

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΠΟ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΟΙΝΟΤΙΚΟΥ ΠΑΚΕΤΟΥ ΣΤΗΡΙΞΗΣ ΙΙ
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

Γ. ΚΟΥΤΡΟΥΛΗΣ

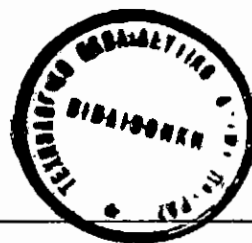
ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

ΓΚΟΥΡΑΡΟΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

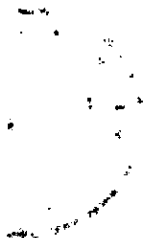
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΑΤΡΑ 12 - 9 - 1995



ΑΡΙΘΜΟΣ
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

1648



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ

1.1	ΕΝΝΟΙΑ - ΣΚΟΠΟΣ	σελ.	1
1.2	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΑΘΗΝΩΝ	>>	3
	Ιστορικά στοιχεία		
1.3	ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ	>>	4
1.4	ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1994 ...	>>	7
1.5	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗ/ΡΙΟΥ ...	>>	11

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΩΣ ΕΠΙΤΑΚΤΙΚΗ ΑΝΑΓΚΗ ΑΝΑΓΚΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α

2.1	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΡΟΚΛΗΣΗ ...	σελ	12
2.2	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕΣΩ ΚΟΙΝΟΤΙΚΩΝ ΠΟΡΩΝ ΤΟ ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΑΚΕΤΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ ΙΙ	>>	19
2.2.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ	>>	19
2.2.2	ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ Κ.Π.Σ ΙΙ	>>	21
2.2.3	ΟΙ ΑΞΙΩΝΕΣ ΤΟΥ Κ.Π.Σ ΙΙ	>>	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΙ ΚΛΑΔΟΙ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥΣ ΩΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΠΟΡΕΙΑΣ ΤΟΥ Χ.Α.Α

3.1	ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	σελ	48
3.1.2	ΠΟΡΕΙΑ 1989-1993 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ	>>	50
3.2	ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	>>	52
3.2.1	ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΙΕΤΙΑ ..	>>	52
3.2.2	ΥΠΟΓΕΓΡΑΜΜΕΝΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ	>>	53
3.2.3	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΠΟ ΤΟ ΠΑΚΕΤΟ DELORS	>>	54
3.3	ΚΛΑΔΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΑΣ	>>	56
3.3.1	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ	>>	57
3.3.3	ΚΛΑΔΟΣ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ	>>	58
3.4	ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	>>	60
3.4.1	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ	>>	62
3.5	ΚΛΑΔΟΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	>>	63
3.6	ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	>>	65
3.6.1	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ	>>	66
3.7	ΚΛΑΔΟΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΣΥΣΚΕΥΩΝ	>>	66
3.7.1	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ	>>	68
3.8	ΚΛΑΔΟΣ ΧΗΜΙΚΩΝ	>>	69
3.8.1	ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ	>>	70
3.8.2	ΧΗΜΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	>>	71
3.8.3	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ	>>	72
3.9	ΚΛΑΔΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ	>>	72

3.9.1	ΙΔΙΟΜΟΡΦΙΕΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	σελ	74
3.9.2	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	>>	75
3.10	ΚΛΑΔΟΣ ΚΛΩΣΤ/ΓΙΑΣ	>>	76
3.10.1	ΠΡΟΣΔ/ΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΝΤΑΓ/ΤΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ...	>>	77
3.11	ΚΛΑΔΟΣ ΞΥΛΕΙΑΣ	>>	78
3.11.1	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ	>>	79
3.12	ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΠΝΟΥ	>>	81
3.13	ΚΛΑΔΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ	>>	83

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

1.1	ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	σελ	86
1.1.2	ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	>>	87
1.1.3	ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ	>>	90
1.1.4	ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	>>	92
1.2	ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	>>	93
1.2.1	ΔΕΙΚΤΗΣ Ρ/Ε	>>	95
1.2.2	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΤΧ.....	>>	95
1.2.3	ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	>>	97

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

2.1	ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΦΗΜΕΣ/ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ	σελ	100
2.2	ΘΕΜΕΛΙΑΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	>>	
2.2.1	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ	>>	103
2.2.2	ΤΑΜΙΑΚΗ ΡΟΗ ΚΑΤΑ ΜΕΤΟΧΗ CASH FLOW	>>	105
2.2.3	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΕ CASH FLOW ..	>>	106
2.2.4	ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΜΕΡ.ΑΠΟΔ. ΚΑΙ Ρ/Ε ..	>>	108
2.2.5	ΧΡΗΜ/ΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΙΜΩΝ	>>	109
2.2.6	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΘΕΜΕΛΙΑΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	>>	111
2.2.7	ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧ/ΣΗΣ ...	>>	112
2.2.8	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	>>	113
2.2.9	ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΘΕΜΕΛΙΑΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	>>	113
2.3	ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	>>	115
2.3.1	ΤΕΧΝΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	>>	117
2.3.2	ΤΑΛΑΝΤΩΤΗΣ ΤΙΜΩΝ	>>	121
2.3.3	ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	>>	123
2.4	ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	>>	125
2.4.1	ΑΝΤΙΡΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΙΣΧΥΡΗ ΚΑΙ ΑΚΡΑΙΑ ΜΟΡΦΗ ΕΚΦΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	>>	126

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

3.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	σελ	130
3.2 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	>>	131
3.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	>>	134
3.4 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	>>	137
3.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟ (Beta)	>>	138

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

=====

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ

1.1 ΕΝΝΟΙΑ - ΣΚΟΠΟΣ

Χρηματιστήριο Αξιών είναι ο τόπος όπου διαπραγματεύονται (πωλούνται και αγοράζονται) οι μετοχές και οι ομολογίες των εισηγμένων σε αυτό εταιριών, οι τιμές των οποίων προσδιορίζονται από την προσφορά και ζήτηση που κάθε φορά εκδηλώνεται. Ειδικότερα θα λέγαμε ότι το Χ.Α είναι ο μηχανισμός που θέτει σε λειτουργία την δράση της παραγωγικής διαδικασίας. Είναι ο χώρος όπου μπορούν να πραγματοποιηθούν τα μακροπρόθεσμα σχέδια των παραγωγικών μονάδων, ύστερα από την ορθή αξιοποίηση των αντλούμενων από αυτό κεφαλαίων. Σαν ορισμός επομένως, το Χ.Α είναι ο χώρος όπου η παραγωγική διαδικασία συναντάνται με το κεφάλαιο τους επενδυτές και μέσα από τις διάφορες λειτουργίες του και σε μία ατμόσφαιρα ελεύθερου ανταγωνισμού τροφοδοτεί την οικονομία με κεφάλαια λειτουργικά σωστά.

Σκοπός του χρηματιστηρίου είναι η χορήγηση κεφαλαίων. Είναι μία πηγή άντλησης χρήματος την οποία εκμεταλλεύονται τόσο οι επιχειρήσεις όσο και οι επενδυτές. Είναι γνωστό ότι στα πλαίσια των επενδυτικών δραστηριοτήτων μιας οικονομικής μονάδας, είναι απαραίτητο να δαπανηθούν ορισμένα κεφάλαια προκειμένου αυτές οι επενδύσεις να υλοποιηθούν. Συνήθως λοιπόν οι εταιρίες οδηγούνται στον τραπεζικό δανεισμό, γεγονός που σημαίνει υψηλό κόστος εφόσον τα επιτόκια βρίσκονται σε

σχετικά υψηλό επίπεδο. Στην προσπάθεια τους να βρουν εναλλακτικές λύσεις καταλήγουν στο χρηματιστήριο. Με την εισαγωγή τους στη χρηματιστηριακή αγορά, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις από τις επιχειρήσεις, οι τελευταίες αντλούν κεφάλαια με μικρότερο κόστος, τα οποία προσπαθούν να αξιοποιήσουν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στα πλαίσια πάντα του επενδυτικού τους προγράμματος.

Από την άλλη μεριά ο αποκαλούμενος <<ναός του χρήματος>> τίθεται και στην υπηρεσία του εισοδηματία μικρού ή μεγάλου, ο οποίος επιθυμεί να επενδύσει τα χρήματά του, με σκοπό να του επιφέρουν ένα ποσοστό κέρδους μεγαλύτερο από αυτό θα δίνονταν στην τραπεζική αγορά, αγοράζοντας τίτλους με σταθερή απόδοση π.χ αμοιβαία κεφάλαια ή κινητές αξίες τις λεγόμενες μετοχές και ομολογίες.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι το χρηματιστήριο αποτελεί τον καθρέφτη της οικονομίας μιας χώρας και ένα από τους βασικότερους παράγοντες ανάπτυξης της. Μπορεί να πει κανείς ότι είναι δύο αλληλοσχετιζόμενα στοιχεία, όπου η θετική πορεία του ενός δηλώνει την αντίστοιχη του άλλου και το αντίθετο, συμπέρασμα το οποίο προκύπτει παρακολουθώντας τη σχέση, αυτή στα περισσότερα διεθνή χρηματιστήρια, κάτι που κατά περίεργο τρόπο δεν εναρμονίζεται με την ελληνική πραγματικότητα. Δηλαδή όταν οι δείκτες της ελληνικής οικονομίας δείχνουν βελτίωση το χρηματιστήριο ακολουθεί πορεία διαφορετική από εκείνη που θα έπρεπε λογικά να παρουσιάζει.

Παρά την τεράστια προσφορά του, το χρηματιστήριο είναι ένας θεσμός παρεξηγημένος στην Ελλάδα. Φως αυτό να οφείλεται

στην έλλειψη ενημέρωσης και γνώσης ή στον επηρεασμό της κοινής γνώμης από γεγονότα που κατά καιρούς συμβαίνουν στο χώρο αυτό. Πράγοντες όπως η κερδοσκοπία, οι αναληθείς πληροφορίες, διάφορα προβλήματα των εισηγμένων εταιριών κλπ., έχουν σαν αποτέλεσμα την αλλοίωση της εικόνας του χρηματιστηρίου και το χαρακτηρισμό του από πολλούς ως αναξιόπιστο τόπο για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης. Ωστερα όμως από μία προσεκτική μελέτη και αξιολόγηση των αποτελεσμάτων καταλήγει κανείς στο συμπέρασμα, ότι υπό ορισμένες συνθήκες σε συνδυασμό με σωστές επενδυτικές επιλογές επιτυγχάνεται το επιδιωκόμενο κέρδος.

1.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Ιστορικά στοιχεία

επως τα περισσότερα χρηματιστήρια, έτσι και το Χ.Α.Α, έχουν για πρόδρομο μια άτυπη αγορά, που λειτουργούσε γύρω στα 1870 πάνω από το παλιό καφενείο της Ωραίας Ελένης στη διαστάρωση των οδών Αιόλου και Ερμού.

Αρχικά οι συναλλαγές χρεογράφων αφορούσαν τις πρώτες εκδόσεις εθνικών δανείων, ενώ στη συνέχεια με την ίδρυση των εταιριών του Λαυρίου και της τράπεζας Βιομηχανικής Πίστewς, οι συναλλαγές αυξήθηκαν, προκαλώντας το ενδιαφέρον των επενδυτών

Το Σεπτέμβριο του 1876 δημοσιεύτηκε Βασιλικό Διάταγμα, με το οποίο εγκρίνεται η σύσταση χρηματιστηρίου στην Αθήνα, στο οποίο μπορούσαν να συναθροίζονται μόνο έμποροι, κολλυβιστές, μεσίτες και πλοίαρχοι. Το 1918 χαρακτηρίστηκε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου και από τότε μέχρι σήμερα με διατάγματα και νόμους, γίνεται προσπάθεια να εκσυγχρονισθεί, ώστε

να σταθεί στο ύψος των άλλων διεθνών χρηματιστηρίων.

Το Χ.Α.Α στεγάστηκε πρώτα στο Μέγαρο Μελά. Κατόπιν μέχρι το 1890 εγκαταστάθηκε στην οικία Νοταρά και από το 1891 έως το 1934 στην οδό Πεσματζόγλου. Από το 1934 έως σήμερα στεγάζεται σε ακίνητο της Εθνικής Τράπεζας (Σοφοκλέους) το οποίο χτίστηκε ειδικά για το χρηματιστήριο Αθηνών.

1.3 ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το Χ.Α.Α μέσα στα 119 χρόνια λειτουργίας του παρουσίασε τα τελευταία χρόνια από το 1987 και έπειτα, σημαντικές αλλαγές στη δομή και στη λειτουργία του και βρέθηκε στο επίκεντρο της οικονομικής ζωής του τόπου. Από αυτή τη χρονιά εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια εκσυγχρονισμού με γρήγορους ρυθμούς. Η εισαγωγή του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών και η ίδρυση της εταιρίας Αποθετηρίων τίτλων, αποτελούν ισχυρές βάσεις πάνω στις οποίες θα στηριχθούν οι επόμενες ενέργειες.

Η προσπάθεια αυτή ενισχύεται από την ανάπτυξη των διεθνών κεφαλαιαγορών και στην προτίμηση που εκφράζεται προς τις αναδυόμενες αγορές, στις οποίες έχει περιληφθεί και η Ελληνική. Παράλληλα εννοιαία Ευρωπαϊκή αγορά επιτείνει τον ανταγωνισμό, αλλά και βελτιώνει τις δυνατότητες άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις. Όσοι λοιπόν, το Χ.Α.Α συγκεντρώνει σήμερα το ενδιαφέρον τόσο των Ελλήνων όσο και των ξένων κυρίως θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι, παρά τις υπάρχουσες δυσκολίες, επιθυμώντας να επεκτείνουν τους επενδυτικούς τους ορίζοντες επέλεξαν την αναδυόμενη χρηματιστηριακή αγορά.

Η Διοίκηση του χρηματιστηρίου σαν πρωταρχικό της στόχο

έχει να συνεχίσει την προσπάθεια για εκσυγχρονισμό, με μηχανισμούς που θα διευκολύνουν τις συναλλαγές, με την εισαγωγή νέων προϊόντων, ώστε να αξιοποιηθούν οι υπάρχουσες δυνατότητες της αγοράς και να προσελκυστούν ακόμα περισσότερες επιχειρήσεις από τον εσωτερικό και Βαλκανικό χώρο. Επίσης άξια είναι η προσπάθεια για την αναβάθμιση της αξιοπιστίας του θεσμού και τη χορήγηση της κατάλληλης πληροφόρησης προς το επενδυτικό κοινό.

Σε αυτό το σημείο είναι χρήσιμο να αναφερθούν ορισμένες ριζικές αλλαγές που προβλέπεται ότι θα γίνουν για το χρηματιστήριο και αφορούν τόσο τη νομοθεσία όσο και την καθημερινή ζωή της Σοφοκλέους, που φανερώνουν το έντονο ενδιαφέρον για τη βελτίωση του.

Η πρώτη αναφέρεται στη νομική μορφή του Χ.Α.Α. δτσι από Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου πρόκειται να μετατραπεί σε Α.Ε, με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό δημόσιο, με αποτέλεσμα να επικρατήσει καθεστώς Διοικητικής και οικονομικής αυτονομίας.

Επίσης αλλάζει και η εικόνα της Σοφοκλέους. Οι εντολές για την διενέργεια των συναλλαγών θα δίνονται από τα εξουσιοδοτημένα στελέχη των χρηματιστηριακών εταιριών, ανεξάρτητα από το αν τα τερματικά τους βρίσκονται μέσα απέναντι ή μακριά από το χρηματιστήριο. Με τις νέες ρυθμίσεις τα τερματικά των χρηματιστών θα βρίσκονται αποκλειστικά και μόνο στην αίθουσα των διαπραγματεύσεων του Χ.Α.Α.

Οι επενδυτές πλέον θα είναι ελεύθεροι να διαπραγματεύονται με τους χρηματιστές το ύψος της προμήθειας για τη διενέ-

ργεια των συναλλαγών τους.

Μια ακόμη πρόταση που συζητείται και προβλέπεται να πάρει τη μορφή ρύθμισης και η οποία προστατεύει τους επενδυτές είναι η μεταφορά της ευθύνης για τον καθορισμό της τιμής της μετοχής μιας νεοεισερχόμενης εταιρίας στη Σοφοκλέους, από τη Διοίκηση του χρηματιστηρίου στην Τράπεζα που αναλαμβάνει το ρόλο του κύριου αναδόχου, η οποία αποφασίζει τελικά για την τιμή εισαγωγής. Η ίδια τράπεζα επιπλέον θα είναι υπεύθυνη έναντι των επενδυτών για την σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου.

Επίσης πρέπει να επισημανθεί ότι το Χ.Α.Α για ,την καλύτερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού σχετικά με τις εξελίξεις και τα γεγονότα που συμβαίνουν στο χώρο, διανέμει ορισμένα έντυπα όπως το ημερήσιο, μηνιαίο, εξαμηνιαίο και ετήσιο στατιστικό δελτίο του Χ.Α.Α και την ετήσια έκδοση που περιλαμβάνει διάφορα οικονομικά στοιχεία για τις εισηγμένες εταιρίες.

Τέλος μεγάλη είναι η πιθανότητα που υπάρχει να ιδρυθεί χρηματιστήριο στην Μακεδονία και συγκεκριμένα στην πόλη της Θεσσαλονίκης και το οποίο θα είναι έτοιμο μέσα σε ένα χρόνο. Σε πρώτη φάση το νέο χρηματιστήριο θα λειτουργεί ως παράλληλη πλατφόρμα διαπραγμάτευσης μετοχών από εταιρίες της Βόρειας Ελλάδας, με κριτήρια εισόδου αντίστοιχα εκείνων που ισχύουν για την παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου των Αθηνών. Ο οργανωτής θα είναι η τράπεζα Μακεδονίας Θράκης, στελέχη της οποίας πιστεύουν ότι μακροπρόθεσμα θα μπορεί να φιλοξενήσει στην Παράλληλη αγορά μετοχές αναπτυσσόμενων εταιριών από τα Βαλκάνια.

1.4 ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1994

Η τελευταία αυτή δεκατετραετία του χρηματιστηρίου έχει χωριστεί σε τρεις χρονικές περιόδους. Η πρώτη κυμαίνεται από το 1981-1985, η δεύτερη από το 1986-1989 και η τρίτη από το 1990-1994. Με βάση την πορεία του Γενικού Δείκτη των ετών αυτών σε συνδυασμό με κάποια γεγονότα που τον επηρέασαν, μπορεί να δει κανείς την εικόνα του Ελληνικού χρηματιστηρίου τη συγκεκριμένη περίοδο.

1981-1985

Την περίοδο αυτή το χρηματιστήριο παρουσίασε μια σχετική κινητικότητα. Όσοι λοιπόν τα έτη 1981-1983 ο Γενικός Δείκτης κυμάνθηκε πτωτικά. Πότερα από την άνοδο που σημειώθηκε το 81'-82' της τάξεως του 7.8%, ακολούθησε μια σημαντική πτώση ύψους -37.6%, κλείνοντας ο Γ.Δ από 93.42 μονάδες το 1982 σε 58.26 την επόμενη χρονιά. Η διετία 83'-84' και 85'-86' άφησε ενθαρρυντικά μηνύματα εφόσον παρουσιάστηκε άνοδος 1.5% και 19.8% αντίστοιχα, διαμορφώνοντας το Γ.Δ από 59.16 το μονάδες το 1984 σε 70.95 το 1985.

Πολλοί υπήρξαν οι παράγοντες που επηρέασαν αυτή την πορεία, διακρίνοντας ως σημαντικότερους τους παρακάτω :

α) η πετρελαική κρίση του 1979 έπληξε τις οικονομίες των περισσότερων χωρών. Τα κέρδη των επιχειρήσεων διεθνώς μειώθηκαν, η ανεργία αυξήθηκε, ο πληθωρισμός κάλπαζε σε υψηλά επίπεδα ενώ τα επιτόκια σημείωναν άνοδο με αποτέλεσμα οι επενδυτές να στραφούν στα ομόλογα, το χρυσό, τις καταθέσεις κλπ. ενώ τα χρηματιστήρια σημείωναν σημαντική πτώση. β) Το 1982 το

σκηνικό άλλαξε σε όλο τον κόσμο και τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης άρχισαν να εμφανίζονται, ενώ οι επιχειρήσεις εφήρμοζαν πολιτικές εκσυγχρονισμού και αναδιοργάνωσης. Δυστηχώς όμως στη χώρα μας η ανάκαμψη αυτή και ιδιαίτερα της περιόδου 1983-1984 χάθηκε, γεγονός που οφείλεται στο ότι τα προηγούμενα χρόνια το μεν 1981 ήταν προεκλογική περίοδος, ενώ το 82'-83' η υπάρχουσα κυβέρνηση δεν κατόρθωσε να προσαρμοστεί στις νέες συνθήκες. γ) Το 1981-1985 υπήρξε υψηλό το δημόσιο έλλειμα, το οποίο επέτρεπε την άνοδο του πληθωρισμού, ο οποίος με τη σειρά του οδηγούσε στην άνοδο των επιτοκίων, στοιχεία που είχαν αρνητική επίδραση στο χρηματιστήριο. δ) Τέλος η άνοδος των πρώτων υλών και οι αυξήσεις των μισθών επιβάρυναν το κόστος παραγωγής σε μια περίοδο που η παραγωγικότητα παρέμενε σταθερή. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την μη πραγματοποίηση επενδύσεων και την αύξηση της ανεργίας.

1986-1989

Από τα μέσα του 1985 το σκηνικό του Χ.Α.Α αρχίζει να μεταμορφώνεται. Ο Γ.Δ. παρουσιάζει διαρκεί άνοδο, σε ετήσια πάντα βάση, με σημαντικότερη την περίοδο 1986-1987 όπου το χρηματιστήριο κλείνει στις 272.47 μονάδες από 103.86 το 1986, εκδηλώνοντας αύξηση της τάξεως του 162.3%. Επίσης ιδιαίτερα υψηλή υπήρξε και η άνοδος που σημειώθηκε το 88'-89', όπου ο Γ.Δ έκλεισε στις 459.43 μονάδες το 89' από 276.65 το 88', με αύξηση 64.2%.

Η θετική αυτή εξέλιξη για την συγκεκριμένη περίοδο οφείλεται στο ότι η οικονομία ακολούθησε μια σταθεροποιητική πορεία το 86'-87'. Σε αυτό συντέλεσαν ορισμένα μέτρα που πάρθη-

καν από την τότε κυβέρνηση, όπως η υποτίμηση της δραχμής το 1986 με αποτέλεσμα τη μείωση της διαρροής κεφαλαίων στο εξωτερικών, η περιοριστική εισοδηματική πολιτική που βελτίωσε την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων και μείωσε το δημόσιο έλλειμμα, η φορολογική πολιτική η οποία αύξησε τα έσοδα του κράτους και η μείωση μετά από όλα αυτά του αυξητικού ρυθμού του πληθωρισμού.

Τα επόμενα έτη 87'-88' και μέχρι και το πρώτο μισό του 1989 επέρχεται μια αποσταθεροποίηση της οικονομικής πολιτικής. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μην μπορούν να ελεγχθούν τα δημόσια ελλείματα και να αυξάνονται γενικά τα προβλήματα της κρατικής μηχανής. Τα παραπάνω είχαν επίδραση στο χρηματιστήριο, η οποία φαίνεται από την μικρή άνοδο που σημειώθηκε το 87'-88' στο Γ.Δ μόλις, 2.6% σε σχέση με αυτή που διαμορφώθηκε το 86'-87'.

εσον αφορά τις εξελίξεις στο διεθνή χώρο σημαντικότερη ήταν αυτή της πτώσης των τιμών των πρώτων υλών, με αποτέλεσμα να οφελειθούν οι ελληνικές επιχειρήσεις, εφόσον μειώθηκε το κόστος παραγωγής των προϊόντων τους τα οποία πλέον γίνονται πιο εύκολα αποδεκτά στις ξένες αγορές λόγω της μείωσης της τιμής αγοράς τους.

1990-1994

Την πενταετία αυτή το ελληνικό χρηματιστήριο σημείωσε έντονες αυξομειώσεις. Σημαντικότερες ήταν η μεγάλη άνοδος το 1990, όπου ο Γ.Δ έκλεισε στις 912 μονάδες από 459.43 το 1989 με ποσοστό αύξησης 102.8% και η αντίστοιχη το 1993, όπου ο Γ.Δ έκλεισε στις 958.66 μονάδες έναντι 672.31 το 1992 με πο-

σοστό αύξησης 42.5%. Στα υπόλοιπα έτη παρουσιάστηκαν πτώσεις, που κατά μέσο όρο έφταναν σε ετήσια βάση το 13.1%.

Την συγκεκριμένη περίοδο οι πολιτικές εξελίξεις ήταν αυτές που επηρέασαν θετικά και αρνητικά το χρηματιστήριο. Οι πολλές εκλογικές αναμετρήσεις είχαν σαν αποτέλεσμα την διατάραξη της πολιτικής ζωής του τόπου και κατά συνέπεια την ακόμα μεγαλύτερη αποσταθεροποίηση της οικονομίας.

Στον διεθνή χώρο δύο ήταν κυρίως τα γεγονότα που είχαν αντίκτυπο στο χρηματιστήριο, τόσο στον ελληνικό όσο και στο διεθνή χώρο. Αυτά ήταν η κρίση του Περσικού Κόλπου και η ανισορροπία που προκλήθηκε στα Βαλκάνια με την έναρξη του εμφυλίου στη Γιουγκοσλαβία.

Τελειώνοντας την μικρή ανασκόπηση για την εξέλιξη του χρηματιστηρίου με βάση το Γενικό Δείκτη, φαίνεται ότι παρουσίασε από το 1981 μέχρι και το 1994 μια σχετικά θετική πορεία, υποσχόμενη αρκετά για το μέλλον, αρκεί να αναλογιστεί κανείς ότι μέσα σε 14 χρόνια μόνο τα τέσσερα σημείωσε πτώση, λαμβάνοντας υπόψη τις δυσκολίες που επικρατούσαν.

ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ
=====

ΠΕΡΙΟΔΟΣ Α'

ΕΤΟΣ	1981	1982	1983	1984	1985
ΜΟΝΑΔΕΣ	86.59	93.42	58.26	59.1	70.95

ΠΕΡΙΟΔΟΣ Β'

ΕΤΟΣ	1986	1987	1988	1989
ΜΟΝΑΔΕΣ	103.82	272.47	279.65	459.43

ΠΕΡΙΟΔΟΣ Γ'

ΕΤΟΣ	1990	1991	1992	1993	1994
ΜΟΝΑΔΕΣ	932	809.71	672.31	958.66	868.91

1.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει ότι η επένδυση σε χρηματιστηριακούς τίτλους είναι σοβαρή πράξη, που απαιτεί σύνεση, γνώση, μελέτη και προπάντων συνεχή πληροφόρηση. Ο επενδυτής αγοράζει μια μετοχή όχι μόνο για να συμμετάσχει στο μέρισμα που διανέμει η εταιρία, αλλά κυρίως επειδή προβλέπει σε μια μελλοντική άνοδο της τιμής της.

Καθημερινά στο Χ.Α οι τιμές των μετοχών, διαμορφώνονται με βάση την προσφορά και ζήτηση καθορίζοντας έτσι και την πο-

ρεία του χρηματιστηρίου. Τα αίτια όμως που προκαλούν την προσφορά και τη ζήτηση είναι πολλά και μπορούμε να τα διακρίνουμε σε γενικά και ειδικά.

ΓΕΝΙΚΑ ΑΙΤΙΑ

Στα γενικά αίτια μπορούν να συμπεριληφθούν η αφθονία όπως η μη ύπαρξη διαθεσίμων κεφαλαίων. Σημαντικοί παράγοντες ακόμη είναι η πολιτική και κοινωνική σταθερότητα, που έχουν σαν αποτέλεσμα την οικονομική πρόοδο της χώρας, συμβάλλοντας στη δημιουργία ευνοϊκού κλίματος για επενδύσεις.

Η πολιτική αστάθεια, ο κίνδυνος πολέμου και η κοινωνική αναταραχή προκαλούν πτώση των τιμών. Τα κυβερνητικά μέτρα που λαμβάνονται για την ανάπτυξη της βιομηχανίας ή άλλων οικονομικών κλάδων και ειδικότερα για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς συντελούν στη γενική άνοδο των τιμών.

Αντίθετα αν με την πολιτική της κυβέρνησης παραβλέπονται τα συμφέροντα των αποταμιευτών ή των κεφαλαιούχων, αναμένεται πτώση των τιμών.

Αίτια που προκαλούν προσφορά και ζήτηση κινητών αξιών είναι μεταξύ άλλων : α) Οι νομισματικές συνθήκες. Οι ισοτιμίες των νομισμάτων μπορούν να προκαλέσουν μεταφορά κεφαλαίων και να επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού. β) Οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις. Επώς είναι γνωστό η μη φορολόγηση των μετοχών είναι ένα πολύ σημαντικό κίνητρο για τους επενδυτές του χρηματιστηρίου, ενώ μια ενδεχόμενη απόφαση για φορολόγηση θα είχε αρνητικό αντίκτυπο στη χρηματιστηριακή αγορά. Είσης η φορολόγηση των καταθέσεων, των

ομολόγων κλπ., αποστρέφει τους επενδυτές από την τραπεζική αγορά και πολλούς από αυτούς τους οδηγεί στη Σοφοκλέους. γ) Ο ελλειμματικός ή μη προϋπολογισμός του κράτους είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που προκαλούν προσφορά και ζήτηση μετοχών. Στην περίπτωση που είναι ελλειμματικός, οι επενδυτές επηρεάζονται αρνητική και πιθανόν ακολουθεί πτώση των τιμών, εφόσον η εξέλιξη αυτή δείχνει ότι τα οικονομικά μέτρα δεν επιφέρουν ικανοποιητικά αποτελέσματα, ενώ παρουσιάζεται αύξηση όταν συμβαίνει το αντίθετο. δ) Τα επιτόκια παίζουν αποφασιστικό ρόλο στη πορεία του χρηματιστηρίου. ένα υψηλό, θετικό έναντι του πληθωρισμού επιτόκιο μπορεί να προκαλέσει μετατόπιση των χρηματικών διαθεσίμων από το Χ.Α στην τραπεζικά αγορά. Τα επιτόκια όμως αφορούν και της επιχειρήσεις. Αυτό γιατί ένα υψηλό επιτόκιο χορηγήσεως μεγαλώνει το κόστος του δανεισμού, με αποτέλεσμα η εκάστοτε εταιρία να μην διοχετεύεται τα απαραίτητα κεφάλαια για την πραγματοποίηση επενδύσεων ή για την κάλυψη υποχρεώσεων κλπ., γεγονός που μπορεί να έχει δυσμενή επίπτωση στην περαιτέρω πορεία της. ε) Ο πληθωρισμός μπορεί να προκαλέσει αύξηση των τιμών των μετοχών, αν οι επιχειρήσεις πετύχουν να τον ενσωματώσουν στις τιμές των προϊόντων τους. Στην αντίθετη περίπτωση μπορεί να έχουμε μείωση των τιμών των μετοχών. Ο πληθωρισμός επηρεάζει την ψυχολογία των επενδυτών σε μεγάλο βαθμό. εσο πιο μεγάλο είναι το ποσοστό του τόσο μειώνεται η αγοραστική δύναμη του χρήματος. δτσι όταν ένας επενδυτής τοποθετήσει 1.000.000 δρχ. σε μετοχές και σε ένα χρόνο πετύχει μια απόδοση 20% τότε το κεφάλαιο του αυξάνεται σε 1.200.000 δρχ. Αν όμως ο πληθωρισμός τρέχει στο

10% τότε η πραγματική αξία των χρημάτων του θα ανέρχονταν στο 1.080.000 δρχ. δτσι γίνεται αντιληπτό πόσο ο πληθωρισμός μπορεί να επηρεάσει την πορεία του χρηματιστηρίου.

ΕΙΔΙΚΑ ΑΙΤΙΑ

Στα γενικά αίτια συμπεριλαμβάνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων καθώς και η ασφάλεια που παρέχει ο τίτλος από την καλή λειτουργία της επιχείρησης. Η ικανότητα και οι προοπτικές πραγματοποίησης κερδών μιας εταιρίας είναι καθοριστικός παράγοντας για την τιμή της μετοχής. Εάν τα κέρδη που ανακοινώνει η εταιρία είναι σημαντικά και από τα διαθέσιμα στο κοινό οικονομικά στοιχεία διαφαίνονται προοπτικές για περαιτέρω δυναμική βελτίωση, τότε ο αγοραστής της μετοχής μπορεί βάσιμα να προσδωκεί όχι μόνο μεγαλύτερο μέρισμα, αλλά επιπλέον και μία άνοδο της τιμής της.

Τέλος θα πρέπει να σημειωθεί ότι ένας επίσης σημαντικός παράγοντας είναι και η ψυχολογία της αγοράς. Η αισιοδοξία ή απαισιοδοξία των επενδυτών είναι ένας υπολογίσιμος παράγοντας επηρεασμού των τιμών ανεξάρτητα από τους λόγους που τις προκάλεσαν. Με άλλα λόγια, όταν οι προσδοκίες του κοινού είναι αισιόδοξες, οι τιμές ανεβαίνουν ακόμη και αν τα μακροοικονομικά μεγέθη ή τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων δεν δικαιολογούν τέτοια αύξηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΩΣ ΕΠΙΤΑΚΤΙΚΗ ΑΝΑΓΚΗ ΑΝΟΔΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

2.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΡΟΚΛΗΣΗ

Η δεκαετία του 1990 αποτελεί μια κρίσιμη περίοδο για την ελληνική οικονομία και τη χώρα γενικότερα. Στην περίοδο αυτή η Ελλάδα πρέπει να προωθήσει τη μακροοικονομική της και διαρθρωτική της προσαρμογή που απαιτείται για να επιτευχθούν οι βασικοί στόχοι της νομισματικής σταθερότητας και της οικονομικής ανάπτυξης στα πλαίσια της σταδιακής δημιουργίας της Ευρωπαϊκής δνωσης, όπως συμφωνήθηκε στη σύνοδο κορυφής του Μάαστριχτ. Οι προϋποθέσεις για τη συμμετοχή των κρατών μελών της κοινότητας στην ένωση αυτή είναι αυστηρές και τα χρονικά περιθώρια περιορισμένα. Απαιτείται ευρύτατη προσαρμογή της οικονομίας και της οικονομικής πολιτικής. Θα χρειαστεί συνεπώς έντονη και συντονισμένη προσπάθεια, ώστε η Ελλάδα να μην βρεθεί στο περιθώριο της Ενωμένης Ευρώπης.

Η νομισματική σταθερότητα και η οικονομική ανάπτυξη αποδείχθηκαν ανέφικτοι στόχοι της οικονομικής πολιτικής στη χώρα μας, για σχετικά μακρά περίοδο. Δύο κύρια χαρακτηριστικά της προηγούμενης δεκαετίας ήταν ο υψηλός πληθωρισμός, ο οποίος διατηρήθηκε κατά μέσο όρο στο 19.4% και ο χαμηλός μέσος ρυθμός ανόδου του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, ο οποίος διαμορφώθηκε στο 1.7%. Την ίδια περίοδο η χώρα αντιμετώπισε σοβαρά προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών, που την έφεραν στα

πρόθυρα συναλλαγματικής κρίσης το 1985 και στο τέλος του 1989 και στις αρχές του 1990. Οι αποδόσεις αυτές της ελληνικής οικονομίας, ήταν επακόλουθο, σε σημαντικό βαθμό, της οικονομικής πολιτικής που ασκήθηκε κατά το μεγαλύτερο τμήμα αυτής της περιόδου. Οι προσπάθειες που έγιναν κατά καιρούς κατά την διετία εφαρμογής του σταθεροποιητικού προγράμματος 1986-1987, αποδείχθηκαν βραχύβιες, επειδή εγκαταλείφθηκαν πρόωρα, και ανεπαρκείς για την αντιμετώπιση των μεγάλων και αυξανόμενων οικονομικών ανισορροπιών. Οι ανισορροπίες αυτές ήταν κυρίως συνέπεια της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής που ασκήθηκε και της μη αντιμετώπισης των διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας.

Αποτέλεσμα της οικονομικής πολιτικής αυτής της περιόδου ήταν η ελληνική οικονομία να αποκλίνει αντί να συγκλίνει προς τις επιδόσεις των κοινοτικών εταίρων. Επιπλέον, η πολιτική αυτή οδήγησε στη συσσώρευση υψηλών δημοσιονομικών ελλειμάτων και στην αλματώδη άνοδο του χρέους του Δημοσίου, το οποίο το 1991 έφτασε το 98.3% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, από 32.8% το 1981. Οι δαπάνες για τόκους απορρόφησαν το 42.6% των φορολογικών εσόδων του δημοσίου το 1991. Το υψηλό δημόσιο χρέος αποτελεί μεγάλο εμπόδιο στις προσπάθειες για δημοσιονομική προσαρμογή, δυσχεραίνει την ανάπτυξη και σταθεροποίηση της οικονομίας, και επομένως την έγκαιρη συμμετοχή της χώρας στην πορεία προς την οικονομική και νομισματική ένωση.

Από το 1991 όμως έχει αρχίσει να σημειώνεται πρόοδος προς την κατεύθυνση της σταθεροποίησης της οικονομίας και έχουν αναστραφεί οι τάσεις που είχαν διαμορφωθεί τα προηγούμε-

να έτη. Παράλληλα έχει επιτευχθεί η προσπάθεια που αποσκοπεί στην εξυγίανση και αναδιάρθρωση της παραγωγικής βάσης, ώστε να ενισχυθεί η παραγωγικότητα και η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

Το 1995 είναι ουσιαστικά ο πρώτος χρόνος εφαρμογής του προγράμματος σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς την κοινοτική και προβλέπεται δύσκολος και σκληρός. Δίνει γνωστό ότι η προσαρμογή της οικονομίας στους ρυθμούς της σύγκλισης συνεπάγεται κόστος για τη χώρα, όπως άλλωστε και για τις άλλες χώρες, που χαρακτηρίζονται από ανάλογες μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Εμως η επίτευξη των μακροοικονομικών στόχων από την αξιόπιστη εκτέλεση του προϋπολογισμού το 1994, σε συνδυασμό με τη διαμόρφωση ενός θετικού κλίματος για την οικονομία, δημιουργεί ένα τόνο αιτιολογημένης αισιοδοξίας, ότι μπορεί να επιτευχθούν με μικρές έστω αποκλίσεις, οι στόχοι της σύγκλισης.

Η αισιοδοξία αυτή, η οποία δεν είναι σχήμα λόγου ούτε εκτός πραγματικότητας, πηγάζει από σειρά οικονομικών στοιχείων και αριθμών που συνηγορούν στο δικαίωμα για ένα καλύτερο μέλλον.

