

# **ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ**

Εφαρμογή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων στο δείκτη FTSE/ASE 20 ώστε να εξακριβωθεί εάν οι τρέχουσες τιμές του στην αγορά αντανακλούν τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιρειών που τον απαρτίζουν και να εκτιμηθεί κατά πόσο αυτές είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες σε σχέση με τη θεωρητική του τιμή.

Δημήτριος Γ. Βγενόπουλος

Πτυχίο Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα  
στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2006

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στους γονείς μου Γιώργο και Βάσω, και στον αδελφό μου Γιάννη

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

# ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ

Δημήτριος Γ. Βγενόπουλος

Σημαντικοί όροι: Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων, συγκριτική αποτίμηση, μοντέλο προεξόφλησης διαθέσιμων ταμειακών ροών από μετοχές, αποτίμηση προαιρετικών δικαιωμάτων, αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή, αμοιβή κινδύνου της αγοράς, απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης επί της μετοχής, συντελεστής βήτα της μετοχής, κόστος μετοχής, θεωρητική τιμή (Gordon Growth Model), αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης, ανάλυση ευαισθησίας.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία εξετάζει την εφαρμογή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discount Model – DDM) στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE 20 προκειμένου να εκτιμηθεί εάν η πορεία και οι πραγματικές (τρέχουσες) τιμές του είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες σε σχέση με τις θεωρητικές τους τιμές. Το μοντέλο αυτό, το οποίο μας δίνει μια απλή μέθοδο αποτίμησης μετοχών, θεωρεί πως η θεωρητική αξία μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων της.

Από την εφαρμογή του συγκεκριμένου μοντέλου διαπιστώθηκε πως η τρέχουσα με τη θεωρητική τιμή ήταν διαφορετικές και στα πέντε έτη που εξετάστηκαν και στα τέσσερα ο δείκτης ήταν υπερτιμημένος και στο ένα υποτιμημένος. σε σχέση με τη θεωρητική τιμή του. Επιπρόσθετα εξετάστηκε η μεταβολή της τιμής του δείκτη σε σχέση με μεταβολές στο ρυθμό ανάπτυξης και στην αμοιβή κινδύνου της αγοράς. Διαπιστώθηκε πως η πορεία της τιμής του δείκτη FSTE ASE 20 για τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο δε μπορεί να αποδοθεί με βάση τη θεμελιώδη ανάλυση χρησιμοποιώντας το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων, και πως η θεωρητική τιμή του δείκτη είναι πιο ευαίσθητη σε μεταβολές της αμοιβής κινδύνου της αγοράς από ότι σε μεταβολές του ρυθμού ανάπτυξης,

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Σελίδα	
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	II
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	IV
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	1
1.1 Εισαγωγή	1
1.2 Αντικειμενικός σκοπός	2
1.3 Μεθοδολογία	3
1.4 Δείγμα	5
1.5 Περίληψη	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	7
2.1 Εισαγωγή	7
2.2 Ελληνική Οικονομία	8
2.2.1 2000	8
2.2.2 2001	12
2.2.3 2002	15
2.2.4 2003	17
2.2.5 2004	20
2.3 Εγχώριες αγορές κεφαλαίων	25
2.3.1 2000	25
2.3.2 2001	29
2.3.3 2002	32
2.3.4 2003	35
2.3.5 2004	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά μετοχών	43
3.1 Δομή	43
3.2 Δείκτες	48
3.3 Η πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς μετοχών	52
3.3.1 2000	52
3.3.2 2001	56
3.3.3 2002	59
3.3.4 2003	63
3.3.5 2004	67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	72
4.1 Εισαγωγή: Βασικά Μοντέλα Αποτίμησης Μετοχών	72
4.1.1 Αποτίμηση Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών	73
4.1.2 Συγκριτική Αποτίμηση	75
4.1.3 Αποτίμηση Δικαιωμάτων Προαίρεσης	77
4.2 Μοντέλα Προεξόφλησης Μερισμάτων	78
4.2.1. Το Γενικό Μοντέλο	78
4.2.2 Το βασικό μοντέλο ανάπτυξης του Gordon	80
4.2.3 Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων	81
4.2.4 Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων τριών σταδίων	82
4.2.5 Θέματα σχετικά με τη χρήση των παραπάνω μοντέλων	84
4.3 Μοντέλα Προεξόφλησης Διαθέσιμων Ταμιακών Ροών από Μετοχές	86
4.3.1 Εισαγωγή	86
4.3.2 Μοντέλα Αποτίμησης διαθέσιμων ταμιακών ροών από μετοχές	87
4.4 Περίληψη	90
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ	92
5.1 Εφαρμογή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων	92
5.2 Ανάλυση ευαισθησίας του δείκτη FTSE/ASE 20	108
5.2.1 Ανάλυση ευαισθησίας ως προς την αμοιβή κινδύνου της αγοράς	108
5.2.2 Ανάλυση ευαισθησίας ως προς το ρυθμό ανάπτυξης	110
5.3 Συμπεράσματα	111

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

A ΠΙΝΑΚΕΣ

B ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον καθηγητή του μεταπτυχιακού προγράμματος στην Οργάνωση & Διοίκηση Επιχειρήσεων Κο Γ. Π. Αρτίκη καθώς και στον Κο Π. Γ. Αρτίκη για την πολύτιμη βοήθεια και τη συμβολή τους κατά τη διάρκεια εκπόνησης αυτής της μελέτης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
Πίνακας 1 : Αναμενόμενα μερίσματα	101
Πίνακας 2: Ρυθμός ανάπτυξης δείκτη	102
Πίνακας 3: Ρυθμός ανάπτυξης οικονομίας	103
Πίνακας 4: Απαιτούμενη απόδοση	106
Πίνακας 5: Θεωρητική τιμή δείκτη FTSE ASE 20	106
Πίνακας 6: Σύγκριση θεωρητικής τιμής FTSE ASE 20 με πραγματική	107
Πίνακας 7: Ανάλυση ευαισθησίας σε σχέση με την αμοιβή κινδύνου της αγοράς	109
Πίνακας 8: Ανάλυση ευαισθησίας σε σχέση με το ρυθμό ανάπτυξης	110
Πίνακας 9: Απόδοση εντόκου γραμματίου 12 μηνών	104
Πίνακας 10: Απαιτούμενη απόδοση από επενδυτές (παράρτημα)	
Πίνακας 11: Αμοιβή κινδύνου αγοράς	105
Πίνακας 12: Απόδοση 10ετούς ομολόγου	105
Πίνακας 13: Απόδοση Γενικού Δείκτη ΧΑΑ	105
Πίνακας 14: Σύνθεση FTSE ASE 20 01/01/2000	93
Πίνακας 15: Σύνθεση FTSE ASE 20 01/01/2001	94
Πίνακας 16: Σύνθεση FTSE ASE 20 01/01/2002	94
Πίνακας 17: Σύνθεση FTSE ASE 20 01/01/2003	95
Πίνακας 18: Σύνθεση FTSE ASE 20 01/01/2004	95
Πίνακας 19: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2000	96
Πίνακας 20: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2001	97

### III

Πίνακας 21: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2002	98
Πίνακας 22: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2003	99
Πίνακας 23: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2004	100
Πίνακας 24: Υπολογισμός αναμενόμενων μερισμάτων (παράρτημα)	
Πίνακας 25: Ρυθμός ανάπτυξης ελληνικής οικονομίας (παράρτημα)	
Πίνακας 26: Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης FTSE ASE 20 01/01/2000 (παράρτημα)	
Πίνακας 27: Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης FTSE ASE 20 01/01/2001 (παράρτημα)	
Πίνακας 28: Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης FTSE ASE 20 01/01/2002 (παράρτημα)	
Πίνακας 29: Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης FTSE ASE 20 01/01/2003 (παράρτημα)	
Πίνακας 30: Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης FTSE ASE 20 01/01/2004 (παράρτημα)	
Πίνακας 31: Ανάλυση ευαισθησίας ως προς αμοιβή κινδύνου αγοράς (παράρτημα)	
Πίνακας 32: Ανάλυση ευαισθησίας ως προς ρυθμό ανάπτυξης (παράρτημα)	



## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1 : Απόδοση εντόκου γραμματίου (παράρτημα)

Διάγραμμα 2 : Απαιτούμενη απόδοση από επενδυτές (παράρτημα)

Διάγραμμα 3 : Αμοιβή κινδύνου (παράρτημα)

Διάγραμμα 4 : Απόδοση 10ετούς ομολόγου (παράρτημα)

Διάγραμμα 5 : Ρυθμός ανάπτυξης οικονομίας (παράρτημα)

Διάγραμμα 6 : Πορεία τιμής Γενικού Δείκτη ΧΑΑ (παράρτημα)

Διάγραμμα 7 : Πορεία τιμής δείκτη FTSE ASE 20 (παράρτημα)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Α. ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## Β. ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ([www.ase.gr](http://www.ase.gr))
2. Γεώργιος Π. Αρτίκης , «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδόσεις Interbooks, 2002
3. Γεώργιος Π. Αρτίκης , «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδόσεις Interbooks, 2002
4. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Μάρτιος 2005.
5. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, Μάρτιος 2004
6. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002, Μάρτιος 2003
7. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2001, Μάρτιος 2002
8. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2000, Μάρτιος 2001

### ΞΕΝΗ

1. Bloomberg L.P.
2. Aswath Damodaran, Investment Valuation University Edition, Irwin/ Mc Graw-Hill International Editions, 2001 ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com))

3. James C. Van Horne, Financial Management and Policy, Prentice Hall International Editions, 1998
4. Dominick Salvatore, Managerial Economics in a Global Economy, Irwin/Mc Graw-Hill International Editions, 1996
5. J. Randall Woolridge, Do Stock Prices Reflect Fundamental Values?, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 8 Number 1, Spring 1995, σελ. 64

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

#### 1.1 Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια υπάρχει διάχυτη η αντίληψη πως οι τιμές των μετοχών δεν αντικατοπτρίζουν τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιρειών. Οι οπαδοί αυτής της αντίληψης υποστηρίζουν πως υπάρχει έλλειψη σχέσης μεταξύ της συμπεριφοράς μιας μετοχής και της σχετικής εταιρικής απόδοσης.

Πολλοί ήταν εκείνοι που υποστήριζαν κατά τα έτη 1996- 1999 πως οι τιμές του Γενικού Δείκτη στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.Α.) είχαν υπερτιμηθεί σημαντικά με την αξία του γενικού δείκτη να βρίσκεται στα επίπεδα των 6.350 μονάδων, παρά το γεγονός πως οι εισηγμένες εταιρείες εμφάνιζαν κανονικό ή ακόμα και, σε ελάχιστες περιπτώσεις, αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης των κερδών τους. Η αύξηση (του γενικού δείκτη) αυτή θεωρήθηκε από πολλούς αναλυτές ως κερδοσκοπική και είχε αποδοθεί στην καλή πορεία της ελληνικής οικονομίας και την προοπτική ένταξης της χώρας μας στην οικονομική και νομισματική ένωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Από το Σεπτέμβριο του 1999, όμως, έως και σήμερα, ύστερα από την ένταξη της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε., την υιοθέτηση του ευρώ ως ενιαίου νομίσματος, και ενώ οι προοπτικές για την οικονομία μας παραμένουν αισιόδοξες, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του Χ.Α.Α. έχει δεχθεί σημαντικές πιέσεις

υποχωρώντας κάτω ακόμα και από το επίπεδο των 2000 μονάδων (2002 – 1748,4 μονάδες), ενώ και την 01/01/2004 βρισκόταν σε ένα επίπεδο των 2786,2 μονάδων (2004), με αρκετές μετοχές να διαπραγματεύονται πολύ κοντά ή και χαμηλότερα από την τιμή εισαγωγής τους, ή και χαμηλότερα από τη λογιστική τους αξία.

## **1.2 Αντικειμενικός σκοπός**

Αντικειμενικός σκοπός της μελέτης είναι να διαπιστώσουμε κατά πόσο οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών αντανακλούν τα βασικά χρηματοοικονομικά τους μεγέθη που αφορούν την πορεία των εταιρειών αυτών. Με αυτό τον τρόπο θα μπορέσουμε να εκτιμήσουμε κατά πόσο οι τιμές των μετοχών σε μια αγορά θεωρούνται υπερτιμημένες ή υποτιμημένες σε σχέση με την πραγματική τρέχουσα τιμή τους και κατά πόσο δικαιολογούνται ή όχι τα σημερινά επίπεδα τιμών.

Με την παρούσα μελέτη θα προσπαθήσουμε, χρησιμοποιώντας μοντέλα αποτίμησης μετοχών με βάση την οικονομική θεωρία και δεδομένα που αφορούν την πορεία των μετοχών ενός συγκεκριμένου δείκτη να υπολογίσουμε μια θεωρητική τιμή και να την συγκρίνουμε με την τρέχουσα, ερμηνεύοντας τις διάφορες κινήσεις των τιμών των μετοχών μαζί με τα τρέχοντα επίπεδα της αγοράς.



### 1.3 Μεθοδολογία

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα αποτίμησης μετοχών τα οποία βασίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις σχετικά με την αποτίμηση των μετοχών και τον υπολογισμό της θεωρητικής τιμής. Τα μοντέλα αυτά μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής κατηγορίες (Aswath Damodaran, 2001):

- 1) Μοντέλα προεξόφλησης διαθέσιμων ταμειακών ροών από μετοχές (Free cash flow to equity)
- 2) Μοντέλα προεξόφλησης διαθέσιμων ταμειακών ροών της εταιρείας (Free cash flow to firm)
- 3) Μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend discount models)
- 4) Μοντέλα συγκριτικής αποτίμησης (Relative valuation) και
- 5) Μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης (Real options)

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η οικονομική αξία ενός οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου, συμπεριλαμβανομένων και του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, μπορεί να υπολογισθεί μέσα από μια διαδικασία τριών βημάτων (Aswath Damodaran, 2001):

- 1) Την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών
- 2) Τον προσδιορισμό της απαιτούμενης απόδοσης και
- 3) Την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών ροών με βάση την απαιτούμενη απόδοση.

Ο υπολογισμός της οικονομικής αξίας με αυτό τον τρόπο μπορεί να γίνει μέσα από τη χρήση ενός εκ των δύο γενικών μοντέλων (Aswath Damodaran, 2001):

- 1) Του μοντέλου προεξόφλησης των αναμενόμενων ταμειακών ροών με βάση το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και
- 2) Του μοντέλου προεξόφλησης των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων με βάση την απαιτούμενη απόδοση.

Για τη δεύτερη περίπτωση (που είναι και η μέθοδος που θα ακολουθηθεί στην παρούσα μελέτη), η πιο κοινή εφαρμογή για την επιλογή μετοχών είναι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων – Dividend Discount Model (DDM).

Με βάση την απλή μορφή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων με σταθερή ανάπτυξη, η τρέχουσα τιμή μίας μετοχής ( $P_0$ ) μπορεί να εκφραστεί από τον τύπο:

$$D_1 / k - g$$

Όπου:  $D_1$  είναι το αναμενόμενο μέρισμα για το επόμενο έτος,  
 $k$  είναι η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές και  
 $g$  είναι ο αναμενόμενος σταθερός ρυθμός ανάπτυξης ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων εσαεί.

Υπάρχει και η μορφή του μοντέλου με «πολλαπλά στάδια» όπου προβλέπονται διαφορετικοί ρυθμοί ανάπτυξης μερισμάτων για διαφορετικές χρονικές περιόδους.

#### 1.4 Δείγμα

Για τη διεξαγωγή της παρούσας μελέτης θα χρησιμοποιηθεί ο δείκτης FTSE/ASE 20 ο οποίος αποτελείται από είκοσι μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης των οποίων η σχετική βαρύτητα επί του συγκεκριμένου δείκτη διαφέρει από μετοχή σε μετοχή. Ο δείκτης FTSE/ASE 20 αποτελείται, κατά κύριο λόγο από μετοχές του τραπεζικού κλάδου, ενώ το σχετικό δείκτη συμπληρώνουν μετοχές από το χώρο των τηλεπικοινωνιών και το χώρο της βιομηχανίας γενικότερα.

Οι λόγοι επιλογής του συγκεκριμένου δείκτη έχουν σχέση με το γεγονός ότι το μοντέλο DDM δε λειτουργεί για αρκετές μετοχές, ιδιαίτερα για μετοχές αναπτυσσόμενων εταιρειών που δεν πληρώνουν μερίσματα ή πληρώνουν πολύ μικρά ποσά. Ο δείκτης FTSE/ASE 20 αποτελείται από μετοχές εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με σταθερή πολιτική μερισμάτων και υψηλά μερίσματα, οι οποίες έχουν κατά κανόνα σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης. Επιπρόσθετα, η πορεία του Γενικού Δείκτη επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την πορεία του δείκτη FTSE/ASE 20 και τις σχετικές εταιρικές αποδόσεις των επιμέρους μετοχών του. Η πορεία δηλαδή των συγκεκριμένων εταιρειών του FTSE/ASE 20 αποτελεί βαρόμετρο για την εκάστοτε ανοδική ή καθοδική πορεία του Γενικού Δείκτη.

## 1.5 Περίληψη

Συμπερασματικά, παρατηρούμε ότι υπάρχουν διάφορα μοντέλα αποτίμησης μετοχών τα οποία μας επιτρέπουν να υπολογίσουμε μια θεωρητική τιμή και να τη συγκρίνουμε με την τρέχουσα τιμή στο Χ.Α.Α., χρησιμοποιώντας διαφορετικές υποθέσεις με κάθε μοντέλο. Ο πιο απλός και συχνά εφαρμοζόμενος τρόπος για την αποτίμηση μιας μετοχής είναι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων το οποίο στηρίζεται στην παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων της μετοχής. Στην παρούσα μελέτη, θα γίνει εφαρμογή του DDM στο δείκτη FTSE/ASE 20 με σκοπό να εξακριβωθεί εάν και κατά πόσο δικαιολογούνται τα σημερινά επίπεδα τιμών με βάση τα χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιρειών και τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών και μερισμάτων τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

#### 2.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφεται με σαφήνεια η οικονομία στην οποία βρίσκεται η υπό μελέτη αγορά αναλύοντας αρχικά τις εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής οικονομίας κατά τη χρονική περίοδο 2001-2004, σε σχέση με την πορεία των επιτοκίων και του πληθωρισμού, την εξέλιξη του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το δημοσιονομικό έλλειμμα (ή πλεόνασμα), το δημόσιο χρέος, και τις αποδόσεις των τίτλων του ελληνικού δημοσίου, και, εξετάζοντας στη συνέχεια, την πορεία και εξέλιξη των εγχώριων αγορών κεφαλαίου (πρωτογενή και δευτερογενή αγορά τίτλων του δημοσίου, χρηματιστηριακή αγορά μετοχών, αγορά παραγώγων και αμοιβαία κεφάλαια).

Επίσης, γίνεται λεπτομερής περιγραφή της υπό μελέτη αγοράς με αναφορά στη θεμελιώδη έννοια της αγοράς μετοχών καθώς και στη δομή της, όπως αυτή υφίσταται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Επίσης γίνεται αναφορά στους κλάδους κατηγοριοποίησης των εισηγμένων εταιρειών και στους δείκτες

τιμών των μετοχών, με περιγραφή των σπουδαιότερων εξ αυτών, και ανάλυση της σύνθεσης των βασικών δεικτών. Τέλος, παρουσιάζεται η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς μετοχών συγκρίνοντας τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη τιμών με αυτές των επιμέρους δεικτών.

## **2.2 Ελληνική Οικονομία**

### **2.2.1. 2000**

Το έτος 2000 ήταν σταθμός στην πορεία της ελληνικής οικονομίας. Η υιοθέτηση από την Ελλάδα του ενιαίου νομίσματος αποτέλεσε το επιστέγασμα μιας μακρόχρονης και δύσκολης προσπάθειας για τη σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας. Ο υψηλός βαθμός μακροοικονομικής σταθερότητας που επιτεύχθηκε τα τελευταία χρόνια απέφερε πολλαπλά οφέλη και συντέλεσε στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, ο οποίος το 2000 υπερέβη, για πέμπτο κατά σειρά έτος, το μέσο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ.

Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία ήταν γενικά ευνοϊκές το 2000. Κύρια χαρακτηριστικά ήταν ο ιδιαίτερα υψηλός ρυθμός ανάπτυξης (4,8% έναντι 3,5% το 1999), ο σχετικά χαμηλός μέσος ετήσιος πληθωρισμός (2,3% έναντι 1,4% το 1999 στις προηγμένες οικονομίες και η σημαντική επέκταση του διεθνούς εμπορίου (12,4% έναντι 5,3% το 1999).

Στη ζώνη του ευρώ, το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν αυξήθηκε με ρυθμό 3,4%, ο οποίος ήταν ο υψηλότερος της τελευταίας δεκαετίας, ενώ το ποσοστό της ανεργίας υποχώρησε στο 8,9% από 9,9% το 1999. Η μεγάλη όμως αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου και η ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ είχαν σαν αποτέλεσμα τη σημαντική επιτάχυνση του πληθωρισμού στο 2,3% κατά μέσο όρο, από 1,1% το 1999.

Η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε ευνοϊκά από τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης τόσο της παγκόσμιας όσο και της ευρωπαϊκής οικονομίας, καθώς και από την επέκταση του διεθνούς εμπορίου. Η αύξηση όμως της τιμής του πετρελαίου και η εξασθένηση του ευρώ έναντι του δολαρίου προκάλεσαν πληθωριστικές πιέσεις, συνετέλεσαν στη σημαντική διεύρυνση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών και δυσχέραναν την άσκηση αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής στο τελικό στάδιο της μετάβασης προς το ενιαίο νόμισμα. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ διευκόλυne τη σύγκλιση των εγχωρίων επιτοκίων προς τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ.

Ο πληθωρισμός για το 2000 λόγω των συνεχιζόμενων πληθωριστικών πιέσεων από την αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου και την ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ επιταχύνθηκε σε 2,9% (μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή).

Ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας επιταχύνθηκε το 2000 και υπερέβη για πέμπτο κατά σειρά έτος τον αντίστοιχο ρυθμό στη ζώνη του ευρώ και την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η αύξηση του ΑΕΠ έφθασε το 4,1%, έναντι 3,4% το 1999.

Το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα υποχώρησε στο 11,1% το 2000 από 11,7% το 1999, παρέμεινε ωστόσο μεγαλύτερο από της ΕΕ και ήταν το δεύτερο μεγαλύτερο σε ύψος, μετά την Ισπανία, μεταξύ των χωρών της Ένωσης.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου συναλλαγών το 2000 αυξήθηκε κατά 3.571 εκατ. ευρώ σε σχέση με το 1999 και διαμορφώθηκε σε 8.371 εκατ. Ευρώ (6,9% του ΑΕΠ το 2000, έναντι 4,1% το 1999).

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, σε εθνολογιστική βάση, μειώθηκε περαιτέρω κατά μία σχεδόν ποσοστιαία μονάδα, στο 0,9% του ΑΕΠ. Επίσης, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε κατά 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας, στο 103,9% του ΑΕΠ, παρά τη σημαντική αυξητική επίδραση την οποία είχε η ανατίμηση του δολαρίου και του γιεν στο χρέος που έχει συναφθεί σε συνάλλαγμα. Ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ εξακολουθεί όμως να είναι πολύ υψηλότερος από το μέσο όρο του χρέους των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (64,5%) και της ζώνης του ευρώ (69,7%).

Το 2000, η Τράπεζα της Ελλάδος εφάρμοσε πολιτική βραδείας μείωσης των επιτοκίων της προς τα αντίστοιχα επιτόκια της ΕΚΤ, η πλήρης σύγκλιση προς τα οποία ήταν απαραίτητο να ολοκληρωθεί μέχρι το τέλος του έτους, σε



συνδυασμό με κατάλληλη πολιτική παρεμβάσεων στην αγορά χρήματος, ώστε και η τρέχουσα ισοτιμία της δραχμής να συγκλίνει ομαλά, επίσης μέχρι το τέλος του έτους, προς την ισοτιμία μετατροπής της σε ευρώ. Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά χρήματος για πράξεις 14 ημερών μειώθηκε σταδιακά από 10,755 στην αρχή του 2000 σε 8,25% στο τέλος Ιουνίου. Στο δεύτερο εξάμηνο συνεχίστηκε η μείωση του επιτοκίου αυτού, αλλά το μεγαλύτερο μέρος της προσαρμογής έγινε στο τελευταίο δίμηνο του έτους και το επιτόκιο αυτό καθορίστηκε στο 4,75% στις 27 Δεκεμβρίου, ευθυγραμμιζόμενο πλήρως με το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας χρηματοδότησης της ΕΚΤ. Ανάλογες προσαρμογές πραγματοποιήθηκαν και στα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων της τράπεζας. Η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ στη διάρκεια του 2000 συνολικά κατά 1,75 εκατοστιαία μονάδα περιόρισε αντίστοιχα την έκταση της αναγκαίας προσαρμογής των ελληνικών επιτοκίων.

Η σύγκλιση των αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου προς το χαμηλότερο επίπεδο αποδόσεων των αντίστοιχων τίτλων στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε και το 2000 και ήταν ταχύτερη στις μικρότερες διάρκειες. Είναι χαρακτηριστικό ότι η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Δημοσίου ήταν αρνητική για τις μικρές διάρκειες στο μεγαλύτερο διάστημα του έτους, αντανakλώντας τα υψηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια που απαιτούσε η ακολουθούμενη αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική, και μόνο στους τελευταίους μήνες του έτους είχε αποκτήσει θετική κλίση, όπως και στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκε κατά 85 μονάδες βάσης μεταξύ του Δεκεμβρίου του 1999

και Δεκεμβρίου 2000 και η διαφορά από την απόδοση του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου περιορίστηκε σε 64 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2000, έναντι 124 μονάδων βάσης το Δεκέμβριο του 1999. Η διαφορά αυτή περιορίστηκε περαιτέρω το Μάρτιο του 2001 σε 59 μονάδες βάσης, αντανακλώντας την επιτυχία της σταθεροποιητικής πολιτικής που εφαρμόστηκε.

