λόγους που αναφέρθηκαν στην αρχή της παραγράφου αυτής αλλά και για άλλους, όπως οι δασμοί για τα προϊόντα τρίτων χωρών και τα τυχόν προστατευτικά μέτρα υπέρ των κοινοτικών. Εάν λοιπόν, οι χώρες με την έντονη εξαγωγική δραστηριοποίηση προς την Ευρώπη (όπως η Ιαπωνία, Η.Π.Α., κ.ά.) θέλουν να διατηρήσουν τα οφέλη τους και κατά την εποχή της Ένωσης, εφόσον η Ευρωπαϊκή Ένωση θα αποτελεί την μεγαλύτερη σε μέγεθος και δυναμικότερη αγορά της οικουμένης και δεν επιθυμούν να την χάσουν, τότε θα πρέπει να επιλέξουν έναν εναλλακτικό τρόπο τοποθέτησής τους σε αυτή την νέα και τεράστια αγορά. Ο καλύτερος ίσως τρόπος που ενδεικνύεται σε αυτή την περίπτωση, είναι τα κράτη αυτά (Ιαπωνία, Η.Π.Α., Κορέα, κ.λπ.) να διαφοροποιήσουν τον τρόπο προσέγγισης και από εξαγωγές να περάσουν σε δραστηριοποίηση μέσα στο ίδιο το "σπίτι". Και με αυτό εννοούμε την δημιουργία εργοστασίων μέσα στην ίδια την Ευρώπη. Να μην εξάγουν πλέον τα προϊόντα τους στον ευρωπαϊκό χώρο, αλλά να τα παράγουν. Έτσι τους δίνεται η δυνατότητα να ξεπεράσουν τα περισσότερα τουλάχιστον (αν όχι όλα) προβλήματα που θα αντιμετώπιζαν με την Ένωση. Δημιουργώντας όμως μεγάλες παραγωγικές μονάδες μέσα στην Ευρώπη, εκτός από τις ίδιες τις τρίτες χώρες, ωφελούνται και οι ευρωπαϊκές χώρες (αυξάνεται η απασχόληση, ο ανταγωνισμός, η προσφορά προϊόντων, ωφελούνται οι καταναλωτές, κ.λπ.). Και βέβαια, οι ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές έχουν να συμβάλουν στο θέμα της χρηματοδότησης σε αυτά τα επιχειρηματικά πλάνα των μεγάλων ιαπωνικών και αμερικάνικων εταιριών.

Σημαντικότερη εξέλιξη θα είναι η σχεδιαζόμενη διασύνδεση των κοινοτικών χρηματιστηρίων μέσω ενός ηλεκτρονικού τηλεπικοινωνιακού συστήματος. Με αυτό τον τρόπο θα υπάρξει μεγάλη διευκόλυνση στην διενέργεια συναλλαγών μεταξύ διαφορετικών κοινοτικών χρηματιστηρίων. Ουσιαστικά, έτσι δημιουργείται μια ενοποιημένη κοινοτική χρηματιστηριακή αγορά που θα αποτελείται από επιμέρους χρηματιστήρια στις διάφορες κοινοτικές χώρες. Έτσι η χρηματιστηριακή αγορά της Κοινότητας θα αποκτήσει πολύ μεγαλύτερη δύναμη από ότι θα είχε εάν δεν υπήρχε η σύνδεση των επιμέρους κοινοτικών χρηματιστηρίων. Εννοείται σαφώς, ότι διάφορες εταιρίες μπορούν να έχουν εισάγει τις μετοχές τους σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια και οδηγούμαστε μετά βεβαιότητας στην δημιουργία μιας Ευρωλίστας (Eurolist - λίστα με μετοχές των μεγαλύτερων ευρωπαϊκών εταιριών που θα διαπραγματεύονται σε όλα τα κοινοτικά χρηματιστήρια). Η όλη αυτή διαδικασία θα διευκολύνει αφάνταστα τις

συναλλαγές και οτιδήποτε τις διευκολύνει, έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνει πολύ τις συναλλαγές.

Τα οφέλη για το ελληνικό χρηματιστήριο είναι σχετικά με τα μόλις προαναφερθέντα. Οι τυχόν ιδιαιτερότητές του σχετίζονται με τις τυχόν διαφοροποιήσεις που μπορεί να έχει η Ελλάδα σε σύγκριση με τις άλλες κοινοτικές χώρες. Π.χ. στα πλαίσια της σύγκλισης των οικονομιών, δίνεται από την Κοινότητα στην χώρα μας ένα τεράστιο χρηματικό ποσό, το Β πακέτο Delors (το γνωστό χρηματοδοτικό πρόγραμμα για τις λιγότερο ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες της Νοτίου Ευρώπης) το οποίο είναι δωρεάν (δεν είναι δάνειο) και το οποίο θα διατεθεί για μεγάλα αναπτυξιακά έργα. Εταιρίες (κυρίως κατασκευαστικού και οικοδομικού αντικειμένου) που σχετίζονται με τα έργα που θα γίνουν με το πακέτο Ντελόρ και προκειμένου να συμμετάσχουν στην ανάληψη αυτών των έργων, είναι λογικό να προσφύγουν στην κεφαλαιαγορά για εξεύρεση κεφαλαίων με αποτέλεσμα να αυξηθεί το εύρος του Χ.Α.Α. Επίσης, το ελληνικό χρηματιστήριο, ίσως παραδόξως να το συμφέρει μια ενδεχόμενη αδυναμία της Ελλάδος να πιάσει κάποιο από τα απαραίτητα 5 κριτήρια για να συμμετάσχει στην 3η και τελευταία φάση της Ο.Ν.Ε. Και αυτό διότι εάν η Ελλάδα μείνει έξω από το κοινό νόμισμα (Ε.Σ.Υ.), θα επωφεληθεί κανονικά από την ενιαία εσωτερική αγορά αλλά ταυτόχρονα θα της δίνεται η δυνατότητα να "παίζει" με τις ισοτιμίες έναντι του Ε.Σ.Υ. δημιουργώντας έτσι, ένα επιπλέον πλεονέκτημα. Π.χ. με μια αργή προσεκτική διολίσθηση της δραχμής έναντι του Ε.Σ.Υ. τα ελληνικά προϊόντα γίνονται ελκυστικότερα, οι ελληνικές βιομηχανίες γίνονται ανταγωνιστικότερες, με όλες τις θετικές συνέπειες που αυτό μπορεί να έχει γενικότερα για την χώρα αλλά και ειδικότερα για το Χρηματιστήριο. Το ελληνικό χρηματιστήριο ωφελείται πολύ, επειδή εάν ο ευρωπαίος ξένος επενδυτής επιθυμεί να αγοράσει μετοχές με απόδοση π.χ. 20% και μετοχές με τέτοια απόδοση βρίσκει σε χρηματιστήρια χωρών που έχουν προχωρήσει στην αντικατάσταση των εθνικών τους νομισμάτων με υιοθέτηση και χρησιμοποίηση Ε.Σ.Υ. αλλά και στο ελληνικό χρηματιστήριο, τότε θα προτιμήσει το ελληνικό επειδή με το ίδιο χρηματικό ποσό σε Ε.Σ.Υ., ακριβώς και μόνο λόγω της διολίσθησης, θα μπορεί να αγοράσει περισσότερες μετοχές απότι θα αγόραζε σε οποιοδήποτε άλλο χρηματιστήριο χώρας που συμμετέχει στην τελευταία φάση της Ο.Ν.Ε.

