

**ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ  
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ**

**ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΙΑ Π. ΔΟΥΝΙΑ**

**ΠΤΥΧΙΟ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΘΕΑΤΡΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΕΘΝΙΚΟΥ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ**

**Υποβληθείσα για τον Μεταπτυχιακό Τίτλο στη Διοίκηση  
Επιχειρήσεων**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**2006**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

**Στην οικογένεια μου**

# ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

## Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

Τριανταφυλλιά Π. Δούνια

Σημαντικοί όροι: σχετική αποτίμηση, πολλαπλασιαστές, δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, price earnings ratio, συγκριτική αποτίμηση, δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης, FTSE 20, θεμελιώδης πολλαπλασιαστής, fundamental PE, observed PE, relative valuation, Dividend Discount Model, δείκτης διανομής μερισμάτων, ρυθμός ανάπτυξης, fundamental values, θεμελιώδεις μεταβλητές

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας αποτελεί η σχετική αποτίμηση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών στη βάση του λόγου τιμής προς κέρδη. Η ελληνική κεφαλαιαγορά επέδειξε συμπτώματα υπερτίμησης κατά τα τέλη της δεκαετίας 1990-2000. Στόχος της συγκεκριμένης μελέτης αποτελεί ο έλεγχος της πιθανότητας και του βαθμού στον οποίο η ελληνική αγορά μετοχών υπήρξε υπερτιμημένη ή υποτιμημένη κατά το παραπάνω διάστημα. Αντικείμενο της έρευνας, υπήρξε ο δείκτης των είκοσι εταιρειών υψηλότερης κεφαλαιοποίησης, που θεωρείται ότι εκπροσωπεί επαρκώς την ευρύτερη χρηματιστηριακή αγορά. Εργαλείο μέτρησης της υποκείμενης αποτίμησης αποτέλεσε ο πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή.

Σε δεύτερο επίπεδο, η παρούσα εργασία επιχείρησε να ελέγξει το βαθμό στον οποίο ο βασικός (απλός) τύπος του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή αντιπροσωπεύει θεμελιώδη μεγέθη. Για τον λόγο αυτό, ο δείκτης FTSE 20 –που αποτέλεσε και το αντικείμενο της έρευνας μας- αξιολογήθηκε και σε όρους του θεμελιώδους λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (fundamental price earnings ratio). Η απόπειρα αποτίμησης με δύο εκδοχές του ίδιου πολλαπλασιαστή αποτέλεσε καλή αφορμή για συγκρίσεις μεταξύ βασικού και θεμελιώδους πολλαπλασιαστή και κατέδειξε με σαφήνεια τις μεταξύ του διαφορές μέτρησης και προσδιορισμού αξίας.

Στα πλαίσια της αναζήτησης των θεμελιωδών μεταβλητών που επηρεάζουν τις τιμές που λαμβάνει ο λόγος τιμής προς κέρδη διενεργήθηκε ανάλυση παλινδρόμησης του παραπάνω λόγου με τα θεμελιώδη συστατικά του, τα οποία προσδιορίστηκαν στον κίνδυνο (beta), στον ρυθμό αύξησης κερδών (growth rate) και τέλος στο δείκτη διανομής μερισμάτων (payout ratio). Στα πλαίσια της διερεύνησης των σχέσεων που διέπουν τον πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή με ευρύτερες –μακροοικονομικές- μεταβλητές,

πραγματοποιήθηκε ανάλυση παλινδρόμησης ανάμεσα στον αντίστροφο λόγο του (earnings price ratio) και τις αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου και του ελληνικού γραμματίου του δημοσίου.

Η υφιστάμενη μελέτη περιλαμβάνει δύο μέρη, Στο πρώτο μέρος, το θεωρητικό επιχειρείται ιστορική αναδρομή των πλέον γνωστών μεθόδων αποτίμησης και στη συνέχεια αναλύονται διεξοδικά οι βασικότερες μέθοδοι αποτίμησης. Το τέταρτο κεφάλαιο της εργασίας, αναλώνεται στην ανάλυση των χρηματιστηριακών δεικτών εν γένει ενώ, παρουσιάζεται διεξοδικά ο δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Το δεύτερο μέρος συνιστά στην εμπειρική προσέγγιση της παρούσας μελέτης και περιλαμβάνει συνολικά τρία κεφάλαια. Στο πέμπτο κεφάλαιο, γίνεται αναλυτική καταγραφή της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε τόσο για την αποτίμηση του δείκτη FTSE 20 όσο και για τον έλεγχο της ερμηνευτικής ικανότητας του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη. Στο έκτο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση των αποτελεσμάτων της πενταετούς έρευνας που διενεργήθηκε για τις τριάντα δύο εταιρείες που μελετήθηκαν ως συμμετέχουσες στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης κατά την πιο πάνω περίοδο. Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο αναλύονται τα συμπεράσματα που διεξάχθησαν από τα αποτελέσματα του προηγούμενου κεφαλαίου ενώ, γίνονται και επιλεγμένες προτάσεις θεμάτων για περαιτέρω έρευνα.

Για την καλύτερη κατανόηση ορισμένων θεμάτων που θίγηκαν κατά τη διάρκεια της μελέτης, περιλήφθηκαν τρία παραρτήματα τα οποία αφιερώνουν ανάλυση στον δείκτη FTSE4Good και το ζήτημα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, στους βασικούς κανόνες διαχείρισης και λειτουργίας των χρηματιστηριακών δεικτών και τέλος, στις μεταβολές που υπέστη η σύνθεση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης κατά την υπό εξέταση πενταετία.

# Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

Ευχαριστίες.....	i
Κατάσταση Πινάκων.....	ii
Κατάσταση Διαγραμμάτων.....	iv
Κατάσταση Σχημάτων.....	vi

## Μ Ε Ρ Ο Σ Α ´

### Θ Ε Ω Ρ Η Τ Ι Κ Η Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

#### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

##### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Αντικειμενικός Σκοπός Εργασίας.....	3
1.2. Μεθοδολογία.....	5
1.3. Διάρθρωση Εργασίας.....	8

#### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

##### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

2.1. Εισαγωγή.....	11
2.2. Προφίλ των Επενδυτών.....	15
2.3. Σημαντικότεροι σταθμοί στην ιστορία αποτίμησης.....	19

2.3.1. Μερισματική Απόδοση (Dividend Yield).....	19
2.3.2. Λογιστική Αξία (Book Value).....	21
2.3.3. Το Πέρασμα από τα Μερίσματα στα Κέρδη.....	23
2.3.4. Εσωτερική Αξία (Intrinsic/Fair Value).....	24
2.3.5. Σχολή Αξίας-Σχολή Ανάπτυξης.....	27
2.3.6. Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.....	29

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1. Εισαγωγή.....	32
3.2. Βασικές Μέθοδοι Αποτίμησης.....	37
3.2.1. Αποτίμηση στη Βάση Στοιχείων του Ενεργητικού.....	41
3.2.2. Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	42
3.2.2.1. Μοντέλα Αποτίμησης Μετοχών στη Βάση DCF.....	51
3.2.2.1.1. Γενικό Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων...52	
3.2.2.1.2. Το Μοντέλο Gordon.....	54
3.2.2.1.3. Υπόδειγμα Προεξ/σης Μερισμάτων 2-σταδίων 58	
3.2.2.1.4. Το Υπόδειγμα Η.....	62
3.2.2.1.5. Υπόδειγμα Προεξ/σης Μερισμάτων 3-σταδίων 64	
3.2.3. Μέθοδος Σχετικής Αποτίμησης (Relative Valuation).....	65
3.2.4. Μέθοδος Ενδεχόμενων Απαιτήσεων.....	70
3.3. Συμπέρασμα.....	74

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

### ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ (FTSE 20)

4.1. Γενικά Χρηματιστηριακών Δεικτών.....	77
4.2. Ιστορικό Δημιουργίας Πρώτου Χρηματιστηριακού Δείκτη.....	79
4.3. Δείκτες Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	87
4.3.1. Αγορές Αξιογράφων.....	87
4.3.1.1. Πρωτογενής Αγορά Αξιογράφων.....	87
4.3.1.2. Δευτερογενής Αγορά Αξιογράφων.....	89
4.3.2. Χρηματιστήριο Αθηνών.....	91
4.3.2.1. Αγορές Αξιογράφων Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	93
4.3.2.1.1. Προγενέστερη Κατηγοριοποίηση Αγορών.....	93
4.3.2.1.2. Νέα Διάρθρωση Αγορών.....	96
4.3.3. Δείκτες ΧΑ.....	99
4.3.3.1. Δείκτες FTSE.....	104
4.4. Δείκτης FTSE/ΧΑ 20.....	106
4.4.1. Ιστορικό.....	106
4.4.2. Τεχνικά Χαρακτηριστικά και Τρόπος Υπολογισμού Δείκτη... ..	109
4.4.3. Διαχείριση του Δείκτη.....	112
4.4.4. Σύθεση Δείκτη.....	114

## Μ Ε Ρ Ο Σ Β ´

### Ε Μ Π Ε Ι Ρ Ι Κ Η Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

5.1. Γενική Επισκόπηση Παρούσας Μελέτης.....	122
5.2. Τεχνικά χαρακτηριστικά Μελέτης.....	128

5.2.1. Αντικείμενο Έρευνας.....	128
5.2.2. Μέθοδος Αποτίμησης: Ανάλυση & Κριτική Δείκτη PE.....	138
5.2.2.1. Ιστορικό .....	138
5.2.2.2. Περιγραφή-Ερμηνεία.....	141
5.2.3. Περιορισμοί της Έρευνας.....	143
5.3. Διάρθρωση της Έρευνας.....	145
5.3.1. Στάδιο 1 <sup>ο</sup> : Υπολογισμός Βασικού PE.....	146
5.3.2. Στάδιο 2 <sup>ο</sup> : Υπολογισμός Θεμελιώδους PE.....	149
5.3.3. Στάδιο 3 <sup>ο</sup> : Γραμ. Παλινδρόμηση δείκτη E/P-(T.Bond-T.Bill)..	158
5.3.4. Στάδιο 4 <sup>ο</sup> : Γραμ. Παλινδρόμηση PE-Θεμελ. Μεταβλητών....	160

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

6.1. Εισαγωγή.....	164
6.2. Στάδιο 1 <sup>ο</sup> : Αποτίμηση FTSE 20 με Βασικό Λόγο Τιμής/Κέρδη.....	165
6.3. Αποτίμηση FTSE 20 Βάσει Θεμελιώδη Πολλαπλασιαστική P/E.....	182
6.4. Σύγκριση Αποτελεσμάτων Βασικού-Θεμελιώδη Πολλαπλασιαστική	196
6.5. Αποτελέσματα Ανάλυσης Παλινδρόμησης.....	200
6.5.1. Παλινδρόμηση Δείκτη E/P με Απόδοση T.Bond & T.Bill.....	200
6.5.2. Παλινδρόμηση Obs. PE με Beta-Growth Rate-Payout Ratio	203

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

7.1. Observed vs Fundamental PE Ratio.....	207
7.2. Ανάλυση Παλινδρόμησης.....	209



7.3. Συμπέρασμα.....	212
7.4. Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα.....	213
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>218</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ I: Δείκτης FTSE4Good.....</b>	<b>235</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II: Βασ. Κανόνες Διαχείρισης &amp; Υπολογισμού Δεικτών.....</b>	<b>255</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ III: Μεταβολές Δείκτη FTSE 20 (2000-2004).....</b>	<b>261</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΩΝ.....</b>	<b>268</b>

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η συγγραφή της διπλωματικής εργασίας αποτελεί αναμφισβήτητα μία προσωπική πρόκληση αλλά η εκπόνηση της συγκεκριμένης πτυχιακής μελέτης δεν θα ήταν δυνατή χωρίς τη συνδρομή της οικογένειας, των καθηγητών και των φίλων που στάθηκαν στο πλευρό μου.

Ξεχωριστές ευχαριστίες αρμόζουν στον επιβλέποντα Καθηγητή μου κ. Γεώργιο Αρτίκη, τη συμβουλή του οποίου 'να μην πτοείσαι που ξεκινάς χωρίς το απαραίτητο υπόβαθρο γιατί έχεις την ευκαιρία να τα μάθεις όλα σωστά από την αρχή' δεν ξέχασα ποτέ και με συντρόφεψε σε όλες τις δύσκολες στιγμές κατά τη διάρκεια των σπουδών μου.

Επιθυμώ να ευχαριστήσω ιδιαίτερω τον κ. Παναγιώτη Αρτίκη τόσο για τις κατευθύνσεις που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας εργασίας όσο και για την άμεση ανταπόκριση του σε όλα μου τα αιτήματα για δεδομένα, απορίες και πληροφοριακό υλικό εν γένει.

Θα ήθελα, ακόμη, να ευχαριστήσω το σύνολο των καθηγητών του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων για την άφογη, από κάθε άποψη, στάση τους απέναντι μου σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου αλλά και για την επίτευξη εδραίωσης ενός ιδιαίτερα δημιουργικού και φιλικού απέναντι στους φοιτητές κλίματος. Θέλω, επίσης, να ευχαριστήσω θερμά τον Αναπληρωτή Καθηγητή, κ. Νικόλαο Γεωργόπουλο για την ενθάρρυνση και τη συμπαράσταση του καθ' όλη τη διάρκεια φοίτησης μου.

Τέλος, οφείλω να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στους γονείς και την αδερφή μου που στάθηκαν πάντοτε δίπλα μου σε κάθε μου προσπάθεια.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>Πίνακας 4.1:</b> Σύνολο Δεικτών Χρηματιστηρίου Αθηνών (28-11-2005).....	101
<b>Πίνακας 4.2:</b> Σύνολο Δεικτών Χρηματιστηρίου Αθηνών (29-11-2005).....	102
<b>Πίνακας 4.3:</b> Διαχρονική Πορεία Σύνθεσης Δείκτη FTSE 20.....	117
<b>Πίνακας 4.4:</b> Σύγχρονη Διάρθρωση Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (FTSE 20).....	118
<b>Πίνακας 5.1:</b> Χαρτογράφηση Κεφαλαιαγορών ΝΑ Ευρώπης.....	127
<b>Πίνακας 5.2:</b> Ποσοστιαία Μεταβολή Δεικτών Χρηματιστηρίου Αθηνών (1999-2000).....	132
<b>Πίνακας 5.3:</b> Διαχρονική Ποσοστιαία Μεταβολή Μετοχικών Αξιών Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.....	135
<b>Πίνακας 6.1:</b> Συνοπτική Στατιστική Περιγραφή-Δείκτης P/E Συμμετέχουσες FTSE 20 (2000-1).....	167
<b>Πίνακας 6.2:</b> Βασικός Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Observed PE Ratio)-FTSE/ASE 20 (31-12-2000).....	168
<b>Πίνακας 6.3:</b> Βασικός Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Observed PE Ratio)-FTSE/ASE 20 (31-12-2001).....	170
<b>Πίνακας 6.4:</b> Βασικός Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Observed PE Ratio)-FTSE/ASE 20 (31-12-2002).....	172
<b>Πίνακας 6.5:</b> Βασικός Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Observed PE Ratio)-FTSE/ASE 20 (31-12-2003).....	174
<b>Πίνακας 6.6:</b> Βασικός Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Observed PE Ratio)-FTSE ASE 20 (31-12-2004).....	176
<b>Πίνακας 6.7:</b> Συνολικός Μη-Σταθμισμένος Βασικός Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Index Observed PE Ratio)-FTSE ASE 20.....	178
<b>Πίνακας 6.8:</b> Συνολικός Σταθμισμένος Βασικός Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Weighted Observed PE Ratio)-FTSE ASE 20.....	179

<b>Πίνακας 6.9:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Fundamental PE Ratio)-FTSE ASE 20 (31-12-2000).....	183
<b>Πίνακας 6.10:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Fundamental PE Ratio)-FTSE ASE 20 (31-12-2001).....	185
<b>Πίνακας 6.11:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Fundamental PE Ratio)-FTSE ASE 20 (31-12-2002).....	187
<b>Πίνακας 6.12:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Fundamental PE Ratio)-FTSE ASE 20 (31-12-2003).....	189
<b>Πίνακας 6.13:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Fundamental PE Ratio)-FTSE ASE 20 (31-12-2004).....	191
<b>Πίνακας 6.14:</b> Συνολικός Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Index Fundamental PE)-FTSE 20 .....	193
<b>Πίνακας 6.15:</b> Συνολικός Σταθμισμένος Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή (Weighted Fundamental PE)-FTSE 20 .....	194
<b>Πίνακας 6.16:</b> Συνοπτικός Συγκριτικός Πίνακας Δείκτης Θεμελιώδες-Βασικό PE FTSE 20 .....	196
<b>Πίνακας 6.17:</b> Συγκριτικός Πίνακας Τιμών Βασικού-Θεμελιώδους Δείκτη Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή FTSE 20 .....	198
<b>Πίνακας 6.18:</b> Αποτελέσματα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης .....	201
<b>Πίνακας 6.19:</b> Αποτελέσματα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης .....	203

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b>Διάγραμμα 4.1:</b> Σχηματική Απεικόνιση Συμμετεχουσών Εταιρειών σε Δείκτη Dow Jones Average (1884).....	82
<b>Διάγραμμα 4.2:</b> Παρουσία Ξένων Θεσμικών Επενδυτών στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά.....	108
<b>Διάγραμμα 4.3:</b> Διαχρονική Πορεία Δείκτη Υψηλής Κεφαλαιοποίησης FTSE 20 (1998-2004).....	110
<b>Διάγραμμα 5.1:</b> Συγκριτική Πορεία Γενικού Δείκτη Τιμών-FTSE/ΧΑ 20 (1998-2004).....	129
<b>Διάγραμμα 6.1:</b> Δείκτης ΡΕ Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2000).....	169
<b>Διάγραμμα 6.2:</b> Δείκτης ΡΕ Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2001).....	171
<b>Διάγραμμα 6.3:</b> Δείκτης ΡΕ Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2002).....	173
<b>Διάγραμμα 6.4:</b> Δείκτης ΡΕ Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2003).....	175
<b>Διάγραμμα 6.5:</b> Δείκτης ΡΕ Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2004).....	177
<b>Διάγραμμα 6.6:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2000).....	184
<b>Διάγραμμα 6.7:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2001).....	186
<b>Διάγραμμα 6.8:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2002).....	188
<b>Διάγραμμα 6.9:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2003).....	190
<b>Διάγραμμα 6.10:</b> Θεμελιώδης Δείκτης Τιμής/Κέρδη Ανά Μετοχή Συμμετεχουσών Εταιρειών στον FTSE 20 (2004).....	192

**Διάγραμμα 6.11:** Συνοπτικό Συγκριτικό Γράφημα Σταθμισμένου Θεμελιώδους-  
Βασικού PE Δείκτη FTSE 20.....199

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

<b>Σχήμα 3.1:</b> Χαρτογράφηση Μεθόδων Αποτίμησης Μετοχών & Εταιρειών.....	40
<b>Σχήμα 3.2:</b> DCF: Firm Valuation vs Equity Valuation.....	46
<b>Σχήμα 3.3:</b> Διάγραμμα Πληρωμών Δικαιωμάτων Αγοράς & Πώλησης.....	72

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

---

Μ Ε Ρ Ο Σ Α΄

Θ Ε Ω Ρ Η Τ Ι Κ Η  
Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

---



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

---

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

---

ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1. Αντικειμενικός Σκοπός Εργασίας

Σκοπός της υποκείμενης μελέτης αποτελεί η αποτίμηση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (FTSE 20) στη βάση του λόγου τιμής προς κέρδη. Έναυσμα για την απόπειρα αξιολόγησης υπήρξε η όψιμη υπερτίμηση των τιμών των μετοχών που διαπραγματεύονται στην ελληνική κεφαλαιαγορά, κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Χαρακτηριστικό είναι ότι, στη διάρκεια της προαναφερθείσας περιόδου ο δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης τριπλασίασε τις αποδόσεις του ενώ ανάλογα κινήθηκε και ο Γενικός Δείκτης Τιμών του χρηματιστηρίου Αθηνών. Πρωταρχικός, λοιπόν, στόχος της παρούσας έρευνας είναι να ελέγξει την πιθανότητα και το βαθμό στον οποίο η ελληνική αγορά μετοχών –εκπροσωπούμενη από τον δείκτη FTSE/ΧΑ 20- ενδέχεται να είναι υπερτιμημένη είτε υποτιμημένη κατά την τελευταία πενταετία. Βασικό εργαλείο της συγκεκριμένης αποτίμησης θα αποτελέσει ένας σχετικός δείκτης μέτρησης αξίας που συγκαταλέγεται ανάμεσα στους πιο δημοφιλείς, ο πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή.

Το ενδιαφέρον, αναφορικά με την παρούσα έρευνα εστιάζεται σε αρκετά σημεία. Πιο αναλυτικά, εφαρμόζεται, καταρχήν, η μέθοδος της συγκριτικής αποτίμησης αλλά με έναν καθόλου συμβατικό τρόπο. Δεν επιλέχθησαν εταιρείες του ίδιου κλάδου, όπως κατά παράδοση συμβαίνει κατά την εφαρμογή της μεθόδου σχετικής αποτίμησης, αλλά εταιρείες που ως κυρίαρχο κοινό χαρακτηριστικό τους φέρουν τη συμμετοχή τους στον ως άνω χρηματιστηριακό δείκτη. Επιπλέον, δεν αποτιμώνται οι εταιρείες καθεαυτές αλλά ο δείκτης

μεγάλης κεφαλαιοποίησης στο σύνολο του, ως μονάδα, επιλογή που δεν απαντήθηκε σε παρόμοιες έρευνες όπως απέδειξε η αναζήτηση σχετικής βιβλιογραφίας. Επιπρόσθετα, ο συγκριτικός χαρακτήρας της συγκεκριμένης αποτίμησης επιτυγχάνεται με δύο τρόπους, σε επίπεδο διαχρονικό αλλά και σε επίπεδο μεθόδου καθώς, ο δείκτης αξιολογείται τόσο με τη συνδρομή του βασικού λόγου τιμής προς κέρδη, όσο και με βάση την θεμελιώδη εκδοχή του παραπάνω πολλαπλασιαστή. Η αναγωγή του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη στα θεμελιώδη μεγέθη του, εισάγει στην έρευνα στοιχεία της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών καθώς η ανάλυση του παραδοσιακού λόγου PE στους θεμελιώδεις όρους του κάνει σαφή χρήση της παραπάνω μεθόδου.

Ο απώτερος στόχος της σχετικής μελέτης δεν περιορίζεται στην απόπειρα αποτίμησης του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης –και κατ' επέκταση της αγοράς εν γένει- αλλά επεκτείνεται στην εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την ερμηνευτική ικανότητα του βασικού λόγου τιμής προς κέρδη, τη δυνατότητα του να παρέχει ένα αξιόπιστο εργαλείο πρόβλεψης των μελλοντικών αποδόσεων καθώς και το σχέση που τον συνδέει με τις θεμελιώδεις μεταβλητές του. Οι περισσότερες έρευνες που αφορούν στην εξέταση μεμονωμένων πολλαπλασιαστών εστιάζουν, όσον αφορά στην κατανόηση της μεταβλητότητας των τελευταίων, είτε στους θεμελιώδεις εταιρικούς παράγοντες είτε σε μακροοικονομικούς συντελεστές. Η παρούσα έρευνα, επιχειρεί να συμπεριλάβει και τις δύο οπτικές. Καθίσταται, φανερό πως μέλημα της έρευνας δεν αποτελεί μόνο η αξιολόγηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς αλλά και ο έλεγχος της αξιοπιστίας της μεθόδου που υιοθετήθηκε για τις ανάγκες της προαναφερθείσας αποτίμησης.

Τέλος, εκείνο που αποτελεί χαρακτηριστικά ενδιαφέρον στην παρούσα εργασία είναι η χρήση ενός εργαλείου μέτρησης –του PE ratio- που είναι ιδιαίτερα ευαίσθητο στον επηρεασμό από τις διαθέσεις και τις τάσεις της αγοράς με τρόπο που αναιρεί την εξάρτηση του από την τελευταία (θεμελιώδης πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή).