Τα στοιχεία αυτά και τα αριθμητικά δεδομένα που γίνονται αποδεκτά και από τους διεθνείς οργανισμούς, συνίσταται στην αξιόλογη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, στην αύξηση του εθνικού προϊόντος, στην θετική εξέλιξη του εμπορικού ισοζυγίου, στη μείωση του δημοσιονομικού ελλείματος, στη μείωση του ελλείματος των τρεχουσών συναλλαγών, στη θεαματική αύξηση των

συναλλαγματικών διαθεσίμων, στην ανάκαμψη της βιομηχανικής παραγωγής μετά από τρία χρόνια συνεχούς μείωσης.

Κοντά σε όλα αυτά που δεν πρέπει να κριθούν ως αμελητέα, θα πρέπει να επισημανθεί και μία ακόμη παράμετρος της σημερινής πραγματικότητας της χώρας που προέρχεται από τον δεινοπαθούντα τομέα της ιδιωτικής οικονομίας της χώρας και η οποία μέσα από τους αριθμούς περί πτωχεύσεων, απλήρωτων συναλλαγματικών, ακάλυπτων επιταγών κ.α, δίνει τη διάσταση της σταθεροποίησης της κατάστασης.

Τα γεγονότα αυτά, ορισκά είναι η αλήθεια, δεν παύουν όμως να αποτελούν στοιχεία σταθεροποίησης της οικονομίας, τα οποία σε συνδυασμό με τον πρωτεύοντα ρόλο που αναμένεται να διαδραματίσουν οι δημόσιες επενδύσεις στις οποίες εντάσσονται και συγχρηματοδοτούμενες από κοινοτικούς πόρους, θα δώσουν την αναπτυξιακή ώθηση που έχει ανάγκη αυτή τη στιγμή η ελληνική οικονομία.

Πρόγματι, είναι φανερό ότι κάτι αλλάζει προς το καλύτερο για την οικονομία, αρκεί να μην σταματήσουν εδώ οι προσπάθειες και αρχίσει ο εφesusχασμός. Αρκεί να γίνει συνείδηση σε όλους και κατά κύριο λόγο στον πολιτικό κόσμο της χώρας, ότι δεν υπάρχουν άλλα περιθώρια για πολιτικές αναταραχές, εκλογικές αναμετρήσεις και διαταράξεις του κλίματος που τείνει να διαμορφωθεί και το οποίο είναι απαραίτητο για τη σταθερότητα και την ανάπτυξη. Οι προϋποθέσεις για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας υπάρχουν και οι προϋποθέσεις για ένα καλύτερο αύριο είναι ορατές.

2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕΣΩ ΚΟΙΝΟΤΙΚΩΝ ΠΟΡΩΝ
ΤΟ ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΑΚΕΤΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ ΙΙ
ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟΙ ΑΞΟΝΕΣ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ

2.2.1 Εισαγωγή στην αναπτυξιακή στρατηγική

Το Κ.Π.Σ ΙΙ συνιστά συμφωνία ανάμεσα στην Επιτροπή και την Ελληνική κυβέρνηση για τους στόχους και τις προτεραιότητες που αφορούν τη χρησιμοποίηση ποσού 13.980 εκατ. ECU (σε τιμές 1994) από τους πόρους των Διαρθρωτικών Ταμείων για την περίοδο 1994-1999.

Κατά τις συζητήσεις και διαπραγματεύσεις οι οποίες διαμείφθηκαν για το Σ.Π.Α (σχέδιο περιφερειακής ανάπτυξης) στις οποίες περιλαμβάνονται και οι άτυπες συζητήσεις που οδήγησαν στην ανασθεώρηση του αρχικού σχεδίου που υπέβαλλαν οι ελληνικές αρχές το Δεκέμβριο του 1993, η Επιτροπή έδωσε βάρος σε 4 τομείς ζωτικής σημασίας.

- α) Την ανάγκη να πραγματοποιηθούν μεγάλες επενδύσεις σε μεγάλα έργα υποδομής.
- β) Την ριζική ανασθεώρηση της βιομηχανικής παραγωγής.
- γ) Στους μηχανισμούς για τη βελτίωση της ποιότητας των ενεργειών επαγγελματικής κατάρτισης.
- δ) Μια νέα προσέγγιση στο δημόσιο τομέα σε θέματα διαχείρισης

Οι ελληνικές αρχές αναγνωρίζουν τη σημασία αυτών των θεμάτων, γεγονός που σημαίνει ότι και οι δύο πλευρές αποδέχονται τη στρατηγική που διέπει το ανασθεωρημένο σχέδιο. Ως εκ τούτου η Επιτροπή κατάρτισε το Κ.Π.Σ έχοντας υπόψη την ίδια βασική στρατηγική.

Αν και είναι πάρα πολύ δύσκολο να καθορίσουμε ένα αξιόπιστο στόχο σε όρους εξέλιξης του Α.Ε.Π στην Ελλάδα μέχρι το 1999, τόσο η Ελληνική κυβέρνηση όσο και η Επιτροπή πιστεύουν ότι το Κ.Π.Σ ΙΙ θα θέσει τις βάσεις για να ανατραπεί η τάση της προηγούμενης περιόδου προγραμματισμού, κατά την οποία δεν πέτυχαν οι προσπάθειες της Ελλάδος να συμβαδίσει με τους εταίρους της Ευρωπαϊκής δνωσης.

Το Κ.Π.Σ 1994-99 θα ενθαρρύνει τη σύγκλιση μέσω του σημαντικού επενδυτικού προγράμματος σε έργα υποδομής, ιδίως στις μεταφορές, την ενέργεια και τις τηλεπικοινωνίες και μέσω των κινήτρων που θα παράσχει για ιδιωτικές επενδύσεις στην βιομηχανία και τους παραγωγικούς τομείς γενικότερα. Επιπλέον, οι ελληνικές αρχές έχουν διακηρύξει την πρόθεση τους να καταβάλλουν προσπάθειες για την προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων για επενδύσεις σε έργα υποδομής, όπου αυτό είναι εφικτό. Αυτό θα συμβάλλει αποφασιστικά στη μείωση των πιέσεων στα δημόσια οικονομικά και θα ενθαρρύνει την περαιτέρω ανάπτυξη.

Το Κ.Π.Σ βασίζεται στην παροχή περισσότερων κινήτρων για επενδύσεις :

- α) Στον παραγωγικό τομέα που θα επιτευχθούν με ειδικά μέτρα τα οποία προορίζονται να δημιουργήσουν το κατάλληλο κλίμα, που θα ανατρέψει την παρούσα μακροπρόθεσμη τάση για μη πραγματοποίηση επενδύσεων. Η αντιστροφή αυτή θα επιτευχθεί ιδίως με μία ριζική αλλαγή της βιομηχανικής στρατηγικής του παρελθόντος και με μία νέα προσέγγιση της τουριστικής ανάπτυξης.
- β) Σε έργα υποδομής που συνδέονται άμεσα με τον παραγωγικό τομέα, όπως οι μεταφορές, οι τηλεπικοινωνίες, η ενέργεια.

Στην περίπτωση αυτή το Κ.Π.Σ προτείνει την πραγματοποίηση μαζικών επενδύσεων σε μεγάλα έργα υποδομής πέρα από τα επίπεδα που προτείνει το Σ.Π.Α, επιδιώκοντας μεγαλύτερη εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των εν λόγω έργων. Εκτός από τα μεγάλα έργα που περιλαμβάνονται στο Σ.Π.Α, το κύριο βάρος δίνεται στο δίκτυο αυτοκινητοδρόμων.

γ) Στην ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού για να επανδρώσει τις επενδύσεις που θα έχουν σαν αποτέλεσμα την αύξηση της παραγωγικότητας. Πράγματι η ελληνική οικονομία πρέπει να αναπτύξει την επιστημονική και τεχνολογική βάση της οικονομικής δραστηριότητας. Η επιτυχία αυτού του εγχειρήματος έγκειται σε πολύ μεγάλο βαθμό στην κινητοποίηση του αναγκαίου ανθρώπινου δυναμικού και, ειδικότερα, στην ύπαρξη καλά εκπαιδευμένου ανθρώπινου δυναμικού που να έχει τις απαιτούμενες ειδικεύσεις στη χρησιμοποίηση προηγμένων τεχνολογιών καθώς και την ικανότητα προσαρμογής σ'ένα μεταβαλλόμενο εργασιακό περιβάλλον. Το σύστημα εκπαίδευσης/επαγγελματικής κατάρτισης σε συνδυασμό με τα άλλα ενεργά μέτρα για την αγορά εργασίας μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην ενεργοποίηση της οικονομικής ανάπτυξης και της ανάπτυξης της απασχόλησης, εφόσον αποβλέπουν στην υλοποίηση αυτών των στόχων και χρηματοδοτούνται επαρκώς.

2.2.2 ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ Κ.Π.Σ ΙΙ

Με βάση τις αποφάσεις που ελήφθησαν από την Επιτροπή σχετικά με τους χρηματοδοτικούς πόρους προς όφελος της Ελλάδας θα ανέρχονται σε 13.980 εκατ. ECU σε τιμές 1994 και θα α-

ποδοθούν δια μέσου μιας ετήσιας κατανομής σύμφωνα με τις δεσμεύσεις που ελήφθησαν στο Εδιμβούργο.

Οι μεταφορές κοινοτικών πόρων υπολογίζεται ότι θα ανέλθουν στο 2.67% του Α.Ε.Π κατά μέσο όρο. Περίπου το 49.4% των πόρων θα διατεθούν για βασικές υποδομές, 21.1% για τους ανθρώπινους πόρους και 29% για οικονομικές υποδομές και επενδύσεις με στόχο την ενίσχυση τόσο των δημοσίων όσο και των ιδιωτικών επενδύσεων για την περίοδο της χρηματοδότησης. Η επίπτωση του Κ.Π.Σ ΙΙ στην ελληνική οικονομία υπολογίζεται ότι θα είναι σημαντική.

Οι προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης θα επηρεαστούν κατά μεγάλο βαθμό από την μακροοικονομική σταθερότητα, αλλά σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της επιτροπής, το Κ.Π.Σ θα συντελέσει στην ετήσια αύξηση του Α.Ε.Π τουλάχιστον κατά μία ποσοστιαία μονάδα.

Οι χρηματοδοτήσεις από μόνες τους θα επηρεάσουν αυξητικά κατά 0.5% τον ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης και το επίπεδο του Α.Ε.Π, το οποίο στο τέλος της χρηματοδοτικής περιόδου θα είναι κατά 3% υψηλότερο απ'ότι χωρίς μεταφορές των κοινοτικών πόρων. Επιπλέον τα διαρθρωτικά ταμεία θα έχουν συμβάλει κατά 10.5% στη δημιουργία του Ακαθάριστου Σταθερού Κεφαλαίου για την περίοδο χρηματοδότησης, δημιουργώντας τις βάσεις για την αναστροφή των πτωτικών επενδυτικών τάσεων.

Στην απασχόληση εκτιμάται ότι τουλάχιστον 55.000 θέσεις εργασίας θα διατηρηθούν στον ιδιωτικό τομέα σαν αποτέλεσμα της εφαρμογής του Κ.Π.Σ. Λαμβάνοντας υπόψη της βαρύτητας που έχει η αυτοαπασχόληση στην ελληνική οικονομία, η αύξηση της

οποίας δεν μπορεί επαρκώς να προγνωσθεί, ο αριθμός των θέσεων εργασίας θα μπορούσε εύκολα να ανέλθει σε 120.000.

Σε απόλυτες τιμές, οι εμπορικές συναλλαγές που θα προκύψουν από τα διαρθρωτικά ταμεία θα επηρεάσουν κατά περιορισμένο τρόπο το συνολικό εμπορικό ισοζύγιο της Ελλάδος, αλλά οι επιπτώσεις των διαρθρωτικών ταμείων είναι σημαντικές όσον αφορά τις εισαγωγές. Πράγματι, ένα ικανοποιητικό τμήμα των μεταφορών των κοινοτικών πόρων επανέρχεται με τη μορφή συμπληρωματικών εισαγωγών κατά ένα μεγάλο μέρος προς τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής ένωσης. Κατ'αυτό τον τρόπο, μπορεί να εκτιμηθεί ότι, κατά μέσο όρο, περίπου 25% των πόρων μετατρέπονται σε εισαγωγές.

2.2.3 ΟΙ ΑΞΟΝΕΣ ΤΟΥ Κ.Π.Σ. ΙΙ

Οι στόχοι του Κ.Π.Σ εκφράζονται με πέντε αναπτυξιακούς άξονες :

Πρώτον, οι επενδύσεις σε μεγάλα έργα υποδομής θα συμβάλουν στο να μειωθεί ο περιφερειακός χαρακτήρας της Ελλάδας και να προωθηθεί η εσωτερική της ολοκλήρωση, γεγονός που θα συμβάλει στην εδραίωση του κατάλληλου κλίματος για παραγωγικές επενδύσεις που δημιουργούν εισοδήματα και θέσεις απασχόλησης.

Δεύτερον, οι παρεμβάσεις που αποβλέπουν στη βελτίωση των συνθηκών διαβίωσης, βασίζονται κυρίως σε ολοκληρωμένες ενέργειες στον τομέα του περιβάλλοντος, βελτίωση του συστήματος υγείας και της αστικής ανάπτυξης (δίκτυο μετρό).

Τρίτον, η στήριξη της ανάπτυξης του οικονομικού ιστού θα

βασισθεί σε μία σωστή βιομηχανική πολιτική που θα έχει σαν άξονα τη διεθνή ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων καθώς και τον εκσυγχρονισμό της γεωργίας, του τουρισμού και της αλιείας.

Τέταρτον, οι επενδύσεις για την ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού και την ενίσχυση των δομών της αγοράς θα βελτιώσουν το επίπεδο ειδίκευσης του ανθρώπινου δυναμικού και τις προοπτικές της επαγγελματικής του απασχόλησης.

Πέμπτον, η μείωση των περιφερειακών αναπτυξιακών ανισοτήτων και η άρση της απομόνωσης των νησιωτικών περιοχών θα επιτρέψει την αξιοποίηση του τοπικού δυναμικού των ελληνικών περιφερειών.

Η συνοχή της γενικής στρατηγικής αποδεικνύεται από τη συνέργεια μεταξύ των διαφόρων παρεμβάσεων του Κ.Π.Σ. Η ανταγωνιστικότητα του οικονομικού ιστού εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ύπαρξη μεγάλων υποδομών και την ανάπτυξη ανθρώπινου δυναμικού καθώς και από την αξιοποίηση της τοπικής ανάπτυξης περιφερειών. Τα προτεινόμενα μέτρα θα συμβάλλουν στη μείωση πολλών από τις ανισότητες και τις αποκλίσεις, για παράδειγμα, θα συμβάλλουν στο να μειωθούν οι ελλείψεις στον τομέα των μεταφορών, της ενέργειας και του περιβάλλοντος, στην ανύψωση του χαμηλού επιπέδου επαγγελματικής κατάρτισης του ενεργού πληθυσμού και στην αύξηση της προσπάθειας στον τομέα της έρευνας, των καινοτομιών και της τεχνολογίας. Η μείωση των ανισοτήτων και των αποκλίσεων από κοινού με τις προτεινόμενες ενέργειες για τον οικονομικό τομέα, θα συμβάλει στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας συνολικά.

ΑΞΟΝΑΣ 1

ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ

Η ανάπτυξη των υποδομών μεταφορών αποτελεί αναμφίβολα μια από τις ζωτικές προτεραιότητες, εφόσον από αυτές εξαρτάται η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Το κενό που πρέπει να καλυφθεί, και από ποσοτική και από ποιοτική άποψη, είναι πολύ μεγάλο σε όλες τις συνιστώσες του τομέα και δικαιολογείται συνεπώς, να δοθεί σε αυτόν εξαιρετική προσοχή και προτεραιότητα.

Οι αναλύσεις που έχουν γίνει για τον καθορισμό του τομέα συνέβαλαν στον καθορισμό αξόνων προτεραιότητας που συνδέεται με τη γεωγραφική κατανομή των βασικών αστικών και οικονομικών κέντρων της χώρας και την διάνοιξη μιας οδικής πρόσβασης προς την Ευρωπαϊκή δνωση δια της Ιταλίας μέσω των λιμανιών της δυτικής ακτής, που θα αποτελεί την εναλλακτική λύση στην παραδοσιακή διαδρομή μέσω των Βαλκανίων. Πρόκειται για τον οδικό και σιδηροδρομικό άξονα Πατρών - Αθηνών - Θεσσαλονίκης και για την Εγνατία οδό που συνδέει το λιμάνι της Ηγουμενίτσας με τη βόρεια Ελλάδα. Η ανάπτυξη αυτών των διαδρόμων, που εντάσσονται στο διευρωπαϊκό δίκτυο μεταφορών, συνδιάζεται με τις αντίστοιχες και σημαντικές επενδύσεις στα λιμάνια της Πάτρας και της Ηγουμενίτσας.

Δεδομένης της γενικής μακροοικονομικής κατάστασης και των αναγκών οι ελληνικές αρχές και η Επιτροπή συμφωνούν ότι, σε συνδυασμό με τη λήψη περισσότερων άμεσων μέτρων που θα ενθαρρύνουν τις ιδιωτικές επενδύσεις στους παραγωγικούς τομείς,

πρέπει να μεγιστοποιήσουν τις επενδύσεις στις υποδομές που θα βελτιώσουν την ανταγωνιστική θέση της Ελλάδος και να καταβάλουν κάθε δυνατή προσπάθεια για την προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων για την εκτέλεση των έργων. Στα έργα αυτά περιλαμβάνονται επίσης το αεροδρόμιο των Σπάτων, η ζεύξη Ρίου - Αντιρίου, ο δακτύλιος της Αθήνας και το μετρό της Θεσσαλονίκης (ο άξονας 'ΠΑΘΕ') και μεταξύ Ηγουμενίτσας, Θεσσαλονίκης και Κήπων στα ελληνοτουρκικά σύνορα (ο άξονας 'ΕΓΝΑΤΙΑ') έχουν στρατηγική σημασία.

Εσον αφορά το δίκτυο αυτοκινητοδρόμων, η χρησιμοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων θα πρέπει να συμβάλει στην υλοποίηση των στόχων διπλής προτεραιότητας που έχουν συμφωνηθεί από κοινού για την ολοκλήρωση των οδικών αξόνων 'ΠΑΘΕ' και 'ΕΓΝΑΤΙΑ' με προδιαγραφές αυτοκινητοδρόμων και με την κατάλληλη ενίσχυση από όλα τα χρηματοδοτικά όργανα της Ευρωπαϊκής δόσης. Κατά συνέπεια, οι ελληνικές αρχές, χωρίς να εμποδίζουν τη συνέχιση των εκτελούμενων έργων, έχουν αναλάβει τη δέσμευση με βάση το ρυθμιστικό πλαίσιο που θα καθοριστεί και με διαδικασία ανοιχτού διαγωνισμού, να αναζητήσουν συνεργάτες στον ιδιωτικό τομέα που θα πραγματοποιήσουν επενδύσεις για την ολοκλήρωση της κατασκευής των οδικών αξόνων σε όλο το μήκος τους και θα αναλάβουν την εκμετάλλευσή τους.

Υπολογίζεται ότι οι συμπληρωματικές επενδύσεις που είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν με αυτή τη διαδικασία θα επιτρέψουν την πλήρη ολοκλήρωση των νέων αξόνων μέχρι το 2000 και θα συμβάλουν στη σημαντική εξοικονόμηση πόρων από την κατασκευή τους. Δεδομένου ότι υποθέσουμε ότι ο άξονας 'ΠΑΘΕ' ολοκληρω-

θεί με αυτόν τον τρόπο, τα κεφάλαια που θα αποδεσμευθούν, θα διατεθούν κατά προτεραιότητα για την ολοκλήρωση της 'ΕΓΝΑΤΙΑΣ ΟΔΟΥ 'σε περίπτωση που το δεύτερο αυτό έργο δεν καταφέρει να συγκεντρώσει επαρκή ιδιωτικά κεφάλαια για το σκοπό αυτό. Εάν υπάρχει περιθώριο δε, και με την προϋπόθεση πάντα ότι υπάρχουν διαθέσιμοι πόροι, θα διατεθούν κονδύλια και σε άλλα έργα προτεραιότητας για συγχρηματοδότηση με τον ιδιωτικό τομέα.

Για να διευκολυνθεί η προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων σε αυτές τις επενδύσεις, οι ελληνικές αρχές θα θέσουν σε ισχύ το συντομότερο δυνατό το απαραίτητο κανονιστικό πλαίσιο που θα επιτρέψει την παραχώρηση δικαιωμάτων εκμετάλλευσης σε συνθήκες ελεύθερης αγοράς, οι οποίες ενώ δημιουργούν το κατάλληλο κλίμα για την ικανοποιητική λειτουργία του ιδιωτικού τομέα υπό των επαρκή έλεγχο των δημοσίων αρχών, εγγυώνται ταυτόχρονα ότι οι εν λόγω επενδύσεις μπορούν να παράγουν αντίστοιχα κοινωνικο-οικονομικά αναπτυξιακά οφέλη.

Είναι σαφές ότι δεν είναι δυνατό να προβλέψουμε με ακρίβεια την αντίδραση του ιδιωτικού τομέα και ότι υπάρχουν πολλοί παράγοντες εκτός του Κ.Π.Σ οι οποίοι θα καθορίσουν σε τελική ανάλυση αν και κατά πόσο είναι δυνατό να συγκεντρωθούν ιδιωτικά κεφάλαια για τις εξεταζόμενες επενδύσεις. Επίσης υπάρχουν βάσιμες ενδείξεις που συνηγορούν στο να προχωρήσει ο προγραμματισμός της κατασκευής των αξόνων ΠΑΘΕ και ΕΓΝΑΤΙΑ, λαμβάνοντας σαν δεδομένο ότι θα υπάρξουν συμπληρωματικές ιδιωτικές επενδύσεις της τάξεως του 1.5 ως 2 δις.

Το Κ.Π.Σ καταρτίζεται με βάση αυτή την υπόθεση και διαθέτει δημόσια κεφάλαια τα οποία πρέπει να είναι αρκετά για να

υλοποιηθεί ο στόχος της ολοκλήρωσης της κατασκευής αυτών των οδών με ικανοποιητικές προδιαγραφές, σε συνδυασμό με τους πόρους του Ταμείου Συνοχής και αυτούς που διατίθενται στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας INTERREG II η οποία τέθηκε πρόσφατα σε εφαρμογή.

Αν προκύψει ότι οι εκτιμήσεις για τις ιδιωτικές επενδύσεις πρέπει μελλοντικά να αναθεωρηθούν τότε, με βάση τους διαθέσιμους πόρους του Κ.Π.Σ και σύμφωνα με τους κανόνες που διέπουν αυτή την αναθεώρηση, το κύριο βάρος θα δοθεί στην εύρεση επαρκών πόρων για την ολοκλήρωση των εν λόγω κατά κύριο λόγο οδών καθώς και για την κατασκευή του αεροδρομίου των Σπατών και άλλων μεγάλων έργων που καθορίζονται στο Σ.Π.Α.

ΑΞΟΝΑΣ 2

ΑΣΤΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Για να αντιμετωπισθεί το πρόβλημα της αστικής ανάπτυξης στην Ελλάδα έχουν προβλεφθεί στα περιφερειακά προγράμματα ορισμένες παρεμβάσεις σε αυτό τον τομέα για τις σημαντικότερες πόλεις της χώρας. Πρόκειται ιδίως για τον εκσυγχρονισμό των δημοσίων υποδομών για τις ιστορικές συνοικίες και για τη διαχείριση των εγκατελειμένων βιομηχανικών χώρων και των περιοχών με υποβαθμισμένο περιβάλλον. Ο ενέργειες αυτές θα εμπλουτισθούν με την εφαρμογή της νέας κοινοτικής πρωτοβουλίας URBAN.

Λόγω του μεγέθους και της σπουδαιότητας τους τα έργα του Μετρό της Αθήνας και της Θεσσαλονίκης, τα οποία είναι συμπληρωματικά των ενεργειών που καλύπτονται από τα σχετικά περιφε-

ρειακά προγράμματα, υπάγονται σε ένα χωριστό επιχειρησιακό πρόγραμμα.

ΜΕΤΡΟ ΑΘΗΝΑΣ

Η ολοκλήρωση αυτού του έργου αποτελεί προτεραιότητα για να μειωθούν τα σημαντικά προβλήματα της κυκλοφοριακής συμφόρησης και της ρύπανσης που αντιμετωπίζει η πόλη των Αθηνών λόγω της κυκλοφορίας των οχημάτων. Προβλέπεται, συνεπώς, στο πλαίσιο του παρόντος Κ.Π.Σ, η ολοκλήρωση του έργου έχει καθοριστεί στο πρώτο Κ.Π.Σ, έτσι ώστε να τεθούν το 1998 σε κυκλοφορία οι δύο νέες γραμμές ολοκληρωμένες και πλήρως εξοπλισμένες.

ΜΕΤΡΟ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ

Οι ελληνικές αρχές προκήρυξαν το 1993 διεθνή διαγωνισμό για την κατασκευή και εκμετάλλευση, με καθεστώς παραχώρησης της εκμετάλλευσης, ενός μετρό στη Θεσσαλονίκη που κρίνεται μικρής κλίμακας.

Ο διαγωνισμός βασίζεται σε μια περίοδο παραχώρησης των δικαιωμάτων εκμετάλλευσης για 25 χρόνια και σε χρηματοδότηση του ελληνικού κράτους για την κατασκευή και εκμετάλλευση (η τελευταία θα έχει τη μορφή επιδότησης ανά επιβάτη).

Είναι σαφές ότι το έργο αυτό δεν είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί στο άμεσο μέλλον χωρίς τη συμμετοχή του ιδιωτικού κεφαλαίου. Η χρηματοδότηση του, συνεπώς, από το παρόν Κ.Π.Σ θα εξαρτηθεί από την ικανότητα να προσελκύσει τα ιδιωτικά κεφάλαια και, ως εκ τούτου, από την οικονομική του βιωσιμότητα.

Η τελική απόφαση θα είναι δυνατό να ληφθεί μόνο σε συ-

ναρτηση με τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των προσφορών που θα λάβουν οι ελληνικές αρχές.

ΑΞΟΝΑΣ 3

ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΙΣΤΟΥ

Αν και η βιομηχανία κατέχει σημαντική θέση στην ελληνική οικονομία, το σχετικό μερίδιο της μειώνεται (από 19.6% του Α.Ε.Π το 1986 σε 17.5 το 1992). Η διάρθρωση της χαρακτηρίζεται από μικρές επιχειρήσεις (το 1990, οι επιχειρήσεις με προσωπικό περισσότερο από 20 άτομα αντιπροσώπευαν μόνο το 42% της βιομηχανικής απασχόλησης) και κατά τα τελευταία έτη δεν σημειώθηκε καμία σημαντική εξέλιξη προς την κατεύθυνση αυτή. Οι επενδύσεις σε πραγματικούς όρους κυμαίνονται στο επίπεδο του 1980, η παραγωγικότητα δεν παρουσίασε σημαντική αύξηση κατά τα τελευταία έτη (100 με βάση το 86, 104 το 1992) και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι χαμηλότερη από το ποσοστό του πληθωρισμού. Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας αντιπροσωπεύει μόνο το 30% της αξίας των τελικών προϊόντων.

Η ελληνική βιομηχανία εξάλλου, παρουσιάζει ειδίκευση σε λίγους μόνο τομείς εντάσεως εργασίας και χαμηλού τεχνολογικού επιπέδου. Οι εξαγωγές αντιπροσωπεύουν μόνο το 20% της βιομηχανικής παραγωγής και το 50% από αυτές συγκεντρώνονται σε τρεις τομείς (κλωστουφαντουργία 22.2%, ιματισμός 12.6%, γεωργικά προϊόντα διατροφής 12.9%).

Από το 1989 ως το 1992, η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής βιομηχανίας υποβαθμίστηκε σημαντικά, ιδίως στους τρεις

προαναφερθέντες τομείς καθώς και στους τομείς των μη σιδηρούχων μετάλλων, των μετάλλων και των ορυκτών. Κατά την ίδια περίοδο, η Ελλάδα δεν κατόρθωσε να αναπτύξει άλλους τομείς υψηλής τεχνολογικής αξίας.

Οι επιχειρήσεις στερούνται βασικές υποδομές, ιδίως στον τομέα των μεταφορών, των τηλεπικοινωνιών και της ενέργειας, ενώ το επίπεδο επαγγελματικής κατάρτισης των εργαζομένων και των νέων αποφοίτων του εκπαιδευτικού συστήματος δεν ανταποκρίνονται στις νέες ειδικότητες που δημιουργήθηκαν με τις βαθείς τεχνολογικές και οικονομικές αλλαγές και η ικανότητα καινοτομιών και έρευνας των επιχειρήσεων είναι ελάχιστα αναπτυγμένα.

Η ελληνική βιομηχανία διαθέτει ωστόσο, ορισμένα πλεονεκτήματα:

- τη γεωγραφική θέση της Ελλάδας σε σχέση με το άνοιγμα των νέων αγορών των βαλκανικών χωρών.
- δυναμικούς επιχειρηματίες που έχουν την εμπειρία να εργάζονται σε διεθνές επίπεδο.
- μια βιομηχανική παράδοση σε συγκεκριμένους τομείς που είναι να εκσυγχρονισθούν.
- ένα μεγάλο αριθμό κατόχων μεταπτυχιακών διπλωμάτων που είναι δυνατόν να υλοποιηθούν.

Με βάση αυτές τις διαπιστώσεις, οι ελληνικές αρχές και η Επιτροπή συμμαρρίζονται τη γνώμη ότι πρέπει να ακολουθηθεί μία περισσότερο φιλόδοξη πολιτική.

Αυτή η νέα βιομηχανική πολιτική της Ελλάδος έχει ως στρατηγικό στόχο την ανάπτυξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας

της οικονομίας, που είναι το μόνο μέσο που μπορεί να εξασφαλίσει τη δημιουργία και τη διατήρηση σταθερών θέσεων απασχόλησης.

Η πολιτική αυτή ευνοεί μια επιλεκτική και όχι κλαδική προσέγγιση που χωρίζεται σε δύο άξονες προτεραιότητας : Την ενθάρρυνση των ξένων επενδύσεων, και την ενίσχυση των επιχειρήσεων εκείνων που έχουν επαρκή ικανότητα να αντιμετωπίσουν την πρόκληση της τεχνολογικής εξέλιξης και διεθνοποίησης των αγορών.

Στο πλαίσιο αυτό, η χρηματοδοτική ενίσχυση που θα λάβουν οι επιχειρήσεις δεν θα περιοριστεί αποκλειστικά σε θέματα εξοπλισμού και κτιριακής υποδομής, αλλά θα αφορά και τις ποιοτικές πτυχές της επαγγελματικής κατάρτισης των καινοτομιών, του σχεδιασμού, την εμπορία κλπ.

Οι προβλεπόμενοι βασικοί άξονες παρέμβασης για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι οι εξής :

- η ενίσχυση για τη δημιουργία νέων αποδοτικών επιχειρήσεων και η στήριξη του εκσυγχρονισμού του υπάρχοντος βιομηχανικού ιστού :

α) με τη δημιουργία συστημάτων ενισχύσεων ad hoc προσαρμοσμένων στις ανάγκες των μεγάλων εγχώριων και ξένων επενδυτών.

β) με τη χρηματοδότηση ενεργειών στο πλαίσιο στρατηγικών σχεδίων (επιχειρηματικών σχεδίων) που υποβάλλουν οι εταιρίες, οι οποίες διαθέτουν ένα δυναμικό που θα τους επιτρέψει να γίνουν ανταγωνιστικές σε διεθνή κλίμακα. Η αξιολόγηση των στρατηγικών σχεδίων των επιχειρήσεων θα πραγματοποιηθεί με τη βοήθεια των ανεξάρτητων συμβούλων διεθνούς κύρους.

γ) με ένα καθεστώς περιφερειακών ενισχύσεων περιορισμένης χρηματοδοτικής κλίμακας.

- η βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος και των βιομηχανικών υποδομών :

α) με τη δημιουργία ενός εθνικού συστήματος πιστοποίησης υψηλής ποιότητας

β) με τη δημιουργία υποδομών για τον ιδιωτικό τομέα, ιδίως στην βόρεια Ελλάδα (Θεσσαλονίκη), στο πλαίσιο της ενίσχυσης των οικονομικών σχέσεων με τις Βαλκανικές χώρες (ιδιωτικά δίκτυα επικοινωνίας μεταξύ των επιχειρήσεων, υποδομές αποθήκευσης και διατήρησης σε ψύξη κλπ.). Η χρηματοδότηση θα πρέπει να πραγματοποιηθεί με τη μορφή της ενίσχυσης εκκίνησης, για τις υποδομές αυτού του είδους, των οποίων η μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα έχει αποδειχθεί.

γ) με τη σταδιακή εκχώρηση της διαχείρισης των βιομηχανικών και βιοτεχνικών περιοχών σε ειδικευμένους φορείς, συμπεριλαμβανομένου του ιδιωτικού τομέα, με στόχο τη διερεύνηση του φάσματος και βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών.

δ) με την εφαρμογή μέτρων προστασίας του περιβάλλοντος, μέσω της παροχής των κινήτρων για τη μετακίνηση των ρυπογόνων βιομηχανιών έξω από τα μεγάλα αστικά κέντρα και τη μείωση των ρυπογόνων εκπομπών και αποβλήτων (εκσυγχρονισμό των εξοπλισμών παραγωγής).

ε) με ολοκληρωμένες ενέργειες ανασυγκρότησης των περιοχών που βρίσκονται σε βιομηχανική παρακμή.

- η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των μικρών και των μεσαίων επιχειρήσεων :

α) με τη χρηματοδότηση, για τις εταιρίες, υπηρεσιών της αγοράς προσαρμοσμένων στις ανάγκες του εκσυγχρονισμού των ελληνικών Μ.Μ.Ε με βάση ένα σύστημα διαπιστωμένων προμηθευτών. Το σύστημα αυτό θα πρέπει να λειτουργεί σε ανταγωνιστική βάση που στηρίζεται στη ζήτηση των επιχειρήσεων. Στις περιοχές που δεν υπάρχουν ιδιωτικές επιχειρήσεις για την παροχή προηγμένων υπηρεσιών, την παροχή παρόμοιων υπηρεσιών θα μπορούσαν να εξασφαλίσουν οι δημόσιες υπηρεσίες. Εν τούτοις το πεδίο δράσης παρόμοιων οργανισμών και η ικανότητα τους να παρέχουν τέτοιου είδους υπηρεσίες θα πρέπει να αποδειχθούν εκ των προτέρων με επιχειρηματικό σχέδιο που συντάσσουν ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες.

β) με μέτρα που προορίζονται να διευκολύνουν τη δυνατότητα πρόσβασης των Μ.Μ.Ε στις κεφαλαιαγορές, χάρη στην εφαρμογή σύγχρονων μέσων χρηματοοικονομικής τεχνικής.

- οι ενέργειες επαγγελματικής κατάρτισης θα χρηματοδοτούνται στο πλαίσιο στρατηγικών σχεδίων που θα καταρτισθούν από τις επιχειρήσεις. Οι ενέργειες αυτές θα υπόκεινται στους κανόνες πιστοποίησης που προβλέπει το εθνικό σύστημα συνεχόμενης επαγγελματικής κατάρτισης.

Τα μέτρα του προγράμματος για τη βιομηχανία θα πρέπει ασφαλώς να συνδυάζονται με τις μελλοντικές κοινοτικές πρωτοβουλίες. Τα μέτρα του ίδιου χαρακτήρα που περιέρχονται στα περιφερειακά προγράμματα, θα είναι δυνατόν να χρηματοδοτηθούν μόνο αφού πρώτα επαληθευθεί ότι συμμορφώνονται με την εθνική πολιτική.

Η παρακολούθηση της εφαρμογής του Κ.Π.Σ για τον τομέα

της βιομηχανίας και των υπηρεσιών θα έχει ως βάση τους εξής δείκτες :

- Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία	1992	1999
επί της συνολικής αξίας των παραγόμενων προϊόντων	30%	36%
- Μεριδίο των εξαγωγών ως ποσοστό της βιομηχανικής παραγωγής	20%	30%
- Ξένες παραγωγικές επενδύσεις στην Ελλάδα	(οι δείκτες θα συμπληρωθούν από την Επιτροπή παρακολούθησης του ΚΠΣ)	
- Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου στη βιομηχανία ως ποσοστό του Α.Ε.Π		

Επιπλέον θα εξεταστεί η εξέλιξη των παρακάτω δεικτών :

- Ποσοστό της βιομηχανίας στο Α.Ε.Π	17.5%	το 1992
- Μεριδίο της βιομηχανίας στη συνολική απασχόληση	19.1%	>> >>
- Ποσοστό επιχ/σεων που απασχολούν πάνω από 20 άτομα	42%	(1990)
- Καθαρή δημιουργία επιχειρήσεων ανά 10.000 κατοίκους	24%	(1991)
- Ποσοστό εξαγωγής εκτός από τους τομείς της κλωσ/γίας, ιματισμού, γεωργία		

ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ

Παρά τα εμφανή προβλήματα, η Ε&ΤΑ στην Ελλάδα παρουσίασε ενθαρρυντικά δείγματα. Ορισμένες ερευνητικές μονάδες είναι εξαιρετικά δραστήριες, ιδίως σε ότι αφορά τη συμμετοχή τους στα κοινοτικά προγράμματα.

Στο σημερινό πλαίσιο του διεθνούς ανταγωνισμού, η Ε&ΤΑ αποτελεί εργαλείο ζωτικής σημασίας για την οικονομική ανάπτυξη. Η Ελλάδα παρουσιάζει καθυστερήσεις όσον αφορά την τεχνολογική ανανέωση του κεφακαιοχικού εξοπλισμού καθώς και ανεπαρκή ενημέρωση των γνώσεων του ανθρώπινου δυναμικού. Ως εκ τούτου, η μαζική εισαγωγή της Ε&ΤΑ και οι καινοτομίες σε όλα τα επίπεδα του παραγωγικού μηχανισμού αποτελούν την καλύτερη δυνατή προσέγγιση για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας.

Η στρατηγική που έχει επιλεγεί στον τομέα της έρευνας και της τεχνολογίας συνίσταται στο να καταβληθεί προσπάθεια να ενισχυθεί το τεχνικό και οικονομικό δυναμικό της χώρας, ώστε να είναι αυτή σε θέση να προσελκύσει και να στηρίξει παραγωγικές επενδύσεις και να ενθαρρύνει την παραγωγή προστιθέμενης αξίας στα προϊόντα και τις υπηρεσίες της.