22.3. ΤΑ ΑΛΛΑ ΕΥΡΩΠΑΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Σε αυτή την ενότητα θα προβούμε σε μια αναφορά σχετική για τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Η σημαντικότητα της αναφοράς αυτής είναι ιδιαίτερη διότι όσα πλεονεκτήματα εμφανίζονται σαν συνέπεια της Ο.Ν.Ε. ισχύουν για όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Άρα, για να ξέρουμε καλύτερα τις δυνατότητες και προοπτικές του ελληνικού χρηματιστηρίου θα πρέπει να γνωρίσουμε τους "αντιπάλους" του, δηλαδή, τα χρηματιστήρια των υπολοίπων χωρών της Κοινότητας που είναι βέβαια ανταγωνιστικά προς αυτό, κυρίως στην εποχή που θα ακολουθήσει λόγω της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων και της επικείμενης διασύνδεσης των κοινοτικών χρηματιστηρίων. Μόνο τότε θα μπορούμε να πούμε ότι η μελέτη μας θα είναι ολοκληρωμένη.

22.3.1. Βέλγιο - Χρηματιστήριο Βρυξελλών

Το χρηματιστήριο των Βρυξελλών συγκεντρώνει πάνω από το 90% της συνολικής αξίας των χρηματιστηριακών συναλλαγών στο Βέλγιο. Στο τέλος του 1989 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο χρηματιστήριο Βρυξελλών μετοχών, ήταν 2.677,5 δις βελγικά φράγκα, παρουσιάζοντας μια αύξηση της τάξης του 22% από το τέλος

του 1988. Οι εταιρίες Χόλτινγκ (Holding Companies) συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο ποσοστό της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας (26% περίπου) με δεύτερο τις βιομηχανικές εταιρίες, οι οποίες μάλιστα, παρουσίασαν μια αλματώδη αύξηση. Από το 6% που διέθεταν έφτασαν μέσα στο 1989 να διαθέτουν το 16,7% της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς. Χαρακτηριστικό του βαθμού συγκέντρωσης που επικρατεί στη χρηματιστηριακή αγορά των Βρυξελλών, είναι ότι δύο εταιρίες, η Petrofina και η Generale de Belgique συγκεντρώνουν το 19% της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας. Υψηλό, συγκριτικά, ποσοστό των συναλλαγών, πραγματοποιείται από την διαπραγμάτευση ξένων μετοχών και ομολογιών. Η αγορά διασπάται σε αγορά μετρητών και σε προθεσμιακή αγορά, όπου η τελευταία συγκεντρώνει και το μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών. Το 75 - 80% των εντολών συγκεντρώνονται από τις τράπεζες και από εκεί μεταβιβάζονται στους χρηματιστές για εκτέλεση. Το Βέλγιο διαθέτει άλλα τρία χρηματιστήρια, τα οποία μπορούν να διαπραγματευθούν τίτλους που είναι εισηγμένοι στο χρηματιστήριο Βρυξελλών.

**Ανάλυση της αξίας συναλλαγών
κατά κλάδο, στο τέλος του 1989
για το χρηματιστήριο Βρυξελλών**

Κλάδος	Μερίδιο της συνολικής αξίας συναλλαγών (%)
Ασφάλειες	8,3%
Τράπεζες	9,2%
Χημικές	8,5%
Διανομής	4,2%
Εταιρ. Holding	25,9%
Δημόσιες υπηρεσίες	8,9%
Υπηρεσίες	2,3%
Ηλεκτρονικά	0,9%
Κτηματομεσιτικές	1,4%
Βιομηχανικές	16,7%
Πετρέλαιο	13,6%

Πηγή:
Peterbroeck, Van Campenhout & Cie

22.3.2. Γαλλία - Χρηματιστήριο Παρισιού

Η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εγχώριων χρεογράφων (μετοχές και ομολογίες) που είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο του Παρισιού, στην κύρια και στην δευτερεύουσα αγορά, ήταν στο τέλος του 1989 περίπου 4,46 τρις φράγκα. Το χρηματιστήριο του Παρισιού συγκεντρώνει πάνω από το 97% των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Τα άλλα έξι χρηματιστήρια που υπάρχουν (στο Μπικοντώ, τη Λιλ, τη Λυών, τη Μασσαλία, το Νανσί και τη Νάντη) διαπραγματεύονται τίτλους καθαρά τοπικού χαρακτήρα. Λειτουργεί κύρια και δευτερεύουσα (παράλληλη) αγορά.