## **1.2. Μεθοδολογία**

Η μεθοδολογία που υιοθετήθηκε για την εκπόνηση της παρούσας μελέτης σχεδιάστηκε με ιδιαίτερη προσοχή και προσαρμόστηκε στις ανάγκες, τα δεδομένα και τις ιδιαίτερες συνθήκες που διαμορφώνει η ελληνική περίπτωση κεφαλαιαγοράς.

Η αναζήτηση και ο εντοπισμός στοιχείων καθώς και ο χειρισμός των πρωτογενών δεδομένων αποτέλεσε πραγματική πρόκληση δεδομένου ότι η ελληνική αγορά μετοχών αποτελεί μία σχετικά νέα αγορά σε σύγκριση με τα μεγάλα χρηματιστήρια σε διεθνές επίπεδο με αποτέλεσμα η καταγραφή και η παροχή ιστορικών δεδομένων των επιμέρους εταιρειών να είναι περιορισμένη. Με αφετηρία αυτή τη διαπίστωση, έγιναν αρκετές προσαρμογές κατά την εξέλιξη της έρευνας με πρωταρχικό μέλημα να διασφαλιστεί, σε κάθε περίπτωση, η αξιοπιστία και η εγκυρότητα της μελέτης. Στα πλαίσια της παραπάνω αρχής, μελετήθηκαν συνολικά τριάντα δύο εταιρείες, οι μετοχές των οποίων συμμετείχαν στον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης κατά την υπό έρευνα πενταετία. Αρχική πρόθεση της μελέτης υπήρξε η ανάλυση των είκοσι

εταιρειών από τις οποίες απαρτίζεται κατά παράδοση ο δείκτης<sup>1</sup> αλλά στην πορεία κρίθηκε σωστό να παρακολουθήσουμε πιστά τη διαχρονική εξέλιξη και τις επιμέρους μεταβολές του δείκτη. Η πλειονότητα των απαραίτητων για την ολοκλήρωση της μελέτης στοιχείων αντλήθηκαν από τη διεθνή βάση δεδομένων Bloomberg ενώ, όπου κατέστη αναγκαίο επιστρατεύτηκαν οι σχετικοί ισολογισμοί των εταιρειών για τον υπολογισμό πρωτογενών δεδομένων.

Εκείνο που πρέπει, καταρχήν, να καταστεί σαφές όσον αφορά στη μεθοδολογία είναι ότι η μεθοδολογία αποτίμησης χρηματιστηριακών δεικτών παρέχει δύο επιλογές στον ερευνητή. Η πρώτη επιλογή αφορά στην άθροιση των επιμέρους μεγεθών –που συμμετέχουν στον υπολογισμό του εκάστοτε πολλαπλασιαστή βάσει του οποίου γίνεται η αποτίμηση- προκειμένου να εξαχθούν οι αριθμητικοί μέσοι για το σύνολο των μετοχών που απαρτίζουν τον χρηματιστηριακό δείκτη και με βάση αυτούς να γίνει ο τελικός υπολογισμός του δείκτη. Η παρούσα έρευνα προτίμησε να απέχει από την παραπάνω επιλογή. Σε αντιδιαστολή, λοιπόν, με την πρώτη μέθοδο που περιγράφηκε παραπάνω, η μεθοδολογία που υιοθετήθηκε για τις ανάγκες της εν λόγω μελέτης αφορά στον υπολογισμό του μεμονωμένου λόγου τιμής προς κέρδη (τόσο του βασικού όσο και του θεμελιώδους) για τις επιμέρους εταιρείες και ακολούθως ο συνυπολογισμός του ποσοστού συμμετοχής των μετοχικών αξιόγραφων στο δείκτη FTSE 20 για την εξαγωγή του τελικού σταθμισμένου λόγου τιμής προς κέρδη του δείκτη ως σύνολο.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την εκπόνηση της υποκείμενης έρευνας περιλαμβάνει πέντε βασικά στάδια. Η πρώτη φάση της έρευνας

---

<sup>1</sup> Σημειώνεται ότι η αναφορά στον συγκεκριμένο δείκτη γίνεται συχνά υπό τον τίτλο «εικοσάρης» δεδομένου ότι περιλαμβάνει τις είκοσι μεγαλύτερες, με βάση την κεφαλαιοποίησή τους, εταιρείες.

αναλώνεται στον υπολογισμό του βασικού πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (observed PE ratio) για τις επιμέρους μετοχές και συνακόλουθα για τον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Κατά το δεύτερο στάδιο της εργασίας, υπολογίζεται και ο θεμελιώδης λόγος τιμής προς κέρδη (fundamental PE ratio) που διαμορφώνει ο δείκτης FTSE 20 ετησίως για την πενταετία 2000-2004. Η τρίτη φάση της έρευνας αφορά στη σύγκριση των μεγεθών που προέκυψαν από το πρώτο και το δεύτερο στάδιο, στη διαχρονική, δηλαδή, σύγκριση του βασικού με τον θεμελιώδη πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή για τον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης. Τα τελευταία δύο στάδια της μελέτης αφορούν στην ανάλυση ευαισθησία και μεταβλητότητας του λόγου τιμής προς κέρδη. Έτσι, το τρίτο στάδιο αφορά στον υπολογισμό του λόγου κερδών ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής (EP ratio, το αντίστροφο του λόγου PE) καθώς και στην ανάλυση παλινδρόμησης με σκοπό την ανάδειξη της σχέσης μεταξύ του πολλαπλασιαστή κερδών ανά μετοχή προς την τιμή και των αποδόσεων του δεκαετούς κρατικού ομολόγου και του ελληνικού γραμματίου του δημοσίου. Η τελευταία φάση της εργασίας αφορά στη διερεύνηση της σχέσης του βασικού λόγου τιμής προς κέρδη -υπολογισμένου με βάση τις τιμές που διαμορφώνει η αγορά- με τις θεμελιώδεις μεταβλητές που συνοψίζονται στον μέσο όρο του δείκτη διανομής μερισμάτων (για την τελευταία δεκαετία), στον συντελεστή βήτα (εκπροσωπεί τον κίνδυνο) και τέλος, στον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Στην περίπτωση μας, ο τελευταίος ταυτίζεται με τον ρυθμό αύξησης κερδών.

### 1.3. Διάρθρωση Εργασίας

Η μελέτη για την αποτίμηση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου της Αθήνας, διακρίνεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος αναλώνεται στη θεωρητική θεμελίωση του θέματος και αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια. Αρχικά, παρατίθεται η καθιερωμένη εισαγωγή που προορίζεται για να παράσχει μία συνοπτική επισκόπηση της όλης μελέτης. Το δεύτερο κεφάλαιο επιχειρεί μία ιστορική αναδρομή στις πλέον διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης, από την έναρξη της λειτουργίας των πρώτων κεφαλαιαγορών μέχρι τις μέρες μας. Το τρίτο κεφάλαιο αποτελεί τη θεωρητική βάση της παρούσας έρευνας καθώς περιλαμβάνει τη διεξοδική ανάλυση των βασικών μεθόδων (σχολών) αποτίμησης. Στο τέταρτο κεφάλαιο, κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μία ενδελεχής ανάλυση του αντικειμένου της έρευνας μας, που εκπροσωπείται από τον δείκτη FTSE 20, τον δείκτη που περιλαμβάνει τις είκοσι μεγαλύτερες με βάση την κεφαλαιοποίησης του εταιρείες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο έχουν περιληφθεί και αρκετά ιστορικά στοιχεία σχετικά με την εμφάνιση και εξέλιξη των χρηματιστηριακών δεικτών εν γένει καθώς και τεχνικά χαρακτηριστικά του υπολογισμού τους.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας αφορά στην εμπειρική προσέγγιση του θέματος και περιλαμβάνει τρία κεφάλαια. Στην εμπειρική ανάλυση του θέματος αφιερώνονται αρχικά το πέμπτο κεφάλαιο στο οποίο αναλύεται διεξοδικά η μεθοδολογία στην οποία βασίστηκε η παρούσα έρευνα καθώς και η επιλογή που έγινε των δεδομένων που αντλήθηκαν για τις ανάγκες της μελέτης. Ακολουθεί το έκτο κεφάλαιο που περιλαμβάνει τα αναλυτικά αποτελέσματα της έρευνας μαζί με τους σχετικούς πίνακες καθώς και τον σχολιασμό των

δεδομένων που απέδωσε η μελέτη. Η εμπειρική πλευρά του θέματος ολοκληρώνεται με το έβδομο κεφάλαιο που παρέχει επιλεγμένα συμπεράσματα που αφορούν στην ολοκλήρωση της μελέτης μας αλλά και κάποιες προτάσεις για περαιτέρω έρευνα. Στο τέλος της εργασίας, παρατίθενται κάποια παραρτήματα που προορίζονται για τη διασαφήνιση ορισμένων θεμάτων που ανέκυψαν κατά την πορεία της ανάλυσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΧΩΝ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΠΡΟΦΙΛ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΣΤΑΘΜΟΙ ΣΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

### 2.1. Εισαγωγή

Κυρίαρχη ιδέα της παρούσας ενότητας είναι η επισκόπηση των αλλαγών που συντελέστηκαν στις μεθόδους και τα μοντέλα αποτίμησης μετοχών σε ευθεία αναλογία με την εξέλιξη των κεφαλαιαγορών. Θα παρακολουθήσουμε τις προσπάθειες αξιολόγησης των μετοχικών αξιόγραφων καθ' όλη την πορεία εξέλιξης των χρηματιστηριακών αγορών από τις απαρχές της λειτουργίας τους που εντοπίζονται στον 19<sup>ο</sup> αιώνα μέχρι τα τέλη του 20<sup>ου</sup> αιώνα, χρονικό όριο που συμπίπτει με την έναρξη της υπό εξέταση περιόδου της μελέτης μας. Η υποκείμενη ιστορική αναδρομή επικεντρώνεται στα μεγαλύτερα χρηματιστήρια του κόσμου –και κυριότερα σε αυτά της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου- καθώς αντιπροσωπεύουν τις πλέον ώριμες κεφαλαιαγορές<sup>1</sup> και ως εκ τούτου προσφέρονται για ιστορικά συμπεράσματα.

Σημαντικό κομμάτι της σχετικής φιλολογίας έχει αναλωθεί στην αποτύπωση της ιστορικής πορείας των περισσότερων χρηματιστηριακών αγορών –με το χρηματιστήριο της Wall Street καθώς και αυτό του City of London να μονοπωλούν το ενδιαφέρον των αναλυτών<sup>2</sup>- ωστόσο μικρό μέρος της ανάλογης βιβλιογραφίας έχει αφιερωθεί στους επενδυτές και στις μεθόδους

---

<sup>1</sup> Κατά κανόνα οι εξελίξεις στην αμερικανική κεφαλαιαγορά προηγούνται των αλλαγών που συντελούνται στα υπόλοιπα χρηματιστήρια του κόσμου ενώ, ακόμα και αυτό, το χρηματιστήριο του Λονδίνου υστερεί χρονικά στην υιοθέτηση των εκάστοτε νέων μεθόδων αποτίμησης μέχρι το 1965 τουλάχιστον (Rutterford, 2004).

<sup>2</sup> Ανάμεσα στους αναλυτές που έχουν ασχοληθεί διεξοδικά με τις παραπάνω κεφαλαιαγορές συγκαταλέγονται οι Cope (1978), Kynaston (1995) και Geisst (1999). Τις περιπτώσεις εξαιρετικής ανόδου και ύφεσης των διεθνών χρηματιστηρίων έχουν καταγράψει λεπτομερώς οι Bierman (1998) και Statman (2003).

που οι τελευταίοι επιλέγουν προκειμένου να αξιολογήσουν μετοχικά αξιόγραφα και να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις. Το κενό αυτό έγινε ιδιαίτερα αισθητό κατά τη διάρκεια της λεγόμενης «τεχνολογικής φούσκας» κατά τα τέλη της δεκαετίας του '90 όπου κατέστη αναγκαία η εφεύρεση νέων μεθόδων αποτίμησης μετοχών και έκαναν την εμφάνιση τους καινοτόμα εργαλεία μέτρησης αξίας όπως ο λόγος τιμής ανά συνδρομητή<sup>3</sup>, εταιρικής αξίας προς κέρδη προ φόρων<sup>4</sup>, τόκων και αποσβέσεων και τιμής προς ταμειακές ροές<sup>5</sup> στα πλαίσια της προσπάθειας αποτίμησης νεοεκδοθέντων μετοχών καινούριων κλάδων. Καθίσταται σαφές ότι οι διάφορες τεχνικές αποτίμησης μετοχικών αξιών υπαγορεύονται σε μεγάλο βαθμό από τις εκάστοτε συνθήκες που διαμορφώνει η αγορά. Σκοπός αυτής της ενότητας είναι να προχωρήσει πέρα από την καταγραφή των διαδοχικών μεθόδων αποτίμησης μετοχών από τις αρχές της λειτουργίας χρηματιστηριακών αγορών και μέχρι το τέλος του 20<sup>ου</sup> αιώνα προκειμένου να διερευνήσει τους λόγους για τους οποίους οι επενδυτές αλλάζουν διαχρονικά τις επιλογές τους όσον αφορά στις τεχνικές αξιολόγησης μετοχικών επενδύσεων.

Επιγραμματικά, μπορούμε να καταγράψουμε πως οι πρώτες μέθοδοι μέτρησης αξίας των μετοχικών αξιογράφων που χρησιμοποιήθηκαν ήταν αυτές της μερισματικής απόδοσης και της λογιστικής αξίας, γεγονός που αντανάκλα την αντίληψη των πρώτων επενδυτών για τις μετοχές ως αξιόγραφα παρόμοια με τα ομόλογα που διαφοροποιούνται μόνο ως προς την αβεβαιότητα ως προς

---

<sup>3</sup> Price to Subscriber

<sup>4</sup> Enterprise value to EBITDA

<sup>5</sup> Price to Cash Flow

τη λήξη και την πληρωμή μερισμάτων<sup>6</sup>. Η παραπάνω αντίληψη κυριάρχησε στη συνείδηση των επενδυτών μέχρι την έκρηξη ανόδου της Wall Street γύρω στο 1920, η οποία επηρέασε σημαντικά την αντιμετώπιση των επενδυτών απέναντι στις μετοχικές αξίες. Με αφορμή την παραπάνω ιστορική συγκυρία έκαναν την εμφάνιση τους οι πρώτες συγγραφικές προσπάθειες –με πιο σημαντικές αυτές των Smith (1925) και Fisher (1930)- που αποπειράθηκαν να εξερευνήσουν τη θεωρία που πρέσβευε ότι οι μετοχές είναι μία μορφή ομολογιών που ενέχει απλώς περισσότερο κίνδυνο. Η μεγάλη άνοδος του 1920 ανέδειξε σημαντικά την κερδοφορία μεγάλου μέρους των εισηγμένων εταιρειών, σε βαθμό τέτοιο, που τα κέρδη υπερκέρασαν σε ποσοστό τις μερισματικές αποδόσεις. Έτσι, προέκυψαν σημαντικά παρακρατηθέντα κέρδη τα οποία μπορούσαν να επενδυθούν και να αποφέρουν ακόμα μεγαλύτερη μελλοντική κερδοφορία. Για την πλειονότητα των αμερικανών επενδυτών, η μερισματική απόδοση έπαψε να έχει ενδιαφέρον από τότε. Στη Μ. Βρετανία –που αποτελεί τον έτερο μεγάλο οικονομικό πόλο της εποχής- το πέρασμα από την βασισμένη σε μερίσματα αποτίμηση στην αποτίμηση βάσει της καθαρής θέσης δεν έγινε ταυτόχρονα, κυρίως λόγω της γενικευμένης δυσπιστίας απέναντι στα μεγέθη που οι εταιρείες εμφάνιζαν ως κέρδη<sup>7</sup>. Έτσι, μέχρι το 1960 περίπου οι βρετανοί επενδυτές παραμένουν προσκολλημένοι στους δείκτες μερισματικής απόδοσης και μερισματικής κάλυψης.

---

<sup>6</sup> Την αντίληψη των μετοχών ως παραλλαγές των ομολογιών επιβεβαιώνει η παρακάτω δήλωση του Preinreich που παρατίθεται σε ακριβή μετάφραση: «Μία κοινή μετοχή είναι ομολογία η οποία παρέχει μελλοντικές πληρωμές αόριστου πλήθους και ύψους» (Preinreich, 1938).

<sup>7</sup> Τα κέρδη των βρετανικών εταιρειών αποτελούσαν ένα ομιχλώδες σημείο μέχρι τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις που εισήγαγαν η Νομοθεσία περί εταιρειών (Companies Act) του 1948 καθώς και η εισαγωγή του Βρετανικού φορολογικού συστήματος το οποίο, μέχρι το 1965 συνέχισε τη φορολογία των επιχειρήσεων με αυτή των ιδιωτών με αποτέλεσμα να καθίσταται δύσκολος ο διαχωρισμός των κερδών που αντιστοιχούσαν στους ιδιώτες επενδυτές ανεξάρτητα από το προσωπικό τους εισόδημα (Rutterford, 2004).

Στην άλλη πλευρά, η αμερικανική κεφαλαιαγορά ανακαλύπτει μέσω του Irving Fisher τις μετοχές ανάπτυξης ήδη από το 1920 ενώ, οι Graham και Dodd επαναφέρουν στη δεκαετία του '30 το ζήτημα της εσωτερικής αξίας των μετοχών. Παράλληλα, η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών που αποτελεί ανακάλυψη του 18<sup>ου</sup> και δέκατου ένατου αιώνα και δημιουργήθηκε αρχικά για να καλύψει ανάγκες κτηματομεσιτικών επενδύσεων ξεκίνησε να χρησιμοποιείται στην αποτίμηση μετοχών τόσο από οικονομολόγους όσο και από επενδυτές γύρω στα 1930. Ανάμεσα στους πιο ένθερμους υποστηρικτές της καταγράφονται οι συγγραφείς Preinreich (1932) και Williams (1938) οι οποίοι υποστήριξαν ότι αποτελεί άριστο μέσο μέτρησης της εσωτερικής αξίας της επιχείρησης. Συστηματικότερη έγινε η χρήση της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών από το 1960 ωστόσο, η χρήση της παρέμεινε περιορισμένη καθώς δεν κατάφερε να ανατρέψει την κυριαρχία των αριθμοδεικτών. Η άνοδος του χρηματιστηρίου του Λονδίνου από το 1957 και μετά κατέστησε σαφή την ανάγκη για περισσότερο κατάλληλες τεχνικές αποτίμησης και προετοίμασε το έδαφος για την είσοδο στην επενδυτική σκέψη του πλέον δημοφιλούς δείκτη αποτίμησης –ήδη γνωστού στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού- του λόγου τιμής προς κέρδη. Ο τελευταίος έχασε μέρος της ελκυστικότητας του –προς όφελος των μεθόδων που βασίζονται στην προεξόφληση των ταμειακών ροών- την περίοδο της «τεχνολογικής φούσκας» όταν έκαναν την είσοδο τους (περί τα τέλη του 20<sup>ου</sup> αιώνα) στα χρηματιστήρια εταιρείες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης και αρνητικά κέρδη, η αποτίμηση των οποίων με βάση τον δείκτη PE ήταν ανέφικτη. Στις μέρες μας, ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή αποκατέστησε τη θέση του ανάμεσα στις μεθόδους

αξιολόγησης μετοχών και θεωρείται και πάλι η κυρίαρχη μέθοδος αποτίμησης (Rutterford, 2004).

## 2.2. Προφίλ των επενδυτών

Οι πρώτοι επενδυτές σε κοινές μετοχές ήταν κατά κύριο λόγο τραπεζίτες, βιομήχανοι και εύποροι<sup>8</sup> επιχειρηματίες που συνδέονταν προσωπικά με τις εταιρείες στις οποίες επέλεγαν να επενδύσουν μέσω της αγοράς μετοχών (Maltby, 1999). Το μεγάλο κύμα των συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ, που διήρκεσε από το 1897 μέχρι το 1904, επέτρεψε την είσοδο σημαντικής μερίδας των ιδιωτών επενδυτών στο χρηματιστηριακό γίγνεσθαι (Baskin et Moranti, 1997). Στη Μ. Βρετανία, η μεγάλη άνοδος του χρηματιστηρίου από τα μέσα ως τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα και η αύξηση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μέσω πλήθους σχετικών περιοδικών διευκόλυνε σημαντικά την έλευση ιδιωτών επενδυτών. Έτσι, το περιοδικό "The Statist" καταγράφει ήδη από το 1988 τέσσερις διαφορετικούς τύπους επενδυτών που επεκτείνονται από τον «καθαρό» επενδυτή ως τον καθ' ολοκληρίαν κερδοσκόπο.

Πιο αναλυτικά, ο Statist καταγράφει, καταρχήν, τους ιδιώτες που είναι απλώς επενδυτές και τίποτα παραπάνω, δεν προσβλέπουν σε κάτι ιδιαίτερο επενδύοντας σε μετοχές αλλά προχωρούν στην αγορά τους με το ίδιο σκεπτικό με το οποίο τοποθετούν κεφάλαια σε διασφαλιζόμενα ενυπόθηκα χρεόγραφα<sup>9</sup>,

---

<sup>8</sup> Ο χαρακτηρισμός «εύποροι» δεν είναι καθόλου τυχαίος αλλά, αντίθετα, έχει βασικό πρακτικό νόημα. Η επένδυση σε κοινές μετοχές κατά τα πρώτα χρόνια λειτουργίας των χρηματιστηρίων απαιτούσε σημαντικό βαθμό πλούτου κυρίως λόγω της μεγάλης ονομαστικής αξίας που έφεραν οι μεμονωμένες μετοχικές αξίες και που απέκλειε τους λιγότερο πλούσιους ιδιώτες επενδυτές από την απόκτηση μετοχών (Jeffreys, 1954).

<sup>9</sup> Πρόκειται για επενδυτικά ομόλογα που διασφαλίζονται με διάφορες υποθήκες. Τα εισοδήματα από τα ενυπόθηκα ακίνητα χρησιμοποιούνται για την εξόφληση των ομολογιών (Λεξικό Χρυσοβιτσιώτη-Σταυρακόπουλου, 2001)

στα πλαίσια δηλαδή της πραγματοποίησης επενδύσεων. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει σημαντικό αριθμό επενδυτών και είναι οι κερδοσκόποι που χαρακτηρίζονται έτσι επειδή ο βασικός τους στόχος είναι η επίτευξη υψηλής απόδοσης. Χαρακτηριστικό αυτού του τύπου επενδυτών είναι η απροθυμία τους να ρευστοποιήσουν για μικρές αυξήσεις της τρέχουσας αξίας καθώς και ότι αναλαμβάνουν μεγάλο βαθμό ρίσκου σε σχέση με το επενδεδυμένο κεφάλαιο τους. Η τρίτη κατηγορία επενδυτών που επισημαίνει το περιοδικό είναι οι λεγόμενοι “bona fide<sup>10</sup>” κερδοσκόποι οι οποίοι χαρακτηρίζονται από την πρόθεση τους να τοποθετήσουν μικρό μέρος χρημάτων σε μετοχές υψηλού ρίσκου έχουν, ωστόσο, επίγνωση του κινδύνου και μπορούν να αναλάβουν το κόστος της ενδεχόμενης ζημίας. Τέλος, υπάρχουν οι λεγόμενοι «premium hunters” οι οποίοι επενδύουν σε μετοχές βραχυπρόθεσμα και επιδιώκουν κεφαλαιακά κέρδη εκμεταλλευόμενοι την κινητικότητα των τιμών των μετοχών. Η παραπάνω κατηγοριοποίηση έχει παραλείψει δύο επιπλέον κατηγορίες επενδυτών που επισημαίνονται από έτερους αναλυτές. Έτσι, καταγράφεται ως τύπος επενδυτή ο ενημερωμένος επιχειρηματίας οι οποίοι απαιτούν μία λογική μερισματική απόδοση για την επένδυσή τους σε μετοχές εταιρειών με τις οποίες κατά κανόνα συνδέονται είτε ως διοικητικά στελέχη είτε ως πελάτες (Maltby, 1999). Ακόμη, υφίσταται ο τύπος του άπληστου επενδυτή ο οποίος προσδοκά μία απόδοση της τάξης του 7 με 8% αλλά θεωρεί εφικτή και μία μεγαλύτερη απόδοση της τάξης του 10-12% με θεωρητική ασφάλεια.