### **2.2.2. 2001**

Το 2001 ήταν έτος σημαντικών μεταβολών, προκλήσεων αλλά και επιτευγμάτων για την ελληνική οικονομία. Μετά την ένταξη της χώρας μας στην ΟΝΕ και την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2001, η οικονομία λειτουργεί σε ένα νέο νομισματικό περιβάλλον που διασφαλίζει υψηλό βαθμό σταθερότητας των τιμών και προάγει την οικονομική ανάπτυξη. Το προηγούμενο όμως έτος, χαρακτηρίστηκε από έντονη και συγχρονισμένη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και παγκοσμίως, καθώς και από αυξημένη αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων. Οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις είχαν αναπόφευκτα δυσμενείς επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία, η συνολική επίδρασή τους όμως ήταν σχετικά περιορισμένη και αντισταθμίστηκε από άλλους παράγοντες, με αποτέλεσμα ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης κατά το 2001 να διατηρηθεί στο υψηλό επίπεδο του 2000.

Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία ήταν γενικά δυσμενείς το 2001. Κύρια χαρακτηριστικά ήταν η έντονη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε όλες τις προηγμένες οικονομίες, η ουσιαστική στασιμότητα του όγκου του παγκοσμίου εμπορίου, καθώς και η σημαντική- αλλά- πρόσκαιρη περαιτέρω επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού κλίματος και της δραστηριότητας μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ.

Οι εξελίξεις στην παγκόσμια και ειδικότερα στην ευρωπαϊκή οικονομία επηρέασαν δυσμενώς ορισμένα βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Παρόλα αυτά ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διατηρήθηκε στο 4,1%, δηλαδή στο ίδιο επίπεδο με όπως και το 2000 και σαφώς υψηλότερος από τον αντίστοιχο ρυθμό ανόδου στη ζώνη του ευρώ. Το μέσο ετήσιο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε για δεύτερο κατά σειρά έτος, σε 10,5% από 11,1% το 2000 και 11,9% το 1999, αν και παραμένει το δεύτερο σε ύψος στην ΕΕ.

Το 2001 ο πληθωρισμός ακολούθησε στην Ελλάδα γενικά την ίδια πορεία με τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αν και διαμορφώθηκε σε υψηλότερα επίπεδα από ότι ο τελευταίος. Συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), ο οποίος προσφέρεται για συγκρίσεις με την εξέλιξη του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 3,4% το 2001, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από ότι το 2000(3,2%). Η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ήταν ίση με 1,2 εκατοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους.

Η υιοθέτηση από την Ελλάδα του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2001 μείωσε αισθητά τη σημασία του ελλείμματος των τρεχουσών συναλλαγών (και της χρηματοδότησής του) ως περιοριστικού παράγοντα κατά την άσκηση της οικονομικής πολιτικής. Ωστόσο, η εξέλιξη του ισοζυγίου εξακολουθεί να παρέχει χρήσιμη πληροφόρηση για την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή αγορά και βεβαίως επηρεάζει την εξέλιξη του ΑΕΠ. Επομένως, είναι θετικό ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε το 2001 κατά 303 εκατ. Ευρώ έναντι εκείνου του 200 και περιορίστηκε στο 6,2% του ΑΕΠ (έναντι 6,8% το 2000), ποσοστό που εξακολουθεί όμως να είναι υψηλό.

Το 2001 αποτέλεσε σημείο καμπής για την πορεία των δημόσιων οικονομικών. Η συστηματική προσπάθεια που καταβλήθηκε επί σειρά ετών για τον περιορισμό των δημοσιονομικών ανισορροπιών είχε ως αποτέλεσμα την επίτευξη μικρού πλεονάσματος το 2001, για πρώτη φορά μετά από τρεις δεκαετίες περίπου. Συγκεκριμένα, το αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση μετατράπηκε από έλλειμμα ίσο με 0,8% του ΑΕΠ το 2000 σε πλεόνασμα ίσο με 0,1% του ΑΕΠ το 2001. Επομένως, η χώρα μας από το πρώτο έτος συμμετοχής της στη ζώνη του ευρώ, ικανοποιούσε τον όρο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης για «ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό» προϋπολογισμό της γενικής κυβέρνησης. Επιπλέον, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης ,μειώθηκε κατά 3,1 εκατοστιαίες μονάδες, από 102,8% του ΑΕΠ το 2000, σε 99,7% το 2001.

Μέσα στο 2001 η ΕΚΤ προέβη τέσσερις φορές σε μείωση των βασικών της επιτοκίων, συνολικά κατά 150 μονάδες βάσης, με αποτέλεσμα, μια σημαντική πτώση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος, των τραπεζικών επιτοκίων και των αποδόσεων των χρεογράφων κατά το 2001. Τα τραπεζικά επιτόκια στην Ελλάδα, παρουσίασαν πτωτική πορεία, καθώς επηρεάστηκαν από τη μείωση επιτοκίων της ΕΚΤ ενώ συνέχισαν την περαιτέρω σύγκλισή τους προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ.

### **2.2.3. 2002**

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα σημείωσε ανάκαμψη το 2002, μετά τη σύντομη επιβράδυνση (και σε μερικές χώρες ελαφρά ύφεση) που παρατηρήθηκε στη διάρκεια του 2001. Για ολόκληρο το 2002, το παγκόσμιο ΑΕΠ υπολογίζεται πως αυξήθηκε κατά 3,0%, δηλαδή με ρυθμό αρκετά υψηλότερο από ότι το 2001 (2,3%), αλλά αισθητά χαμηλότερο από το μέσο όρο της προηγούμενης πενταετίας.

Στην Ελλάδα το ΑΕΠ αυξάνεται με υψηλό ετήσιο ρυθμό τα τελευταία χρόνια (3,8% κατά μέσο όρο την εξαετία 1997-2002) και αισθητά ταχύτερα από ότι στη ζώνη του ευρώ (2,6% την ίδια περίοδο). Κατά το 2002 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν 4,0%, ο δεύτερος υψηλότερος στην ΕΕ.

Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε και, για πρώτη φορά μετά το 1997, διαμορφώθηκε κάτω από το 10%, στο 9,9%.

Παρά τη δυσμενή επίδραση της εξαιρετικά μεγάλης αύξησης των τιμών των ωπών οπωροκηπευτικών στις αρχές του 2002 και της ανόδου της τιμής του αργού πετρελαίου στη διάρκεια του έτους, ο μέσος πληθωρισμός το 2002 συγκρατήθηκε περίπου στο επίπεδο που είχε προβλεφθεί στις αρχές του έτους. Συγκεκριμένα, ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού (βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή- ΔTK) για ολόκληρο το 2002 διαμορφώθηκε σε 3,6% έναντι 3,4% το 2001. Όμως, ο πληθωρισμός παρέμεινε, για τρίτο κατά σειρά έτος σημαντικά υψηλότερος από το επίπεδο που κρίνεται συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών. Επίσης η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα (με βάση τον ΕνΔTK) από το μέσο ετήσιο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε σε 1,7 εκατοστιαία μονάδα, από 1,3 εκατοστιαία μονάδα το 2001.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε το 2002 κατά 466 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 8.635 εκατ. ευρώ, ή 6,1% του ΑΕΠ, έναντι 6,2% το 2001 και 6,8% το 2000.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, σε εθνικολογιστική βάση το 2002 μειώθηκε στο 1,2% του ΑΕΠ, από 1,4% του ΑΕΠ το 2001. Τα ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης το 2002 επανήλθε σε πτωτική τροχιά και μειώθηκε κατά 2,1 εκατοστιαίες μονάδες, από 107% σε 104,9% του ΑΕΠ. Ο λόγος αυτός (104,9%) όμως, παραμένει πολύ υψηλότερος από το μέσο όρο στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (62,5%) και της ζώνης του ευρώ (69,1%).

Τα επιτόκια κατά τη διάρκεια του 2002 μειώθηκαν περαιτέρω από την ΕΚΤ κατά 50 μονάδες βάσης. Κατά συνέπεια τα επιτόκια στην αγορά χρήματος

ακολούθησαν πτωτική πορεία. Τα περισσότερα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν πτωτικά.

#### **2.2.4. 2003**

Η παγκόσμια οικονομική συγκυρία βελτιώθηκε σημαντικά στη διάρκεια του 2003, όπως προκύπτει από την αισθητή επιτάχυνση της παραγωγικής δραστηριότητας σε όλες σχεδόν τις χώρες της υφελίου, την ταχύτερη άνοδο των διεθνών εμπορικών συναλλαγών, την υποχώρηση της αστάθειας και της αβεβαιότητας στις χώρες που είχαν πληγεί από οικονομικές κρίσεις τα προηγούμενα έτη και την εντυπωσιακή αύξηση της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, της Ευρώπης, και της Λατινικής Αμερικής. Οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν γενικά ασθενείς, παρά τις κατά διαστήματα εξάρσεις της τιμής του αργού πετρελαίου και την ανάκαμψη των τιμών άλλων πρώτων υλών. Λιγότερο θετικές ήταν όμως οι δημοσιονομικές εξελίξεις, ιδίως στις ΗΠΑ και τις μεγαλύτερες οικονομίες της Ευρώπης, στις οποίες παρατηρήθηκε ανησυχητική αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Στην ελληνική οικονομία, ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας επιταχύνθηκε το 2003, παρά τη δυσμενή οικονομική συγκυρία στη ζώνη του ευρώ. Η αύξηση του ΑΕΠ έφθασε το 4,2% έναντι 3,9% το 2002, υπερβαίνοντας τον αντίστοιχο μέσο όρο στην Ευρωπαϊκή Ένωση για όγδοο κατά σειρά έτος.

Το ποσοστό της ανεργίας εξακολούθησε να υποχωρεί, αν και με βραδύ ρυθμό, και διαμορφώθηκε στο 9,3% το 2003, από το 10% το 2002. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα υποχώρησε στο 3,4% το 2003, από 3,9% το 2002, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ). Η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το μέσο ετήσιο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σε 1,3 εκατοστιαία μονάδα το 2003, από 1.6 εκατοστιαία μονάδα το 2002.

Η χαλάρωση των δημοσιονομικών συνθηκών ήταν ιδιαίτερα έντονη το 2003. Συγκεκριμένα, παρά το υψηλό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, η αύξηση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ήταν ιδιαίτερα μεγάλη και το έλλειμμα έφθασε στο 2,95% του ΑΕΠ το 2003, έναντι 1,4% το 2002, σύμφωνα με αναθεωρημένες εκτιμήσεις που υπέβαλε το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών στη Eurostat. Το έλλειμμα που τώρα εκτιμάται, είναι υπερτριπλάσιο του αρχικού στόχου (0,9% του ΑΕΠ), ο οποίος περιλαμβανόταν στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2002-2006 του Δεκεμβρίου του 2002, και μόνο οριακά χαμηλότερο από τη σχετική τιμή αναφοράς που προβλέπει η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (3%).

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε το 2003 στο 103,0% του ΑΕΠ από 104,7% του ΑΕΠ το 2002. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ (103%) συνεχίζει να υπερβαίνει κατά πολύ το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (70,4%) και την τιμή αναφοράς (60%) της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Σημειώνεται επίσης πως το 2003 το



δημόσιο χρέος της Ελλάδος, ως ποσοστό του ΑΕΠ, ήταν το δεύτερο σε ύψος (μετά από εκείνο της Ιταλίας) στη ζώνη του ευρώ, ενώ έως το 2002 ήταν το τρίτο σε ύψος.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών το 2003 μειώθηκε στο 5,7% του ΑΕΠ, από 6,1% του 2002. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε το 2003 μόνο μικρή αύξηση κατά 76 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 8.648 εκατ. ευρώ, ενώ μειώθηκε στο 5,7% του ΑΕΠ, από 6,1% του 2002. Η μείωση του ελλείμματος σε επίπεδο ελαφρά χαμηλότερο του 6% του ΑΕΠ επιτεύχθηκε παρά την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές, το χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης της ΕΕ και τις δυσμενείς επιδράσεις της κρίσης στο Ιράκ και οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιπτώσεις αυτών των εξελίξεων στο ισοζύγιο αντισταθμίστηκαν από τη θεαματική άνοδο των εισπράξεων από ναυτιλιακές υπηρεσίες και από την αποτελεσματικότερη προσπάθεια για την προώθηση των ελληνικών εξαγωγών αγαθών στις αγορές της ζώνης του ευρώ.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, μετά από αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ με βάση τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις, μείωσε τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ δύο φορές. Συγκεκριμένα, στις συνεδριάσεις της 6<sup>ης</sup> Μαρτίου και της 5<sup>ης</sup> Ιουνίου του 2003 τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 25 και 50 μονάδες βάσης αντίστοιχα και, φθάνοντας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, διαμορφώθηκαν ως εξής: το επιτόκιο για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε στο 2%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης στο 3% και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων στο 1%. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2003 τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ παρέμειναν

αμετάβλητα, καθώς το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε πως το επίπεδό τους ήταν συμβατό με τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Όλα τα επιτόκια στην ενιαία αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ ακολούθησαν πτωτική πορεία, που αντανάκλούσε το τη μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Τα τραπεζικά επιτόκια, όπως καταγράφονται πλέον με την εναρμονισμένη μέθοδο που εφαρμόζεται από την αρχή του 2003 στην Ελλάδα και στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, κινήθηκαν γενικώς πτωτικά στη διάρκεια του 2003, ακολουθώντας την πορεία των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ, καθώς τα τελευταία προσαρμόστηκαν προς τα νέα χαμηλότερα επίπεδα μετά τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 (συνολικά κατά 75 μονάδες βάσης).

#### **2.2.5. 2004**

Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με ταχύ ρυθμό το 2004, αν και σημειώθηκε κάποια επιβράδυνση σε σύγκριση με το 2003. Το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,2% το 2004, υπερβαίνοντας το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης επί ένατο κατά σειρά έτος.

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), υποχώρησε σε 3% το 2004, από 3,4% το 2003.

Παρά την ανατίμηση του ευρώ και την περαιτέρω διάβρωση της ανταγωνιστικότητας, η μεγάλη αύξηση του όγκου του παγκοσμίου εμπορίου το 2004 έδωσε νέα ώθηση στις ελληνικές εξαγωγές, κυρίως υπηρεσιών. Έτσι, το

έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υποχώρησε στο 3,9% του ΑΕΠ το 2004, από 5,6% το 2003.

Η αύξηση της απασχόλησης εκτιμάται πως ήταν υποτονική, παρά τον υψηλό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, και το ποσοστό της ανεργίας (10,5% κατά μέσο όρο το 2004) παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διευρύνθηκε σε 6,1% του ΑΕΠ το 2004. Η υπέρβαση (σε σχέση με την αρχική πρόβλεψη) οφείλεται στις αισιόδοξες προβλέψεις του προϋπολογισμού του 2004, καθώς και στη μεγάλη υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών, η οποία εν μέρει συνδεόταν με τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης ανήλθε σε 110,5% του ΑΕΠ το 2004, από το 109,3% το 2003.

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε κρίσιμη καμπή. Μετά από ταχεία ανάπτυξη επί σειρά ετών, η οποία συνεχίστηκε και το 2004, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης υποχώρησε στο δεύτερο εξάμηνο του 2004 και τους πρώτους μήνες του 2005. Το γεγονός αυτό αντανακλά αφενός την επάνοδο της εγχώριας ζήτησης σε διατηρήσιμους ρυθμούς αύξησης, μετά την εξάλειψη της ευεργετικής επίδρασης την οποία άσκησαν οι δαπάνες που συνδέονταν με τους Ολυμπιακούς Αγώνες, και αφετέρου την αρνητική επίδραση από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου.

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον ήταν εξαιρετικά ευνοϊκό το 2004. ο ρυθμός ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (5,1%) ήταν ο υψηλότερος

από το 1976, καθώς παρατηρήθηκε ταυτόχρονη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία, την Κίνα, και τη ζώνη του ευρώ. Ο όγκος του παγκοσμίου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε με ρυθμό σχεδόν 10%, τον υψηλότερο που έχει σημειωθεί από το 2000. Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ, η οποία είχε αρχίσει το δεύτερο εξάμηνο του 2003, συνεχίστηκε το 2004. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ έφθασε το 2,1% το 2004, αλλά επιβραδύνθηκε κατά τη διάρκεια του έτους. Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ (μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ) κινήθηκε ελαφρά άνω του 2% κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2004, κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου, και διαμορφώθηκε τελικά στο 2,1% σε μέσα ετήσια επίπεδα, όσο και το 2003. Το 2004 η δημοσιονομική θέση της ζώνης του ευρώ ως συνόλου έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη, καθώς το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται πως διαμορφώθηκε σε οριακά χαμηλότερο επίπεδο από ότι το 2003 (2,7% έναντι 2,8%) και το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα έμεινε αμετάβλητο στο 2,4% του ΑΕΠ. Το 2004 το Συμβούλιο ECOFIN διαπίστωσε την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος στην Ελλάδα και την Ολλανδία και απηύθυνε σύσταση στις δύο αυτές χώρες της ζώνης του ευρώ για την εξάλειψη των υπερβολικών ελλειμμάτων.

Μετά τον ικανοποιητικό ρυθμό ανάπτυξης που σημείωσε η ελληνική οικονομία το 2003 (4,7%), η οικονομική δραστηριότητα άρχισε να επιβραδύνεται από το δεύτερο εξάμηνο του 2004 και, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, ο μέσος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2004 διαμορφώθηκε στο 4,2%, υπερβαίνοντας σημαντικά το μέσο ρυθμό ανόδου της οικονομίας της ζώνης του ευρώ.

Παρά την αύξηση της απασχόλησης, η ανεργία παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο το 2004. Το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 10,5% το 2004 και εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλότερο στη χώρα μας από ότι στην ΕΕ των 15(8,0%).

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) διαμορφώθηκε το τέταρτο τρίμηνο του 2004 στο ίδιο επίπεδο (3,2%) όπως και το τελευταίο τρίμηνο του 2003, αλλά κατά μέσο όρο το 2004 υποχώρησε στο 3,0% (από 3,4% το 2003), κυρίως επειδή η μείωση των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών υπεραντιστάθμισε την ταχύτερη –σε σύγκριση με το 2003- άνοδο των τιμών των καυσίμων και την αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2004 παρουσίασε σημαντική μείωση και διαμορφώθηκε στο 3,9% του ΑΕΠ, έναντι 5,6% το προηγούμενο έτος και 6,2% κατά μέσο όρο την τετραετία 2000-2003.

Παρά τον ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διευρύνθηκε περαιτέρω το 2004, με αποτέλεσμα οι δημοσιονομικές ανισορροπίες να έχουν προσλάβει και πάλι πολύ μεγάλες διαστάσεις. Παράλληλα, από το Μάιο του 2004 ενεργοποιήθηκε η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα. Με βάση την τελευταία αναθεώρηση των δημοσιονομικών στοιχείων (Μάρτιος 2005), το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνικολογιστική βάση) διευρύνθηκε κατά 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας το 2004 έναντι του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε στο 6,1% του ΑΕΠ, το οποίο ήταν το υψηλότερο έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ. Η

διεύρυνση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης οφείλεται εξολοκλήρου στην αύξηση του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης (σε δημοσιονομική βάση) κατά 1,3 εκατοστιαία μονάδα, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από εξελίξεις στους λοιπούς τομείς της γενικής κυβέρνησης (κυρίως τα ασφαλιστικά ταμεία και την τοπική αυτοδιοίκηση) και στις συναλλαγές της κεντρικής κυβέρνησης που δεν καταγράφονται σε δημοσιονομική βάση. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2004 υπερέβη κατά πολύ την αρχική πρόβλεψη για έλλειμμα ίσο με μόλις 1,2% του ΑΕΠ. Η υπέρβαση οφείλεται στις αισιόδοξες προβλέψεις του προϋπολογισμού του 2004, ο οποίος είχε καταρτιστεί με βάση την επίσης αισιόδοξη αρχική εκτίμηση του ελλείμματος για το 2003, στη δημοσιονομική απογραφή, η οποία οδήγησε σε αναθεώρηση των μεγεθών του 2004, αλλά και στην υστέρηση των εσόδων του τακτικού προϋπολογισμού και των εισπράξεων από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ, καθώς και στη μεγάλη υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών για μισθούς και συντάξεις, για την προετοιμασία και διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων, για επιχορηγήσεις και για αποδόσεις εσόδων τρίτων.

Με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 110,5% του ΑΕΠ στο τέλος του 2004, έναντι 109,3% στο τέλος του 2003. Το δημόσιο χρέος της Ελλάδος είναι το υψηλότερο ανάμεσα στις 25 χώρες της ΕΕ και είναι σχεδόν διπλάσιο από την τιμή αναφοράς (60% του ΑΕΠ) της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Το μεγάλο ύψος του χρέους, σε συνδυασμό με τα υψηλά ελλείμματα, καθιστά την παρούσα δημοσιονομική θέση μη διατηρήσιμη και εγκυμονεί σημαντικούς κινδύνους σε

περίπτωση αύξησης των επιτοκίων του δανεισμού του Δημοσίου ή αισθητής μείωσης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης.

Σε όλη τη διάρκεια του 2004, καθώς και το πρώτο τετράμηνο του 2005, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) διατήρησε αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Τα επιτόκια αυτά, μετά την τελευταία μείωσή τους στις 6 Ιουνίου 2003, έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Τα επιτόκια της ενιαίας αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια του 2004, λόγω της σταθερότητας των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στο διάστημα αυτό.

### **2.3. Εγχώριες αγορές κεφαλαίων**

#### **2.3.1. 2000**

Οι εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων χαρακτηρίστηκαν από αποκλίνουσες τάσεις στη διάρκεια του 2000. Στην αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σημειώθηκε άνοδος των τιμών των ομολόγων και βαθμιαία σύγκλιση των αποδόσεων τους προς τις αποδόσεις των αντίστοιχων ευρωπαϊκών τίτλων, ενώ στην αγορά μετοχών υπήρξε παρατεταμένη πτώση των τιμών των μετοχών.

Η μείωση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων τίτλων, η οποία συνεπάγεται κεφαλαιακά κέρδη για τους επενδυτές, αντανακλά τη βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών και τον περιορισμό του συναλλαγματικού κινδύνου, ιδίως μετά την απόφαση για την ένταξη της Ελλάδας στη νομισματική ένωση. Οι

αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων επηρεάστηκαν επίσης από τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές και τη στροφή των επενδυτών προς τίτλους σταθερού εισοδήματος, ιδίως στην αγορά των ΗΠΑ. Η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκε κατά 85 μονάδες βάσης μεταξύ Δεκεμβρίου 1999 και Δεκεμβρίου 2000. Στην ίδια περίοδο, ο μέσος όρος των αποδόσεων των αντίστοιχων γερμανικών ομολόγων μειώθηκε κατά 25 μονάδες βάσης στο 4,90% το Δεκέμβριο του 2000, αν και κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους οι αποδόσεις των ομολόγων αυτών παρέμειναν γενικά σταθερές. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα να περιοριστεί η διαφορά αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και ευρωπαϊκών ομολόγων στις 64 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2000. Στις ΗΠΑ οι αποδόσεις των ομολόγων ακολούθησαν πτωτική τάση σε όλη σχεδόν τη διάρκεια του 2000, αντανακλώντας τις εκτιμήσεις για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα αυτή και τις επιδεινούμενες συνθήκες στην αγορά μετοχών. Η απόδοση των αμερικανικών ομολόγων μειώθηκε από 6,265 το Δεκέμβριο του 1999 σε 5,23% το Δεκέμβριο του 2000. Στην Ιαπωνία τέλος, οι αποδόσεις των ομολόγων παρέμειναν σταθερές μεταξύ 1,6% και 1,9% στο μεγαλύτερο διάστημα του έτους.

Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, η αυξημένη ζήτηση ομολόγων οδήγησε σε σχέση προσφερόμενων προς ζητηθέντα κεφάλαια περίπου 3:1 κατά μέσο όρο σε ολόκληρο το 2000. Εξάλλου, από πλευράς προσφοράς τίτλων, το Δημόσιο προώθησε την έκδοση περισσότερων τίτλων 20ετούς και 10ετούς διάρκειας και τον περιορισμό της έκδοσης εντόκων γραμματίων με σκοπό την περαιτέρω επιμήκυνση της διάρκειας του χρέους. Οι εκδόσεις έγιναν με διενέργεια τακτικών δημοπρασιών, κυρίως με τη διαδικασία



της “επανεκδόσης”, ώστε το Δημόσιο να αξιοποιήσει τις ευνοϊκές συνθήκες που διαμορφώθηκαν στη δευτερογενή αγορά. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι οι επανεκδόσεις τίτλων αντιστοιχούσαν στο 80% της αξίας του συνόλου των τίτλων του Δημοσίου που δημοπρατήθηκαν στη διάρκεια του 2000.

Στη δευτερογενή αγορά, εκτός από τη μείωση των αποδόσεων, σημαντικό χαρακτηριστικό των εξελίξεων ήταν ο περιορισμός της μεταβλητότητας των τιμών των ομολόγων και της διαφοράς μεταξύ των προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών, φαινόμενο που εντάθηκε στο τελευταίο δίμηνο του έτους, λόγω της μεγάλης ανόδου των συναλλαγών και της αύξησης του βαθμού ρευστότητας στην αγορά.

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ακολούθησαν σε όλη τη διάρκεια του 2000 πτωτική πορεία με σημαντικές διακυμάνσεις ύστερα από το πολύ υψηλό επίπεδο στο οποίο είχαν φτάσει το Σεπτέμβριο του 1999, ενώ επηρεάστηκαν και από τη μείωση των χρηματιστηριακών δεικτών διεθνώς. Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 1999 και τέλους Δεκεμβρίου 2000 ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών στο ΧΑΑ μειώθηκε κατά 38%. Η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά παρέμεινε υψηλή και διαμορφώθηκε σε επίπεδο μόνο κατά 9,5% χαμηλότερο από ότι το 1999 (2000: 2.994 δισεκ. δρχ, 1999: 3.309 δισεκ δρχ). Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών υποχώρησε σε 137 δισεκ. δρχ για όλο το έτος, από 236 δισεκ. δρχ. το 1999. Η πτωτική τάση των τιμών των μετοχών συνεχίστηκε και εντός του 2001 και ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών υποχώρησε κατά 10,2% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2000 και τέλους Μαρτίου 2001. Η πτώση των τιμών των μετοχών είχε ως αποτέλεσμα ο λόγος

τιμή προς κέρδη στο XAA να διαμορφωθεί στο τέλος του 2000 γύρω στο 14%, που είναι ένας από τους χαμηλότερους διεθνώς, σε αντίθεση με το αρκετά υψηλό επίπεδό του στο τέλος του 1999.