Λιθμός εισηγμένων εταιριών στην κύρια αγορά
του χρηματιστηρίου του Παρισιού, 1985-1989

Ετη	Εταιρίες: --->	Γαλλικές	Ξένες	Σύνολο
1985	----->	489	189	678
1986	----->	482	195	677
1987	----->	476	204	680
1988	----->	463	200	663
1989	----->	462	223	685

Πηγή: Paris Stock Exchange

Συνολική χρηματιστηριακή αξία γαλλικών χρεογράφων
της κύριας και δευτερεύουσας αγοράς του χρηματιστηρίου
Παρισιού 1985-1989 (σε δις γαλλικά φράγκα)

Ετη	Μετοχές	Ομολογίες	Σύνολο	
1985	----->	649,6	1.513,0	2.162,6
1986	----->	1.104,2	1.873,4	2.977,6
1987	----->	929,7	1.954,2	2.883,9
1988	----->	1.483,7	2.213,8	3.697,5
1989	----->	2.111,7	2.353,0	4.464,7

Πηγή: Paris Stock Exchange

22.3.3. Γερμανία - Χρηματιστήριο Φραγκφούρτης

Το χρηματιστήριο της Φραγκφούρτης είναι το μεγαλύτερο από τα οκτώ συνολικά χρηματιστήρια που υπάρχουν στη (πρώην Δυτική) Γερμανία. Συγκεντρώνει λίγο πιο πάνω από τις μισές χρηματιστηριακές συναλλαγές που πραγματοποιούνται στη Γερμανία. Ακολουθεί σε μέγεθος το χρηματιστήριο του Ντίσελντορφ με το 25% των συναλλαγών και έπονται αυτά του Μονάχου, του Αμβούργου, του Βερολίνου, της Βρέμης, του Ανόβερου και της Στουτγκάρδης. Στο χρηματιστήριο της Φραγκφούρτης ήταν εισηγμένες στα τέλη του 1989, 372 εγχώριες εταιρίες, η συνολική χρηματιστηριακή αξία των οποίων ήταν 563,9 δις γερμανικά μάρκα (αυξήθηκε σε σύγκριση με το 1988 πάνω από 39%). Οι συναλλαγές πραγματοποιούνται μέσω τραπεζών, χρηματομεσιτών και ανεξάρτητων χρηματιστών. Οι τράπεζες και οι ανεξάρτητοι χρηματιστές μπορούν να συναλλάσσονται για ίδιο λογαριασμό. Οι τράπεζες μπορούν να συναλλάσσονται μεταξύ τους ή μέσω ενός ανεξάρτητου χρηματιστή και εκτός χρηματιστηρίου. Στην κύρια αγορά της Φραγκφούρτης, υπάρχει συνεχές σύστημα συναλλαγών. Στην παράλληλη αγορά, μόνο οι τράπεζες και οι ανεξάρτητοι χρηματιστές μπορούν να συναλλάσσονται.

22.3.4. Βρετανία - Χρηματιστήριο Λονδίνου

Το χρηματιστήριο του Λονδίνου δεν είναι μόνο το μεγαλύτερο της Ευρώπης, αλλά μαζί με τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και του Τόκιου, αποτελεί ένα από τα κορυφαία της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίου. Σημαντική συμμετοχή στη χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου παίζει η αυξημένη συμμετοχή ξένων τίτλων και ευρωομολόγων. Χαρακτηριστικό του μεγέθους του Λονδρέζικου χρηματιστηρίου είναι ότι στο τέλος του 1989, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών εκφρασμένη σε στερλίνες, ήταν διπλάσια από εκείνης των χρηματιστηρίων της Φραγκφούρτης και του Παρισιού.

Στο μεγαλύτερό τους μέρος, οι συναλλαγές πραγματοποιούνται από χρηματιστηριακές εταιρίες και κατά δεύτερο λόγο από ανεξάρτητους χρηματιστές. Και οι χρηματιστηριακές εταιρίες και οι χρηματιστές μπορούν να πραγματοποιούν πράξεις για ίδιο λογαριασμό.

Οι συναλλαγές είναι πλήρως αυτοματοποιημένες. Το σύστημα διαπραγμάτευσης των χρεογράφων δουλεύει ως εξής: Για διευκόλυνση των συναλλαγών, τα χρεόγραφα διαιρούνται σε 4 κατηγορίες, ανάλογα με τον βαθμό διακίνησής τους. Έτσι, στην Α κατηγορία βρίσκονται τα χρεόγραφα που διακινούνται πολύ, στην Β κατηγορία αυτά που διακινούνται λιγότερο κ.λπ. Η μέθοδος των συναλλαγών είναι συνεχής (continuous trading system). Τα χρεόγραφα της κατηγορίας Α και Β αποτελούν ποσοστό πάνω από το 90% της αξίας των συναλλαγών.

Λειτουργεί η επίσημη αγορά (listed market), η παράλληλη αγορά (unlisted securities market) για μικρές εταιρίες και η τρίτη αγορά (third market) που καθιερώθηκε το 1987 για εταιρίες σχετικά καινούργιες που βρίσκονται σε μια ενδιάμεση κατάσταση από άποψη κατάταξής τους στις παραπάνω δύο αγορές.