Η αγορά μετοχών της Αμερικής υπήρξε κατά κανόνα περισσότερο κερδοσκοπικού χαρακτήρα από την κεφαλαιαγορά του Λονδίνου. Γενικότερα, οι κερδοσκόποι επενδυτές υπερετερούσαν αριθμητικά των επενδυτών που

---

<sup>10</sup> Ο όρος μεταφράζεται ως «καλή τη πίστη».

υπολόγιζαν κυρίως στην απόδοση που προσέφεραν τα μερίσματα, γεγονός που αποδίδεται κατά κύριο λόγο στις δραματικές μεταπτώσεις των τιμών των μετοχών κατά τη διάρκεια των λεγόμενων κύκλων της αγοράς. Οι περισσότερο συντηρητικοί επενδυτές, άλλωστε, προτιμούσαν να επενδύουν σε ομολογίες. Οι κερδοσκοπικοί και οι αδαείς του επενδυτικού κοινού αγόραζαν μετοχές με την ελπίδα ότι θα σωρεύσουν πλούτο κατά το παράδειγμα των πρώτων βιομηχάνων και τραπεζικών.

Όσον αφορά στις επενδυτικές επιλογές που οι πρώτοι επενδυτές είχαν στη διάθεση τους θα πρέπει να προσδιορίσουμε ότι στην πλειονότητα τους οι διαπραγματεύσιμες μετοχές που προσφέρονταν για αγορά αποτελούσαν νέες εκδόσεις καθώς νέες εταιρείες έκαναν διαρκώς την είσοδο τους στην αγορά. Οι νέες εκδόσεις ομολογιών, σαφώς, υπερτερούσαν αριθμητικά των νεοεκδοθέντων μετοχών δεδομένου ότι μέχρι το 1927 τα τρία τέταρτα των νέων εκδόσεων αφορούσαν ομόλογα (Geisst, 1999). Οι νέες εκδόσεις μετοχών διαχωρίζονταν σε δύο βασικούς τύπους, αυτές που είχαν κερδοσκοπικό χαρακτήρα και τις λεγόμενες μετοχές επενδυτικού βαθμού<sup>11</sup>.

Κερδοσκοπικής φύσεως χαρακτηρίζονταν οι μετοχές εκείνες που αφορούσαν κατά κανόνα καινούριες εταιρείες που είχαν ανάγκη επενδυτικών κεφαλαίων προκειμένου να υλοποιήσουν μία καινοτόμα ιδέα. Το 1840 ήταν οι μετοχές του σιδηροδρομικού κλάδου που ανταποκρίνονταν στα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου τύπου μετοχών ενώ, το 1860 οι μετοχές των ορυχείων πήραν τη θέση τους. Οι μετοχές επενδυτικού βαθμού, από την άλλη,

---

<sup>11</sup> Ο αγγλικός όρος είναι “investment grade” και χαρακτηρίζει μετοχές, ομολογίες και λοιπές επενδύσεις που αξιολογούνται ως φερέγγυες και κατάλληλες για επενδύσεις (δηλ. βαθμολογούνται από AAA ή Aaa μέχρι BBB ή Baa τουλάχιστον) (Λεξικό Χρυσοβιτσιώτη-Σταυρακόπουλου, 2001).



εξαντλούνταν κυρίως σε ήδη υπάρχουσες εταιρείες που απευθύνονταν στην αγορά σε αναζήτηση πόρων χρηματοδότησης είτε για την πραγματοποίηση στρατηγικών συγχωνεύσεων είτε για να αντλήσουν κεφάλαια για επέκταση. Όσον αφορά στην ταυτότητα των διαπραγματευόμενων μετοχών θα πρέπει να ειπωθεί πως μέχρι τα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα, τη μεγάλη ώθηση στην τεράστια ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών έδινε ο σιδηροδρομικός κλάδος και ακολουθούσαν οι επιχειρήσεις βασικών προϊόντων ενώ, οι βιομηχανικές επιχειρήσεις έκαναν την εμφάνιση τους μόνο γύρω στα τέλη του αιώνα. Μάλιστα, στο χρηματιστήριο του Λονδίνου οι βιομηχανικές επιχειρήσεις ήταν καταχωρημένες στα “Διάφορα<sup>12</sup>” ενώ, κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης το 1894 καταχωρήθηκαν ως “Μη Εισηγμένες μετοχές” (Unlisted Securities) (Eames, 1968). Καθώς, όμως, η συγκεκριμένη περίοδος σηματοδοτείται από τις δραστικές αλλαγές του επενδυτικού σκηνικού, οι μετοχές του κλάδου της βιομηχανίας κυριαρχούν στο χρηματιστήριο ήδη από το 1900 (Day, 2003).

Το πληροφοριακό υλικό που ήταν στη διάθεση του κοινού όσον αφορά στις νέες εκδόσεις μετοχών είχε αρχικά τη μορφή του ενημερωτικού δελτίου το οποίο ήταν αμιγώς περιγραφικό για τις κερδοσκοπικές εκδόσεις ενώ περιλάμβανε και κάποια χρηματοοικονομικά δεδομένα για την επένδυση όταν η έκδοση αφορούσε περισσότερο αξιόπιστες μετοχές. Πιο αναλυτικά, οι πρώτες παρείχαν στα ενημερωτικά τους δελτία κυρίως αισιόδοξες προβλέψεις και κατά περίπτωση γεωγραφικές, τεχνικές και περιγραφικές πληροφορίες ενώ οι δεύτερες ανέλυαν ιστορικά και προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία. Γίνεται

---

<sup>12</sup> Αρχικά, κατά το 1882 οι εισηγμένες εταιρείες του βιομηχανικού κλάδου στο Λονδίνο ανήκαν στην κατηγορία των Miscellaneous (Kynaston, 1995).

προφανές ότι σε κάθε περίπτωση το ποσοστό οικονομικής πληροφόρησης που ήταν διαθέσιμο στους επενδυτές ήταν περιορισμένο. Για τις μετοχές υψηλού κέρδους και ρίσκου δεν υπήρχαν επαρκείς πληροφορίες για συγκριτική αξιολόγηση είτε για την εφαρμογή αριθμοδεικτών και μεθόδων αποτίμησης ενώ, για τις περισσότερο συντηρητικές επενδύσεις σε μετοχές η παρεχόμενη χρηματοοικονομική πληροφόρηση περιοριζόταν στο προβλεπόμενο ύψος των μελλοντικών μερισμάτων και σε στοιχεία του ισολογισμού.

### **2.3. Οι σημαντικότεροι σταθμοί στην ιστορία των μεθόδων αποτίμησης**

Σκοπός της παρούσας ενότητας είναι η ιστορική ανασκόπηση των δημοφιλέστερων μεθόδων αποτίμησης. Θα επιδιώξουμε να παρακολουθήσουμε τις μεθόδους που επέλεγαν οι επενδυτές προκειμένου να αξιολογήσουν τις μετοχικές αξίες με αφετηρία την πρώτη περίοδο της έναρξης λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών.

#### **2.3.1. Μερισματική Απόδοση (Dividend Yield)**

Παρά την σχετικά περιορισμένη πληροφόρηση που παρέχονταν στους πρώτους επενδυτές, για τις μετοχές που αφορούσαν τις εταιρείες επενδυτικού βαθμού, υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία σχετικά με τα πληρωτέα μερίσματα και το ποσοστό που τα τελευταία αντιπροσώπευαν επί της ονομαστικής αξίας. Είναι εύλογη λοιπόν, η χρήση της μερισματικής απόδοσης ως μέσο αποτίμησης μετοχών κατά τις πρώιμες απόπειρες αξιολόγησης μετοχικών αξιών. Η φιλολογία που αναπτύχθηκε γύρω από τη Φούσκα της Εταιρείας της Νότιας

Θάλασσας<sup>13</sup> αποκαλύπτει ότι, κατά τις αρχές του 18<sup>ου</sup> αιώνα, είχαν ήδη αναπτυχθεί σχετικά εκλεπτυσμένες τεχνικές αποτίμησης μετοχών βασισμένες στα μερίσματα. Πιο συγκεκριμένα, οι μετοχές αξιολογούνταν, κατά την παραπάνω περίοδο, με βάση τη μερισματική τους απόδοση η οποία δεν υπολογιζόταν με βάση αναφοράς την ονομαστική τους αξία αλλά σαν ποσοστό επί της τρέχουσας τιμής που διαμόρφωνε η αγορά.

Αργότερα, κατά τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα και τις αρχές του εικοστού έχει δημιουργηθεί ένας σημαντικός αριθμός δεικτών αναφοράς για την ανάλυση της μερισματικής απόδοσης με πιο χαρακτηριστικό τον δείκτη μερισματικής κάλυψης. Αναλυτές κι επενδυτές δεν άργησαν να ανακαλύψουν τον δείκτη που προσδιορίζει το βαθμό στον οποίο τα μερίσματα καλύπτονται από τα κέρδη. Όσον αφορά στο ύψος της μερισματικής απόδοσης, αυτή κυμαινόταν από 4,5 έως 5% για τις τραπεζικές μετοχές καθώς και τις μετοχές του ασφαλιστικού κλάδου και μπορούσε να προσεγγίσει ακόμα και το 10% για τις μετοχές των μεταλλευτικών και εξορυκτικών<sup>14</sup> εταιρειών.

Σημαντική υπήρξε η συμβολή της μεθόδου μερισματικής απόδοσης στη διαδικασία αποτίμησης μέσω της διασφάλισης κατώτατου ορίου τρέχουσας τιμής για τις κοινές μετοχές. Πιο αναλυτικά, για τις μετοχές καθιερωμένων επιχειρήσεων, ίσχυε η ύπαρξη ενός κατώτατου σημείου, χαμηλότερα από το οποίο δεν ήταν δυνατό να υποχωρήσει η τρέχουσα τιμή της μετοχής. Το σημείο αυτό προσδιοριζόταν μέσω της μερισματικής απόδοσης ως η τιμή για την οποία

---

<sup>13</sup> Η περίπτωση είναι ευρύτερα γνωστή ως South Sea Bubble και πρόκειται για βρετανική εταιρεία η οποία είχε το αποκλειστικό προνόμιο (royal charter) της εμπορίας των σκλάβων και της αλιείας. Η αχαλίνωτη κερδοσκοπία στις τιμές των μετοχών προκάλεσε στην Αγγλία, το 18<sup>ο</sup> αιώνα οικονομική κρίση και καταστροφή των μικροεπενδυτών.

<sup>14</sup> Για τις μετοχές του συγκεκριμένου κλάδου στο ποσοστό της μερισματικής απόδοσης προστίθετο ένα ποσό που αντιπροσώπευε το περιθώριο εγγύησης προοριζόμενο να καλύψει το κεφάλαιο δεδομένης της περιορισμένης διάρκειας ζωής της εν λόγω επένδυσης.

ο επενδυτής προτίθεται να αγοράσει μετοχές ελκυσόμενος από τη μερισματική απόδοση. Η τελευταία αξιοποιήθηκε ευρύτερα στην αποτίμηση πέρα από το επίπεδο των μεμονωμένων μετοχών για τη διεξαγωγή συγκρίσεων με το επίπεδο απόδοσης μερισμάτων της αγοράς προκειμένου να αποφανθούν οι επενδυτές σχετικά με την πιθανή υπερίμηση ή υποτίμηση των επιμέρους κλάδων. Τέλος, οι επενδυτές ξεκίνησαν να συνδέουν το ύψος της μερισματικής απόδοσης τόσο με τον κίνδυνο που ενσωματώνουν όσο και με τον κλάδο που αντιπροσωπεύουν οι μετοχές υπό διαπραγμάτευση και να θέτουν όριο απαιτούμενης απόδοσης μερισμάτων για τις επιμέρους μετοχές στις οποίες επέλεγαν να επενδύσουν (le Maistre, 1926).

Μέχρι το 1920, η μερισματική απόδοση αποτελούσε το κεντρικό εργαλείο αποτίμησης μετοχών για τους επενδυτές που επέλεγαν να επενδύσουν σε μη κερδοσκοπικές κοινές μετοχές. Ο βασικός λόγος της ανάδειξης του δείκτη μερισματικής απόδοσης σε κυρίαρχη μέθοδο αποτίμησης συνδεόταν με τη συσχέτιση των μετοχών με τα ομόλογα (σε όρους εξασφάλισης εισοδήματος) και με τη θεώρηση ότι τα κέρδη αποτελούν εγγύηση για τα μελλοντικά μερίσματα (Rutterford, 2004).

### **2.3.2. Λογιστική Αξία (Book Value)**

Η λογιστική αξία φαίνεται να καταλαμβάνει στη συνείδηση των επενδυτών, ήδη από τα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα, τη θέση του δεύτερου πόλου προβληματισμού –ο πρώτος είναι το εισόδημα από τα μερίσματα- υπό την έννοια ότι αντιπροσωπεύει την ασφάλεια του κεφαλαίου τους. Ακόμη, βασικό μέλημα των επενδυτών της εποχής αναφορικά με τη λογιστική αξία ήταν ότι η

τελευταία δεν έπρεπε με κανένα τρόπο να υπερβαίνει την ονομαστικής αξία των μετοχών. Για τους πλέον συντηρητικούς από τους επενδυτές η λογιστική αξία είναι το πιο σημαντικό ανάμεσα στα εργαλεία αποτίμησης. Όπως χαρακτηριστικά επισημαίνει ο Ward, η αξία μία επένδυσης εξαρτάται αφενός από το βαθμό ευαισθησίας της στην υποτίμηση της αξίας της ή και στην ολική ζημία και αφετέρου από την ετήσια απόδοση της είτε αυτή έχει τη μορφή ενοικίου, τόκων ή μερίσματος (Ward, 1852). Γίνεται προφανές πως η προσήλωση στην απόδοση (που αντιπροσωπεύεται από τα μερίσματα) ή την ασφάλεια (που συνδέεται με την αποτίμηση σε όρους λογιστικής αξίας) εξαρτάται τόσο από το προφίλ του επενδυτή (risk lover ή risk averse) όσο και από την πρόσφατη εμπειρία. Η τάση που διαμορφώνεται ανάμεσα στους επενδυτές κατά τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα και τις αρχές του επόμενου δεν περιορίζεται στην αναζήτηση εγγυήσεων διασφάλισης του κεφαλαίου τους αλλά επεκτείνεται στην προτίμηση των υλικών περιουσιακών στοιχείων –οικόπεδα, κτίρια, εργοστασιακός και μηχανολογικός εξοπλισμός- ως περιθώριο κάλυψης έναντι των άυλων όπως η υπεραξία. Χαρακτηριστικό είναι ότι οι νέες εκδόσεις της πιο πάνω περιόδου συχνά εξέδιδαν τις κοινές τους μετοχές έναντι της υπεραξίας ενώ οι προνομιούχες μετοχές και οι ομολογίες προορίζονταν για την χρηματοδότηση των φυσικών περιουσιακών στοιχείων (Rutterford, 2004),

Άλλωστε, η ιστορική συγκυρία είναι που επανατοποθετεί τη μέθοδο της λογιστικής αξίας στο προσκήνιο μετά το κραχ του χρηματιστηρίου του 1929. Ο μέσος επενδυτής ενδιαφέρεται πλέον πρώτιστα για τη διασφάλιση του κεφαλαίου του και δευτερευόντως για τη διατηρησιμότητα του εισοδήματος του (Graham and Dodd, 1934). Αντίθετα, ο Le Maistre σημειώνει, στο αισθητά πιο αισιόδοξο κλίμα των μέσων της δεκαετίας του 1920, ότι η αξία μίας δυναμικής

επιχείρησης<sup>15</sup> προσδιορίζεται περισσότερο από τη δυνατότητα της να πληρώνει μερίσματα και λιγότερο από τη λογιστική αξία του ενεργητικού της (Le Maistre, 1926). Σε κάθε περίπτωση, εκείνο που αξίζει να επισημανθεί είναι πως η επιλογή και χρήση των εκάστοτε μεθόδων αποτίμησης υπαγορεύονται σε μεγάλο βαθμό από τις ιστορικές και οικονομικές συνθήκες που διαμορφώνονται κάθε φορά.

### **2.3.3. Το πέρασμα από τα μερίσματα στα κέρδη**

Η μερισματική απόδοση υπήρξε αδιαμφισβήτητα βασικός ρυθμιστής της αξίας των μετοχών μέχρι τα μέσα της δεύτερης δεκαετίας του 20<sup>ου</sup> αιώνα, ωστόσο, το ενδιαφέρον επενδυτών και αναλυτών δεν άργησαν να διεκδικήσουν τα κέρδη. Πρώτοι πιστοποιούν αυτή τη διαφοροποίηση στις επενδυτικές τάσεις οι Graham και Dodd, οι οποίοι επισημαίνουν ότι τα αυξημένα μερίσματα έχουν επιφέρει άνοδο στις τιμές των μετοχών χωρίς αυτή να υποστηρίζεται από τη διαχρονική πορεία των κερδών αντίστοιχα (Graham και Dodd, 1934). Τη διαπίστωση των δύο συγγραφέων στήριξε εμπειρικά το παράδειγμα δύο μετοχών του σιδηροδρομικού κλάδου, της Atchison και της Union Pacific. Η σύγκριση των επιδόσεων των τιμών των δύο μετοχών κατέδειξε ότι η περισσότερο γενναιόδωρη πολιτική μερισμάτων της Union Pacific για την περίοδο 1915-1924 ευθυνόταν για την μεγαλύτερη συγκριτικά αύξηση στην τιμή της μετοχής της σε σχέση με την Atchinson παρά το γεγονός ότι η δεύτερη είχε να επιδείξει μεγαλύτερα κέρδη ανά μετοχή καθώς και λογιστική αξία (Graham

---

<sup>15</sup> Ο Le Maistre αναφέρεται σε εταιρείες που χαρακτηρίζει ως “going concern”, όρος που προσδιορίζει επιχειρήσεις που για μακρό χρόνο είναι υγιείς, επικερδείς και καλοδιοικούμενες ενώ παρουσιάζουν ευνοϊκές μελλοντικές προοπτικές.

and Dodd, 1934). Εύλογα, συνάγεται ότι τα παρακρατηθέντα κέρδη δε δημιουργούν αξία για τους μετόχους (Graham και Dodd, 1934).

Ως τα μέσα της δεκαετίας του 1920, η πλειοψηφία των επενδυτών έχει εγκαταλείψει τα μερίσματα και έχει στραφεί στα κέρδη για την αποτίμηση των κοινών μετοχών. Η δυναμικότητα και η προσαρμοστικότητα της αμερικανικής κεφαλαιαγοράς ανατρέπει άμεσα το επενδυτικό σκηνικό γι'άλλη μια φορά με αποτέλεσμα, ήδη, το 1934 οι Graham και Dodd να παρατηρούν πως η αποτίμηση των κοινών μετοχών δείχνει να εξαρτάται απόλυτα από στοιχεία που αφορούν στα κέρδη (Graham και Dodd, 1934). Στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, πάντως, η προσήλωση στη μερισματική απόδοση υποστηριζόμενη από υγιή κέρδη και φυσικά περιουσιακά στοιχεία επιβιώνει περισσότερο, μέχρι τη δεκαετία του 1950 και του 1960 ακόμα.

#### **2.3.4. Εσωτερική Αξία (Intrinsic/Fair value)**

Περιορισμένες υπήρξαν οι προσπάθειες προσδιορισμού της εσωτερικής αξίας –που αντιπροσωπεύει την αληθινή αξία της εκάστοτε μετοχής ανεξάρτητα από την τιμή που διαμορφώνει στην αγορά- κατά την πρώτη περίοδο επενδύσεων σε μετοχικά χρεόγραφα. Οι πρώτες απόπειρες αποτίμησης της πραγματικής αξίας των μετοχών συμπίπτουν χρονικά με τις περιόδους έξαρσης ή απότομης πτώσης των χρηματιστηριακών αγορών. Ιστορικά, η έννοια της εσωτερικής αξίας επανέρχεται κάθε φορά που ανακλύπτον οι λεγόμενες χρηματιστηριακές φούσκες, όταν οι παραδοσιακές μέθοδοι αποτίμησης αδυνατούν να ανταποκριθούν στις ειδικές συνθήκες που διαμορφώνει η αγορά

και αποδίδουν τιμές πολύ διαφορετικές από αυτές της αγοράς (Rutterford, 2004).

Σε αυτό το πλαίσιο, η έννοια της αποτίμησης της εσωτερικής αξίας συνδέθηκε για πρώτη φορά με τις μετοχές σχετικά νωρίς, γύρω στο 1720, με αφορμή την τότε έκρηξη του χρηματιστηρίου, ορμώμενη από τις μετοχές «φούσκες» της Νότιας Θάλασσας. Σκοπός αυτής της πρώτης προσπάθειας αποτίμησης της πραγματικής αξίας μετοχών δεν ήταν τόσο η διεξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με το αν οι εν λόγω μετοχές ήταν φθηνές ή αν ανταποκρίνονταν στην τιμή αγοράς τους όσο, η κατάδειξη της διαφοράς μεταξύ πραγματικής και αγοραίας αξίας ως μέσο άσκησης πίεσης στην κυβέρνηση προκειμένου να προχωρήσει σε βελτιώσεις της ισχύουσας (ανεπαρκούς) χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Μολονότι, η πρώτη απόπειρα μέτρησης της πραγματικής αξίας των μετοχών έθεσε στο περιθώριο του προσανατολισμού της το θέμα της αποτίμησης, η δεύτερη προσπάθεια θέτει την παραπάνω μέθοδο στη σωστή της βάση, αυτήν της αξιολόγησης μετοχών. Έτσι, το θέμα του προσδιορισμού της εσωτερικής αξίας μετοχής επανέρχεται στο προσκήνιο στα 1840, με αφορμή την έκρηξη ανόδου των βρετανικών μετοχών του σιδηροδρομικού κλάδου. Η μεθοδολογία που αναπτύχθηκε για τον προσδιορισμό της εσωτερικής αξίας της μετοχής στην περίπτωση των σιδηροδρόμων, βασίστηκε στην μέθοδο μέτρησης της λογιστικής αξίας. Γενικότερα, η αποτίμηση της πραγματικής αξίας των μετοχών παρέχει μεγάλο εύρος επιλογών και δημιουργικότητας όσον αφορά στη μέθοδο και τους δείκτες στη βάση των οποίων εκτιμάται η εσωτερική αξία. Έτσι, οι «μετρητές» της πραγματικής αξίας δεν παρέμεναν σταθεροί αλλά εξέφραζαν τις εκάστοτε τάσεις της εποχής και της αγοράς με αποτέλεσμα το



1840 να αποτελεί μέτρο αναφοράς η λογιστική αξία, το 1950 η αξία των περιουσιακών στοιχείων και το 1920 η μερισματική απόδοση.