Το 2000, οι τιμές των μετοχών στα διεθνή χρηματιστήρια δε συνέχισαν την ανοδική τάση που ακολουθούσαν από το 1995. Αντίθετα, παρουσίασαν μεγάλη μεταβλητότητα και μειώθηκαν εντός του έτους, αντανakλώντας την αυξημένη αβεβαιότητα όσον αφορά τις βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες προοπτικές κερδών των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα αυτών των που δραστηριοποιούνται σε τομείς υψηλής τεχνολογίας. Συνολικά, οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, όπως μετρούνται με το δείκτη Dow Jones EURO-STOXX, ήταν στο τέλος του 2000 χαμηλότερες κατά 6% από ότι στο τέλος του 1999. Στις ΗΠΑ ο δείκτης Standard and Poors 500 μειώθηκε κατά 10% και ο δείκτης NASDAQ κατά 39% το 2000, ενώ στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei 225 μειώθηκε κατά 27%.

Η πτώση των τιμών των μετοχών κατά το 2000 επηρέασε και την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα. Το κύριο χαρακτηριστικό στην αγορά αυτή ήταν η σημαντική μείωση (12%) της αξίας του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, οφειλόμενη στην πτώση των τιμών των κυκλοφορούντων μεριδίων, η οποία υπερέκλυσε τη μικρή αύξηση του όγκου τους. Πράγματι, το 2000 ιδρύθηκαν 61 νέα αμοιβαία κεφάλαια και ο αριθμός τους ανήλθε σε 269 στο τέλος του έτους. Η μείωση του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων αφορούσε κατά κύριο λόγο τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Αντίθετα το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων και των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε άνοδο που είναι ενδεικτική της μετατόπισης

του επενδυτικού ενδιαφέροντος προς προϊόντα τα οποία συνδυάζουν χαμηλό κίνδυνο και σχετικά ικανοποιητικές αποδόσεις.

### **2.3.2. 2001**

Οι εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων το 2001 χαρακτηρίστηκαν από την άνοδο των τιμών των ομολόγων και την αύξηση των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά, καθώς και από τη σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών και τη μείωση των συναλλαγών και της άντλησης κεφαλαίων στη χρηματιστηριακή αγορά. Ειδικότερα, η διαμόρφωση των τιμών και των συναλλαγών στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου επηρεάστηκε θετικά από την ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Επίσης, η αγορά ομολόγων επηρεάστηκε και από τις δυσμενείς εξελίξεις στην εγχώρια και τις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Η μείωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων αντανάκλα την εξάλειψη του κινδύνου σε σχέση με τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του ευρώ, λόγω της ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ και της συμμετοχής της στην ενιαία αγορά ομολόγων, αλλά και τις ευνοϊκές συνθήκες που επικράτησαν στις διεθνείς αγορές τίτλων σταθερού εισοδήματος εξαιτίας της στροφής των επενδυτών προς αυτούς, ιδίως στην αγορά των ΗΠΑ.

Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σημειώθηκε μείωση των αντληθέντων κεφαλαίων, η οποία αντανάκλούσε τη χαμηλή σχετικά ζήτηση δανειακών κεφαλαίων εκ μέρους του Δημοσίου σε σύγκριση με την προσφορά κεφαλαίων από τους επενδυτές. Οι εκδόσεις των εν λόγω τίτλων πραγματοποιήθηκαν μέσω δημοπρασιών, κυρίως με τη διαδικασία της επανέκδοσης, και σε μικρότερο βαθμό με νέες εκδόσεις. Ειδικότερα, οι επανεκδόσεις αντιστοιχούσαν στο 87% της συνολικής αξίας των τίτλων του Δημοσίου που δημοπρατήθηκαν στη διάρκεια του 2001. Η μέση διάρκεια του συνόλου των τίτλων του Δημοσίου που προσφέρθηκαν το 2001 διαμορφώθηκε σε 8,5 έτη από 8,4 έτη το 2000 και 6,1 έτη το 1999.

Οι συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά τίτλων παρουσίασαν άνοδο από τις αρχές του 2001, η οποία ήταν ιδιαίτερα έντονη τους τελευταίους μήνες του έτους. Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών ανήλθε σε 1.256 εκατ. ευρώ ή 428 δισεκ. δρχ το 2001, έναντι 87 δισεκ. δρχ το 2000. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκε σε 5,28% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2000. Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ του ελληνικού και του γερμανικού 10ετούς ομολόγου μειώθηκε σε 34 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2001 από 62 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2000. Οι αποδόσεις των λοιπών ομολογιακών τίτλων του Δημοσίου επίσης μειώθηκαν το 2001 και εξακολούθησαν να συγκλίνουν προς τις χαμηλότερες αποδόσεις των αντίστοιχων τίτλων της ζώνης του ευρώ. Η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Δημοσίου μετακινήθηκε προς τα κάτω στο τέλος του 2001 σε σύγκριση με το τέλος του 2000 και απέκτησε μεγαλύτερη θετική κλίση. Οι εξελίξεις αυτές των αποδόσεων στην εγχώρια αγορά αντανάκλουν ανάλογες εξελίξεις στη ζώνη του

ευρώ, επιβεβαιώνοντας την περαιτέρω ενσωμάτωση της ελληνικής στην ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων.

Οι τιμές των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ακολούθησαν πτωτική πορεία στη διάρκεια του 2001 για δεύτερο συνεχές έτος. Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2000 και τέλους Δεκεμβρίου 2001 ο δείκτης τιμών των μετοχών στο ΧΑΑ μειώθηκε κατά 23,5%, ενώ οι συναλλαγές παρουσίασαν πτώση κατά 59%. Επιπρόσθετα, οι συνθήκες που επικράτησαν στη χρηματιστηριακή αγορά το 2001 περιόρισαν σημαντικά την άντληση κεφαλαίων μέσω της αγοράς αυτής (2001: 835 εκατ.ευρώ ή 285 δισεκ. Δρχ, 2000: 2.994 δισεκ δρχ). Η πτωτική τάση των τιμών των μετοχών συνεχίστηκε στη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2002. Οι ανωτέρω εξελίξεις στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκαν από την πτώση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ και από το δυσμενές κλίμα που επικράτησε στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές στη διάρκεια του 2001, ιδίως μετά την τρομοκρατική επίθεση της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2000 και τέλους Δεκεμβρίου του 2001 οι δείκτες τιμών των μετοχών Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ και Standard and Poors στις ΗΠΑ υποχώρησαν κατά 19,7% και 13% αντίστοιχα. Οι εξελίξεις που σημειώθηκαν κατά την τελευταία διετία στις τιμές των μετοχών και την κερδοφορία των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ είχαν σαν αποτέλεσμα η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά να χαρακτηρίζεται στο τέλος του 2001 από σχετικά χαμηλό μέσο λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio).

Η αρνητική επίδοση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά το 2001 επηρέασε ανάλογα και την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα. Η πτώση των τιμών και του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων οδήγησε σε μείωση της αξίας του ενεργητικού τους, ενώ περαιτέρω υποχώρησή του σημειώθηκε και στη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2002. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα την πτώση της αξίας ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων και των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αντίθετα, το ενεργητικό των ομολογιακών και μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε άνοδο, γεγονός που είναι ενδεικτικό της μετατόπισης του ενδιαφέροντος των επενδυτών προς επενδύσεις οι οποίες συνδυάζουν σχετικά χαμηλότερο κίνδυνο και ικανοποιητικές αποδόσεις.

### **2.3.3. 2002**

Οι εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων το 2002, ιδίως στη χρηματιστηριακή αγορά, ακολούθησαν γενικά τις εξελίξεις στις αγορές της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ. Στις αγορές τίτλων του Δημοσίου επικράτησαν ευνοϊκές συνθήκες, ενώ αρνητικές ήταν οι επιδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς και της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ειδικότερα, η αυξημένη αβεβαιότητα για την ανάκαμψη της διεθνούς οικονομίας και οι δυσμενείς συνθήκες που διαμορφώθηκαν λόγω της κρίσης στο Ιράκ τους τελευταίους μήνες του έτους είχαν ως συνέπεια τη στροφή των επενδυτών προς τα κρατικά ομόλογα, τα οποία ενέχουν μικρότερο

επενδυτικό κίνδυνο. Η άνοδος των τιμών των ομολόγων σε όλες τις διάρκειες και η σημαντική αύξηση των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά αντανακλούν τις εξελίξεις αυτές.

Αναλυτικότερα, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου (η μεταβολή της οποίας σε γενικές γραμμές ακολουθεί τις μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων της ζώνης του ευρώ) μειώθηκε από 5,28% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2001 σε 4,44% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002 και σε 4,29% στο τέλος Μαρτίου του 2003. Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού 10ετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού διατηρήθηκε στο δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2002 στις 35 μονάδες βάσης κατά μέσο όρο, έναντι 34 μονάδων βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2001. Στη συνέχεια όμως, λόγω της αναβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, υποχώρησε και διαμορφώθηκε στα πολύ χαμηλά επίπεδα των 23 μονάδων βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002 και των 22 μονάδων βάσης στο τέλος Μαρτίου του 2003. Οι αποδόσεις των τίτλων του Δημοσίου στις λοιπές διάρκειες επίσης παρουσίασαν μείωση, η οποία ήταν μεγαλύτερη για τους τίτλους μέσης διάρκειας. Η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Δημοσίου μετατοπίστηκε προς τα κάτω, λόγω της γενικής πτώσης των αποδόσεων. Η θετική διαφορά αποδόσεων μεταξύ των τίτλων δεκαετούς και δωδεκάμηνης διάρκειας μειώθηκε, αλλά η θετική διαφορά αποδόσεων μεταξύ των τίτλων δεκαετούς και τριετούς διάρκειας αυξήθηκε.

Οι συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά τίτλων (ΗΔΑΤ) παρουσίασαν εντυπωσιακή άνοδο το 2002, η οποία συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2003.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών το 2002 αυξήθηκε κατά 77% και διαμορφώθηκε σε 2,3 δισεκ. ευρώ, από 1,3 δισεκ. ευρώ το 2001.

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ακολούθησαν το 2002 πτωτική πορεία για τρίτο συνεχές έτος. Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2001 και τέλους Δεκεμβρίου 2002 ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών στο ΧΑΑ μειώθηκε κατά 32,5% (έναντι μείωσης κατά 34,5% το αμέσως προηγούμενο δωδεκάμηνο), ενώ η πτωτική τάση των τιμών των μετοχών συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2003( στη διάρκεια του οποίου οι τιμές υποχώρησαν κατά 16,1%). Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές μειώθηκε κατά 40% το 2002 και διαμορφώθηκε σε 100 εκατ. ευρώ, από 166 εκατ ευρώ το 2001. Επιπρόσθετα, η σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών και η αυξημένη αβεβαιότητα στη χρηματιστηριακή αγορά το 2002 περιόρισαν τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της αγοράς αυτής (2002: 353 εκατ. ευρώ, 2001: 836 εκατ. ευρώ). Μεγάλη πτώση με υψηλές διακυμάνσεις παρουσίασαν το 2002 και οι τιμές των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές τόσο της ζώνης του ευρώ (όπου ο δείκτης Dow Jones Euro STOXX υποχώρησε κατά 34,5% στη διάρκεια του έτους, έναντι μείωσης κατά 19,7% στη διάρκεια του 2001) όσο και των ΗΠΑ (όπου ο δείκτης Standard and Poor's υποχώρησε κατά 23,4% στη διάρκεια του 2002, έναντι μείωσης κατά 13,0% στη διάρκεια του 2001). Οι εξελίξεις αυτές αντανάκλασαν τη συνεχιζόμενη ανησυχία για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας, τα προβλήματα αξιοπιστίας των λογιστικών στοιχείων μεγάλων εταιρειών των ΗΠΑ, την υποχώρηση των εταιρικών κερδών και, τους τελευταίους μήνες του έτους, την κρίση στο Ιράκ. Την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά επηρέασε δυσμενώς και η μικρή αύξηση ή και μείωση



των κερδών πολλών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ (ιδίως των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα). Εξαιτίας των εξελίξεων αυτών, ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) μειώθηκε στο τέλος του 2002 για το σύνολο των μετοχών του ΧΑΑ, ενώ αντίθετα παρουσίασε μικρή άνοδο για τις μετοχές του τραπεζικού κλάδου.

Η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα παρουσίασε περαιτέρω κάμψη το 2002. Η μείωση τόσο του αριθμού όσο και των τιμών των κυκλοφορούντων μεριδίων οδήγησε σε πτώση της αξίας του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Από τις επιμέρους κατηγορίες, εντονότερη υποχώρηση παρουσίασε το ενεργητικό των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων λόγω της σημαντικής πτώσης των τιμών των μετοχών και, σε μικρότερο βαθμό, το ενεργητικό των ομολογιακών και μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αντίθετα, η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων σημείωσε άνοδο, γεγονός που αντανακλά το ενδιαφέρον των επενδυτών για επενδύσεις που εξασφαλίζουν σχετικά ικανοποιητικές αποδόσεις με χαμηλότερο κίνδυνο.

#### **2.3.4. 2003**

Οι αγορές κεφαλαίων το 2003 χαρακτηρίστηκαν από τη σημαντική διακύμανση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και την αύξηση των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά, καθώς και από την αισθητή βελτίωση των επιδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς μετά τη συνεχή πτώση της περιόδου 2000-2002.

Ειδικότερα, αντανακλώντας παρόμοιες εξελίξεις στις αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των αντίστοιχων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ακολούθησαν πτωτική πορεία από τις αρχές του 2003 μέχρι τα μέσα Ιουνίου, οπότε υποχώρησαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Οι εξελίξεις αυτές συνδέονταν με τις συνθήκες αβεβαιότητας (σε σχέση με τον πόλεμο στο Ιράκ και την παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη), οι οποίες ενίσχυσαν τη ζήτηση των επενδυτών για τίτλους σταθερού εισοδήματος με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση. Στη συνέχεια όμως, οι αποδόσεις των τίτλων αυτών σημείωσαν άνοδο και διαμορφώθηκαν στο τέλος του 2003 στα ίδια περίπου επίπεδα όπως στο τέλος του 2002. Αυτή η αύξηση των αποδόσεων οφείλεται στην υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων και τις αισιόδοξες προοπτικές για διατηρήσιμη ανάκαμψη της διεθνούς οικονομίας και των επιχειρηματικών κερδών.

Αναλυτικότερα, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου, αφού παρουσίασε σημαντική διακύμανση στη διάρκεια του έτους, διαμορφώθηκε σε 4,42% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003, δηλαδή στο ίδιο περίπου επίπεδο όπως στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002. Ωστόσο, η απόδοση αυτή μειώθηκε σε 4,19% στο τέλος Μαρτίου του 2004. Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού 10ετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού υποχώρησε, μεταξύ άλλων λόγω της αναβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, στις 12 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003 (από 23 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002). Οι συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά τίτλων (ΗΔΑΤ) παρουσίασαν το 2003 ανοδική τάση.

Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην αγορά αυτή ανήλθε σε 2,7 δισεκ. ευρώ το 2003, από 2,3 δισεκ. ευρώ το 2002.

Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Δημοσίου σημειώθηκε αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων και μετατόπιση των εκδόσεων από τίτλους επταετούς διάρκειας και άνω προς τίτλους πενταετούς διάρκειας και κάτω. Κύριο χαρακτηριστικό της αγοράς ήταν οι εκδόσεις κοινοπρακτικών δανείων και, σε μικρότερο βαθμό, οι εκδόσεις με τη διενέργεια . Επίσης, το Δημόσιο χρησιμοποίησε τη διαδικασία της επανέκδοσης τίτλων παλαιότερης έκδοσης, με τις μεθόδους τόσο της κοινοπραξίας όσο και της δημοπρασίας. Η μέση σταθμική διάρκεια των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκε σε 7,22 έτη το 2003, από 8,55 έτη το 2002.

Οι τιμές των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ακολούθησαν το 2003 γενικά ανοδική πορεία με διακυμάνσεις, μετά από τρία χρόνια συνεχούς κάμψης. Ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του ΧΑΑ αυξήθηκε στη διάρκεια του 2003 κατά 29,5%. Αισθητή ανάκαμψη σημείωσαν το 2003 οι χρηματιστηριακές συναλλαγές καθώς και η άντληση κεφαλαίων από την αγορά αυτή. Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών αυξήθηκε σε 141 εκατ. ευρώ το 2003, από 100 εκατ. ευρώ το 2002, ενώ τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά ανήλθαν το 2003 σε 378 εκατ. ευρώ, από 353 εκατ. ευρώ το 2002.

Κατά το πρώτο τρίμηνο του 2003 οι τιμές των μετοχών ακολούθησαν διεθνώς πτωτική πορεία λόγω των δυσμενών συνθηκών που προαναφέρθηκαν. Όμως, από το δεύτερο τρίμηνο του έτους οι χρηματιστηριακές αγορές άρχισαν να

ενισχύονται σταδιακά, καθώς η υποχώρηση των ανασταλτικών αυτών παραγόντων και ιδιαίτερα η βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων είχαν ως συνέπεια την ισχυρή μετατόπιση του ενδιαφέροντος των επενδυτών από τίτλους σταθερού εισοδήματος σε μετοχικούς τίτλους. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι στη διάρκεια του 2003 ο δείκτης Standard and Poor's στις ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 26,4% και ο δείκτης Dow Jones Euro Stoxx στη ζώνη του ευρώ κατά 18,1%. Επιπλέον, η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκε θετικά από την αισθητή ανάκαμψη της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ. Εξαιτίας των εξελίξεων αυτών, ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) παρουσίασε αύξηση κυρίως για τις μετοχές του τραπεζικού κλάδου και σε μικρότερο βαθμό για το σύνολο των μετοχών του ΧΑΑ. Εξάλλου, η μερισματική απόδοση του συνόλου των μετοχών στο τέλος του 2003 εκτιμάται ότι κυμάνθηκε περίπου στα ίδια επίπεδα όπως το 2002.

Η άνοδος των τιμών των μετοχών κατά το προηγούμενο έτος επηρέασε ευνοϊκά και την ελληνική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων, αντιστρέφοντας την πτωτική πορεία της τριετίας 2000-2002. Το κύριο χαρακτηριστικό της αγορά αυτής το 2003 ήταν η σημαντική αύξηση (κατά 19,5%) της αξία του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία οφειλόταν κυρίως στην άνοδο των τιμών αλλά και του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων. Από τις επιμέρους κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων, εντονότερη άνοδο παρουσίασε το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέσιμων και σε μικρότερο βαθμό εκείνο των μετοχικών και των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αντίθετα, η αξία του ενεργητικού των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε σημαντική

πτώση, η οποία όμως οφείλεται κυρίως στις διακυμάνσεις του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου της κατηγορίας αυτής.

### **2.3.5. 2004**

Οι αγορές κεφαλαίων το 2004 χαρακτηρίστηκαν από τις ευνοϊκές συνθήκες που διαμορφώθηκαν στις αγορές τίτλων του Δημοσίου και από την αισθητή ανάκαμψη των τιμών των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά.

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου ακολούθησαν γενικά την πορεία των αποδόσεων των αντίστοιχων τίτλων στις αγορές της ζώνης του ευρώ. Μετά την πτώση που σημείωσαν κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 2004, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων παρουσίασαν σημαντική άνοδο το δεύτερο τρίμηνο του 2004, η οποία οφειλόταν στις περισσότερο αισιόδοξες ενδείξεις για την παγκόσμια οικονομία καθώς και στις προσδοκίες για αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων. Ωστόσο, το δεύτερο εξάμηνο του 2004, οι αποδόσεις ακολούθησαν συνεχή πτωτική πορεία, η οποία αντανάκλασε τις ανησυχίες των επενδυτών για τις επιπτώσεις στο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ από την υψηλή τιμή του πετρελαίου και από τη μεγάλη άνοδο της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου. Η μείωση των αποδόσεων αφορούσε όλες τις διάρκειες, ήταν όμως εντονότερη για τους τίτλους μακροπρόθεσμης διάρκειας, καθώς το 2004 οι προοπτικές για την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ παρέμειναν ασθενείς.

Αναλυτικότερα, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου υποχώρησε στο 3,80% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2004, μειωμένη κατά 62 μονάδες βάσης σε σχέση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2003. Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού 10ετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού διαμορφώθηκε σε 12 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003, δηλαδή στο ίδιο επίπεδο όπως στο τέλος του 2003. Επισημαίνεται ότι η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τους διεθνείς οίκους Standard and Poor's και Fitch(μετά την αναθεώρηση των δημοσιονομικών στοιχείων) δεν άσκησε επίδραση στη διαφορά αυτή.

Σε πολύ υψηλά επίπεδα διαμορφώθηκαν οι συναλλαγές επί των τίτλων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά. Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών ανήλθε σε 3,8 δισεκ. ευρώ το 2004, δηλαδή αυξήθηκε κατά 39% σε σχέση με το 2003. Οι συναλλαγές αφορούσαν κυρίως τοποθετήσεις σε τίτλους μακροπρόθεσμης διάρκειας, ειδικότερα 10ετή ομόλογα.

Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου αυξήθηκε το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων το 2004, ενώ ιδιαίτερα αυξημένο ήταν το ενδιαφέρον των Ελλήνων και ξένων επενδυτών για τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου. Η άντληση των κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε μέσω νέων εκδόσεων και επανεκδόσεων, κυρίως με τη μέθοδο των κοινοπρακτικών δανείων και, σε μικρότερο βαθμό, με τη μέθοδο της δημοπρασίας. Η σταθμική μέση διάρκεια των τίτλων που εκδόθηκαν το 2004 μειώθηκε στα 6,85 έτη (7,22 έτη το 2003).

Οι τιμές των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), αντανακλώντας παρόμοιες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές κυρίως της ζώνης του ευρώ, ακολούθησαν το 2004 γενικά ανοδική πορεία, η οποία ήταν ιδιαίτερα έντονη το τελευταίο τετράμηνο του έτους. Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2003 και τέλους Δεκεμβρίου του 2004 ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 23,1%. Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές διαμορφώθηκε το 2004 σε 141 εκατ. ευρώ, διατηρούμενη περίπου στο ίδιο επίπεδο με το 2003. Ελαφρά άνοδο σημείωσαν τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν το 2004 από τη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με τα πολύ χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί τη διετία 2002-2003 (476 εκατ. ευρώ το 2004, έναντι 378 εκατ. ευρώ το 2003). Σημειώνεται ότι η άνοδος του γενικού δείκτη τιμών μετοχών του ΧΑΑ το 2004 ήταν σημαντικά υψηλότερη από εκείνη του ευρέος δείκτη Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ (10,0%) και του δείκτη Standard and Poor's 500 στις ΗΠΑ (9,0%). Με βάση τις εξελίξεις στις τιμές των μετοχών και τα κέρδη των επιχειρήσεων, ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) εκτιμάται ότι το 2004 παρουσίασε αύξηση για το σύνολο των μετοχών του ΧΑΑ και κυρίως για τις μετοχές του τραπεζικού κλάδου.

Παρά τη σημαντική άνοδο του γενικού δείκτη τιμών μετοχών του ΧΑΑ, η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα παρουσίασε το 2004 μικρή μόνο ανάκαμψη. Η αύξηση κυρίως των τιμών και, σε μικρότερο βαθμό, του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων οδήγησε σε ελαφρά άνοδο της αξίας του συνολικού τους ενεργητικού (4,1%). Από τις επιμέρους κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων, το ενεργητικό των ομολογιακών αμοιβαίων

κεφαλαίων σημείωσε ιδιαίτερα έντονη άνοδο, η οποία αντανακλά το θετικό κλίμα που διαμορφώθηκε το 2004 στις αγορές ομολόγων διεθνώς. Συγκρατημένη αύξηση σημείωσε το ενεργητικό των μικτών και των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ αντίθετα, κάμψη παρουσίασε το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων. Ειδικότερα όσον αφορά τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, σημειώνεται ότι η αύξηση του ενεργητικού τους οφείλεται στην άνοδο των τιμών των κυκλοφορούντων μεριδίων, η οποία υπερέκλυσε τη μείωση του αριθμού τους.

Βιβλιογραφία κεφαλαίου:

1. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Μάρτιος 2005.
2. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, Μάρτιος 2004
3. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002, Μάρτιος 2003
4. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2001, Μάρτιος 2002
5. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2000, Μάρτιος 2001



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο

### Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά μετοχών

#### 3.1. Δομή

Στην παρούσα ενότητα περιγράφεται η έννοια της αγοράς μετοχών, καθώς και η δομή της, όπως αυτή υπάρχει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Η έκδοση αξιόγραφων από τις εκδότριες εταιρείες και η διάθεσή τους στο επενδυτικό κοινό για πρώτη φορά συνιστά μια πρωτογενή αγορά κεφαλαίου. Οι εκδότριες εταιρείες (χρήστες κεφαλαίων) προέρχονται κυρίως από τον ιδιωτικό τομέα αλλά τα τελευταία χρόνια και από το δημόσιο. Η πρωτογενής αγορά παρέχει στους επενδυτές μια πρόσθετη εναλλακτική μορφή επένδυσης, δίνοντας τη δυνατότητα να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους, δηλαδή να βελτιώσουν τη σχέση απόδοσης-κινδύνου αυτού. Ταυτόχρονα, δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να συγκεντρώσουν τα κεφάλαια που χρειάζονται για την ανάπτυξη τους από πολλούς μεμονωμένους επενδυτές.