Η εφαρμογή της εν λόγω στρατηγικής θα υλοποιηθεί μέσω των εξής στόχων :

α) Την αύξηση των ακαθάριστων δαπανών για την Ε&ΤΑ (από 0.56% το 1992 σε 0.7 το 1999).

β) Την αύξηση των ιδιωτικών κεφαλαίων που επενδύονται στην Ε&ΤΑ και την ποιοτική βελτίωση της προσπάθειας των επιχειρήσεων, εφόσον ο γενικός στόχος είναι να αυξηθούν οι δαπάνες των επιχειρήσεων από 0.12% του Α.Ε.Π το 1991 σε 0.20 το 1999 ή από 25% των ακαθάριστων δαπανών το 1992 σε 40% το 1999.

- γ) Τη μεταφορά της τεχνολογίας και τη στήριξη των καινοτομιών με στόχο την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των εταιριών.
- δ) Την αναδιάρθρωση και τη βελτίωση της υποδομής της ήδη υπάρχουσας Ε&ΤΑ, καθώς και την διερεύνηση της.
- ε) Την αξιοποίηση και την ενίσχυση του ανθρώπινου δυναμικού στον τομέα της Ε&ΤΑ της χώρας, με στόχο να αυξηθεί ο αριθμός των ερευνητών κατά 60% μέχρι το 1999.

ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ

Ο τουρισμός αποτελεί ένα σημαντικό αναπτυξιακό παράγοντα για την ελληνική οικονομία και κατέχει κυρίαρχη θέση στον τριτογενή τομέα. Το μερίδιο του τουρισμού στο Α.Ε.Π ήταν 7% το 1992 και τα έσοδα από το τουριστικό συνάλλαγμα αντιπροσώπευαν το 41% των άδηλων εσόδων κατά τη διάρκεια του ίδιου έτους. Στον τουρισμό απασχολείται το 10% του ενεργού πληθυσμού ενώ ο αριθμός των τουριστών στην Ελλάδα παρουσιάζει μια σταθερή ανοδική τάση και η εξέλιξη αυτή θα πρέπει να συνεχιστεί και τα επόμενα έτη. Εντούτοις, παρά τις ευνοϊκές αυτές προοπτικές, ο τομέας αντιμετωπίζει ορισμένα προβλήματα :

- α) τον εποχιακό χαρακτήρα αυτής της δραστηριότητας.
- β) την άνιση γεωγραφική κατανομή των τουριστικών δραστηριοτήτων.
- γ) την χαμηλή ποιότητα του τουριστικού προϊόντος και ιδίως της στέγασσης.

Με βάση την προηγούμενη διαπίστωση, η τουριστική πολιτική έχει ως βασικό στόχο τη βελτίωση της ποιότητας του προϊόντος, ώστε να αυξηθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα του τομέα.

Από το στόχο αυτό προκύπτουν και οι ακόλουθες προτεραιότητες παρέμβασης .

- α) ο εκσυγχρονισμός των τουριστικών επιχειρήσεων, ο οποίος όμως δεν πρέπει να έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του αριθμού των κλινών . Οι παρεμβάσεις θα βασίζονται σε στρατηγικά σχέδια (επιχειρηματικά σχέδια που αποδεικνύουν την αποδοτικότητα) τα οποία υποβάλλουν οι επιχειρήσεις (συμπεριλαμβανομένων των δημοσίων επιχειρήσεων), που επιθυμούν να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα τους με την προσφορά ενός πλουσιότερου και καλύτερης ποιότητας τουριστικού προϊόντος . Οι χρηματοδοτούμενες ενέργειες δεν θα αφορούν μόνο τον υλικό εξοπλισμό, αλλά θα καλύπτουν το σύνολο των μέτρων που είναι αναγκαία για την επίτευξη του στόχου της ανταγωνιστικότητας (μελέτες αγορές, καινοτόμες υπηρεσίες, διεπιχειρησιακά δίκτυα και συνεργασία).
- β) σε τουριστικές περιοχές που διαθέτουν επαρκή δυνατότητα στέγασης, και εφόσον υπάρχει αποδεδειγμένη ανάγκη, η χρηματοδότηση κοινών υποδομών που αποβλέπουν στη βελτίωση του φάσματος και της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών .
- γ) η ισόρροπη ανάπτυξη ενός περιορισμένου αριθμού νέων τουριστικών πόλων σύμφωνα με μία ολοκληρωμένη προσέγγιση . Αυτός ο τομέας δράσης συνεπάγεται την επιλογή των εν λόγω περιοχών και την κατάρτιση ενός πακέτου που θα περιέχει την παράλληλη ανάπτυξη των υποδομών, της ξενοδοχειακής υποδομής, των μεταφορών κλπ., ώστε να παρέχονται τουριστικά προϊόντα υψηλού επιπέδου .
- δ) θα χρηματοδοτηθούν ενέργειες επαγγελματικής κατάρτισης στο πλαίσιο στρατηγικών σχεδίων που θα καταρτισθούν από τις επι-

χειρήσεις. Οι ενέργειες αυτές θα υπόκεινται στους κανόνες πιστοποίησης που προβλέπει το εθνικό σύστημα διαρκούς κατάρτισης.

ΓΕΩΡΓΙΑ ΚΑΙ ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Η ελληνική γεωργία χάνει συνεχώς κατά τα τελευταία χρόνια την ανταγωνιστικότητά της, γεγονός που εκφράζεται με την εμφάνιση παθητικού υπολοίπου στις εμπορικές συναλλαγές στον τομέα των γεωργικών προϊόντων διατροφής. Οι όροι των συναλλαγών επιδεινώνονται αδιάλοπα από το 1991. Οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου στη γεωργία παρουσιάζουν επίσης πτωτική τάση, ενώ το μερίδιο της γεωργίας στο σύνολο των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου εξακολουθεί να παραμένει συνεχώς ελαφρά κατώτερο από το 10% το 1985.

Οι διαρθρώσεις στήριξης της γεωργίας είναι επίσης ανεπαρκείς. Η έλλειψη μιας αποτελεσματικής πολιτικής για την διάθεση των προϊόντων στην αγορά, σε συνδυασμό με ένα απαρχαιωμένο και ξεπερασμένο σύστημα στον τομέα της μεταποίησης και εμπορίας, η έλλειψη ισορροπίας ανάμεσα σε ορισμένα προϊόντα καθώς και απουσία ξεκάθαρων επιλογών για μια δυναμική πολιτική στο θέμα ποιότητας, προκαλούν σημαντική απώλεια προστιθέμενης αξίας, και κατά συνέπεια μείωση της ανταγωνιστικότητας.

Ο γεωργικός τομέας πρέπει να προσαρμοστεί στη συνολική εξέλιξη της οικονομίας, γεγονός που συνεπάγεται ότι πρέπει να μειωθεί η σχετική σημασία του. Στο πλαίσιο αυτό και με βάση τα εντοπιζόμενα προβλήματα, η στρατηγική για την ανάπτυξη του τομέα συναρθώνεται γύρω από τρεις κατευθυντήριους ά-

ξονες :

α) τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της γεωργίας με παρεμβάσεις στο επίπεδο της παραγωγής καθώς και της εμπορίας και της μεταποίησης.

β) των εκσυγχρονισμό των γεωργικών διαρθρώσεων, συμπεριλαμβανομένης της υποδομής και των βασικών εξοπλισμών.

γ) την αγροτική ανάπτυξη, με την αναζωογόνηση των αγροτικών περιοχών και τη διαφοροποίηση της δραστηριότητας, συμπεριλαμβανομένης της προστασίας και της αξιοποίησης των φυσικών πόρων, του περιβάλλοντος και του ενδογενούς δυναμικού.

Σε συνάρτηση με τους χρηματοδοτικούς πόρους που θα διατεθούν και την απαραίτητη συγκέντρωση των παρεμβάσεων, οι ειδικοί στόχοι προτεραιότητας είναι οι εξής :

α) βελτίωση της ανταγωνιστικότητας

β) εκσυγχρονισμός των γεωργικών διαρθρώσεων και της υποδομής

γ) αγροτική ανάπτυξη

Ο βαθμός υλοποίησης των ανωτέρων στόχων μπορεί να μετρηθεί με τη βοήθεια ορισμένων δεικτών, από τους οποίους οι σημαντικότεροι είναι οι εξής :

	1992	1999
Μερίδιο της γεωργικής απασχόλησης στη συνολική απασχόληση	22%	19%
Γεωργική ΑΠΑ/ΑΕΠ	15%	13%
Αριθμός αγροτεμαχίων ανα γεωργική εκμετάλλευση	6	5.5

Αναλογία	φυτικής παραγωγής	67%	65%
	-----	---	---
	ζωική παραγωγή	30	32

ΑΞΟΝΑΣ 4

ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ & ΠΡΟΩΘΗΣΗ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ

Το ανθρώπινο δυναμικό αποτελεί καθοριστικό στοιχείο της ανταγωνιστικότητας, της αύξησης και της ανάπτυξης της απασχόλησης. Ο ανθρώπινος παράγοντας κατέχει σημαντική θέση στην προσπάθεια οικονομικής ανόρθωσης και εκκίνησης της διαδικασίας ανάπτυξης. Η επιτυχία στον τομέα αυτό, εξαρτάται από την κινητοποίηση όλου του ανθρώπινου δυναμικού και ιδίως από την ύπαρξη ενός υψηλά εξειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού που διαθέτει τις απαραίτητες ικανότητες για να ελέγξει τις προηγμένες τεχνολογίες και για να προσαρμοστεί στις αλλαγές. Το σύστημα της εκπαίδευσης και της επαγγελματικής κατάρτισης και τα άλλα μέτρα που λαμβάνονται για την αγορά εργασίας διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην διαδικασία οικονομικής ανάπτυξης και προώθησης της απασχόλησης. Εντούτοις, τα μέτρα υπέρ του ανθρώπινου δυναμικού πρέπει να βελτιωθούν ώστε να ανταποκρίνονται στις ανάγκες των επιχειρήσεων και της αγοράς εργασίας.

Για να αυξηθεί η παραγωγική ικανότητα του ανθρώπινου δυναμικού, προς όφελος της οικονομικής και κοινωνικής ανάπτυξης, της ανταγωνιστικότητας και της απασχόλησης στην Ελλάδα, πρέπει :

α) να ληφθούν μέτρα όσον αφορά την ποιότητα και την πολυμορ-

φία της παρεχόμενης επαγγελματικής κατάστασης, με παράλληλη ενίσχυση των παραγωγικών δομών των εκπαιδευτικών υπηρεσιών.

β) να ενθαρρυνθούν οι επενδύσεις των επιχειρήσεων σε ανθρώπινο δυναμικό και να ικανοποιηθεί η ζήτηση, μέσω της προσαρμογής των ενεργειών εκπαίδευσης - επαγγελματικής κατάρτισης στην οργάνωση και το περιεχόμενο των θέσεων απασχόλησης που δημιουργούνται από τις βαθειές οικονομικές και τεχνολογικές μεταβολές.

Αυτό συνεπάγεται ότι το κύριο βάρος της προσπάθειας θα στραφεί προς τις ακόλουθες στρατηγικές προτεραιότητες :

α) να διερευνηθεί η ικανότητα πρόσβασης και να βελτιωθεί η ποιότητα των συστημάτων βασικής εκπαίδευσης και επαγγελματικής κατάρτισης. Η ποσοτική και ποιοτική ενίσχυση των διαφόρων υφιστάμενων διαρθρώσεων απαιτεί : λιγότερο άκαμπτα συστήματα, ανοικτά στον κόσμο της εργασίας με στόχο να εξασφαλισθεί η μεγαλύτερη κινητικότητα του ειδικευμένου εργατικού δυναμικού και να μπορεί αυτό να προσαρμόζεται στις νέες τεχνολογίες και να βελτιωθεί η μεταφορά γνώσεων στις οικονομικές δραστηριότητες.

β) βελτίωση της ανταγωνιστικότητας με την προσαρμογή των εργαζομένων στην εξέλιξη των συστημάτων παραγωγής. Για το σκοπό αυτό, πρέπει να δοθεί έμφαση σε μία συστηματική προσέγγιση κατά την οργάνωση των δραστηριοτήτων συνεχιζόμενης κατάρτισης και διαρκούς εκπαίδευσης με γνώμονα τη ζήτηση των επιχειρήσεων και της αγοράς εργασίας.

γ) Στήριξη και διερεύνηση της προσπάθειας εκσυγχρονισμού της δημόσιας διοίκησης. Στον τομέα αυτό, το κύριο βάρος πρέπει να

δοθεί στην αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού, με τη βοήθεια μέτρων αρχικής και συνεχιζόμενης επαγγελματικής κατάρτισης υψηλής ποιότητας.

ΣΤΗΡΙΞΗ ΤΟΥ ΕΚΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Η ελληνική δημόσια διοίκηση αντιμετωπίζει συσσωρευμένες αδυναμίες που έχουν σαν αποτέλεσμα τη χαμηλή παραγωγικότητα και αποτελεσματικότητα. Οι αδυναμίες αυτές συνίστανται στο ότι πρέπει να βελτιωθούν τα επαγγελματικά προσόντα ενός μεγάλου μέρους του προσωπικού, στην έλλειψη κινήτρων για την απόκτηση προσωπικού με υψηλά επαγγελματικά προσόντα, στον ανεπαρκή συντονισμό και την έλλειψη εκσυγχρονισμού, στο χαμηλό επίπεδο εφαρμογής νέων τεχνολογιών και νέων τεχνικών διαχείρισης, στην ανεπαρκή καταγραφή στατιστικών στοιχείων και επεξεργασίας δεδομένων, στην έλλειψη συνέχειας στη διοικητική λειτουργία κλπ.

Οι αδυναμίες αυτές έγιναν περισσότερο εμφανής με την εφαρμογή του πρώτου Κ.Π.Σ, όταν τέθηκε για πρώτη φορά σε εφαρμογή ένα πρόγραμμα για τη βελτίωση της δημόσιας διοίκησης. Ωποτελούν σημαντικά εμπόδια στο να μπορέσει η δημόσια διοίκηση να συμβάλει κατά τον απαιτούμενο βαθμό στην οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη της χώρας.

Στο πλαίσιο αυτό σχεδιάζεται η εφαρμογή και η ανάπτυξη νέων τεχνολογιών και ιδίως αποκεντρωμένα δίκτυα μηχανογραφημένων συστημάτων πληροφορικής, που να ανταποκρίνονται και να προωθούν τις νέες οργανωτικές προσεγγίσεις. Επειδή οι ανάγκες στον τομέα αυτό, είναι πολύ μεγάλες, πρέπει να ακολουθηθεί

μια επιλεκτική προσέγγιση. Η προτεραιότητα πρέπει να δοθεί σε ειδικούς τομείς που έχουν σημαντική επίπτωση στην προσπάθεια της ελληνικής δημόσιας διοίκησης να στηρίξει της διαρθρωτικές αλλαγές και να πετύχει την μακροοικονομική σταθερότητα. Από την άποψη αυτή, εξαιρετικά μεγάλη σημασία έχει ο εκσυγχρονισμός των οικονομικών εφοριών, των τελωνείων, των υπηρεσιών του προϋπολογισμού και του δημόσιου ταμείου. Πρέπει να θεσπιστούν ειδικοί μηχανισμοί διαχείρισης των έργων για τις ενέργειες αυτές που πρέπει να οργανωθούν βάση ολοκληρωμένων προσεγγίσεων.

ΕΡΓΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΣΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ

Ο τρόπος με τον οποίο γίνονταν μέχρι και τώρα ο προγραμματισμός και η ανάθεση των μεγάλων έργων εκσυγχρονισμού είναι, αν μη τι άλλο ασυνεπής και αναποτελεσματικός. Δεν υπάρχουν συγκεκριμένα κανόνες, δεν υπάρχει σταθερό πλαίσιο, δεν υπάρχει μέριμνα για τις ιδιαιτερότητες που επιβάλλει ο ρυθμός προόδου της σύγχρονης τεχνολογίας. Το αποτέλεσμα αυτής της παρακμής δεν το εισηράτουν μόνο οι επιχειρήσεις που κινούνται στο συγκεκριμένο χώρο. Δυστηχώς, τα υπομένουν οι έλληνες πολίτες που εξακολουθούν να λαμβάνουν υπηρεσίες χαμηλού επιπέδου, τη στιγμή που οι Ευρωπαίοι εταίροι τους θεωρούν αυτονόητο το διαρκή εκσυγχρονισμό των υπηρεσιών που εκπορεύονται από τον δημόσιο τομέα.

Οι προϋποθέσεις για μια ουσιαστική αξιοποίηση των κονδυλίων από το Κ.Π.Σ, ξεκινούν από τη δημιουργία ενός εξελιγμένου και σταθερού μηχανισμού που θα εξασφαλίσει ορθή αξιολόγη-

ση των αναγκών εκσυγχρονισμού, ακριβή προδιαγραφή των απαραίτητων έργων, διαφάνεια στην αξιολόγηση των προσφορών και ταχύτητα στην υλοποίηση. Πρόκειται για μία υπόθεση σύνθετη μεν, αλλά εφικτή στην εφαρμογή της, η οποία κατ'αρχήν εξαρτάται από τη βούληση των αρμοδίων φορέων της πολιτείας.

Το κέρδος από μία μόνιμη θεσμική αντιμετώπιση του ζητήματος θα είναι τεράστια. Κυρίως, γιατί μέσα από μία τέτοια διαδικασία δεν μπορούν παρά να αναδειχθούν οι επιχειρηματικοί φορείς που διαθέτουν το τεχνολογικό βάθος, την τεχνογνωσία, την εμπειρία και την απαιτούμενη υποδομή για να εκπονήσουν τα μεγάλα έργα που έχει ανάγκη ο τόπος. Οι επιχειρηματικοί φορείς που έχουν την δυνατότητα να αναλάβουν τη συνολική ευθύνη των έργων αυτών, στηριζόμενοι σε πραγματικά εχέγγυα και όχι σε μεγάλα λόγια. Γιατί σε τελική ανάλυση, το ζητούμενο είναι να υιοθετηθεί μια τεχνολογική στρατηγική που θα συμπλέξει με τους κανόνες της υγιούς ελεύθερης αγοράς και πάνω από όλα που θα υπηρετεί τις πραγματικές και επείγουσες ανάγκες της χώρας μας.

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΕΙΚΤΩΝ

Για να παρακολουθήσουμε την εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας και για να αξιολογήσουμε τις ποιοτικές αλλαγές που απορρέουν από την εφαρμογή του παρόντος του Κ.Π.Σ, η επιτροπή παρακολούθησης του Κ.Π.Σ θα εξετάσει και θα ζητήσει την εξέλιξη των παρακάτω δεικτών.

ΓΕΝΙΚΟΙ (ΜΑΚΡΟ) ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Ακαθάριστες νέες θέσεις εργασίας.
Καθαρή δημιουργία θέσεων εργασίας.
Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου.
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν.
Ακαθάριστο εθνικό προϊόν.

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΙ Ε&ΤΑ

Ακαθάριστες νέες θέσεις εργασίας.
Αξία των εξαγωγών.
Μερίδιο στο διεθνές εμπόριο.
Δαπάνες των επιχειρήσεων για Ε&ΤΑ.
Ακαθάριστες δαπάνες >> >>
Προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία.

ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ

Ακαθάριστες νέες θέσεις εργασίας.
Καθαρή δημιουργία θέσεων εργασίας.
Προστιθέμενη αξία στον τομέα του τουρισμού.
Δοδα από τουριστικό συνάλλαγμα.
Ποσοστό επισκεπτών σε περιόδους αιχμής και μη.

ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ

Εξοικονόμηση χρόνου στους βασικούς οδικούς άξονες.
Βαθμός ολοκλήρωσης και ποσοστό δαπανών σε οδικά έργα στους
δύο βασικούς αυτοκινητόδρομους.

δασοδα (σιδηροδρόμων) και αριθμός επιβατών.

Κίνηση επιβατών και εμπορευμάτων στα αεροδρόμια.

Συνδυασμένες μεταφορές και κόστος μεταφοράς για τους χρήστες.

ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΟΤΗΤΑ

Κόστος μεταφοράς ως συνιστώσα της αξίας των γεωργικών και βιομηχανικών προϊόντων που εξαγονται στην EUR 12.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ 1994 - 1999 ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ
 Σχέδιο χρηματοδότησης κατά άξονα και μορφή παρέμβασης

Αναπτυξιακός άξονας	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ 1=2+13	ΔΗΜΟΣΙΑ ΔΑΠΑΝΗ										(Ποσό σε εκατομμύρια ECU)			
		Σύνολο δημοσ. δαπ. 2=3+9		Κοινωνική συμμετοχή				Εθνική δημόσια δαπάνη				ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΣΥΜΜΕΤ.	Ε.Τ.Ε. (**)		
		Σύνολο	ΕΠΠΑ	ΕΚΤ	ΕΠΠΕ-Π	ΧΜΠΑ	Ι.Σ.	Σύνολο	Κράτος	Περ.	Άλλα				
		3=sum(4:8)	4	5	6	7	8	9=sum(10:12)	10	11	12				
ΑΞΟΝΑΣ Νο 1: ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ ΚΑΙ ΠΡΟΩΘΗΣΗ ΤΗΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΜΕΣΩ ΓΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΔΙΚΤΥΩΝ ΥΠΟΔΟΜΩΝ	8272,2	4891,7	2737,1	2609,5	37,6						2154,8	1754,7	399,9	3360,5	1190,0
1- Ε.Π. Προσβάσεις και οδοί αξόνες (Αυτοκινητόδρ., λιμένα, αεροδρόμια)	5212,4	2212,4	1327,4	1327,4							885,0	885,0		3000,0	670,0
2- Ε.Π. Σιδηροδρομικό δίκτυο	490,1	490,1	294,1	294,1							186,0	198,0			150,0
3- Π.Ε.Π. Επικοινωνίες	452,2	452,2	250,7	213,1	37,6						201,5		201,5		
4- Ε.Π. Ενέργεια	1163,9	850,5	510,3	510,3							340,2	141,8	198,4	313,4	70,0
5- Ε.Π. Φυσικό αέριο	953,6	886,5	354,6	354,6							531,9	531,9		67,1	300,0
ΑΞΟΝΑΣ Νο 2: ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΘΗΚΩΝ ΔΙΑΒΙΩΣΗΣ	2660,9	2549,1	1456,8	1456,8	20,0						1092,3	1092,3		141,8	883,0
6- Ε.Π. Αστική ανάπτυξη (Μετρό Αθηνών και Θεσσαλονίκης)	1849,2	1707,4	853,7	853,7							853,7	853,7		141,8	683,0
7- Π.Ε.Π. Υγεία και κοινωνική πρόνοια	338,4	338,4	226,4	208,4	20,0						113,0	113,0			
8- Ε.Π. Περιβάλλον	502,3	502,3	376,7	376,7							125,6	125,6			

(*) Η εκτίμηση αυτή έχει καθορήσει ενδεικτικό χαρακτήρα· αντιπροσωπεύει ένα σχετικό ευρύ φάσμα ενδεχομένων συμμετοχών του ιδιωτικού κεφαλαίου σε σημαντικά έργα υποδομής (βλ. κείμενο, κεφάλαιο 2.1). Τα άλλα ποσά που αφορούν συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα προέρχονται από το Σ.Π.Α., και έχουν επιτόχιο καθορισμό ενδεικτικού χαρακτήρα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ 1994 - 1999 ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ
Σχέδιο χρηματοδότησης κατά άξονα και μορφή παρέμβασης

(Ποσά σε εκατομμύρια ECU's)

ΕΤΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ 1+2+14	ΔΗΜΟΣΙΑ ΔΑΠΑΝΗ											ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΣΥΜΜΕΤ.	Ε.Τ.Ε.		
		Σύνολο δημοσ.δαπ 2=3+10	Κοινοτική συμμετοχή				Εθνική δημόσια δαπάνη			Άλλοι	13	14			15	
			Σύνολο	ΕΙΠΑ	ΕΚΤ	ΕΓΤΠΕ-Π	ΧΜΠΑ	Σύνολο	Κράτος							Περ.
1994	3577,9	2888,1	1918,1	1302,0	351,3	247,0	17,8	970,0	915,1	54,9	689,8	324,9				
1995	3911,7	3124,6	2075,1	1408,5	380,1	267,2	19,3	1049,5	990,1	59,4	787,1	351,5				
1996	4978,6	3349,0	2224,2	1509,7	407,4	286,4	20,7	1124,8	1061,2	63,6	1629,6	376,7				
1997	5307,7	3582,1	2379,0	1614,9	435,7	306,3	22,1	1203,1	1135,1	68,0	1725,6	403,0				
1998	5748,4	3894,2	2586,3	1755,5	473,7	333,0	24,1	1307,9	1233,9	74,0	1854,2	438,1				
1999	6197,0	4211,9	2797,3	1898,9	512,3	360,1	26,0	1414,6	1334,6	80,0	1985,1	473,8				
ΣΥΝΟΛΟ	28721,3	21049,9	13880,0	9489,5	2560,5	1800,0	130,0	7069,9	6670,0	399,9	8671,4	2368,0				

(*) περλαμβανόμενων των παρεμβάσεων που τυγχάνουν κοινοτικής οικονομικής βοήθειας η οποία αποφασίσθηκε το 1994, βάσει των κανονισμών (ΕΕΚ) 4028/88 και 4042/89

ΤΟΜΕΙΣ	Ετήσιος μέσος όρος 1989-1993										Ετήσιος μέσος όρος 1994-1999									
	Δημόσιες δαπάνες (Εθνικές + Κοινοτικές)					Ιδιωτικ. τομέας	Κ.Π.Σ. Συμμετοχή		Ε.Τ.Ε.	Εθνική συν. δαπ. χωρίς την συμμετοχή των Δ.Τ.	Κ.Π.Σ. Συμμετοχή		Ε.Τ.Ε.	Εθνική συν. δαπ. χωρίς την συμμετοχή των Δ.Τ.	Κ.Π.Σ. Συμμετοχή		Ε.Τ.Ε.			
	απο τις οποίες		Σύνολο	Διαβρ. Ταμείων (Δ.Τ.) (1)	Εθνική Συμμετοχή		Εθνικές + Κοινοτικές	απο τις οποίες			Προϋπολ. Εκτός προϋπ.	Σύνολο			Διαβρ. Ταμείων (Δ.Τ.) (1)	Εθνική Συμμετοχή		Εθνικές + Κοινοτικές	απο τις οποίες	Προϋπολ. Εκτός προϋπ.
	2=3+4	3				4			5	6			7	8=2-6			9			
1	3200	1082	2118		611	507	2589	254	9	10	56	3500	984	2516	594	1068	658	2432	352	434
A. ΒΑΣΙΚΕΣ ΥΠΟΔΟΜΕΣ																				
1 Μεταφορές	1131	455	676		300	248	831	114		21		1300	400	900	531	667	407	633	286	217
2. Επικοινωνίες	522		522		100	103	422	10				600		600		42	34	558		
3. Ενέργεια	887		887		64	83	823	112				1000		1000	63	144	145	856	62	
4. Νερό	394	361	33		90	48	304	18				200	184	16		78	26	122	4	
5. Περιβάλλον	157	157			32	13	125	35		35		150	150			26	9	124		217
6. Υγεία	109	109			25	12	84					250	250			111	37	139		
B. ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΙ ΠΟΡΟΙ	1706	1549	157		404	226	1302	3				2120	1988	132	67	574	191	1546	5	
1. Εκπαίδευση (Δαπ.κεφ.)	264	264			42	26	222	3				450	450			238	89	212	5	
2. Εκπαίδευση (Δαπ.λεπ.)	682	682			13	5	669					1000	1000			75	15	925		
3. Κατάρτιση (Δαπ.κεφ.)	23	13	10		10	5	13					30	18	12	41	6	4	24		
4. Κατάρτιση (Δαπ.λεπ.)	643	496	147		306	169	337					520	400	120	26	200	65	320		
5. Ε.Τ. (Δαπ.κεφ.)	34	34			13	6	21					50	50			22	7	29		
6. Ε.Τ. (Δαπ.λεπ.)	60	60			20	13	40					70	70			33	11	37		
Γ. ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	1589	1467	122		532	319	1057	36				1764	1594	170	784	647	308	1117	37	
1. Βιοχημεία και υπηρεσίες	570	491	79		140	85	430	26				630	545	85	474	168	94	462		
2. Αγροτική ανάπτυξη	519	519			159	103	360	3				500	500		89	170	60	330	32	
3. Άλλεα	33	33			19	13	14					34	34		132	24	10	10	5	
4. Τουρισμός	125	82	43		60	50	65	7				250	165	85	89	115	44	135		
5. Γεωργικές διαρθρώσεις	342	342			154	68	188					350	350			170	80	180		
Δ. ΛΟΙΠΑ	235	221	14		102	82	133					260	245	15		41	26	219		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	6730	4316	2411		1649	1134	6081	293		66		7644	4611	2833	1446	2330	1183	6314	384	434

Σημ. (1) Ο πίνακας αυτός δεν περιλαμβάνει το ποσό για τις Κοινοτικές Πρωτοβουλίες, ούτε τα ποσά της ειδικής γραμμής για τα Μ.Ο.Π. της περιόδου 1989-1993
(2) Τα αναφερόμενα ποσά αντιπροσωπεύουν τους ετήσιους μέσους όρους, αν και το Τ.Σ. άρχισε να λειτουργεί το έτος 1993
(3) Τα ποσά του Ταμείου Συνοχής 1994-1999 είναι ενδεικτικά και θα κυμανθούν από 23 12 ΜΕCUs ελάχιστο έως 2891 ΜΕCUs μέγιστο
(4) Χρησιμοποιήθηκαν τιμές αποπληθωριστών : 1990 : 4%, 1991 : 4,2%, 1992 : 6,72%, 1993 : 3,9%, 1994 : 1,92%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4
ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ 1994 - 1999 ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

(Ποσά σε εκατομμύρια Ε.Σ.Μ.)

ΤΟΜΕΙΣ	% Σύν. Κόστος	ΔΗΜΟΣΙΑ ΔΑΠΑΝΗ										Ε.Τ.Ε.	ΤΑΜΕΙΟ ΣΥΝΟΧΗΣ							
		ΣΥΝΟΛΟ ΚΟΣΤΟΣ	Σύνολο δημόσια δαπ.	Κοινοτική συμμετοχή		ΕΓΓΠΕ-Π		ΧΜΠΑ	Εθνική δημόσια δαπάνη		ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΣΥΜΜΕΤ.		Σύνολο Τ.Σ.	Τ.Σ.	Κ.Σ.					
				ΕΤΠΑ	ΕΚΤ	ΕΓΓΠΕ-Π	ΧΜΠΑ		Σύνολο	Κράτος						Περ.	Άλλοι			
A. ΒΑΣΙΚΕΣ ΥΠΟΔΟΜΕΣ	47,0	13954,8	10389,9	6405,7	61,7	6348,1	57,6				3984,2	3584,4	399,9	3584,9	2113,0	3061,2	85,0	2602,0	459	
1. Μεταφορές	26,2	7777,2	4734,7	3145,6	66,4	3145,6					1589,0	1589,0		3042,6	1035,0	1530,6	85,0	1301,0	229	
2. Επικοινωνίες	1,5	452,2	452,2	250,7	55,4	213,1	37,6				201,5	201,5	201,5							
3. Περιβάλλον και νερό	2,8	830,0	830,0	622,4	75,0	622,4					207,6	207,6			25,0	1530,6	85,0	1301,0	229	
4. Υγεία και πρόνοια	3,1	928,6	928,6	668,3	72,0	648,3	20,0				260,3	260,3								
5. Ενέργεια	7,1	2117,5	1737,0	864,9	49,8	864,9					872,1	873,8	198,4	380,5	370,0					
6. Λοιπά (Μετρό Αθηνών Θεομίκης)	6,2	1849,3	1707,4	853,7	50,0	853,7					853,7	853,7		141,8	683,0					
B. ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΙ ΠΟΡΟΙ	15,8	4708,4	4463,3	3287,1	73,6	871,8	2415,3				1176,2	1176,2		245,1	30,0					
1. Εκπαίδευση και αρχική κατάρτιση	8,4	2507,3	2507,3	1880,5	75,0	715,8	1164,7				826,8	826,8			30,0					
2. Κατάρτιση, Απασχόληση, Αποκλεισμός	6,4	1895,8	1650,7	1238,0	75,0	35,2	1202,9				412,6	412,6		245,1						
3. Δημόσια Διοίκηση	1,0	305,3	305,3	168,5	55,2	120,8	47,7				136,7	136,7								
Γ. ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	36,9	10969,2	6107,8	4216,1	69,0	2211,0	75,1	1800,0	130,0		1891,6	1891,6		4861,4	225,0					
1. Γεωργία, αγροτ. ανάπτυξη / Άλιε	13,9	4130,2	3063,1	2183,5	71,3	253,5		1800,0	130,0		879,6	879,6		1067,1	196,0					
2. Βιοχημεία και υπηρεσίες	14,9	4419,5	1573,3	1008,7	64,1	973,7	35,0				564,6	564,6		2846,2						
3. Έρευνα και ανάπτυξη	2,0	599,4	441,7	331,3	75,0	301,2	30,1				110,4	110,4		157,7						
4. Τουρισμός και πολιτισμός	6,1	1820,1	1029,7	692,6	67,3	682,6	10,0				337,1	337,1		790,4	29,0					
Δ. ΤΕΧΝΙΚΗ ΒΟΗΘΕΙΑ	0,3	88,9	88,9	71,1	80,0	58,6	12,5				17,8	17,8								
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	100,0	29721,3	21048,9	13980,0	66,4	9489,5	2660,5	1800,0	130,0		7099,9	6670,0	399,9	8671,4	2388,0	3061,2	85,0	2602,0	459,2	

Σημ: Ο πίνακας αυτός, με την κατανομή ανα τομέα, έχει καθαρά ενδεικτικό χαρακτήρα και δεν αποτελεί μέρος του ενδεικτικού χρηματικού σχεδίου του Κ.Π.Σ. (Πίνακες 1, 2 και 3).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ 1994 - 1999 ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ
 Σχέδιο χρηματοδότησης κατά άξονα και μορφή παρέμβασης

Αναπτυξιακός άξονας	ΔΗΜΟΣΙΑ ΔΑΠΑΝΗ														Ε.Τ.Ε. (**)
	ΣΥΝΟΛΙΚΟ		Κοινοτική συμμετοχή					Εθνική δημόσια δαπάνη				ΙΔΙΩΤΙΚΗ			
	ΚΟΣΤΟΣ 1=2+3	Σύνολο 2=3+9	Σύνολο 3=sum(4,8)	ΕΠΙΛΑ 4	ΕΚΤ 5	ΕΓΓΙΕ-Π 6	ΧΜΠΑ 7	Τ.Σ. 8	Σύνολο 9=sum(10,11,12)	Κράτος 10	Περ. 11	Άλλα 12	ΣΥΜΜΕΙ 13	Ε.Τ.Ε. (**)	
31-Π.Ε.Π. Τεχνική βοήθεια	86,8	86,8	71,1	58,8	12,5				17,8	17,8					
ΣΥΝΟΛΟ Κ.Π.Σ.	29721,3	21049,9	13980,0	9489,5	2560,5	1800,0	130,0	7069,9	6670,0		399,9	8671,4	2368,0		
ΤΑΜΕΙΟ ΣΥΝΟΧΗΣ															
Εργα Τ.Σ. - Μεταφορές	1530,6	1530,6	1301,0				1301,0	229,6	229,6						
Εργα Τ.Σ. - Περιβάλλον	1530,6	1530,6	1301,0				1301,0	229,6	229,6						
ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΟΥ ΣΥΝΟΧΗΣ (1)	3061,2	3061,2	2602,0				2602,0	459,2	459,2						
ΣΥΝΟΛΟ Κ.Π.Σ και Τ.Σ.	32782,5	24111,1	16582,0	9489,5	2560,5	1800,0	130,0	7529,1	7129,2		399,9	8671,4	2368,0		
Εκ των οποίων Στόχοι 3 και 4	732,5	682,9	512,2		512,2			170,7	170,7				49,8		
Στόχος 5α	2582,6	1509,6	1030,9			(2) 900,9	130,0	478,7	478,7				1053,0		

(1) Το ποσό του Τ.Σ. 1994-1999 είναι ενδεικτικό και θα κυμανθούν από 2313 ΜΕCUs κατώτατο όριο, μέχρι 2891 ΜΕCUs ανώτατο όριο. Το ποσοστό της κοινοτικής συνδρομής που χορηγεί το Ταμείο αυτό κυμαίνεται από 80% μέχρι 85% των επιλέξιμων δαπανών.