Στη Wall Street, από την άλλη, τα ιστορικά χαμηλά των μετοχών μετά την κατάρρευση τιμών του 1929 ενέπνευσαν αρκετούς αναλυτές από το χώρο των επενδύσεων ώστε να επινοήσουν μεθόδους προσδιορισμού της εσωτερικής αξίας για τις επιμέρους μετοχές προκειμένου να αποφασίσουν περί αγοράς μετοχών. Η ιστορική άποψη σχετικά με την έννοια της εσωτερικής αξίας εκφράζεται και από τους Graham και Dodd οι οποίοι, την ορίζουν ως «εκείνη την αξία που αιτιολογείται από τα γεγονότα» ξέχωρα από «τιμές της αγοράς που θεμελιώνονται με τεχνητή χειραγώγηση ή διαστρεβλώνονται από ψυχολογικές υπερβολές» (Graham and Dodd, 1934). Η αποτίμηση στη βάση της «δίκαιης» αξίας των μετοχών είχε μεγαλύτερη διάρκεια στην αγορά της Αμερικής, κυρίως λόγω της καθυστέρησης ανάκαμψης της σχετικής κεφαλαιαγοράς από το κραχ του 1929 έως το 1953 (Schiller, 2001). Ο υπολογισμός της εσωτερικής αξίας των μετοχών στην υποτονική αγορά του 1930 και 1940 αποτελούσε χρήσιμο εργαλείο για την ανίχνευση των ευκαιριών που παρείχαν μετοχές με υψηλή πραγματική αξία και χαμηλή τιμή αγοράς. Τέλος, αξ σημειωθεί ότι η τάση της εν λόγω αγοράς αναφορικά με τη μέθοδο προσδιορισμού της δίκαιης αξίας των μετοχών διαφοροποιείται από την αντίστοιχη της βρετανικής -που παρουσιάζεται προσκολλημένη στα μερίσματα- και χρησιμοποιεί ως επί το πλείστον την κεφαλαιοποίηση των κερδών.

### 2.3.5. Σχολή “Αξίας” - Σχολή “Ανάπτυξης”

Οι υπέρμαχοι της σχολής αξίας και σταθερότητας (ανάμεσα στους βασικότερους εκπρόσωπους της παραπάνω σχολής συγκαταλέγονται οι Graham και Dodd, Dowrie και Fuller, Evans και Barnett) διατείνονται υπέρ της αποτίμησης βασισμένης σε πολλαπλασιαστές κεφαλαιοποίησης σταθερών κερδών λαμβάνοντας το μέσο όρο που διαμορφώνουν τα ιστορικά κέρδη (Graham and Dodd, 1934, Dowrie and Fuller, 1950, Evans and Burnett, 1940). Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας 1950 η παραπάνω θεωρητική προσέγγιση επιβεβαιωνόταν ιστορικά καθώς, διαχρονικά οι αγορές πράγματι έτειναν να διακυμαίνονται γύρω από ένα μακροπρόθεσμο μέσο όρο τιμών.

Εύλογα, η σχολή ανάπτυξης, που πρέσβευε ότι ο μέσος όρος των ιστορικών κερδών δεν αποτελούσε επαρκή ένδειξη της μελλοντικής δυναμικής της αγοράς, αντιμετωπίστηκε αρχικά με δυσπιστία. Αρκετοί αναλυτές θεώρησαν ότι η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης ενέχει μεγάλο περιθώριο αοριστίας και πιθανολογίας. Ο Withers αναφέρεται, χαρακτηριστικά, κατά τη δεκαετία του '30, στο «νέο σύστημα αξιολόγησης μετοχών που ήρθε στη μόδα» παρατηρώντας ότι εγκαταλείφθηκαν αβίαστα «η μέθοδος της μερισματικής απόδοσης καθώς και η πολύ περισσότερο επιστημονική και ορθολογική αποτίμηση βάση της απόδοσης των κερδών προκειμένου να υιοθετηθεί μία μέθοδος αξιολόγησης βασισμένη σε όνειρα, στα κέρδη που αναμένουμε ή ελπίζουμε ότι θα υπάρξουν κάποτε» (Withers, 1930). Καθίσταται προφανές, ότι επενδυτές και αναλυτές, εύλογα, επιθυμούσαν να εκμεταλλευθούν τη νεοαποκτηθείσα παροχή πληροφοριών για τα οικονομικά δεδομένα των εταιρειών προκειμένου να στηρίξουν σε περισσότερο επιστημονικές και ασφαλείς μεθόδους την

αποτίμηση των μετοχών σε μία περίοδο που ιστορικά δεν χαρακτηριζόταν από οικονομική σταθερότητα (κραχ 1929). Η παραπάνω μέθοδος εξέγειρε, σε πρώτη ανάγνωση, τα συναισθήματα ανασφάλειας των επενδυτών επειδή ήρθε να αμφισβητήσει την ερμηνευτική ικανότητα των ιστορικών κερδών για να εστιάσει στα πλέον πρόσφατα κέρδη ως περισσότερο ενδεικτικά για τη μελλοντική πορεία των αποδόσεων των μετοχών.

Ωστόσο, οι δύο σχολές –της αξίας και της ανάπτυξης– συμφιλιώνονται όσον αφορά στη χρήση του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή ως κυρίαρχο μέτρο αποτίμησης αξίας. Οι πρώτοι που αναφέρθηκαν, γύρω στα 1920, στο υπόδειγμα σύμφωνα με το οποίο η τιμή της μετοχής είναι συνάρτηση των κερδών ανά μετοχή και ενός συντελεστή ποιότητας<sup>16</sup>, ήταν οι Graham και Dodd (Graham and Dodd, 1934). Ο σχετικός συντελεστής ποιότητας ή αλλιώς πολλαπλασιαστής κεφαλαιοποίησης κερδών έγινε αργότερα γνωστός ως λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio). Ο παραπάνω δείκτης, λοιπόν, αποτέλεσε βασικό εργαλείο αποτίμησης για αμφότερες τις σχολές αξίας και ανάπτυξης. Έτσι, οι επενδυτές αξίας, όπως οι Graham και Dodd, χρησιμοποιούσαν το δείκτη PE προκειμένου να υπολογίσουν κατά πόσο η εσωτερική αξία των μετοχών που αποτιμώνταν σε χαμηλό PE υπερέβαινε την τρέχουσα τιμή τους στην αγορά ενώ, οι θιασώτες της ανάπτυξης θεωρούσαν τον υψηλό πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ως ένδειξη υψηλής μελλοντικής ανάπτυξης και ενθάρρυναν τους επενδυτές να αγοράζουν τις μετοχές που διαπραγματεύονταν σε υψηλό PE με την πεποίθηση ότι υπόσχονταν μελλοντικά κέρδη (Rutterford, 2004).

---

<sup>16</sup> Price = Earnings per Share × Quality Coefficient

### 2.3.6. Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος αποτίμησης στη βάση της προεξόφλησης των ταμειακών εισροών, που αποτελεί μία από τις βασικότερες μεθόδους αξιολόγησης μετοχών στις μέρες μας και βρίσκεται σε όλα τα σχετικά εγχειρίδια επενδύσεων, άργησε ιδιαίτερα να γίνει αποδεκτή και να καθιερωθεί.

Το πρώτο βήμα σύλληψης της παραπάνω μεθόδου εντοπίζεται χρονικά στα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα και σχετίζεται με την έννοια της εσωτερικής αξίας, ιδωμένης ως την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών μερισμάτων. Τα θεμέλια της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών εισροών τέθηκαν από τη σχετική φιλολογία που παρείχαν αναλογιστές, μηχανικοί και εκτιμητές ακινήτων οι οποίοι ανέπτυξαν, πρώτοι, προεξοφλητικούς πίνακες προκειμένου να εκτιμήσουν την αξία μετοχών και περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με μία σταθερή μαθηματική φόρμουλα. Από την άλλη, ανάλογη μεθοδολογία ακολούθησαν οικονομολόγοι και ακαδημαϊκοί με βάση τα επιτόκια και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων.

Η εφαρμογή της μεθόδου για την αποτίμηση μετοχών έγινε για πρώτη φορά στην Αμερική και εντοπίζεται χρονικά λίγο πριν τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο. Πρώτος ο Preinreich ανέπτυξε το 1932 ένα μοντέλο σύμφωνα με το οποίο τα κέρδη υπολογίζονταν να αυξάνονται για πεπερασμένη χρονική περίοδο και υποστήριξε ότι οι τεχνικές προεξόφλησης ταμειακών ροών αποτελούσαν το μόνο εργαλείο για τη σωστή αποτίμηση εταιρειών με τέτοιο ρυθμό ανάπτυξης. Πριν από τον Preinreich αλλά με λιγότερο συστηματικό τρόπο ο Fisher, οικονομολόγος της εποχής, είχε τοποθετηθεί ως προς την αξιολόγηση μετοχών σε όρους παρούσας αξίας ήδη, από το 1907 και αργότερα

το 1930, και ανέτρεξε σε αυτό το θεωρητικό πλαίσιο προκειμένου να εξηγήσει την άνοδο των τιμών των μετοχών γύρω στα 1920 (Fisher, 1907 and Fisher, 1930).

Το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών δεν κατάφερε να καθιερωθεί οριστικά στην αγορά των ΗΠΑ μέχρι τη δεκαετία του 1980-90 και την πρόσφατη άνθηση των χρηματιστηριακών αγορών. Σημαντική βοήθεια στην καθιέρωση της παραπάνω μεθόδου παρείχε το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM) που έδωσε τη δυνατότητα στους αναλυτές να εκτιμήσουν το κατάλληλο, προσαρμοσμένο στον κίνδυνο επιτόκιο προεξόφλησης για τις ανάγκες της αποτίμησης των εκάστοτε μετοχών στη βάση της προεξόφλησης ταμειακών ροών (Sharpe, 1964, Lintner, 1965). Σε κάθε περίπτωση, ο λόγος τιμής προς κέρδη εξακολούθησε να είναι πιο δημοφιλής μεταξύ των αναλυτών για αρκετά χρόνια, κυρίως, επειδή η αποτίμηση βάσει των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι σημαντικά πιο χρονοβόρα διαδικασία. Η μέθοδος, ωστόσο, επανήλθε στο προσκήνιο κατά τα τέλη του 1990 όταν οι παραδοσιακοί δείκτες αποδείχτηκαν ότι αδυνατούσαν να προβλέψουν σωστά τις τιμές των μετοχών της αγοράς με την έλευση εταιρειών νέων κλάδων –όπως οι επιχειρήσεις ίντερνετ- για τις οποίες εξέλειπαν στοιχεία ισολογισμών και παρελθόντων κερδών. Έτσι, επενδυτές και αναλυτές κατέφυγαν εκ νέου στην πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών εισροών στη βάση ενός υψηλού ρυθμού ανάπτυξης προκειμένου να προβλέψουν το μελλοντικό ύψος τιμών της αγοράς.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

---

## ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

---

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

### 3.1. Εισαγωγή

Κεντρική ιδέα της αποτίμησης –ακόμα και στην εξελιγμένη σημερινή μορφή της- παραμένει η παραδοχή πως όλα τα περιουσιακά στοιχεία (assets) φέρουν αξία. Πεποίθηση της παρούσας έρευνας αποτελεί η θεώρηση που πρεσβεύει ότι η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι μετρήσιμη. Η παραπάνω αξίωση είναι αρκετά φιλόδοξη αν αναλογιστεί κανείς τη δήλωση του John Maynard Keynes<sup>1</sup> – κορυφαίου οικονομολόγου του προηγούμενου αιώνα- ο οποίος δηλώνει χαρακτηριστικά πως ‘τίποτα δεν υπάρχει πιο επικίνδυνο από την επιδίωξη μίας ορθολογικής επενδυτικής πολιτικής σε έναν παράλογο κόσμο’.

Προτού προχωρήσουμε στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα των πλέον διαδεδομένων μεθόδων αποτίμησης, θα ήταν ίσως εύστοχο να εξετάσουμε ορισμένους βασικούς μύθους γύρω από τη φιλολογία της αποτίμησης που υποσκάπτουν χαρακτηριστικά την αξία της τελευταίας. Ο Damodaran αναφέρει επιγραμματικά τις πιο χαρακτηριστικές από τις γενικότητες που έχουν συνδεθεί με την έννοια της αποτίμησης και αποπειράται

---

<sup>1</sup> Ο άγγλος οικονομολόγος John Maynard Keynes (1883-1946) αποτελεί χωρίς αμφισβήτηση μία από τις σημαντικότερες μορφές του συνόλου της ιστορίας της οικονομικής επιστήμης. Του αποδίδεται ότι έφερε την επανάσταση στην οικονομική επιστήμη με το κλασικό σύγγραμμα του “The General Theory of Employment, Interest and Money” (1936), το οποίο θεωρείται ευρέως ως η μελέτη του 20ού αιώνα με τη μεγαλύτερη επιρροή ανάμεσα σε αυτές που αφορούν στις κοινωνικές επιστήμες. Ο λόγος στον οποίο αποδίδεται η αξία του παραπάνω συγγράμματος έχει να κάνει με το ότι ένα βιβλίο άλλαξε τάχιστα και αμετάκλητα τον τρόπο που οι άνθρωποι αντιλαμβάνονταν την οικονομία και τον ρόλο του κράτους στην κοινωνία. Το σύνολο του πνευματικού του έργου το οποίο υπήρξε ιδιαίτερα παραγωγικό συνοψίζεται στην κεινσιανή οικονομική (keynesian economics) που αντιπροσωπεύει τις οικονομικές αρχές και θεωρίες που διατύπωσε ο διαπρεπής οικονομολόγος. Οι θεωρίες του αξιολογούνται ως οι επικρατέστερες της εποχής μας.

να τις αποδυναμώσει θεωρητικά προκειμένου να αποκαταστήσει την αλήθεια της αποτίμησης (Damodaran, 2002).

*Μύθος 1<sup>ος</sup>: Ο ποσοτικός χαρακτήρας των υποδειγμάτων αποτίμησης διασφαλίζει την αντικειμενικότητα της τελευταίας.*

Αποτελεί πραγματικότητα πως τα διάφορα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση είναι ποσοτικοποιημένα ωστόσο, ο χειρισμός και η επιλογή των δεδομένων με τα οποία τροφοδοτείται τα εκάστοτε υπόδειγμα αφήνει μεγάλο περιθώριο υποκειμενικότητας. Έτσι, η αξιολόγηση που παρέχει το κάθε υπόδειγμα επηρεάζεται σημαντικά από το βαθμό μεροληψίας που έχει εισάγει ο ερευνητής στη διαδικασία χειρισμού του μοντέλου. Γίνεται προφανές πως, προκειμένου να διαφυλαχθεί η αξιοπιστία της αποτίμησης θα πρέπει καταρχήν να απαλλαγεί η διαδικασία αξιολόγησης από οποιαδήποτε προδιάθεση ή προκατάληψη, μέτρο που μπορεί να αποδειχτεί δύσκολο στην εφαρμογή του δεδομένης της σημερινής έκθεσης στην πληροφόρηση και της ευρείας ενασχόλησης του τύπου με ανάλογες αναλύσεις, εκθέσεις και απόψεις για την πλειοψηφία των εταιρειών. Η διασφάλιση της αμεροληψίας κατά την έρευνα μπορεί να επιτευχθεί είτε με την αποφυγή λήψης δημόσιας θέσης σχετικά με την αποτίμηση προ της ολοκλήρωσης της τελευταίας, είτε με την ελαχιστοποίηση του μεριδίου ενδιαφέροντος (stake) αναφορικά με το αποτέλεσμα της αποτίμησης, πριν το πέρας της ανάλυσης.

*Μύθος 2<sup>ος</sup>: Όταν μία αποτίμηση έχει ερευνηθεί προσεκτικά και διεξαχθεί σωστά, έχει διαχρονική αξία.*

Η αξία που παρέχει κάθε μοντέλο αποτίμησης διαθέτει μεγάλο βαθμό ευαισθησίας στην πληροφόρηση που αφορά είτε τη συγκεκριμένη επιχείρηση



είτε το σύνολο της αγοράς<sup>2</sup>. Ως επακόλουθο, η αξία ενδέχεται να μεταβάλλεται στο βαθμό που αποκαλύπτονται νέες πληροφορίες. Καθώς μάλιστα, σήμερα, οι εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές ακολουθούν γρήγορους ρυθμούς, η εκάστοτε αποτίμηση τείνει να απαξιώνεται πιο σύντομα και στην περίπτωση που δεν επανεξετάζεται σε τακτική βάση προκειμένου να εκφράζει τις πλέον πρόσφατες εξελίξεις κινδυνεύει να αποκτά αναχρονιστικό χαρακτήρα.

*Μύθος 3<sup>ος</sup>: Μία καλή αποτίμηση παρέχει ακριβή εκτίμηση της αξίας*

Μετά το πέρας της διαδικασίας αποτίμησης –όσο ενδελεχής, προσεκτική και λεπτομερής και αν είναι- θα υπάρχει πάντα αβεβαιότητα ως προς την αξιοπιστία των τελικών αποτελεσμάτων καθώς καμμία τέτοια ανάλυση δεν μπορεί να εξαιρεθεί από τις αναπόφευκτες μελλοντικές υποθέσεις και εκτιμήσεις τόσο για την εκάστοτε επιχείρηση όσο και για την οικονομία γενικότερα ή την αγοράς. Δεν είναι ρεαλιστική η απαίτηση απόλυτης βεβαιότητας κατά την αποτίμηση υπό την έννοια ότι σε κάθε περίπτωση τόσο οι ταμειακές ροές όσο και τα επιτόκια προεξόφλησης ενέχουν την πιθανότητα λάθους στην εκτίμηση τους. Επιπρόσθετα ο βαθμός ακρίβεια και αξιοπιστίας κάθε υποκείμενης μετοχής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό και από την ιστορική πορεία της εταιρείας και τη διαθεσιμότητα στοιχείων της τελευταίας ενώ, δεν πρέπει να παραγνωρίζουμε ούτε τον παράγοντα της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται μία δεδομένη επιχείρηση καθώς οι αναδυόμενες αγορές για παράδειγμα αυξάνουν το βαθμό αβεβαιότητας των αποτελεσμάτων. Οι ώριμες εταιρείες καθώς και οι ανεπτυγμένες αγορές παρέχουν πρόσφορο έδαφος για περισσότερο αξιόπιστες και ακριβείς εκτιμήσεις.

*Μύθος 4<sup>ος</sup>: Όσο πιο ποσοτικό είναι το μοντέλο, τόσο καλύτερη είναι η αποτίμηση.*

Η θεωρία που υποστηρίζει ότι όσο περισσότερο περίπλοκο και ολοκληρωμένο είναι ένα μοντέλο αποτίμησης, τόσο καλύτερα αποτελέσματα μπορεί να αποδώσει δεν είναι αβάσιμη αλλά δεν αντιπροσωπεύει πάντα την πραγματικότητα. Η περίπλοκη φύση των ιδιαίτερα ποσοτικών μοντέλων αυξάνει τον αριθμό των δεδομένων που απαιτούνται για την αποτίμηση και αντίστοιχα αυξάνει την πιθανότητα λάθους κατά την εισροή δεδομένων στο υπόδειγμα. Επιπρόσθετα, η επιβάρυνση του εκάστοτε μοντέλου με μεγάλο αριθμό δεδομένων καθιστά δύσκολη την ερμηνεία και την εκτίμηση της συνεισφοράς των επιμέρους στοιχείων στη διαμόρφωση της τελικής αξίας. Ακόμη, η επιλογή ιδιαίτερα πολύπλοκων και ποσοτικών μοντέλων αποτίμησης οδηγεί στην ανάληψη δυσανάλογα μεγάλου ρόλου από το μοντέλο κατά την αξιολόγηση και στη δυσκολία χειρισμού του από τον αναλυτή. Το μοντέλο θα πρέπει να παραμένει εργαλείο της αποτίμησης και δεν νοείται να καταλαμβάνει τον κεντρικό ρόλο σε σχέση με αυτήν.

*Μύθος 5<sup>ος</sup>: Για να είναι αποδοτική η αποτίμηση θα πρέπει να υποθέσουμε ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές.*

Η παραπάνω θεώρηση συνδέεται στενά με το επιχείρημα ότι εκείνοι που αναλώνουν χρόνο και πόρους για λόγους αποτίμησης είναι εκείνοι που πιστεύουν ότι η αγορά είναι αναποτελεσματική σε αντιδιαστολή με όσους θεωρούν τις αγορές αποτελεσματικές, οι οποίοι προφανώς εκτιμούν ότι η τρέχουσα τιμή αντιπροσωπεύει την καλύτερη εκτίμηση της αξίας των μετοχών και γενικότερα των περιουσιακών στοιχείων. Η πραγματικότητα αποκλείει τον απόλυτο χαρακτήρα τέτοιων απόψεων καθώς ακόμα και εκείνοι οι επενδυτές οι

οποίοι πιστεύουν στην αναποτελεσματικότητα των αγορών λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις (πωλούν ή αγοράζουν μετοχές) με την προοπτική ότι οι αγορές θα διορθώσουν κάποια στιγμή το λάθος, άρα θα γίνουν αποτελεσματικές. Έτσι, η παραπάνω διαπίστωση καθώς και το ευρύτερο ζήτημα της αποτελεσματικότητας της αγοράς πρέπει να ειπωθεί με σκεπτικισμό. Ο Damodaran παραθέτει την άποψη του για το θέμα σημειώνοντας καταρχήν ότι οι αγορές κάνουν λάθη ωστόσο, τονίζει ότι αν η αξία που παράσχει η αποτίμηση είναι διαφορετική από την τρέχουσα τιμή της αγοράς, θα πρέπει να ξεκινήσουμε την ανάλυση μας θεωρώντας ότι η αγορά έχει αποτιμήσει ορθά την εν λόγω αξία μέχρι να αποδείξουμε το αντίθετο. Τέλος επισημαίνει σχετικά την ιστορική δυσκολία της επικράτησης επί της αγοράς.

*Μύθος 6<sup>ος</sup>: Το αποτέλεσμα της αποτίμησης (δηλ. η αξία) είναι που μετράει ενώ, η διαδικασία δεν είναι σημαντική.*

Η συστηματική ενασχόληση με τα διάφορα μοντέλα αποτίμησης ενέχει τον κίνδυνο της αποκλειστικής επικέντρωσης στο αποτέλεσμα της αξιολόγησης. Σε αντιπαράθεση όμως, η διαδικασία είναι που μας παρέχει μεγάλο τμήμα της κατανόησης των καθοριστικών παραγόντων της αξίας και μας επιτρέπει να απαντήσουμε στα θεμελιώδη ερωτήματα σχετικά με την τελευταία. Έτσι, η διαδικασία έχει μεγάλη πληροφοριακή αξία και δεν πρέπει να παραγνωρίζεται ο ρόλος της στην αποτίμηση.

Συνοψίζοντας, και πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των διαφόρων μεθόδων αποτίμησης, είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι ανεξάρτητα από την επιλογή επιμέρους μοντέλου, η βάση της χρήσης των μοντέλων αξιολόγησης για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων (αποφάσεων δηλαδή που αφορούν στο ποια περιουσιακά στοιχεία είναι υπερτιμημένα και ποια είναι υποτιμημένα) είναι

κοινή. Έτσι, οποιαδήποτε απόπειρα αποτίμησης προ της επιλογής ανάλογου μοντέλου θα πρέπει να στηρίζεται καταρχήν στην πεποίθηση, αφενός, ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές και μέσα στα πλαίσια τους ανακύπτουν συχνά λανθασμένες εκτιμήσεις αξίας και στην διατύπωση υπόθεσης, αφετέρου, σχετικά με τον τόπο και το χρόνο κατά τον οποίο θα 'διορθωθούν' οι ανεπάρκειες της αγοράς. Τέλος, αναφορικά με τα μοντέλα προσδιορισμού αξίας, θα πρέπει να κρατήσουμε στη σκέψη μας ότι σε μία αποτελεσματική αγορά η τρέχουσα τιμή αποτελεί τη βέλτιστη εκτίμηση αξίας και, ακολούθως, ο ρόλος οποιουδήποτε μοντέλου αποτίμησης είναι η αιτιολόγηση αυτής της αξίας (Damodaran, 2002).