Η διαπραγμάτευση των εισηγμένων αξιόγραφων συνιστά τη δευτερογενή αγορά, την οποία επί της ουσίας αντιπροσωπεύει το ΧΑΑ. Σκοπός του ΧΑΑ είναι να προσφέρει τις απαραίτητες συνθήκες ώστε η προσφορά και η ζήτηση να ταυτίζονται όσο πιο αποτελεσματικά γίνεται. Οι εντολές των επενδυτών εκτελούνται άμεσα με όσο το δυνατό μικρότερο κόστος σε μια δίκαιη και αντιπροσωπευτική τιμή. Το σημαντικότερο όφελος από τη λειτουργία αυτής της

αγοράς προκύπτει από τη ρευστότητα που προσφέρει η ύπαρξη οργανωμένου τρόπου διαπραγμάτευσης, αφού οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν τα χρεόγραφα που αγόρασαν στην πρωτογενή αγορά. Σε αντίθετη περίπτωση, δε θα είχαν κίνητρο να συμμετάσχουν στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων, μέσω της πρωτογενούς αγοράς, άρα οι επιχειρήσεις δε θα μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους. Οι υπό διαπραγμάτευση κινητές αξίες στο ΧΑΑ είναι: μετοχές εισηγμένων εταιρειών, ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, ομολογιακά δάνεια εταιρειών, μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια, ομόλογα με ρήτρα ξένου νομίσματος, ομόλογα διεθνών οργανισμών, και συναλλαγές σε χρυσές λίρες και σε χρυσό.

Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υπάρχει και μια άλλη κατηγοριοποίηση αγορών, οι οποίες διακρίνονται μεταξύ τους ανάλογα με το μέγεθος των εταιρειών των οποίων οι τίτλοι διαπραγματεύονται σε αυτές (κύρια, παράλληλη, νέα χρηματιστηριακή αγορά) ή την ιδιαιτερότητα των αξιών που διαπραγματεύονται σε αυτές (ΕΑΓΑΚ, δευτερογενής εισαγωγή χρεογράφων εξωτερικού, αγορά ομολόγων). Αναλυτικότερα, οι θεσμοθετημένες αγορές που έχει ορίσει το ΧΑΑ και που οριοθετούν την ελληνική κεφαλαιαγορά συνοψίζονται στις εξής:

Κύρια αγορά: Στην αγορά αυτή περιλαμβάνονται μετοχές που ανήκουν σε εταιρείες μεγάλης ή μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Η δημόσια εγγραφή για τη διάθεση των μετοχών πραγματοποιείται μέσω επενδυτικής εταιρείας (ΕΠΕΥ) που προσφέρει υπηρεσίες αναδόχου της έκδοσης (underwriter).

Παράλληλη αγορά: Στην αγορά αυτή περιλαμβάνονται μετοχές που ανήκουν σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης. Επειδή οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών των εταιρειών στην κύρια αγορά είναι αυστηρές και μικρότερες εταιρείες δεν τις πληρούν, έχει θεσπιστεί και η λειτουργία της παράλληλης αγοράς. Επιπλέον, μια σημαντική διαφορά με την κύρια αγορά είναι ότι στην παράλληλη αγορά ο ανάδοχος εγγυάται την κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και αγοράζει τις μετοχές που δε θα καλυφθούν από το κοινό στην τιμή εισαγωγής αυτών στο χρηματιστήριο. Προκειμένου να ισχύσει το ίδιο και στην κύρια αγορά πρέπει να υπάρξει ρητή συμφωνία μεταξύ του αναδόχου και της προς εισαγωγή εταιρείας.

Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA): Η νέα χρηματιστηριακή αγορά συστήθηκε ( Νόμος 2733/99) προκειμένου να καλύψει την ανάγκη εισαγωγής στο ΧΑΑ μικρών εταιρειών οι οποίες επιθυμούν να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια και να αναπτυχθούν με κεφάλαια που προέρχονται από την ελληνική κεφαλαιαγορά. Πέρα των κεφαλαιακών τους διαφοροποιήσεων, οι εταιρείες αυτές προσδιορίζονται έναντι των άλλων που εισάγονται στις υπόλοιπες και με μια σειρά από ποιοτικά χαρακτηριστικά . Υπό αυτή την έννοια, πρόκειται για νέες δυναμικές ή καινοτόμες επιχειρήσεις οι οποίες επιδιώκουν τη χρηματοδότηση των μακρόπνων επενδυτικών τους σχεδίων που θα τις οδηγήσουν σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης των εργασιών τους. Υπάρχει και ο θεσμός του ειδικού διαπραγματευτή (market maker). Η υποψήφια εταιρεία οφείλει να αναθέσει σε ένα τουλάχιστον μέλος του ΧΑΑ το ρόλο του ειδικού διαπραγματευτή για την πραγματοποίηση συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό, με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας των μετοχών της εταιρείας. Για το σκοπό

αυτό, ο ειδικός διαπραγματευτής εισάγει ταυτόχρονες εντολές αγοράς και πώλησης (quotes) στο σύστημα συναλλαγών.

Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ): Η ΕΑΓΑΚ διαφέρει από τις υπόλοιπες τρεις αγορές, ως προς τις αξίες που εισάγονται σε αυτή. Εκτός από μετοχές εταιρειών διαχείρισης χαρτοφυλακίων αναδυόμενων αγορών (ΕΧΑΑ), στην ΕΑΓΑΚ εισάγονται δύο νέου τύπου αξίες οι οποίες δεν είναι εισηγμένες σε καμία από τις άλλες αγορές: τα Ελληνικά Πιστοποιητικά (ΕΛΠΙΣ) και τα μερίδια των Ελληνικών Κεφαλαίων Αναδυόμενων Αγορών (ΕΚΑΑ). Τα ΕΛΠΙΣ είναι διαπραγματεύσιμες αξίες που αντιπροσωπεύουν είτε μετοχές, οι οποίες έχουν εκδοθεί από αλλοδαπή εταιρεία και καλούνται παριστώμενες μετοχές, είτε άλλες αλλοδαπές αξίες, όπως για παράδειγμα ομολογίες αλλοδαπών εταιρειών. Από την άλλη, η λειτουργία ενός ΕΚΑΑ προσομοιάζει με αυτή του αμοιβαίου κεφαλαίου, με τη βασική διαφορά ότι τα μερίδια ΕΚΑΑ εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Το ΕΚΑΑ είναι ομάδα περιουσίας που συνίσταται σε μετρητά και κινητές αξίες και διαιρείται σε ισάξια μερίδια (μερίδια ΕΚΑΑ). Τέλος, όλες οι αξίες που εισάγονται στην ΕΑΓΑΚ σχετίζονται με αναδυόμενες αγορές υπό την έννοια ότι εκδίδονται συνήθως –αλλά όχι απαραίτητα- από εταιρεία που έχει την έδρα της σε κάποια αναδυόμενη αγορά (ΕΛΠΙΣ), είτε εκδίδονται από εταιρείες που επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε αναδυόμενες αγορές (μερίδια ΕΚΑΑ, μετοχές ΕΧΑΑ).

Δευτερογενής Εισαγωγή Χρεογράφων Εξωτερικού: Εταιρείες με έδρα και δραστηριότητα εκτός Ελλάδας μπορούν να εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Σύμφωνα λοιπόν με το προεδρικό διάταγμα

350/1985 είναι δυνατή η εισαγωγή στο ΧΑΑ μετοχών που εκδίδονται από ανώνυμες εταιρείες είτε ημεδαπές είτε αλλοδαπές. Ακολούθως επιτρέπεται η εισαγωγή τέτοιων μετοχών σε μία από τις αγορές του ΧΑΑ (Κύρια, Παράλληλη, και ΝΕΧΑ). Συγκεκριμένα, εάν οι ενδιαφερόμενες εκδότριες εταιρείες έχουν έδρα σε κράτος μέλος, οι μετοχές των εταιρειών αυτών μπορούν να εισαχθούν στο ΧΑΑ ακόμα και εάν οι μετοχές αυτές δεν έχουν εισαχθεί προηγουμένως σε άλλο χρηματιστήριο. Εάν όμως, οι ενδιαφερόμενες εκδότριες εταιρείες έχουν έδρα σε τρίτο κράτος, δεν επιτρέπεται η εισαγωγή στο ΧΑΑ των μετοχών τους παρά μόνο εφόσον έχουν εισαχθεί προηγουμένως σε χρηματιστήριο αξιών της χώρας της έδρας της εταιρείας ή της χώρας κύριας κυκλοφορίας αυτών.

Αγορά ομολόγων: Σε μια προσπάθεια ενίσχυσης της δευτερογενούς αγοράς των ομολόγων, το ΧΑΑ σε συνεργασία με το χρηματιστήριο της Μαδρίτης έχει αναπτύξει το Σύστημα Ηλεκτρονικής Διαπραγμάτευσης Ομολόγων (ΣΗΔΟ). Μέσω της λειτουργίας του ΣΗΔΟ, τον Απρίλιο του 1998 πραγματοποιήθηκε η έναρξη λειτουργίας της Αγοράς Αξιών Σταθερού Εισοδήματος (ΑΑΣΕ). Στην ΑΑΣΕ υπάρχει η δυνατότητα διαπραγμάτευσης τόσο φυσικών όσο και άυλων τίτλων. Ειδικότερα στο ΣΗΔΟ μπορούν να διαπραγματεύονται τόσο φυσικοί όσο και άυλοι τίτλοι. Η τιμή αυτών των τίτλων υπολογίζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής τους αξίας χωρίς τον συνυπολογισμό των δεδουλευμένων τόκων. Οι λοιποί τίτλοι που δεν είναι εισηγμένοι στο ΣΗΔΟ, είτε φυσικοί είτε άυλοι, διαπραγματεύονται στην ΑΑΣΕ με τη μέθοδο της «εκφώνησης-αντιφώνησης» ενώ οι τίτλοι αυτοί διαπραγματεύονται σε τιμές χωρίς τους δεδουλευμένους τόκους.

### 3.2. Δείκτες

Σχετικά με τους κλάδους κατηγοριοποίησης των εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ, σημειώνεται ότι οι εταιρείες αυτές ταξινομούνται σε 53 κλάδους οικονομικής δραστηριότητας που εντάσσονται με τη σειρά τους στις εξής 12 κατηγορίες:

1. Πρωτογενής Παραγωγή: Ιχθυοτροφεία, Ορυχεία – Λατομεία, Γεωργία - Κτηνοτροφία.
2. Μεταποιητικές Βιομηχανίες: Μη μεταλλικά ορυκτά – Τσιμέντα, Ανάπτυξη συστημάτων αυτοματισμού, Ποτοποιία, Διυλιστήρια, Κατασκευή κοσμημάτων, Βιομηχανία επίπλων, Ναυπηγεία, Κατασκευή οχημάτων, Ηλεκτρονικός εξοπλισμός, Καλώδια, Μηχανήματα και είδη εξοπλισμού, Βασικά μέταλλα, Ελαστικά – Πλαστικά, Χημικά, Εκδόσεις – Εκτυπώσεις, Προϊόντα χάρτου, Προϊόντα ξύλου και φελλού, Είδη ενδυμασίας, Κλωστοϋφαντουργία, Παραγωγή και εμπορία προϊόντων καπνού, Τρόφιμα, Μεταλλικά προϊόντα.
3. Υπηρεσίες Δημόσιου Συμφέροντος: Ύδρευση, Ηλεκτρική ενέργεια
4. Υπηρεσίες Χονδρικού και Λιανικού Εμπορίου: Χονδρικό εμπόριο, Είδη – Λύσεις πληροφορικής, Λιανικό εμπόριο, Υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας, Εμπόριο, Συντήρηση και επισκευή οχημάτων.
5. Υπηρεσίες Ξενοδοχείων – Εστιατορίων: Ξενοδοχεία και λοιπά καταλύματα, Εστιατόρια.

6. Υπηρεσίες Μεταφορών – Επικοινωνιών: Μεταφορές, Επιβατηγός ναυτιλία, Βοηθητικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες, Τηλεπικοινωνίες, Εξοπλισμός τηλεπικοινωνιών.
7. Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες: Τράπεζες, Ασφάλειες, Εταιρείες επενδύσεων, Εταιρείες χρηματοοικονομικών μισθώσεων.
8. Υπηρεσίες Εκμισθώσεων, Πληροφορικής, Ακινήτων και Εμπορικές Δραστηριότητες: Διαχείριση ακίνητης περιουσίας, Ενοικιάσεις μεταφορικών μέσων, Πληροφορική, Εταιρείες συμμετοχών και παροχής συμβούλων, Διαφήμιση.
9. Υπηρεσίες Υγείας και Κοινωνικής Μέριμνας: Υγεία.
10. Γενικές υπηρεσίες: Τηλεόραση – Ψυχαγωγία, Τυχερά παιχνίδια.
11. Κατασκευές: Κατασκευές.
12. Μεταβατική κατηγορία: Υπό αναστολή, Σημαντικών αλλαγών δραστηριότητας.

Θα πρέπει εδώ να αναφέρουμε ότι ο προσδιορισμός των κλάδων της αγοράς μετοχών του ΧΑΑ και της ταξινόμησης των εισηγμένων εταιρειών σε αυτούς πραγματοποιείται ανά εξάμηνο και λαμβάνονται υπόψη οι 6-μηνιαίες οικονομικές-λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών και η σχετική ανάλυση του κύκλου εργασιών τους κατά κατηγορία οικονομικής δραστηριότητας. Γενικά, νέος κλάδος δημιουργείται όταν η χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών που θα εισάγονται σε αυτόν είναι ίση ή μεγαλύτερη του 3% της χρηματιστηριακής αξίας του συνόλου της αγοράς. Ομοίως, ένας υπάρχον κλάδος διαγράφεται όταν το παραπάνω ποσοστό μειωθεί κάτω από το 2,4%. Τέλος, αν το αντίστοιχο

ποσοστό κάποιου κλάδου υπερβεί το 5%, τότε αυτός μπορεί να διασπαστεί σε δύο επιμέρους κλάδους.

Στο ΧΑΑ λειτουργούν 26 δείκτες που περιλαμβάνουν 375 μετοχές και είναι οι εξής:

- § 3 διεθνείς: FTSE/ASE 20, FTSE/ASE Mid 40 και FTSE/ASE Smallcap 80.
- § 1 Γενικός Δείκτης της Κύριας Αγοράς.
- § 1 Γενικός Δείκτης της Παράλληλης Αγοράς.
- § 1 Δείκτης Συνολικής Απόδοσης στον Γενικό Δείκτη της Κύριας Αγοράς.
- § 1 Δείκτης Συνολικής Απόδοσης στον Γενικό Δείκτη της Παράλληλης Αγοράς.
- § 19 Κλαδικό Δείκτης: Δείκτης Τραπεζών, Δείκτης Ασφαλειών, Δείκτης Επενδύσεων, Δείκτης Εταιρειών Συμμετοχών, Δείκτης Βιομηχανιών, Δείκτης Βασικών Μετάλλων, Δείκτης Εκδόσεων και Εκτυπώσεων, Δείκτης Κλωστοϋφαντουργίας, Δείκτης Μη Μεταλλικών Ορυκτών-Τσιμέντων, Δείκτης Τροφίμων, Δείκτης Ειδών-Λύσεων Πληροφορικής, Δείκτης Λιανικού Εμπορίου, Δείκτης Χονδρικού Εμπορίου, Δείκτης Πληροφορικής, Δείκτης Κατασκευών, Δείκτης Τηλεπικοινωνιών, Δείκτης Ακίνητης Περιουσίας, Δείκτης Τηλεόρασης-Ψυχαγωγίας, Δείκτης Διυλιστηρίων.



Ο Γενικός Δείκτης τιμών του ΧΑΑ συντίθεται από 60 μετοχές όλων των κλάδων της κύριας αγοράς και απεικονίζει τη γενικότερη τάση του συνόλου της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο Δείκτης FTSE/ASE 20 σχεδιάστηκε από το οίκο FTSE και το ΧΑΑ για να αντανakλά τις αποδόσεις των 20 μεγαλύτερων εταιρειών που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ. Τα κριτήρια συμμετοχής των μετοχών είναι η κεφαλαιοποίησή τους, η εμπορευσιμότητά τους και το ποσοστό ευρείας διασποράς τους. Ο δείκτης ξεκίνησε την 24<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου του 1997 με τιμή βάσης 1000 μονάδες, υπολογίζεται και συντηρείται από το ΧΑΑ.

Ο Δείκτης FTSE/ASE Mid 40 είναι δείκτης μεσαίας κεφαλαιοποίησης σχεδιασμένος να μετρά τις αποδόσεις τέτοιων εταιρειών στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Ξεκίνησε την 8<sup>η</sup> Δεκεμβρίου του 1999 με τιμή βάσης 1000 μονάδες και υπολογίζεται και συντηρείται από το ΧΑΑ.

Ο Δείκτης FTSE/ASE Smallcap 80 σχεδιάστηκε για να αντανakλά τις αποδόσεις των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ. Ξεκίνησε την 31<sup>η</sup> Μαΐου του 2001 με τιμή βάσης 1000 μονάδες και υπολογίζεται και συντηρείται από το ΧΑΑ.

Ο Δείκτης της παράλληλης αγοράς περιλαμβάνει τις πρώτες σαράντα μετοχές της παράλληλης αγοράς, ενώ οι δείκτες συνολικής απόδοσης του γενικού δείκτη

κύριας και παράλληλης αγοράς υπολογίζουν τη συνολική απόδοση του γενικού δείκτη και της παράλληλης αγοράς αντίστοιχα, υποθέτοντας την επανεπένδυση του μερίσματος των μετοχών που συμμετέχουν στους γενικούς δείκτες κύριας και παράλληλης αγοράς κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος.

### **3.3. Η πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς μετοχών**

#### **3.3.1. 2000**

Οι τιμές των μετοχών και οι χρηματιστηριακές συναλλαγές παρουσίασαν πτωτική πορεία με διακυμάνσεις στη διάρκεια του 2000. Αντίθετα, η άντληση κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς το 2000 διαμορφώθηκε σε επίπεδο ελαφρά χαμηλότερο σε σχέση με το πολύ υψηλό επίπεδο του 1999.

Οι εξελίξεις στη χρηματιστηριακή αγορά στη διάρκεια του 2000 επηρεάστηκαν από μια σειρά από παράγοντες, όπως η αναμενόμενη το πρώτο εξάμηνο του 2001 αναβάθμιση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς από την κατηγορία αναδυόμενων αγορών σε εκείνη των ανεπτυγμένων, η περιορισμένη κερδοφορία των περισσότερων επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, καθώς και το δυσμενές κλίμα που επικράτησε στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2000.

Αναλυτικότερα, οι τιμές των μετοχών, μετά την απότομη αύξησή τους κατά 61,9% στο διάστημα από τα τέλη Ιουνίου 1999 έως τα μέσα Σεπτεμβρίου 1999, εμφάνισαν πτωτική τάση, η οποία συνεχίστηκε το πρώτο εξάμηνο του 2000 και επιταχύνθηκε στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους. Η υψηλότερη τιμή

του δείκτη (5.794,85 μονάδες) σημειώθηκε στις 3 Ιανουαρίου και η χαμηλότερη (3.213,42 μονάδες) στις 28 Νοεμβρίου.

Σχετικά μεγαλύτερη πτώση σημειώθηκε στις τιμές των μετοχών των κατασκευαστικών επιχειρήσεων (62%), των επιχειρήσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης (61,4%) και των επιχειρήσεων της παράλληλης αγοράς (79,4%). Αντίθετα , με ρυθμό χαμηλότερο από εκείνο του γενικού δείκτη υποχώρησαν οι τιμές των μετοχών των τραπεζών (22,1%).

Η αξία του συνόλου των συναλλαγών σε μετοχές υποχώρησε στα 34.343 δισεκ. δρχ. το 2000, από 58.800 δισεκ. δρχ. το 1999, ακολουθώντας γενικά πτωτική πορεία στη διάρκεια του έτους , με εξαίρεση το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο , οπότε σημειώθηκε αισθητή ανάκαμψη των συναλλαγών. Ειδικότερα, η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών το Δεκέμβριο του 2000 περιορίστηκε στα 107,7 δισεκ. δρχ. από 271,3 δισεκ. δρχ. το Δεκέμβριο του 1999. Σε όλο το έτος, η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών υποχώρησε στα 137,1 δισεκ. δρχ. από 235,8 δισεκ. δρχ. το 1999. Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη του δείκτη εμπορευσιμότητας των μετοχών, ο οποίος μειώθηκε σε 5% το Δεκέμβριο του 2000, από 10,3% το Δεκέμβριο του 1999. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μεγάλη πτώση των συναλλαγών σε μετοχές όλων των κλάδων, κυρίως όμως των επιχειρήσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης (66,2%), των κατασκευαστικών επιχειρήσεων (56,9%), καθώς και των τραπεζών (56,1%). Από τη σύγκριση της διάρθρωσης της αξίας των συναλλαγών σε μετοχές κατά κλάδο επιχειρήσεων διαπιστώνεται ότι το 2000 μειώθηκε το ποσοστό συμμετοχής των συναλλαγών σε μετοχές των τραπεζών, των εταιριών χρηματοδοτικής μίσθωσης, των επενδυτικών, των κατασκευαστικών και των εμποροβιομηχανικών εταιριών, ενώ το ποσοστό των

υπόλοιπων κλάδων παρουσίασε άνοδο.

Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑΑ μετοχών μειώθηκε στα 40.194δισεκ.δρχ. ή 98% του ΑΕΠ στο τέλος του 2000, από 67.311 δισεκ. δρχ. ή 176% του ΑΕΠ στο τέλος του 1999. Πτώση παρουσίασε η χρηματιστηριακή αξία του συνόλου των μετοχών της κύριας και της παράλληλης αγοράς. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τη σημαντική μείωση των τιμών των μετοχών, η οποία υπερκάλυψε την αυξητική επίδραση που άσκησε στη χρηματιστηριακή αξία το 2000 η εισαγωγή των μετοχών πολλών νέων εταιριών και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 1999 και τέλους Δεκεμβρίου 2000, ο δείκτης τιμών των τραπεζικών μετοχών μειώθηκε κατά 28,1%, με έντονες όμως διακυμάνσεις στη διάρκεια του έτους. Σε μέσα ετήσια επίπεδα, η πτώση των τιμών των τραπεζικών μετοχών περιορίστηκε στο 6% το 2000. Μείωση (55%) παρουσίασε και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών του κλάδου, η οποία διαμορφώθηκε στα 21 δισεκ. δρχ. το 2000, από 49 δισεκ. δρχ. το 1999. Ανάλογη εξέλιξη σημείωσε και η μέση μηνιαία εμπορευσιμότητα των τραπεζικών μετοχών, η οποία υποχώρησε σε 2.9% το Δεκέμβριο του 2000, από 5.5% το Δεκέμβριο του 1999. Η εξέλιξη αυτή των χρηματιστηριακών μεγεθών του τραπεζικού κλάδου κατά το 2000 συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τους γενικότερους λόγους που προαναφέρθηκαν, αλλά και με τη μείωση της κερδοφορίας του κλάδου το 2000, μετά τη σημαντική άνοδο των κερδών των τραπεζών το 1999. Αναλυτικότερα, τα συνολικά κέρδη των τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, τα οποία είχαν αυξηθεί κατά 200% περίπου το 1999, μειώθηκαν κατά 20,3% το 2000.

Παρά την κάμψη αυτή όμως, τα λειτουργικά κέρδη των τραπεζών διαμορφώθηκαν σε ικανοποιητικά επίπεδα και το 2000, δεδομένου ότι η μεγάλη άνοδος των κερδών τους το 1999 οφειλόταν, σε μεγάλο βαθμό, στα κέρδη από χρηματοοικονομικές συναλλαγές, τα οποία είχαν σημειώσει εντυπωσιακή αύξηση (156%), καθώς και σε έκτακτα έσοδα.

Μεταξύ τέλους 1999 και τέλους 2000, οι τιμές των μετοχών των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου μειώθηκαν κατά 52,7%. Η εξέλιξη αυτή δικαιολογείται από το γεγονός ότι ένα σημαντικό ποσοστό του χαρτοφυλακίου των εταιριών του κλάδου αποτελείται από μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, με αποτέλεσμα τα κέρδη του κλάδου να υποχωρήσουν κατά 77% έναντι του 1999. Σημειώνεται ότι οι επιχειρήσεις αυτές προέβησαν σε μικρή αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους στη διάρκεια του 2000, καθώς οι τοποθετήσεις τους στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ως ποσοστό του συνόλου των τοποθετήσεών τους μειώθηκαν στο 74% στο τέλος του 2000, από 77% στο τέλος του 1999, ενώ αντίθετα αυξήθηκε το ποσοστό των τοποθετήσεών τους στις αγορές κεφαλαίων του εξωτερικού (2000:6,5, 1999:2,8%).

Όσον αφορά τις εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, οι τιμές των μετοχών τους στο τέλος του 2000 ήταν κατά 64,7% χαμηλότερες από ό,τι στο τέλος του 1999, παρά την εντυπωσιακή αύξηση της κερδοφορίας (357%) των εταιριών αυτών το 2000. Επίσης, οι τιμές των μετοχών των κατασκευαστικών εταιριών μειώθηκαν κατά 63,1%, ενώ το 1999 είχαν αυξηθεί κατά 586%. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε και η μείωση των κερδών των εταιριών αυτών κατά 11,8% το 2000.

Τέλος, οι τιμές των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων παρουσίασαν πτώση κατά 39,9% το Δεκέμβριο του 2000, έναντι του αντίστοιχου μηνός του 1999. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν οι γενικότεροι παράγοντες που ερμηνεύουν

την περιορισμένη ζήτηση μετοχών, ενώ αντίθετα θετική επίδραση άσκησε η άνοδος των κερδών (14%) των βιομηχανικών επιχειρήσεων (με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ). Από τους επιμέρους κλάδους της μεταποίησης, άνοδο των κερδών τους παρουσίασαν οι κλάδοι των τροφίμων-ποτών, των ελαστικών-πλαστικών, της βασικής μεταλλουργίας, των μη μεταλλικών ορυκτών και των μηχανημάτων .

### **3.3.2. 2001**

Αρνητική επίδοση σημείωσαν όλα τα μεγέθη της χρηματιστηριακής αγοράς το 2001. Συγκεκριμένα , οι τιμές των μετοχών , οι χρηματιστηριακές συναλλαγές και η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώθηκαν σε επίπεδα χαμηλότερα από εκείνα του 2000.