(2) Το ποσό αυτό είναι καθαρά ενδεικτικό και εντάσσεται στο μονοδικό Ε.Π. για την γεωργία που προβλέπεται στο εθνικό σχέδιο του Κ.Π.Σ. υπό αυτό το καθεστώς θα είναι δυνατή η τροποποίηση και εφαρμογή των διατέλεων εφαρμογής των μορφών παρέμβασης που προσοφώνονται στο Κ.Π.Σ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
 ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ 1994 - 1999 ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ
 Σχέδιο χρηματοδότησης κατά άξονα και μορφή παρέμβασης

Αναπτυξιακός άξονας	ΔΗΜΟΣΙΑ ΔΑΠΑΝΗ													Ε.Τ.Ε. (**)
	ΣΥΝΟΛΙΚΟ		Καναδική συμμετοχή					Εθνική δημόσια δαπάνη					ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΣΥΜΜΕΤ	
	ΚΟΣΤΟΣ 1=2+13	Σύνολο δημοσ.δαπ 2=3+9	ΕΠΠΑ 4	ΕΚΤ 5	ΕΓΓΠΕ-Π 8	ΧΜΠΑ 7	Ι.Σ. 8	Σύνολο =sum(10,11,12)	Κράτος 10	Περ. 11	Άλλα 12	13		
ΛΕΩΝΑΣ Νο 5: ΜΕΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΑΝΙΣΟΤΗΤΩΝ ΚΑΙ ΑΡΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΜΟΝΩΣΗΣ ΤΩΝ ΝΗΣΙΩΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΧΩΝ	7428,9	5965,9	4474,4	3707,4	238,0	531,0		1491,5	1491,5			1461,0	375,0	
18- Π.Ε.Π. Ανατολικής Μακεδον. - Θράκης	823,5	659,1	494,3	362,9	28,3	85,1		164,8	164,8			164,4		
19- Π.Ε.Π. Κεντρικής Μακεδονίας	977,4	784,7	588,5	488,0	30,0	70,5		198,2	198,2			192,7		
20- Π.Ε.Π. Δυτικής Μακεδονίας	347,9	289,3	217,0	184,8	11,2	41,0		72,3	72,3			58,8		
21- Π.Ε.Π. Ηπείρου	378,1	319,3	236,5	178,7	10,5	47,3		78,8	78,8			60,8		
22- Π.Ε.Π. Θεσσαλίας	609,9	501,1	375,8	280,1	22,1	63,8		125,3	125,3			108,8		
23- Π.Ε.Π. Ιονίων Νήσων	274,4	227,6	170,7	150,3	11,1	9,3		56,9	56,9			46,8		
24- Π.Ε.Π. Δυτικής Ελλάδας	501,6	402,0	301,5	247,1	19,1	35,3		100,5	100,5			96,6		
25- Π.Ε.Π. Στερεάς Ελλάδας	623,0	495,7	371,8	303,7	15,1	51,0		123,9	123,9			127,3		
26- Π.Ε.Π. Αττικής	1098,1	914,3	865,7	630,7	37,7	17,3		228,6	228,6			183,8		
27- Π.Ε.Π. Πελοποννήσου	440,2	381,3	286,0	229,6	12,8	43,8		95,3	95,3			58,9		
28- Π.Ε.Π. Νησιών Βορείου Αιγαίου	366,5	280,3	210,2	180,3	12,6	17,3		70,1	70,1			86,2		
29- Π.Ε.Π. Νησιών Νοτίου Αιγαίου	430,0	299,8	224,1	204,4	12,6	7,1		74,7	74,7			131,2		
30- Π.Ε.Π. Κρήτης	558,3	416,4	312,3	256,8	15,1	40,4		104,1	104,1			141,9		

(Ποσό σε εκατομμύρια Ε.Ε.Υ.)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΙ ΚΛΑΔΟΙ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥΣ ΩΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΠΟΡΕΙΑΣ ΤΟΥ Χ.Α.Α

3.1 ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέχρι και τα μέσα περίπου της δεκαετίας του 1980 διακρίνεται από ένα έντονο κρατικό παρεμβατισμό, όπου καθοριζόταν με διοικητικό τρόπο τα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων, ορίζονταν ποσοτικοί περιορισμοί στις εμπορικές τράπεζες (π.χ το υποχρεωτικό 10% προς τις βιοτεχνικές επιχειρήσεις), δεσμευόταν υποχρεωτικά ένα μεγάλο ποσοστό των καταθέσεων από την Τράπεζα της Ελλάδος κλπ. Οι τράπεζες δηλαδή αποτελούσαν λίγο πολύ φορείς διεκπεραίωσης των επιταγών της κάθε κυβερνητικής πολιτικής και ο καλός τραπεζικός υπάλληλος ήταν εκείνος που γνώριζε τις πολύπλοκες διατάξεις της Τραπέζης της Ελλάδος.

Αν και το παρεμβατικό αυτό σύστημα λειτούργησε θετικά μέχρι ενός χρονικού σημείου, έγινε σε όλους κατανοητό ότι η εφαρμογή του από ένα σημείο και μετά, οδήγησε σε τέτοιες στρεβλώσεις, ώστε το κόστος αυτής της πολιτικής για την ανάπτυξη της οικονομίας να είναι τεράστιο. Οι κύριες στρεβλώσεις αφορούσαν :

α) στέρηση χρηματοδότησης σε κάποιες ιδιαίτερα παραγωγικές δραστηριότητες.

β) την ανάπτυξη δυσλειτουργικών γραφειοκρατικών διαδικασιών.

- γ) την πρόσληψη υπεράριθμου μη εξειδικευμένου προσωπικού.
- δ) το υψηλό κόστος λειτουργίας των τραπεζών.
- ε) την άμβλυνση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών.
- στ) την επιβάρυνση των κρατικών τραπεζών με προβληματικές επιχειρήσεις ή με προβληματικούς ιδιώτες πιστούχους.

Από τα μέσα όμως της δεκαετίας του 1980, γίνεται πράξη μια σειρά μέτρων και ενεργειών σταδιακής εξυγίανσης - απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος, με αποτέλεσμα η σημερινή κατάσταση να διαφέρει σημαντικά προς το καλύτερο. Προς αυτή την κατεύθυνση βοήθησαν τόσο οι μεταβολές στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, όσο και οι ουσιαστικές εκσυγχρονιστικές προσπάθειες των τραπεζών.

Μέχρι τις αρχές του 1990 είχε ολοκληρωθεί η κατάργηση του συστήματος των εξειδικευμένων πιστωτικών κανόνων και περιορισμών και είχε δοθεί η δυνατότητα στις τράπεζες να χρηματοδοτούν σχεδόν όλους τους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας με τους δικούς τους όρους και προϋποθέσεις. Όσοι, από το 1988 είχαν αρχίσει να απελευθερώνονται τα περισσότερα επιτόκια των τραπεζικών χορηγήσεων, με τη βαθμιαία κατάργηση του συστήματος δεσμεύσεων - αποδεσμεύσεων επί των τραπεζικών χορηγήσεων και καταθέσεων και πλέον τα επιτόκια καθορίζονταν από τις τράπεζες με βάση τραπεζικά κριτήρια και όχι με διοικητικά κριτήρια τα οποία ίσχυαν επί τριάντα χρόνια και στρέβλωναν τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών. Την τελευταία πενταετία, οι εξελίξεις υπήρξαν σημαντικές. Τα κύρια χαρακτηριστικά των μεταβολών αυτών ήταν :

- α) η σταδιακή κατάργηση των υποχρεωτικών επενδύσεων σε

τίτλους του δημοσίου

β) η πλήρη απελευθέρωση των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων

γ) η ανάπτυξη της καταναλωτικής πίστης

δ) η διεύρυνση του φάσματος των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών

ε) η σταδιακή απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων

3.1.2 ΠΟΡΕΙΑ 1989 - 1993 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Οι εμπορικές και κτηματικές τράπεζες αύξησαν κατά την πενταετία 1989-1993 τόσο τα ίδια κεφάλαια τους, όσο και τα αντλούμενα από τους καταθέτες κεφάλαια τους. Αν και τα ποσοστά αύξησης δεν ήταν ιδιαίτερα μεγάλα, οδήγησαν σε σημαντική αύξηση της ρευστότητας των τραπεζών λόγω της περιορισμένης αύξησης των χορηγήσεων. Η ρευστότητα αυτή χρησιμοποιήθηκε για τη δημιουργία και ανάπτυξη θυγατρικών εταιριών του χρηματοοικονομικού τομέα, και για την αύξηση του παγίου εξοπλισμού.

Τα υψηλά επιτόκια των κρατικών τίτλων, η διατήρηση των επιτοκίων χορηγήσεων σε υψηλά επίπεδα, οι προμήθειες που εισέπραξαν οι τράπεζες από νέες εργασίες, η αύξηση της παραγωγότητας μέσω της μηχανογράφησης των περισσότερων τραπεζικών εργασιών, κλπ., ήταν οι παράγοντες που οδήγησαν σε αλματώδη αύξηση των κερδών και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών.

Μακροπρόθεσμα, η εικόνα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος μπορεί να αλλάξει ριζικά. Συγχωνεύσεις, εξαγορές, είσοδος ξένων τραπεζών, κλπ., είναι μερικές από τις πιθανές εξελίξεις που μπορεί να στιγματίσουν τον κλάδο. φως διανύουμε

μία μεταβατική περίοδο, μετά την οποία θα ακολουθήσουν σημαντικές ανακατατάξεις. Και όλα αυτά, σε μία περίοδο παγκοσμιοποίησης των αγορών και ταχύτατης εναλλαγής των αναγκών και των προτιμήσεων του καταναλωτή.

Τέλος θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο τραπεζικός κλάδος εκπροσωπείται στο Χ.Α.Α από 15 τράπεζες των οποίων οι μετοχές παρουσιάζουν ίσως τη μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα και έντονες διακυμάνσεις των τιμών τους, γεγονός που αποδεικνύει την μεγάλη βαρύτητα που έχουν στο Γενικό Δείκτη. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον εκδηλώνουν η ΕΘΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ, ΕΡΓΑΣΙΑΣ και ΠΙΣΤΕΩΣ.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΤΡΑΠΕΖΩΝ

ΕΤΟΣ	1993	1992	1991
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	2.894	3.087	3.328
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ	4.667	3.265	1.958
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	14.922	13.580	12.015
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	619	535	453
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ + REPOS	12.656	10.651	8.997
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	122	109	146
(σε δις δρχ.)			

ΜΕΤΟΧΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ

ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1990	1991	1992	1993	1994
ΠΙΣΤΕΩΣ	14.400	14.650	11.700	17.050	10.320
	1.7%	-20.1%	45.7%	-39.4%	
ΑΤΤΙΚΗΣ	1.267	1.000	630	730	755
	-21.07%	-37%	15.8%	3.4%	
ΓΕΝΙΚΗ	4.056	3.861	3.444	4.470	5.330
	-4.8%	-10.8%	29.7%	19.2%	
ΕΘΝΙΚΗ	14.487	14.500	10.810	10.600	11.170
	0.08%	-25.4%	-1.9%	5.3%	
ΕΛΛΑΔΟΣ	20.700	18.300	14.200	11.200	8.950
	-11.5%	-22.4%	-21.1%	-20.08%	
ΕΤΕΒΑ Κ	17.100	14.000	7.500	11.700	5.400
	-35.6%	-31.8%	56%	-53.8%	
ΕΤΕΒΑ Π	14.800	8.550	5.750	9.650	4.550
	-42.2%	-32.7%	67.8%	-52.8%	
ΕΜΠΟΡΙΚΗ	8.280	8.610	7.582	8.050	8.150
	3.9%	-11.9%	6.1%	1.2%	
ΕΡΓΑΣΙΑΣ	7.850	6.850	5.640	9.100	9.895
	-12.7%	-17.6%	61.3%	8.7%	
Κ.ΕΛΛ. Κ	-	2.308	1.779	2.400	1.830
	-	-22.9%	34.9%	-23.7%	
Κ.ΕΛΛ. Π	-	1.923	1.630	1.920	1.414
	-	-15.2%	17.7%	-26.3%	
ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ	9.250	5.125	3.333	4.395	4.350
	-44.5%	-34.9%	31.8%	-1.02%	

ΙΟΝΙΚΗ	6.200	5.333	4.375	5.500	4.355
	-13.9%	-17.9%	25.7%	-20.8%	
ΜΑΚ.ΘΡΑΚ.	7.800	5.900	5.925	5.300	3.475
	-24.3%	-27.1%	13.9%	-4.08%	
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	3.165	3.724	2.400	3.020	3.525
	17.6%	-35.5%	25.8%	16.7%	
ΣΤΕΓ. Κ.	3.813	2.234	2.700	3.700	2.600
	-41.4%	20.8%	37.03%	-29.7%	
ΣΤΕΓ. Π.	3.313	1.984	2.150	3.150	2.400
	-40.1%	8.3%	46.5%	-23.8%	
ΑΘΗΝΩΝ Κ	7.800	5.900	5.925	5.300	3.475
	-24.3%	0.4%	-10.5%	-34.4%	
ΑΘΗΝΩΝ Π	6.400	4.700	3.500	3.439	2.800
	-26.5%	-25.5%	-1.7%	-18.5%	

3.2 ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

Πρόσφατα, με την αθρόα εισαγωγή κατασκευαστικών εταιριών στο Χ.Α.Α, ο κλάδος αυτός κατέστη ένας από τους δυναμικότερους του Ελληνικού Χρηματιστηρίου. Το ενδιαφέρον μας για τον κλάδο αυτό στηρίζεται σε διάφορες πρακτικές και επίκαιρες αιτίες.

Τα κονδύλια του δεύτερου πακέτου Delors και το μέλλον των κατασκευαστικών εταιριών είναι θέματα που απασχολούν το κοινό του χρηματιστηρίου σε καθημερινή βάση κατά το τελευταίο τουλάχιστον έτος. Αρκετοί πίστεψαν ότι τα κοινοτικά κονδύλια που θα χρηματοδοτήσουν τα μεγάλα έργα στη χώρα μας θα επιδράσουν πολλαπλασιαστικά στα κέρδη όλων των ελληνικών τεχνικών εταιριών και έσπευσαν να εκδηλώσουν το ενδιαφέρον τους για την απόκτηση μετοχών κάθε τεχνικής εταιρίας, σε οποιαδήποτε τιμή. Η καθυστέρηση που παρατηρείται στην εκτέλεση των έργων αυτών και τα αντιφατικά σενάρια που διαδίδονται μας υποχρεώνουν να αναφερθούμε σε μερικά βασικά σημεία που αφορούν τον κατασκευαστικό κλάδο.

3.2.1 ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΙΕΤΙΑ

Είναι αλήθεια ότι τα κέρδη των τεχνικών εταιριών που << χτύπησαν >> την πόρτα του χρηματιστηρίου αυξήθηκαν με ταχείς ρυθμούς κατά την τελευταία διετία. Η αύξηση αυτή είναι αποτέλεσμα :

α) Της σημαντικής αύξησης των κονδυλίων που διατέθηκαν για δημόσιες επενδύσεις, εξ' αιτίας της μεγαλύτερης απορροφητικό-

τητας από τα κοινοτικά προγράμματα που απέδειξε η Ελλάδα κατά τα έτη αυτά και βέβαια, εξ' αιτίας των τεράστιων αναγκών της χώρας για έργα υποδομής.

β) Της δημιουργίας στον κλάδο εταιριών δύο ταχυτήτων, έτσι ώστε οι 20-30 μεγαλύτερες εταιρίες να αυξήσουν σημαντικά το μερίδιο τους στην αγορά, σε βάρος των εκατοντάδων υπολοίπων εταιριών του κλάδου. Αυτό συνέβη για δύο λόγους, πρώτων, γιατί οι κατασκευές των κατοικιών, υποκλάδος με τον οποίο ασχολούνται οι μικρότερες κυρίως εταιρίες, παρουσίασε σημαντική ύφεση, λόγω των γνωστών σε όλους προβλημάτων (ακριβή γη, μείωση του εισοδήματος των εργαζομένων κλπ.) και δεύτερον γιατί πολλά από τα έργα που εκτελέστηκαν ήταν περισσότερο σύνθετα και μεγαλύτερης κλίμακας, έτσι ώστε πολλές από τις μικρές εταιρίες να μην μπορούν να ανταποκριθούν.

Πάντως θα πρέπει να αναφερθεί ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, συνεκτιμώντας την αύξηση της κερδοφορίας κατά την διετία 1992-1993, έθεσε υψηλότερη τιμή διάθεσης, στις μετοχές εκείνες που παρουσιάζουν μικρότερες μεταβολές στα αποτελέσματα τους κατά την τελευταία πενταετία.

3.2.2 ΥΠΟΓΕΓΡΑΜΜΕΝΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ

Η πλειοψηφία των τεχνικών εταιριών παρουσίασε υπογεγραμμένες συμβάσεις, το ανεκτέλεστο των οποίων αφορούσε αξία που τις περισσότερες φορές υπερκάλυπτε τον κύκλο εργασιών του 1993 κατά μία, δύο, ή και περισσότερες φορές. Οι προβλέψεις των εταιριών για τα κέρδη της διετίας 1994-1995, υπολογίζο-

νται στα ενημερωτικά φυλλάδια προς τους μετόχους με βάση τον κύκλο εργασιών που προκύπτει από το υπόλοιπο των υπογεγραμμένων αυτών συμβάσεων.

Αυτό όμως που συνήθως συμβαίνει, ιδίως στις εταιρίες που αναλαμβάνουν αρκετά έργα μικρής περιόδου εκτέλεσης, είναι ο κύκλος εργασιών τους να ανέρχεται σε υψηλότερα επίπεδα από τον προϋπολογισθέντα, αφού οι εταιρίες μειοδοτούν σε κάποια έργα και εκτελούν μέρος αυτών εντός του ίδιου έτους.

Οι υπερβολικές όμως εκπτώσεις που προσφέρει μέρος των εταιριών του κλάδου για να μειοδοτήσει σε κάποιο έργο, μπορεί μεν να επιδρούν αυξητικά στον κύκλο εργασιών, αλλά δεν επιδρούν ανάλογα και στα κέρδη. Το μεικτό περιθώριο κέρδους που συνήθως χρησιμοποιούν οι εταιρίες ως παραδοχή για να προβλέψουν τα κέρδη της διετίας 1994-1995 κυμαίνεται μεταξύ του 20% και του 30% ποσοστό που είναι σίγουρο υπερτιμημένο για τις εταιρίες εκείνες που προβαίνουν σε εκπτώσεις μεγάλης έκτασης. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι μεγάλες εκπτώσεις προσφέρονται στα έργα που απαιτούν ιδιαίτερη τεχνογνωσία.

3.2.3 ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΠΟ ΤΟ ΠΑΚΕΤΟ DELORS

Το κρίσιμο λοιπόν ερώτημα που τίθεται είναι το εάν και πόσες από τις ελληνικές τεχνικές εταιρίες μπορούν να διεκδικήσουν με αξιώσεις κάποιο σημαντικό μερίδιο των νέων έργων, λαμβάνοντας υπόψη τη διαφορά της φύσης αρκετών νέων έργων από τα μέχρι τώρα δημοπρατούμενα, ως προς το μέγεθος, τη συνθετότητα και σε αρκετές περιπτώσεις την τεχνογνωσία που απαιτείται. Εύκολα λοιπόν καταλαβαίνει κανείς ότι σημαντικό μερίδιο

κές εταιρίες, αλλά μόνο εκείνες που διακρίνονται για την ύπαρξη τεχνογνωσίας για πολλές κατηγορίες έργων, τεχνογνωσία που να επιβεβαιώνεται από έργα τα οποία εκτελέσθηκαν κατά το παρελθόν.

Υπάρχουν αρκετές τέτοιες επιχειρήσεις. Τα πλεονεκτήματα των εταιριών αυτών έναντι των Ευρωπαϊκών ανταγωνιστών τους είναι η καλύτερη γνώση των συνθηκών που επικρατούν στη χώρα μας και το χαμηλό κόστος τους, εξ' αιτίας των περιορισμένων γενικών τους εξόδων. Αντίθετα τα κυριότερα μειονεκτήματα των εταιριών αυτών είναι η έλλειψη εξειδίκευσης σε κάποιες ειδικές τεχνολογίες και η έλλειψη εμπειρίας στην εκτέλεση έργων πολύ μεγάλου ύψους, π.χ μεγαλύτερου των 50 δις. Για το λόγο αυτό, ο τρόπος που θα δημοπρατηθούν τα έργα, θα παίξει σημαντικό ρόλο στην έκβαση του ανταγωνισμού, όπως μεγάλο ρόλο αναμένεται να παίξει και η δημιουργία ισχυρών καινοπραξιών, ώστε να εξασφαλισθεί καφαιαιακή επάρκεια, άρτιος εξοπλισμός και ικανά στελέχη.

Υπάρχουν όμως και τεχνικές εταιρίες, η πορεία των οποίων δεν εξαρτάται, τουλάχιστον άμεσα, από την εκτέλεση του δεύτερου Κ.Π.Σ. Αυτές είναι κυρίως οι εταιρίες που συνήθως εξειδικεύονται σε περιορισμένες κατηγορίες έργων που χρηματοδοτούνται είτε από τον ιδιωτικό τομέα, είτε από το δημόσιο, χωρίς όμως η φύση των έργων που εκτελούν να σχετίζονται άμεσα με τη φύση των έργων του δεύτερου πακέτου Delors.

Αυτές λοιπόν οι εταιρίες μπορούν να καρπωθούν κάποιο κομμάτι των έργων μετέχοντας σε δυναμικές κοινοπραξίες. Στις κοινοπραξίες θα εκτελούν το μέρος της δουλειάς το οποίο, λόγω

της εξειδίκευσης τους, μπορούν να εκτελούν με χαμηλότερο κόστος. Το γεγονός αυτό δεν πρέπει να αγνοηθεί από τους επενδυτές γιατί ο κύκλος εργασιών, μπορεί να παρουσιάσει μεγάλη ποσοστιαία αύξηση με τη συμμετοχή της εταιρίας στην εκτέλεση λίγων μόνο έργων.

3.3 ΚΛΑΔΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΑΣ

Στην εγχώρια αγορά εμπορίας μεταλλουργικών προϊόντων επικρατούν συνθήκες ελεύθερου ανταγωνισμού, καθώς μια πλειάδα εταιριών μοιράζεται τα μερίδια αγοράς.

Οι μεγαλύτερες από αυτές τις εταιρίες είναι οι Καλπίνης-Σίμος Α.Ε.Β.Ε, Μπήτρος Α.Ε.Β.Ε και ΣΙΔΜΑ Α.Ε. Οι τρεις αυτές εταιρίες υπολογίζεται ότι κατέχουν το 65% της αγοράς.

Ειδικότερα οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α Καλπίνης και Μπήτρος έχουν δημιουργήσει σύγχρονα service centers στα οποία πραγματοποιούν μεταποίηση - επεξεργασία των μεταλλουργικών προϊόντων που εισάγουν.

Οι κυκλικότητα του κλάδου επηρεάζει άμεσα και τις εταιρίες εμπορίας, οι οποίες την περίοδο 1991-1993 αντιμετώπισαν προβλήματα λόγω της γενικότερης ύφεσης στον κλάδο.

Η είσοδος στην εγχώρια αγορά ξένων ομίλων που διαθέτουν τα προϊόντα τους σε πολύ χαμηλές τιμές επιδεινώνει την κατάσταση. Παρ'όλα αυτά, οι δύο εισηγμένες στο Χ.Α.Α εταιρίες κατόρθωσαν λόγω εμπειρίας και ευελιξίας να διατηρήσουν σε όλη τη διάρκεια της ύφεσης τις πωλήσεις και τα κέρδη τους σε ικανοποιητικά επίπεδα και ταυτόχρονα να προχωρήσουν σε σημαντικές επενδύσεις.

3.3.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Οι ειδικοί στον κλάδο εκτιμούν ότι ανάκαμψη της ζήτησης στην εγχώρια αγορά θα παρατηρηθεί τους πρώτους μήνες του 1995 λόγω σταδιακής ανάκαμψης της εγχώριας οικονομίας, αλλά κυρίως λόγω των αυξημένων αναγκών, σε σίδηρο-χάλυβα για την υλοποίηση των μεγάλων έργων. Υπολογίζεται ότι η εκτέλεση των έργων αυτών θα αυξήσει σταδιακά την κατανάλωση μεταλλουργικών προϊόντων έως και 30%.

Η αναμενόμενη αυτή αύξηση στην εγχώρια ζήτηση και η διεθνής παρατηρημένη αυξητική τάση των τιμών, εκτιμάται ότι θα δημιουργήσει ιδιαίτερα ευνοϊκές προοπτικές για την κερδοφορία των εγχώριων εταιριών εμπορίας - μεταποίησης.

Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι ο κλάδος παρουσιάζει μια εξαιρετική ιδιομορφία ως προς τη διαμόρφωση των τιμών των προϊόντων χάλυβα. Αν η αγορά είναι πτωτική οι τιμές πέφτουν με πολύ γρηγορότερους ρυθμούς από την πτώση της αγοράς. Ατίστροφα αν η αγορά δείχνει τάσεις ανάκαμψης, τότε οι τιμές αρχίζουν να ανεβαίνουν αλματωδώς.

Αν λοιπόν οι εκτιμήσεις για να ανάκαμψη της αγοράς κατά το 1995 δεν διαψευσθούν, τότε αναμένεται σημαντική αύξηση των τιμών με θετική επίδραση, για τις εταιρίες εμπορίας/μεταποίησης, η οποία δεν περιορίζεται μόνο στις αποθεματοποιήσεις της κάθε εταιρίας, αλλά επεκτείνεται και στις κλεισμένες παραγγελίες που είναι συνήθως τριπλάσιες.

Από τα παραπάνω διαφαίνονται οι εξαιρετικές προοπτικές των δύο εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιριών του κλάδου, καθώς μάλιστα οι τιμές των μετοχών τους δεν έχουν προεξοφλήσει ακόμη

την προσδοκώμενη ανάκαμψη και υψηλή κερδοφορία τους.

3.3.2 ΚΛΑΔΟΣ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ

Ο κλάδος παραγωγής και μεταποίησης αλουμινίου είναι ένας από τους δυναμικότερους κλάδους της ελληνικής βιομηχανίας.

Ασχολεί άμεσα ή έμμεσα περίπου 40.000 άτομα. Ο κύκλος εργασιών του κλάδου κατά το 1993 υπολογίζεται σε 320 δις δρχ. ποσό που αντιστοιχεί στο 17% του Α.Ε.Π. Η παραγωγή του κλάδου ανέρχεται στο 10% του συνόλου της παραγωγής βιομηχανικών και βιοτεχνικών προϊόντων στην Ελλάδα, ενώ οι εξαγωγές του αντιπροσωπεύουν το 10% του συνόλου των εξαγωγών προϊόντων βιομηχανίας - βιοτεχνίας και το 5.5% των συνολικών εξαγωγών της χώρας.

Η εγχώρια αγορά των προϊόντων διέλασης εμφάνισε μείωση της παραγωγής της κατά το 1993 σε 49.500 τόνους έναντι 56.000 τόνους το 1992. Η κυριότερη εταιρία του κλάδου η ΕΞΑΛΚΟ Α.Ε μέλος του ομίλου ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ (εισηγμένη).

Άλλες μεγάλες εταιρίες του κλάδου ασχολούνται κυρίως με τη συσκευασία και είναι η μεγαλύτερη η εισηγμένη στο Χ.Α.Α HELLAS CAN, ALMAN κλπ.

3.3.3 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ

Οι πωλήσεις των επιχειρήσεων έλασης και διέλασης εξαρτώνται άμεσα από την πορεία της αγοράς των προϊόντων συσκευασίας τροφίμων - ποτών και της οικοδομικής δραστηριότητας. Και οι δύο αυτοί κλάδοι δεν αναμένεται να παρουσιάσουν σημαντική ανάκαμψη μέσα στο 1995.

Συγκεκριμένα ο κλάδος της οικοδομής εκτιμάται ότι θα παρουσιάσει καθοδική πορεία και κατά το 1995 επηρεαζόμενος από την σφιχτή οικονομική πολιτική.

Αντίστοιχα η αγορά των ειδών συσκευασίας προβλέπεται να αυξηθεί το 1995 με χαμηλότερους από τους αρχικά προβλεπόμενους ρυθμούς. Συνεπώς δεν αναμένεται ανάκαμψη των πωλήσεων των εταιριών έλασης και διέλασης στην εγχώρια αγορά.

Τέλος όσον αφορά την αλματώδη αύξηση της τιμής της πρώτης ύλης (αλουμίνιο) κατά τους τελευταίους μήνες, εκτιμάται ότι η άνοδος αυτή θα έχει ευνοϊκές επιπτώσεις για τις εταιρίες μεταποίησης που βρέθηκαν με υψηλά αποθέματα πρώτης ύλης και οι οποίες φυσικά έχουν τόσο ανταγωνιστική ποιότητα προϊόντων, ώστε, να μπορέσουν να μεταπωλήσουν αμέσως την αύξηση της τιμής της πρώτης ύλης στην τελική πώληση του τελικού προϊόντος.

Ο μεταλλουργικός κλάδος εκπροσωπείται στο Χ.Α.Α από 19 εταιρίες, ενώ ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν η μετοχή του ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ η οποία έχει και την υψηλότερη τιμή στον συγκεκριμένο κλάδο.

ΜΕΤΟΧΕΣ

ΜΕΤ/ΚΕΣ	1990	1991	1992	1993	1994
ΕCON	930	958	1015	3580	2250
ΙΝΤΡΑΚ.αυ	5750	4675	5300	12500	8655
ΚΑΛΠΙΝΗΣ	1650	880	712	1800	1395
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ	28000	12100	6950	13000	21550

3.4 ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ

Η ελληνική οικονομία όπως είναι ευρέως γνωστό περνάει την τελευταία πεντετία μία από τις δυσκολότερες φάσεις της. Τα εξωτερικά δάνεια, το μεγάλο εσωτερικό χρέος, τα υψηλά επιτόκια και ο αυξημένος πληθωρισμός, είναι μερικά από τα μεγάλα προβλήματα που αντιμετωπίζει η οικονομία της χώρας μας. Μέσα σε αυτό το περιβάλλον αρνητικών συγκυριών και οικονομικής στασιμότητας, πολλοί κλάδοι της βιομηχανικής δραστηριότητας στην Ελλάδα, επηρεάστηκαν σε αντίστοιχο βαθμό, ενώ μερικοί άλλοι κατάφεραν να αντιδράσουν ελαχιστοποιώντας τις απώλειες. Ο κλάδος με τις μικρότερες παρενέργειες ήταν ο κλάδος των τροφίμων, ένας ισχυρά ανελαστικός κλάδος που τα τελευταία χρόνια γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη διατηρώντας παράλληλα σκέραιες τις ελπίδες του για περαιτέρω βελτίωση.

Η Ελληνική βιομηχανία τροφίμων γνώρισε σημαντική αύξηση από τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 1980, σε αντίθεση με άλλους τομείς της οικονομίας. Ενώ η συνολική βιομηχανική παραγωγή γνώρισε σημαντική μείωση, ο κλάδος τροφίμων και ποτών εξαπλώθηκε στα 250 δις δρχ. εισερχόμενων επενδύσεων. Η βιομηχανία τροφίμων μεταμορφώθηκε από την είσοδο της Ελλάδος στην κοινότητα, αφού κατάφερε να επιβιώσει μετά την άρση των υψηλών δασμών των εισαγόμενων προϊόντων, και παράλληλα να αποκτήσει διεθνή χαρακτήρα. Αυτή τη στιγμή ο κλάδος των τροφίμων είναι ο μεγαλύτερος και ο πιο κερδοφόρος τομέας της ελληνικής οικονομίας. Η συμμετοχή του στο Α.Ε.Π από 16.6% το 1980 έφτασε το 27% το 1994. Τα περιθώρια κέρδους που είχαν συρρικνωθεί στις αρχές της δεκαετίας του 1990 βρίσκονται αυτή τη στιγμή

σε σταθεροποιημένη κατάσταση. Οι βιομηχανίες τροφίμων εκτιμούν για το 1995 μία αύξηση των καθαρών κερδών ύψους 10% κατά μέσο όρο.

Σταδιακή αύξηση παρουσίασαν και οι εξαγωγές των εταιριών τροφίμων, με ακρογωνιαίο λίθο τις αγορές των Βαλκανίων όπου και παρουσιάζεται σημαντική αύξηση της ζήτησης. Πολλές εταιρίες τροφίμων έχουν δημιουργήσει βιομηχανικές μονάδες στην Ανατολική Ευρώπη, αλλά λίγες επιχειρήσεις έχουν καταφέρει να επεκταθούν σε αγορές της Βόρειας Ευρώπης. Σύμφωνα πάντως με τον Οργανισμό Προώθησης Ελληνικών Εξαγωγών, η εξαγωγική δραστηριότητα των εταιριών τροφίμων και ποτών ανάμενεται να φτάσει πάνω από 250 δις ή το 30% των συνολικών ελληνικών εξαγωγών.

Εσον αφορά την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο κλάδος των τροφίμων αποτέλεσε τον κορμό πάνω στον οποίο δούλεψε όλος ο μηχανισμός του χρηματιστηρίου από το τέλος του 1990 και μετά. Μέσα σ'ένα περιβάλλον αρνητικής χρηματιστηριακής συγκυρίας εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης, ο κλάδος των τροφίμων διαδραμάτισε τον πρωτεύοντα ρόλο στη δραστηριότητα της Σοφοκλέους. Θα μπορούσαμε να πούμε μάλιστα, ότι τόσο η διατήρηση της αγοράς σε κάποια λογικά επίπεδα, όσο και η διατήρηση του ενδιαφέροντος των θεσμικών επενδυτών για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, στηρίχτηκαν σε ορισμένες εποχές αποκλειστικά στις μετοχές των εταιριών τροφίμων.

Ο κλάδος στο Χ.Α.Α αποτελείται από 24 εταιρίες εκ των οποίων οι 4 είναι αλευροποιητικές και 3 ανήκουν στην Παράλλη-

λη αγορά. Οι σημαντικότερες από αυτές είναι η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ, ΖΕ, ΔΕΛΤΑ, ΓΚΟΥΤΙΣ.

3.4.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ

Τ άνοιγμα των αγορών των Βαλκανίων καθώς και της Ανατολικής Ευρώπης, αφήνει ευοίωνες προοπτικές για την ανάπτυξη της ελληνικής βιομηχανίας τροφίμων και ποτών. Μετά από μια περίοδο σκληρής δοκιμασίας, η εγχώρια βιομηχανία τροφίμων κατάφερε να ανταπεξέλθει, ενισχύοντας την εγχώρια παρουσία της αλλά και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της.

Η ελληνική βιομηχανία κατά την τελευταία δεκαετία και μέσα σε ένα αρνητικό περιβάλλον, όπου κύριο χαρακτηριστικό του ήταν τα υψηλά επιτόκια, κατάφερε να συγκεντρώσει την παραγωγή και τη διανομή της, καθώς και να προχωρήσει σε σημαντικές επενδύσεις εκσυγχρονισμού, επιτυγχάνοντας έτσι την δημιουργία νέων προϊόντων που πλέον μπορούν να σταθούν επάξια τόσο στην εγχώρια αλλά και στη διεθνή αγορά.

Μέσα στην ίδια χρονική περίοδο, η ελληνική βιομηχανία τροφίμων αύξησε τόσο την ανταγωνιστικότητά της, όσο και την αποδοτικότητά της, κάτι που δεν συνέβη ωστόσο και στα περιθώρια κέρδους της. Με την εγχώρια αγορά να αναπτύσσεται σε πολύ αργούς ρυθμούς, η περαιτέρω ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω της διεθνοποίησης της. Με την εγχώρια βιομηχανία εκσυγχρονισμένη σε όλους τους τομείς της παραγωγής και στηριζόμενη στον ομαλό εφοδιασμό της από τον πρωτογενή τομέα, καθώς και στην υψηλή ποιότητα των εγχώριων πρώτων υλών, η προσδοκία για καλύτερες μέρες δεν πρέπει να απέχει πολύ από την πραγμα-

ΤΙΚΟΤΗΤΑ.

ΜΕΤΟΧΕΣ

ΕΤΟΣ	1990	1991	1992	1993	1994
ΖΑΧΑΡΗ	-	-	-	3625	3840
ΔΕΛΤΑ Κ	6165	5464	4823	8860	5600
3Ε Κ αν.	-	2467	3650	8745	8500

3.5 ΚΛΑΔΟΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ

Πρόκειται για ένα κλάδο, η ζήτηση του οποίου εξαρτάται σημαντικά από την πορεία της οικοδομικής δραστηριότητας, των ιδιωτικών επενδύσεων και της εκτέλεσης των έργων υποδομής. Πρόκειται δηλαδή για ένα κλάδο που η ανάπτυξη του είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τη γενικότερη ανάπτυξη και έτσι, ο κλάδος αναπτύσσεται όταν η οικονομία βρίσκεται σε τροχιά ανάπτυξης και συρρικνώνεται, όταν βρίσκεται σε ύφεση.

Ο κλάδος του τσιμέντου αποτελεί έναν από τους πιο δυναμικούς της ελληνικής οικονομίας και διακρίνεται τόσο για την επικράτηση του στην ελληνική αγορά, όσο και για τις εξαγωγικές του επιδόσεις σε μια ευρύτατη σειρά χωρών του εξωτερικού. Η πολύ καλή ποιότητα του ελληνικού τσιμέντου, αποτέλεσμα της πολύς καλής ποιότητας του ορυκτού πλούτου, οι συνεχείς επενδύσεις των ελληνικών βιομηχανιών με στόχο τη μείωση του κόστους και το πολύ χαμηλό μεταφορικό κόστος λόγω των λιμενικών εγκαταστάσεων και των μεταφορικών μέσων που διαθέτουν οι εγχώριες εταιρίες, αποτελούν τα κυριότερα συγκριτικά πλεονεκτή-

ματα των ελληνικών επιχειρήσεων απέναντι στον ανταγωνισμό. Αποτέλεσμα αυτών αποτελεί η πρώτη θέση που λαμβάνει η χώρα μας ανάμεσα στις χώρες της Κοινότητας, όσον αφορά τις εξαγωγές του τσιμέντου.

Η εγχώρια αγορά τσιμέντου έχει επηρεαστεί αρνητικά κατά τα τελευταία χρόνια από μια σειρά αρνητικών παραγόντων όπως :

- α) Η μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας
- β) Η μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων
- γ) Η καθυστέρηση έναρξης των μεγάλων έργων
- δ) Η προσπάθειες εισαγωγής τσιμέντου από ευρωπαϊκές επιχ/σεις

Οι παραπάνω παράγοντες είχαν ως αποτέλεσμα την κατ'όγκο μείωση του μεγέθους της εγχώριας αγοράς κατά τη διετία 93-94 και την έναρξη ενός πολέμου τιμών και παροχών πιστώσεων, πόλεμος που εντάθηκε κυρίως κατά το τρέχον έτος.

Από τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι οι προοπτικές του κλάδου εξαρτώνται από το πόσο θα βελτιωθεί η κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και πολύ περισσότερο από το πόσο θα αξιοποιηθούν τα κονδύλια του Κ.Π.Σ ΙΙ, για την υλοποίηση των μεγάλων κατασκευαστικών έργων που θα αυξήσουν τη ζήτηση για τσιμέντο.

Ο κλάδος εκπροσωπείται στο Χ.Α.Α από τρεις εταιρίες τον ΤΙΤΑΝ, ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, ΧΑΛΥΨ ΔΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑ.

ΜΕΤΟΧΕΣ

ΕΤΟΣ	1990	1991	1992	1993	1994
ΗΡΑΚΛΗΣ	3200	2750	2005	2195	2280
ΤΙΤΑΝ Κ	6950	6200	6750	8005	7050
ΧΑΛΥΨ Κ	1350	1375	680	766	935

3.6 ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

Ο έντονος ανταγωνισμός και η περιορισμένη αύξησης της ζήτησης ήταν τα κυριότερα χαρακτηριστικά του κλάδου πληροφορικής το 1993 και 1994 στη χώρα μας. Η ύφεση στην αγορά, που οφείλεται κυρίως στην οικονομική στασιμότητα και στην καθυστέρηση έναρξης των μεγάλων έργων πληροφορικής από το δημόσιο τομέα, οδήγησε τις εταιρίες του κλάδου στη μείωση του μικτού περιθωρίου κέρδους το 1993 (ενώ για το 1994 επικράτησε στασιμότητα), καθώς επίσης και στον διαχωρισμό των εταιριών πληροφορικής σε επιχειρήσεις δύο ταχυτήτων.

Ο κλάδος διαιρείται στους τομείς του Software και hardware. Ο τομέας του hardware φαίνεται να αντιμετωπίζει τα μεγαλύτερα προβλήματα ενώ, αντιθέτως, στο software η ζήτηση είναι αυξημένη, έστω και σε μικρό ποσοστό.