### **3.2. Βασικές μέθοδοι αποτίμησης**

Έχουν διατυπωθεί και προταθεί αναρίθμητες μέθοδοι αποτίμησης. Ακόμα, οι περισσότερες μεγάλες ή και μικρότερες εταιρείες αναλυτών (επενδύσεων) έχουν διαμορφώσει δικά τους μοντέλα αποτίμησης. Κάποια από αυτά τα μοντέλα είναι απλοϊκά και κάποια άλλα ιδιαίτερα περίπλοκα ενώ, πολλά από αυτά είναι απλώς παραλλαγές των βασικών μοντέλων αξιολόγησης. Καθώς μάλιστα, οι περισσότερες μέθοδοι αποτίμησης βασίζονται τη λογική τους σε διαφορετικές υποθέσεις –αυθαίρετες ή μη- συχνά η αποτίμηση είναι δυνατό να διαφέρει σημαντικά από τη μία ανάλυση σε άλλη.

Σε κάθε περίπτωση, η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί γηραιό επίτευγμα της χρηματοοικονομικής επιστήμης που έλκει τις ρίζες της από τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (στα πλαίσια των αποφάσεων επενδύσεων) και την προσέγγιση της αποτίμησης, όπως αυτή αναπτύχθηκε

από τους καθηγητές Merton Miller και Franco Modigliani (σε ανάλογο άρθρο τους που δημοσιεύτηκε το 1963 στο περιοδικό “Journal of Business” υπό τον τίτλο “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”. Συνακόλουθα, καθώς η οικονομική θεωρία και τα χρηματοοικονομικά εργαλεία είναι στον μεγαλύτερο βαθμό κοινά για όλους, οι περισσότερες μέθοδοι αποτίμησης μοιράζονται αρκετά κοινά στοιχεία. Το γεγονός αυτό παρέχει αφορμή για την κατηγοριοποίηση των διαφόρων μεθόδων σε ολιγάριθμες ευρύτερες προσεγγίσεις αξιολόγησης· κατηγοριοποίηση που έχει ιδιαίτερη πρακτική σημασία καθώς μας επιτρέπει να αναγνωρίζουμε που τοποθετούνται στο γενικότερο πλαίσιο τα διάφορα μοντέλα, να ερμηνεύουμε τα αποτελέσματα που μας δίνουν αλλά και να εντοπίζουμε τις αδυναμίες και τις ανεπάρκειες στη λογική με την οποία είναι καταρτισμένα. Η κατηγοριοποίηση αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία αν αναλογιστούμε ότι σε δεύτερο επίπεδο δίνει τη δυνατότητα στον αναλυτή να επιλέξει το μοντέλο αποτίμησης που θα μεταχειριστεί με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του προς αξιολόγηση αντικειμένου. Ανάλογα, λοιπόν, με το αν αποτιμούμε εταιρείες πληροφορικής, δείκτες, έργα ή επιχειρήσεις καταφεύγουμε στο ανάλογο μοντέλο αποτίμησης. Επιπρόσθετα, η επιλογή μοντέλου αποτίμησης υπαγορεύεται συχνά από τον σκοπό είτε τις προθέσεις του αναλυτή που την επιλέγει. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι Goedhart, Koller και Wessels σε σχετικό άρθρο τους στη “McKinsey on Finance”, όλες οι μέθοδοι αποτίμησης δεν έχουν δημιουργηθεί έτσι ώστε να είναι ισότιμες, δηλαδή για να παρέχουν τα ίδια αποτελέσματα. Για παράδειγμα, οι μάνατζερς που έχουν σαν κύριο μέλημα τους την μεγιστοποίηση της αξίας για τους μετόχους, τείνουν να προτιμούν την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την ανάλυση τους δεδομένου ότι τη θεωρούν ως την

ακριβέστερη και πλέον ευέλικτη μέθοδο για την αξιολόγηση μετοχών, έργων, τμημάτων ή εταιρειών.

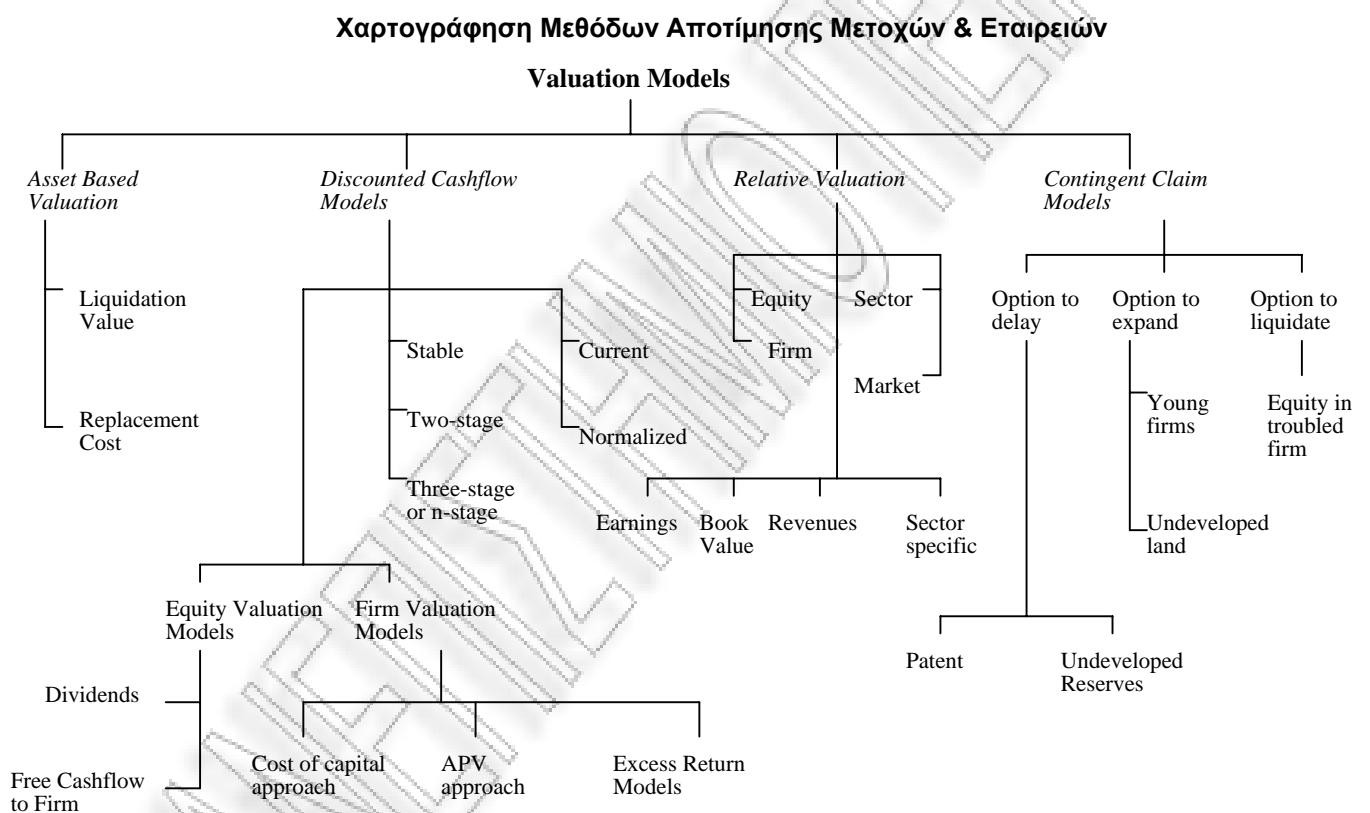
Μπορούμε να αναγνωρίσουμε τρεις βασικές προσεγγίσεις στο θέμα της αποτίμησης τις οποίες θα αναλύσουμε παρακάτω σε όρους που αφορούν στη βασική ιδέα πάνω στην οποία βασίστηκαν, τη λογική που τις διέπει, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της μεθοδολογίας τους, τα πλεονεκτήματα που καθεμία από αυτές παρέχει αλλά και τους περιορισμούς και τα «ελαττώματα» που φέρουν. Στο στάδιο αυτό είναι χρήσιμο να διαχωρίσουμε την προσέγγιση μας στο ζήτημα της αποτίμησης όσον αφορά στην επιλογή του αντικειμένου της αξιολόγησης. Έτσι, θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι η παρούσα έρευνα επικεντρώνεται στο θέμα της αποτίμησης κοινών μετοχών (equity valuation) ενώ, απέχει από την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων ή γενικότερα στοιχείων του ενεργητικού<sup>3</sup> τα οποία δεν αφορούν στην παρούσα μελέτη. Η αποτίμηση μετοχών εστιάζει στη διεξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με το αν η μετοχή μίας δεδομένης εταιρείας είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη –δηλαδή αν ανταποκρίνεται στα θεμελιώδη μεγέθη που συνιστούν την αξία της επιχείρησης- ωστόσο, σε καμία περίπτωση δεν θα πρέπει να συγχέεται η αποτίμηση μετοχικών αξιών με την αποτίμηση επιχειρήσεων που απαιτεί μία περισσότερο ενδελεχή, εξατομικευμένη και λεπτομερειακή ανάλυση των δεδομένων της επιχείρησης. Μολονότι, η μετοχές αντιπροσωπεύουν την επιχείρηση στις οργανωμένες κεφαλαιαγορές, δεν πρέπει να ταυτίζονται με την επιχείρηση και αναλογικά η αξιολόγηση της μετοχής οιασδήποτε εταιρείας δεν συνιστά εξ'ολοκλήρου αποτίμηση της σχετικής οικονομικής μονάδας. Προκειμένου να κατανοήσουμε σε βάθος την αποτίμηση μετοχών στην οποία θα βασίσουμε τη

---

<sup>3</sup> Asset-based valuation

δική μας αξιολόγηση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης FTSE 20, θα πρέπει να ανατρέξουμε στα υποδείγματα εκείνα που αποτέλεσαν τη βάση πάνω στην οποία θεμελιώθηκε ολόκληρο το οικοδόμημα της διαδικασίας αποτίμησης. Το παρακάτω σχήμα αποδίδει συνοπτικά τις σημαντικότερες θεωρητικές κατευθύνσεις που ανέπτυξε η χρηματοοικονομική επιστήμη στην υπηρεσία του ζητήματος της αποτίμησης γενικότερα.

Σχήμα 3.1



Πηγή: Damodaran on Valuation (by Aswath Damodaran)

Όπως συνάγεται από την παραπάνω σχηματική απεικόνιση η βασισμένη σε στοιχεία του ενεργητικού αποτίμηση (asset-based valuation) αποτελεί μία πρώιμη (σχεδόν απλοϊκή) μορφή αποτίμησης η οποία δεν μπορεί να ανταποκριθεί στην πολυπλοκότητα και το εύρος των σύγχρονων αναγκών προσδιορισμού αξίας. Έτσι, η σε βάθος ανάλυση της παραπάνω προσέγγισης δεν θα αποτελέσει επιδίωξη της παρούσας μελέτης ενώ, αντίθετα θα

αφιερώνουμε σημαντικό χώρο στη διερεύνηση και περιγραφή των περισσότερο εμπειριστατωμένων 'σχολών' αποτίμησης που εκπροσωπούνται από το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flow valuation), το μοντέλο σχετικής αποτίμησης (relative valuation) και το μοντέλο ενδεχόμενων απαιτήσεων (contingent claim valuation) άλλως γνωστό και ως υπόδειγμα τιμολόγησης δικαιωμάτων προαίρεσης.

### **3.2.1. Αποτίμηση στη Βάση Στοιχείων Ενεργητικού (Asset-Based Valuation)**

Μερίδα των αναλυτών επιμένει να περιλαμβάνει τη συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης ως μία επιπρόσθετη προσέγγιση στις υπάρχουσες μεθόδους αποτίμησης όπως αυτές αναφέρθηκαν στο τέλος της προηγούμενης ενότητας. Η φιλοσοφία της συγκεκριμένης μεθόδου επικεντρώνεται στον εντοπισμό των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και στη συνακόλουθη χρήση τους προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία της εταιρείας με σημείο αναφοράς είτε την αξία ρευστοποίησης τους (liquidation value) είτε το κόστος αντικατάστασης τους (replacement cost).

Ο λόγος που η μέθοδος αποτίμησης στη βάση των στοιχείων του ενεργητικού δεν συμπεριλαμβάνεται στην δική μας κατηγοριοποίηση των υποδειγμάτων αποτίμησης έγκειται στο γεγονός ότι η μεθοδολογία<sup>4</sup> που υιοθετείται κατά την εφαρμογή της απαιτεί τη σύγχρονη χρήση μίας ή περισσοτέρων εκ των υπολοίπων μεθόδων προσδιορισμού της αξίας. Πιο

---

<sup>4</sup> Με τον όρο μεθοδολογία αναφερόμαστε στις δύο επιλογές που παρέχει η αποτίμηση στη βάση στοιχείων του ενεργητικού οι οποίες συνοψίζονται αφενός στον προσδιορισμό της αξίας ρευστοποίησης και αφετέρου στον υπολογισμό του κόστους αντικατάστασης.



αναλυτικά, προκειμένου να εκτιμήσουμε την αξία ρευστοποίησης ενός περιουσιακού στοιχείου απαιτείται να ανατρέξουμε στην τιμολόγηση παρόμοιων στοιχείων στα πλαίσια της υφιστάμενης αγοράς. Στην ουσία, δηλαδή, καταφεύγουμε στη μεθοδολογία που υιοθετεί η συγκριτική μέθοδος αποτίμησης. Ανάλογα, στην παραδοσιακή εκδοχή της μεθόδου προεξοφλημένων ταμειακών ροών, εκτιμάται η αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων συμπεριλαμβανομένου του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης που δύνανται να επιτύχουν στο μέλλον προκειμένου να προσδιοριστεί τελικώς η αξία του υπό μελέτη αντικειμένου. Συμπερασματικά, θα ήταν ιδιαίτερα δύσκολη, αν όχι αδύνατη, η προσπάθεια αποτίμησης της αξίας μετοχικών χρεογράφων με βάση την ως άνω μέθοδο αξιολόγησης.

### **3.2.2. Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (DCF Valuation)**

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, μολονότι στις μέρες μας είναι λιγότερο δημοφιλής μεταξύ των αναλυτών από την μέθοδο της συγκριτικής αποτίμησης για παράδειγμα, εξακολουθεί να παρέχει την βασική ιδέα πάνω στην οποία θεμελιώθηκαν όλες οι άλλες μέθοδοι αποτίμησης. Η επαρκής κατανόηση των βασικών αρχών που διέπουν την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου για τη σωστή εφαρμογή των υπολοίπων μεθόδων αποτίμησης.

Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης έχει στη βάση της την αρχή της παρούσας αξίας και κυρίαρχο σκεπτικό της μεθόδου δεν είναι άλλο από τη γενική παραδοχή ότι η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι στην ουσία η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών εισροών που δύνανται

να αποφέρει, είτε αυτές είναι με τη μορφή μερισμάτων –όταν πρόκειται για μετοχές-, τόκων ή ονομαστικής αξίας –όταν έχουμε να κάνουμε με ομολογίες-, είτε έσοδα μετά φόρων για έργα μεγάλης κλίμακας. Η αποτίμηση μετοχών βρίσκεται στην κορυφή της κλίμακας κινδύνου με βάση τη συγκεκριμένη μέθοδο υπολογισμού της αξίας καθώς οι αναμενόμενες ταμειακές εισροές φέρουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Το επιτόκιο προεξόφλησης σε μία τέτοια περίπτωση θα πρέπει να ενσωματώνει τόσο την αβεβαιότητα της πληρωμής μερισμάτων όσο και τον κίνδυνο της κεφαλαιακής απόδοσης. Η θεωρητική βάση της μεθόδου προεξοφλημένων ταμειακών ροών συνοψίζεται στην ιδέα ότι κάθε περιουσιακό στοιχείο διαθέτει εσωτερική<sup>5</sup> (πραγματική) αξία η οποία μπορεί να υπολογιστεί με ακρίβεια με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του σε όρους που αφορούν στις ταμειακές χρηματοροές, την ανάπτυξη και τον κίνδυνο. Η μαθηματική απεικόνιση της φιλοσοφικής βάσης που παρέχει την κεντρική ιδέα της αξιολόγησης μέσω των προεξοφλημένων ταμειακών ροών συνοψίζεται στον ακόλουθο τύπο:

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου, οι επιμέρους όροι αναλύονται ως εξής:

n= συνολικός χρόνος ζωής

CF<sub>t</sub>= ταμειακές ροές την περίοδο t

r= επιτόκιο προεξόφλησης, αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο των

αναμενόμενων ταμειακών εισροών

---

<sup>5</sup> (i.e. intrinsic value)

Από τον παραπάνω τύπο προκύπτει ότι προκειμένου να εκμαιεύσουμε την αξία δεδομένου περιουσιακού στοιχείου θα πρέπει το τελευταίο να εμφανίζεται σε κάποιο στάδιο της ζωής του θετικές αναμενόμενες ταμειακές εισροές. Σε αντίθετη περίπτωση, δεν προκύπτει αξία για το υπό εξέταση περιουσιακό στοιχείο. Επιπρόσθετα, ο τύπος της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης αποκαλύπτει ότι εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία που συγκεντρώνουν μεγαλύτερα επίπεδα ταμειακών εισροών σχετικά νωρίς αναμένονται να αποτιμώνται υψηλότερα από περιουσιακά στοιχεία που έχουν παρόμοιες ταμειακές εισροές σε μεταγενέστερο στάδιο του ωφέλιμου χρόνου ζωής τους.

Στη βάση της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών έχουν αναπτυχθεί χωρίς υπερβολή εκατοντάδες ή ακόμα και χιλιάδες μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών χρηματοροών. Μολονότι, οι εμπνευστές των διαφόρων σχετικών υποδειγμάτων αποτίμησης διατείνονται σθεναρά για την καινοτομία που φέρει στην επενδυτική φιλολογία το εκάστοτε μοντέλο καθώς και για τη διαφορετικότητα που διεκδικεί ανάμεσα στα υπόλοιπα, στην πράξη, λιγιστές είναι οι βασικές διαφοροποιήσεις που εντοπίζονται στα ανάλογα μοντέλα και η κατηγοριοποίησή τους σχετικά εύκολη.

Ο σημαντικότερος διαχωρισμός μεταξύ των μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών αφορά στο αντικείμενο της αποτίμησης, δηλαδή, στο τι αποσκοπεί να αξιολογήσει το υπό χρήση μοντέλο. Οι διαθέσιμες επιλογές είναι μόλις τρεις και περιορίζονται στην αποτίμηση κοινών μετοχών (equity valuation), στην αποτίμηση επιχειρηματικών μονάδων (firm valuation) και τέλος την αποτίμηση επιμέρους εταιρικών τμημάτων (ή κομματιών) της επιχείρησης (adjusted present value valuation). Πιο διεξοδικά, στην πρώτη κατηγορία το μοντέλο αποτίμησης εστιάζει στο μετοχικό ενδιαφέρον της επιχείρησης, στη

δεύτερη το μοντέλο χρησιμοποιείται προκειμένου για την αξιολόγηση ολόκληρης της εταιρείας και περιλαμβάνει εκτός από τις κοινές μετοχές την αποτίμηση αξιώσεων που αφορούν στους υπόλοιπους δικαιούχους που έχουν συμφέροντα στην επιχείρηση (κάτοχοι ομολογιών, προνομιούχων μετοχών κ.α.) και τέλος στην μέθοδο αποτίμησης προσαρμοσμένης παρούσας αξίας η αξιολόγηση ξεκινά από το λειτουργικό τμήμα για να ενσωματώσει στη συνέχεια στον καθορισμό της αξίας τα αποτελέσματα του δανεισμού και των υπόλοιπων απαιτήσεων εκτός των κοινών μετοχών.

Ο βασικός τύπος της γενικής μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών λαμβάνει τις ακόλουθες μορφές για καθεμία από τις παραλλαγές του γενικού μοντέλου σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση που επιχειρήθηκε παραπάνω:

- Για τον υπολογισμό της αξίας των ίδιων κεφαλαίων<sup>6</sup>:

$$Value\ of\ Equity = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFtoEquity_t}{(1 + k_e)^t}$$

Όπου,

CF to Equity<sub>t</sub> = Expected Cash flow to Equity in period t

k<sub>e</sub> = Cost of Equity

- Για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης συνολικά:

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFtoFirm_t}{(1 + WACC)^t}$$

Όπου,

<sup>6</sup> Σε επόμενη ενότητα θα αναφερθούμε διεξοδικά στο Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM) που αποτελεί ξεχωριστή περίπτωση μοντέλου στην κατηγορία των μοντέλων προεξόφλησης που αναλώνονται στην αποτίμηση μετοχών.

$CF\ to\ Firm_t = \text{Expected Cash flow to Firm in period } t$

WACC= Weighted Average Cost of Capital

- Για τον υπολογισμό της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας (APV):

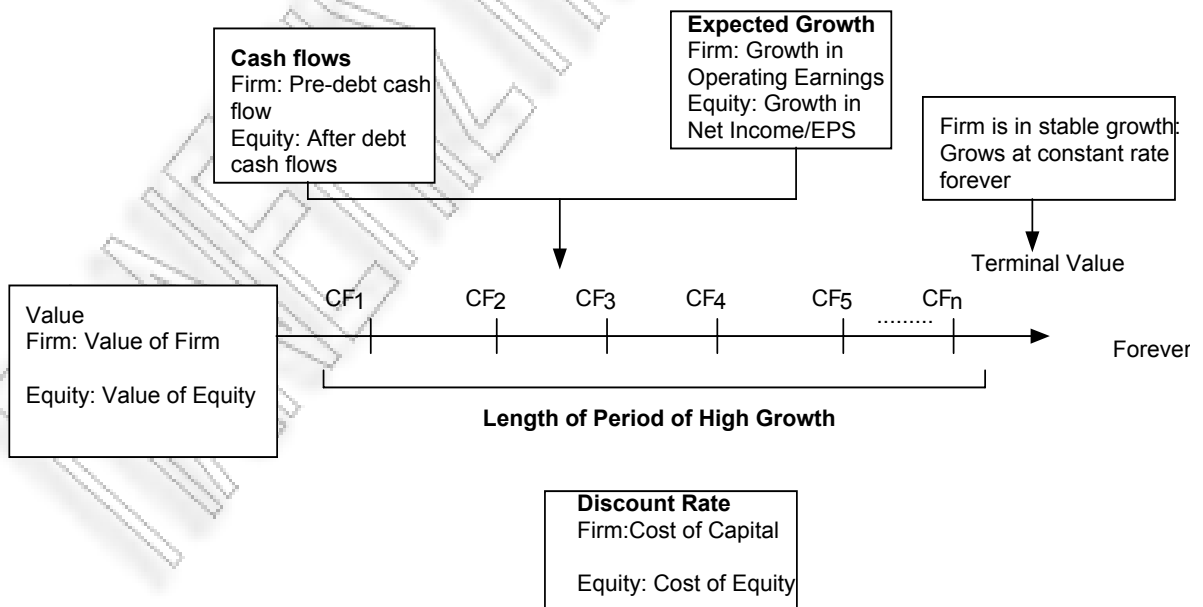
*Value of firm = Value of all-equity financed firm + PV of tax benefits + Expected Bankruptcy Costs*

Το παρακάτω σχηματικό διάγραμμα αποδίδει τις διαφορές υπολογισμού που ανακύπτουν για τα θεμελιώδη μεγέθη που συμμετέχουν στην αποτίμηση με βάση τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές για αμφότερες τις περιπτώσεις, όταν δηλαδή η τελευταία αφορά στο σύνολο της επιχείρησης καθώς και όταν, σε αντιδιαστολή αφορά τις μετοχικές αξίες μόνο.