22.3.5. Ιρλανδία - Ιρλανδικό Χρηματιστήριο Αξιών

Το ιρλανδικό χρηματιστήριο είναι στενά συνδεδεμένο οργανωτικά και λειτουργικά με το χρηματιστήριο του Λονδίνου. Στους πίνακες που ακολουθούν φαίνονται ορισμένα μεγέθη του που δείχνουν και την γρήγορη ανάπτυξή του:

Τρέχουσα αξία εισηγμένων μετοχών 1985-1989

Έτος	Αξία σε δισεκ. λίρες Ιρλανδίας	Νέες εκδόσεις (σε εκ. λίρες Ιρλ.)
1985	2,10	61
1986	3,97	257
1987	4,07	369
1988	6,13	566
1989	8,84	817

Πηγή: Davy Stockbrokers, Irish Stock Exchange

Ποσοστιαία ανάλυση τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας μετοχών κατά κλάδο, 1988-1989

Κλάδος	Χρηματιστηριακή αξία (%)	
	1988	1989
Οικοδομές & οικοδ. υλικά	9,4	10,25
Χονδρική πώληση & λιανική διανομή	3,9	5,28
Ποτά και καπνός	6,0	1,28
Τρόφιμα	16,3	13,05
Χαρτικά συσκευασίας	15,6	18,51
Ξενοδοχεία	0,7	0,84
Άλλες βιομηχανίες	9,4	6,08
Τράπεζες	29,5	32,63
Επενδυτικές εταιρίες	2,6	3,94
Ιδιοκτησία	2,4	3,40
Πετρέλαιο και εξόρυξη ορυχείων	4,1	4,76
Σύνολο	100,0	100,00

Πηγή: Dary Stockbrokers

Ενα χαρακτηριστικό στοιχείο του ιρλανδικού χρηματιστηρίου που θα πρέπει να υπογραμμιστεί είναι ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας. Η Jefferson Smurfit, η Allied Irish Banks και η Bank of Ireland συγκεντρώνουν το 50% της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων μετοχών.

22.3.6. Δανία - Χρηματιστήριο Κοπεγχάγης

Στα τέλη του 1989 στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης ήταν εισηγμένες 279 εταιρίες με συνολική χρηματιστηριακή αξία 265,8 δισεκατομμύρια δανικές κορόνες (1985: 135,4 δις, 1986: 127,5 δις, 1987: 124,0 δις, 1988: 184,8 δις και 1989: 265,8 δις). Πάντως, το κύριο χαρακτηριστικό της δανικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι η μεγάλη συμμετοχή των ομολογιών. Οι συναλλαγές γίνονται από χρηματομεσίτες ή από εκπροσώπους χρηματιστηριακών εταιριών που είναι συνήθως θυγατρικές τραπεζών. Στην παράλληλη αγορά διακινούνται μετοχές μικρομεσαίων εταιριών. Υπάρχει η δυνατότητα συναλλαγής μεταξύ χρηματιστών για ίδιο λογαριασμό, ενώ κάθε περίπτωση συναλλαγής με πελάτη θα πρέπει να δηλωθεί στην αρμόδια χρηματιστηριακή αρχή. Οι συναλλαγές είναι αυτοματοποιημένες και υλοστηρίζονται από ηλεκτρονικό σύστημα συνεχών συναλλαγών.

Τρέχουσα αξία εισηγμένων μετοχών κατά βασικό κλάδο
στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης, 1988 - 1989

Κλάδος	Τρέχουσα αξία σε εκατομ.δανικ.κορόνες	
	1988	1989
Τράπεζες	39.528,4	48.405,3
Ασφάλειες	12.415,3	18.357,8
Εμπόριο/Υπηρεσίες	22.413,4	31.248,5
Ναυτιλιακές	27.929,6	48.901,3
Βιομηχανικές	66.718,5	89.721,2
Επενδυτικές	15.755,6	29.167,2
Σύνολο	184.760,8	265.801,4

Πηγή: C.S.E.

22.3.7. Ισπανία - Χρηματιστήριο Μαδρίτης

Το χρηματιστήριο της Μαδρίτης συγκεντρώνει πάνω από το 80% των χρηματιστηριακών συναλλαγών της Ισπανίας, η οποία έχει άλλα τρία χρηματιστήρια, της Βαρκελώνης (με 16% των συναλλαγών), της Βαλένσια και του Μπιλμπάο.

Αριθμός εισηγμένων εταιριών και συνολική τρέχουσα αξία

Έτος	Αριθμ.εταιριών	Τρέχουσα αξία σε δισ.πενσέτες	Νεοεισαχθείσες σε δισ.πενσέτες
1985	347	3.007,3	280,0
1986	311	6.477,3	540,4
1987	327	7.241,8	385,3
1988	368	10.313,1	905,3
1989	417	13.457,4	1.102,3

Πηγή: Madrid Stock Exchange

**Αξία αγοράς κατά κλάδο στο χρηματιστήριο
της Μαδρίτης στα τέλη του 1989**

Κλάδος	Τρέχουσα αξία σε δισεκ. πεσέτες
Τράπεζες	4.147,4
Ηλεκτρισμός, νερό και γκάζι	1.997,4
Τρόφιμα, ποτά και καπνός	690,7
Κατασκευές	1.845,1
Επενδύσεις χρεογράφων	869,0
Ορυχεία	1.141,4
Χημικές και κλωστοϋφαντουργικές	1.528,0
Επικοινωνίες	1.120,1
Διάφορες	504,5
Σύνολο:	13.457,4

Πηγή: M.S.E.

Στην Μαδρίτη μπορούν να γίνουν και συναλλαγές εκτός χρηματιστηρίου. Υπάρχει παράλληλη αγορά στην οποία διαπραγματεύονται κυρίως ομολογίες. Τα στοιχεία που απεικονίζονται στους παραπάνω πίνακες δείχνουν ότι το χρηματιστήριο της Μαδρίτης είναι μια αναπτυσσόμενη αγορά.