Η αγορά πληροφορικής αλλάζει με πολύ γρήγορους ρυθμούς και αυτό αναγκάζει τις εταιρίες, για να ανταπεξέλθουν στον ανταγωνισμό, να κάνουν τις τιμές τους περισσότερο προσιτές, να εξελίσσουν συνέχεια την τεχνολογία τους, βελτιώνοντας έτσι την ποιότητα και να αποκτούν όλο και μεγαλύτερο δίκτυο διανομής. Η ανάγκη μείωσης του κόστους και η υψηλή δαπάνη για τη δημιουργία νέων εκδόσεων οδηγεί τις εταιρίες του κλάδου σε συνεργασίες ή συγχωνεύσεις. Μέσα από τις συνεργασίες οι εταιρίες προσπαθούν ακόμα να πετύχουν, εκτός από τη μείωση του κόστους, την αντιμετώπιση περισσότερο εξελιγμένων καταστάσεων, καθώς και τη δυνατότητα να διεκδικήσουν με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα μερίδιο από την πίτα του Κ.Π.Σ ΙΙ.

Επίσης οι εταιρίες φαίνεται να στρέφουν την προσοχή τους

στον τομέα των υπηρεσιών υποστήριξης ενός τομέα που η πορεία του δείχνει να είναι αρκετά δυνατή. Πάντως, οι μεγάλες εταιρίες πληροφορικής έχουν ρίξει όλο το βάρος στη συμμετοχή τους στο Β' Κ.Π.Σ., καθώς τα ποσά του πακέτου είναι τεράστια και σίγουρα θα οδηγήσουν σε αλματώδη ανάπτυξη τις εταιρίες του κλάδου. Θα πρέπει εδώ να τονιστεί η αναγκαιότητα μηχανοργάνωσης τόσο του ιδιωτικού αλλά, κυρίως του δημοσίου τομέα, όπου η χώρα μας κατέχει την τελευταία θέση στην Ευρωπαϊκή ένωση. Τον κλάδο πληροφορικής εκπροσωπούν στο Χ.Α.Α οι εταιρίες INTRASOFT, INFORM ΛΥΚΟΣ, ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ, SINGULAR στην παράλληλη αγορά.

3.6.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ

Ο μικρός βαθμός μηχανοργάνωσης των δημοσίων και ιδιωτικών οργανισμών (ειδικά στο δημόσιο τομέα όπου η χώρα μας κατέχει την τελευταία θέση μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής ένωσης στο ποσοστό που δαπανάται για ολοκληρωμένα έργα πληροφορικής), η μείωση των τιμών των υπολογιστικών συστημάτων και η ταχύτερη ανάπτυξη νέων προϊόντων λογισμικού με μικρότερο κύκλο ζωής που επιβάλλει τη γρήγορη αντικατάσταση των μηχανογραφικών συστημάτων, αποτελούν παράγοντες που επιτρέπουν ευοίωνες προβλέψεις. Περισσότερες ελπίδες όμως για περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου θα έχουμε στην περίπτωση που ξεκινήσουν τα έργα πληροφορικής με χρηματοδότηση από το πακέτο Delors 2.

3.7 ΚΛΑΔΟΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΣΥΣΚΕΥΩΝ

Ο κλάδος των ηλεκτρικών συσκευών είναι έντασης εισαγωγών. Το μεγαλύτερο ποσοστό των προϊόντων εισάγεται από τις χώρες της Δυτικής Ευρώπης και της Ωπω Ανατολής, καθώς η εγχώρια παραγωγή είναι πολύ χαμηλή.

Η αξία των λιανικών πωλήσεων το 1993 ανήλθε περίπου στα 200 δις δρχ. Οι επιχειρήσεις του κλάδου λειτουργούν κάτω από συνθήκες έντονου ανταγωνισμού στην τιμή, την ποιότητα και την καθιέρωση του ονόματος της κάθε φήρμας.

Ο κλάδος χωρίζεται στις λευκές ηλεκτρικές συσκευές, στις μαύρες, στις μικροσυσκευές καθώς και στα κλιματιστικά μηχανήματα. Η ύφεση που πλήττει την ελληνική οικονομία όπως ήταν φυσικό, επηρέασε τις εταιρίες του κλάδου, καθώς η ζήτηση των προϊόντων οικιακής χρήσεως εξαρτάται κυρίως από το διαθέσιμο εισόδημα και από τη μεταβολή της οικοδομικής δραστηριότητας. Η καλή όμως χρηματοοικονομική οργάνωση των περισσότερων επιχειρήσεων, η εισροή στα ταμεία χρήματος με μηδενική επιβάρυνση από το χρηματιστήριο, καθώς και το καλό τους management τους επέτρεψαν να βγουν από την κρίση με τις μικρότερες δυνατές απώλειες.

Ο κλάδος των ηλεκτρικών συσκευών στο Χ.Α.Α εκπροσωπείται από τις εταιρίες ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗΣ, ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ, SANYO HELLAS, ΖΑΜΠΑ, ΒΙΟΜΕΤΑΛ και ΑΦΟΙ ΦΟΥΡΛΗΣ. Οι έξι εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο απασχολούν περίπου 730 υπαλλήλους, ενώ είναι κερδοφόρες με εξαίρεση τη ΒΙΟΜΕΤΑΛ που παρουσιάζει ζημιές που, όμως, δεν προέρχονται από τις πρόσφατες χρήσεις όπου υπάρχουν οριακά κέρδη.

Σε ότι αφορά τις λιανικές πωλήσεις στην Ελλάδα παρατη-

ρείται και στην περίπτωση αυτή διεύρυνση του μεριδίου των μεγάλων καταστημάτων σε βάρος των μικρότερων. Ο ανταγωνισμός έχει ενταθεί ιδιαίτερα και εστιάζεται κυρίως στην παροχή εκπτώσεων στις τιμές, στη δυνατότητα πωλήσεων με δόσεις που σε αρκετές περιπτώσεις μεταφράζεται σε πωλήσεις χωρίς προκαταβολή και τέλος στη διεύρυνση της ποικιλίας των προσφερόμενων προϊόντων. Τα μεγαλύτερα εμπορικά καταστήματα λιανικής πώλησης του κλάδου είναι η Π.Κωτσόβολος Α.Ε.Β.Ε (θυγατρική της εισηγμένης στο Χ.Α.Α εταιρίας Φουρλής), ο όμιλος εταιριών Κορσίδη με 11 καταστήματα, η εισηγμένη στο Χ.Α.Α Ράδιο Αθήναι με 9 καταστήματα και η Ηλεκτρονική Αθηνών.

3.7.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ

Η κυκλικότητα του κλάδου, καθώς οι πωλήσεις του εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την οικονομική συγκυρία, το γεγονός ότι η ζήτηση προέρχεται προς το παρόν μόνο από την εγχώρια αγορά και ο έντονος ανταγωνισμός αποτελούν τα βασικότερα προβλήματα του κλάδου τα οποία δε φαίνεται ότι θα ξεπεραστούν εύκολα τα προσεχή δύο χρόνια, καθώς η οικοδομική δραστηριότητα συρρικνώνεται όλο και περισσότερο, ενώ νέα μέτρα όπως το πόθεν έσχες στην οικοδομή, δημιουργούν μεγαλύτερα προβλήματα και επιπλέον, οι μισθολογικές αυξήσεις παραμένουν μικρές.

Οι επιχειρήσεις για να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν αυτά τα προβλήματα :

α) Προσπαθούν να διεισδύσουν σε νέες αγορές, όπως αυτές των Βαλκανίων, όπου οι ανάγκες για ηλεκτρικές συσκευές είναι μεγάλες.

β) Προσπαθούν να δημιουργήσουν νέες ανάγκες στον καταναλωτή με προϊόντα που βελτιώνουν την ποιότητα ζωής ή προσπαθούν να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους σε νέα προϊόντα.

γ) Χαλαρώνουν την πιστωτική τους πολιτική, παρέχοντας σημαντικά περιθώρια αποπληρωμής στους πελάτες τους. Τα εμπορικά καταστήματα προωθούν με τη σειρά τους τις πωλήσεις με δόσεις.

Οι μετοχές των εταιριών του κλάδου διακρίνονται για τη χαμηλή εμπορευσιμότητα τους και τις μικρές διακυμάνσεις των τιμών, ενώ ικανοποιητικές κρίνονται οι μερισματικές αποδόσεις των ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ και ΦΟΥΡΑΗ.

ΜΕΤΟΧΕΣ

ΕΤΟΣ	1991	1992	1993	1994
ΡΑΔΙΟ ΑΘ.Κ	1200	1030	2420	3360
ΣΑΝΥΟ	1030	950	980	1130
ΖΑΜΠΑ	2900	2500	2600	2870
ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ Κ	1292	1375	2100	1475

3.8 ΚΛΑΔΟΣ ΧΗΜΙΚΩΝ

Οι εταιρίες χημικών παρά τη σχετικά μακρόχρονη πορεία τους στη χρηματιστηριακή αγορά δεν αποτέλεσαν τουλάχιστον έως το 1991 σημαντικό τομέα του Χ.Α.Α, εξαιτίας κυρίως του μικρού αριθμού των εισηγμένων εταιριών. Από το 1991 και μετά, και με την είσοδο της εταιρίας καλλυντικών Rilkem στη Σοφοκλέους και

όσο και μέχρι το 1995, ο κλάδος των χημικών εταιριών παρουσιάζει μια αναζωπύρωση αφού νέες δυναμικές εταιρίες εισέρχονται στη χρηματιστηριακή αγορά. Μεγάλη απώλεια φυσικά για το χημικό τομέα στο χρηματιστήριο αποτέλεσε η διαγραφή της εταιρίας ΛΙΠΑΣΜΑΤΩΝ Α.Ε, η παλαιότερη και η πιο αντιπροσωπευτική επιχείρηση του κλάδου. Η εταιρία αυτή τη στιγμή τελεί υπό εκκαθάριση.

3.8.1 ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Η ταχεία είσοδος μεγάλου αριθμού εταιριών στο Χ.Α.Α που ξεκίνησε στις αρχές του 1994 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα ανέβασε τον αριθμό των χημικών εταιριών σε έξι: ΠΑΡΟΥΤΣΑΝΗΣ, ΠΛ. ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ, ΠΛ. ΘΡΑΚΗΣ, ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ, RILKEN, ΣΑΡΑΝΤΗΣ. Από αυτές τις οι τρεις πρώτες διαπραγματεύονται στη χρηματιστηριακή αγορά πριν το 1980, η RILKEN εισήχθη στο το 1991 ο ΣΑΡΑΝΤΗΣ το 1994 και τα ΠΛ. ΘΡΑΚΗΣ το 1995.

Εδώ πρέπει να αναφέρουμε ότι στην Ελλάδα η χημική βιομηχανία περιλαμβάνει κλάδους όπως τρόφιμα-ποτά, κλωστουφαντουργία, χαρτί, πλαστικά-ελαστικά, λιπάσματα, φάρμακα κ.α. για να αντιληφθούμε το βάθος της γενικότερης έννοιας των χημικών εταιριών.

Στο χρηματιστήριο αυτή τη στιγμή, συμπεριλαμβανομένων και των νέων εισαγωγών, υπάρχουν οι εξής υποδιαιρέσεις :

- α) Βιομηχανία πλαστικών (3 εταιρίες)
- β) Βιομηχανία καλλυντικών και ειδών προσωπικής υγιεινής (4 εταιρίες)
- γ) Βιομηχανία φαρμάκων (1 εταιρία)

δ) Βιομηχανία μονωτικών και επεξεργασίας πετρελαιοπαραγωγών
(1 εταιρία)

ε) Βιομηχανία κατασκευής εκρηκτικών υλών (1 εταιρία)

3.8.2 ΧΗΜΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ

Η χημική βιομηχανία είναι ένας κλάδος που στηρίζει το βιομηχανικό προϊόν παρά τα προβλήματα που αντιμετωπίζει. Οι υποκατηγορίες του ευρύτερου χημικού κλάδου όπως αυτές αναφέρθηκαν παραπάνω συγκεντρώνουν το 44% του συνολικού αριθμού των βιομηχανικών καταστημάτων στη χώρα μας, ενώ απασχολούν πάνω από το 50% του συνολικού αριθμού των εργαζομένων. Πρέπει όμως να λάβουμε υπόψη μας ότι η βιομηχανική απασχόληση την τελευταία δεκαετία έχει μειωθεί σημαντικά. Σε αυτούς δε τους κλάδους που αντιπροσωπεύουν το 59% της συνολικής απασχόλησης, το 1981, το 1991 το ποσοστό αυτό μειώθηκε στο 50%.

Πάντως οι κλάδοι αυτοί αποτελούν το μεγάλο κορμό της βιομηχανικής παραγωγής. Αν δούμε δε, τη συμμετοχή τους στην ακαθάριστη αξία παραγωγής, στην αξία παραγωγής και στην προστιθέμενη αξία, θα δούμε ακόμη μεγαλύτερη τη συμβολή τους, γιατί παράγουν το 70% της αξίας της βιομηχανικής παραγωγής και το 62% περίπου της προστιθέμενης αξίας.

Εκείνο που χαρακτηρίζει συνολικά τη χημική βιομηχανία και ίσως είναι ένα από τα μειονεκτήματα της είναι ο χαμηλός βαθμός καθετοποίησης. Για το σύνολο της βιομηχανίας σήμερα κυμαίνεται στο 20%, ενώ για ανταγωνίστριες χώρες, ως οικονομίες και ως παραγωγή, ο βαθμός καθετοποίησης τους είναι μεταξύ 30% - 35%.

3.8.3 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ

Με σαφή χαρακτηριστικά βελτίωσης παρουσιάζεται τόσο κατά το 1993 όσο και κατά το 1994 η εγχώρια βιομηχανία παραγωγής χημικών προϊόντων, η οποία κατόρθωσε στο διάστημα αυτό μετά από μια σχετικά μακρά περίοδο έντονων προβλημάτων, όχι μόνο να αυξήσει τις πωλήσεις της στην ελληνική αγορά, αλλά και να βελτιώσει σημαντικά την εξαγωγική της δραστηριότητα. Επιπλέον από το 1993 ανακόπηκε η πτώση της παραγωγής στον κλάδο και καταγράφηκε αύξηση της τάξης του 4%.

Οι επιδόσεις των δύο προηγούμενων ετών αποτελούν κατά την άποψη των ιδίων των επιχειρηματιών, σαφείς ενδείξεις επαναφοράς του κλάδου στη μακροχρόνια θετική τάση και έχουν φέρει την παραγωγή του σε επίπεδο αυξημένο κατά 27% από εκείνο του 1980.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι με βάση τα υπάρχοντα στοιχεία που αφορούν το 1994 και το τρέχον έτος, κυρίως λόγω της δυναμικότητας της ζήτησης εξωτερικού, η οποία επιτρέπει την περαιτέρω διεύρυνση της παραγωγής.

Όσοι οι προβλέψεις τόσο για το εξαγωγικό εμπόριο, όσο και για την παραγωγή, εμφανίζονται έντονα ανοδικές και στηρίζουν τις εκτιμήσεις ότι η ανάκαμψη του κλάδου δεν είναι πρόσκαιρη και ευκαιριακή και συνεπώς θα συνεχιστεί.

3.9 ΚΛΑΔΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ

Ο ασφαλιστικός κλάδος στην Ελλάδα μέχρι και τη δεκαετία του 1980 υπήρξε ολιγοπωλιακά οργανωμένος κλάδος που επηρεαζό-

ταν καθοριστικά από τις παρεμβάσεις του κράτους, είτε αυτές ήταν άμεσες είτε έμμεσες. Οι άμεσες παρεμβάσεις αφορούσαν την επιβολή ενός αυστηρού-περιοριστικού νομικού καθεστώτος, σύμφωνα με το οποίο:

α) Το κράτος όριζε το ύψος των ασφαλιστρών για κάθε είδος ασφάλισης.

β) Ο νόμος απαγόρευε και ποινικοποιούσε κάθε παρέμβαση των τραπεζικών υπαλλήλων που ως στόχο είχε την προσέλκυση πελατών για ασφαλιστικές υπηρεσίες.

γ) Το δικαίωμα παροχής ασφαλιστικών εταιριών παρέχονταν σε εκείνες τις ξένες εταιρίες που ήταν εγκατεστημένες στην Ελλάδα.

Εκτός από τις κρατικές παρεμβάσεις ρυθμιστικού νομοθετικού χαρακτήρα, έλαβαν χώρα και άτυπης μορφής παρεμβάσεις στις κρατικές ασφαλιστικές εταιρίες που οδήγησαν στην πρόσληψη υπεράριθμου προσωπικού, στην γραφειοκρατική οργάνωση κλπ.

ελα αυτά είχαν σαν αποτέλεσμα τη λειτουργία των κρατικών ασφαλιστικών εταιριών με πολύ υψηλό λειτουργικό κόστος και ελλειπή παροχή εξυπηρέτησης και με ανεπαρκή για τις ανάγκες των πελατών ασφαλιστικά προγράμματα.

Οι διαδικασίες της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ανεπηρέαστη την ελληνική ασφαλιστική αγορά. Σύμφωνα λοιπόν με τις επιταγές της Ε.Ε, η χώρα μας θα έπρεπε, σταδιακά έστω, να απελευθερώσει την ελληνική ασφαλιστική αγορά μέσω της άρσης των περιοριστικών παρεμβάσεων, με αποτέλεσμα οι τιμές των ασφαλιστρών να διαμορφώνονται μέσω της προσφοράς και της ζήτησης και να έχουν δικαίωμα παροχής ασφαλι-

στικών υπηρεσιών όχι μόνο οι εταιρίες που έχουν εγκατασταθεί στην Ελλάδα, αλλά και εκείνες που έχουν αποκτήσει άδεια λειτουργίας σε έστω και μια χώρα της Ε.Ε.

Απέναντι σε αυτές τις συνθήκες, οι ελληνικές ασφαλιστικές εταιρίες, προβληματίστηκαν για το εάν θα μπορούσαν να επιβιώσουν απέναντι στον επερχόμενο ανταγωνισμό. Κύριο πλεονέκτημα των ελληνικών εταιριών ήταν το ήδη υπάρχον εκτεταμένο δίκτυο τους, το οποίο όμως σε πολλές περιπτώσεις δεν ήταν αρκεύτως αποτελεσματικό. Αυτό που έλλειπε ήταν η τεχνογνωσία για την παραγωγή και διάθεση ευέλιγκτων ασφαλιστικών προγραμμάτων που να συνδυάζουν σημαντικό θετικό αποτέλεσμα και μειωμένο κίνδυνο, ενώ παράλληλα να προσαρμόζονται στις εξειδικευμένες απαιτήσεις κάθε υποψήφιου πελάτη.

3.9.1 ΙΔΙΟΜΟΡΦΙΕΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Τα αποτελέσματα των ασφαλιστικών εταιριών δεν πρέπει να αντιμετωπίζονται όπως αυτά των εταιριών του εμποροβιομηχανικού τομέα ή του τραπεζικού κλάδου. Στις ασφαλιστικές εταιρίες η επίτευξη λογιστικού κέρδους έχει σχετικά μικρή σημασία, κυρίως για τους παρακάτω λόγους.

α) Στις ασφαλίσεις ζωής, ενώ τα έσοδα κάθε συμβολαίου παραμένουν σταθερά καθόλη τη διάρκεια του χρόνου, το κόστος επιβαύνει υπέρμετρα τις πρώτες χρήσεις.

β) Τα συνολικά αποτελέσματα επηρεάζονται σε μεγάλο ποσοστό από την πορεία των επιτοκίων και των τιμών των μετοχών.

γ) Δεν λαμβάνονται υπόψη οι υπεραξίες που περικλείονται στην ακίνητη περιουσία κάθε ασφαλιστικής εταιρίας κλπ.

3.9.2 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ

Παρά το γεγονός ότι η ασφαλιστική ανά άτομο δαπάνη του ελληνα παραμένει σαφώς χαμηλότερη από αυτή του Ευρωπαίου ή Αμερικάνου πολίτη, οι προοπτικές δεν είναι ευσίωνες για το σύνολο των εταιριών του κλάδου. Αυτό, γιατί αφενός η πίτα της αγοράς δεν αναμένεται να αυξηθεί με πολύ μεγάλους ρυθμούς στο βραχυπρόθεσμο διάστημα και αφ'ετέρου, γιατί ο ανταγωνισμός στην εγχώρια αγορά οξύνεται ολοένα και περισσότερο.

Πολλοί είναι οι παράγοντες που θα επιδράσουν αρνητικά στα αποτελέσματα πολλών εταιριών του κλάδου. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι:

- α) Η ύφεση που πλήττει την ελληνική οικονομία, ύφεση που θα διατηρήσει σε χαμηλά επίπεδα το διαθέσιμο εισόδημα κατά τα επόμενα χρόνια, ακόμη και στην περίπτωση που θα επιτευχθούν στο ακέραιο οι στόχοι του πενταετούς προγράμματος σύγκλισης.
- β) Ο μεγάλος αριθμός των ασφαλιστικών εταιριών που δραστηριοποιούνται στη χώρα μας και το μικρό μέγεθος πολλών εξ'αυτών.
- γ) Η πιθανή κατάργηση, μερικών ή όλων, των φορολογικών απαλλαγών που σχετίζονται με τον ασφαλιστικό κλάδο.

Η εξέλιξη λοιπόν των αποτελεσμάτων των ασφαλιστικών εταιριών κατά τα επόμενα χρόνια αναμένεται με ιδιαίτερο ενδιαφέρον και όλα μπορούν να συμβούν. Το πιθανότερο είναι ότι κάποιες εταιρίες θα σταματήσουν τη λειτουργία τους, ενώ κάποιες άλλες θα δυναμώσουν σημαντικά.

Τέλος τον ασφαλιστικό κλάδο εκπροσωπούν στο Χ.Α.Α η Εθνική Ασφαλιστική, ο Φοίνικας, ο Αστέρας και ο «Λιός των οποίων οι μετοχές παρουσίασαν μεγάλη αύξηση το 1990 και η διατή-

ρηση τους μέχρι και σήμερα σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα από εκείνα της δεκαετίας του 1980, έδωσαν την ευκαιρία στις εταιρίες εκείνες που κατείχαν σημαντικό αριθμό μετοχών, να λογιστικοποιήσουν τις υψηλές υπεραξίες, για να εξυγιάνουν τις λογιστικές καταστάσεις τους από τις ζημιές που είχαν συσσωρευτεί κατά την προηγούμενη δεκαετία.

Επίσης η METROLIFE εισήχθει πρόσφατα στην παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α αλλά η πορεία της μέχρι και σήμερα δεν έχει αφήσει ενθαρρυντικά μηνύματα, ενώ ενδιαφέρον για εισαγωγή έχουν εκδηλώσει η Ασπίζ, Interamerican και η Ελληνοβρετανική δνωση.

ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

	1992	1993
ΑΣΤΗΡ	242.000.000	105.000.000
ΕΘΝΙΚΗ	1.033.000.000	1.498.000.000
ΗΛΙΟΣ	22.000.000	44.000.000
ΜΕΤΡΟ	102.000.000	252.000.000
ΦΟΙΝΙΚΑΣ	622.000.000	355.000.000

3.10 ΚΛΑΔΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑΣ

Συνολικά ο κλάδος της κλωστουφαντουργίας και ένδυσης αντιπροσωπεύει το 23% του ακαθάριστου βιομηχανικού προϊόντος της χώρας μας, απασχολεί το 20% των εργαζομένων στη μεταποίηση, το 50% περίπου των βιομηχανικών εξαγωγών της χώρας. Συμ-

φωνα με την τελευταία απογραφή της βιομηχανίας το 1988, ο κλάδος της κλωστουφαντουργίας και ένδυσης περιλαμβάνει περίπου 18.500 επιχειρήσεις που αντιπροσωπεύουν το 13% του συνόλου των επιχειρήσεων της μεταποίησης, ενώ διαθέτουν το 10% της συνολικής εγκατεστημένης ισχύος της μεταποίησης.

Το 50% των κλωστ/γιών βρίσκεται στην ευρύτερη περιοχή της πρωτεύουσας, ενώ το 37% περίπου στη Μακεδονία και τη Θράκη. Από τα παραπάνω μπορούμε να καταλάβουμε την μεγάλη σημασία που έχει ο κλάδος στην ελληνική οικονομία.

Οι κυριότερες αγορές για τα ελληνικά κλωστ/κά προϊόντα είναι η Κοινότητα, η οποία απορροφά το 66% των εξαγωγών νημάτων και υφασμάτων και το 30% των υφαντικών ινών.

Κατά τα πρώτα χρόνια της ένταξης της χώρας μας στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, οι έλληνες παραγωγοί του κλάδου βρέθηκαν σε πλεονεκτικότερη θέση από τους εκτός Ε.Ο.Κ ανταγωνιστές της λόγω της κατάργησης των κοινοτικών ποσοστώσεων γι' αυτή, ενώ παράλληλα πλεονεκτούσε έναντι των υπολοίπων ευρωπαϊκών εταιριών της, λόγω του χαμηλού εργατικού κόστους που διέθετε την εποχή εκείνη. Ωστόσο το πλεονέκτημα τους αυτό μετριάζτηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 80', λόγω της αύξησης των ονομαστικών και των πραγματικών μισθών.

3.10.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΑΝΤ/ΤΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Εσωτερικοί και εξωτερικοί παράγοντες επηρέασαν και θα συνεχίσουν να επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα των κλωστουφαντουργικών επιχειρήσεων.

Οι υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού που επικράτησαν στη χώρα

μας την τελευταία δεκαετία, επηρέασαν αρνητικά την ανταγωνιστικότητα του συνόλου της βιομηχανίας της χώρας, όσο και αυτή του κλάδου.

Η ακολουθούμενη συναλλαγματική πολιτική η οποία χαρακτηριζόταν πότε από υποτιμήσεις και πότε από αργές διολισθήσεις του εθνικού νομίσματος, βραχυχρόνια επηρέαζε θετικά την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων προϊόντων. Μακροχρόνια όμως, ο υψηλός βαθμός εξάρτησης του κλάδου από το εξωτερικό εμπόριο, κυρίως σε πρώτη ύλη, ανατροφοδοτούσε τις τιμές, με συνέπεια να ανεβάζουν το κόστος του παραγόμενου προϊόντος και να το κατατάσσει λιγότερο ανταγωνιστικό. Το 1994 το ποσοστό χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού του κλάδου, παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το 1993, φτάνοντας το 84.8% .

Η παραγωγικότητα της εργασίας μετρά τη συνδυασμένη επίδραση διαφόρων παραγόντων όπως η τεχνολογία, οι επενδύσεις, το management. Κατά την περίοδο 1987-1992 η παραγωγικότητα της εργασίας δεν αυξήθηκε όσο η παραγωγικότητα του συνόλου της ελληνικής βιομηχανίας.

Ο κλάδος της κλωστουφαντουργίας περιλαμβάνεται στο Χ.Α.Α ΑΠε 18 εταιρίες, οι μετοχές των οποίων δεν παρουσιάζουν έντονο ενδιαφέρον τουλάχιστον τον τελευταίο καιρό.

3.11 ΚΛΑΔΟΣ ΞΥΛΕΙΑΣ

Η βιομηχανία επεξεργασίας και εμπορίας ξυλείας θεωρείται ως ένας από τους δυναμικούς κλάδους της εγχώριας παραγωγής. Ο κλάδος αναπτύχθηκε με έντονους ρυθμούς τις δεκαετίες του 1960 και 1970. Στις αρχές όμως του 1980 αντιμετώπισε σοβαρά προ -

βλήματα με αποτέλεσμα την περίοδο αυτή να κλείσουν ή να γίνουν προβληματικές περισσότερες από 100 βιομηχανίες ξύλου στην Ελλάδα.

Οι λόγοι που οδήγησαν τον κλάδο σε αυτή την κατάσταση είναι βασικά η μείωση της εγχώριας οικοδομικής δραστηριότητας και η σύναψη από τις εταιρίες του κλάδου μακροπρόθεσμων δανείων σε συνάλλαγμα λίγο πριν την αλματώδη αύξηση του δολλαρίου έναντι της δραχμής.

Από τα παραπάνω είναι εμφανές ότι ο κλάδος του ξύλου είναι ένας έντονα κυκλικός κλάδος, στον οποίο η απόσταση του κέρδους από τη ζημιά δεν παρουσιάζει μεγάλη χρονική υστέρηση.

Γενικά η ζήτηση των προϊόντων ξύλου εξαρτάται από τους παρακάτω τομείς: α) Οικοδομικό, β) Κατασκευαστικό, γ) Επίπλου δ) Συσκευασίας, ε) Ναυπηγικής.

Ο κλάδος αυτός εκπροσωπείται στο Χ.Α.Α από τρεις εταιρίες την ΣΕΛΜΑΝ, ΒΑΛΚΑΝ και ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ των οποίων οι μετοχές δεν παρουσιάζουν σοβαρές διακυμάνσεις και είναι μικρής εμπορευσιμότητας.

3.11.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΛΑΔΟΥ

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των ειδικών, η οικοδομική δραστηριότητα έφθασε στο χαμηλότερο σημείο της το 1994 και από το 1995 θα αρχίσει μια αντιστροφή της πτωτικής τάσεως. Η αντιστροφή αυτή εκτιμάται ότι θα παρασύρει σταδιακά σε μείωση έστω ανάκαμψη και του κλάδου της ξυλείας.

Πάντως η σημερινή κατάσταση του κλάδου δεν δικαιολογεί την υπερβολική αισιοδοξία. Αν και τα επιτόκια ακολουθούν πτω-

τική πορεία και το στεγαστικό πρόγραμμα είναι ιδιαίτερα υψηλό το 1995, εν τούτοις η ανάκαμψη της οικοδομικής δραστηριότητας δεν αναμένεται έντονη και προβλέπεται μάλλον βραδεία. Και αυτό γιατί η πτωτική πορεία των επιτοκίων ακολουθεί με αργούς ρυθμούς και συνεπώς η επένδυση στην οικοδομή δεν αναμένεται να αποτελέσει για αρκετό ακόμη χρονικό διάστημα ελκυστική επιλογή.

Συνεπώς, όλες οι ελπίδες για την ανάκαμψη του κλάδου ξυλείας έχουν εναποτεθεί στις προσδωκόμενες δημόσιες επενδύσεις των μεγάλων έργων υποδομής. Οι επενδύσεις αυτές όμως ακόμη και αν αρχίσουν να υλοποιούνται σύντομα δεν θα έχουν τη δυνατότητα να οδηγήσουν από μόνες τους τον κλάδο της ξυλείας σε ανάκαμψη και αυτό γιατί οι κατασκευές απορροφούν μόνο ένα 20% της συνολικής κατανάλωσης προϊόντων ξύλου. Περισσότερο αισιοδοξία παρουσιάζεται η κατάσταση σχετικά με την δυνατότητα αύξησης της εξαγωγικής δραστηριότητας, παρά τα προβλήματα που εξακολουθούν να υπάρχουν από τη συνεχιζόμενη πολιτική της υπερτιμημένης δραχμής.

Η αισιοδοξία αυτή που πηγάζει από τη διαφαινόμενη πλέον ανάκαμψη της διεθνούς οικονομίας αλλά και από τους περιορισμούς που έχουν τεθεί στις εξαγωγές ξυλείας από τις χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας. Ως αποτέλεσμα τούτων δημιουργούνται οι προϋποθέσεις αύξησης των εξαγωγών του κλάδου.

ΜΕΤΟΧΕΣ

ΕΤΟΣ	1991	1992	1993	1994
ΒΑΛΚΑΝ Κ	1180	610	452	345
ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	786	593	800	1020
ΣΕΛΜΑΝ Κ	2233	1709	1560	1675

3.12 ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΠΝΟΥ

Κατά το 1993 καταναλώθηκαν στη χώρα μας 28.4 εκατ. φορολογικές μονάδες τσιγάρων, έναντι επίσης 28.4 το 1992 και 29.6 το 1991 (η μία φορολογική μονάδα αντιστοιχεί σε 1000 πακέτα). Παρατηρείται λοιπόν ότι τα τελευταία χρόνια η κατανάλωση τσιγάρων παραμένει στάσιμη.

Τα καθαρώς ελληνικά σήματα πιεζόμενα παρουσίασαν νέα υποχώρηση έχοντας απώλεια το 1993 σε ποσοστό 9.3%.

Τα ξένα σήματα που παράγονται στην Ελλάδα βάσει συμφωνιών Licencing παρέμειναν σχεδόν σε σταθερά επίπεδα. Αντίθετα τα εισαγόμενα σήματα σημείωσαν αυξήσεις κατά 1.4 εκατ. φορολογικές μονάδες, ήτοι ποσοστό 10.4%

Παρατηρούμε λοιπόν ότι έστω και με μειούμενους ρυθμούς, τα ξένα εισαγόμενα σήματα αυξάνουν συνεχώς το μερίδιό τους στην ελληνική αγορά. Υπενθυμίζεται ότι όλα σχεδόν τα εισαγόμενα ξένα σήματα παράγονται σε κράτη-μέλη της Κοινότητας και συνεπώς εισέρχονται στην Ελλάδα χωρίς καμία επιβάρυνση, απολαμβάνοντας όλα τα τυχόν πλεονεκτήματα που δικαιούνται τα προϊόντα των ελληνικών καπνοβιομηχανιών. Είναι επίσης γεγονός

ότι πωλούνται σε τιμές μεγαλύτερες των ελληνικών, αποκομίζοντας έτσι στους ιδιοκτήτες των εμπορικών τους σημάτων υψηλότερα κέρδη ανά μονάδα προϊόντος.

Όσοι λοιπόν στον κλάδο παρατηρείται έντονος ανταγωνισμός κυρίως από τα εισαγόμενα σήματα, ο οποίος εκφράζεται σε πόλεμο τιμών. Η ελληνική καπνοβιομηχανία σήμερα παρουσιάζει προβλήματα στα εξής κυρίως σημεία:

- α) Σταθερή εγχώρια αγορά χωρίς δυνατότητα μεγένθυσης.
- β) Μείωση της επεξεργασίας ντόπιων καπνών προς όφελος της επεξεργασίας των ξένων.
- γ) Ταχεία και με υψηλούς ρυθμούς αυξανόμενη κατανάλωση εισαγόμενων ξένων σημάτων εις βάρος της κατανάλωσης εγχώριων παραγόμενων ελληνικών σημάτων.
- δ) Συνεχώς εντεινόμενη αντικαπνιστική εκστρατεία.
- ε) Υψηλή φορολογία των καπνικών προϊόντων η οποία συντείνει στην αύξηση της τελικής τιμής πώλησης.
- ζ) έντονος ανταγωνισμός από τις μεγάλες καπνοβιομηχανίες του εξωτερικού ο οποίος μεταφράζεται σε πόλεμο τιμών.
- η) Συνεχώς αυξανόμενα εμπόδια όσον αφορά τη δυνατότητα διαφήμησης των καπνικών προϊόντων.

Τα σημαντικότερα συγκριτικά πλεονεκτήματα του κλάδου είναι :

- α) Εντυπωσιακοί ρυθμοί αύξησης των εξαγωγών ελληνικών τσιγάρων.
- β) Οι μεγάλες ελληνικές καπνοβιομηχανίες έχουν εδραιώσει τη θέση τους στην αγορά.
- γ) Υπάρχουν σοβαρά εμπόδια εισόδου στον κλάδο καθώς τόσο η

σύγχρονη τεχνογνωσία που απαιτείται όσο και το υψηλό κόστος επένδυσης, καθιστούν απαγορευτική την ίδρυση μιας νέας καπνοβιομηχανίας και αποθαρρύνουν την είσοδο στον κλάδο ομοειδών επιχειρήσεων.

Ο κλάδος στο Χ.Α.Α εκπροσωπείται από δύο εταιρίες τον ΚΑΡΕΛΙΑ και ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟ, οι μετοχές των οποίων παρουσιάζουν χαμηλή εμπορευσιμότητα, ενώ η τιμή της δεύτερης αποτελεί τη μεγαλύτερη του χρηματιστηρίου αφού αγγίζει τις 55.000 δρχ.

3.13 ΚΛΑΔΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Η ελληνική ναυτιλία αποτέλεσε για πολλά χρόνια ένα από τους σημαντικότερους τομείς της ελληνικής οικονομίας, αφού είναι μια μόνιμη πηγή εισροής συναλλάγματος και ένας από τους πιο κερδοφόρους κλάδους της οικονομίας. Παράλληλα η ελληνική πλοιοκτησία έχει γίνει γνωστή σε όλο τον κόσμο προβάλλοντας ταυτόχρονα και το όνομα της χώρας. Η ελληνική ακτοπλοία συνδέει σήμερα 750 λιμάνια περίπου μεταξύ 350 νησιών.

Τα τελευταία 25-30 χρόνια ο τομέας της ναυτιλίας έχει δείξει δυναμική πρόοδο, ενώ έχουν σημειωθεί αξιοσημείωτες διαρθρωτικές αλλαγές.

Ο ακτοπλοϊκός στόλος αυξήθηκε σημαντικά από τις αρχές του 1980. Από 48 πλοία το 1981 έφθασε τα 74 το 1993 και τα 101 το 1994. Η μεταφορική ικανότητα του στόλου σε επιβάτες σήμερα είναι σε μέση χωριτικότητα 1055 επιβάτες.

Ο κλάδος εκπροσωπείται στο Χ.Α.Α από τρεις εταιρίες την ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ, ΔΑΝΕ, ΝΕΛ. Επειδή η κατηγορία αυτή είναι σχετικά νέα στο χρηματιστήριο δεν μπορούμε να εκφράσουμε άποψη για

τις μετοχές τους, μολονότι μέχρι στιγμής δεν έχουν παρουσιάσει καμία σοβαρή διακύμανση.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η οικονομική κατάσταση της χώρας είναι ο σημαντικότερος παράγοντας επηρεασμού της πορείας του Χ.Α.Α, χωρίς φυσικά να αγνοούνται και οι υπόλοιποι, θα λέγαμε ότι το μέλλον του χρηματιστηρίου προβλέπεται ευοίωνα. Αυτό βέβαια θα συμβεί στην περίπτωση που τόσο τα μακροοικονομικά όσο και τα μικροοικονομικά μεγέθη παρουσιάσουν μια εξέλιξη ακόμη καλύτερη από την ήδη υπάρχουσα, στα πλαίσια φυσικά ενός ήρεμου πολιτικού κλίματος στον εσωτερικό και διεθνή χώρο.

Η πιστή εφαρμογή του προγράμματος σύγκλισης και η ορθολογική αξιοποίηση των κονδυλίων του Δεύτερου Κοινοτικού Πακέτου Στήριξης θα έχουν σαν αποτέλεσμα την οικονομική ανάπτυξη, την αύξηση των επενδύσεων και σε τελική ανάλυση την βελτίωση της εικόνας της οικονομίας, που με τη σειρά της θα έχει θετικό αντίκτυπο και στο Χ.Α.Α.