Οι εξελίξεις στη χρηματιστηριακή αγορά κατά το 2001 επηρεάστηκαν από παράγοντες όπως το δυσμενές κλίμα που επικράτησε στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές στ διάρκεια του έτους , ιδιαίτερα μετά το Σεπτέμβριο του 2001, και η πτώση της κερδοφορίας των περισσότερων επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, ενώ και η αναβάθμιση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς το Μάιο του 2001 από την κατηγορία των αναδυόμενων σε εκείνη των ανεπτυγμένων αγορών εν είχε τα αναμενόμενα θετικά αποτελέσματα.

Κατά το πεντάμηνο Ιανουαρίου – Μαΐου του 2001, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑΑ παρουσίασε διακυμάνσεις, αλλά το μέσο επίπεδο του δεν υποχώρησε αισθητά σε σχέση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2000. Από τις αρχές Ιουνίου όμως μέχρι και τα μέσα Ιουλίου του 2001, οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν έντονη πτωτική τάση. Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε, όπως προαναφέρθηκε, παρά την αναβάθμιση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς στις 31 Μαΐου 2001 από την κατηγορία των αναδυόμενων σε εκείνη των ανεπτυγμένων αγορών. Από τα μέσα Ιουλίου, οι τιμές των μετοχών σημείωσαν ελαφρά άνοδο, ενώ μετά την τρομοκρατική επίθεση της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ παρουσίασαν και πάλι σημαντική πτώση, με τάση ανάκαμψης από τις αρχές Οκτωβρίου μέχρι το τέλος του 2001.

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2000 και τέλους Δεκεμβρίου του 2001, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών υποχώρησε κατά 23,5%. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη (3.360,5 μονάδες) καταγράφηκε στις 3 Ιανουαρίου 2001 και η χαμηλότερη (2.105,6 μονάδες) στις 21 Σεπτεμβρίου 2001. Πτωτικά κινήθηκαν οι τιμές των μετοχών όλων των επιμέρους κλάδων, με εξαίρεση τις τιμές των μετοχών των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, οι οποίες παρουσίασαν άνοδο. Σε σύγκριση με το γενικό δείκτη, μεγαλύτερη πτώση μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2000 και τέλους Δεκεμβρίου του 2001 σημειώθηκε στις τιμές των μετοχών των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (42,9%), των εταιριών συμμετοχών (35,4%), των τραπεζών (34,5%), των ασφαλειών (30,7%), των βιομηχανικών επιχειρήσεων (25,9%) και των επιχειρήσεων της παράλληλης αγοράς (24,2%). Οι τιμές των μετοχών των κατασκευαστικών επιχειρήσεων υποχώρησαν κατά 9,9%, δηλαδή πολύ λιγότερο από ότι ο γενικός δείκτης.

Η αξία των συναλλαγών σε μετοχές στη χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώθηκε σε 41.526 εκατ. ευρώ ή 14.150 δισεκ. δρχ. το 2001 ,έναντι 34.343 δισεκ. δρχ. το 2000. Ειδικότερα , η ημερήσια αξία των συναλλαγών ,αν και παρουσίασε διακυμάνσεις στη διάρκεια του 2001 ,γενικά διαμορφώθηκε σε πολύ χαμηλότερο επίπεδο από ότι κατά το προηγούμενο έτος .Συγκεκριμένα , η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών το 2001 αντιστοιχούσε στο 42% εκείνης του 2000 (2001:167 εκατ. ευρώ ή 57 δισεκ. δρχ. ,2000:136 δισεκ. δρχ.).Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη της εμπορευσιμότητας των μετοχών , η οποία μειώθηκε σε 4,4% το Δεκέμβριο του 2001 από 5% το Δεκέμβριο του 2000.Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μεγάλη πτώση των συναλλαγών σε μετοχές όλων των κλάδων ,κυρίως όμως των επιχειρήσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης (79,4%),των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (76,6%),και των εμποροβιομηχανικών επιχειρήσεων (75,9%),με αποτέλεσμα το ποσοστό των συναλλαγών σε μετοχές των κλάδων αυτών στο σύνολο να μειωθεί , ενώ αντίθετα το αντίστοιχο ποσοστό των υπόλοιπων κλάδων παρουσίασε άνοδο.

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2000 και τέλους Δεκεμβρίου του 2001, ο δείκτης τιμών των τραπεζικών μετοχών μειώθηκε κατά 34,5%, με έντονες όμως διακυμάνσεις στη διάρκεια του έτους .Σημαντική μείωση κατά 43% παρουσίασε και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών του κλάδου , η οποία διαμορφώθηκε στα 35 εκατ. ευρώ περίπου ή 12 δισεκ. δρχ. το 2001 ,από 21 δισεκ. δρχ. το 2000.Ανάλογη εξέλιξη ακολούθησε και η μέση μηνιαία εμπορευσιμότητα των τραπεζικών μετοχών , η οποία υποχώρησε σε 1,3% το Δεκέμβριο του 2001 από 2,9% το Δεκέμβριο του 2000.Η κάμψη των ανωτέρω χρηματιστηριακών μεγεθών του τραπεζικού κλάδου κατά το 2001 συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τους γενικότερους λόγους που προαναφέρθηκαν αλλά και με τη πτώση της



κερδοφορίας του κλάδου το 2001 για δεύτερο συνεχές έτος .Αναλυτικότερα ,τα συνολικά προ φόρων κέρδη των τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, τα οποία είχαν μειωθεί κατά 16,1% το 2000, παρουσίασαν περαιτέρω πτώση κατά 13% το 2001.

Μεταξύ τέλους του 2000 και τέλους του 2001, οι τιμές των μετοχών των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου των εταιριών του κλάδου αποτελείται από μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ.

Όσον αφορά τις κατασκευαστικές εταιρίες , οι τιμές των μετοχών τους μειώθηκαν κατά 9,9% παρά την αξιόλογη άνοδο της κερδοφορίας (27,1%) των εταιριών αυτών το 2001 και τις ευνοϊκές για τον κλάδο ρυθμίσεις του Ν.2940/2001. Τέλος , οι τιμές των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων παρουσίασαν πτώση κατά 25,9% στο τέλος του 2001 ,σε σύγκριση με το τέλος του 2000.Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν οι γενικότεροι παράγοντες που ερμηνεύουν την περιορισμένη ζήτηση μετοχών ,αλλά και η κάμψη της κερδοφορίας (27,4%) των βιομηχανικών επιχειρήσεων (με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ).Από τους επιμέρους κλάδους της μεταποίησης , άνοδο των κερδών τους παρουσίασαν οι κλάδοι των τροφίμων-ποτών, του καπνού, των χημικών, των μη μεταλλικών ορυκτών και του ηλεκτρολογικού εξοπλισμού.

### **3.3.3 2002**

Το δυσμενές κλίμα που χαρακτήρισε τη χρηματιστηριακή αγορά τη διετία 2000-2001 συνεχίστηκε και το 2002. Όλα τα χρηματιστηριακά μεγέθη, όπως οι τιμές των μετοχών, οι συναλλαγές σε μετοχές και η ανεύρεση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου, διαμορφώθηκαν σε επίπεδα χαμηλότερα εκείνων του 2001.

Οι αρνητικές αυτές εξελίξεις επηρεάστηκαν από ανάλογες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ , όπου οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν μεγάλη πτώση και υψηλή μεταβλητότητα το 2002. Στην αρνητική αυτή επίδοση των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών έχουν συμβάλει η μείωση των επιχειρηματικών κερδών ,κυρίως στους κλάδους υψηλής τεχνολογίας ,π.χ στις τηλεπικοινωνίες , τα προβλήματα αξιοπιστίας της διαχείρισης και των λογιστικών καταστάσεων ορισμένων μεγάλων εταιρειών των ΗΠΑ , η προς τα κάτω αναθεώρηση των εκτιμήσεων για τις προοπτικές της διεθνούς οικονομίας ,καθώς και ,πιο πρόσφατα ,η ένταση σε σχέση με τα γεγονότα στο Ιράκ.

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ,εκτός από τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν ,επηρεάστηκε δυσμενώς και από την , για τρίτο κατά σειρά έτος , πτώση της κερδοφορίας πολλών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Συγκεκριμένα ,τα κέρδη προ φόρων των εισηγμένων εταιριών μειώθηκαν με ρυθμό 17% περίπου το 2002. Το 20% περίπου των εταιριών αυτών παρουσίασε ζημιές στη χρήση του 2002 ,έναντι 7% περίπου το 2001.

Ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών μειώθηκε κατά 32,5% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2001 και τέλους Δεκεμβρίου 2002. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη (2.646,4 μονάδες ) καταγράφηκε στις 4 Ιανουαρίου και χαμηλότερη (1.727,1 μονάδες ) στις 9 Οκτωβρίου.

Με βάση τις ανωτέρω εξελίξεις, ο λόγος τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή ( P/E ratio) για το σύνολο των μετοχών του ΧΑΑ υποχώρησε σε 14 στο τέλος Δεκεμβρίου 2002, από 18 στο τέλος Δεκεμβρίου 2001. Έτσι, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παρουσίαζε στο τέλος του 2002 μια από τις πιο ελκυστικές αποτιμήσεις μεταξύ όλων των χρηματιστηριακών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η μερισματική απόδοση του συνόλου των μετοχών του ΧΑΑ με βάση τις τιμές των μετοχών στο τέλος του 2002 και τα διαθέσιμα στοιχεία των διανεμόμενων μερισμάτων της χρήσης του 2002, παρά τη μικρή υποχώρηση της έναντι του 2001, εκτιμάται ότι διατηρείται σε σχετικά ικανοποιητικό επίπεδο.

Η αξία των συναλλαγών σε μετοχές στη χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώθηκε σε 24.759 εκατ. ευρώ το 2002, έναντι 41.525 εκατ. ευρώ το 2001. Η ημερήσια αξία των συναλλαγών παρουσίασε μικρή διακύμανση στη διάρκεια του 2002 και περιορίστηκε στα 100 εκατ. ευρώ, από 167 εκατ. ευρώ το 2001. Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη της εμπορευσιμότητας των μετοχών, η οποία μειώθηκε σε 3,5% το Δεκέμβριο του 2002, από 4,4% το Δεκέμβριο του 2001.

Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑΑ μετοχών μειώθηκε στα 65.760 εκατ. ευρώ ή 47% του ΑΕΠ στο τέλος του 2002, από 96.950 εκατ. ευρώ ή 74% του ΑΕΠ στο τέλος του 2001. Πτώση παρουσίασε η χρηματιστηριακή αξία του συνόλου των μετοχών της κύριας και της παράλληλης αγοράς. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τη σημαντική μείωση των τιμών των μετοχών, η οποία υπερέκλυσε τη μικρή αυξητική επίδραση που άσκησαν στη χρηματιστηριακή αξία το 2002 η περιορισμένη εισαγωγή μετοχών νέων εταιριών και η αύξηση

του μετοχικού κεφαλαίου εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ.

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2001 και τέλους Δεκεμβρίου 2002, ο δείκτης τιμών των τραπεζικών μετοχών μειώθηκε κατά 43,9%, ενώ η πτώση συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2003. Μείωση κατά 62% παρουσίασε και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές του κλάδου, η οποία διαμορφώθηκε σε 13 εκατ. ευρώ το 2002, από 34 εκατ. ευρώ το 2001. Ανάλογη πορεία ακολούθησε και η μέση μηνιαία εμπορευσιμότητα των τραπεζικών μετοχών, η οποία υποχώρησε σε 0,8% το Δεκέμβριο του 2002, από 1,3% το Δεκέμβριο του 2001. Ο λόγος τιμών των τραπεζικών μετοχών προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E) αυξήθηκε σε 13 στο τέλος Δεκεμβρίου 2002, από 12 στο τέλος Δεκεμβρίου 2001, ενώ η μερισματική απόδοση των τραπεζών μειώθηκε ελαφρά σε 3,6% το 2002, από 3,9% το 2001. Γενικά, τα χρηματιστηριακά μεγέθη του τραπεζικού κλάδου παρουσίασαν το 2002 δυσμενέστερη εικόνα από εκείνα του συνόλου της αγοράς. Τα προ φόρων κέρδη των ελληνικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, παρουσίασαν πτώση κατά 47% το 2002. Παρ' όλα αυτά οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες παρουσίασαν το 2002 συγκριτικά καλύτερες επιδόσεις από εκείνες άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οι τιμές των μετοχών των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου μειώθηκαν κατά 28,8%, γεγονός που συνδέεται με την υποχώρηση του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑΑ, αφού ένα σημαντικό ποσοστό του χαρτοφυλακίου των εταιριών του κλάδου αποτελείται από μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ. Επίσης, οι τιμές των μετοχών των ασφαλιστικών εταιριών στο τέλος του 2002 ήταν κατά 71,4% χαμηλότερες από ότι στο τέλος του 2001.

Σχετικά με τις κατασκευαστικές εταιρίες, οι τιμές των μετοχών τους

υποχώρησαν κατά 17,4% ,παρά την εντυπωσιακή άνοδο τόσο της κερδοφορίας (76%) όσο και του κύκλου εργασιών τους (130%).

Αρκετές επιχειρήσεις του κλάδου προχώρησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές το 2002 ώστε να αυξήσουν το μέγεθός τους και να ενισχύσουν την ανταγωνιστικότητά τους στην εγχώρια και διεθνή αγορά.

Τέλος οι τιμές των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων παρουσίασαν πτώση κατά 33,9% στο τέλος του 2002 σε σχέση με το τέλος του 2001. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται τόσο στους γενικότερους παράγοντες που προαναφέρθηκαν όσο και στη μικρή κάμψη της κερδοφορίας (2%) των βιομηχανικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ. Από τους επιμέρους κλάδους της μεταποίησης , άνοδο των κερδών τους παρουσίασαν οι κλάδοι των τροφίμων , των προϊόντων πετρελαίου , των μη μεταλλικών ορυκτών και του καπνού.

#### **3.3.4. 2003**

Αισθητή ανάκαμψη σημείωσαν το 2003 όλα τα μεγέθη της χρηματιστηριακής αγοράς, ύστερα από τις αρνητικές επιδόσεις των τριών τελευταίων ετών. Συγκεκριμένα ,οι τιμές των μετοχών ,οι χρηματιστηριακές συναλλαγές και η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά παρουσίασαν άνοδο σε σύγκριση με τα χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί το 2002 .

Οι εξελίξεις στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 2003 επηρεάστηκαν από ανάλογες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ.

Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων στο Ιράκ , καθώς και οι αισιόδοξες προβλέψεις για την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας (κυρίως στις ΗΠΑ)και τη βελτίωση των επιχειρηματικών κερδών .

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκε θετικά από τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν , αλλά και από τη σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των περισσότερων επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) , ύστερα από τη συνεχή υποχώρηση που είχε σημειωθεί την τριετία 2000-2002. Συγκεκριμένα , τα προ φόρων κέρδη των εισηγμένων εταιριών αυξήθηκαν με ρυθμό 35% περίπου το 2003 , έναντι μείωσης κατά 17% το 2002 και 19% το 2001 .

Ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 29,5% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003 . Η χαμηλότερη τιμή του δείκτη (1.467,3 μονάδες ) καταγράφηκε στις 31 Μαρτίου και η υψηλότερη (2.310,5 μονάδες) στις 22 Αυγούστου . Ο ρυθμός ανόδου του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑΑ στη διάρκεια του 2003 ήταν υψηλότερος από ότι του δείκτη Standard and Poor's στις ΗΠΑ(26,4%), αλλά και του δείκτη Dow Jones EYRO STOXX στη ζώνη του ευρώ (18,1%).

Οι εξελίξεις αυτές στις τιμές των μετοχών και την κερδοφορία των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο είχαν ως αποτέλεσμα ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio) για το σύνολο των μετοχών του ΧΑΑ να αυξηθεί σε 15 στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003 , από 14 στο τέλος Δεκεμβρίου

του 2002.Εξάλλου , μερισματική απόδοση του συνόλου των μετοχών του ΧΑΑ στο τέλος του 2003 εκτιμάται ότι κυμάνθηκε περίπου στα ίδια επίπεδα όπως το 2002.

Η αξία του συνόλου των συναλλαγών σε μετοχές στη χρηματιστηριακή αγορά αυξήθηκε σε 34.854 εκατ. ευρώ το 2003 ,από 24.759 εκατ. ευρώ το 2002.Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν στη μεγάλη άνοδο που σημείωσαν οι συναλλαγές σε μετοχές επιχειρήσεων όλων των κλάδων , κυρίως όμως του χρηματοπιστωτικού τομέα (τράπεζες ,εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης , ασφαλιστικές και επενδυτικές επιχειρήσεις )και των εμποροβιομηχανικών επιχειρήσεων .

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών αυξήθηκε το 2003 και διαμορφώθηκε στα 141 εκατ. ευρώ ,από 100 εκατ. ευρώ το 2002, ενώ άνοδο παρουσίασε και το πρώτο τρίμηνο του 2004 .Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη του δείκτη εμπορευσιμότητας των μετοχών , ο οποίος ανήλθε σε 4,7% το Δεκέμβριο του 2003 από 3,5% το Δεκέμβριο του 2002 , αν και ,στο τέλος Μαρτίου του 2004 σημείωσε μικρή υποχώρηση .

Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑΑ μετοχών αυξήθηκε σε 84.547 εκατ. ευρώ ή 56% του ΑΕΠστο τέλος του 2003 ,από 65.760 εκατ. ευρώ ή 47% του ΑΕΠ στο τέλος του 2002 .Άνοδο παρουσίασε η χρηματιστηριακή αξία του συνόλου των μετοχών της κύριας και της παράλληλης αγοράς .Το γεγονός αυτό αντανakλά κυρίως τη σημαντική ενίσχυση των τιμών των μετοχών , καθώς ήταν περιορισμένη η επίδραση που άσκησαν στη χρηματιστηριακή αξία το 2003 η εισαγωγή μετοχών νέων εταιριών και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εταιριών με μετοχές εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά .

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003 , ο δείκτης τιμών των μετοχών αυξήθηκε κατά 58% , ακολουθώντας ανοδική πορεία με διακυμάνσεις στη διάρκεια του έτους , ενώ ελαφρά άνοδο σημείωσε και τους τρεις πρώτους μήνες του 2004 .Εντυπωσιακή άνοδο (92%) παρουσίασε η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές του κλάδου , η οποία διαμορφώθηκε σε 26 εκατ. ευρώ το 2003 , από 13 εκατ. ευρώ το 2002.Ανάλογη πορεία ακολούθησε και η μέση μηνιαία εμπορευσιμότητα των τραπεζικών μετοχών , η οποία ανήλθε σε 2,3% το Δεκέμβριο του 2003.Ο λόγος τιμών των τραπεζικών μετοχών προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E) αυξήθηκε σε 15 στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003 και η μερισματική απόδοσή τους μειώθηκε σε 3% στο τέλος του 2003. Γενικά ,τα χρηματιστηριακά μεγέθη του τραπεζικού κλάδου βελτιώθηκαν το 2003 περισσότερο από ότι εκείνα του συνόλου της αγοράς .Τα προ φόρων κέρδη των ελληνικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξήθηκαν κατά 34% το 2003.Η άνοδος αυτή προέρχεται κυρίως από τη σημαντική ενίσχυση των οργανικών εσόδων (καθαρών εσόδων από τόκους ) των τραπεζών και τη συγκράτηση του λειτουργικού κόστους.

Οι τιμές των μετοχών των εταιριών επενδύσεων αυξήθηκαν κατά 54,2% μεταξύ τέλους του 2002 και τέλους του 2003.Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με το γεγονός ότι υψηλό ποσοστό (67%) του χαρτοφυλακίου των εταιριών αυτών αποτελείται από μετοχές εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά , ενώ και η κερδοφορία των εν λόγω εταιριών παρουσίασε εντυπωσιακή ανάκαμψη (190%).

Όσον αφορά τις κατασκευαστικές εταιρίες , οι τιμές των μετοχών τους υποχώρησαν κατά 5%, παρά την αξιόλογη άνοδο της κερδοφορίας (21%) των εταιριών αυτών το 2003 καθώς πολλές αυτές προβλήματα ρευστότητας και



υπερδανεισμού.

Τέλος , οι τιμές των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων παρουσίασαν άνοδο κατά 15% περίπου στο τέλος του 2003 , σε σύγκριση με το τέλος του 2002. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε, εκτός από τους γενικότερους παράγοντες που προαναφέρθηκαν, και η ανάκαμψη της κερδοφορίας (16%) των βιομηχανικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Όλοι οι επιμέρους κλάδοι της μεταποίησης σημείωσαν αύξηση των κερδών τους , με εξαίρεση τους κλάδους των προϊόντων ξύλου και φελλού, προϊόντων χάρτου , ναυπηγείων, βασικών μετάλλων ,μεταλλικών προϊόντων και καπνού, οι οποίοι παρουσίασαν πτώση.

### **3.3.5. 2004**

Η άνοδος του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά που ξεκίνησε το 2003 συνεχίστηκε και το 2004. Οι συναλλαγές διατηρήθηκαν περίπου στο επίπεδο του 2003, ενώ ελαφρά αύξηση σημείωσε η αξία των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 2004 επηρεάστηκε τόσο από παράγοντες που αφορούν την εγχώρια αγορά, όπως η περαιτέρω βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, όσο και από τις θετικές εξελίξεις στις ξένες χρηματιστηριακές αγορές, κυρίως της ζώνης του ευρώ. Αναλυτικότερα, ο γενικός δείκτης τιμών του ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 23,1% στο τέλος Δεκεμβρίου 2004 σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου 2003. Στην άνοδο αυτή του γενικού δείκτη συνετέλεσε κυρίως η σημαντική αύξηση των τιμών των μετοχών των

εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης, όπως αποτυπώνεται και στην άνοδο του δείκτη Financial Times 20 (FTSE ASE 20) κατά 32,3%. Αντίθετα, πτώση παρουσίασαν τόσο ο δείκτης των εταιρειών μεσαίας κεφαλαιοποίησης Financial Times 40 (FTSE ASE 40) (-2,8%) όσο και ο δείκτης των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης Financial Times 80 (FTSE ASE 80) (-21,3%). Ωστόσο, ο ρυθμός ανόδου του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑΑ το 2004 ήταν αισθητά υψηλότερος από ότι του Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ (10,0%) και του δείκτη Standard and Poor's 500 στις ΗΠΑ (9,0%).

Ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio) για το σύνολο των μετοχών του ΧΑΑ ανήλθε σε 17,8 στο τέλος Δεκεμβρίου 2004, από 15,8 στο τέλος Δεκεμβρίου 2003. Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών το 2004 διαμορφώθηκε σε 141 εκατ. ευρώ, διατηρούμενη στο ίδιο περίπου επίπεδο με το 2003. Η συνολική αξία των συναλλαγών σε μετοχές στη χρηματιστηριακή αγορά ανήλθε σε 35.623 εκατ. ευρώ το 2004, από 34.854 εκατ. ευρώ το 2003. Μεγάλη αύξηση των συναλλαγών παρατηρήθηκε στις μετοχές του κλάδου των τραπεζών και σε μικρότερο βαθμό, του κλάδου των τηλεπικοινωνιών. Ο κύριος όγκος των συναλλαγών αφορούσε μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης του δείκτη FTSE ASE 20. Αντίθετα, πτώση παρουσίασε η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές τόσο της μεσαίας κεφαλαιοποίησης του δείκτη FTSE ASE 40 όσο και της μικρής κεφαλαιοποίησης του δείκτη FTSE ASE 80. Εξάλλου, αισθητή υποχώρηση σημείωσε η αξία των συναλλαγών στη νέα χρηματιστηριακή αγορά.

Ανάλογη με την πορεία της μέσης ημερήσιας αξίας των συναλλαγών ήταν η εξέλιξη της εμπορευσιμότητας των μετοχών, η οποία υποχώρησε ελαφρά σε 4,4% το Δεκέμβριο του 2004, από 4,7% το Δεκέμβριο του 2003.

Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑΑ μετοχών αυξήθηκε σε 92,140 εκατ. ευρώ ή 56% του ΑΕΠ στο τέλος του 2004, από 84.547 εκατ. ευρώ ή 55% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003. Η άνοδος αυτή προήλθε από τις μετοχές της κύριας αγοράς, καθώς η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της παράλληλης και της νέας χρηματιστηριακής αγοράς σημείωσε πτώση. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν τη σημαντική ενίσχυση των τιμών των μετοχών της κύριας αγοράς, ενώ περιορισμένη εξακολούθησε να είναι και το 2004 η επίδραση που άσκησαν στη χρηματιστηριακή αξία η εισαγωγή μετοχών νέων εταιρειών και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εταιρειών με μετοχές ήδη εισηγμένες στο ΧΑΑ.

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2003 και τέλους Δεκεμβρίου 2004, ο δείκτης τιμών των τραπεζικών μετοχών αυξήθηκε κατά 44,3%, ποσοστό σχεδόν διπλάσιο από αυτό του γενικού δείκτη τιμών του ΧΑΑ. Αισθητή άνοδο (68%) παρουσίασε και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές του κλάδου, η οποία διαμορφώθηκε σε 44 εκατ. ευρώ το 2004, από 26 εκατ. ευρώ το 2003. Σημαντικά αυξημένη ήταν επίσης η εμπορευσιμότητα των τραπεζικών μετοχών, η οποία στο τέλος Δεκεμβρίου ανήλθε σε 3,25%, έναντι 2,3% το 2003.

Η άνοδος των τιμών των μετοχών του τραπεζικού κλάδου με ρυθμό αισθητά υψηλότερο από εκείνο του συνόλου των μετοχών οδήγησε σε αύξηση του λόγου τιμών τους προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), ο οποίος ανήλθε σε 22,5 από 14,8 στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003. Αντίθετα, μείωση εμφάνισε η μερισματική απόδοση των τραπεζών, η οποία διαμορφώθηκε σε 2,5% στο τέλος Δεκεμβρίου

του 2004, έναντι 3,1% το 2003. Τα καθαρά κέρδη προ προβλέψεων, έκτακτων αποτελεσμάτων και φόρων των ελληνικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξήθηκαν κατά 6,7%. Η άνοδος αυτή προήλθε τόσο από την ενίσχυση των επιμέρους κατηγοριών εσόδων όσο και από τη συγκρατημένη αύξηση των λειτουργικών δαπανών.