22.3.8. Ιταλία - Χρηματιστήριο Μιλάνου

Αν και στην Ιταλία υπάρχουν 10 χρηματιστήρια, το χρηματιστήριο του Μιλάνου συγκεντρώνει το 90% και 80% των συναλλασσόμενων μετοχών και ομολογιών αντίστοιχα. Τα άλλα χρηματιστήρια βρίσκονται στην Μπολόνια, τη Γένοβα, τη Φλωρεντία, τη Νάπολη, το Παλέρμο, τη Ρώμη, την Τεργέστη και την Βενετία. Οι συναλλαγές πραγματοποιούνται από χρηματιστές, οι οποίοι εκτελούν τις εντολές των επενδυτών. Δεν επιτρέπονται οι συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό στοιχείο της ιταλικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι ότι γύρω στο 75% των μετοχών και το 90% των ομολογιών διαπραγματεύονται ανεπίσημα από τις τράπεζες.

Αριθμός εισηγμένων εταιριών και τρέχουσα αξία μετοχών στο χρηματιστήριο του Μιλάνου, 1985 - 1989					
	1985	1986	1987	1988	1989
Αριθμός εταιριών	147	184	204	211	220
Αριθμός εισηγμένων μετοχών	214	286	316	317	328
Τρέχουσα αξία σε δισεκ.λιρέτες	98.195	190.471	140.721	176.827	215.244

Η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο του Μιλάνου ήταν στα τέλη του 1989, 215.244 δισεκατομμύρια λιρέτες. Παρουσίασε δηλαδή μια αύξηση σε σύγκριση με το 1988 κατά περίπου 22%.

Υπάρχει και εδώ μεγάλη συγκέντρωση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας. Συγκεκριμένα, έξι ιταλικές εταιρίες πραγματοποιούν το 84,7% των συναλλαγών στο χρηματιστήριο του Μιλάνου και το 80% των συναλλαγών του χρηματιστηρίου της Φλωρεντίας.

22.3.9. Λουξεμβούργο - Χρηματιστήριο Λουξεμβούργου

Μετά το χρηματιστήριο του Λονδίνου, το χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου είναι το πιο διεθνοποιημένο χρηματιστήριο της Ευρώπης και γενικότερα ένα από τα πιο διεθνοποιημένα του κόσμου. Τα στοιχεία που απεικονίζονται στους παρακάτω πίνακες είναι χαρακτηριστικά:

Εισηγμένες μετοχές στο χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου, 1985 - 1989					
	-1985-	-1986-	-1987-	-1988-	-1989-
Εισηγμένες μετοχές	187	219	236	247	252
Εγχώριων εταιριών	41	51	56	61	62
Ξένων εταιριών	146	168	180	185	190
Εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια	178	300	495	737	1.010
Ξένα	142	248	445	691	963
Εγχώρια	36	52	50	46	47
Νεοεισηγμένες μετοχές					
Εγχώριες μετοχές	5	13	5	5	6
Ξένες μετοχές	14	23	24	10	15
Νεοεισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια					
Εγχώρια κεφάλαια	42	108	200	258	342
Ξένα κεφάλαια	--	21	2	--	3
Πηγή: L.S.E.					

Χρηματιστήριο Λουξεμβούργου, τρέχουσα αξία αγοράς 1988 - 1989

	Αξία σε εκατομ. φράγκα Λουξεμβούργου	
	1988	1989
Εγχώριες μετοχές	316.227	370.047
Ξένες μετοχές	4.674.628	5.200.067
Εγχώρια επενδυτικά κεφάλαια	1.407.106	1.581.692
Ξένα επενδυτικά κεφάλαια	481.922	537.972

Είναι χαρακτηριστικό ότι στο χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου, οι ξένες μετοχές είναι διπλάσιες και τριπλάσιες από τις εγχώριες. Επίσης σε αυτό διαπραγματεύονται όλες σχεδόν οι εκδόσεις ομολογιών σε E.C.U.

Οι συναλλαγές διενεργούνται με το συνεχές σύστημα και πραγματοποιούνται από χρηματιστές, οι οποίοι είναι οργανωμένοι σε ομόρρυθμες εταιρίες, και από εκπαιδευμένους τραπεζών.

22.3.10. Ολλανδία - Χρηματιστήριο Αμστερνταμ

Στο χρηματιστήριο του Αμστερνταμ διαπραγματεύονται περίπου 1800 χρεόγραφα από τα οποία το 65% είναι εγχώριες και ξένες ομολογίες και το 35% ολλανδικές και ξένες μετοχές. Η συνολική χρηματιστηριακή αξία των ολλανδικών εισηγμένων μετοχών αυξήθηκε το 1989 κατά 36,9% σε σύγκριση με το 1988.

Αξία αγοράς κατά κατηγορίες εισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο του Αμστερνταμ (σε δισεκ. ολλανδικά γκίλντερς)					
Κατηγορίες	1985	1986	1987	1988	1989
Διεθνείς	79,9	90,2	80,6	96,7	124,7
Εμπόριο/Βιομηχανία και διάφορες	26,9	34,2	23,8	40,0	73,7
Ναυτιλία & αεροπορία	3,3	3,1	2,3	3,9	5,0
Τράπεζες & ασφάλειες	31,7	28,7	19,8	28,3	36,0
Εταιρίες επενδύσεων	19,3	23,0	24,2	34,0	62,9
Άλλα χρεόγραφα	3,4	4,2	4,2	4,3	--
Σύνολα:	164,5	183,4	154,9	207,2	302,3
Πηγή: Amsterdam Stock Exchange					

Η Royal Dutch Petroleum, η Unilever, η Philips, η Robeco και η Nationale Nederlanden, διαθέτουν το 47% της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας. Οι συναλλαγές πραγματοποιούνται από χρηματιστές και τράπεζες, μέσω συντονιστή της προσφοράς και ζήτησης, ο οποίος και καθορίζει τις επίσημες τιμές για κάθε συναλλαγή. Οι χρηματιστές και οι τράπεζες μπορούν να συναλλάσσονται και για ίδιο λογαριασμό, ενώ για πακέτα μετοχών μπορούν να συναλλάσσονται απ'ευθείας με τους επενδυτές.