Για το σκοπό αυτό θα πρέπει να αποφευχθούν οι ακρότητες και τα φαινόμενα που παρουσιάστηκαν κατά την υλοποίηση του πακέτου Delors 1, όπου όχι μόνο δεν αξιοποιήθηκαν όλα τα κονδύλια, αλλά οι παρατυπίες που έγιναν είχαν σαν αποτέλεσμα την επιβάρυνση με σημαντικά κεφάλαια του Κ.Π.Σ ΙΙ, τα οποία θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν με τον καλύτερο τρόπο.

Ευχή όλων είναι να επικρατήσει η σύνεση, ώστε να ακολουθήσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα, τα οποία θα δώσουν νέα

πνοή στην οικονομία και πολύ περισσότερο στους επενδυτές του Χ.Α.Α.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

1.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Υπάρχει μια σειρά δεικτών που προσπαθούν να αξιολογήσουν τις επιδόσεις των εταιριών σε διάφορους τομείς, όπως η κερδοφορία η αποδοτικότητα τους, η ικανότητα μιας εταιρίας να δανείζεται, η παγιοποίηση κλπ. Η χρησιμότητα των δεικτών είναι σημαντική, αφού, μέσω των δεικτών μπορούμε να :

- α) Διαγνώσουμε αρκετά ενδιαφέροντα σημεία γύρω από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, όπως οι μικρές ή μεγάλες της ανάγκες της σε εξοπλισμό, το περιθώριο κέρδους της κλπ.
- β) Συγκρίνουμε τα στοιχεία αυτά με τα στοιχεία άλλων εταιριών του κλάδου, βγάζοντας με τον τρόπο αυτό πολύτιμα συμπεράσματα
- γ) Βοηθηθούμε ώστε να υπολογίσουμε με σχετική ακρίβεια τις χρηματοδοτικές ανάγκες και τα κέρδη της εταιρίας σε κάθε προβλεπόμενη μεταβολή των πωλήσεων.
- δ) Συγκρίνουμε τις επιδόσεις των δεικτών της εταιρίας με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της και έτσι να έχουμε ένα μέτρο για το αν η τιμή της μετοχής είναι ελκυστική ή όχι.

Πριν προχωρήσουμε στην περιληπτική παρουσίαση ορισμένων χρηματοοικονομικών δεικτών πρέπει να τονισθεί ότι θα πρέπει να εξετάζουμε ένα σύνολο δεικτών και όχι να περιοριζόμαστε στην εξέταση ενός ή δύο από αυτούς.

1.1.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Καταρχήν ρευστότητα είναι η ικανότητα μιας εταιρίας να ανταπεξέρχεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Η ρευστότητα ενδιαφέρει τόσο τους πιστωτές όσο και τους μετόχους. Οι πρώτοι ενδιαφέρονται να ξέρουν αν η θα είναι ικανή να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις προς αυτούς, ενώ οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την πορεία της αλλά και για το κόστος δανεισμού της, εφόσον όσο χαμηλότερη είναι η ρευστότητα της τόσο χειρότεροι είναι και οι όροι με τους οποίους δανείζεται.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ισούται με το λόγο κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αναφέρεται στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της σε χρονική περίοδο ενός έτους. Ο δείκτης αυτός συγκρίνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να ρευστοποιηθούν σχετικά εύκολα και γρήγορα, σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας. όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο μεγαλύτερη θεωρείται και η ρευστότητα.

Ο δείκτης αυτός όμως παρουσιάζει ορισμένα μειονεκτήματα:

- α) Δεν εξετάζει τη σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού, όπου μπορεί να εμπεριέχεται μεγάλο ύψος επισφαλών απαιτήσεων αυτών δηλαδή που η είσπραξη τους είναι ιδιαίτερα αμφίβολη, καθώς και μεγάλο ύψος πρώτων υλών ή ημικατεργασμένων προϊόντων ή τελικών προϊόντων που η εμπορευσιμότητά τους είναι δύσκολη.
- β) Δεν εξετάζει τη σύνθεση του βραχυπρόθεσμου παθητικού. έτσι

δεν εξετάζονται περιπτώσεις που οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μπορούν άνετα να μεταφερθούν στο επόμενο ή επόμενα έτη (π.χ σε περίπτωση που μέρος του χρέους μιας εταιρίας Α αποτελεί υποχρέωση προς τη μητρική της Β). Π.Χ για ΙΝΤΡΑΚΟΜ:
(ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 1993, ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚΑΤ. ΔΡΧ.)

$$\begin{array}{r} \text{ΚΥΚΛ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ} \quad 43.043 \\ \text{Δ.Κ.Τ} = \frac{\quad}{\quad} = \frac{\quad}{\quad} = 0.9 \varphi. \\ \text{ΒΡΑΧ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ} \quad 44.272 \end{array}$$

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

ΚΥΛ.ΕΝΕΡΓΗΤ.- ΑΠΟΘΕΜ.

Ισούται με το ηλίκο της διαίρεσης _____

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.

Σκοπός του δείκτη αυτού είναι να εξετάσει τη ρευστότητα όχι σε χρονικό διάστημα ενός έτους, αλλά σε μικρότερο. Για το λόγο αυτό, στον αριθμητή περιλαμβάνονται τα στοιχεία του ενεργητικού που μπορούν να ρευστοποιηθούν σχεδόν άμεσα και όχι τα αποθέματα.

Αν και μια τιμή του δείκτη κοντά στη μονάδα θεωρείται συνήθως ικανοποιητική, πρέπει να συγκρίνεται με τις τιμές των άλλων εταιριών του κλάδου.

$$43.043 - 15.070$$

Για την ΙΝΤΡΑΚΟΜ είναι _____ = 0.6 φ.

$$44.272$$

ΤΡΟΠΟΙ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η βελτίωση της ρευστότητας μιας επιχείρησης μπορεί να επιτευχθεί με πολλούς τρόπους όπως με μείωση της περιόδου πίστωσης προς τους πελάτες, διατήρηση λιγότερων αποθεμάτων κλπ. Στο σημείο αυτό θα αναφερθούν ενδεικτικά κάποιοι δείκτες που μετρούν τις παραπάνω επιδόσεις βελτίωσης της ρευστότητας.

α) Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων ο οποίος υπολογίζει το πόσες κατά μέσο όρο ημέρες παραμένουν τα αποθέματα εντός της εταιρίας.

ΑΠΟΘΕΜΑ

$$\Delta.Κ.Τ.Α. = \frac{\quad}{\quad} * 365$$

ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘ.

15.070

$$\text{Για INTRAKOM είναι } \frac{\quad}{\quad} * 365 = 109.5 \text{ ημ.}$$

41.502

β) Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων. Υπολογίζει τις ημέρες πίστωσης που χορηγεί η εταιρία στους πελάτες της.

ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ

$$\Delta.Κ.Τ.Απ = \frac{\quad}{\quad} * 365$$

ΠΩΛΗΣΕΙΣ

27.722

$$\text{Για INTRAKOM είναι } \frac{\quad}{\quad} * 365 = 146 \text{ ημ.}$$

68.190

γ) Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών. Υπολογίζει το πόσο κατά μέσο όρο ημέρες οι προμηθευτές της εταιρίας χορηγούν πίστωση προς αυτή.

ΑΓΟΡΕΣ ΕΠΙ ΠΙΣΤ.

Δ.Κ.Τ.Π = _____

ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ

225

Για την ΙΝΤΡΑΚΟΜ είναι _____ * 365 = 7.5 ημ.

10.823

1.1.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ

Είναι ο λόγος των καθαρών κερδών της εταιρίας προς το ύψος των πωλήσεων. Η μέση τιμή του δείκτη αυτού διαφέρει σημαντικά από κλάδο σε κλάδο. Ότσι, μια τιμή της τάξεως του 5% μπορεί να θεωρείται χαμηλή για ένα βιομηχανικό κλάδο, αλλά πολύ υψηλή για ορισμένες κατηγορίες εμπορικών επιχειρήσεων.

ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

Κ.Π.Κ = _____

ΠΩΛΗΣΕΙΣ

13.480

Για ΙΝΤΡΑΚΟΜ είναι _____ = 19.7%

68.200

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Είναι ο λόγος των καθαρών κερδών επί τοις εκατό προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Η τιμή του δείκτη αυτού υπολογίζει τα κέρδη που καρπώνονται οι ιδιοκτήτες από την εταιρία, σε κάθε εκατό δρχ. που επενδύουν. Υπολογίζει δηλαδή το ποσοστό απόδοσης που απολαμβάνουν από την επιχείρηση.

Υπάρχουν όμως φορές όπου η πληροφορία που δείχνει η τιμή του δείκτη αυτού να διαστραβλώνεται. Π.χ περίπτωση στρέβλωσης του αποτελέσματος έχουμε όταν οι εταιρίες προβαίνουν σε υποχρεωτική από το νόμο, λογιστική αναπροσαρμογή των παγίων τους στοιχείων στα βιβλία τους, μια φορά κάθε τέσσερα χρόνια και παράλληλα γίνεται λογιστική αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, με συνέπεια ο δείκτης να μειώνεται και να μην είναι συγκρίσιμος με αυτούς των προηγούμενων ετών. Ωτσι λοιπόν ο παραπάνω χρηματοοικονομικός δείκτης είναι πολύ πιθανό να αποτελεί ένα άχρηστο αριθμό.

ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ

Α.Ι.Κ = _____

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

13.480

Για ΙΝΤΡΑΚΟΜ είναι _____ = 67.4%

20.000

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ισούται με το λόγο των καθαρών κερδών + τόκοι επί τοις εκατό προς το σύνολο του ενεργητικού. Ο δείκτης αυτός δείχνει τα κέρδη που αποκομίζουν οι μέτοχοι της εταιρίας, για κάθε εκατό δραχμές που χρησιμοποιούνται από την εταιρία είτε είναι ίδια είτε δανεικά. Με τη χρήση του δείκτη αυτού, κρίνεται η αποδοτικότητα του management μιας επιχείρησης.

$$\text{Α.Σ.Κ} = \frac{\text{ΚΕΡΔΟΙ} + \text{ΤΟΚΟΙ}}{\text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

$$13.480 + 2.391$$

$$\text{Για την INΤΡΑΚΟΜ είναι } \frac{\quad}{69.804} = 22.7\%$$

1.1.4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

ΔΕΙΚΤΗΣ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ (ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ)

Ο δείκτης αυτός συνήθως εκφράζεται με το λόγο των ιδίων προς τα συνολικά κεφάλαια της εταιρίας ή προς τα ξένα κεφάλαια. Η δανειοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης είναι ικανοποιητική όταν δεν υπερβαίνει το 50% στην πρώτη περίπτωση και το 100% στη δεύτερη. Η σημασία των αποτελεσμάτων του συνδυασμού των δύο παραπάνω δεικτών περιορίζεται εξ' αιτίας :

α) Των ιδιαιτεροτήτων κάθε εταιρίας. Π.χ για τις εταιρίες που διαθέτουν χαμηλό ύψος παγίων στοιχείων, που δεν είναι αναγκα-

σμένες να διατηρούν πολλά αποθέματα και εισπράττουν γρήγορα τις απαιτήσεις τους, ο δείκτης ΙΔΙΑ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦ. μπορεί να είναι χαμηλότερος από 50% χωρίς οι εταιρίες αυτές να αντιμετωπίζουν κανένα πρόβλημα.

β) Των ιδιαιτεροτήτων κάποιων κλάδων, με αποτέλεσμα η προσπάθεια εφαρμογής του δείκτη σε εταιρίες αυτών των κλάδων να χρειάζεται να τροποποιηθεί ώστε να φέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Π.χ στις τράπεζες όπου η άντληση βραχυπρόθεσμων πόρων αποτελεί μια από τις κύριες δραστηριότητες των τραπεζών. Γίνεται λοιπόν κατανοητό ότι θα πρέπει να βρεθεί ένας διαφορετικός τρόπος προσέγγισης της δανειοληπτικής ικανότητας των τραπεζών. Ωτσι ο δείκτης αναφέρεται συχνά ως δείκτης φερεγγυότητας και ισούται με

ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

1.2 ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Πέρα από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που παρέχουν πληροφορίες για την αποδοτικότητα, ρευστότητα και γενικά αποτελεσματικότητα των εταιριών και βοηθούν επίσης στην αξιολόγηση των μετοχών τους, υπάρχουν και ορισμένοι άλλοι δείκτες ακόμη πιο εξειδικευμένοι οι οποίοι σε συνδυασμό με τους προϋούμενους δίνουν μια όσο το δυνατό καλύτερη εικόνα της μετοχής και κάνουν πιο εύκολο το έργο της επιλογής.

Το μόνιμο ερώτημα ενός επενδυτή είναι το αν η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής είναι χαμηλή ή υψηλή σε

σχέση με την πραγματική της αξία ή με άλλα λόγια, αν συμφέρει η αγορά της μετοχής στη σημερινή της τιμή. Πρέπει να παραδεχτούμε ότι η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι πολύ δύσκολη, αφού η αξία της μετοχής μιας εταιρίας επηρεάζεται κάθε φορά από μια σειρά παραγόντων που αφορούν την περιουσία που κατέχει, την επίτευξη ή όχι των στόχων της, την πορεία και προοπτικές του κλάδου στον οποίο ανήκει, τα επιτόκια και άλλα μακροοικονομικά και πολιτικά θέματα.

Κατά συνέπεια ο προσδιορισμός της πραγματικής τιμής της μετοχής, απαιτεί την συνεκτίμηση μιας σειράς δεδομένων και προβλέψεων, πίσω από τις οποίες κρύβονται οι έννοιες του κινδύνου και της αβεβαιότητας.

Για να οδηγηθούμε λοιπόν σε μία σωστή επενδυτική απόφαση, θα πρέπει αφενός να γνωρίζουμε τις εξελίξεις, των παραπάνω παραμέτρων, αφ'ετέρου δε, να τις αξιολογήσουμε και ιεραρχήσουμε σε συνάρτηση με τον κίνδυνο που εμπεριέχει η κάθε μία.

Παρά λοιπόν τις σοβαρές δυσκολίες που συναντάμε για να υπολογίσουμε το αν η σημερινή τιμή της μετοχής είναι υψηλή ή χαμηλή, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε μια σειρά δεικτών που μας βοηθούν στην επίτευξη του στόχου αυτού. Θα πρέπει εδώ να τονιστεί ότι όπως συμβαίνει με όλους τους δείκτες, έτσι και αυτοί αποτελούν απλά μια αφετηρία για την αξιολόγηση των μετοχών. Οι τιμές των δεικτών αυτών θα πρέπει να συνυπολογίζονται εξίσου από τον επενδυτή με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρίας και του κλάδου.

1.2.1 ΔΕΙΚΤΗΣ P/E

Η τιμή του δείκτη είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης της τρέχουσας τιμής της μετοχής μιας εταιρίας προς τα κέρδη ανά μετοχή.

Το P/E εκφράζει το , πόσες φορές το αποκομιζόμενο κέρδος από μια μετοχή περιέρχεται μέσα στην τιμή της, προσδιορίζοντας χρονικά και την προσδοκία που έχει ο επενδυτής να ανακτήσει το κεφάλαιο που επένδυσε σε αυτή.

Το κύριο πρόβλημα που προκύπτει με τον υπολογισμό του δείκτη αυτού, είναι ο προσδιορισμός του παρονομαστή. Ενώ δηλαδή στη θέση του παρονομαστή θα έπρεπε να τοποθετούνται τα κέρδη προ φόρων ανά μετοχή του τρέχοντος έτους, αντιθέτως μπαίνουν αυτά του προηγούμενου.

Άλλες αδυναμίες που τον κάνουν ανίκανο από μόνο του να αξιολογήσει το ύψος των τιμών των μετοχών είναι:

α) Η αδυναμία του δείκτη να αξιολογήσει τις μετοχές των εταιριών αυτών που κατά, τα επόμενα χρόνια προβλέπεται σημαντική αύξηση της κερδοφορίας τους.

β) Η τιμή του δείκτη παύει να αποτελεί ουσιαστικό μέτρο σύγκρισης για τις εταιρίες εκείνες, των οποίων τα κέρδη προ φόρων επηρεάστηκαν σημαντικά (θετικά ή αρνητικά) από έκτακτα γεγονότα, όπως π,χ ζημιές από πυρκαγιά, έκτακτα κέρδη από την πώληση ενός ακινήτου κλπ.

1.2.2 ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΤΧ

Ένας άλλος δείκτης αξιολόγησης της τιμής της μετοχής εί-

ναι ο λόγος της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής προς την λογιστική αξία.

εσο μικρότερη είναι η τιμή του παραπάνω δείκτη, τόσο φθηνότερη θεωρείται η τιμή της μετοχής και έτσι π.χ ο επενδυτής θα προτιμούσε να αγοράσει την μετοχή Α που έχει χαμηλότερο δείκτη από τη Β που έχει υψηλότερο. Πιο είναι όμως το νόημα αυτού του δείκτη ;

εταν αγοράζει κάποιος μια εταιρία συνήθως πληρώνει δύο διαφορετικά πράγματα : Το πρώτο αφορά την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας, το δεύτερο αφορά τον αποκαλούμενο <<αέρα>> που αποτελεί την αμοιβή που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή, αφού ο τελευταίος δεν του έδωσε απλά ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων, αλλά ένα σύνολο έτσι διαρθρωμένο έστε αυτό να παράγει κέρδη. Ο αέρας λοιπόν είναι η αμοιβή που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή για την αναμενόμενη επίτευξη μελλοντικών κερδών.

εταν η τιμή του δείκτη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής προς τη λογιστική αξία είναι ίση με τη μονάδα, τότε ο αγοραστής πληρώνει μόνο για την απόκτηση των στοιχείων του ενεργητικού και καθόλου για τον αέρα. Σε περίπτωση που η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας, τότε ο αγοραστής όχι μόνο δεν πληρώνει αέρα, αλλά αγοράζει τα στοιχεία του ενεργητικού σε φθηνότερη τιμή από την τιμή απόκτησης τους. Αυτό συμβαίνει κυρίως σε μερικές από τις εταιρίες που παρουσιάζουν ζημιές η περιορισμένα κέρδη. Στις περισσότερες εισηγμένες επιχειρήσεις του χρηματιστηρίου ο δείκτης είναι ανώτερος της μονάδας. έτσι λοιπόν :

α) εσο χαμηλότερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο λιγότερο πληρώνουμε τον <<αέρα>> της εταιρίας, άρα τόσο πιο φτηνά την αγοράζουμε.

β) εσο χαμηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο μικρότερα είναι τα περιθώρια πτώσης της τιμής της μετοχής.

Ο δείκτης όμως αυτός παρουσιάζει ορισμένα μειονεκτήματα:

α) Δεν εξετάζει τα κέρδη και τις αποδοτικότητες των ιδίων κεφαλαίων.

β) Δεν εξετάζει το πόσο εύκολη είναι η πώληση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας στις τιμές που είναι υπολογισμένα στα βιβλία.

γ) Δεν συμπεριλαμβάνει τις πιθανές υπεραξίες των παγίων στοιχείων των εταιριών, περιορίζοντας έτσι κατά πολύ το ύψος των πραγματικών ιδίων κεφαλαίων άρα και της πραγματικής λογιστικής αξίας της μετοχής.

Βλέπουμε λοιπόν ότι οι διάφορες αδυναμίες της λογιστικής να απεικονήσουν την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων επηρεάζουν την τιμή του δείκτη.

1.2.3 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Η μερισματική απόδοση είναι ένας ακόμη δείκτης αξιολόγησης της μετοχής και ισούται με το λόγο του μερίσματος ανά μετοχή επί εκατό, προς την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. εσο υψηλότερη είναι τόσο καλύτερη θεωρείται μια μετοχή όταν οι υπόλοιποι παράγοντες αξιολόγησης είναι ίδιοι.

Το ύψος του δείκτη αφορά κυρίως των επενδυτή με μακροπρόθεσμη προοπτική που έχει τοποθετήσει τα κεφάλαια τους με

στόχο την εισπραξη ενός ικανοποιητικού εισοδήματος.

Επίσης, συνήθως όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο μικρότερα περιθώρια πτώσης της τιμής της υπάρχουν.

Υψηλή μερισματική απόδοση συνεπάγεται και χαμηλό P/E, χωρίς όμως να συμβαίνει και το αντίστροφο, γιατί σε περιπτώσεις που η εταιρία διανέμει μικρό ποσοστό από τα κέρδη της στους μετόχους, η Μερ.Αποδ. θα παραμείνει χαμηλή, αν και η τιμή του P/E θα είναι αξιόλογη.

Βασικό μειονέκτημα του δείκτη αποτελεί το γεγονός ότι υπολογίζεται με βάση το μέρισμα της προηγούμενης χρήσης, και όχι με βάση το προβλεπόμενο μέρισμα της τρέχουσας χρήσης. δ-τσι σε περίπτωση που τα προβλεπόμενα μερίσματα των εταιριών είναι αυξημένα σε σχέση με τα περυσινά, τότε ο δείκτης υποεκτιμά τη μερισματική απόδοση και το αντίθετο. Δεύτερο μειονέκτημα του δείκτη είναι ότι δεν εξετάζει τις προοπτικές της επιχείρησης, οι οποίες θα αντικατοπτριστούν, πιθανόν, στις μελλοντικές μερισματικές αποδόσεις. Τρίτο, αποτελεί η αδυναμία του δείκτη να αξιολογήσει με επιτυχία τις εισηγμένες εταιρίες, των οποίων οι θυγατρικές επηρεάζουν κατά μεγάλο ποσοστό το αποτέλεσμα της μητρικής εταιρίας.

Αυτό συμβαίνει γιατί το μέρισμα άρα και μερισματική απόδοση που θα εισπράξει ο μέτοχος της μητρικής (εισηγμένης), εξαρτάται από το ποσοστό των κερδών που θα διανείμει η μητρικά, αλλά και από το ποσοστό που θα διανείμουν οι θυγατρικές στη μητρική. Σε περίπτωση δηλαδή που οι θυγατρικές εταιρίες διανείμουν στη μητρική το 50% των κερδών τους και η μητρική

το 50% των κερδών στους μετόχους, τότε ο μέτοχος θα εισπράξει το 25% των κερδών του ομίλου, έτσι η μερισματική απόδοση θα είναι σαφώς χαμηλότερη από την αποδοτικότητα του ομίλου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

2.1 ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΦΗΜΕΣ/ΦΗΜΟΛΟΓΙΕΣ

Η επιλογή μετοχών με βάση της φήμες/πληροφορίες που κυκλοφορούν στο χρηματιστήριο, αποτελεί μία πολύ διαδεδομένη πρακτική στην Ελλάδα αλλά και στα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια. Είναι γεγονός ότι ακόμα και στις πιο αναπτυγμένες αγορές, υπάρχουν ισχυροί ιδιώτες επενδυτές ή γκρουπ, που επιδιώκουν και συχνά καταφέρουν να επηρεάζουν την πορεία των τιμών των μετοχών. Οι πληροφορίες αυτές, που δήθεν είναι εμπιστευτικές, διαδίδονται στο <<κάγκελο>> από τα λεγόμενα <<παπαγαλάκια>> που είναι οι γνωστοί διαδοσίες της Σοφοκλέους. Η διάδοση μιας τέτοιας πληροφορίας εξυπηρετεί τους σκοπούς των αρχικών πληροφοριοδοτών, οι οποίοι με την ενέργεια τους αυτή, δημιουργούν το επιθυμητό γι'αυτούς κλίμα υπέρ ή κατά μιας μετοχής. δτσι, ο αρχικός πληροφοριοδότης αφού χρησιμοποιήσει την πληροφορία για λογαριασμό του, προσπαθεί να τις διαδόσει στην αγορά για να μπορέσει να την κατευθύνει εκεί που θέλει και να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του μέσα σε σύντομο χρόνο.

Η επιλογή μετοχών με βάση τις διαδόσεις, βασίζεται κυρίως στην ψυχολογία των επενδυτών, η οποία παίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών.

δτσι λοιπόν με βάση τη μέθοδο αυτή ο επενδυτής θα κερδίσει εάν κατορθώσει να πάρει πρώτος εκείνες τις αποφάσεις, στις οποίες η πλειοψηφία θα οδηγηθεί, σύμφωνα με τις φήμες

**Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ**

που κυκλοφορούν στην αγορά.

ελα αυτά οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η επιλογή μετοχών με αυτό τον τρόπο δεν στηρίζεται στη λογική αλλά στην ψυχολογία του πλήθους. Στην περίπτωση αυτή ο έξυπνος επενδυτής είναι αυτός που θα επιλέξει τη μετοχή εκείνη στη χαμηλότερη τιμή, ενώ αυτή έχει αρχίσει μια ανοδική πορεία επηρεαζόμενη από τη φημολογία, καταλήγοντας με αυτό τον τρόπο σε μία σωστή επενδυτική επιλογή, εφόσον θα βρεθούν και άλλοι αγοραστές που θα ζητήσουν τη συγκεκριμένη μετοχή σε κάποια υψηλότερη τιμή.

Αυτή η μέθοδος αξιολόγησης έχει γίνει, επίσης γνωστή με τη θεωρία του <<πιο χαζού>> (greater fool, theory), καθώς διδάσκει ότι στον κόσμο που ζούμε, κάθε μέρα γεννιέται και ένα κορόιδο, που θα έχει δεχθεί να καταβάλει μεγαλύτερο τίμημα από αυτό που εσύ πλήρωσες για την επένδυση σου.

Κλασσικό παράδειγμα από την πρόσφατη ιστορία του χρηματιστηρίου, είναι η υπόθεση των αποκαλούμενων <<ολυμπιακών χαρτιών >>, δηλαδή μετοχών των εταιριών αυτών που το επενδυτικό κοινό πίστευε ότι θα απεκόμιζαν τεράστια οφέλη αν διεξάγονταν οι Ολυμπιακοί Αγώνες του 1996 στην Ελλάδα. Δτσι λοιπόν οι επενδυτές ενθαρρύνθηκαν, εφόσον επηρεάστηκαν από διαδόσεις των κερδοσκόπων και δημοσιεύματα του τύπου, και αγόρασαν μετοχές που άνηκαν κυρίως στον κατασκευαστικό κλάδο αφού θα χρειαζόταν να γίνουν αθλητικά έργα, με αποτέλεσμα να γίνει <<χοντρό>> παιχνίδι στη Σοφοκλέους το τρίμηνο Ιούνιο-Ωγούστο μέχρι και αρχές Σεπτεμβρίου του 1990, όπου θα οριζοταν και ο τρόπος διεξαγωγής των αγώνων. Στην παραπάνω περίπτωση δεν ήταν δύσκολο για τους επαγγελματίες επενδυτές να κερδίσουν,

προβλέποντας αυτή την εξέλιξη και εντοπίζοντας αυτές τις επιχειρήσεις που θα συγκέντρωναν το ενδιαφέρον του κοινού. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να σημειωθεί και η mania των επενδυτών για τις μετοχές των κλωστοϋφαντουργιών το 1987 όπου είχαμε μια μαζική μετακίνηση των επενδυτών από τον ένα κλάδο στον άλλο, επειδή κυκλοφόρησε η φήμη ότι ορισμένες κατηγορίες μετοχών είχαν φτάσει στο ανώτερο σημείο ανόδου.

Η παραπάνω μέθοδος επιλογής μετοχών έχει αποτελέσματα ιδίως σε λιγότερο αναπτυγμένα χρηματιστήρια, όπως των Αθηνών, επειδή παρουσιάζουν μεγάλη ευαισθησία σε αλλαγές στην ψυχολογία των επενδυτών.

2.2 ΘΕΜΕΛΙΑΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Για τους οπαδούς της θεμελιακής ανάλυσης οι πληροφορίες που σχετίζονται με την επιχείρηση, συγκροτούν ένα ευκαταφρόνητο σύνολο, βάση του οποίου είναι δυνατόν να προβούν σε μία εκτίμηση της μελλοντικής κατάστασης της επιχείρησης. Υποστηρίζουν λοιπόν πως οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών εξαρτώνται κυρίως από την οικονομική κατάσταση και αποδοτικότητα των εταιριών που εξέδωσαν τις μετοχές. Προβλέποντας επομένως, την πορεία της εταιρίας προσδιορίζουν ανάλογα και την εξέλιξη της αξίας της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Όσοι εφαρμόζουν τη θεμελιακή ανάλυση ως μέθοδο επιλογής μετοχών, χρησιμοποιούν τα κέρδη τους και τα μερίσματα είτε για να υπολογίσουν την δικαιολογημένη από αυτά τιμή της μετοχής, είτε για να παρακάμψουν την ανάγκη για πρόβλεψη της κατεύθυνσης της αγοράς με τη χρήση της σχέσης P/E ή μερισμα-

τικής απόδοσης. Στην πρώτη περίπτωση δηλαδή, προσδιορίζουν την εσωτερική αξία της μετοχής, την οποία στη συνέχεια συγκρίνουν με τις τρέχουσες τιμές της αγοράς. Αν η τιμή που προσδιορίστηκε είναι μικρότερη από την τρέχουσα τότε ο επενδυτής πουλάει, όταν είναι μεγαλύτερη αγοράζει και όταν είναι ίση πιθανότατα ή να μην κάνει τίποτα ή να αλλάξει χρεόγραφο, επιλέγοντας κάποιο με μεγαλύτερη εσωτερική αξία. Στην δεύτερη περίπτωση έχουμε την παράκαμψη της ανάγκης για πρόβλεψη των κινήσεων της αγοράς ή της τιμής της συγκεκριμένης μετοχής με τη χρήση των κερδών και μερισμάτων.

2.2.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

Ο πιο συνηθισμένος τρόπος με τον οποίο οι αναλυτές προσδιορίζουν την εσωτερική αξία της μετοχής είναι η σχέση P/E πολλαπλασιαζόμενη με τα κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή. Επώς είδαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο, το P/E είναι ίσο με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή προς τα κέρδη ανά μετοχή. Τα τελευταία υπολογίζονται από τα κέρδη, από τα οποία όμως έχουν αφαιρεθεί ή προστεθεί κέρδη ή ζημιές που δεν θα επαναληφθούν στην επόμενη χρήση γιατί οφείλονται σε τυχαίο και μη επαναλαμβανόμενο γεγονός. Παρακάτω ακολουθεί ένα παράδειγμα προσδιορισμού της εσωτερικής αξίας της μετοχής της INTRAKOM. Για την επιλογή του P/E χρησιμοποιούμε ιστορικά δεδομένα :

1991 P/E = 13
1992 P/E = 18.37 Ωρα μέσο P/E = 16.9 φ.
1993 P/E = 19.28

ΚΕΡΔΗ ΙΣΟΛΟΓΙΜΟΥ 1993

ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘ. - ΑΜ.ΔΣ

ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ = _____ =
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ

$$= \frac{8.762.912.151 - 75.000.000}{13.614.120} = \frac{8.687.912.151}{13.614.120} = 638 \text{ δρχ.}$$

Ωρα κέρδη ανά μετοχή 638 δρχ.

Εσωτερική αξία = P/E * Κ/Μ = 16.9 * 638 = 10.782 ΔΡΧ.

Αν ένας επενδυτής συγκρίνει την εσωτερική αξία της μετοχής INTRAKOM Κ.Αν. τον Ιανουάριο του 1994 με τις τιμές του μήνα τότε θα παρατηρούσε ότι αυτές κυμάνθηκαν από 12.490 - 19.200 δρχ. Κατά συνέπεια η εσωτερική τιμή είναι μικρότερη από αυτές που είχε η μετοχή το συγκεκριμένο μήνα, επομένως ο επενδυτής μπορούσε εάν ήθελε να πουλήσει τη μετοχή.

Αντίθετα αν συγκριθεί με τις τιμές του Δεκεμβρίου του ίδιου έτους όπου κυμάνθηκαν από 8.000 - 9.144, τότε εφόσον η εσωτερική αξία είναι μεγαλύτερη ο επενδυτής θα έπρεπε να αγοράσει.

Αν ο επενδυτής πιστεύει ότι τα κέρδη της INTRAKOM το 1994 θα παραμείνουν σταθερά τότε η εσωτερική αξία είναι αυτή

που υπολογίστηκε παραπάνω.

Στην περίπτωση όμως που είναι της γνώμης ότι τα κέρδη θα αυξηθούν σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, για παράδειγμα κατά 20% τότε η αξία της μετοχής θα είναι :

$$638 * (1.20) * 16.9 = 12.817 \text{ δρχ.}$$

Αντίθετα αν πιστεύει ότι θα μειωθούν, π.χ κατά 30%, τότε η εσωτερική αξία θα είναι :

$$638 * (0.70) * 16.9 = 7.548 \text{ δρχ.}$$

Συγκρίνοντας τις τιμές αυτές με τις εκάστοτε τρέχουσες ο επενδυτής θα παίρνει και τις ανάλογες αποφάσεις.

2.2.2 ΤΑΜΙΑΚΗ ΡΟΗ ΚΑΤΑ ΜΕΤΟΧΗ CASH FLOW

Παράλληλα με τον προσδιορισμό της εσωτερικής αξίας, η θεμελιακή ανάλυση δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα και στο Cash Flow της μετοχής, δηλαδή την ταμειακή ροή της, όπου θεωρείται ο πιο ασφαλής τρόπος για την ανίχνευση των κερδών μιας επιχείρησης, χωρίς βέβαια να παραγνωρίζεται η αξία των πληροφοριών που αφορούν το management, την ανταγωνιστικότητα, την ποιότητα των προϊόντων καθώς και την έρευνα για τη δημιουργία νέων προϊόντων που αναπτύσσει η επιχείρηση.

Το Cash Flow μας δίνει μια σχέση ανάμεσα στην τιμή της μετοχής προς το περιθώριο που έχει η συγκεκριμένη εταιρία να αυτοχρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της. Το ύψος της ταμειακής ροής βρίσκεται αν διαιρέσουμε τα καθάρα κέρδη χρήσης, πριν από την αφαίρεση των αποσβέσεων χρήσης, με τον αριθμό των με-

τοχών της επιχείρησης.

$$\text{Ταμειακή Ροή κατά μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβ.Χρήσης}}{\text{Αριθμό μετοχών που κυκλοφ.}}$$

Π.Χ για την ΙΝΤΡΑΚΟΜ με βάση τον ισολογισμό του 1993 είναι :

$$\text{Cash Flow} = \frac{13.473 + 2.407}{\text{Αριθμός μετοχών}} = 1.221 \text{ δρχ.} \quad (\text{σε } 000.000)$$

13

Ο παραπάνω τύπος δίνει την μικτή ταμιακή ροή. Αν από αυτή αφαιρεθούν τα μερίσματα που καταβάλλει η επιχείρηση στους μετόχους, προκύπτει η καθαρά ταμιακή ροή.

Για ΙΝΤΡΑΚΟΜ θα είναι :

$$1.221 - 375 = 846 \text{ δρχ. (όπου 375 το μέρισμα του 1993).}$$

Ο δείκτης αυτός πρέπει να χρησιμοποιείται σαν συμπλήρωμα του δείκτη των καθαρών κερδών κατά μετοχή και είναι πολύ χρήσιμος στις περιπτώσεις συγκρίσεων μεταξύ των επιχειρήσεων. Η καθαρά ταμιακή ροή δείχνει το κατά πόσο οι τρέχουσες ανάγκες της εταιρίας καλύπτονται από τα ρευστά που προέρχονται από τη δραστηριότητα αυτής.

2.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΕ CASH FLOW

Η κατά μετοχή ταμιακή ροή είναι σημαντικό μέγεθος, ιδίως για τους επενδυτές στο χρηματιστήριο. Αυτό γιατί το ύψος της ταμιακής ροής δεν επηρεάζεται από τους χειρισμούς εκείνους

που μπορούν να αλλοιώσουν τα οικονομικά αποτελέσματα μιας επιχείρησης. Πάντως, ο υπολογισμός της ταμιακής ροής αποκτά ιδιαίτερη σημασία αν συνδυάζεται με την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών, δηλαδή τον αριθμοδείκτη αποδόσεως της μετοχής σε ταμιακή ροή.

ΤΑΜΙΑΚΗ ΡΟΗ

$$\text{Αρ.Μτχ. σε Τμ.Ροή} = \frac{\text{---}}{\text{---}} * 100$$

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ

Ο αριθμοδείκτης αυτός συμπληρούμενος και από τον αριθμοδείκτη P/E βοηθά, σε μεγάλο βαθμό, την ανάλυση των μετοχών μιας επιχείρησης, με την προϋπόθεση συγκρίσεως του P/E άλλων ομοειδών εταιριών ή το P/E του κλάδου που ανήκει η συγκεκριμένη εταιρία.

Σύγκριση του Cash Flow μιας επιχείρησης με τις επενδύσεις δείχνει το ύψος της χρηματοδότησης της μέσα σε μια χρήση. Όσοι με την ευρεία έννοια του όρου, το Cash Flow ταυτίζεται με την αυτοχρηματοδότηση. Επίσης μεγάλη πληροφοριακή αξία έχει και η ανάλυση του Cash Flow σε συσχετισμό με τις πωλήσεις. Για την εκτίμηση του ποσοστού αυτοχρηματοδότησης χρησιμοποιείται ο εξής αριθμοδείκτης :

ΤΑΜΙΑΚΗ ΡΟΗ

$$\text{Ποσοστό Αυτοχ/σης} = \frac{\text{---}}{\text{---}} * 100$$

ΚΑΘ. ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΧΡΗΣΕΩΣ

εσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό της χρηματοδοτήσεως της επιχείρησης από τα ίδια

κεφάλαια της.

2.2.4 ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΜΕΡ. ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ P/E

Για προγράμματα επενδύσεων που βασίζονται στην εσωτερική αξία ισχύει ότι η διακύμανση των τιμών των μετοχών του παρελθόντος δεν είναι αποδεκτή αν οι τιμές έχουν απομακρυνθεί ή αποκοπεί από τα μελλοντικά μερίσματα και κέρδη. Οι μεταβολές στις τιμές προκαλούνται από πολλές αιτίες, αλλά θα πρέπει να σιγουρευτούμε ότι η μείωση τους δεν είναι π.χ αποτέλεσμα μείωσης της κερδοφόρας δύναμης.

Η προσπάθεια εντοπισμού υποτιμημένων ή υπερτιμημένων μετοχών απαιτεί ειδικευμένες γνώσεις και ειδική οργάνωση, την οποία δεν μπορεί να έχει ένας μεμονωμένος επενδυτής. εμως με βάση τα ετήσια χρηματιστηριακά δελτία και το δικό του αρχείο θα μπορούσε να κάνει το δικό του πρόγραμμα για μεμονωμένες μετοχές μαζί και την κρίση του ώστε να αποτελέσει οδηγό για τη χρονική στιγμή πώλησης ή αγοράς. Εργαλεία του σε αυτή τη μεθόδευση θα αποτελέσουν οι δείκτες τιμών των μετοχών, η μερισματική απόδοση και η σχέση P/E.