Σχήμα 3.2

### DCF: Firm Valuation Vs Equity Valuation

### DISCOUNTED CASHFLOW VALUATION



Στο σημείο αυτό, αξίζει να παρατηρήσουμε πως, μολονότι οι τρεις προσεγγίσεις<sup>7</sup> της αποτίμησης στη βάση της προεξόφλησης ταμειακών εισροών προσδιορίζουν διαφορετικά τόσο τις προβλεπόμενες ταμειακές χρηματοροές όσο και τα διάφορα χρησιμοποιούμενα επιτόκια προεξόφλησης, αναμένεται να αποδώσουν αποτελέσματα που θα ταυτίζονται ως προς τις εκτιμήσεις τους για την αξία του υπό εξέταση αντικειμένου στο βαθμό που θα μοιράζονται από κοινού τις προβλεπόμενες υποθέσεις κατά τη διαδικασία της αποτίμησης (Damodaran, 2001). Επιπρόσθετα, καθώς οι τρεις προσεγγίσεις που προαναφέρθηκαν επικεντρώνονται σε διαφορετικά ορισμένες ταμειακές ροές και χρησιμοποιούν διαφορετικό επιτόκιο προεξόφλησης, καθίσταται ιδιαίτερα σημαντικό, για τη συνέπεια των υπολογισμών, το επιτυχές συνταίριασμα των ταμειακών εισροών με το ανάλογο επιτόκιο προεξόφλησης. Η ουσία της παραπάνω παρατήρησης είναι ότι, η άστοχη επιλογή ταμειακών ροών και προβλεπόμενου επιτοκίου προεξόφλησης ενδέχεται να διακυβεύσει την ποιότητα της αποτίμησης. Πιο αναλυτικά, αν προεξοφλήσουμε τις ταμειακές εισροές που αναφέρονται στο κοινό μετοχικό κεφάλαιο στη βάση του κόστους κεφαλαίου θα καταλήξουμε με μία αποτίμηση της αξίας των κοινών μετοχών μεγαλύτερη της πραγματικής ενώ, αναλόγως αν χρησιμοποιήσουμε το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου προκειμένου να προεξοφλήσουμε τις ταμειακές ροές που αφορούν την εταιρεία θα λάβουμε μία πτωτικά μεροληπτική αποτίμηση. Ο Damodaran προτείνει στο σχετικό λήμμα ένα απλό τεστ προκειμένου να διαχωρίζει ο ερευνητής χωρίς δυσκολία τις ταμειακές ροές που αφορούν στην επιχείρηση συνολικά από εκείνες που αναλογούν στις κοινές μετοχές. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία που προτείνει ο Damodaran οι ταμειακές

---

<sup>7</sup> Αναφερόμαστε στις τρεις παραλλαγές της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών: equity valuation, firm valuation και adjusted present value (APV) valuation.

εισροές που αποδίδονται στο κοινό μετοχικό κεφάλαιο είναι εύκολο να εντοπιστούν διότι υπολογίζονται μετά τις δαπάνες τόκων και πληρωμής κεφαλαίου. Στην αντίθετη περίπτωση, έχουμε να κάνουμε συνήθως με ταμειακές ροές που αφορούν το σύνολο της εταιρείας και ο υπολογισμός των τελευταίων είναι σαφώς πιο περίπλοκη διαδικασία.

Η δεύτερη κατηγοριοποίηση μοντέλων αποτίμησης βασιζόμενων στο υπόδειγμα προεξόφλησης ταμειακών ροών βασίζεται στη φύση και τον τρόπο υπολογισμού καθεαυτών των ταμειακών εισροών. Σε αυτό το πλαίσιο ανακύπτουν δύο εκδοχές του παραδοσιακού μοντέλου προεξόφλησης με την πρώτη να εκπροσωπεί το συμβατικό μοντέλο προεξόφλησης χρηματοροών υπολογίζοντας την παρούσα αξία όλων των χρηματικών εισροών που αποδίδει το υπό αξιολόγηση περιουσιακό στοιχείο εφαρμόζοντας το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης. Στον αντίποδα των μοντέλων συνολικών (ή ολικών) ταμειακών ροών (total cash flow models) βρίσκονται τα μοντέλα πλεοναζόντων ταμειακών εισροών (excess cash flow models). Η διαφοροποίηση στο σκεπτικό με βάση το οποίο καταρτίζονται τα τελευταία είναι καταλυτική καθώς η πρακτική εφαρμογή τους αντιμετωπίζει μόνο τις ταμειακές ροές που προκύπτουν επιπλέον της απαιτούμενης απόδοσης ως στοιχεία δημιουργίας αξίας για την επιχείρηση. Η διαδικασία της αποτίμησης, σε αυτή την περίπτωση, προϋποθέτει πως για να προσδιοριστεί η αξία του υφιστάμενου αντικειμένου υπολογίζεται η παρούσα αξία των πλεοναζόντων ταμειακών εισροών και στην συνέχεια το ποσό που προκύπτει προστίθεται στο κεφάλαιο που διοχετεύτηκε αρχικά στην επένδυση στο συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο. Η μορφή του υπολογισμού περιγράφεται στην εξίσωση που ακολουθεί:

$$\text{Value of asset} = \text{Present value of excess return} + \text{Investment in Asset}$$

Σε αρκετές περιπτώσεις οι δύο μορφές μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών (Ολικών Ταμειακών Ροών και Πλεοναζόντων Ταμειακών Ροών) ταυτίζονται ως προς το αποτέλεσμα της αποτίμησης τους<sup>8</sup>. Σε κάθε περίπτωση, η κατά περίπτωση ισοτιμία των αποτελεσμάτων ανάμεσα στις δύο μεθόδους υπολογισμού καθόλου δεν ακυρώνει το λόγο ύπαρξης του μοντέλου προεξόφλησης πλεοναζόντων ταμειακών ροών διότι το τελευταίο είναι που εισήγαγε την πολύ σημαντική στο χώρο των αποφάσεων επενδύσεων θεωρία που υποστηρίζει ότι δεν είναι τα κέρδη καθεαυτά που δημιουργούν αξία για την επιχείρηση αλλά τα κέρδη που υπερβαίνουν την απαιτούμενη απόδοση όπως αυτή έχει οριστεί κάθε φορά. Άλλωστε, η σύλληψη της παραπάνω θεωρίας και της συνακόλουθης κατηγοριοποίησης παρείχε το έναυσμα για την κατασκευή περισσότερο εκλεπτυσμένων μοντέλων αποτίμησης όπως το Μοντέλο Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας (EVA).

<sup>8</sup> Ο Damodaran παραθέτει το ακόλουθο παράδειγμα προκειμένου να καταδείξει ότι τα δύο μοντέλα συχνά δε διαφέρουν ως προς τα αποτελέσματα τους.

Ας υποθέσουμε ότι θέλουμε να αποτιμήσουμε την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου στο οποίο επενδύσαμε \$ 100 εκατ. και για το οποίο αναμένουμε ετήσιες ταμειακές εισροές μακράς διάρκειας \$ 12 εκατ. μετά από φόρους. Επιπρόσθετα, το κόστος κεφαλαίου της πιο πάνω επένδυσης ορίζεται σε 10%.

- Υπολογίζουμε αρχικά με βάση το μοντέλο ολικών ταμειακών ροών:

Αξία = 12 εκατ. δολάρια / 0,10 = 120 εκατ.

- Υπολογίζοντας εκ νέου με βάση το μοντέλο πλεοναζόντων ταμειακών ροών:

Το ποσό που δαπανήθηκε για την επένδυση μας είναι γνωστό. Έτσι, απομένει να προσδιορίσουμε την παρούσα αξία των πλεοναζόντων ταμειακών ροών σύμφωνα με τον τύπο. Ο τύπος που θα μας παράσχει την τιμή της πλεονάζουσας απόδοσης είναι:

Excess return = Cash flow earned - Cost of capital \* Capital Invested in asset

Αντικαθιστούμε,

Πλεονάζουσα απόδοση = 12 εκατ. - 0,10 \* 100 εκατ. = 2 εκατ.

Αξία = 2 εκατ./ 0,10 + 100 εκατ. = 120 εκατ.



Το μοντέλο EVA (Economic Value Added) αναπτύχθηκε από τη γνωστή αμερικάνικη εταιρεία συμβούλων Stern Stewart and Co. Το παραπάνω μοντέλο ενσωματώνει στη φιλοσοφία βάση της οποίας έχει καταρτιστεί τις αρχές που παρέχουν τόσο η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας (NPV) όσο και το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF). Το μοντέλο EVA παρέχει ένα συστηματικό πλαίσιο μέτρησης επίδοσης ενώ, σήμερα έχει υιοθετηθεί από σημαντικούς επενδυτικούς οίκους όπως αυτοί των Goldman Sachs και Credit Suisse First Boston ως κυρίαρχη μέθοδος αποτίμησης μετοχικής αξίας. Ο συγκεκριμένος δείκτης παρέχει ένα αξιόπιστο εργαλείο μέτρησης εκτίμησης του ποσού κατά το οποίο τα κέρδη της επιχείρησης υπερβαίνουν ή υπολείπονται της απόδοσης που αναμένουν οι μέτοχοι καταρχήν καθώς και οι δανειστές για μετοχές ίδιου κινδύνου. Η παραλλαγή του μοντέλου που αφορά στην αποτίμηση αποκλειστικά μετοχών είναι γνωστή υπό τον τίτλο Equity EVA. Οι δυνατότητες του Δείκτη Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας ως εργαλείου αξιολόγησης δεν περιορίζονται στον τομέα των μετοχικών αξιογράφων καθώς ο εν λόγω δείκτης αποτελεί γενικότερα ένα μοντέλο που επικεντρώνεται στη μέτρηση των πλεοναζόντων οικονομικών αποτελεσμάτων που ανακύπτουν από την ανάληψη κάποιας επενδυτικής δραστηριότητας. Η πρόσθετη απόδοση δεν είναι παρά η διαφορά ανάμεσα στη συνολική απόδοση της επένδυσης και στο κόστος χρηματοδότησης (ή ανάληψης) της επένδυσης. Γίνεται φανερό ότι ο δείκτης EVA αποτελεί ιδανικό μέσο μέτρησης της πρόσθετης αξίας που δημιουργείται για μία οικονομική μονάδα από συγκεκριμένες επενδυτικές δραστηριότητες που ενδέχεται να αναλάβει. Ο δείκτης συνοψίζεται θεωρητικά στον ακόλουθο τύπο:

$$EVA = (\text{Απόδοση Επενδεδυμένων κεφαλαίων} - \text{Κόστος Χρηματοδότησης}) \times \text{Επενδεδυμένα Κεφάλαια}$$

Η σύνδεση του δείκτη Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας με την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (NPV) αλλά και με το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF) και ειδικότερα με την εκδοχή του τελευταίου που αφορά στην προεξόφληση πλεοναζόντων ταμειακών ροών, είναι έκδηλη.

### **3.2.2.1. Μοντέλα Αποτίμησης Μετοχών στη Βάση Μεθόδου DCF**

Ο διαχωρισμός που έγινε κατά την προηγούμενη ενότητα ανάμεσα στα μοντέλα αποτίμησης εταιρειών συνολικά και στα μοντέλα αποτίμησης μετοχικής αξίας υπήρξε σκόπιμος. Με το σκεπτικό ότι σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η αποτίμηση μετοχών, ιδιαίτερη μνεία θα ακολουθήσει για τα μοντέλα προσδιορισμού αξίας που επικεντρώνονται σε μετοχές. Σε αυτό το πλαίσιο θα ανατρέξουμε καταρχήν στα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount models) τα οποία αντιπροσωπεύουν την πλέον παλαιά εκδοχή μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών σε χρήση, ακόμα, στις μέρες μας. Μολονότι, οι περισσότεροι αναλυτές επιλέγουν να απέχουν από τη χρήση των παραπάνω μοντέλων αποτίμησης με το σκεπτικό ότι οι εκτιμήσεις που παρέχουν τα τελευταία είναι ιδιαίτερα συντηρητικές, κατά περίπτωση ερμηνεύουν ιδανικά την αξία μετοχών εταιρειών που συγκεντρώνουν ειδικά χαρακτηριστικά.

Χαρακτηριστικό γνώρισμα των μοντέλων προεξόφλησης μερισμάτων είναι η αυστηρότητα με την οποία προσεγγίζουν το ζήτημα των ταμειακών ροών υπό την έννοια ότι οι μόνες ταμειακές ροές που αναγνωρίζουν να προκύπτουν από την αγορά διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο μετοχών είναι τα μερίσματα των τελευταίων. Η κυρίαρχη φιλοσοφία πίσω από την παραπάνω

θεώρηση είναι ότι όταν οι επενδυτές επενδύουν σε μετοχές αναμένουν κατά παράδοση απόδοση υπό τη μορφή δύο διαφορετικών τύπων ταμειακών εισροών, τα μερίσματα όσο ο επενδυτής έχει στην κατοχή του τις μετοχές αλλά και την αναμενόμενη τιμή της μετοχής κατά την πώληση της. Με το σκεπτικό, ωστόσο, ότι η αναμενόμενη τιμή της μετοχής καθορίζεται από τα μελλοντικά μερίσματα που αναμένεται να εξασφαλίσει για τους επενδυτές, η αξία της μετοχής δεν είναι άλλη από την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. Στα πλαίσια της διερεύνησης των μοντέλων αποτίμησης που βασίζονται στην προεξόφληση μερισμάτων θα παρουσιάσουμε αρχικά το γενικό μοντέλο καθώς και ορισμένες ειδικότερες εκδοχές του πρώτου βασιζόμενες σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά ανάπτυξης των υποκείμενων μετοχών.

### 3.2.2.1.1. Γενικό Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων

Σύμφωνα με το γενικό μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων η αξία μίας ορισμένης μετοχής ταυτίζεται με την παρούσα αξία των μερισμάτων της με χρονικό ορίζοντα την αιωνιότητα. Ο τύπος που εκπροσωπεί το γενικό μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων είναι ο ακόλουθος:

$$\text{Value per share of stock} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t}$$

Όπου,

$DPS_t$  = Αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή

$k_e$  = Κόστος κεφαλαίου

Η συλλογιστική του συγκεκριμένου μοντέλου αντλεί τις ρίζες της από το υπόδειγμα της καθαρής παρούσας αξίας (NPV) το οποίο πρεσβεύει ότι η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών εισροών του προεξοφλημένες με το ανάλογο προς τον κίνδυνο των σχετικών ταμειακών ροών επιτόκιο προεξόφλησης. Οι βασικοί άξονες του γενικευμένου μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων είναι –όπως διαφαίνεται από τον τύπο που περιγράφηκε νωρίτερα– τα αναμενόμενα μερίσματα και το κόστος κεφαλαίου. Προκειμένου να εκτιμήσουμε το ύψος των αναμενόμενων μελλοντικών μερισματικών αποδόσεων καταφεύγουμε σε υποθέσεις σχετικά με τον αναμενόμενο μελλοντικό ρυθμό αύξησης των κερδών είτε του δείκτη πληρωμής μερισμάτων (payout ratio). Το απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης για την υπό εξέταση μετοχή συνδέεται στενά με τον κίνδυνο που ενσωματώνει κάθε μετοχή. Για την μέτρηση της παραμέτρου του κινδύνου ο αναλυτής έχει στη διάθεση του αρκετές επιλογές με συνηθέστερα επικρατέστερη αυτή του συντελεστή βήτα της αγοράς όπως υπολογίζεται από το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων (CAPM) είτε και από άλλα πολυπαραγοντικά μοντέλα. Όπως θα δούμε στη συνέχεια το παρόν μοντέλο παρέχει περιθώρια ευελιξίας καθώς μπορεί με τις ανάλογες προσαρμογές να ενσωματώσει τις διάφορες μεταβολές του προεξοφλητικού επιτοκίου στο χρόνο καθώς, τόσο τα επιτόκια όσο και ο κίνδυνος μεταβάλλονται διαχρονικά.

Ο τύπος του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων απαιτεί τον υπολογισμό των αναμενόμενων μερισμάτων σε χρονικό ορίζοντα που προσεγγίζει το άπειρο, ωστόσο, ανάλογη πρόβλεψη είναι πρακτικά αδύνατο να πραγματοποιηθεί ακόμα και για τις πλέον σταθερές και μακροβιότερες εταιρείες.

Ως αποτέλεσμα αυτής της ανεπάρκειας του μοντέλου, έχουν αναπτυχθεί ορισμένες εκδοχές του, οι οποίες αποτελούν στην ουσία λογικά σενάρια με άξονα αναφοράς διαφορετικές υποθέσεις για τον μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης.

### 3.2.2.1.2. Το μοντέλο Gordon

Το μοντέλο Gordon αποτελεί την απλούστερη εκδοχή του γενικού μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων και δημιουργήθηκε προκειμένου να παράσχει ένα αξιόπιστο εργαλείο αποτίμησης για εταιρείες σταθερής ανάπτυξης. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εταιρειών στις οποίες απευθύνεται το παρόν μοντέλο αποτίμησης είναι ότι βρίσκονται σε σταθερή κατάσταση<sup>9</sup> καθώς και ότι έχουν τη δυνατότητα να «πληρώνουν» μερίσματα με αυξανόμενο ρυθμό τον οποίο αναμένονται να διατηρήσουν για πάντα. Συνακόλουθα, ο τύπος που αντιπροσωπεύει το μοντέλο αποτίμησης Gordon συσχετίζει της υπό αξιολόγηση μετοχής με τα αναμενόμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου, την απαιτούμενη απόδοση των μετόχων καθώς, και τον ρυθμό αύξησης των μερισμάτων. Η εξίσωση που αποτυπώνει τη συλλογιστική του σχετικού μοντέλου παρατίθεται στη συνέχεια:

$$Value\ of\ Stock = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

Όπου,

$DPS_1$  = Αναμενόμενα μερίσματα επόμενης περιόδου

$k_e$  = Απαιτούμενη απόδοση μετόχων ή κόστος κεφαλαίου

<sup>9</sup> Ο όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει τις σχετικές εταιρείες είναι «steady state».

$g$  = Διηλεκτής ρυθμός ανάπτυξης μερισμάτων

Το κυρίαρχο χαρακτηριστικό του υποδείγματος Gordon είναι η σταθερή κατάσταση των σχετικών εταιρειών και συνακόλουθα ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης ο οποίος χρήζει περαιτέρω διερεύνησης. Είναι χρήσιμο να εξετάσουμε πως μεταφράζεται ο σταθερός ρυθμός αύξησης τόσο όσον αφορά σε βασικά μεγέθη της επιχείρησης όσο και σε ποσοτικό επίπεδο.

Η πρώτη υπόθεση που μπορούμε να κάνουμε σχετικά με τον ρυθμό αύξησης μερισμάτων είναι ότι, εφόσον σύμφωνα με το υπόδειγμα ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων λαμβάνεται ως δεδομένο ότι θα διατηρηθεί για πάντα, με ανάλογο ρυθμό αναμένεται να αυξάνονται και τα υπόλοιπα μέτρα οικονομικής επίδοσης της επιχείρησης και ιδιαίτερα τα κέρδη τα οποία συνδέονται πιο στενά από κάθε άλλο εταιρικό μέγεθος με τη μερισματική απόδοση. Το παραπάνω συμπέρασμα μπορεί να εξαχθεί με ασφάλεια δεδομένου ότι αν ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων μακροπρόθεσμα είναι μεγαλύτερος του αντίστοιχου ρυθμού αύξησης κερδών, με την πάροδο του χρόνου τα μερίσματα θα υπερβούν τα κέρδη, γεγονός που καθίσταται πρακτικά αδύνατο. Αλλά, και στην περίπτωση κατά την οποία τα κέρδη για την εταιρεία αυξάνονται με ρυθμούς ταχύτερους από τα μερίσματα, μακροπρόθεσμα ο δείκτης πληρωμής μερισμάτων θα τείνει να μηδενιστεί, κατάσταση που σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι χαρακτηρίζει εταιρείες σταθερής κατάστασης. Συμπερασματικά, μπορούμε να εξαγάγουμε τη διαπίστωση ότι, μολονότι το μοντέλο Gordon αναφέρεται στο ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων, ο τελευταίος μπορεί να υποκατασταθεί από τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης των κερδών χωρίς επιπλοκές για την αξία της αποτίμησης εφόσον η επιχείρηση μπορεί πραγματικά να χαρακτηριστεί ως σταθερή.

Το δεύτερο ζήτημα, σχετικά με τον προσδιορισμό του ρυθμού ανάπτυξης, που ενδέχεται να απασχολήσει τον αναλυτή είναι η οριοθέτηση του λεγόμενου «σταθερού» ρυθμού ανάπτυξης στα πλαίσια του οποίου βρίσκεται εφαρμογή το μοντέλο Gordon . Σύμφωνα με τη λογική παραδοχή, ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης δύναται να χαρακτηριστεί ως σταθερός στην περίπτωση κατά την οποία είναι μικρότερος ή ίσος του ρυθμού ανάπτυξης της ευρύτερης οικονομίας στα πλαίσια της οποίας δραστηριοποιείται η προαναφερθείσα επιχείρηση. Σε κάθε περίπτωση, οι παραπάνω συνιστώσες αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές και δεν εγγυώνται την ομοιομορφία στις γνώμες των αναλυτών σχετικά με τον καθορισμό του σωστού ρυθμού ανάπτυξης. Η κατά περίπτωση διαφοροποίηση στον καθορισμό του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης ως σημείο αναφοράς για το μοντέλο αποτίμησης Gordon έλκει τις ρίζες της σε δύο λόγους. Αφενός, θα πρέπει να συνυπολογίσουμε τη δεδομένη αβεβαιότητα όσον αφορά στις εκτιμήσεις για τον αναμενόμενο πληθωρισμό και τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας η οποία ενδέχεται να επισύρει διαφορές αναφορικά με το επιτόκιο που αντιπροσωπεύει τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας το οποίο αποτελεί και τον δείκτη αναφοράς. Έτσι, οι αναλυτές εκείνοι που αναμένουν για παράδειγμα μεγαλύτερο πληθωρισμό μελλοντικά ενδέχεται να καταλήξουν σε υψηλότερο ονομαστικό ρυθμό αύξησης της οικονομίας από τον υφιστάμενο πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης. Αφετέρου, δεδομένου ότι, όπως προειπώθηκε, ο ρυθμός ανάπτυξης μίας δεδομένης οικονομικής μονάδας μπορεί να υπολείπεται αυτού της οικονομίας, ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης ενδέχεται να συρρικνώνεται σε σχέση με τον αντίστοιχο της οικονομίας με την πάροδο των ετών. Τέλος, ας σημειωθεί ότι το μοντέλο, παρά το γεγονός ότι επιτάσσει την ύπαρξη ενός διαχρονικά σταθερού

ρυθμού αύξησης μερισμάτων, παρέχει έναν ορισμένο βαθμό ελαστικότητας. Έτσι, το μοντέλο Gordon δεν καθίσταται αναποτελεσματικό στις περιπτώσεις κατά τις οποίες υπάρχουν ετήσιες διακυμάνσεις στα κέρδη ή στην περίπτωση του φαινομένου της κυκλικότητας των εταιρειών. Αυτό οφείλεται καταρχήν στο γεγονός ότι η μεταβλητότητα του ρυθμού αύξησης κερδών εξομαλύνεται σε έναν βαθμό όσον αφορά στα μερίσματα που δεν επηρεάζονται ιδιαίτερα από βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις ενώ, παράλληλα αντί του πραγματικού ετήσιου ρυθμού αύξησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο μέσος ρυθμός αύξησης δεδομένης περιόδου όταν προσεγγίζει τον σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

Όπως έγινε φανερό από την παραπάνω ανάλυση το μοντέλο Gordon αποτελεί έναν εύκολο και «βολικό» τρόπο αποτίμησης της αξίας μετοχών αλλά διαθέτει μεγάλο βαθμό ευαισθησίας όσον αφορά στα δεδομένα με τα οποία τροφοδοτείται αναφορικά με τον ρυθμό ανάπτυξης. Η χρήση του μοντέλου αναντίρρητα παρουσιάζει ορισμένους σημαντικούς περιορισμούς και απαιτεί προσοχή και ευαισθησία στον χειρισμό του που αν εκλείπουν ενδέχεται να οδηγήσουν σε λανθασμένα ή παραπλανητικά αποτελέσματα. Οι πλέον βασικές παρεκκλίσεις που ενδεχόμενα εμφανίσει το μοντέλο είναι ο προσδιορισμός αξίας που να τείνει στο άπειρο –όσο ο ρυθμός ανάπτυξης συγκλίνει με το προεξοφλητικό επιτόκιο, το απαιτούμενο από τους μετόχους- καθώς και η αποτίμηση αρνητικής αξίας στην περίπτωση κατά την οποία ο ρυθμός ανάπτυξης υπερβεί το επιτόκιο προεξόφλησης.