Από τους δείκτες τιμών μετοχών των υπόλοιπων κλάδων, σημαντική άνοδο κατά 23,3% εμφάνισαν, μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2003 και τέλους Δεκεμβρίου 2004, οι δείκτες των διυλιστηρίων και των τηλεπικοινωνιών. Επίσης, ο δείκτης των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σημείωσε άνοδο κατά 18,7%, εξέλιξη συνυφασμένη με την αύξηση των τιμών των μετοχών του ΧΑΑ, αφού σημαντικό ποσοστό του χαρτοφυλακίου των εταιρειών αυτών αποτελείται από μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ.

Οι τιμές των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων παρουσίασαν άνοδο κατά 4,7% σε σχέση με το τέλος του 2003, αν και η συνολική κερδοφορία τους παρέμεινε στα ίδια επίπεδα. Από του επιμέρους κλάδους της βιομηχανίας, αύξηση κερδών παρουσίασαν οι κλάδοι των βασικών μετάλλων, επίπλων, κατασκευής οχημάτων, κατασκευής κοσμημάτων, παραγωγής και εμπορίας καπνού και εκδόσεων-εκτυπώσεων.

Αντίθετα, σημαντική πτώση εμφάνισαν οι τιμές των μετοχών κλωστοϋφαντουργίας (-50,9%), λόγω των διαρθρωτικών προβλημάτων και της μειωμένης ανταγωνιστικότητας που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες του κλάδου, ενώ αισθητά (-30,4%) μειώθηκαν και οι τιμές των εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου, καθώς η κερδοφορία των εταιρειών αυτών εμφανίστηκε μειωμένη τόσο σε επίπεδο μητρικής εταιρείας (-12,7%), όσο και σε επίπεδο ομίλου (-13,0%).

Βιβλιογραφία κεφαλαίου:

1. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ([www.ase.gr](http://www.ase.gr))
2. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Μάρτιος 2005.
3. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, Μάρτιος 2004
4. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002, Μάρτιος 2003
5. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2001, Μάρτιος 2002
6. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2000, Μάρτιος 2001

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### 4.1 Εισαγωγή: Βασικά Μοντέλα Αποτίμησης Μετοχών

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν στην πράξη μια μεγάλη ποικιλία μοντέλων για την αποτίμηση των μετοχών. Υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις σχετικά με τον υπολογισμό της τιμής ενός στοιχείου (Aswath Damodaran, 2001, James C. Van Horne, 1998):

- 1) Αποτίμηση Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow Valuation): υπολογίζει την αξία ενός στοιχείου με βάση την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ροών του.
- 2) Συγκριτική Αποτίμηση (Relative Valuation): υπολογίζει την αξία λαμβάνοντας υπόψη την αποτίμηση «συγκρίσιμων» στοιχείων σε σχέση με μια κοινή μεταβλητή, όπως είναι τα κέρδη, οι ταμειακές ροές, η λογιστική αξία ή οι πωλήσεις.
- 3) Αποτίμηση Δικαιωμάτων Προαίρεσης (Contingent Claim Valuation): χρησιμοποιεί μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προκειμένου να αποτιμήσει την αξία στοιχείων που έχουν χαρακτηριστικά παρόμοια με τα δικαιώματα.

Από τα παραπάνω συνάγεται ότι μπορεί να υπάρξουν σημαντικές διαφορές στο αποτέλεσμα ανάλογα με το ποια προσέγγιση χρησιμοποιείται.

#### 4.1.1 Αποτίμηση Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών

Η προσέγγιση αυτή βασίζεται στον κανόνα της «παρούσας αξίας». Σύμφωνα με αυτόν η αξία ενός οποιουδήποτε στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ροών του (Aswath Damodaran, 2001). Οι ταμιακές αυτές ροές ποικίλλουν: μερίσματα για τις μετοχές, κουπόνια (τόκοι) για τα ομόλογα και ταμιακές ροές μετά φόρων για τα επενδυτικά σχέδια.

$$\text{Αξία} = \sum CF_t / (1 + r)^t$$

Όπου  $t$  = η διάρκεια ζωής του στοιχείου

$CF_t$  = οι ταμιακές ροές στην περίοδο  $t$

$r$  = ο συντελεστής προεξόφλησης (αντανακλά την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμιακών ροών)

Η αποτίμηση των προεξοφλημένων ταμιακών ροών μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Ο πρώτος είναι να εκτιμήσουμε απλά και μόνο το μερίδιο των ταμιακών ροών που αναλογούν στους (κοινούς) μετόχους της εταιρείας. Ο δεύτερος τρόπος αφορά ολόκληρη την εταιρεία και περιλαμβάνει, πέρα από τις κοινές μετοχές, τους υπόλοιπους κατόχους δικαιωμάτων της εταιρείας (κάτοχοι ομολόγων, προνομιούχων μετοχών, κλπ.). Παρόλο που και οι δύο προσεγγίσεις προεξοφλούν τις αναμενόμενες ταμιακές ροές τους, οι σχετικές ταμιακές ροές και οι συντελεστές προεξόφλησης διαφέρουν σε κάθε μία από αυτές.

Για την αποτίμηση των κοινών μετοχών μιας εταιρείας (equity valuation) χρησιμοποιείται το Μοντέλο Προεξόφλησης των Διαθέσιμων Ταμιακών Ροών

από Μετοχές (Free Cash Flow to Equity Discount Model). Με βάση το μοντέλο αυτό, η αξία μιας μετοχής υπολογίζεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες διαθέσιμες ταμιακές ροές της με την απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές των μετοχών της εταιρείας. Οι αναμενόμενες διαθέσιμες ταμιακές ροές της μετοχής είναι το υπόλοιπο των ταμιακών ροών που απομένουν μετά την κάλυψη όλων των εξόδων, των φορολογικών υποχρεώσεων και των πληρωμών αρχικού κεφαλαίου δανείου και τόκων.

Το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model) αποτελεί μια εξειδικευμένη περίπτωση αποτίμησης μετοχών, σύμφωνα με την οποία η αξία μιας μετοχής με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων της. Το μοντέλο αυτό αναπτύσσεται παρακάτω στην ενότητα 4.2.

Για την αποτίμηση μιας εταιρείας στο σύνολό της (firm valuation) χρησιμοποιείται το Μοντέλο Προεξόφλησης των Διαθέσιμων Ταμιακών Ροών της Εταιρείας (Free Cash Flow to Firm Discount Model). Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, η αξία μιας εταιρείας υπολογίζεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες διαθέσιμες ταμιακές ροές της με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital = ο μέσος όρος των συνολικών επιβαρύνσεων που πρέπει να καταβάλλει μια επιχείρηση για την άντληση, συνήθως, μακροπρόθεσμων κεφαλαίων από διάφορες πηγές). Οι αναμενόμενες διαθέσιμες ταμιακές ροές της εταιρείας είναι το υπόλοιπο των ταμιακών ροών που απομένουν μετά την κάλυψη όλων των λειτουργικών εξόδων και φόρων προ της πληρωμής των χρεών.



Ένα βασικό λάθος που θα πρέπει να αποφεύγεται είναι ο εσφαλμένος συνδυασμός των ταμιακών ροών και των συντελεστών προεξόφλησης. Η προεξόφληση των ροών των μετοχών με βάση το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου θα οδηγήσει σε μια προκατειλημμένη ανοδική εκτίμηση της τιμής μιας μετοχής. Αντίθετα, η προεξόφληση των ταμιακών ροών της εταιρείας με βάση την απαιτούμενη απόδοση των κοινών μετοχών θα αποφέρει μια προκατειλημμένη καθοδική εκτίμηση της αξίας της εταιρείας.

#### 4.1.2 Συγκριτική Αποτίμηση

Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, η αξία ενός στοιχείου υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη την αποτίμηση «συγκρίσιμων» στοιχείων σε σχέση με μια κοινή μεταβλητή, όπως είναι τα κέρδη, οι ταμιακές ροές, η λογιστική αξία ή τα εισοδήματα. Για παράδειγμα, μπορούμε να αποτιμήσουμε μια εταιρεία χρησιμοποιώντας το μέσο όρο της τιμής προς τα κέρδη (industry average p/e ratio) του κλάδου. Στην περίπτωση αυτή υποθέτουμε ότι οι υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου είναι σχετικές με την εταιρεία που αξιολογείται και ότι η αγορά τις έχει, κατά μέσο όρο, αποτιμήσει σωστά.

Ο δείκτης της τιμής προς λογιστική αξία (price/book value ratio) επίσης χρησιμοποιείται ευρέως. Με βάση τον παραπάνω δείκτη, εταιρείες οι οποίες λειτουργούν με μειωμένη τιμή (discount) έναντι της λογιστικής τους αξίας σε σχέση με άλλες παρόμοιες εταιρείες, θεωρούνται υποτιμημένες. Για την αποτίμηση εταιρειών χρησιμοποιείται ακόμα, και ο μέσος όρος των δεικτών της τιμής προς τις πωλήσεις (price/sales ratio) για εταιρείες με παρόμοια

χαρακτηριστικά. Ενώ και οι τρεις είναι μεταξύ αυτών που χρησιμοποιούνται ευρέως, υπάρχουν και άλλοι δείκτες οι οποίοι επίσης παίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάλυση, όπως ο δείκτης τιμής προς ταμιακές ροές (price/cash flows ratio), ο δείκτης τιμής προς μερίσματα (price/dividends ratio) κλπ.

Δύο τουλάχιστον είναι οι τρόποι με τους οποίους ένας αναλυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τους πολλαπλασιαστές για την αποτίμηση μιας εταιρείας.

Πρώτον, συνδυάζοντας τους πολλαπλασιαστές με τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιρειών που αξιολογούνται – ρυθμοί ανάπτυξης κερδών και ταμιακών ροών, ποσοστά πληρωμής μερισμάτων και κίνδυνος. Η προσέγγιση αυτή ισοδυναμεί με χρήση του μοντέλου αποτίμησης προεξοφλημένων ταμιακών ροών, απαιτώντας τις ίδιες πληροφορίες και αποδίδοντας τα ίδια αποτελέσματα. Το πρωταρχικό της πλεονέκτημα είναι ότι παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ των πολλαπλασιαστών και χαρακτηριστικών της εταιρείας και μας βοηθάει να διαπιστώσουμε πως αλλάζουν οι πολλαπλασιαστές με τη μεταβολή αυτών των χαρακτηριστικών. Για παράδειγμα, ποια θα είναι η επίδραση της μεταβολής των περιθωρίων του κέρδους στο δείκτη τιμής προς πωλήσεις.

Δεύτερον, εκτιμώντας τους πολλαπλασιαστές μιας εταιρείας με εξέταση σχετικών εταιρειών. Το βασικό θέμα στην προσέγγιση αυτή είναι ο προσδιορισμός μιας «σχετικής» εταιρείας. Θεωρητικά, ο αναλυτής θα πρέπει να εξετάζει όλες τις μεταβλητές οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν τον πολλαπλασιαστή. Στην πράξη, όμως, η εξέταση αυτή μπορεί να χαρακτηριστεί

αφελής (χρησιμοποιώντας τους μέσους όρους του κλάδου) έως αρκετά πολύπλοκη (μοντέλα παλινδρόμησης πολλαπλών μεταβλητών).

#### 4.1.3 Αποτίμηση Δικαιωμάτων Προαίρεσης

Με βάση την προσέγγιση αυτή, η ενδεχόμενη απαίτηση ή δικαίωμα είναι ένα στοιχείο το οποίο ασκείται κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις: όταν η αξία του υποκείμενου στοιχείου υπερβαίνει μια προκαθορισμένη τιμή για ένα δικαίωμα αγοράς (call option) ή είναι μικρότερη από μια προκαθορισμένη τιμή για ένα δικαίωμα πώλησης (put option). Τα τελευταία χρόνια έχει γίνει σημαντική δουλειά για την ανάπτυξη μοντέλων αποτίμησης δικαιωμάτων αφού τα μοντέλα αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση οποιουδήποτε στοιχείου το οποίο έχει χαρακτηριστικά παρόμοια με τα δικαιώματα.

Η τιμή ενός δικαιώματος μπορεί να υπολογισθεί ως συνάρτηση των παρακάτω μεταβλητών: της τρέχουσας αξίας και της μεταβλητότητας στην τιμή του υποκείμενου στοιχείου, της τιμής άσκησης και του χρόνου μέχρι τη λήξη του δικαιώματος, και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο. Το παραπάνω εφαρμόστηκε για πρώτη φορά από τους Black and Scholes (1972) και έχει επακόλουθα επεκταθεί και τροποποιηθεί σε διάφορες παραλλαγές. Ενώ το μοντέλο αποτίμησης δικαιωμάτων των Black and Scholes αγνοούσε τα μερίσματα και υπέθετε ότι τα δικαιώματα δε θα ασκηθούν νωρίς, μπορεί να τροποποιηθεί

προκειμένου να παρέχει και τα δύο. Μια διακεκριμένη, επίσης, στο χρόνο παραλλαγή είναι το μοντέλο αποτίμησης δικαιωμάτων Binomial.

Γενικά, ένα στοιχείο μπορεί να αποτιμηθεί σαν ένα δικαίωμα αγοράς όταν οι χρηματικές ροές του αποτελούν συνάρτηση της τιμής του υποκείμενου στοιχείου. Αντίθετα, το στοιχείο αυτό μπορεί να αποτιμηθεί σαν ένα δικαίωμα πώλησης όταν κερδίζει αξία όσο η τιμή του υποκείμενου στοιχείου υποχωρεί κάτω από ένα προκαθορισμένο επίπεδο.

## **4.2 Μοντέλα Προεξόφλησης Μερισμάτων**

Όπως αναφέρθηκε, σύμφωνα με το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discount Model ή αλλιώς DDM), η αξία μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων της. Υπάρχουν, όμως αρκετές παραλλαγές του οι οποίες βασίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις σχετικά με τη μελλοντική ανάπτυξη. Η σημαντικότερη από αυτές είναι το μοντέλο ανάπτυξης του Gordon (Gordon Growth Model) ενώ διακρίνονται, επίσης, τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων δύο και τριών σταδίων αντίστοιχα (Two-stage and Three-stage Dividend Discount Models).

### **4.2.1. Το Γενικό Μοντέλο**

Όταν οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές, προσδοκούν στην είσπραξη δύο τύπων χρηματικών ροών: των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου που έχουν στην κατοχή τους τις μετοχές αυτές και της αναμενόμενης μελλοντικής τιμής της

μετοχής κατά τη στιγμή πώλησης της. Εφόσον το ύψος της αναμενόμενης αυτής τιμής καθορίζεται με βάση τα μελλοντικά μερίσματα, η τιμή της μετοχής θα ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των μερισμάτων της στη διάρκεια του χρόνου:

$$\text{Αξία ανά μετοχή} = \sum \text{DPS}_t / (1+r)^t$$

Όπου  $\text{DPS}_t$  = τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή

$r$  = απαιτούμενη απόδοση μετοχής

Η λογική του μοντέλου αυτού βασίζεται στον κανόνα της παρούσας αξίας. Η αξία, δηλαδή, ενός στοιχείου ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ροών του προεξοφλημένων με ένα ποσοστό σχετικό με την επικινδυνότητα των προεξοφλούμενων ταμιακών ροών. Στο μοντέλο αυτό υπάρχουν δύο βασικές παράμετροι: τα αναμενόμενα μερίσματα και η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής. Για να υπολογίσουμε τα αναμενόμενα μερίσματα, κάνουμε διάφορες υποθέσεις σχετικά με τον προσδοκώμενο μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης των κερδών και των ποσοστών πληρωμής μερισμάτων. Από την άλλη, η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής καθορίζεται με βάση την επικινδυνότητά της και μετριέται διαφορετικά ανάλογα με το μοντέλο που χρησιμοποιείται.

#### 4.2.2 Το βασικό μοντέλο ανάπτυξης του Gordon

Το βασικό μοντέλο ανάπτυξης του Gordon χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας εταιρείας που είναι σε «σταθερή κατάσταση». Τα μερίσματα αυτής αναπτύσσονται με ένα ρυθμό ο οποίος προβλέπεται να παραμείνει σταθερός για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το μοντέλο αυτό υπολογίζει την τιμή μιας μετοχής σε σχέση με τα μελλοντικά μερίσματα των επόμενων περιόδων, την απαιτούμενη απόδοση της μετοχής και τον αναμενόμενο μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων.

Τιμή μετοχής (Value of stock) =  $DPS_t / r-g$ ,

Όπου  $DPS_t$  = τα αναμενόμενα μερίσματα σε ένα χρόνο από τώρα,

$r$  = η απαιτούμενη απόδοση για τους επενδυτές των μετοχών, και

$g$  = ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων στο διηνεκές.

Αν και το παραπάνω μοντέλο αποτελεί έναν απλό και δυναμικό τρόπο για την αποτίμηση μιας μετοχής, χρησιμοποιείται για περιορισμένο αριθμό εταιρειών οι οποίες αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό. Το μοντέλο ανάπτυξης του Gordon εφαρμόζεται κυρίως σε δημόσιες επιχειρήσεις και οργανισμούς κοινής ωφέλειας οι οποίοι έχουν καθορισμένα τιμολόγια, σταθερή ανάπτυξη και υψηλά μερίσματα. Μπορεί επίσης να εφαρμοσθεί και σε άλλες εταιρείες όπως είναι οι εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Οι εταιρείες αυτές λειτουργούν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον και δεν αναμένεται, σε

μακροπρόθεσμο ορίζοντα, τα κέρδη τους να μεγαλώσουν πολύ γρηγορότερα από την οικονομία.

#### 4.2.3 Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας εταιρείας με δύο στάδια ανάπτυξης: ένα πρώτο στάδιο στο οποίο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι εξαιρετικά υψηλός και ένα δεύτερο στάδιο στο οποίο ο ρυθμός αυτός είναι σταθερός και αναμένεται να παραμείνει έτσι για μεγάλο χρονικό διάστημα. Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις, η αξία μιας μετοχής υπολογίζεται ως ακολούθως:

Αξία μετοχής = Παρούσα αξία των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης + Παρούσα αξία τελικής τιμής

$$P_0 = \sum \text{DPS}_t / (1+r)^t + P_n / (1+r)^n, \text{ όπου } P_n = \text{DPS}_{n+1} / r_n - g_n,$$

Όπου  $\text{DPS}_t$  = τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή στο χρόνο  $t$

$r$  = η απαιτούμενη απόδοση (κοινών) μετοχών κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

$P_n$  = η τιμή στο τέλος του χρόνου  $n$

$g$  = ο ρυθμός υψηλής ανάπτυξης για τα πρώτα  $n$  χρόνια

$g_n$  = ο ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές μετά το χρόνο  $n$

$r_n$  = η απαιτούμενη απόδοση στη σταθερή κατάσταση

Εφόσον το μοντέλο αυτό βασίζεται σε δύο σαφώς καθορισμένα στάδια ανάπτυξης, ταιριάζει καλύτερα σε εταιρείες οι οποίες βρίσκονται σε υψηλή ανάπτυξη και αναμένεται να διατηρήσουν το ρυθμό αυτό για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Μετά το τέλος όμως αυτής της περιόδου οι πηγές της υψηλής ανάπτυξης προβλέπεται να εξαφανισθούν. Η υπόθεση πως ο ρυθμός ανάπτυξης υποχωρεί απότομα από τον υψηλό ρυθμό της αρχικής περιόδου σε ένα σταθερό υπονοεί, επίσης, ότι το μοντέλο αυτό είναι καταλληλότερο για εταιρείες με μέτριους ρυθμούς ανάπτυξης κατά την αρχική περίοδο.

#### 4.2.4 Μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων τριών σταδίων

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων τριών σταδίων χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας εταιρείας τρία στάδια ανάπτυξης: ένα αρχικό στάδιο υψηλής ανάπτυξης, ένα μεταβατικό στάδιο όπου η ανάπτυξη μειώνεται και ένα τελικό στάδιο σταθερής ανάπτυξης. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, η αξία μιας εταιρείας ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων κατά τη διάρκεια των δύο πρώτων περιόδων και της τελικής τιμής κατά την έναρξη της τελευταίας περιόδου σταθερής ανάπτυξης. Το ποσοστό πληρωμής μερισμάτων θα είναι γενικά χαμηλό κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης, θα αυξάνει κατά τη μεταβατική περίοδο και θα είναι υψηλό κατά την περίοδο σταθερής ανάπτυξης.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{EPS_0 (1+g_a)^t * \Pi_a / (1+r)^t + \sum_{i=1}^n \frac{DPS_i}{(1+r)^i} + \frac{EPS_{n2} (1+g_n) * \Pi_n}{(r-g_n)(1+r)^n}$$



Όπου  $EPS_t$  = τα κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο  $t$

$DPS_t$  = μερίσματα ανά μετοχή στο χρόνο  $t$

$g_a$  = ρυθμός ανάπτυξης κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

$g_n$  = ρυθμός ανάπτυξης κατά την περίοδο σταθερής ανάπτυξης

$\Pi_a$  = ποσοστό πληρωμής μερισμάτων κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

$\Pi_n$  = ποσοστό πληρωμής μερισμάτων κατά την περίοδο σταθερής ανάπτυξης

$r$  = απαιτούμενη απόδοση της μετοχής κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

$r_n$  = απαιτούμενη απόδοση της μετοχής κατά την περίοδο σταθερής ανάπτυξης

Με το μοντέλο αυτό ξεπερνιούνται πολλοί από τους περιορισμούς που υπάρχουν σε άλλες παραλλαγές του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων. Απ' την άλλη όμως, απαιτείται ένας μεγαλύτερος αριθμός δεδομένων όπως είναι ποσοστά απόδοσης συγκεκριμένου έτους, ρυθμοί ανάπτυξης και συντελεστές βήτα. Επιπρόσθετα, το παραπάνω μοντέλο είναι αρκετά χρήσιμο για οποιαδήποτε εταιρεία η οποία, πέρα από μεταβολή στο ρυθμό ανάπτυξης στη διάρκεια του χρόνου, αναμένει επίσης μεταβολή και σε άλλες διαστάσεις της (ιδιαίτερα στις πολιτικές πληρωμής μερισμάτων και τον κίνδυνο). Είναι καταλληλότερο για εταιρείες οι οποίες αναπτύσσονται με υπερβολικά μεγάλο ρυθμό στην παρούσα φάση και αναμένεται να διατηρήσουν το ρυθμό αυτό για μια αρχική περίοδο. Μετά το τέλος όμως της παραπάνω περιόδου προβλέπεται να έχουν σταδιακές μειώσεις του ρυθμού ανάπτυξης καταλήγοντας σε ένα

σταθερό ρυθμό. Στην πράξη, το μοντέλο αυτό είναι περισσότερο χρήσιμο για εταιρείες των οποίων τα κέρδη αυξάνουν με πολύ υψηλούς ρυθμούς και αναμένεται να συνεχίσουν να αναπτύσσονται με τους ρυθμούς αυτούς για μια αρχική περίοδο. Προβλέπεται όμως ότι θα αρχίσουν σταδιακά να μειώνονται προς ένα σταθερό ρυθμό όσο η εταιρεία γίνεται μεγαλύτερη και χάνει τα ανταγωνιστικά της πλεονεκτήματα.

#### **4.2.5 Θέματα σχετικά με τη χρήση των παραπάνω μοντέλων**

Σε σχέση με το βασικό μοντέλο ανάπτυξης του Gordon, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι αν και το μοντέλο αναφέρεται στον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων, θα πρέπει οι αναλυτές να είναι σε θέση να αντικαθιστούν το ρυθμό αυτόν στα κέρδη και να παίρνουν το ίδιο ακριβώς αποτέλεσμα (όταν η εταιρεία είναι πραγματικά σε σταθερή κατάσταση). Εάν τα κέρδη μιας εταιρείας αυξάνονται με γρηγορότερο ρυθμό από ότι τα μερίσματα, ο δείκτης πληρωμής μερισμάτων θα συγκλίνει, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, προς το μηδέν, γεγονός το οποίο δεν αποτελεί σταθερή κατάσταση.

Παράλληλα, μια εταιρεία δε μπορεί στη διάρκεια του χρόνου να αναπτύσσεται με ρυθμό μεγαλύτερο από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας μέσα στην οποία λειτουργεί. Στην πράξη, όταν η αποτίμηση γίνεται σε πραγματικούς όρους, ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης δε μπορεί να είναι μεγαλύτερος από τον ονομαστικό (πραγματικό) ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας εντός της οποίας λειτουργεί η εταιρεία. (Εάν οι δραστηριότητες της εταιρείας περιορίζονται στο

εγχώριο περιβάλλον, τότε ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης θα είναι αυτός της εγχώριας οικονομίας. Για τις πολυεθνικές το σχετικό όριο θα είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας). Επιπλέον, η ευαισθησία του μοντέλου σε σχέση με την ανάπτυξη υποδηλώνει ότι αυτή δε μπορεί να είναι μεγαλύτερη από 1% ή 2% από την ανάπτυξη της οικονομίας. Εάν υπάρξει μεγαλύτερη απόκλιση, θα πρέπει ο αναλυτής να χρησιμοποιήσει το μοντέλο ανάπτυξης δύο ή τριών σταδίων αντίστοιχα προκειμένου να περιγράψει την υψηλή αυτή ανάπτυξη.

Σε σχέση με το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων, ο παραπάνω περιορισμός που ισχύει για το μοντέλο του Gordon σχετικά με το ρυθμό ανάπτυξης, ισχύει επίσης και για τον τελικό ρυθμό ανάπτυξης στο μοντέλο αυτό. Επιπρόσθετα, το ποσοστό πληρωμής μερισμάτων θα πρέπει να είναι συνεπές με τον προσδοκώμενο ρυθμό ανάπτυξης. Εάν ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να πέσει σημαντικά μετά το αρχικό στάδιο, το ποσοστό πληρωμής θα πρέπει να είναι υψηλότερο κατά τη σταθερή περίοδο από ότι στην αρχική περίοδο ανάπτυξης. Επιπλέον, τα χαρακτηριστικά μιας εταιρείας κατά τη σταθερή περίοδο θα πρέπει να είναι σύμφωνα με την υπόθεση της σταθερότητας.