Σημειώνεται ότι χαμηλή μερισματική απόδοση και υψηλές σχέσεις P/E υποδεικνύουν συνήθως αυτό που στην αγγλική ορολογία αποκαλείται Bull Market (περίοδος ανοδικής πορείας των τιμών) και υψηλής μερισματικής απόδοσης και χαμηλά P/E χαρακτηρίζουν την Bear Market (περίοδος καθοδικής πορείας τιμών).

2.2.5 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΙΜΩΝ

Πρωταρχικός σκοπός της ύπαρξης ενός χρηματιστηριακού δείκτη τιμών είναι η παρακολούθηση της χρηματιστηριακής αγοράς (αν δηλαδή είναι ανοδική, καθοδική ή στάσιμη), μέσω ενός ενός μόνο αριθμού. εταν η τιμή του δείκτη αυξάνεται, τότε λέμε ότι κατά μέσο όρο αυξήθηκαν οι τιμές των μετοχών. Αντίθετα, λέμε ότι κατά μέσο όρο οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν, όταν η τιμή του δείκτη παρουσιάζει πτώση.

Η χρησιμότητα όμως αυτή των δεικτών δεν είναι η μοναδική. Αρκετοί είναι αυτοί που χρησιμοποιούν το χρηματιστηριακό δείκτη τιμών για να αξιολογήσουν τις επιδόσεις που είχαν τα χαρτοφυλάκια τους, δηλαδή το σύνολο των μετοχών τους. Σε λίγες γραμμές μπορούμε να πούμε ότι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου είναι επιτυχής, όταν η επίδοση του χαρτοφυλακίου αυτού είναι καλύτερη από αυτή του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη τιμών, δηλαδή παρουσιάζει μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση όταν η πορεία του γενικού δείκτη είναι θετική, ή μικρότερη ποσοστιαία πτώση όταν η πορεία του Γ.Δ είναι αρνητική.

ΠΩΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙΤΑΙ ΕΝΑΣ ΔΕΙΚΤΗΣ

Αν και υπάρχουν διαφόρων κατηγοριών δείκτες, οι περισσότεροι μετρούν την ποσοστιαία μεταβολή της χρηματιστηριακής αξίας ενός αριθμού εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

$$\text{ΔΕΙΚΤΗ} = \frac{\sum (X_i * P_i)}{\sum (X_0 * P_0)} * 100$$

όπου :

X_i ο αριθμός των μετοχών κάθε εταιρίας

P_i η τρέχουσα τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία i και

$\Sigma (X_i * P_i)$ η χρηματιστηριακή αξία ενός αριθμού εταιριών n κατά την ημερομηνία i και

$\Sigma (X_o * P_o)$ η χρηματιστηριακή αξία των ιδίων εταιριών κατά την ημερομηνία βάσης.

Το πρώτο ερώτημα που τίθεται είναι το τι είναι η χρηματιστηριακή αξία. Η χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρίας σε μία συγκεκριμένη ημερομηνία είναι το γινόμενο του συνολικού αριθμού των μετοχών της επιχείρησης επί την τιμή της μετοχής κατά τη συγκεκριμένη ημερομηνία και (θεωρητικά μόνο) αντιπροσωπεύει τα κεφάλαια που κάποιος πρέπει να διαθέσει για να αγοράσει μέσω του χρηματιστηρίου το 100% των μετοχών της εταιρίας αυτής τη συγκεκριμένη ημερομηνία.

Η επιλογή του μεγέθους της χρηματιστηριακής αξίας για τη μέτρηση ενός δείκτη τιμών των μετοχών παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα, γιατί μέσω της μεταβολής της λαμβάνεται υπόψη όχι μόνο το πόσες μετοχές παρουσίασαν αύξηση ή μείωση της τιμής, αλλά και το ποσοστό αύξησης ή μείωσης της τιμής της κάθε μιας μετοχής.

Ένα δεύτερο ουσιαστικό ερώτημα είναι το ποιες μετοχές θα περιλαμβάνει ο δείκτης, δηλαδή από ποιων μετοχών την αύξηση ή μείωση θα επηρεάζεται η τιμή του δείκτη. Μια άποψη είναι να συμπεριλαμβάνονται όλες οι μετοχές που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο (all share index), και ένας τέτοιος είναι ο δείκτης της Ιονικής Τράπεζας. Το μειονέκτημα αυτού του δείκτη

είναι ότι επηρεάζεται και από μεταβολές στις τιμές μετοχών που λόγω της μικρής τους εμπορευσιμότητας τους, είτε παρουσιάζουν συναλλαγές σε περιορισμένες ημέρες του χρόνου, είτε παρουσιάζουν κατά διαστήματα έντονες μεταβολές τιμών.

Στην προσπάθεια τους να υπερβούν τα παραπάνω προβλήματα, αρκετοί είναι οι αναλυτές που έχουν σχεδιάσει μια σειρά χρηματιστηριακών δεικτών, οι οποίοι συμπεριλαμβάνουν μέρος μόνο των εταιριών και μάλιστα αυτές που διαθέτουν μεγάλη χρηματιστηριακή αξία, υψηλή εμπορευσιμότητα και είναι υπεύθυνες για σημαντικό ποσοστό του όγκου των συναλλαγών. Τέτοιας μορφής δείκτες είναι ο Γ.Δ.Χ, της ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ, ο δείκτης της ICAP, της ALPHA TRUST κλπ.

Εμως και οι δείκτες αυτοί δεν στερούνται μειονεκτημάτων, γιατί επηρεάζονται από τις μεταβολές μέρους μόνο της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας, ενώ επίσης καλύπτουν μέρος μόνο του συνολικού όγκου συναλλαγών. Επίσης η σύνθεσή των εταιριών κάθε δείκτη θα πρέπει να αναθεωρείται κατά διαστήματα, λόγω της εισόδου νέων εταιριών στον κλάδο, των αλλαγών στην διάρθρωση του όγκου των συναλλαγών, της ανάπτυξης ή της παρακμής ορισμένων εταιριών κλπ.

2.2.6 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΘΕΜΕΛΙΑΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Οι αγορές κάποιων τίτλων, εμπεριέχουν κατά κύριο λόγο την προσδοκία της κερδοφορίας, όπως αυτή διαφαίνεται από τα αναμενόμενα κέρδη και τα μερίσματα των επιχειρήσεων, με απο-

τέλεσμα τα αναμενόμενα στοιχεία μιας εταιρικής χρήσης, από τα οποία είναι δυνατόν να εκτιμηθούν τα κέρδη και τα μερίσματα ανά μετοχή, να συνιστούν κυρίαρχο παράγοντα στη διαμόρφωση των τιμών, όταν η επιχειρούμενη επένδυση δεν στοχεύει σε βραχυπρόθεσμες αστάθμητες διακυμάνσεις της αγοράς.

Η αποτελεσματικότητα λοιπόν ως προς την πρόβλεψη της πιθανής κερδοφορίας της εταιρίας, αποκτά ζωτική σημασία, καθώς είναι ικανή σε δεδομένα πλαίσια να μετεξελιχθεί σε ουσιαστικό παράγοντα διαμόρφωσης σε μια κεφαλαιαγορά.

Συνήθως οι προβλέψεις ταξινομούνται σε τρεις μεγάλες ομάδες με βάση το κριτήριο της χρονικής τους οριοθέτησης.

α) Προβλέψεις έτους με συνεκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης, οι οποίοι κατά κανόνα βασίζονται στις ιστορικές επιδόσεις της επιχείρησης ή σε ένα πλαίσιο ευρύτερων προβλέψεων που αφορούν τον κλάδο στον οποίο ανήκει.

β) Προβλέψεις έτους με συνεκτίμηση διαφόρων ρυθμών ανάπτυξης, οι οποίες βασίζονται σε γενικότερα χαρακτηριστικά του οικονομικού και βιομηχανικού κύκλου εξέλιξης της εταιρίας σε συνδυασμό με την εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών και μη τη βοήθεια μεθόδων αποτίμησης αξιών, όπως της εσωτερικής αξίας.

γ) Προβλέψεις πενταετίας με συνεκτίμηση διαφόρων επίσης ρυθμών ανάπτυξης, οι οποίοι βασίζονται κυρίως σε υποθετικά συμπεράσματα.

2.2.7 ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Όνα πρώτο βήμα σε μια λεπτομερή ανάλυση των επιδόσεων μιας εταιρίας, είναι η προσεκτική εξέταση των προηγούμενων ε-

ταιρικών χρήσεων, όπως και των κατά καιρούς κινήσεων της εταιρίας στο χώρο του οικονομικού και εμπορικού της περιβάλλοντος.

Οι πηγές αυτές παρέχουν ασφαλείς πληροφορίες για τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται, για τις αγορές όπου τοποθετεί και προωθεί τα προϊόντα της, για τους πιθανούς περιορισμούς που είναι δυνατόν να επηρεάσουν την ενδεχόμενη εξέλιξη της, για την κεφαλαιακή διάρθρωση της και τέλος τους ζωτικούς παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία της. Με βάση αυτά τα δεδομένα είναι δυνατόν να διευκρινισθούν με σαφήνεια οι επιδόσεις της επιχείρησης.

2.2.8 ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ

Η μελέτη του κύκλου εργασιών αποτελεί ουσιαστικό στοιχείο για τον προσδιορισμό της πορείας της επιχείρησης, αφού προηγηθεί κατάτμηση του σύμφωνα με τα διάφορα προϊόντα της εταιρίας και τις αγορές στις οποίες απευθύνονται.

Με την κατάτμηση του κύκλου εργασιών επιτυγχάνεται η εφαρμογή ορθολογικών στατιστικών κριτηρίων, ειδικά σε επιχειρήσεις που παράγουν πολλά διαφορετικά προϊόντα, όπου δεν συμπίπτουν οι καταναλωτικές τάσεις για κάθε προϊόν.

2.2.9 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΘΕΜΕΛΙΑΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

επως συχνά συμβαίνει, έτσι και εδώ η πραγματικότητα είναι τελείως διαφορετική από τη θεωρία. Στην περίπτωση μας ο αναλυτής θα πρέπει με βάση τις προβλέψεις του για τις μελλο-

ντικές οικονομικές εξελίξεις, να μετατρέψει αβέβαια γεγονότα σε ακριβείς υπολογισμούς μερισμάτων, κερδών κλπ. Με τη διαδικασία αυτή πρέπει να καταλήξει σε μία συγκεκριμένη τιμή για κάθε μετοχή, γεγονός που προϋποθέτει ο αναλυτής να διαθέτει, χωρίς υπερβολή, εκτός από εξειδικευμένες γνώσεις και μαντικές ικανότητες.

Στο σημείο αυτό, θα εξεταστούν πιο αναλυτικά τα συγκεκριμένα προβλήματα που δημιουργούνται με την εφαρμογή της θεμελιακής ανάλυσης.

ΠΡΟΒΛΗΜΑ 1

Τα μελλοντικά γεγονότα είναι αβέβαια και απρόβλεπτα, με αποτέλεσμα ο προσδιορισμός της πορείας μιας επιχείρησης και ιδίως των μελλοντικών κερδών της μετά από τρία, πέντε ή δέκα χρόνια να είναι αδύνατος.

Φσως είναι καλύτερα να προσπαθήσει κανείς να προβλέψει την πορεία της επιχείρησης στο άμεσο μέλλον (1-2 χρόνια), παρά να διακυνδινεύσει μια μακροπρόθεσμη πρόβλεψη, όπου υπάρχει μεγάλο περιθώριο λάθους.

ΠΡΟΒΛΗΜΑ 2

Ένα άλλο θέμα που μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικές εκτιμήσεις σχετικά με την πραγματική αξία της επιχείρησης, είναι η επιλογή της περιόδου για την οποία θα υπολογίσει κανείς τα κέρδη της, καθώς και η αξία της επιχείρησης κατά το διάστημα αυτό. Δηλαδή αν ένας αναλυτής υπολογίσει την πραγματική αξία της εταιρίας με βάση την πορεία των επόμενων 15 ετών και ένας άλλος με βάση την πορεία των επόμενων 20 ετών είναι φυ-

σικό ότι θα καταλήξουν σε διαφορετικά αποτελέσματα.

ΠΡΟΒΛΗΜΑ 3

Η συγκέντρωση πληροφοριών για μια επιχείρηση, δεν είναι απλή υπόθεση. Ο αναλυτής εκτός από τον πολύτιμο χρόνο που διαθέτει τρέχοντας από την μία εταιρία στην άλλη για να συλλέξει πληροφορίες, είναι πιθανό σε μερικές περιπτώσεις να παραπλανηθεί και να οδηγηθεί σε λάθος συμπεράσματα. Από την άλλη μεριά, η ερμηνεία και ανάλυση ισολογισμών και των άλλων οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, παρουσιάζει πολλά προβλήματα και αυτό γιατί δεν αποτελούν την απεικόνιση της πραγματικότητας, παρόλες τις προσπάθειες που γίνονται κατά καιρούς από το κράτος.

Μετά από όλα αυτά που αναφέρθηκαν είναι εύλογο να αναρωτηθεί κανείς, αν αξίζει να ασχοληθεί ο επενδυτής με τη θεμελιώδη ανάλυση. Ση απάντηση θα λέγαμε ότι δεν μπορεί να προσδωκά απόλυτα αποτελέσματα, δηλαδή, να διαπιστωθεί με ακρίβεια αν μια μετοχή στο χρηματιστήριο είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Μπορεί όμως κανείς να έχει μια σχετική εκτίμηση της αξίας της μετοχής. Επίσης η ανάλυση αυτή βοηθά στην καλή γνώση της εταιρίας και την αξιολόγηση της με αποτέλεσμα να μπορεί να εκτιμηθούν και οι παράγοντες που τυχόν να την επηρεάζουν.

2.3 ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η τεχνική ανάλυση είναι μια μέθοδος επιλογής μετοχών, η οποία έχει αναπτυχθεί σχετικά πρόσφατα και η επέκτασή της ο-

φείλει πολλά στην διάδοση των Η/Υ. Η μέθοδος αυτή ήρθε στην επιφάνεια μετά την αποτυχία της θεμελιακής ανάλυσης, να προβλέψει και να μερμηνεύσει ικανοποιητικά τη συμπεριφορά των χρηματιστηριακών αγορών.

Η τεχνική ανάλυση στηρίζεται στην υπόθεση ότι η συμπεριφορά μιας μετοχής στο χρηματιστήριο (η εξέλιξη, δηλαδή, των τιμών και 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. Ως μέλημα έχουν να προσδιορίσουν συγκεκριμένα επίπεδα τιμών στα οποία εκδηλώνεται αγοραστικό ενδιαφέρον τα λεγόμενα επίπεδα στήριξης.

Τεχνική ανάλυση χρησιμοποιούν κυρίως αυτοί που επιδιώκουν βραχυπρόθεσμα κέρδη, από την ανατίμηση της αξίας των μετοχών. Οι τεχνικοί αναλυτές μελετούν τα στοιχεία που παράγονται από την ίδια την αγορά και προσπαθούν να την προβλέψουν από τη συμπεριφορά τους στο παρελθόν. Τα στοιχεία κυρίως τα διαμορφώνουν σε διαγράμματα, με προτίμηση τις τιμές και τον όγκο συναλλαγών, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν ποσοτικές μεθόδους. Συνήθως όλα αυτά προβλέπουν να μετρήσουν την προσφορά και τη ζήτηση των χρεογράφων, ερμηνεύοντας τον τρόπο μεταβολής τους στο παρελθόν, ιδιαίτερα όταν αυτός επεναλαμβάνεται και ενεργούν ανάλογα με τις εξηγήσουν που δίνουν.

Τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για τις προβλέψεις εί-

ναι οι χαρακτηριστικοί σχηματισμοί και ιδίως οι τεχνικοί δείκτες και οι ταλαντωτές.

2.3.1 ΤΕΧΝΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Βασικό χαρακτηριστικό των τεχνικών δεικτών είναι ότι έχουν την ιδιότητα να παρακολουθούν την τάση της εξέλιξης των τιμών μιας μετοχής ή του Γενικού Δείκτη του χρηματιστηρίου, υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα υπάρξουν θεαματικά γεγονότα είτε αυτά είναι αρνητικά είτε θετικά που θα ανατρέψουν την αναμενόμενη ροή των πραγμάτων.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΕΝΔΥΝΑΜΩΣΗΣ (THE RELATIVE STREIGHTH INDEX)

Ο συγκεκριμένος τεχνικός δείκτης (RSI) είναι από τους πιο δημοφιλείς της τεχνικής ανάλυσης.

Δνα από τα βασικά προβλήματα για την κατασκευή γραμμής τάσης, χρησιμοποιώντας τις διαφοροποιήσεις των τιμών, είναι οι ασταθείς κινήσεις του δείκτη, οι οποίες προκαλούνται συνήθως από τις απότομες μεταβολές των μειούμενων αξιών. Μία απότομη άνοδος των τιμών ή μία ξαφνική μείωση τους πριν 10 ημέρες (στην περίπτωση μιας 10ήμερης γραμμής τάσης), μπορεί να προκαλέσει ξαφνικές μετατοπίσεις στη γραμμή τάσης, ακόμα και αν οι τωρινές τιμές παρουσιάζουν πολύ μικρές διακυμάνσεις. Για την ελαχιστοποίηση αυτών των διαστρευλώσεων είναι απαραίτητη μία μέθοδος εξομάλυνσης.

Το δεύτερο βασικό πρόβλημα είναι η έκδηλη ανάγκη ύπαρξης

μιας σταθερής ζώνης για περιπτώσεις συγκρίσεων. Ο τύπος του RSI, όχι μόνο μας προμηθεύει με την απαραίτητη εξομάλυνση, αλλά επιλύει και το προϋπάρχον πρόβλημα, με τη δημιουργία μιας σταθερής κατακότυφης κλίμακας από το 0 ως το 100.

Ο μαθηματικός τύπος του RSI υπολογίζεται ως εξής :

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS} \quad \text{όπου}$$

ΜΕΣΟ ΟΡΟ ΥΨΗΛΟΤΕΡΩΝ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΩΝ ΤΩΝ Χ ΗΜΕΡΩΝ

$$RS = \frac{\text{ΜΕΣΟ ΟΡΟ ΥΨΗΛΟΤΕΡΩΝ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΩΝ ΤΩΝ Χ ΗΜΕΡΩΝ}}{\text{ΜΕΣΟ ΟΡΟ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΩΝ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΩΝ ΤΩΝ Χ ΗΜΕΡΩΝ}}$$

ΜΕΣΟ ΟΡΟ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΩΝ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΩΝ ΤΩΝ Χ ΗΜΕΡΩΝ

Ας υποθέσουμε ότι στον υπολογισμό μας χρησιμοποιούμε χρονική περίοδο 14 ημερών. Για να βρούμε το μέσο όρο των υψηλότερων αξιών, προσθέτουμε το σύνολο των αποτελεσμάτων κατά τη διάρκεια των 14 ημερών και διαιρούμε το άθροισμα με το 14. Ανάλογα συμβαίνουν και για το μέσο όρο των χαμηλότερων κλεισιμάτων των 14 ημερών. Η σχετική ενδυνάμωση (RS) προσδιορίζεται, διαιρώντας τον υψηλό μέσο όρο με τον αντίστοιχο χαμηλό. εταν τελειώσει αυτή η διαδικασία, η αξία που προσδιορίζει το RS εισέρχεται στον τύπο προσδιορισμού του RSI. Οι αριθμημένες ημέρες μπορούν να διαφοροποιηθούν αλλάζοντας απλά την τιμή του Χ. Η σκληρή δουλειά του υπολογισμού αριθμών, γίνεται από Η/Υ, ενώ ο τεχνικός αναλυτής, περιορίζεται στην εκτέλεση του πιο σημαντικού καθήκοντος, της ερμηνείας των στοιχείων.

ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΟΥ RSI

Ο RSI παριστάνεται γραφικά πάνω σε μια κάθετη κλίμακα αριθμών από το 0 έως το 100. Κινήσεις άνω το 70 θεωρούνται overbought (ότι δηλαδή η μετοχή έχει είδη αγορασθεί από πολλούς), ενώ μια σύνθετη oversold θα ήταν η κίνηση κάτω του 30. *

Ένας γενικός κανόνας που προκύπτει από τη χρήση του RSI, αναφέρει ότι όταν μια μετοχή βρίσκεται σε περιοχή overbought, τότε θα πρέπει να προχωρήσουμε σε πωλήσεις και το αντίθετο στην περίπτωση του oversold.

Η απόκλιση μεταξύ του RSI και της γραμμής των τιμών, (όταν ο RSI βρίσκεται πάνω από το 70 ή κάτω από το 30), αποτελεί προειδοποίηση λανθασμένων ταλαντεύσεων.

Είναι γενικά αποδεκτό, ότι η μεγαλύτερη αξία της χρησιμοποίησης του RSI, φαίνεται στις περιπτώσεις όπου ο RSI κινείται πάνω από το 70 ή κάτω από το 30 και δημιουργεί, όπως προαναφέρθηκε λανθασμένες ταλαντεύσεις. Ας ξεκαθαρίσουμε ακόμα ένα σημαντικό στοιχείο στη χρήση του δείκτη αυτού. Κάθε ισχυρή τάση, ανοδική ή καθοδική προκαλεί συνήθως πρόωρες προβλέψεις για overbought ή oversold στην αγορά. Το γεγονός ότι ο RSI έχει κινηθεί προς την πάνω περιοχή του διαγράμματος, δεν αποτελεί λόγο ρευστοποίησης μιας μακροχρόνιας επιλογής. Η κίνηση του δείκτη προς τις περιοχές overbought ή oversold αποτελεί συνήθως μια προειδοποίηση. Το σημείο στο οποίο θα πρέπει να εκτείνουμε την προσοχή μας είναι η δεύτερη κίνηση του, όταν κινηθεί προς την επικίνδυνη ζώνη. Εάν κατά τη δεύτερη αυτή κίνηση, δεν επιτευχθεί μια σταθεροποίηση των κινήσεων της τιμής σε νέα υψηλά ή χαμηλά επίπεδα, τότε εμφανίζεται ο

κίνδυνος της απόκλισης και κάποια αμυντική κίνηση είναι απαραίτητη.

Το συμπέρασμα εδώ είναι το εξής: Δεν χρειάζονται βιαστικές κινήσεις εξόδου από κάποιες επικερδείς συναλλαγές μόνο και μόνο επειδή ο RSI αγγίζει ένα όριο (ανώτατο ή κατώτατο). Αυτό που χρειάζεται είναι προσεκτική παρατήρηση για την δεύτερη κίνηση του κατά την επικίνδυνη ζώνη. Μόνο τότε απαιτούνται κάποιες αμυντικές κινήσεις όπως για π.χ αυτή της εν μέρει κερδοσκοπίας.

ΚΙΝΗΤΟΣ ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 30 ΗΜΕΡΩΝ

Οι κινητοί Μέσοι εροι (ΚΜΟ) είναι σήμερα από τα πλέον γνωστά και ευρέως χρησιμοποιούμενα εργαλεία των τεχνικών αναλυτών. Χρησιμοποιούνται κυρίως για να εξομαλύνουν τις απότομες διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών και για να δώσουν μια καλύτερη και καθαρότερη εικόνα της τάσης (μακροπρόθεσμης και βραχυπρόθεσμης) της τιμής μιας μετοχής ή ενός δείκτη και να επισημάνουν ενδεχόμενα σημεία αγορών και πωλήσεων. Βρίσκοντας το μέσο όρο των τιμών, παράγεται μια εξομαλυντική καμπύλη, από την οποία γίνεται εύκολα αντιληπτή η τάση της τιμής της μετοχής ή του δείκτη.

Υπάρχουν πολλοί τύποι Κ.Μ.Ο όπως οι απλοί, οι εκθετικοί, οι σταθμισμένοι, καθώς επίσης και διάφοροι συνδυασμοί και συστήματα περισσότερων του ενός Κινητών Μέσων ερων.

Από τεχνικής άποψης, σαν Κ.Μ.Ο μιας χρονικής σειράς ορίζεται το άθροισμα των τιμών ενός ορισμένου αριθμού παρατηρήσεων αυτής της σειράς, δια του συγκεκριμένου αυτού αριθμού

των παρατηρήσεων, υπολογιζόμενου από την πρώτη μέχρι την τελευταία χρονική περίοδο των παρατηρήσεων. Για π.χ ο Κ.Μ.Ο 30 ημερών του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α, ορίζεται σαν ο αριθμητικός μέσος όρος των τελευταίων (πλέον προσφάτων) 30 τιμών κλεισίματος του Γ.Δ, υπολογιζόμενου από την πρώτη μέχρι την τελευταία ημέρα για την οποία υπάρχει τιμή κλεισίματος του Γ.Δ. Για κάθε λοιπόν ημέρα και στην απλή του μορφή, ο ΚΜΟ-30 του Γ.Δ θα ισούται :

$$ΚΜΟ - 30j = \sum_{i=j-29}^j (T_i)/30 \quad \text{όπου}$$

ΚΜΟ - 30j είναι η τιμή του ΚΜΟ - 30 κατά την ημέρα J και T_i η τιμή κλεισίματος του Γ.Δ την ημέρα i.

Ο γενικός κανόνας που ακολουθείται στην επισήμανση των σημείων αγοράς και πώλησης με τη βοήθεια του ΚΜΟ είναι σε γενικές γραμμές ο ακόλουθος:

Αγοράζουμε όταν, σε περίοδο ανοδικής τάσης του ΚΜΟ, η καμπύλη των τιμών του Γ.Δ τέμνει εκ των κάτω προς τα άνω την καμπύλη των τιμών του ΚΜΟ, ενώ αντίστοιχα πουλάμε, όταν σε περίοδο πτωτικής τάσης του ΚΜΟ, η καμπύλη των τιμών του Γ.Δ τέμνει εκ των άνω προς τα κάτω την καμπύλη τιμών του ΚΜΟ.

2.3.2 ΤΑΛΑΝΤΩΤΗΣ ΤΙΜΩΝ

δνας περισσότερος σύνθετος τεχνικός δείκτης, ο οποίος με υψηλή ακρίβεια και ασφάλεια όπως και ο ΚΜΟ 30, καθοδηγεί των μεσομακροπρόθεσμο επενδυτή σε έγκαιρες τοποθετήσεις στο Ελλ.

χρηματιστήριο, με τον ελάχιστο δυνατό αριθμό κινήσεων, είναι ο ταλαντωτής τιμών.

Στην τεχνική ανάλυση, που στηρίζεται στη χρήση των κινήτων μέσων όρων, παρατηρούμε πολύ συχνά την εμφάνιση σημάτων αγοράς, όταν ένας ΚΜΟ λίγων σχετικά ημερών, τέμνει από κάτω προς τα πάνω έναν άλλο ΚΜΟ μεγαλύτερης διάρκειας. Αντίστοιχα σήματα πώλησης εμφανίζονται στην αντίθετη περίπτωση. Το φαινόμενο ερμηνεύεται σαν αλλαγή της βραχυπρόθεσμης τάσης έναντι της μακροπρόθεσμης πορείας των τιμών της συγκεκριμένης μετοχής ή Δείκτη, στην οποία οι δύο ανωτέρω ΚΜΟ αναφέρονται.

Οι ταλαντωτές τιμών (Price Oscillators) χρησιμοποιούνται για να απεικονίζουν τη σχετική κίνηση των δύο αυτών (διαφορετικής χρονικής διάρκειας) ΚΜΟ. Εξ ορισμού λοιπόν, ένας Pr.Osc απεικονίζει την αριθμητική ή ποσοστιαία διαφορά μεταξύ δύο διαφορετικών ΚΜΟ μιας σειράς τιμών κάποιας μετοχής ή δείκτη. Η διαφορά αυτή, μπορεί να εκφράζεται είτε σαν αριθμός, είτε σε ποσοστιαία βάση. Για π.χ ο αριθμητικός Pr.Osc 7/90 του Γ.Δ απεικονίζει κάθε φορά την αριθμητική διαφορά μεταξύ του ΚΜΟ - 7 ημερών και του ΚΜΟ - 90 ημερών του Γ.Δ, δηλαδή για κάθε τιμή του Γ.Δ την ημέρα (1) ισχύει η σχέση :

$$\text{Pr.Osc} - 7/90 = (\text{ΚΜΟ}-7 - \text{ΚΜΟ}-90)$$

Ο Pr.Osc συνήθως παρουσιάζεται σε ξεχωριστό διάγραμμα (σε χρονική όμως αντιστοιχία με το βασικό διάγραμμα τιμών της συγκεκριμένης μετοχής ή δείκτη) και η καμπύλη που του απεικονίζει κυμαίνεται πάνω ή κάτω από τον (οριζόντιο) άξονα του μηδενός, ανάλογα με την τιμή που λαμβάνει κάθε φορά η διαφορά

μεταξύ των τιμών των δύο ΚΜΟ στους οποίους ο Pr.Osc αναφέρεται. Εταν η διαφορά μεταξύ μικρότερου - μεγαλύτερου ΚΜΟ είναι θετική, ο Pr.Osc κινείται άνωθεν του άξονα του μηδενός, ενώ όταν είναι αρνητική κινείται κάτωθεν του ανωτέρω άξονα. Με βάση αυτά που προαναφέρθηκαν, τα μηνύματα αγοράς και πώλησης σηματοδοτούνται γενικά, όταν ο Pr.Osc τέμνει αντίστοιχα τον άξονα του μηδενός, είτε από κάτω προς πάνω (ένδειξη αγοράς), είτε εκ των άνω προς τα κάτω (ένδειξη πώλησης).

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να επισημανθεί, ότι επειδή τα ανωτέρω σήματα αγοράς και πώλησης που υποδεικνύει από μόνος του ο Pr.Osc παρουσιάζονται με σημαντική χρονική υστέρηση από την πραγματική αναστροφή των τάσεων της αγοράς, ο Pr.Osc χρησιμοποιείται συνήθως σε συνδυασμό με κάποιον ΚΜΟ που αναφέρεται στις τιμές που ο ίδιος ο Pr.Osc λαμβάνει. Δηλαδή θα υπολογίζουμε και θα χρησιμοποιούμε στο ΚΜΟ της ίδιας της καμπύλης του Pr.Osc. Στην περίπτωση αυτή τα μηνύματα της αγοράς σηματοδοτούνται όταν η καμπύλη του Pr.Osc τέμνει τον ΚΜΟ της εκ των κάτω προς τα πάνω, ενώ αντίστοιχα μηνύματα πώλησης έχουμε στην αντίθετη περίπτωση.

2.3.3 ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

α) Η τεχνική ανάλυση εξυπηρετεί τις σκοπιμότητες κυρίως ενός βραχυπρόθεσμου επενδυτή, μια που η μέθοδος αυτή οδηγεί σε συχνές συναλλαγές, με τη μεταβολή των τάσεων που δημιουργούνται κάθε φορά στο χρηματιστήριο. Σε αντίθεση με το μακροπρόθεσμο επενδυτή που μέσω της θεμελιακής ανάλυσης, προσπαθεί να εντοπίσει πραγματικές αξίες, η τεχνική ανάλυση ενδιαφέρε-

ται μόνο να ανακαλύψει τάσεις. Ως εκ τούτου, 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. Οι συχνές αλλαγές σε ένα χαρτοφυλάκιο, σημαίνει εκτός από υψηλή προμήθεια και απώλεια χρόνου για την παρακολούθηση και τακτοποίηση των σχετικών λογαριασμών, με αποτέλεσμα ο μόνος σίγουρα κερδισμένος να είναι ο χρηματιστής.

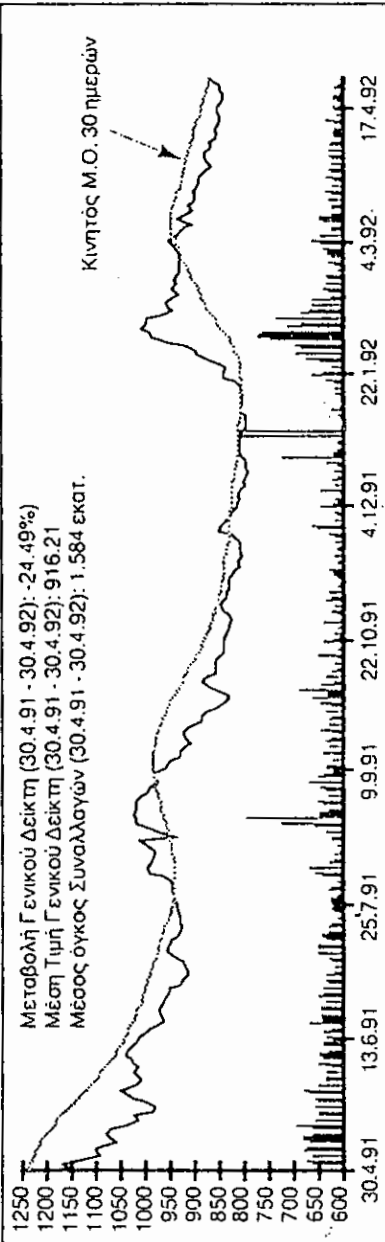
β) Η τεχνική ανάλυση είναι σε θέση να συστήσει μια συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική, μόλις δημιουργηθεί μια τάση στην κίνηση μια μετοχής. Αυτή η αναμονή έχει σαν αποτέλεσμα ο τεχνικός αναλυτής να χάσει την πρώτη φάση της ανόδου των τιμών, η οποία σε <<ρηχά>> χρηματιστήρια όπως το Ελληνικό, μπορεί να είναι πολύ σημαντική.

γ) Η επένδυση στο χρηματιστήριο με βάση της εμπιστευτικές πληροφορίες είναι μια πρακτική που μολονότι είναι παράνομη, είναι πολύ διαδεδομένη στο Χ.Α.Α. Για το λόγο αυτό, αν κάποιος γνωρίζει μια πληροφορία η οποία θα φέρει την τιμή της μετοχής από τις 1000 δραχ. στις 2000 δραχ., τότε ο ίδιος ή άνθρωποι του περιβάλλοντος τους, θα ανεβάσουν γρήγορα την τιμή στο 2000, 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.

το Χρηματιστήριο

ΧΡΗΜΑ & ΑΓΟΡΑ

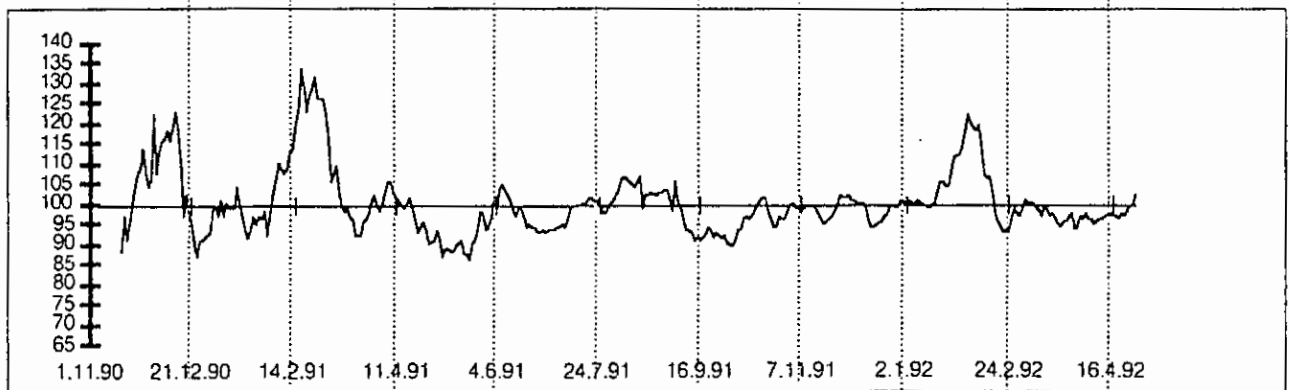
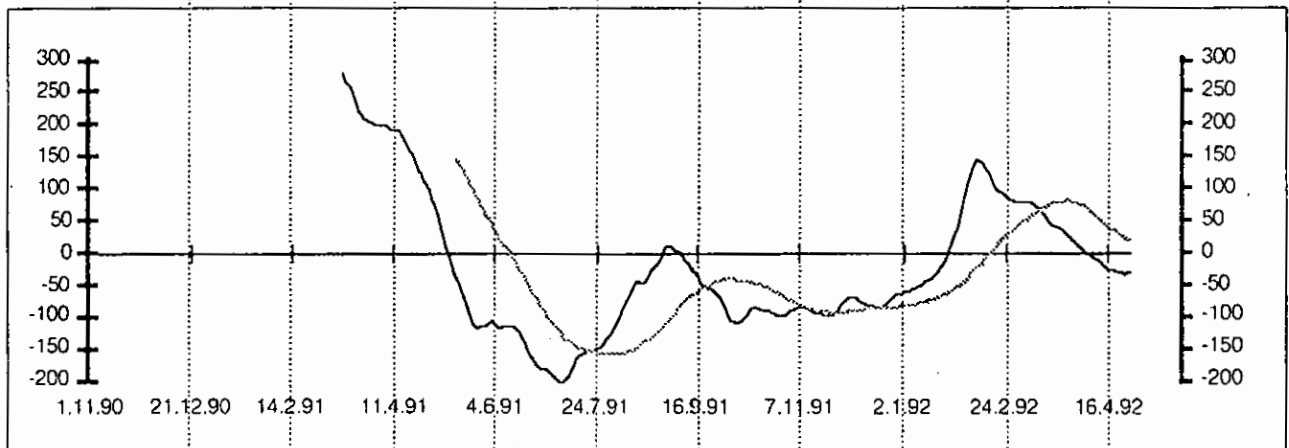
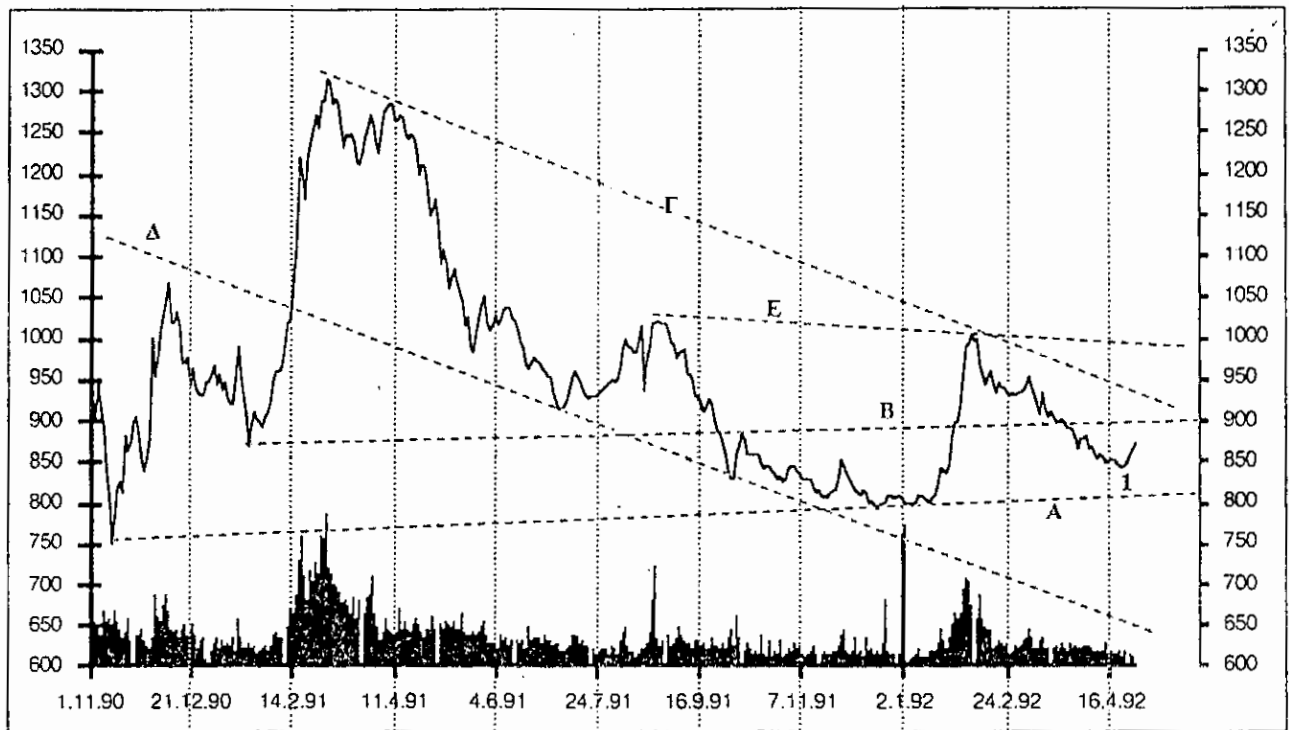
Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών: 10 Απρ. 1991 - 10 Απρ. 1992



15.4	16.4	17.4	20.4	21.4	22.4	23.4	28.4	29.4	30.4
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Χρηματιστηριακοί Δείκτες

Γ.Δ.Χ.Α.	850.5	854.2	854.3	852.0	847.2	845.6	846.6	851.7	860.5	874.8
Εμπορικής	317.2	318.1	318.5	317.1	315.5	315.0	316.0	319.0	321.7	324.8



Διάγραμμα 1: Γενικός Δείκτης - Συναλλαγές Χρηματιστηρίου Αθηνών (περιόδου 1.11.1992 έως 30.4.1992).
 Διάγραμμα 2: 7 - 90 Price Oscillator του Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών.
 Διάγραμμα 3: Momentum 12 ημερών του Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών.