Συνοψίζοντας, το μοντέλο Gordon απευθύνεται περισσότερο σε επιχειρήσεις που αυξάνονται με ρυθμό μικρότερο ή ίσο με τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και οι οποίες επιπρόσθετα χαρακτηρίζονται από καθιερωμένες πρακτικές διανομής μερισμάτων, τις οποίες σκοπεύουν να



διατηρήσουν και στο μέλλον. Σύμφωνα με τον Damodaran ο δείκτης διανομής μερισμάτων πρέπει να είναι σύμμορφος με την υπόθεση της σταθερότητας της επιχείρησης διότι κατά κανόνα οι «σταθερές» εταιρείες καταβάλλουν υψηλά μερίσματα<sup>10</sup> (Damodaran, 2002). Έτσι, το παρόν μοντέλο θα υποεκτιμήσει την αξία δεδομένης εταιρείας που καταβάλλει μέρισμα μικρότερο από αυτό που δύναται και αντ'αυτού διακρατεί τα κέρδη της σε μεγάλο βαθμό.

### **3.2.2.1.3. Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο-Σταδίων**

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων 2-σταδίων προβλέπει για την εισαγωγή στο υπόδειγμα δύο σταδίων ανάπτυξης της επιχείρησης, μία αρχική φάση ανάπτυξης κατά της οποίας ο ρυθμός αύξησης δεν ανταποκρίνεται στα χαρακτηριστικά του σταθερού και μία επακόλουθη σταθερή φάση ανάπτυξης – και ανάλογου ρυθμού– που αναμένεται έχει μακροπρόθεσμη διάρκεια. Ας σημειωθεί ότι, στην πλειονότητα των περιπτώσεων ο ρυθμός ανάπτυξης κατά την πρώτη φάση είναι μεγαλύτερος του σταθερού ρυθμού αύξησης ωστόσο, το μοντέλο μπορεί να τροποποιηθεί ώστε να περιλάβει στην αποτίμηση του μετοχές εταιρειών που σε αρχικό στάδιο ενδέχεται να παρουσιάσουν χαμηλό ή ακόμα και αρνητικό ρυθμό αύξησης για ορισμένα έτη και στη συνέχεια να επανακάμψουν σε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Στη βασική μορφή του μοντέλου, αυτό περιλαμβάνει ένα πρώτο στάδιο υπερβάλλουσας ανάπτυξης με συγκεκριμένη χρονική διάρκεια  $n$  ετών και μία σταθερή φάση ανάπτυξης στη συνέχεια η οποία προορίζεται να διαρκέσει για πάντα μετά το πέρας των  $n$

---

<sup>10</sup> Σύμφωνα με στοιχεία που παραθέτει ο Damodaran ο μέσος δείκτης πληρωμής μερισμάτων για τις μεγάλες σταθερές εταιρείες των ΗΠΑ ανέρχεται στο 60% περίπου.

χρόνων. Σύμφωνα, λοιπόν, με το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων, η αξία που προκύπτει για την μετοχή βασίζεται στον γενικό τύπο:

*Value of stock = PV of Dividends during extraordinary phase + PV of terminal price*

Σε ειδικότερους όρους, ο τύπος που παρέχει την αξία της εκάστοτε μετοχής σύμφωνα με το παρόν μοντέλο είναι ο ακόλουθος:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

όπου, η εκτίμηση της παρούσας αξίας της τελικής τιμής  $P_n$  παρέχεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

όπου, οι επιμέρους όροι ορίζονται ως εξής:

$DPS_t$  = Αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή περιόδου  $t$

$k_e$  = Κόστος κεφαλαίου ή απαιτούμενη απόδοση μετόχων

(όπου  $hg$ : περίοδος εξαιρετικής ανάπτυξης,  $st$ : περίοδος σταθερής αύξησης)

$P_n$  = Τιμή (τελική αξία) στο τέλος του έτους  $n$

$g$  = Εξαιρετος ρυθμός ανάπτυξης για τα πρώτα χρόνια  $n$

$g_n$  = Σταθερός διηλεκτής ρυθμός ανάπτυξης μετά  $n$  έτη

Ισχύουν και στο παρόν υπόδειγμα οι ίδιοι περιορισμοί που διαγνώσαμε στο μοντέλο αποτίμησης Gordon Growth αναφορικά με τον ρυθμό ανάπτυξης –  $g_n$ , τελικός ρυθμός ανάπτυξης στο παρόν μοντέλο- ο οποίος θα πρέπει να είναι σχετικός του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας.

Εκείνο που είναι, ωστόσο, κατεξοχήν καινούριο στο μοντέλο 2-σταδίων είναι η συνέπεια που πρέπει να διατηρεί και ο δείκτης αποπληρωμής μερισμάτων (payout ratio) με τον εκτιμηθέντα ρυθμό ανάπτυξης. Πιο αναλυτικά, στην περίπτωση κατά την οποία ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να παρουσιάσει σημαντική πτώση μετά την αρχική φάση της εξέχουσας απόδοσης, το ποσοστό πληρωμής μερισμάτων θα πρέπει να είναι υψηλότερο στη σταθερή φάση από το αντίστοιχο ποσοστό στην αρχική φάση της υπερβάλλουσας ανάπτυξης. Εξάλλου, μία επιχείρηση σταθερής ανάπτυξης έχει τη δυνατότητα να καταβάλλει μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της σε μερίσματα από ό,τι μία αναπτυσσόμενη. Συνακόλουθα με το κριτήριο της σταθερότητας, ωστόσο, οφείλουν να είναι και τα λοιπά χαρακτηριστικά της επιχείρησης και ιδιαίτερα ο συντελεστής beta αλλά και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE).

Ο Aswath Damodaran εντοπίζει τρία χαρακτηριστικά προβλήματα που συνιστούν περιορισμούς του μοντέλου προεξόφλησης 2-σταδίων, εκ των οποίων τα δύο πρώτα αφορούν σε όλα τα μοντέλα που εμπεριέχουν δύο φάσεις στη διαδικασία αποτίμησης τους ενώ, το τρίτο αποτελεί ιδιαιτερότητα του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων (Damodaran, 2002).

Ο πρώτος περιορισμός έχει πρακτική χροιά και αφορά στην χρονική οριοθέτηση της περιόδου ασυνήθους ανάπτυξης. Υπό την προϋπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί σε ένα σταθερό (χαμηλότερο) επίπεδο μετά την αρχική περίοδο υπερβάλλουσας ανάπτυξης, είναι εύλογο ότι η αξία της επένδυσης ή της μετοχής αυξάνει όσο παρατείνεται το διάστημα της αρχικής περιόδου ανάπτυξης. Ο δεύτερος προβληματισμός σχετικά με το μοντέλο των δύο σταδίων αφορά στο ότι το τελευταίο προεξοφλεί την υπόθεση ότι τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης της πρώτης φάσης διαδέχεται άμεσα και

αυτομάτως ένας χαμηλότερος σταθερός ρυθμός στο τέλος της περιόδου. Μολονότι, λοιπόν, παρόμοια φαινόμενα δεν είναι άγνωστα στην ιστορία ούτε θεωρείται απίθανο να συμβαίνουν, είναι κατηγορηματικά πιο ρεαλιστικό να υποθέσουμε ότι η μεταβολή από τον υψηλό σε σταθερό χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης λαμβάνει χώρα σταδιακά στην πάροδο του χρόνου. Τέλος, προβληματίζει αρκετά η μονομερής εξάρτηση του μοντέλου από τα μερίσματα η οποία ενδεχομένως υποεκτιμά την αξία των μετοχών επιχειρήσεων που επιλέγουν να πληρώνουν μικρότερο ποσοστό των κερδών τους σε μερίσματα και να συσσωρεύουν το μεγαλύτερο μέρος σε απόθεμα μετρητών.

Σε κάθε περίπτωση το μοντέλο δύο σταδίων βρίσκει την ιδανική εφαρμογή του σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε φάση ιδιαίτερα υψηλού ρυθμού ανάπτυξης τον οποίο αναμένεται να διατηρήσουν για συγκεκριμένη περίοδο μετά το πέρας της οποίας οι πηγές που θα τροφοδοτούν την υπερβάλλουσα αυτή ανάπτυξη αναμένεται να εκλείψουν. Χαρακτηριστικό δείγμα επιχειρήσεων που ανταποκρίνονται στις προδιαγραφές που προαναφέρθηκαν αποτελούν οι επιχειρήσεις κατέχουν για παράδειγμα τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας για κάποια χρόνια ή ακόμα και κατασκευαστικές ίσως εταιρείες που έχουν έναν ορίζοντα συμβολαίων μεγάλων κατασκευαστικών έργων ενόψει τους μετά το πέρας των οποίων δεν έχουν προβλέψει δραστηριότητες. Τέλος, το υπόδειγμα των 2-σταδίων ενδείκνυται χαρακτηριστικά για επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μέτριο ρυθμό ανάπτυξης<sup>11</sup> στην αρχική φάση καθώς και για εταιρείες που υιοθετούν την πολιτική διανομής σε μερίσματα του μεγαλύτερου

---

<sup>11</sup> Έχει μεγαλύτερη βάση η υπόθεση ότι μία εταιρεία που αναπτύσσεται με ρυθμό για παράδειγμα 12 % κατά την περίοδο της υψηλής της ανάπτυξης θα έχει χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 6% από ότι η υπόθεση ότι μία εταιρεία που έχει κατακτήσει υψηλό ρυθμό αύξησης ίσο με 40% θα εκπέσει στον ίδιο χαμηλό ρυθμό με την προηγούμενη (Damodaran, 2001).

μέρους των υπολειμματικών ταμειακών ροών τους. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων ανάπτυξης μπορεί να τροποποιηθεί ώστε να περιλάβει και τα μερίσματα που διανέμονται στους μετόχους με τη μορφή επαναγοράς μετοχών.

#### 3.2.2.1.4. Το Υπόδειγμα Η

Το υπόδειγμα Η αποδίδεται στους Fuller και Hsia (1984) και βασίζεται στην υπόθεση ότι ο ρυθμός αύξησης κερδών ξεκινά από ένα αρχικό υψηλό επίπεδο ( $g_a$ ) κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου εξαιρετικής ανάπτυξης (η οποία υπολογίζεται ότι διαρκεί 2 Η περιόδους) και μειώνεται γραμμικά κατά την περίοδο της υπερβάλλουσας ανάπτυξης για να σταθεροποιηθεί στο τέλος της σε σταθερό ποσοστό αύξησης ( $g_n$ ). Το υπόδειγμα Η χαρακτηρίζεται ως δύο φάσεων όπως και το προηγούμενο μοντέλο ενώ, βασική υπόθεση για τη λειτουργία του υποδείγματος αποτίμησης είναι η υπόθεση ότι τόσο ο δείκτης διανομής μερισμάτων όσο και το κόστος κεφαλαίου παραμένουν σταθερά καθ'όλη την περίοδο μεταβολών του ρυθμού ανάπτυξης. Ο τύπος που χαρακτηρίζει το μοντέλο αποτίμησης Η είναι ο ακόλουθος:

$$P_0 = \frac{DPS_0 \cdot (1 + g_n)}{(k_e - g_n)} + \frac{DPS_0 \cdot H \cdot (g_a - g_n)}{(k_e - g_n)}$$

όπου οι επιμέρους όροι αναλύονται ως ακολούθως,

$P_0$  = Αξία ανά μετοχή της επιχείρησης

$DPS_t$  = Μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο t

$k_e$  = Κόστος κεφαλαίου

$g_a$  = Αρχικός ρυθμός ανάπτυξης

$g_n$ =Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης στο τέλος της αρχικής περιόδου

Το μοντέλο αποτίμησης μετοχών των Fuller και Hsia λύνει το πρόβλημα της απότομης μεταβολής του ρυθμού ανάπτυξης που διατυπώθηκε κατά την εξέταση του προηγούμενου υποδείγματος προεξόφλησης δύο σταδίων. Ωστόσο, δίνει αφορμή για ένα καινούριο ερμηνευτικό πρόβλημα καθώς η πρόβλεψη που κάνει το μοντέλο Η ότι το ποσοστό διανομής μερισμάτων και το κόστος κεφαλαίου παραμένουν σταθερά τόσο κατά την φάση της εξαιρετικής ανάπτυξης όσο και κατά τη φάση της σταθερότητας εισάγει την ασυνέπεια<sup>12</sup> στο υπόδειγμα. Τέλος, η υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται γραμμικά με βάση το αυστηρό πλαίσιο που θέτει το υπόδειγμα καθώς και η διάρκεια της περιόδου υπερβάλλουσας ανάπτυξης αποτελούν αυθαίρετους περιορισμούς που υποσκάπτουν την αξιοπιστία του υποδείγματος ή τελικά την εφαρμογή του σε όλες τις περιπτώσεις αποτίμησης μετοχών. Έτσι, το μοντέλο απευθύνεται κυρίως σε επιχειρήσεις που επί του παρόντος αναπτύσσονται ραγδαία αλλά η ανάπτυξη αναμένεται να μειωθεί σταδιακά με την πάροδο του χρόνου καθώς η επιχείρηση θα μεγαλώσει και θα απωλέσει το συγκριτικό της πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών. Τέλος, η προϋπόθεση της σταθερής διανομής μερισμάτων αποκλείει τη χρήση του συγκεκριμένου μοντέλου από επιχειρήσεις που πληρώνουν μικρό ή ανύπαρκτο μέρισμα. Έτσι, το μοντέλο Η εξαντλείται σε μετοχές εταιρειών υψηλών ρυθμών ανάπτυξης και υψηλού ποσοστού διανομής μερισμάτων.

---

<sup>12</sup> Κατά κανόνα η μείωση του ρυθμού ανάπτυξης συνδέεται με αύξηση της μερισματικής απόδοσης.

### 3.2.2.1.5. Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων Τριών Σταδίων

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων των τριών σταδίων συγκεράζει χαρακτηριστικά τόσο του υποδείγματος προεξόφλησης δύο σταδίων όσο και του μοντέλου H των Fuller και Hsia. Το συγκεκριμένο μοντέλο προβλέπει για μία αρχική περίοδο υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, μία μεταβατική φάση στη διάρκεια της οποίας ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται σταδιακά και μία τρίτη τελική περίοδο σταθερής ανάπτυξης. Διαθέτει περισσότερο ευρύ χαρακτήρα από τα υπόλοιπα μοντέλα που παρουσιάστηκαν καθώς δεν θέτει περιορισμούς σχετικά με το ποσοστό διανομής μερισμάτων. Ο βασικό τύπος του μοντέλου παρατίθεται παρακάτω:

$$P_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{EPS_0 \cdot (1+g_a)^t \cdot \prod_a}{(1+k_{e,hg})^t}}_{\text{Υψηλή ανάπτυξη}} + \underbrace{\sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,t})^t}}_{\text{Μετάβαση}} + \underbrace{\frac{EPS_{n_2} \cdot (1+g_n) \cdot \prod_n}{(k_{e,st}-g_n)(1+r)^n}}_{\text{Σταθερή ανάπτυξη}}$$

όπου,

$EPS_t$  = Κέρδη ανά μετοχή περιόδου t

$DPS_t$  = Μερίσματα ανά μετοχή περιόδου t

$g_a$  = Ρυθμός αύξησης στην υψηλή ανάπτυξη (διάρκεια n+1 περιόδους)

$g_n$  = Ρυθμός ανάπτυξης στη σταθερή φάση

$\prod_a$  = Ποσοστό διανομής μερισμάτων στην φάση υψηλής ανάπτυξης

$\prod_n$  = Ποσοστό διανομής μερισμάτων στην σταθερή φάση

$k_e$  = Κόστος κεφαλαίου ή απαιτούμενη απόδοση μετόχων

(hg: περίοδος υψηλής ανάπτυξης, t: μεταβατική περίοδος, st: σταθερότητα)

Σύμφωνα με τον τύπο του μοντέλου τριών σταδίων η αξία της μετοχής αποτιμάται ως η παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης και της μεταβατικής περιόδου προστιθέμενα στην τιμή της κατά την έναρξη της φάσης σταθερής ανάπτυξης.

Η δίκαιη αξιολόγηση του παραπάνω περιγραφόμενου μοντέλου επιβάλλει να αναγνωρίσουμε ότι καταφέρνει να εξαλείψει αρκετούς από τους περιορισμούς που φέρουν τα υπόλοιπα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων. Το βασικότερο μειονέκτημα του είναι ότι απαιτεί μεγάλο αριθμό δεδομένων – ετήσιο ποσοστό διανομής μερισμάτων, συντελεστή βήτα και ρυθμό αύξησης- κατά την εκτίμηση των οποίων είναι περισσότερο πιθανόν να ανακύψουν λάθη τα οποία ενδεχόμενα αντιπαρέρχονται τα οφέλη της ευελιξίας που διαθέτει το μοντέλο. Η ευκαμψία του συγκεκριμένου υποδείγματος, πάντως, το καθιστά ιδανική μέθοδο αποτίμησης για τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν διαχρονικές μεταβολές στο ρυθμό ανάπτυξης τους και στα συνακόλουθα του τελευταίου μεγέθη, το ποσοστό διανομής μερισμάτων και τον κίνδυνο.

### **3.2.3. Μέθοδος Σχετικής Αποτίμησης (Relative Valuation)**

Η πλειοψηφία των αναλυτών καταφεύγει συχνότερα στην προεξόφληση των ταμειακών ροών ως επικρατέστερη μέθοδο αποτίμησης ωστόσο, στην πραγματικότητα είναι η σχετική (relative) αποτίμηση που καταλαμβάνει το μεγαλύτερο μέρος των πραγματοποιηθέντων αξιολογήσεων. Πραγματικά, η εμπειρία που μας παρέχει η υφιστάμενη πραγματικότητα συνάδει με την παραπάνω διαπίστωση καθώς σε όρους πραγματικής ζωής η αξία της πλειοψηφίας των περιουσιακών στοιχείων, είτε πρόκειται για αγορά κατοικίας



είτε για επένδυση σε μετοχές, βασίζεται στην τιμολόγηση ανάλογων περιουσιακών στοιχείων στα πλαίσια της αγοράς. Στη μέθοδο αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών εισροών, στόχος είναι η αποτίμηση της αξίας του υφιστάμενου περιουσιακού στοιχείου με βάση τα χαρακτηριστικά του που αφορούν στις ταμειακές ροές, το ρυθμό ανάπτυξης και τον κίνδυνο. Στη συγκριτική αποτίμηση, αντικειμενικός στόχος είναι η αξιολόγηση με βάση τη σχετική τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων από την αγορά.

Υπάρχουν δύο βασικοί άξονες προκειμένου να λειτουργήσει η διαδικασία σχετικής αποτίμησης. Ο πρώτος έχει να κάνει με το γεγονός ότι για τις ανάγκες της αξιολόγησης περιουσιακών στοιχείων σε σχετική βάση, οι τιμές θα πρέπει ως ένα βαθμό να τυποποιηθούν διαδικασία που ευκολύνεται συνήθως μέσω της μετατροπής των διαφόρων τιμών σε πολλαπλασιαστές κερδών, λογιστικής αξίας ή πωλήσεων. Το δεύτερο συστατικό της συγκριτικής αποτίμησης αφορά στην εύρεση συγκρίσιμων εταιρειών, διαδικασία που μπορεί να αποδειχτεί ιδιαίτερα πολύπλοκη καθώς δεν είναι εύκολο να βρεθούν εταιρείες ταυτόσημες και ακόμα και εταιρείες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο ενδέχεται να διαφέρουν ως προς τα επιμέρους χαρακτηριστικά κινδύνου, δυναμικής ανάπτυξης και ταμειακών ροών. Στη συνέχεια θα διερευνήσουμε τις δυνατότητες ελέγχου που μας παρέχονται σχετικά με την αντιμετώπιση των παραπάνω επιπλοκών.

Η κυρίαρχη υπόθεση πίσω από τη θεωρία της συγκριτικής αποτίμησης είναι ότι η αγορά τιμολογεί κατά κανόνα σωστά τις μετοχές που διαπραγματεύονται στα πλαίσια της. Αποδέχεται την περίπτωση μεμονωμένων λανθασμένων εκτιμήσεων αξίας (υπερτιμολόγηση ή υποτιμολόγηση) δεδομένων μετοχών και επαφίεται στη σύγκριση μέσω πολλαπλασιαστών για την ανάδειξη των στρεβλών εκτιμήσεων. Στα πλαίσια της λογικής που εκτέθηκε παραπάνω, η

προσέγγιση σχετικής αποτίμησης προεξοφλεί τη διόρθωση των ευκαιριακών λανθασμένων εκτιμήσεων μακροπρόθεσμα. Συμπερασματικά, διαπιστώνεται ότι η συγκριτική αποτίμηση, σε αντιδιαστολή με τη μέθοδο προεξοφλημένων ταμειακών ροών που επικεντρώνεται στην αναζήτηση της πραγματικής αξίας, εναποθέτει μεγάλο μέρος της ευθύνης αξιολόγησης στην αγορά.

Στα πλαίσια της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης έχει αναπτυχθεί μία ποικιλία μοντέλων συσχέτισης στη βάση των πολλαπλασιαστών. Θα ήταν χρήσιμο να καταδείξουμε την κατηγοριοποίηση των διαφόρων μεθόδων που έχει στη διάθεση της η σχετική ανάλυση.

Η εφαρμογή της συγκριτικής αποτίμησης προϋποθέτει καταρχήν ένα βασικό διαχωρισμό που αφορά στο αν η μέθοδος θα εστιάσει σε θεμελιώδη (fundamentals) ή συγκρίσιμα στοιχεία (comparables).

Στην πρώτη περίπτωση επιχειρείται συσχέτιση των πολλαπλασιαστών που επιλέγηκαν με τα θεμελιώδη στοιχεία των μετοχών ή των εταιρειών που είναι υπό εξέταση. Ως θεμελιώδη στοιχεία της αξίας κάθε μετοχής λογίζονται ο ρυθμός αύξησης κερδών ή ταμειακών εισροών, το ποσοστό διανομής μερισμάτων και ο κίνδυνος. Θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι η θεμελιώδης προσέγγιση της σχετικής αποτίμησης κάνει χρήση των βασικών πλεονεκτημάτων των μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών καθώς απαιτεί παρόμοια πληροφόρηση όσον αφορά στα δεδομένα και κατά κανόνα ταυτίζεται με την τελευταία και ως προς τα αποτελέσματα. Το βασικό πλεονέκτημα της χρήσης θεμελιωδών μεγεθών είναι ότι επιτρέπει την ανίχνευση των υφιστάμενων σχέσεων μεταξύ των πολλαπλασιαστών και των ιδιαίτερων εταιρικών χαρακτηριστικών καθώς και το πώς οι πρώτοι επηρεάζονται από αυτά. Αυτή η πτυχή του μοντέλου σχετικής αποτίμησης βασισμένου σε

θεμελιώδη μεγέθη διευκολύνει τη διεξαγωγή προβλέψεων σχετικά με τις μελλοντικές τιμές που αναμένεται να λάβει ο πολλαπλασιαστής με βάση τα υφιστάμενα ενδοεπιχειρησιακά αλλά και τα μακροοικονομικά δεδομένα.

Η δεύτερη κατηγορία μοντέλων σχετικής αποτίμησης εδράζεται στη χρήση συγκρίσιμων μεγεθών και αποτελεί σημαντικά πιο κοινή και ευρέως χρησιμοποιούμενη προσέγγιση. Η λογική της παραπάνω προσέγγισης προϋποθέτει τη σύγκριση της αξίας δεδομένων μετοχών ή επιχειρήσεων σε σχέση με το πώς αποτιμώνται ανάλογα υπό εξέταση αντικείμενα στην αγορά. Κατά περίπτωση, η σύγκριση ενδέχεται να αφορά την αξιολόγηση μετοχής με προηγούμενη αποτίμηση στο παρελθόν.