Το χρηματιστήριο του Αμστερνταμ διαθέτει και παράλληλη αγορά για μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

22.3.11. Πορτογαλία - Χρηματιστήριο Λισσαβώνας

Η χρηματιστηριακή αγορά της Πορτογαλίας, μαζί με αυτή της Ελλάδας είναι από τις μικρότερες της Ευρώπης. Μέσα όμως στο 1989 επέδειξε έναν ιδιαίτερο δυναμισμό. Η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισαγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο της Λισσαβώνας αυξήθηκε κατά 79%, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός ανάπτυξης το 1988 ήταν 6,5%.

Αριθμός και αξία εισηγμένων εταιριών στην κύρια αγορά
του χρηματιστηρίου της Λισσαβώνας, 1985 - 1989

Έτος	Αριθμός εταιριών	Χρημ/ριακή αξία σε δισεκατομμύρια εσκούδος
1985 ----->	24	30,25
1986 ----->	40	109,36
1987 ----->	131	807,07
1988 ----->	158	859,97
1989 ----->	181	1.542,36

Πηγή: L.S.E.

Το 1989 στο χρηματιστήριο της Λισσαβώνας υπήρχαν 181 εταιρίες και στο Οπόρτο 156. Οι συναλλαγές πραγματοποιούνταν από χρηματιστές, με το σύστημα εκφώνησης - αντιφώνησης, εκτελώντας εντολές των επενδυτών. Λειτουργεί και παράλληλη αγορά για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Για μεγάλα πακέτα μετοχών, μπορούν να γίνουν εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές με συμμετοχή όμως, τραπεζών και χρηματιστών και υπό την εποπτεία της Τράπεζας της Πορτογαλίας.

22.3.12. Ελλάδα - Χρηματιστήριο Αθηνών

Εχουμε αναφέρει σε όλα τα άλλα κεφάλαια πολλά για τον τρόπο λειτουργίας, την οργάνωση και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Εδώ, θα δώσουμε μερικά συμπληρωματικά στοιχεία.

Το ελληνικό χρηματιστήριο είναι σαφώς το μικρότερο της Κοινότητας και από τα μικρότερα του κόσμου. Οι διακυμάνσεις του είναι πιο έντονες από ότι άλλων χρηματιστηρίων. Θα λέγαμε ότι δείχνει μια υπερευαίσθησία και έναν δυναμισμό στην συμπεριφορά του. Αυτό, είναι αποτέλεσμα του μικρού βάθους και πλάτους του. Έτσι βέβαια, το Χ.Α.Α. δίνει την δυνατότητα δημιουργίας αλλά και καταστροφής περιουσιών. Οι κερδοσκόποι βρίσκουν πρόσφορο έδαφος για τα παιγνίδια τους. Τελευταία όμως, οι εξελίξεις στο Χ.Α.Α. δείχνουν ότι πράγματι τα πράγματα βελτιώνονται αισθητά και οι προοπτικές παρουσιάζονται καλές.

Θα ακολουθήσουν και ορισμένα άλλα στοιχεία υπό μορφή πινάκων για να διευκολύνουμε την σύγκριση με τα άλλα χρηματιστήρια.

Αριθμός εταιριών, χρηματιστηριακή αξία και αξία νέων εκδόσεων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Ετος	Αριθμός εταιριών	Χρημ/ριακή αξία σε δισεκατ. δρχ.	Αξία νέων εκδόσεων σε δισεκατομ. δρχ.
1985	114	113,0	2,3
1986	114	156,6	4,9
1987	116	565,6	14,9
1988	119	633,0	24,9
1989	119	996,6	7,1

Πηγή: Athens Stock Exchange

Τρέχουσα αξία εισηγμένων μετοχών συνολικά και κατά κλάδο του έτους 1989

Κλάδος	Τρέχουσα αξία σε δισεκατ. δρχ.
Τράπεζες	-----> 405,01
Ασφάλειες & επενδύσεις	----> 81,53
Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	----> 7,92
Κλωστοϋφαντουργικές	-----> 70,90
Χημικών προϊόντων	-----> 17,07
Οικοδομικών υλών	-----> 150,35
Μεταλλουργικές	-----> 146,40
Τρόφιμα & ποτά	-----> 43,80
Αλευροποιητικές	-----> 3,94
Καπνού	-----> 23,95
Εμπορικές	-----> 21,36
Ψυγεία, Χαρτοβιομηχανίες και Ξενοδοχεία	----> 14,30
Διάφορες	-----> 10,07

Πηγή: Athens Stock Exchange

22.4. Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ

Στα πλαίσια της υλοποίησης της πολιτικής της για την προστασία των επενδυτών, η Κοινότητα έχει υιοθετήσει μια σειρά σημαντικών οδηγιών.