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων στη γενική του μορφή, υποστηρίζεται ότι δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση μιας μετοχής εταιρείας που πληρώνει χαμηλά ή καθόλου μερίσματα. Αυτό δεν ισχύει. Εάν το ποσοστό πληρωμής μερισμάτων προσαρμοστεί κατάλληλα ώστε να αντικατοπτρίζει τις μεταβολές στον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης, μπορούμε να έχουμε μια λογική εκτίμηση της τιμής ακόμα και για εταιρείες οι οποίες δεν πληρώνουν

μερίσματα. Έτσι, μια εταιρεία με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που δεν πληρώνει μερίσματα στην παρούσα φάση, μπορεί επίσης να εκτιμηθεί με βάση τα μερίσματα τα οποία αναμένεται να πληρώσει όταν ο ρυθμός ανάπτυξης μειωθεί. Εντούτοις, εάν το ποσοστό αυτό δεν προσαρμοστεί ώστε να μπορεί να αντικατοπτρίζει τις μεταβολές στο ρυθμό ανάπτυξης, το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων θα υποεκτιμήσει την αξία των μετοχών που δεν πληρώνουν μερίσματα ή πληρώνουν πολύ μικρά ποσά.

### **4.3 Μοντέλα Προεξόφλησης Διαθέσιμων Ταμιακών Ροών από Μετοχές**

#### **4.3.1 Εισαγωγή**

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων βασίζεται στην υπόθεση ότι τα μερίσματα είναι οι μόνες ταμιακές ροές τις οποίες εισπράττουν οι κάτοχοι των μετοχών. Στα μοντέλα προεξόφλησης των διαθέσιμων ταμιακών ροών από μετοχές υιοθετείται μια πιο εκτεταμένη ερμηνεία των ταμιακών ροών που αναλογούν σε μετοχές. Ως διαθέσιμες ταμιακές ροές από μετοχές ορίζεται το υπόλοιπο των ταμιακών ροών μετά την κάλυψη των πληρωμών αρχικού κεφαλαίου και τόκων και την εξυπηρέτηση των δαπανών κεφαλαίου για τη διατήρηση των υπάρχοντων στοιχείων και τη δημιουργία νέων για μελλοντική ανάπτυξη. Ο υπολογισμός τους γίνεται ως εξής:

$$\text{Διαθέσιμες ταμιακές ροές από μετοχές} = \text{Καθαρό εισόδημα} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Δαπάνες κεφαλαίου} - \text{Ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης} - \text{Εξόφληση κεφαλαίου} + \text{Εκδόσεις νέων δανείων}$$

Στην περίπτωση κατά την οποία οι δαπάνες κεφαλαίου και το κεφάλαιο κίνησης αναμένεται να χρηματοδοτηθούν με βάση ένα ορισμένο δείκτη συνολικής δανειακής επιβάρυνσης  $\delta$  που έχει επιλέξει η εταιρεία και οι εξοφλήσεις του αρχικού κεφαλαίου γίνουν με την έκδοση νέων δανείων, ο υπολογισμός των διαθέσιμων ταμιακών ροών από μετοχές γίνεται ως ακολούθως:

Διαθέσιμες ταμιακές ροές από μετοχές = Καθαρό εισόδημα +  $(1-\delta)$  (Δαπάνες κεφαλαίου – Αποσβέσεις) +  $(1-\delta)$  \* Ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης

#### 4.3.2 Μοντέλα Αποτίμησης διαθέσιμων ταμιακών ροών από μετοχές

Οι τρεις εκδοχές του μοντέλου προεξόφλησης των διαθέσιμων ταμιακών ροών από μετοχές είναι οι εξής:

A) Μοντέλο σταθερής ανάπτυξης (The stable growth FCFE model)

B) Μοντέλο δύο σταδίων (The two stage FCFE Model) και

Γ) Μοντέλο τριών σταδίων (three stage FCFE model - The E model).

Τα μοντέλα αυτά αποτελούν απλές παραλλαγές του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων με τη βασική διαφορά ότι τα μερίσματα αντικαθίστανται από τις διαθέσιμες ταμιακές ροές.

Το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης είναι σχεδιασμένο για την αποτίμηση εταιρειών οι οποίες αναπτύσσονται με ένα σταθερό ρυθμό και οι οποίες βρίσκονται, κατά συνέπεια, σε μια σταθερή κατάσταση. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, η τιμή μιας μετοχής είναι συνάρτηση των διαθέσιμων ταμιακών ροών της

επόμενης περιόδου, του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης και της απαιτούμενης απόδοσης.

$$P_0 = \text{FCFE}_1 / r - g_n,$$

Όπου  $P_0$  = η αξία μιας μετοχής σήμερα

$\text{FCFE}_1$  = οι μελλοντικές διαθέσιμες ταμιακές ροές του επόμενου χρόνου

$r$  = η απαιτούμενη απόδοση των κοινών μετοχών της εταιρείας

$g_n$  = ο ρυθμός ανάπτυξης των διαθέσιμων ταμιακών ροών της εταιρείας στο διηνεκές

Το μοντέλο αυτό μοιάζει πολύ με το μοντέλο του Gordon, λειτουργώντας με μερικούς από τους ίδιους περιορισμούς. Το μοντέλο αυτό είναι καταλληλότερο για εταιρείες οι οποίες αναπτύσσονται με ρυθμό συγκρίσιμο ή χαμηλότερο από τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, εντός της οποίας λειτουργεί η εταιρεία.

Από την άλλη, το μοντέλο προεξόφλησης των διαθέσιμων ταμιακών ροών σε δύο στάδια είναι σχεδιασμένο για την αποτίμηση μιας εταιρείας η οποία αναμένεται να αναπτυχθεί πολύ γρηγορότερα από μια σταθερή εταιρεία κατά την αρχική περίοδο και με ένα σταθερό ρυθμό μετά το τέλος αυτής. Με βάση το μοντέλο αυτό, η τιμή μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των διαθέσιμων ταμιακών ροών ανά έτος για την περίοδο υψηλής ανάπτυξης και την παρούσα αξία της τελικής τιμής στη λήξη της περιόδου.

$$\text{Τιμή μετοχής} = \sum \text{FCFE}_t / (1+r)^t + P_n / (1+r)^n,$$

Όπου  $\text{FCFE}_t$  = οι διαθέσιμες ταμιακές ροές στο χρόνο  $t$

$P_n$  = η τιμή στο τέλος της περιόδου υψηλής ανάπτυξης

$r$  = η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

Σχετικά με τον υπολογισμό της τελικής τιμής, ισχύουν οι ίδιοι περιορισμοί για το ρυθμό ανάπτυξης που ισχύουν και στο μοντέλο σταθερής ανάπτυξης. Επιπρόσθετα, οι υποθέσεις που έγιναν για να βρεθούν οι διαθέσιμες ταμιακές ροές μετά τον τελικό χρόνο πρέπει να είναι σχετικές με την υπόθεση της σταθερότητας.

Τέλος, το μοντέλο προεξόφλησης των διαθέσιμων ταμιακών ροών σε τρία στάδια – Μοντέλο E – είναι σχεδιασμένο για την αποτίμηση εταιρειών οι οποίες προβλέπεται να αναπτυχθούν μέσα από τρία στάδια: ένα αρχικό στάδιο με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ένα μεταβατικό στάδιο όπου ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται και ένα τελικό στάδιο σταθερής ανάπτυξης.

$$P_0 = \sum \text{FCFE}_t / (1+r)^t + \sum \text{FCFE}_t / (1+r)^t + P_{n2} / (1+r)^n,$$

Όπου  $P_0$  = η τιμή της μετοχής σήμερα

$\text{FCFE}_t$  = οι μελλοντικές ταμιακές ροές στο χρόνο  $T$

$r$  = η απαιτούμενη απόδοση των κοινών μετοχών

$P_{n2}$  = η τελική τιμή στη λήξη της μεταβατικής περιόδου

$n_2$  = το τέλος της μεταβατικής περιόδου.

Εφόσον το παραπάνω μοντέλο επιτρέπει τρία στάδια ανάπτυξης και μια σταδιακή μείωση αυτής από υψηλή σε σταθερή, θεωρείται καταλληλότερο για την αποτίμηση εταιρειών με πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης κατά την τρέχουσα περίοδο.

Γενικά, το μοντέλο προεξόφλησης των διαθέσιμων ταμιακών ροών από μετοχές είναι περισσότερο χρήσιμο για την αποτίμηση εταιρειών των οποίων τα μερίσματα είναι σημαντικά υψηλότερα ή χαμηλότερα από τις διαθέσιμες ταμιακές ροές. Οι υποθέσεις σχετικά με την ανάπτυξη σε κάθε ένα από τα παραπάνω μοντέλα είναι παρόμοιες με εκείνες που έγιναν από τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων, επικεντρώνοντας όμως, στις διαθέσιμες ταμιακές ροές αντί στα μερίσματα.

#### **4.4 Περίληψη**

Υπάρχουν τρεις βασικές προσεγγίσεις για την αποτίμηση ενός στοιχείου. Η πρώτη είναι η αποτίμηση των προεξοφλημένων ταμιακών ροών, με βάση την οποία η αξία ενός οποιουδήποτε στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ροών του. Η δεύτερη είναι η συγκριτική αποτίμηση, σύμφωνα με την οποία ο υπολογισμός της τιμής μιας μετοχής βασίζεται στην αποτίμηση συγκρίσιμων εταιρειών σε σχέση με μια κοινή μεταβλητή, όπως είναι τα κέρδη, οι ταμιακές ροές, η λογιστική αξία ή οι πωλήσεις. Η τρίτη είναι η αποτίμηση των δικαιωμάτων προαίρεσης, με βάση την οποία ένα στοιχείο με τα



χαρακτηριστικά ενός δικαιώματος μπορεί να αποτιμηθεί χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο αποτίμησης δικαιωμάτων.

Η πρωταρχική διαφορά μεταξύ του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων και του μοντέλου προεξόφλησης των διαθέσιμων ταμιακών ροών από μετοχές βρίσκεται στον ορισμό των ταμιακών ροών. Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων χρησιμοποιεί ένα αυστηρό ορισμό, δηλαδή τα μελλοντικά μερίσματα της μετοχής. Από την άλλη, το μοντέλο των διαθέσιμων ταμιακών ροών χρησιμοποιεί ένα πιο εκτεταμένο ορισμό, δηλαδή τις ταμιακές ροές που απομένουν μετά την εξυπηρέτηση όλων των οικονομικών υποχρεώσεων και επενδυτικών αναγκών. Σε περίπτωση που τα μερίσματα διαφέρουν από τις διαθέσιμες ταμιακές ροές, τότε και οι τιμές που θα προκύψουν από τα δύο μοντέλα θα είναι διαφορετικές.

Συμπερασματικά, ο πιο απλός τρόπος για την αποτίμηση των μετοχών είναι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων. Υπάρχουν όμως αρκετές παραλλαγές του οι οποίες βασίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις σχετικά με τη μελλοντική ανάπτυξη. Η σημαντικότερη από αυτές είναι το μοντέλο ανάπτυξης του Gordon. Το μοντέλο αυτό είναι καταλληλότερο για εταιρείες οι οποίες αναπτύσσονται με ένα ρυθμό συγκρίσιμο ή χαμηλότερο από τον ονομαστικό (πραγματικό) ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και οι οποίες έχουν καλά οργανωμένες πολιτικές μερισμάτων. Τέλος, αν και το μοντέλο αυτό κατηγορείται συχνά ότι είναι περιορισμένης αξίας, έχει αποδειχτεί ότι είναι εκπληκτικά προσαρμόσιμο και χρήσιμο σε μια πληθώρα περιπτώσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

#### 5.1 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Στο παρών κεφάλαιο θα γίνει η εφαρμογή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων του Gordon στο δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE 20. Θα υπολογιστεί μια θεωρητική τιμή ώστε να αξιολογήσουμε εάν και πόσο είναι υπεριμμημένος ή υποτιμημένος σε σχέση με την τρέχουσα τιμή του.

Γνωρίζουμε πως είναι:

Θεωρητική τιμή δείκτη = Αναμενόμενα μερίσματα επόμενης περιόδου / Απαιτούμενη απόδοση - Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης

Τα αναμενόμενα μερίσματα θα υπολογιστούν με βάση τα μερίσματα των μετοχών που απαρτίζουν το δείκτη. Αφού υπολογιστεί η μερισματική απόδοση για κάθε εταιρεία ξεχωριστά (και για κάθε ένα έτος από τα πέντε για τα οποία θα γίνει η εφαρμογή), με βάση τη στάθμισή τους θα υπολογιστεί η μερισματική απόδοση του δείκτη. Έπειτα θα γίνει αναγωγή της σε μονάδες του δείκτη χρησιμοποιώντας τον τύπο:

Αναμενόμενα μερίσματα επόμενης περιόδου = (Μερισματική απόδοση \* Τρέχουσα τιμή δείκτη) \* (1 + Αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης)

Η διάρθρωση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE ASE 20 και η στάθμιση κάθε μίας μετοχής-εταιρείας που συμμετέχει σε αυτόν για τα πέντε έτη της έρευνας είναι ([www.ase.gr](http://www.ase.gr)):

Πίνακας 14: Σύνοψη FTSE ASE 20 01/01/2000

A/A	ΣΥΜΒ.- CODE	ΜΕΤΟΧΕΣ-SHARES	% Μετοχών Security Weighting	Βάρος %
1	ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ) - NATIONAL BANK OF GREECE (CR)	100,00%	
2	ΕΥΡΩΒ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ-EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ SA	37,31%	
3	ΑΛΦΑ	ΑΛΦΑ BANK (CR)	100,00%	
4	ΠΕΙΡ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ) - BANK OF PIRAEUS (CR)	100,00%	
5	ΕΜΠ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ) - COMMERCIAL BANK OF GREECE (CR)	100,00%	
6	ΕΓΝΑΚ	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.(ΚΟ) - ΕΓΝΑΤΙΑ BANK Α.Ε.	100,00%	
7	ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ Ανων.Εταιρία Τσιμέντων (ΚΟ) Κ. -TITAN CEMENT CO. (CR)	100,00%	
8	ΙΝΤΚΑ	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.(Κ.Ο)-INTRACOM S.A (CR)	44,35%	
9	ΗΡΑ	ΗΡΑΚΛΗΣ ΤΣΙΜΕΝΤΑ	100,00%	
10	ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)-HELLENIC.PETROLEUM (CR)	36,92%	
11	ΕΕΕΚ	ΕΛ. ΕΤ.ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ(Κ)-HEL.BOTTLING Co.S.A.(C)	24,00%	
12	ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ) -ΜΙΝΟΑΝ LINES (CR)	100,00%	
13	ΒΙΟΧΚ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ) -ΒΙΟHALCO (CB)	36,26%	
14	ΕΠΑΤΤ	ΕΠΙΧΕΙΡ.ΑΤΤΙΚΗΣ-ΑΤΤΙCA ENTERPRISES	46,00%	
15	ΠΑΝΦ	ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ (ΚΟ)	23,50%	
16	ΟΤΕ	Ο.Τ.Ε. Α.Ε (ΚΟ)- HELLENIC TELECOMM. ORG. (CR)	48,33%	
17	ΕΛΤΕΧ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ) - HELLENIC TECHNODOMIKI.	46,66%	
18	ΕΛΒΑΛ	ΕΛΒΑΛ	100,00%	
19	ΙΝΣΟΚ	ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε. (ΚΟ) - INTRASOFT S.A.	100,00%	
20	ΔΟΛ	ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ) - LAMBRAKIS PRESS	33,30%	

Πίνακας 15: Σύνοψη FTSE ASE 20 01/01/2001

A/A	ΣΥΜΒ. CODE	ΜΕΤΟΧΕΣ-SHARES	% Βάρος Μετοχών Security Weighting
1	ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ) - NATIONAL BANK OF GREECE (CR)	100,00%
2	ΕΥΡΩΒ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS ΑΕ-EUROBANK ERGASIAS SA	43,55%
3	ΑΛΦΑ	ALPHA BANK (CR)	100,00%
4	ΠΕΙΡ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ) - BANK OF PIRAEUS (CR)	100,00%
5	ΕΜΠ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ) - COMMERCIAL BANK OF GREECE (CR)	100,00%
6	ΕΓΝΑΚ	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.(ΚΟ) - ΕΓΝΑΤΙΑ BANK Α.Ε.	100,00%
7	ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ Ανων.Εταιρία Τσιμέντων (ΚΟ) Κ. -ΤΙΤΑΝ CEMENT CO. (CR)	100,00%
8	ΙΝΤΚΑ	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.(Κ.Ο)-INTRACOM S.A (CR)	44,35%
9	ΜΥΤΙΑ	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ (ΚΟ) - ΜΥΤΙΛΙΝΕΟΣ HOLDINGS S.A. (CR)	100,00%
10	ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΙΑΙΑ (ΚΟ)-HELLENIC.PETROLEUM (CR)	31,00%
11	ΕΕΕΚ	ΕΛΛ. ΕΤ.ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ(Κ)-HEL.BOTTLING Co.S.A.(C)	28,46%
12	ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ) -ΜΙΝΟΑΝ LINES (CR)	100,00%
13	ΒΙΟΧΚ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ) -ΒΙΟHALCO (CB)	47,78%
14	ΕΠΑΤΤ	ΕΠΙΧΕΙΡ.ΑΤΤΙΚΗΣ-ΑΤΤΙΣΑ ENTERPRISES	46,00%
15	ΠΑΝΦ	ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΕ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ (ΚΟ)	23,50%
16	ΟΤΕ	Ο.Τ.Ε. Α.Ε (ΚΟ)- HELLENIC TELECOMM. ORG. (CR)	47,55%
17	ΕΛΤΕΧ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ) - HELLENIC TECHNODOMIKI.	100,00%
18	ΑΛΤΕΚ	ΑΛΤΕΚ ΑΒΕΕ (ΚΟ) - ALTEC C.A. INFORM. & COMMUN. SYST.	100,00%
19	ΙΝΣΟΚ	ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε. (ΚΟ) - INTRASOFT S.A.	100,00%
20	ΔΟΛ	ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ) - LAMBRAKIS PRESS	33,09%

Πίνακας 16: Σύνοψη FTSE ASE 20 01/01/2002

A/A	Μετοχή	% ΒΑΡΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ
1	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠ/ΝΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	50%
2	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
3	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
4	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. (ΚΟ)	75%
5	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	40%
6	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε (ΚΟ)	20%
7	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
8	ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	40%
9	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	20%
10	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΙΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	40%
11	ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	75%
12	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	75%
13	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
14	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	50%
15	ΕΤΒΑ bank (ΚΟ)	30%
16	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	20%
17	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε. (ΚΟ)	30%
18	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	40%
19	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	75%
20	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α. Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)	100%

Πίνακας 17: Σύνοψη FTSE ASE 20 01/01/2003

A/A	Μετοχή	%ΒΑΡΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ
1	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠ/ΝΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	75%
2	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
3	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. (ΚΟ)	75%
4	СОСА-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	40%
5	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
6	СОSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε (ΚΟ)	20%
7	ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	30%
8	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	30%
9	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	20%
10	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	75%
11	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	40%
12	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	75%
13	ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	75%
14	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
15	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	75%
16	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	20%
17	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	40%
18	ΕΤΒΑ bank (ΚΟ)	30%
19	ΟΠΑΠ. Α.Ε. (ΚΟ)	30%
20	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	75%

Πίνακας 18: Σύνοψη FTSE ASE 20 01/01/2004

A/A	Ελληνικός Κωδικός ΟΑΣΗΣ	Ελληνική Ονομασία Μετοχής	% Βάρος Μετοχών
1	ΟΤΕ	ΟΤΕ Α.Ε. (ΚΟ)	75%
2	ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
3	ΕΥΡΩΒ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	75%
4	ΕΕΕΚ	СОСА-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	40%
5	ΔΕΗ	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ	50%
6	ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	50%
7	ΠΑΝΦ	ΝΟΔΑΦΟΝΕ - ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	30%
8	ΚΟΣΜΟ	СОSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε (ΚΟ)	20%
9	ΑΛΦΑ	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
10	ΑΤΕ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	20%
11	ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	40%
12	ΕΜΠ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	75%
13	ΠΕΙΡ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	100%
14	ΤΙΤΚ	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	75%
15	ΒΙΟΧΚ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	75%
16	ΙΝΤΚΑ	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	75%
17	ΜΟΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	20%
18	ΓΕΡΜ	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	75%
19	ΕΛΤΕΧ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	75%
20	ΚΑΕ	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	40%

Η μερισματική απόδοση του δείκτη FTSE ASE 20 για την περίοδο που εξετάζουμε θα είναι ο μέσος αριθμητικός του αθροίσματος της μερισματικής απόδοσης κάθε εταιρείας που τον απαρτίζει πολλαπλασιαζόμενη με το ποσοστό στάθμισή της (βάρος μετοχής) στο δείκτη το κάθε έτος. Η μερισματική απόδοση κάθε εταιρείας είναι το πηλίκο των μερισμάτων ανά μετοχή δια την τρέχουσα αξία της μετοχής. (πηγές για μέρισμα ανά μετοχή, τρέχουσα τιμή μετοχής, τιμές δείκτη FTSE ASE 20: Bloomberg L.P., [www.ase.gr](http://www.ase.gr))

Για τον υπολογισμό της μερισματικής απόδοσης του δείκτη έχουμε:

Πίνακας 19: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2000

<u>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</u>	<u>ΜΕΡΙΣΜΑ</u>	<u>ΤΙΜΗ</u>	<u>%</u>	<u>ΣΤΑΘΜΙΣΗ</u>	<u>D.Y. FTSE 20</u>
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	0,48	35,47	1,35	100,00%	1,35
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ	0,1	30,73	0,33	37,31%	0,12
ΑΛΦΑ BANK (CR)	0,65	42	1,55	100,00%	1,55
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	0,38	23,63	1,61	100,00%	1,61
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	0,5	73,98	0,68	100,00%	0,68
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.(ΚΟ)	0	16,54	0,00	100,00%	0,00
ΤΙΤΑΝ Ανων.Εταιρία Τσιμέντων(ΚΟ) Κ.	0,29	28,44	1,02	100,00%	1,02
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.(Κ.Ο)	0,23	38,6	0,60	44,35%	0,26
ΗΡΑΚΛΗΣ ΤΣΙΜΕΝΤΑ	0,2	23,78	0,84	100,00%	0,84
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	0,13	14,95	0,87	36,92%	0,32
ΕΛΛ. ΕΤ.ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ(Κ)	0,23	24,08	0,96	24,00%	0,23
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)	0,29	19,82	1,46	100,00%	1,46
ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ)	0,05	16,76	0,30	36,26%	0,11
ΕΠΙΧΕΙΡ.ΑΤΤΙΚΗΣ	0,08	18,49	0,43	46,00%	0,20
ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ (ΚΟ)	0,1	12,95	0,77	23,50%	0,18
Ο.Τ.Ε. Α.Ε (ΚΟ)	0,59	22,88	2,58	48,33%	1,25
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	0,07	13	0,54	46,66%	0,25
ΕΛΒΑΛ	0,07	11,57	0,61	100,00%	0,61
ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε. (ΚΟ)	0,2	33,43	0,60	100,00%	0,60
ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	0,06	52,09	0,12	33,30%	0,04
					<b>0,63</b>

Πίνακας 20: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2001

<u>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</u>	<u>ΜΕΡΙΣΜΑ</u>	<u>ΤΙΜΗ</u>	<u>%</u>	<u>ΣΤΑΘΜΙΣΗ</u>	<u>D.Y FTSE 20</u>
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	0,59	28,29	2,09	100,00%	2,09
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ	0,23	20,39	1,13	43,55%	0,49
ΑΛΦΑ BANK (CR)	0,72	30,57	2,36	100,00%	2,36
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	0,67	16,62	4,03	100,00%	4,03
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	0,88	50,81	1,73	100,00%	1,73
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.(ΚΟ)	0	6,63	0,00	100,00%	0,00
ΤΙΤΑΝ Ανων.Εταιρία Τσιμέντων(ΚΟ)	0,32	20,83	1,54	100,00%	1,54
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.(Κ.Ο)	0,31	23,65	1,31	44,35%	0,58
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ (ΚΟ)	0,29	8,94	3,24	100,00%	3,24
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	0,16	10,4	1,54	31,00%	0,48
ΕΛΛ. ΕΤ.ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ(Κ)	0,25	17,22	1,45	28,46%	0,41
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)	0,22	5,66	3,89	100,00%	3,89
ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ)	0,05	11,9	0,42	47,78%	0,20
ΕΠΙΧΕΙΡ.ΑΤΤΙΚΗΣ	0,09	8,26	1,09	46,00%	0,50
ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ (ΚΟ)	0,11	7,95	1,38	23,50%	0,33
Ο.Τ.Ε. Α.Ε (ΚΟ)	0,65	15,95	4,08	47,55%	1,94
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	0,11	5,04	2,18	100,00%	2,18
ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ (ΚΟ)	0,33	7,3	4,52	100,00%	4,52
ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε. (ΚΟ)	0,15	11,96	1,25	100,00%	1,25
ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	0,04	14,43	0,28	33,09%	0,09
					<b>1,59</b>

Πίνακας 21: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2002

<u>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</u>	<u>ΜΕΡΙΣΜΑ</u>	<u>ΤΙΜΗ</u>	<u>%</u>	<u>ΣΤΑΘΜΙΣΗ</u>	<u>D.Y. FTSE 20</u>
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠ/ΝΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,7	18,3	3,83	50%	1,91
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,76	18,69	4,07	100%	4,07
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	0,76	16,68	4,56	100%	4,56
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,53	15,31	3,46	75%	2,60
COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	0,18	16,18	1,11	40%	0,44
ΚΟΣΜΟΤΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,05	11,41	0,44	20%	0,09
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	1,32	36,94	3,57	100%	3,57
ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	0,11	5,8	1,90	40%	0,76
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,15	7,96	1,88	20%	0,38
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	0,21	6,94	3,03	40%	1,21
ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	0,07	9,22	0,76	75%	0,57
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	0,35	19,96	1,75	75%	1,32
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,29	9,8	2,96	100%	2,96
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	0,38	14,17	2,68	50%	1,34
ΕΤΒΑ bank (ΚΟ)	0,29	4,46	6,50	30%	1,95
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	0,45	8,24	5,46	20%	1,09
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε. (ΚΟ)	0,21	6,36	3,30	30%	0,99
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	2,6	33,4	7,78	40%	3,11
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	0,07	5,14	1,36	75%	1,02
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α. Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)	0,09	5,08	1,77	100%	1,77
					<b>1,79</b>