2.4 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών υποστηρίζει ότι για κάθε εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο οι πληροφορίες που σχετίζονται με την δραστηριότητα της είναι ενσωματωμένες αυτόματως στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Με άλλα λόγια η εσωτερική αξία και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι ίσες μεταξύ τους, άρα δεν υπάρχουν στην χρηματιστηριακή αγορά ούτε υποτιμημένες αλλά ούτε υπερτιμημένες μετοχές, με αποτέλεσμα οι διακυμάνσεις που παρουσιάζονται στις τιμές τους να είναι τυχαίες.

Προσπαθώντας να ορίσουμε την έννοια αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά θα μπορούσαμε να πούμε ότι έτσι ονομάζεται μια αγορά, στην περίπτωση που οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν πλήρως και σωστά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που τις αφορούν. Αυτό σημαίνει πως δεν είναι δυνατό να πραγματοποιεί κανείς κέρδη στο χρηματιστήριο κάνοντας χρήση των πληροφοριών αυτών.

Για να είναι μια αγορά αποτελεσματική, θα πρέπει να έχουν όλοι οι ενδιαφερόμενοι πρόσβαση σ'αυτή, ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει να έχουν όλοι την ίδια μεταχείριση. Στην αγορά αυτή κανένας από τους συμμετέχοντες δεν θα πρέπει να έχει μονοπωλιακή δύναμη, πράγμα που σημαίνει ότι δεν μπορεί ένας να έχει τόσο μεγάλο χαρτοφυλάκιο που να μπορεί να επηρεάσει την εξέλιξη των τιμών.

Σύμφωνα με τη θεωρία, είναι αδύνατο σε μια αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά να προβλέψει κανείς τις μελλοντικές τιμές των μετοχών. Η γενική αυτή θέση έχει διατυπωθεί σε

τρεις διαφορετικές μορφές :

α) Η αδύνατη μορφή έκφρασης της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, διατυπώνει τη θέση πως δεν είναι δυνατόν να προβλεθούν οι μελλοντικές τιμές των μετοχών με βάση τις τιμές του παρελθόντος.

β) Σχετικά ισχυρή μορφή λέει, πως δεν μπορεί κανείς να προβλέψει τις τιμές των μετοχών με βάση τα στοιχεία που βλέπουν το φως της δημοσιότητας.

γ) Ισχυρή έκφραση της θεωρίας αυτής, ισχυρίζεται πως τίποτα, ούτε και μελλοντικές ανακοινώσεις και δημοσιεύματα, δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πρόβλεψη μελλοντικών τιμών των μετοχών. Οτιδήποτε, είναι ή πρόκειται να γίνει γνωστό, έχει ενσωματωθεί στις τρέχουσες τιμές των μετοχών.

Η ήπια μορφή βάλλει άμεσα κατά της τεχνικής ανάλυσης, ενώ οι άλλες δύο πιο ισχυρές μορφές έρχονται σε απευθείας αντίθεση με πολλά από τα επιχειρήματα που υποστηρίζει η θεμελιακή ανάλυση.

2.4.1 ΑΝΤΙΡΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΙΣΧΥΡΗ ΚΑΙ ΑΚΡΑΙΑ ΜΟΡΦΗ ΕΚΦΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Μελέτες που έχουν διεξαχθεί σε διάφορα χρηματιστήρια του εξωτερικού, δεν μπορούν να μας διαφωτίσουν σχετικά με την αξιοπιστία των δύο αυτών μορφών έκφρασης της θ.Α.Α. εσον αφορά την αδύνατη έκφραση της θεωρίας, είναι αναμφισβήτητο ότι με την πάροδο του χρόνου και την εφαρμογή σύγχρονης τεχνολογίας στην ενημέρωση των επενδυτών για τα οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων και τα στοιχεία της οικονομίας, βρισκόμαστε

πιο κοντά στην αποδοχή της άποψης αυτής.

Για την ελληνική πραγματικότητα υπάρχουν πολλές αντιρρήσεις, όσον αφορά την αποδοχή της σχετικά ισχυρής και ισχυρής μορφής έκφρασης της θ.Α.Α, οι κυριότερες από τις οποίες είναι οι εξής :

α) ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Τα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια, διαθέτουν μια πληθώρα τεχνικών και θεμελιακών αναλυτών, οι οποίοι μέσα από οργανωμένες χρηματιστηριακές εταιρίες και με τη βοήθεια όλων των σύγχρονων τηλεπικοινωνιακών μέσων, μεταδίδουν σε κάθε σημείο της γης όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και τα νέα που επηρεάζουν το χρηματιστήριο. Από την άλλη μεριά, ο εκσυγχρονισμός και η μηχανογράφηση των χρηματιστηρίων αυτών, επιτρέπει την ίση πρόσβαση και μεταχείριση των επενδυτών σε διαφορετικά σημεία της γης.

Η παραπάνω εικόνα, βεβαίως, δεν έχει σχέση με την κατάσταση που επικρατεί στο Χ.Α.Α. Τόσο η οργάνωση του, όσο και η πληροφόρηση των επενδυτών υστερούν, έτσι είναι δύσκολο να υποστηρίξει κανείς ότι αποτελεί μια αποτελεσματική αγορά, όπως ακριβώς εκφράζεται από την σχετικά ισχυρή μορφή της θεωρίας.

β) ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Αυτοί που κατέχουν θέσεις κλειδιά στις επιχειρήσεις που έχουν μετοχές στο χρηματιστήριο, είναι φυσικό να αποκομίζουν σημαντικά κέρδη από αγοροπωλήσεις μετοχών των εταιριών στις οποίες εργάζονται. Το ίδιο θα συμβεί με ανθρώπους του περι -

βάλλοντος τους, με αποτέλεσμα να υπάρχει μια κατηγορία ανθρώπων που συστηματικά θα επιτυγχάνει σημαντικά καλύτερες αποδόσεις από ένα τυχαίο χαρτοφυλάκιο μετοχών.

Παρά το γεγονός ότι η χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών για αγορά ή πώληση μετοχών, τόσο στα διεθνή χρηματιστήρια όσο και στο ελληνικό απαγορεύεται, εντούτοις η πρακτική αυτή είναι πολύ διαδεδομένη παρά τη θέσπιση αυστηρών ποινών. Το στοιχείο αυτό αποτελεί μια σημαντική απόκλιση στην άποψη που υποστηρίζει η ισχυρή έκφραση της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών.

γ) Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Οι ιδιαιτερότητες της αγοράς της οδού Σοφοκλέους, με το μικρό της βάθος, την έλλειψη μεγάλου αριθμού θεσμικών επενδυτών και την ελλειπή πληροφόρηση, δίνουν τη δυνατότητα σε ισχυρά χαρτοφυλάκια εσωτερικού και εξωτερικού, θεσμικών ή ιδιωτών επενδυτών, να επηρεάζουν την αγορά στην επιθυμητή κατεύθυνση.

Κλασσικό παράδειγμα αποτελεί η παρουσία ξένων επενδυτών, οι οποίοι μέχρι σήμερα έχουν λειτουργήσει σαν αποσταθεροποιητικός παράγοντας στην αγορά, είτε προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Όποιος επενδυτής παρακολούθησε τις κινήσεις τους, σίγουρα πέτυχε καλύτερα αποτελέσματα από το μέσο.

δ) Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΤΥΠΟΥ

Ο τύπος στη χώρα μας, παίζει ένα σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της κοινής γνώμης. Ιδιαίτερα με την έλλειψη που

παρατηρείται από πλευράς επιστημονικής ανάλυσης και την ανεπαρκή εκπαίδευση του εκπαιδευτικού κοινού, ο τύπος έχει συχνά επηρεάσει την εξέλιξη των χρηματιστηριακών πραγμάτων, χωρίς να λείπουν και τα φαινόμενα κιτρινισμού. Από την άλλη μεριά, η διαφήμιση αρκετών επιχειρήσεων ξεπέρασε συχνά τα όρια της δεοντολογίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

3.1 Γενικά στοιχεία

Τα τελευταία χρόνια, μέσω του οικονομικού ημερησίου και περιοδικού τύπου, έχει σημειωθεί μια προσπάθεια, για την παρουσίαση εξειδικευμένων θεμάτων γύρω από τη θεωρία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και τους κινδύνους που αυτή εμπεριέχει.

Στα πλαίσια αυτής της προσπάθειας, δημοσιεύονται διάφοροι πίνακες με τις τιμές του Συντελεστή Συστηματικού Κινδύνου (Beta Coefficient), για όλες τις εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο μετοχές. Δυστυχώς όμως, σε όλες σχεδόν τις παραπάνω εκδόσεις δεν αναφέρεται η μέθοδος υπολογισμού του ανωτέρω συντελεστή ενώ και οι τιμές που παρουσιάζονται διαφέρουν από έκδοση σε έκδοση, με αποτέλεσμα να προκαλείται σύγχυση στους επενδυτές προς τους οποίους απευθύνονται και εύλογοι προβληματισμοί για την εγκυρότητα των δημοσιευόμενων τιμών.

Στο κεφάλαιο αυτό θα επιχειρηθεί μια ανάλυση του συγκεκριμένου θέματος και μία προσπάθεια εντοπισμού των λόγων που προκαλούν τις ανωτέρω αποκλίσεις. Συγκεκριμένα και έχοντας υπόψη το επίπεδο του <<μέσου>> επενδυτή, θα γίνει μια αναφορά θεωρητικά περί του κινδύνου στη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου, θα καταγραφούν οι τρόποι και οι αλγόριθμοι βάση των οποίων υπολογίζονται οι συντελεστές κινδύνου και τέλος θα αναφερθούν οι βασικές αιτίες και οι παράγοντες στους οποίους οφείλονται

οι παραπάνω σημαντικές αποκλίσεις στις τιμές των συντελεστών που κατά καιρούς δημοσιεύονται.

3.2 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

επως είναι γνωστό όλοι οι τίτλοι που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, ακολουθούν σε μεγάλο βαθμό τις γενικότερες εξελίξεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Οι τιμές τους ανέρχονται ή κατέρχονται σύμφωνα με τις εκάστοτε διακυμάνσεις της αγοράς, ανάλογα με τις αντίστοιχες ανοδικές ή πτωτικές κινήσεις και τάσεις του χρηματιστηρίου, όπως αυτές αποτυπώνονται στην εξέλιξη του Γενικού Δείκτη. Όχι όμως παρατηρηθεί, ότι ενώ ορισμένοι τίτλοι αντιδρούν έντονα και ανταποκρίνονται άμεσα στις διακυμάνσεις της αγοράς, άλλοι τίτλοι παρουσιάζουν μικρότερη απόκριση, ή και δεν αντιδρούν καθόλου. Ο βαθμός ευαισθησίας των τιμών των μετοχών στις κινήσεις του χρηματιστηρίου, αντανακλά και εκφράζει τον κίνδυνο που εμπεριέχει η χρηματιστηριακή αγορά.

Όχι όμως επίσης παρατηρηθεί, ότι οι μεταβολές της τιμής ενός τίτλου δεν εκφράζουν μόνο την ανταπόκριση του συγκεκριμένου τίτλου στις γενικότερες διακυμάνσεις της αγοράς, αλλά επηρεάζονται επίσης και από ένα πλήθος άλλων παραγόντων που σχετίζονται άμεσα με αυτή την ίδια την εταιρία, όπως είναι για παράδειγμα η πορεία των δραστηριοτήτων και της κερδοφορίας της, η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της κλπ. Αυτό σημαίνει ότι είναι πιθανό να έχουμε μεταβολή (άνοδο ή πτώση) της τιμής μιας μετοχής, ακόμη και αν η γενικότερη κατάσταση της χρηματιστηριακής αγοράς παραμένει σταθερή, ή ακόμη και αν

αυτή κινείται προς την αντίθετη κατεύθυνση.

Συνεπώς γίνεται γενικά παραδεκτό, ότι οι διακυμάνσεις των τιμών ενός τίτλου οφείλονται στην επίδραση ενός συνόλου (<<συστηματικών>> όπως καλούνται) παραγόντων που διαμορφώνουν την γενικότερη κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς και ενός συνόλου (μη συστηματικών) παραγόντων που αφορούν ειδικά και αποκλειστικά τη συγκεκριμένη εταιρία. Αυτό σημαίνει ότι η συνολική διακύμανση στην τιμή ενός τίτλου, αναλύεται σε άθροισμα δύο συνιστωσών, δηλαδή της διακύμανσης που οφείλεται στην εξάρτηση του τίτλου από τις μεταβολές της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς και της διακύμανσης που δεν ερμηνεύεται από την προηγούμενη εξάρτηση.

Ότσι γίνεται δεκτό ότι η εξάρτηση ενός τίτλου από την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς είναι <<στοχαστική>> και δίνεται από τον τύπο :

$$r_{it} = a_i + b_i * r_{mt} + e_{it} \quad (1) \quad \text{όπου}$$

r_{it} = Η συνολική ποσοστιαία απόδοση του τίτλου (i) στο χρόνο t .

r_{mt} = Η συνολική ποσοστιαία απόδοση του συνόλου των τίτλων που

διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο (στην ουσία του Γενικού Δείκτη) στο χρόνο (t).

a_i = Συντελεστής που εκφράζει το τμήμα εκείνο της ποσοστιαίας

απόδοσης του τίτλου (i) που δεν εξαρτάται από τις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

b_i = Συντελεστής που εκφράζει το τμήμα εκείνο της ποσοστιαίας

απόδοσης του τίτλου (i) που οφείλεται μόνο στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

e_{it} = Τυχαία μεταβλητή, που μπορεί κατά το συγκεκριμένο χρόνο

(t) να λάβει για τον τίτλο (i) μια ορισμένη τιμή με κάποια αντίστοιχη πιθανότητα.

Ο συντελεστής α (α) όπως προαναφέρθηκε, μετρά τον μη συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής και εκφράζει το μέτρο της ποσοστιαίας μεταβολής της τιμής της σε σχέση με ένα ακίνδυνο χρεόγραφο ή με ένα θεωρητικό γενικό δείκτη, που έχει το ίδιο (β) με τη συγκεκριμένη μετοχή. Για παράδειγμα, μια μετοχή με $\alpha = 2.5$ ερμηνεύεται ότι παρουσιάζει μεταβολή της τιμής της κατά 2.5%, σε μία χρονική περίοδο κατά την οποία η χρηματιστηριακή αγορά παρέμεινε σταθερή και αμετάβλητη. (Επισημαίνεται ότι ο συγκεκριμένος συντελεστής εκφράζει το τι έγινε στο παρελθόν). Ο συντελεστής αυτός, λειτουργεί έτσι ώστε αν μια μετοχή έχει (β) ίσο με τη μονάδα, η διακύμανση της να μπορεί να παρουσιάζει απόκλιση από την πορεία της αγοράς.

Ο συντελεστής β (β), μετρά τον συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής και εκφράζει την ευαισθησία του κάθε τίτλου, στις μεταβολές της αγοράς. Δεχόμενοι ότι το (β) του συνόλου της αγοράς ισούται εξ ορισμού με τη μονάδα, οι διάφοροι τίτλοι με βάση το (β) τους κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες.

Συγκεκριμένα, κάθε τίτλος με (β) μεγαλύτερο της μονάδας ($\beta > 1$), έχει συστηματικό κίνδυνο μεγαλύτερο της αγοράς με αποτέλεσμα να παρουσιάζει μεταβολές μεγαλύτερες (κατά μέσο όρο) από εκείνες της χρηματιστηριακής αγοράς στο σύνολο της. Αντίστοιχα, κάθε τίτλος με (β) μικρότερο της μονάδας ($\beta < 1$), έχει

συστηματικό κίνδυνο μικρότερο της αγοράς και κατά συνέπεια σημειώνει αποδόσεις μικρότερες από τις αντίστοιχες του χρηματιστηρίου συνολικά. Για παράδειγμα, μια μετοχή με $\beta = 1.5$ μεταβάλλεται κατά μέσο όρο κατά 1.5% για κάθε μεταβολή 1% της αγοράς προς την ίδια κατεύθυνση. Αντίστοιχα, ένα χαρτοφυλάκιο με τον ίδιο συντελεστή ($\beta=1.5$) θα είναι 1.5 φορές περισσότερο μεταβλητό (ανοδικά ή καθοδικά), από την αντίστοιχη κίνηση του γενικού δείκτη της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο αυτό χαρακτηρίζεται σαν <<επιθετικό>>, λειτούργει περισσότερο αποδοτικά σε ανοδικές φάσεις της αγοράς, αλλά και μεγαλώνει τις ζημιές κατά τη διάρκεια πτωτικών περιόδων.

Αντίθετα η τιμή μιας μετοχής με συντελεστή $\beta = 0.5$ θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο κατά 0.5% για κάθε μεταβολή 1% της αγοράς. Το αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο θα είναι <<αμυντικό>>, θα παρουσιάζει μικρότερες ζημιές σε πτωτικές περιόδους, αλλά και μικρότερα κέρδη σε ανοδικές φάσεις του χρηματιστηρίου.

Τέλος, η μεταβλητή (e), εκφράζει το μέγεθος της επίδρασης όλων των άλλων τυχαίων παραγόντων και το οποίο μπορεί κατά περίπτωση, να είναι θετικό ή αρνητικό. Οι τιμές που μπορεί να πάρει η (e) κατά τη χρονική στιγμή (t) θεωρούνται τυχαίες και είναι ανεξάρτητες από τις τιμές που πήρε ή που θα πάρει η ίδια μεταβλητή σε κάποια άλλη χρονική στιγμή.

3.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Δεδομένου ότι οι συντελεστές (β) αποτελούν το μέτρο σύγκρισης του κινδύνου των επιμέρους τίτλων (σε σχέση με τον μέσο κίνδυνο της αγοράς), είναι προφανές ότι το επενδυτικό

κοινό ενδιαφέρεται άμεσα για τα συγκεκριμένα (β) που χαρακτηρίζουν κάθε μετοχή και κάθε χαρτοφυλάκιο. Για τον υπολογισμό του (β), έχουν αναπτυχθεί και χρησιμοποιούνται τρεις τουλάχιστον διαφορετικές μεταξύ τους μεθόδους υπολογισμού.

Με την πρώτη μέθοδο, υπολογίζονται οι ιστορικές τιμές των (β), με βάση τις ιστορικές και μόνο τιμές των μετοχών. Με τη δεύτερη μέθοδο, υπολογίζονται οι προσδοκώμενες - αναμενόμενες τιμές των (β), βάση συγκεκριμένων στατιστικών μεθόδων και κατανομών πιθανοτήτων. Τέλος με την τρίτη μέθοδο, υπολογίζονται οι προσδοκώμενες - αναμενόμενες τιμές των (β), που εφαρμόζονται λαμβάνοντας υπόψη μια σειρά παραγόντων οι οποίοι ενδεχομένως θα επιδράσουν και θα διαφοροποιήσουν τις τιμές των (β) στο μέλλον.

Από τις ανωτέρω μεθόδους υπολογισμού των (β), η πρώτη θεωρείται ως η περισσότερο διαδεδομένη και πλέον αποδεκτή. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στη θεωρία των ελάχιστων τετραγώνων και με βάση αυτών, τα (α) και (β) για κάθε τίτλο (i) υπολογίζονται από τους τύπους :

$$a_i = \bar{r}_i - b_i * \bar{r}_m \quad (2)$$

$$\sum_{t=1}^n (r_{it} - \bar{r}_i) * (r_{mt} - \bar{r}_m)$$

$$b_i = \frac{\sum_{t=1}^n (r_{it} - \bar{r}_i) * (r_{mt} - \bar{r}_m)}{\sum_{t=1}^n (r_{mt} - \bar{r}_m)^2} \quad (3) \text{ όπου}$$

$$\sum_{t=1}^n (r_{mt} - \bar{r}_m)^2$$

\bar{r}_{it} και \bar{r}_{mt} είναι αντίστοιχα οι τιμές της μετοχής (i) και της αγοράς, κατά την χρονική στιγμή (t), και r_i και r_m είναι αντίστοιχα οι αριθμητικοί μέσοι όροι των τιμών της μετοχής (i) και του γενικού δείκτη, κατά το χρονικό διάστημα των (n) παρατηρήσεων και δίνονται από τους τύπους :

$$\bar{r}_i = \frac{1}{n} * \sum_{t=1}^n r_{it} \quad (4)$$

$$\bar{r}_m = \frac{1}{n} * \sum_{t=1}^n r_{mt} \quad (5)$$

όπου n = συνολικός αριθμός των παρατηρήσεων και t=1,2...n. Το t (περίοδος παρατήρησης) μπορεί να είναι ημέρα, εβδομάδα, δεκαπενθήμερο, μήνας, κλπ.

Ομοίως υπολογίζεται και ο συντελεστής συσχέτισης R^2 από τον τύπο :

$$R^2 = \frac{\left(\sum_{t=1}^n (r_{it} - \bar{r}_i) * (r_{mt} - \bar{r}_m) \right)^2}{\sum_{t=1}^n (r_{it} - \bar{r}_i)^2 * \sum_{t=1}^n (r_{mt} - \bar{r}_m)^2}$$

Ο παραπάνω συντελεστής (ο οποίος πρέπει να συνοδεύει πάντοτε τους συντελεστές (β) και (α), εκφράζει τον βαθμό εξάρτησης (συσχέτισης) δηλαδή το ποσοστό της συνολικής διακύμανσης της τιμής της μετοχής (i) που ερμηνεύεται (εξαρτάται)

από τις μεταβολές των τιμών της αγοράς (δηλαδή του γενικού δείκτη).

εταν ο συντελεστής αυτός λαμβάνει την τιμή 100 ($R^2 = 100\%$) τότε η εξάρτηση είναι τέλεια, ενώ όταν η τιμή του είναι 0, τότε υπάρχει τέλεια ανεξαρτησία. Για παράδειγμα, μια τιμή $R^2 = 50\%$, υποδεικνύει ότι η μισή διακύμανση των αποδόσεων εξηγείται από όσα συμβαίνουν στην αγορά. Είναι επίσης χρήσιμη μέτρηση για τα χαρτοφυλάκια, καθόσον αποτελεί ένδειξη του κατά πόσο αυτά είναι διαφοροποιημένα.

3.4 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Ο σχηματισμός χαρτοφυλακίου το οποίο περιλαμβάνει μεγάλη ποικιλία διαφορετικών τίτλων, μειώνει τον μη συστηματικό κίνδυνο, διότι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών των διαφόρων εταιριών δεν δρουν ταυτόχρονα προς την ίδια κατεύθυνση για όλες τις επιχειρήσεις, όπως αντίθετα συμβαίνει με τους παράγοντες που προσδιορίζουν την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς στο σύνολο της.

Η επιλογή της συνθέσεως του χαρτοφυλακίου είναι σκόπιμο να γίνεται με κριτήριο του συντελεστή (β), όταν βέβαια υπάρχει δυνατότητα και ικανότητα έγκυρων προβλέψεων των διακυμάνσεων της αγοράς. Σε αυτή την περίπτωση όταν προβλέπεται ανοδική πορεία του χρηματιστηρίου, είναι σκόπιμο το χαρτοφυλάκιο να αποτελείται από τίτλους με ($\beta > 1$), ενώ όταν προβλέπεται καθοδική πορεία της αγοράς, το χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να αποτελείται από τίτλους με χαμηλότερο (β) ($\beta < 1$).

Ο συντελεστής (β) ενός χαρτοφυλακίου υπολογίζεται απλά σαν ο σταθμισμένος αριθμητικός μέσος όρος των (β) των επί μέρους τίτλων που συνιστούν το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο. Για παράδειγμα, εάν ένα χαρτοφυλάκιο αποτελείται από τέσσερις τίτλους με αντίστοιχα ποσοστά συμμετοχής και συντελεστές (β) όπως στον παρακάτω πίνακα :

	(1)	(2)	
ΜΕΤΟΧΗ	% ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	ΒΕΤΑ	(1) * (2)
Α	35	1.1	0.385
Β	30	0.7	0.210
Γ	25	0.6	0.150
Δ	10	0.4	0.040

τότε ο συντελεστής (β) κινδύνου του χαρτοφυλακίου θα είναι ίσος με 0.785 (0.385 + 0.210 + 0.150 + 0.040), δηλαδή το (β) του χαρτοφυλακίου αντιπροσωπεύει το 0.785 του συνολικού κινδύνου της αγοράς.

3.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟ (Beta)

Από όλα όσα προαναφέρθηκαν, είναι ευνόητο ότι υπάρχουν αρκετοί και σημαντικοί παράγοντες που συντελούν στο να υπολογίζονται και να δημοσιεύονται από διάφορους φορείς, πολλές και διαφορετικές μεταξύ τους τιμές (β), για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α μετοχές. Πέρα της μεθόδου υπολογισμού που επιλέγεται και εφαρμόζεται σε κάθε περίπτωση, το σημαντικότερο ρόλο

στην διαφοροποίηση μεταξύ των τιμών που δημοσιεύονται, διαδραματίζουν ο συνολικός αριθμός και το χρονικό διάστημα μεταξύ των παρατηρήσεων, που χρησιμοποιούνται στους διάφορους τύπους.

επως προαναφέρθηκε, για τον υπολογισμό των συντελεστών (β), υπολογίζονται σε τακτά χρονικά διαστήματα η μεταβολή της τιμής της κάθε μετοχής και οι αντίστοιχες μεταβολές του Γενικού Δείκτη. Η επιλογή του συνολικού αριθμού καθώς και του χρονικού διαστήματος μεταξύ των παρατηρήσεων, ασκεί σημαντική επίδραση στο τελικό αποτέλεσμα.

Γα τον υπολογισμό του (β) είναι στατιστικά επιθυμητό, να υπάρχει ικανοποιητικός αριθμός παρατηρήσεων (σύμφωνα με την ξένη βιβλιογραφία τουλάχιστον 60 μηνιαίων, ή 150 εβδομαδιαίων ή 500 ημερησίων). Η χρησιμοποίηση ημερησίων ή έστω εβδομαδιαίων διαστημάτων παρατηρήσεων, μπορεί όμως να οδηγήσει σε σημαντικές διαφοροποιήσεις και λανθασμένους υπολογισμούς, κυρίως όταν εφαρμόζεται σε αναπτυσσόμενες αγορές που χαρακτηρίζονται από έντονες διακυμάνσεις (όπως η ελληνική αγορά) και ειδικά για τις μετοχές περιορισμένης εμπορευσιμότητας.

Από την άλλη πλευρά, η χρησιμοποίηση δεκαπενθήμερου ή μηνιαίων διαστημάτων παρατηρήσεων δίνει ικανοποιητικά και γενικώς αποδεκτά αποτελέσματα, καθόσον στα διαστήματα αυτά θεωρείται ότι ολοκληρώνονται οι συναλλαγές και αποφεύγονται οι διαφοροποιήσεις που προκαλούνται από την περιορισμένη συναλλακτική δραστηριότητα ορισμένων μετοχών. Πάντως στις περιπτώσεις αυτές σαν τιμές παρατήρησης θα πρέπει να λαμβάνονται οι μέσες τιμές του διαστήματος και όχι οι τιμές κλεισίματος στο

τέλος του διαστήματος, διότι στην δεύτερη περίπτωση είναι ευνόητο ότι οδηγούμεθα σε λανθασμένα αποτελέσματα.

Μια άλλη σημαντική προϋπόθεση για τον έγκυρο υπολογισμό των ανωτέρω συντελεστών, είναι η χρησιμοποίηση ενός αντιπροσωπευτικού γενικού δείκτη, ο οποίος αντικατοπτρίζει πιστά τις συγκεκριμένες εξελίξεις στην αγορά κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, ιδιότητες που δυστηχώς δεν χαρακτηρίζουν ούτε το Γ.Δ τιμών του Χ.Α.Α, αλλά ούτε και τους λοιπούς Γ.Δ που δημοσιεύονται από άλλους φορείς (Εμπορική Τρ., Ιονική κλπ.).

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι τιμές των συντελεστών κινδύνου μεταβάλλονται διαχρονικά, σαν αποτέλεσμα των εσωτερικών αλλαγών που πραγματοποιούνται στις εταιρίες, στις μετοχές των οποίων οι ανωτέρω συντελεστές αναφέρονται. Επίσης σύμφωνα με τη στατιστική και όπως έχει αποδειχθεί από ξένους αναλυτές, πολύ υψηλά (μεγαλύτερα της μονάδας) (β) που έχουν υπολογισθεί για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, αναμένεται να κινηθούν πτωτικά κατά την αμέσως επόμενη ίσης διάρκειας χρονικής περίοδο, ενώ αντίθετα, πολύ χαμηλά (β), αναμένεται στην ίδια περίοδο να παρουσιάσουν ανοδικές τάσεις.

Από τον τρόπο όμως και τους τύπους υπολογισμού των συντελεστών αυτών, προκύπτει ότι αυτοί μεταβάλλονται αρκετά αργά, με αποτέλεσμα οι όποιες αλλαγές να μην επηρεάζουν άμεσα τα συμπεράσματα που εξαγονται για τον μελλοντικό κίνδυνο. Παρά το ανωτέρω γεγονός, η έστω και αργή αυτή μεταβολή καθιστά επιβεβλημένο τον επαναυπολογισμό των συντελεστών κατά τακτά χρονικά διαστήματα, έτσι ώστε οι τιμές που προκύπτουν να ανταποκρίνονται περισσότερο στις πλέον πρόσφατες τάσεις που

ισχύουν για κάθε μετοχή.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

=====

Υπάρχουν στιγμές όπου στο Ελληνικό Χρηματιστήριο συμβαίνουν ακόμη και τα πιο παράλογα πράγματα, με αποτέλεσμα να απορρίπτεται οτιδήποτε αναφέρει η θεωρία περί λειτουργίας ενός χρηματιστηρίου. Αυτό πολλές φορές είχε σαν συνέπεια την απώλεια σημαντικών κεφαλαίων από τους επενδυτές και το αντίθετο, σε βαθμό τέτοιο που να απορρεί κανείς με το πως εξακολουθεί και λειτουργεί αυτός ο μηχανισμός.

Η θεωρία αναφέρει ότι το χρηματιστήριο επηρεάζεται από μία σειρά παραγόντων δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στην οικονομία. Όνας επενδυτής βλέποντας ότι τα οικονομικά της χώρας δεν βαδίζουν σε καλό δρόμο, είναι λογικό να αναμένει πτώση των τιμών των μετοχών ή στην αντίθετη περίπτωση άνοδο αυτών. Επίσης όταν το πολιτικό σκηνικό τόσο στον εσωτερικό όσο και στον διεθνή χώρο εμπνέει ανησυχίες, τότε το πιο πιθανό είναι να επηρεάσει αρνητικά και το χρηματιστήριο. Εταν στο τέλος του έτους δημοσιεύονται τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων και της πορείας των κλάδων που ανήκουν, είναι εύλογο να περιμένει κανείς ότι μια ανάλογη πορεία θα ακολουθήσουν και οι μετοχές τους στο χρηματιστήριο.

Στο Χ.Α.Α δυστηχώς αυτά δεν επαληθεύονται απόλυτα ή καλύτερα επιβεβαιώνονται ελάχιστα και υπάρχουν πραγματικά πολλά παραδείγματα που το αποδεικνύουν. Στο Χ.Α.Α υπάρχουν μετοχές οι οποίες ανήκουν σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν σημαντικά

υψηλή κερδοφορία, πρωταγωνιστούν στον κλάδο τους και παρόλα αυτά, η διακύμανση τους δεν δικαιολογείται. εταν τα μακροοικονομικά μεγέθη βελτιώνονται, κάτι πολύ ενθαρρυντικό για το χρηματιστήριο, κατά περίεργο τρόπο οι μετοχές έχουν πτωτική πορεία. εταν ανακοινώνεται ότι σε ένα Χ χρονικό διάστημα ξεκινά η κατασκευή ενός μεγάλου έργου, ενώ όλοι αναμένουν άνοδο του χρηματιστηρίου, τουλάχιστον του κατασκευαστικού κλάδου, ναι μεν αυτή ακολουθεί αλλά για πολύ λίγο, με αποτέλεσμα όποιος δεν ρευστοποιήσει την κατάλληλη στιγμή να κινδυνεύει να χάσει μεγάλο ποσό από τα χρήματα που έχει επενδύσει.

Αυτό που κατά τη γνώμη μου φταίει είναι ότι ο δλληνας δεν έχει μάθει ακόμη να λειτουργεί σαν επενδυτής. Απλά βλέπει το χρηματιστήριο σαν <<τζόγο>> και προσπαθεί μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα να κερδίσει όσο το δυνατόν περισσότερα. Η πλειοψηφία όσων παίζουν στη Σοφοκλέους σκέφτεται με αυτόν τον τρόπο και αποτελείται όχι μόνο από μικροεισοδηματίες αλλά και από μεγαλοεισοδηματίες, που παρόλο ότι είναι λίγοι στον αριθμό, έχουν αρκετή δύναμη για να αλλάξουν μια κατάσταση.

ένα άλλο χαρακτηριστικό γνώρισμα του δλληνα <<επενδυτή>> είναι ότι πανικοβάλεται πολύ εύκολα. Υπάρχουν περιπτώσεις όπου πολλοί αγοράζουν μετοχές και τις πωλούν σε πολυ σύντομο χρονικό διάστημα από φόβο μήπως και χάσουν τα χρήματα τους, επηρεασμένοι από κάποιο γεγονός που έτυχε ή που θα συμβεί σύμφωνα με τα λεγόμενα των άλλων.

ελα αυτά που συμβαίνουν στο Χ.Α.Α, χωρίς φυσικά να επικρατεί η εντύπωση ότι η κατάσταση είναι δραματική, παραποιούν τόσο την έννοια όσο και το σκοπό του χρηματιστηρίου, κακοποι-

οὖν ὅλες τὶς ἐνδιαφέρουσες ἐπιστημονικὲς θεωρίες, με ἀποτέλε-
σμα νὰ ἀποστρέφουν ὅσους τυχόν θέλουν νὰ εἰσχωρήσουν στο χῶ-
ρο αὐτό.

Ἡ ἀλλαγὴ τῆς νοοτροπίας τοῦ ἄλλῃνα σὲ συνδυασμὸ με τὴν
ὑπαρξὴ εὐνοϊκῶν συνθηκῶν, θα φέρουν τὸ Χ.Α.Α στο ἐπίπεδο ὅπου
πραγματικῶς θα ἔπρεπε νὰ βρίσκεται, υποσχόμενο ἀρκετὰ γιὰ το
μέλλον.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ
(Δ. ΚΑΡΑΠΙΣΤΟΛΗ)
- 2) ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ - ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ
(ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ)
- 3) ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΥΠΟΨΗΦΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ
(Δ. ΠΑΠΑΡΙΣΤΕΙΔΗΣ)
- 4) ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 1991
- 5) ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΡΙΞΗΣ 1994-1999
ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ - ΒΡΥΞΕΛΛΕΣ 13/7/1994
- 6) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
(ΑΝΔΡΕΑ Θ. ΚΟΥΡΚΟΥΛΟΥ)
- 7) ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
(ΝΙΚΗΤΑ Α. ΝΙΑΡΧΟΥ)

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΔΕΛΤΙΑ

- 8) ΕΤΗΣΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΤΟΥ 1993
(ΕΚΔΟΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΑΘΗΝΩΝ)
- 9) ΜΗΝΙΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 1994
(ΕΚΔΟΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΑΘΗΝΩΝ)
- 10) ΕΤΗΣΙΑ ΕΠΕΤΗΡΙΔΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΑΘΗΝΩΝ
(ΕΤΟΣ 1994)
- 11) ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
ΤΗΣ ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε (ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 1994)

ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ/ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ

- 12) ΧΡΗΜΑ
(ΤΕΥΧΗ 141, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 157, 158,
159, 160, 161, 162)
- 13) ΧΡΗΜΑ & ΑΓΟΡΑ
(ΑΠΡΙΛΙΟΥ, ΜΑΙΟΥ, ΙΟΥΝΙΟΥ, ΙΟΥΛΙΟΥ, ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 1993)
- 14) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ
- 15) ΑΝΑΠΤΥΞΗ
- 16) ΕΞΠΡΕΣ