22.4.1. Διάφορες Κοινοτικές Οδηγίες

- Η Οδηγία 79/279 περί συντονισμού των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών. Η Οδηγία αυτή υποχρεώνει, κυρίως, τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, να πληροφορούν το κοινό για οποιοδήποτε νέο στοιχείο μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των τίτλων. Υποχρεώνει επίσης τις ίδιες εταιρίες να θέσουν στην διάθεση των επενδυτών τις εκθέσεις τους και τους ετήσιους λογαριασμούς σε κάθε χρηματιστήριο όπου είναι εισηγμένες.
- Η Οδηγία 80/390 που αφορά το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών. Αυτή η Οδηγία συντονίζει το περιεχόμενο, τον έλεγχο και την δημοσίευση του ενημερωτικού φυλλαδίου που διανέμεται κατά την επίσημη εισαγωγή των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο. Σύμφωνα με αυτή την Οδηγία, το ενημερωτικό φυλλάδιο πρέπει να περιέχει όλες τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες για να επιτρέψουν στους επενδυτές να σχηματίσουν γνώμη και να αποφασίσουν βασιζόμενοι στην ποιότητα της επένδυσης που τους προτείνεται.
- Η Οδηγία 82/121 περί της περιοδικής πληροφορήσεως που πρέπει να δημοσιεύουν οι εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αξιών. Η Οδηγία αυτή υποχρεώνει τις παραπάνω εταιρίες να δημοσιεύουν εξαμηνιαία έκθεση που πρέπει να παρέχει πληροφορίες οι οποίες βοηθούν τους επενδυτές να σχηματίσουν γνώμη για την εξέλιξη των δραστηριοτήτων της εταιρίας τους κατά τη διάρκεια του αυτού εξαμήνου.
- Η Οδηγία 85/611 για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.).
- Η Οδηγία 88/627 σχετικά με τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.
- Η Οδηγία 89/298 σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες. Η Οδηγία αυτή αποτελεί ενίσχυση της πολιτικής της Κοινότητας που αφορά την πληροφόρηση των επενδυτών. Προβλέπει ότι σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς εγγραφής ή πώλησης τίτλων, ανεξάρτητα αν εισαχθούν στο χρηματιστήριο ή όχι, ένα ενημερωτικό φυλλάδιο θα πρέπει να περιέχει τις σχετικές πληροφορίες για τους επενδυτές. Έτσι, η Οδηγία αυτή εναρμονίζει το περιεχόμενο του ενημερωτικού φυλλαδίου ώστε να δοθούν ισοδύναμες εγγυήσεις στους επενδυτές των διαφόρων κρατών - μελών και για να προωθηθεί η αλληλοδιείσδυση των εθνικών αγορών τίτλων.

22.4.2. Οι Κάτοχοι Προνομιούχων Πληροφοριών

Για να διαδραματίσουν τον πλήρη ρόλο τους στην παροχή κεφαλαίων, οι χρηματιστηριακές αγορές πρέπει να διασφαλίζουν ότι μεταξύ άλλων, υπάρχει ισορροπία προσφοράς και ζήτησης. Η ισορροπία όμως, όπως και το βάθος και η ρευστότητα της αγοράς εξαρτώνται επίσης και από την πεποίθηση των επενδυτών ότι οι διαμορφούμενες τιμές αντανακλούν όλα τα γεγονότα και ότι έχουν ληφθεί όλα τα απαραίτητα μέτρα που διασφαλίζουν ίσες δυνατότητες πληροφόρησης όλων των επενδυτών.

Μεταξύ των πρακτικών που αντίκεινται στην εύρυθμη λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών, είναι το λεγόμενο *inside trading*. Πρόκειται για την πρακτική εκείνη σύμφωνα με την οποία τα πρόσωπα που διαθέτουν προνομιούχες πληροφορίες - οι οποίες είναι γνωστές μόνο σε ένα περιορισμένο κύκλο προσώπων - τις εκμεταλλεύονται με τρόπο ώστε να πραγματοποιήσουν κέρδη σε βάρος άλλων επενδυτών. Η πρακτική αυτή αποτελεί απειλή για την ομαλή λειτουργία των αγορών τίτλων εφόσον μειώνει την ισότητα ευκαιριών πληροφόρησης των επενδυτών και πλήττει την εμπιστοσύνη του κοινού. Γι' αυτό τον λόγο και πολλά κράτη έχουν υιοθετήσει κανόνες που προβλέπουν κυρώσεις κατά της παραπάνω πρακτικής.

Τα τελευταία χρόνια είχαν παρουσιαστεί κατ'επανάληψη και είχαν διωχθεί δικαστικώς, μια σειρά σχετικών σκανδάλων, ειδικά στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, Λονδίνου και Παρισιού. Η κατάσταση αυτή απασχολεί ιδιαίτερα τις εποπτικές αρχές των πιο ανεπτυγμένων χρηματοπιστωτικών κέντρων οι οποίες και συντονίζουν την δράση τους προς αποφυγή παρόμοιων περιστατικών στο μέλλον.

Αρκετά κράτη της Κοινότητας διαθέτουν σχετικές νομοθεσίες που επιβάλλουν κυρώσεις για την εκμετάλλευση προνομιούχων πληροφοριών. Λόγω των διαφορών όμως μεταξύ των σχετικών νομοθεσιών των διαφόρων κρατών - μελών, ήταν σκόπιμο να υπάρξει ένας συντονισμός για να δοθεί στους επενδυτές των διαφόρων αγορών μια ισοδύναμη προστασία. Γι' αυτό τον λόγο και η Επιτροπή εξέδωσε την Οδηγία 89/592 για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι **κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών**, πράγμα που αποτελεί ένα σημαντικό βήμα προς την ολοκλήρωση της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς.

Η Οδηγία αυτή καλύπτει τους άμεσους και έμμεσους κατόχους προνομιούχων πληροφοριών. Οι "άμεσοι" κάτοχοι είναι τα άτομα τα οποία, στα πλαίσια της άσκησης των καθηκόντων ή του επαγγέλματός τους, συνέλεξαν προνομιούχες πληροφορίες. Σε αυτά τα πρόσωπα απαγορεύεται:

Να αποκτήσουν ή να χορηγήσουν, άμεσα ή έμμεσα με παρεμβαλλόμενο πρόσωπο, τίτλους που προορίζονται για διαπραγμάτευση στη χρηματιστηριακή αγορά, εκμεταλλευόμενα τις προνομιούχες πληροφορίες που έχουν στην διάθεσή τους.