Πίνακας 22: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2003

<u>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</u>	<u>ΜΕΡΙΣΜΑ</u>	<u>ΤΙΜΗ</u>	<u>%</u>	<u>ΣΤΑΘΜΙΣΗ</u>	<u>D.Y. FTSE 20</u>
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠ/ΝΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,7	10,5	6,67	75%	5,00
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,77	9,44	8,16	100%	8,16
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. (ΚΟ)	0,53	11,02	4,81	75%	3,61
СОСА-СОLА Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	0,18	13,23	1,36	40%	0,54
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	0,76	9,58	7,93	100%	7,93
СОSMΟΤΕ - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε (ΚΟ)	0,15	9,37	1,60	20%	0,32
ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	0,11	5,52	1,99	30%	0,60
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	0	13,2	0,00	30%	0,00
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,15	6,1	2,46	20%	0,49
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	1,4	14,44	9,70	75%	7,27
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	0,12	5,52	2,17	40%	0,87
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	0,4	18,21	2,20	75%	1,65
ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	0,09	3,78	2,38	75%	1,79
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,27	5,91	4,57	100%	4,57
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	0,42	4,2	10,00	75%	7,50
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	0,53	6,9	7,68	20%	1,54
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	2,46	17,62	13,96	40%	5,58
ΕΤΒΑ bank (ΚΟ)	0,29	2,62	11,07	30%	3,32
ΟΠΑΠ. Α.Ε. (ΚΟ)	0,6	10,1	5,94	30%	1,78
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	0,1	4,92	2,03	75%	1,52
					<b>3,20</b>

Πίνακας 23: Μερισματική απόδοση FTSE ASE 20 01/01/2004

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΜΕΡΙΣΜΑ</b>	<b>ΤΙΜΗ</b>	<b>%</b>	<b>ΣΤΑΘΜΙΣΗ</b>	<b>D.Y. FTSE 20</b>
ΟΤΕ Α.Ε. (ΚΟ)	0,7	10,48	6,68	75%	5,01
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,31	15,95	1,94	100%	1,94
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,47	15,24	3,08	75%	2,31
СОСА-СОLА Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	0,19	16,5	1,15	40%	0,46
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	0,88	19,6	4,49	50%	2,24
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	0,67	11,4	5,88	50%	2,94
ΝΟΔΑΦΟΝΕ - ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	0,11	6,18	1,78	30%	0,53
СОSMΟΤΕ - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε (ΚΟ)	0,35	10,75	3,26	20%	0,65
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	0,33	19,98	1,65	100%	1,65
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0	7,26	0,00	20%	0,00
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	0,15	6,96	2,16	40%	0,86
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,4	19,9	2,01	75%	1,51
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	0,25	9,63	2,60	100%	2,60
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	0,42	16,22	2,59	75%	1,94
ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	0,1	5,14	1,95	75%	1,46
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	0,2	5,38	3,72	75%	2,79
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	0,5	6,86	7,29	20%	1,46
ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	0,38	19,6	1,94	75%	1,45
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	0,11	4,17	2,64	75%	1,98
ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	0,4	15,56	2,57	40%	1,03
					<b>1,74</b>

Έτσι έχουμε:

Πίνακας 1 : Αναμενόμενα μερίσματα

Έτος	D1
2000	19,67198
2001	33,34661
2002	27,52138
2003	29,77345
2004	21,80249

Όσον αφορά το ρυθμό ανάπτυξης, για τον υπολογισμό του υπάρχουν τρεις κυρίως τρόποι υπολογισμού:

1) Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης: Υπολογίζουμε την ανάπτυξη των μερισμάτων ή των κερδών για μία χρονική περίοδο (συνήθως για τα τελευταία δέκα έτη) και εξάγουμε τον αριθμητικό ή το γεωμετρικό μέσο. Είναι αρκετά χρήσιμη η μέθοδος αυτή, όμως υπόκειται σε αρκετούς περιορισμούς κυρίως για εταιρείες με ταχεία ανάπτυξη. Συχνά δεν υπάρχουν αρκετά στοιχεία για τον υπολογισμό του και συνήθως δε μπορεί να αποτελέσει βάση για την θεώρηση της ανάπτυξης στο μέλλον καθώς οι συνθήκες μεταβάλλονται.

2) Εκτιμήσεις αναλυτών. Αυτή η μέθοδος υπόκειται στην κρίση και την υποκειμενικότητα του εκάστοτε αναλυτή και επομένως ενέχει αυξημένο κίνδυνο σφάλματος.

3) Με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας. Υπολογίζονται ο ρυθμός παρακράτησης κερδών και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για μια περίοδο δέκα ετών, εξάγονται οι μέσες τιμές τους και το γινόμενο αυτών των δύο τιμών μας δίνει τον οικονομικό ρυθμό ανάπτυξης.

Ο υπολογισμός με τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξης καθώς και με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών μας οδήγησε σε ρυθμούς ανάπτυξης για το δείκτη πολλαπλασίου του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Παραθέεται ένα παράδειγμα υπολογισμού με τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξης:

Πίνακας 2: Ρυθμός ανάπτυξης δείκτη

ΕΤΟΣ	ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΔΕΙΚΤΗ
2000	0,2384
2001	0,2279
2002	0,2371
2003	0,2245
2004	0,217

Επίσης για κάποιες εταιρείες δεν υπάρχουν στοιχεία σε μεγάλο βάθος χρόνου και τέλος στα κέρδη και κατά επέκταση στα μερίσματα παρατηρείται μια ανάπτυξη και εξέλιξη που δεν προέρχεται μόνο από την παραγωγική τους δραστηριότητα αλλά και από το γενικότερο οικονομικό και επενδυτικό κλίμα. Λόγω του γεγονότος πως ο ρυθμός ανάπτυξης δε μπορεί να είναι μεγαλύτερος από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομία στην οποία λειτουργεί η εταιρεία και λόγω του γεγονότος πως η εξέλιξη στα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών δεν αντικατοπτρίζει την ουσιαστική τους ανάπτυξη δε μπορούμε να λάβουμε υπόψη μας του υπολογισμούς με βάση κάποια από τις δύο αυτές μεθόδους. Ακόμα δε θα λάβουμε υπόψη μας και υπολογισμό από αναλυτές καθότι όπως προαναφέρθηκε υπάρχει έντονο το στοιχείο της υποκειμενικότητας.

Επομένως σε ρυθμό ανάπτυξης, εφόσον πρόκειται για σταθερές εταιρείες οι οποίες αναμένεται να αναπτύσσονται παράλληλα με το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, θα θεωρήσουμε το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Αυτός είναι:

Ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης οικονομίας = Πληθωρισμός + Πραγματική ανάπτυξη του ΑΕΠ .

Οπότε είναι:

(πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος)

Πίνακας 3: Ρυθμός ανάπτυξης οικονομίας

ΕΤΟΣ	ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ (%)	ΑΕΠ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟ (%)	ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ (%)
2000	3,2	4,1	7,3
2001	3,4	4,1	7,5
2002	3,6	4	7,6
2003	3,5	4,2	7,7
2004	2,9	4,2	7,1

Η απαιτούμενη απόδοση για τους επενδυτές θα υπολογιστεί σαν το άθροισμα της απαλλαγμένης από κίνδυνο απόδοσης και της αμοιβής κινδύνου της αγοράς. Σαν απαλλαγμένη από κίνδυνο απόδοση θα λάβουμε την απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου (πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος).

Σαν αμοιβή κινδύνου της αγοράς, η οποία είναι η πρόσθετη απόδοση που επιθυμούν οι επενδυτές ώστε να επενδύσουν σε μια μετοχή, αντί να επενδύσουν σε ένα ομόλογο το οποίο δεν ενέχει κίνδυνο, θα θεωρήσουμε τη διαφορά μεταξύ του γενικού δείκτη του ΧΑΑ και τη απόδοσης τίτλων του

δημοσίου. Συγκεκριμένα θα υπολογίσουμε τη διαφορά μεταξύ της μέσης δεκαετούς απόδοσης του γενικού δείκτη τιμών του ΧΑΑ και της μέσης δεκαετούς απόδοσης του δωδεκάμηνου εντόκου γραμματίου του ελληνικού δημοσίου (πηγή: Bloomberg L.P.). Στο συγκεκριμένο υπολογισμό δε θα λάβουμε υπόψη μας το συντελεστή βήτα καθώς κάνουμε υπολογισμούς σε επίπεδο δείκτη ο οποίος εξ ορισμού έχει συντελεστή βήτα ίσο με τη μονάδα.

Επομένως είναι:

**Απαιτούμενη απόδοση = Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο + Αμοιβή κινδύνου αγοράς**

Έχουμε:

ΠΙΝΑΚΑΣ 9: Απόδοση εντόκου γραμματίου 12μηνης διάρκειας	
ΕΤΟΣ	12-ΜΗΝΟ ΕΝΤΟΚΟ ΓΡΑΜΜΑΤΙΟ
1990	23,00
1991	23,33
1992	21,71
1993	21,23
1994	19,21
1995	15,49
1996	12,80
1997	10,31
1998	11,51
1999	8,85
2000	6,12
2001	4,09
2002	3,50
2003	2,34
2004	2,19

Και:

Πίνακας 13: Απόδοση Γενικού Δείκτη ΧΑΑ

ΕΤΟΣ	ΤΙΜΗ ΔΕΙΚΤΗ
31/12/1990	932
31/12/1991	809,71
31/12/1992	672,31
31/12/1993	958,66
30/12/1994	868,91
29/12/1995	914,15
31/12/1996	933,48
31/12/1997	1479,63
31/12/1998	2737,55
30/12/1999	5535,09
29/12/2000	3388,86
28/12/2001	2591,56
31/12/2002	1748,42
31/12/2003	2263,58
31/12/2004	2786,18

Εξάγεται από τον υπολογισμό σαν αμοιβή κινδύνου αγοράς:

Πίνακας 11: Αμοιβή κινδύνου αγοράς

ΑΠΟΔΟΣΗ	ΕΤΟΣ
17,13	2000
4,44	2001
5,54	2002
5,63	2003
6,00	2004

Το δεκαετές ομόλογο είχε σαν απόδοση τα πέντε αυτά έτη (πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος) :

Πίνακας 12: Απόδοση 10ετούς ομολόγου

Ημερ/νία	Απόδοση
31/12/1999	6,40%
31/12/2000	5,54%
31/12/2001	5,13%
31/12/2002	4,58%
31/12/2003	4,45%

Και συνεπώς:

Πίνακας 4: Απαιτούμενη απόδοση

ΕΤΟΣ	ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
2000	23,53%
2001	9,98%
2002	10,67%
2003	10,21%
2004	10,45%

Εφαρμόζοντας στο δείκτη FTSE/ASE 20 το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης του Gordon, εξάγουμε τη θεωρητική τιμή του δείκτη:

Πίνακας 5 : Θεωρητική τιμή δείκτη FTSE ASE 20

ΕΤΟΣ	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ
2000	19,67198	0,2353	0,073	121,2075
2001	33,34661	0,0998	0,075	1344,621
2002	27,52138	0,1067	0,076	896,4618
2003	29,77345	0,1021	0,077	1186,193
2004	21,80249	0,1045	0,071	650,8205



Έπειτα συγκρίνουμε τη θεωρητική τιμή που υπολογίσαμε με την τρέχουσα τιμή του δείκτη (πηγή: Bloomberg L.P., [www.ase.gr](http://www.ase.gr)) ώστε να δούμε τυχόν αποκλίσεις και κατά πόσο ερμηνεύεται η πορεία του δείκτη από τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών που τον απαρτίζουν.

Πίνακας 6 : Σύγκριση θεωρητικής τιμής FTSE ASE 20 με πραγματική

ΕΤΟΣ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΦΟΡΑ	%
2000	121,2075	2910,1	2788,892452	2300
2001	1344,621	1950,95	606,3285131	45,09
2002	896,4618	1428,91	532,4481706	59,39
2003	1186,193	863,9	-322,2932112	28,17
2004	650,8205	1169,95	519,1295155	79,76

Παρατηρούμε πως η θεωρητική τιμή του δείκτη έχει πολύ μεγάλη απόκλιση από την τρέχουσα. Ειδικά την 01/01/2000 ο δείκτης είναι υπερτιμημένος κατά 2300%! Για τα υπόλοιπα έτη βλέπουμε πως το 2001 ο δείκτης είναι υπερτιμημένος σε ποσοστό 45,09%, το 2002 σε ποσοστό 59,39% και το 2004 σε ποσοστό 79,76%. Αντίθετα, το έτος 2003 ο δείκτης ήταν υποτιμημένος σε ποσοστό 28,17%. Με βάση τα δεδομένα μας μπορούμε να υποθέσουμε πως για τα έτη 2001-2003 το μοντέλο ερμηνεύει κατά ένα ποσοστό της τάξης του 40-70% την τρέχουσα τιμή του δείκτη, και το υπόλοιπο ποσοστό θεωρείται πως ερμηνεύεται από την οικονομική συγκυρία. Για τα έτη 2000 και 2004 δε μπορούμε να θεωρήσουμε πως μπορεί να ερμηνευθεί η τρέχουσα τιμή του δείκτη από την ανάλυση με το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης του Gordon, καθώς

οι αποκλίσεις από τη θεωρητική τιμή είναι πολύ μεγάλες. Επομένως, συμπεραίνουμε πως τουλάχιστο για την εξεταζόμενη περίοδο (2000-2004) η αποτίμηση του δείκτη FTSE / ASE 20 δε μπορεί να ερμηνευθεί με βάση την ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών που τον απαρτίζουν. Η οικονομική συγκυρία, η διεθνής πολιτική κατάσταση και το εγχώριο επενδυτικό κλίμα , επηρέασαν περισσότερο τη διαμόρφωση των επιπέδων του δείκτη από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των εταιρειών και δε φαίνεται να υπάρχει κάποια σαφής και συσχέτιση της πορείας των αποτελεσμάτων των εταιρειών με αυτής της τρέχουσας τιμής στο ΧΑΑ.

## **5.2 Ανάλυση ευαισθησίας του δείκτη FTSE/ASE 20**

Για να μπορέσουμε να εκτιμήσουμε την ευαισθησία της τιμής του δείκτη σε σχέση με τις μεταβλητές του υποδείγματος θα μεταβάλλουμε (κρατώντας σταθερές τις υπόλοιπες μεταβλητές) το ρυθμό ανάπτυξης και την αμοιβή κινδύνου της αγοράς.

### **5.2.1 Ανάλυση ευαισθησίας ως προς την αμοιβή κινδύνου της αγοράς**

Εξετάζοντας για διάφορες τιμές της αμοιβής κινδύνου της αγοράς παρατηρούμε πως όσο μικρότερη είναι η αμοιβή κινδύνου της αγοράς τόσο μεγαλύτερη είναι η

θεωρητική τιμή του δείκτη. Όσο όμως πλησιάζουμε στο μηδέν παρατηρούνται αρνητικές τιμές στη θεωρητική τιμή του δείκτη.

Πίνακας 7: Ανάλυση ευαισθησίας σε σχέση με την αμοιβή κινδύνου της αγοράς

Ρο	ΑΜΟΙΒΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΓΟΡΑΣ						
	ΕΤΟΣ	1%	2%	3%	4%	5%	6%
2000	19671,98	1788,362	936,7612	634,5802	479,8045	385,72	322,49
2001	-3473,60	83366,53	3206,405	1634,638	1096,928	825,41	661,63
2002	-1872,20	-5855,61	5192,713	1798,783	1087,802	779,64	607,53
2003	-1404,40	-2658,34	-24811,2	3383,347	1583,694	1033,8	767,35
2004	-1321,36	-3354,23	6229,282	1614,999	927,7654	650,82	501,20

Εξετάζοντας ποια είναι η αμοιβή κινδύνου η οποία εξομοιώνει την τρέχουσα τιμή με τη θεωρητική, βλέπουμε πως για το έτος 2000 είναι της τάξης του 1,6%, για το έτος 2001 3,7%, για το έτος 2002 4,4%, για το 2003 6,55% και για το έτος 2004 4,6%. Η απόκλιση από τις πραγματικές τιμές της αμοιβής κινδύνου είναι 1-1,5% εκτός από το 2000 όπου η διαφορά μεταξύ της πραγματικής αμοιβής κινδύνου και της θεωρητικής είναι 16 ποσοστιαίες μονάδες. Εκτός από το 2003, σε όλα τα υπόλοιπα έτη παρατηρούμε πως οι επενδυτές επιθυμούν μεγαλύτερη αμοιβή κινδύνου από τη θεωρητική. Αυτό μπορεί να θεωρηθεί συνέπεια του οικονομικού και επενδυτικού κλίματος.

## 5.2.2 Ανάλυση ευαισθησίας ως προς το ρυθμό ανάπτυξης

Εξετάζοντας για διάφορες τιμές του ρυθμού ανάπτυξης παρατηρούμε πως όσο μεγαλύτερος ο ρυθμός ανάπτυξης, τόσο μεγαλύτερη είναι και η θεωρητική τιμή του.

Πίνακας 8: Ανάλυση ευαισθησίας σε σχέση με το ρυθμό ανάπτυξης

Ρο	Ρυθμός Ανάπτυξης								
Έτος	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
2000	77,92	82,19	86,86	91,98	97,63	103,89	110,86	118,68	127,50
2001	310,82	348,89	396,50	457,75	539,48	654,04	826,16	1113,81	1692,01
2002	239,71	267,15	300,91	343,48	398,81	473,66	580,56	745,72	1034,60
2003	270,76	303,16	343,46	394,93	462,97	557,14	696,04	921,49	1350,97
2004	194,81	217,57	245,73	281,45	328,24	392,20	484,91	631,37	897,38

Εξετάζοντας ποιος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης ώστε να εξομοιώνεται η θεωρητική τιμή του FTSE ASE 20 με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή του, για το έτος 2000 ο ρυθμός ανάπτυξης θα έπρεπε να είναι 22,76% και για τα έτη 2001,2002,2003,και 2004, 8,25%, 8,73%, 6,8% και 8,55% αντίστοιχα. Και εδώ, εκτός από το 2003 απαιτείται μεγαλύτερος ρυθμός ανάπτυξης ώστε να είναι ίση η θεωρητική τιμή την πραγματική. Οι διαφορές που παρατηρούνται μεταξύ πραγματικού και θεωρητικού ρυθμού ανάπτυξης είναι της τάξης των 16 ποσοστιαίων μονάδων για το 2000 και 1-1,5 ποσοστιαίες μονάδες για τα υπόλοιπα έτη. Μια πιθανή αιτιολόγηση για αυτό είναι η απότομη πτώση της τιμής του δείκτη κατά 33% από την 01/01/2000 έως την 01/01/2001.

Παρατηρήθηκε επίσης πως η τιμή του δείκτη είναι πιο ευαίσθητη σε μια μεταβολή της αμοιβής κινδύνου της αγοράς από ότι σε μια μεταβολή του ρυθμού ανάπτυξης. Για το έτος 2002 για παράδειγμα, μια μεταβολή κατά 1% στην αμοιβή κινδύνου από 4% σε 5% θα επέφερε μια μεταβολή της τάξης του 39,53% (από 1798,78 μονάδες σε 1087,80 μονάδες). Για το ίδιο έτος μια μεταβολή κατά 1% στο ρυθμό ανάπτυξης από 4% σε 5% θα επέφερε μια μεταβολή της τάξης του 18,77% (από 398,81 μονάδες σε 473,66 μονάδες). Αυτή η αυξημένη ευαισθησία κατά ένα μεγάλο ποσοστό μας εξηγεί και τη μείωση της τιμής του δείκτη κατά τα πέντε αυτά έτη καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης είχε διακύμανση στα όρια του 0,5% και κατέληξε το 2004 να είναι μικρότερος από του 2000 κατά 0,2%. Αντίθετα η αμοιβή κινδύνου αγοράς είχε διακύμανση που πλησίασε στις δεκατρείς ποσοστιαίες μονάδες, αλλά με συνεχή ανοδική τάση κατά τα τελευταία τέσσερα έτη, με άνοδο κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα.

### **5.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Σκοπός της μελέτης ήταν να εκτιμήσουμε εάν και σε ποιο βαθμό η χρηματιστηριακή τιμή του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE 20 αντικατοπτρίζει τη θεωρητική τιμή που θα έπρεπε να έχει με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών που τον απαρτίζουν, κατά πόσο θεωρείται υπερτιμημένος

ή υποτιμημένος και σε ποιο βαθμό μπορεί με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη να δικαιολογηθεί η χρηματιστηριακή αυτή τιμή.

Ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιήθηκε η αξιολόγηση, ήταν με την αποτίμηση με προεξόφληση ταμιακών ροών και συγκεκριμένα με το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων. Το μοντέλο αυτό μας δίνει μια θεωρητική τιμή υπολογίζοντας την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. Υπάρχει η βασική μορφή που αφορά εταιρείες με σταθερή ανάπτυξη, υπάρχουν και παραλλαγές του με διάφορες υποθέσεις σχετικά με ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων στο μέλλον. Οι εισροές στο μοντέλο σταθερής ανάπτυξης του Gordon είναι τα μελλοντικά μερίσματα και η απαιτούμενη απόδοση.

Με την εφαρμογή του μοντέλου ανάπτυξης του Gordon στο δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του XAA FTSE 20 διαπιστώθηκε πως στα τέσσερα από τα πέντε έτη η θεωρητική τιμή του δείκτη ήταν μικρότερη της πραγματικής και στο ένα μεγαλύτερη. Κατά τα έτη 200,2001,2002 και 2004 ο δείκτης ήταν υπερτιμημένος και το 2003 υποτιμημένος. σε σχέση με τη θεωρητική τιμή του. Πιο συγκεκριμένα το 2000 ήταν υπερτιμημένος κατά 2300%, το 2001 κατά 45,09%, το 2002 κατά 59,39%, και το 2004 κατά 79,76%. Αντίθετα το 2003 ήταν υποτιμημένος κατά 28,17%.

Παρατηρήθηκε ακόμη πως για να δικαιολογούνται οι πραγματικές τιμές του δείκτη κατά τα παραπάνω έτη θα έπρεπε να υπήρχε μεγαλύτερος ρυθμός ανάπτυξης κατά 16% για το 2000 και 1-1,5% για τα υπόλοιπα έτη. Εναλλακτικά

θα μπορούσαν οι επενδυτές να αποζητούν μικρότερη αμοιβή για τον κίνδυνο της αγοράς.

Κατά την ανάλυση ευαισθησίας του σταθερού μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων στις μεταβλητές του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης και της αμοιβής κινδύνου της αγοράς σε σχέση με τη θεωρητική τιμή του δείκτη FTSE ASE 20 προέκυψε πως με δεδομένες και σταθερές τις υπόλοιπες μεταβλητές του μοντέλου και μεταβάλλοντας την αμοιβή κινδύνου, όσο μεγαλύτερη είναι η αμοιβή κινδύνου τόσο μικρότερη θα είναι η τιμή του δείκτη και αντίστροφα. Επίσης, με σταθερές τις υπόλοιπες μεταβλητές και μεταβάλλοντας το μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης, όσο μεγαλύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης τόσο μεγαλύτερη είναι και η θεωρητική τιμή του δείκτη και αντίστροφα.

Παρατηρήθηκε επίσης πως η τιμή του δείκτη είναι πιο ευαίσθητη σε μια μεταβολή της αμοιβής κινδύνου της αγοράς από ότι σε μια μεταβολή του ρυθμού ανάπτυξης. Αυτή η αυξημένη ευαισθησία κατά ένα μεγάλο ποσοστό μας εξηγεί και τη μείωση της τιμής του δείκτη κατά τα πέντε αυτά έτη, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης είχε διακύμανση στα όρια του 0,5% και κατέληξε το 2004 να είναι μικρότερος από του 2000 κατά 0,2%. Αντίθετα η αμοιβή κινδύνου αγοράς είχε διακύμανση που πλησίασε στις δεκατρείς ποσοστιαίες μονάδες, αλλά με συνεχή ανοδική τάση κατά τα τελευταία τέσσερα έτη, με άνοδο κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα.

Παρόλα αυτά, με την εφαρμογή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων σταθερής ανάπτυξης του Gordon, διαπιστώθηκε πως στην πενταετία που

εξετάσθηκε δε μπορεί να ερμηνευθεί η πορεία της τιμής του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE ASE 20 με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών που τον απαρτίζουν, παρά μόνο σε ένα μικρό βαθμό. Άλλες μεταβλητές όπως η πορεία της οικονομίας (εθνικής και διεθνούς), το επενδυτικό κλίμα κλπ φαίνεται να μπορούν να δώσουν ερμηνεία σε μεγάλο βαθμό για την πορεία της τιμής του δείκτη.

Κλείνοντας, αναφέρουμε πως θα μπορούσε να διεξαχθεί πιο ενδελεχής έρευνα πάνω στον υπολογισμό του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης χρησιμοποιώντας περισσότερα στοιχεία και από περισσότερες πηγές. Ακόμη θα μπορούσε να γίνει υπολογισμός του με διάφορες μεθόδους και σύγκριση των αποτελεσμάτων αυτών. Έπειτα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί στους υπολογισμούς αυτός ο ρυθμός ανάπτυξης ο οποίος θα θεωρούνταν ο πιο κατάλληλος.

Επίσης, στον υπολογισμό της αμοιβής κινδύνου της αγοράς να λαμβάναμε τιμές και αποδόσεις με όσο μεγαλύτερη χρονική επέκταση στο παρελθόν θα μπορούσαμε να έχουμε στοιχεία, ή να χρησιμοποιηθεί η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου όταν θα υπάρχουν ιστορικά στοιχεία αρκετών ετών. Με αυτό τον τρόπο θα μπορούσαμε να κάνουμε τις ίδιες ενέργειες που προαναφέρθηκαν για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης και για τον υπολογισμό της αμοιβής κινδύνου της αγοράς και κατά και της απαιτούμενης απόδοσης από τους επενδυτές.

Ακόμα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί κάποιο άλλο μοντέλο προεξόφλησης, ή περισσότερα μοντέλα αποτίμησης με διαφορετικές υποθέσεις και μεταβλητές (εισροές), και αφού υπολογισθούν οι θεωρητικές τιμές με κάθε μοντέλο να γίνει σύγκριση αποτελεσμάτων και εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τις



διαφορές, τις αιτίες αυτών και τις συνέπειές τους για την αποτίμηση της εταιρείας και του δείκτη.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