Να κοινοποιήσουν αυτές τις πληροφορίες σε ένα τρίτο άτομο εάν η κοινοποίηση δεν εμπίπτει στο κανονικό πλαίσιο της άσκησης των καθηκόντων ή του επαγγέλματός των.

Να συστήσουν σε έναν τρίτο, με βάση αυτές τις πληροφορίες, να αποκτήσει ή να πωλήσει τίτλους οι οποίοι είναι δεκτοί για διαπραγμάτευση στη χρηματιστηριακή αγορά.

Ως "έμμεσοι" κάτοχοι προνομιούχων πληροφοριών θεωρούνται εκείνοι οι οποίοι, εν γνώσει τους, απέκτησαν μια προνομιούχο πληροφορία από ένα πρόσωπο που απέκτησε

την πληροφορία κατά την άσκηση του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του. Οι παραπάνω απαγορεύσεις εφαρμόζονται και σε αυτά τα πρόσωπα.

Η Οδηγία ορίζει ως "προνομιούχο πληροφορία", μια πληροφορία άγνωστη στο κοινό που έχει χαρακτήρα συγκεκριμένο και αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες τίτλων ή έναν ή περισσότερους τίτλους και η οποία, αν γινόταν γνωστή, θα ήταν ενδεχόμενο να επηρεάσει κατά σημαντικό τρόπο την τιμή του ή των τίτλων αυτών.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

(Χρησιμοποιημένη και Προτεινόμενη)

ΒΙΒΛΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΑ

1. *ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ* , Κότιτσα Γεωργίου, εκδόσεις Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 1979.
2. *ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ* , Παπούλια Γεωργίου, εκδόσεις Διον. Μαραθιάς & Σία, Αθήνα 1990.
3. *ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ* , Ρ. Samuelson, 9η αμερικάνικη έκδοση, εκδόσεις Παπαζήση.
4. *ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΥΠΟΨΗΦΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ* , Δ. Παπαριστείδη, εκδόσεις Γαλαίος.
5. *ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ* , Καφούση Γεωργίου, εκδόσεις Παντείου Ανωτάτης Σχολής.
6. *ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ* , Παπούλια Γεωργίου, εκδόσεις Τυροβόλα, Αθήνα 1982.
7. *ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ* , Ν. Δ. Φιλίππα και Γ. Α. Καραθανάση, εκδόσεις Αντ. Σακκουλά, Αθήνα-Κομοτηνή 1990.
8. *ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ* , Δελή Κωνσταντίνου, εκδόσεις Αντ. Σακκουλά, Αθήνα-Κομοτηνή 1988.
9. *ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ* , Γ. Α. Καραθανάση και Γ. Σ. Ψωμαδάκη, εκδόσεις Σμπιλίας "ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ", Αθήνα 1991.
10. *ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ* , Μουζούλα Σπήλιου, εκδόσεις Νομικής Βιβλιοθήκης.
11. *ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ* , έκδοση Β, Σιάφακα Γ. Αναστασίου, εκδόσεις Σμπιλίας "ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ", Αθήνα 1991.
12. *Η ΓΡΑΦΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΓΙΑ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΤΩΝ ΚΙΝΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ* , Πανάγου Βασιλείου, εκδόσεις Παρατηρητής.
13. *ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ* , Ελευθεριάδη Βασιλείου, Οργανισμού Εκδόσεων Διδακτικών Βιβλίων, Αθήνα 1988.
14. *ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ* , Παπασπύρου Βησσαρίωνα, εκδόσεις Ιδρύματος Ευγενίδου.

ΞΕΝΑ

1. *THE STOCK MARKET* , Richard J. Teweles and Edward S. Bradley, 5th edition, WILEY.
2. *TECHNICAL ANALYSIS EXPLAINED* , Martin J. Princ, 3rd edition, Mc Graw Hill.
3. *THE MONEY GAME* , Random House, New York 1967.
4. *INVESTMENTS* , Julius Grodinsky, Ronald Press Co., New York 1953.

ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

1. *ΚΕΦΑΛΑΙΟ* , μηνιαίο οικονομικό περιοδικό.
2. *ΧΡΗΜΑ & ΑΓΟΡΑ* , περιοδικό για την κεφαλαιαγορά.
3. *ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΟΣ* , οικονομικό περιοδικό.
4. *INFORMATION* , μηνιαίο οικονομικό περιοδικό.
5. *MANAGER* , μηνιαίο οικονομικό περιοδικό.
6. *ΕΛΛΑΔΑ & ΕΟΚ* , μηνιαίο περιοδικό για την ΕΟΚ.

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ

1. *ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ* , εβδομαδιαία οικονομική εφημερίδα.
2. *ΚΕΡΔΟΣ* , οικονομική εφημερίδα.
3. *ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ* , οικονομική εφημερίδα.
4. *ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ* , οικονομικό ένθετο της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ.
5. *ΑΝΑΠΤΥΞΗ* , οικονομικό ένθετο της εφημερίδας ΤΟ ΒΗΜΑ.

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΦΥΛΛΑΔΙΑ

1. *ΞΕΝΑΓΗΣΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ* , φυλλάδιο, επιμέλεια: Κ. Μιχαλακάκος, έκδοση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
2. *ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ* , σημειώσεις Τ.Ε.Ι. Πατρών, Κουτρούλη Γεωργίου.
3. *TREASURY MANAGEMENT* , σημειώσεις σεμιναρίου της NUNTIUS S.A.

Για την γραφή του κειμένου χρησιμοποιήθηκε
ο επεξεργαστής κειμένου **WORD 5.5** της **Microsoft**
(software) και ένας **HP Page 366 SX** (hardware)
ενώ για την εκτύπωση της εργασίας χρησιμοποιήθηκε
εκτυπωτής λέιζερ της **HEWLETT-PACKARD HP LaserJet III**