Η δεύτερη κατηγοριοποίηση που μπορεί να γίνει αναφορικά με τη μέθοδο συγκριτικής αποτίμησης αφορά στην πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ μετοχών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο (δια-κλαδική σύγκριση<sup>13</sup>) σε αντιδιαστολή με τη σύγκριση που αφορά στο ίδιο αντικείμενο αποτίμησης αλλά σε διαφορετικές χρονικές περιόδους αναφοράς (δια-χρονική σύγκριση<sup>14</sup>).

Στην πρώτη περίπτωση διεξάγουμε σύγκριση, με βάση δεδομένο πολλαπλασιαστή της επιλογής μας, ανάμεσα σε δεδομένη μετοχή ή εταιρεία και στον μέσο όρο του συγκεκριμένου πολλαπλασιαστή για τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται ή διαπραγματεύεται η μετοχή. Συνακόλουθα, η απόφαση για την πιθανή υπερτίμηση ή υποτίμηση της εκάστοτε μετοχής εξαρτάται από τον βαθμό στον οποίο προσεγγίζει τον μέσο όρο του κλάδου έτσι όπως τον έχουμε θέσει.

---

<sup>13</sup> Cross sectional comparisons

<sup>14</sup> Time series comparisons

Η δεύτερη περίπτωση, της διαχρονικής συγκριτικής αποτίμησης, αρμόζει σε ώριμες επιχειρήσεις κατά κύριο λόγο οι οποίες έχουν να επιδείξουν μακρά παρουσία. Κατά την παρούσα προσέγγιση συγκρίνουμε διαχρονικά τις τιμές που λαμβάνουν επιλεγμένοι πολλαπλασιαστές της ίδιας μετοχής, εταιρείας ή δείκτη και ανάλογα κρίνουμε αν υπήρξε υπερτιμημένη ή υποτιμημένη στο παρελθόν. Βασική παραδοχή της προσέγγισης αυτής είναι η υπόθεση ότι δεν μεταβάλλονται τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της μετοχής, υπόθεση που υπολείπεται ρεαλισμού. Η διαδικασία της παρούσας μεθόδου αποτίμησης δε διευκολύνεται επιπλέον από τις μεταβολές των επιτοκίων και της αγοράς εν γένει διαχρονικά.

Ανάμεσα στα βασικά πλεονεκτήματα του μοντέλου σχετικής αποτίμησης συγκαταλέγονται η απλότητα και η ευκολία χειρισμού του μέσω των πολλαπλασιαστών. Επιτρέπει την ταχεία αξιολόγηση μεγάλου αριθμού συγκρίσιμων εταιρειών και μετοχικών αξιών. Ωστόσο, θα πρέπει να τονιστεί η δυσκολία εφαρμογής της μεθόδου για τις περιπτώσεις εκείνες που αφορούν μεμονωμένες εταιρείες χωρίς τη δυνατότητα συγκρίσιμων επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, η μέθοδος είναι ευαίσθητη στην λανθασμένη ή «προκατειλημμένη» χρήση της και ιδιαίτερα όσον αφορά την οριοθέτηση της συγκρισιμότητας και τον χειρισμό των πολλαπλασιαστών. Πιο αναλυτικά, εμπεριέχεται σε μεγάλο βαθμό το κριτήριο της υποκειμενικότητας στον προσδιορισμό των εταιρειών εκείνων που θεωρούνται συγκρίσιμες καθώς και στον υπολογισμό των επιμέρους δεδομένων των μεταβλητών. Είναι προφανής η εξάρτηση του μοντέλου από την ομάδα αναφοράς του, τα συγκρίσιμα αντικείμενα, και η προσοχή που χρειάζεται να επιδείξει ο αναλυτής στον καθορισμό τους καθώς έχουν τη δυνατότητα να παραπλανήσουν σημαντικά το

αποτέλεσμα της έρευνας. Το έτερο σκέλος, της χρήσης μέσω των πολλαπλασιαστών της αγοράς μπορεί να υπονομεύσει την αξιοπιστία της έρευνας υπό την έννοια ότι η αγορά στο σύνολο της έχει υπάρξει συχνά υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Επομένως, η σύγκριση με τον μέσο πολλαπλασιαστή της αγοράς ενδέχεται να μεταφέρει τα λάθη της εκτίμησης της τελευταίας στην αποτίμηση μεμονωμένης μετοχής.

Οι πολλαπλασιαστές –και ειδικότερα ο πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη- στη βάση των οποίων πραγματοποιείται η συγκριτική αποτίμηση και τα επιμέρους χαρακτηριστικά και τρόποι υπολογισμού τους θα μας απασχολήσουν σε επόμενο κεφάλαιο.

#### **3.2.4. Μέθοδος Ενδεχόμενων Απαιτήσεων (Contingent Claim Valuation<sup>15</sup>)**

Η μέθοδος αποτίμησης στη βάση των ενδεχόμενων απαιτήσεων θεωρείται από μεγάλη μερίδα των αναλυτών ως η πλέον σημαντική και επαναστατική εξέλιξη στη βιβλιογραφία των υποδειγμάτων αποτίμησης. Η προσέγγιση αυτή εισήγαγε για πρώτη φορά στη θεωρία της αξιολόγησης την ιδέα ότι η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να υπολείπεται της παρούσας αξίας των αναμενόμενων ταμειακών ροών του στην περίπτωση κατά την οποία οι παραπάνω ταμειακές ροές είναι υπό την αίρεση της έλευσης ή μη ενός συγκεκριμένου γεγονότος. Η παραδοχή αυτή αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην παρουσία και την εξέλιξη των μοντέλων τιμολόγησης δικαιωμάτων προτίμησης. Τα τελευταία αναπτύχθηκαν πρωταρχικά με σκοπό να αξιολογήσουν τα διαπραγματεύσιμα δικαιώματα αλλά αργότερα θεωρήθηκε ότι

---

<sup>15</sup> Η μέθοδος είναι εναλλακτικά γνωστή και ως option valuation.

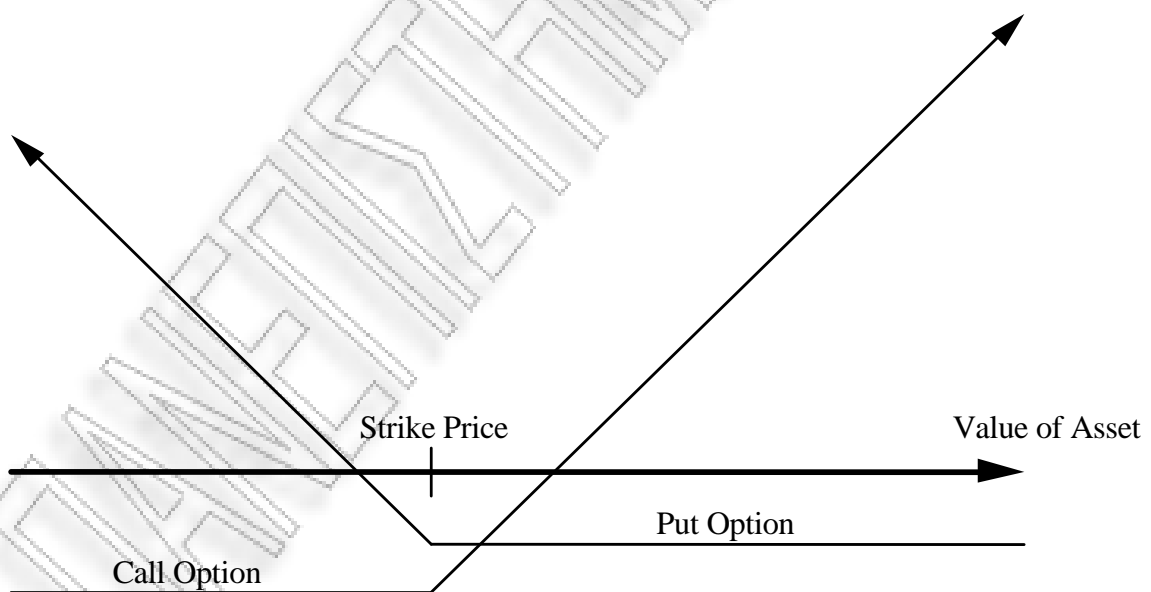
παρείχαν δυνατότητες τροποποίησης τους που θα τους επέτρεπε να διευρύνουν τη χρήση τους για να συμπεριλάβουν και τις παραδοσιακές πλευρές της αποτίμησης. Άλλωστε, όπως σημειώνουν οι Copeland, Koller και Murin (2000), τα υποδείγματα τιμολόγησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων είναι παραλλαγές των τυπικών υποδειγμάτων προεξοφλημένων ταμειακών ροών που προσαρμόζουν την ικανότητα της διοίκησης να τροποποιεί τις αποφάσεις της, καθώς περισσότερες γίνονται διαθέσιμες. Έτσι, σύμφωνα πάντα με τους παραπάνω συγγραφείς, τα υποδείγματα τιμολόγησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων είναι ανώτερα ποιοτικά των παραδοσιακών προσεγγίσεων προεξοφλημένων ταμειακών ροών διότι, συνυπολογίζουν με σαφήνεια την αξία της ευελιξίας. Την άποψη αυτή συμμερίζονται και άλλοι ερευνητές όπως ο Lufman (1987), ο οποίος παρατηρεί ότι οι μακροπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες σε ένα –κατά παραδοχή- ευμετάβλητο επιχειρηματικό περιβάλλον αντιμετωπίζονται με τόσο φτωχό τρόπο από τις παραδοσιακές μεθόδους προεξόφλησης ταμειακών ροών ώστε, τα υποδείγματα τιμολόγησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων δεν χρειάζεται να είναι ιδιαίτερα εξεζητημένα ώστε να παράσχουν κάποια αξιόλογη εκτίμηση. Άλλωστε, ένας υποδειγματικός τρόπος για την εφαρμογή των παραπάνω υποδειγμάτων είναι η επιπρόσθετη χρήση τους με την υφιστάμενη χρησιμοποιούμενη μέθοδο αποτίμησης και όχι η αντικατάσταση της τελευταίας.

Το λογικό υπόβαθρο της παραπάνω προσέγγισης αντλεί τις ρίζες του από τη μεθοδολογία που αναπτύχθηκε σχετικά με τα δικαιώματα προαίρεσης. Έτσι, μία ενδεχόμενη απαίτηση ή ένα δικαίωμα προαίρεσης «πληρώνει» μόνο υπό ορισμένες προϋποθέσεις που έχουν να κάνουν με το αν η αξία ενός υφιστάμενου περιουσιακού στοιχείου θα υπερβεί ή όχι ένα προκαθορισμένο

επίπεδο. Η έλευση των δικαιωμάτων έδωσε αφορμή για την πραγματοποίηση σημαντικού όγκου εργασίας πάνω στο θέμα της αποτίμησης των δικαιωμάτων προαίρεσης (call και put options). Η μέθοδος αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης κάνει χρήση όλης της σχετικής μεθοδολογίας που αναπτύχθηκε με το σκεπτικό ότι μπορούν να αξιοποιηθούν τα εν λόγω μοντέλα τιμολόγησης δικαιωμάτων προαίρεσης για την αποτίμηση άλλων περιουσιακών στοιχείων που εμφανίζουν παρόμοια με τα δικαιώματα χαρακτηριστικά. Το παρακάτω σχηματικό διάγραμμα αποτελεί απεικόνιση των σχετικών πληρωμών που πραγματοποιούνται σε δικαιώματα αγοράς και πώλησης σε συνάρτηση με την αξία της υποκείμενης επένδυσης:

Σχήμα 3.3

**Διάγραμμα Πληρωμών Δικαιωμάτων Αγοράς και Πώλησης (Call & Put Options)**



Πηγή: *Valuation Models by Damodaran*

Τα δικαιώματα αξιολογούνται στη βάση μεταβλητών που σχετίζονται με την τρέχουσα αξία, τη διακύμανση της αξίας του υφιστάμενου περιουσιακού στοιχείου, την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος αλλά το χρονικό περιθώριο

λήξης του δικαιώματος καθώς και το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Η πατρότητα του μοντέλου τιμολόγησης δικαιωμάτων προτίμησης αποδίδεται στους Black και Scholes (1972) οι οποίοι δημιούργησαν τη βασική εκδοχή του μοντέλου ενώ, αργότερα δημιουργήθηκαν αρκετές παραλλαγές του μοντέλου με σκοπό να επεκτείνουν και να τελειοποιήσουν τις δυνατότητες του. Το βασικό μοντέλο των Black και Scholes αγνοεί την ύπαρξη των μερισμάτων και υποθέτει ότι τα δικαιώματα δεν θα εξασκηθούν νωρίς (συγκεκριμένα ότι θα εξασκηθούν στη λήξη) αλλά παρέχει τη δυνατότητα για τις ανάλογες τροποποιήσεις που θα επιτρέψουν την εξάλειψη των παραπάνω περιορισμών. Εκτός από το υπόδειγμα των Black και Scholes, για την τιμολόγηση των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων έχει αναπτυχθεί και το διωνυμικό (binomial) υπόδειγμα το οποίο προβλέπει για κάθε χρονική περίοδο.

Η θεμελιώδης αρχή πίσω από τη χρήση των μοντέλων τιμολόγησης δικαιωμάτων με σκοπό την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων έχει να κάνει με την αντίληψη ότι τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών τείνουν να υποτιμούν την αξία των περιουσιακών στοιχείων που παρουσιάζουν αποδόσεις οι οποίες εξαρτώνται από την ύπαρξη ή μη κάποιου γεγονότος. Η βασική κατηγοριοποίηση των υποδειγμάτων τιμολόγησης δικαιωμάτων έχει να κάνει με την φύση των υπό αξιολόγηση αντικειμένων και πιο συγκεκριμένα ο διαχωρισμός αφορά στο αν το υφιστάμενο αντικείμενο αξιολόγησης αποτελεί φυσικό ή οικονομικό στοιχείο. Ένας συμπληρωματικός διαχωρισμός μεταξύ των μοντέλων τιμολόγησης αφορά στην πιθανή ή μη διαπραγματευσιμότητα των τελευταίων. Καθίσταται σαφές ότι η κατηγοριοποίηση αυτή συνδέεται στενά με την προηγούμενη καθώς τα περισσότερα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία τελούν υπό καθεστώς διαπραγμάτευσης σε αντιδιαστολή με τα



«πραγματικά» περιουσιακά στοιχεία τα οποία σπανίως και σε περιορισμένο βαθμό διαπραγματεύονται στις αγορές κεφαλαίου. Είναι εύλογο ότι η προηγούμενη κατηγοριοποίηση είναι σημαντική για τη βιωσιμότητα των μοντέλων τιμολόγησης υπό την έννοια ότι είναι σημαντικά πιο εύκολο να αξιολογηθούν τα δικαιώματα των περιουσιακών εκείνων στοιχείων που είναι σε διαπραγμάτευση καθώς υπάρχει μεγαλύτερη διαθεσιμότητα δεδομένων για τα τελευταία σε σύγκριση με τα μη διαπραγματεύσιμα.

### **3.3. Συμπέρασμα**

Υπάρχουν αναρίθμητα μοντέλα αποτίμησης –τα περισσότερα από τα οποία αποτελούν απλές παραλλαγές ή βελτιώσεις των τριών θεμελιωδών υποδειγμάτων που εξετάσαμε κατά τη διάρκεια του παρόντος κεφαλαίου. Οι περισσότερες εταιρείες αναλυτών, οι επενδυτικοί οίκοι καθώς και αρκετές τράπεζες και διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί έχουν αναπτύξει δικά τους μοντέλα. Ακόμη, μεγάλο μέρος της ακαδημαϊκής έρευνας έχει αναλωθεί στην προσπάθεια δημιουργίας καινούριων μοντέλων ή ακόμα προτάσεων αποτίμησης.

Είναι δύσκολο να είναι πρωτότυπος κανείς όσον αφορά στην επιλογή μεθόδων και εργαλείων αξιολόγησης. Ωστόσο, τα περισσότερα μοντέλα αποτίμησης μετοχικών αξιών αν και θεμελιωμένα σωστά και ορθολογικά, υστερούν σημαντικά στην ολοκληρωμένη ανάμειξη κι εφαρμογή λογιστικών και χρηματοοικονομικών εννοιών με τρόπο που να καλύπτουν σφαιρικά το ζήτημα της αποτίμησης και να ανταποκρίνονται στη σύγχρονη πραγματικότητα.

Μία ρεαλιστική θεώρηση της διαδικασίας αποτίμησης μας παρέχεται από τους Copeland, Koller και Murrin (2000) οι οποίοι καταλήγουν χαρακτηριστικά με την άποψη ότι η αποτίμηση είναι μία επαναληπτική διαδικασία. Όσα περισσότερα μαθαίνεις, τόσες ερωτήσεις γεννώνται. Επιπλέον, αποκτάται καλύτερη επίγνωση της κατάστασης, με αποτέλεσμα να απαιτείται επανεξέταση και πιθανόν αναθεώρηση της μέχρι τότε ανάλυσης. Η παραπάνω θεώρηση αποτελεί μία ρεαλιστική ματιά στο όλο θέμα της αποτίμησης που διόλου δεν πρέπει να μας αποθαρρύνει καθώς είναι μία διαδικασία που δεν έχει τελειοποιηθεί ακόμη και παρέχει μεγάλα περιθώρια για έρευνα και εξέλιξη.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

---

## ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

---

ΓΕΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΠΡΩΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ

ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE 20

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ (FTSE/ΧΑ 20)

### 4.1 Γενικά Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η καθιέρωση των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών καθώς και η ευρεία συμμετοχή του επενδυτικού κοινού σε αυτές επέβαλλε τη δημιουργία εργαλείων τα οποία θα απέδιδαν επαρκώς και με ακρίβεια τις τάσεις και την συμπεριφορά της αγοράς.

Έτσι, δημιουργήθηκαν οι χρηματιστηριακοί δείκτες οι οποίοι στην ουσία αποτελούν ένα προσεκτικά επιλεγμένο «καλάθι» μετοχών και χρησιμεύουν τόσο σαν βαρόμετρο για μια συγκεκριμένη αγορά ή κλάδο όσο και σαν μέτρο αναφοράς με βάση το οποίο εκτιμάται συγκριτικά η οικονομική επίδοση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Επιπρόσθετα, κάθε χρηματιστηριακός δείκτης αποτελεί ολοκληρωμένη στατιστική μέτρηση της αξίας των επιμέρους μετοχών που τον απαρτίζουν.

Στις μέρες μας, οι δείκτες έχουν εξελιχθεί σε τέτοιο βαθμό και αριθμό ώστε υπάρχουν ειδικοί δείκτες σχεδόν για κάθε κλάδο της οικονομίας και της χρηματιστηριακής αγοράς. Η πρωταρχική κατηγορία δεικτών είναι, καταρχήν, οι δείκτες ευρείας βάσης (broad-base indexes) οι οποίοι αντιπροσωπεύουν την απόδοση ολόκληρης της αγοράς και κατά συνέπεια αποτυπώνουν το συναίσθημα των επενδυτών απέναντι στην κατάσταση της οικονομίας. Τέτοιοι δείκτες είναι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, οι αμερικανικοί Industrial Average και S&P 500, ο βρετανικός FTSE 100, καθώς και ο ιαπωνικός Nikkei 225. Ωστόσο, κατά κανόνα η διάρθρωση ενός δείκτη θεμελιώνεται πάνω σε ένα χαρακτηριστικό που είναι κοινό για όλες τις εταιρείες

που συνιστούν τον συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη. Τα συνηθέστερα κριτήρια με βάση τα οποία επιλέγονται οι μετοχές που θα συμμετάσχουν σε έναν δείκτη χρηματιστηρίου είναι η διαπραγμάτευση τους στην ίδια χρηματιστηριακή αγορά, ο κλάδος της οικονομίας στον οποίο ανήκουν και η κεφαλαιοποίηση.

Ωστόσο, αγορές πιο ώριμες από την ελληνική κεφαλαιαγορά έχουν αναπτύξει δείκτες πολύ περισσότερο εξειδικευμένους από τους παραδοσιακούς δείκτες –δείκτες των οποίων οι συμμετέχουσες μετοχές επιλέγονται με βάση κριτήρια που έχουν να κάνουν με το μέγεθος για παράδειγμα των εταιρειών, με τη μορφή της διοίκησης της εταιρείας ή ακόμα και με πιο ειδικά κριτήρια<sup>1</sup>. Χαρακτηριστικό παράδειγμα δεικτών που ανήκουν σε ειδική –αν όχι εκλεπτυσμένη κατηγορία- δεικτών αποτελούν οι λεγόμενοι δείκτες ηθικής επενδυτικής πρακτικής (ethical investing) οι οποίοι απαρτίζονται από εταιρείες οι οποίες με τη σειρά τους ικανοποιούν συγκεκριμένα οικολογικά και κοινωνικά κριτήρια. Τέτοιοι δείκτες είναι οι δείκτες Domini του Ομίλου Calvert, ο Dow Jones Sustainable Index καθώς και η σειρά δεικτών FTSE4Good<sup>2</sup> του ομίλου FTSE, οι οποίοι σχεδιάστηκαν προκειμένου να αποτυπώσουν τις επιδόσεις των κοινωνικά υπεύθυνων εισηγμένων εταιρειών. **Ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαπίστωση ότι, και οι έξι ελληνικές μετοχές που περιλαμβάνονται στον**

---

<sup>1</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα της αυξανόμενης δημιουργικότητας που έχουν να επιδείξουν οι διεθνείς οίκοι κατάρτισης χρηματιστηριακών δεικτών αλλά και των τάσεων της παγκόσμιας αγοράς αποτελούν οι δείκτες Παγκόσμιας Κατανομής Πλούτου του ομίλου FTSE –FTSE Global Wealth Allocation Index Series- οι οποίοι παρέχουν στους επενδυτές μία νέα – μακροπρόθεσμο χαρακτήρα- επενδυτική πρόταση απέχοντας από τον παραδοσιακό προσανατολισμό γύρω από την τιμή της μετοχής και επικεντρώνοντας γύρω από τη δυνατότητα κάθε εταιρείας για δημιουργία πλούτου.

<sup>2</sup> Η σειρά δεικτών FTSE4Good καλύπτει πέντε αγορές, αυτές της Αμερικής, της Μ. Βρετανίας, της Ευρώπης, της Ιαπωνίας και της παγκόσμιας αγοράς.

**FTSE4Good Europe Index** εμφανίζονται στη σύνθεση του ελληνικού δείκτη **FTSE/ΧΑ 20** που αποτελεί και το αντικείμενο της παρούσας εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, πρόκειται για τις μετοχές της Εθνικής Τράπεζας, της Τράπεζας Πειραιώς, της Alpha Bank, της EFG Eurobank, της Coca-Cola και της Cosmote που συγκαταλέγονται ανάμεσα στις μακροβιότερες αξίες του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης από την πρώτη μέρα λειτουργίας του<sup>3</sup>.

Σε κάθε περίπτωση, πέρα από την αυξανόμενη εξειδίκευση που χαρακτηρίζει τις νέες εισόδους χρηματιστηριακών δεικτών, η παγκοσμιοποίηση και η πολυπλοκότητα των αγορών, η ευρωπαϊκή διεύρυνση και η κατάργηση των επενδυτικών συνόρων καθιστούν τους δείκτες ένα ανεκτίμητο εργαλείο κατανόησης, διαχείρισης και επιλογής στα πλαίσια της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς.

#### **4.2 Ιστορικό δημιουργίας του πρώτου χρηματιστηριακού δείκτη**

Η δημιουργία του πρώτου δείκτη αποδίδεται στον Charles Dow<sup>4</sup>, πρώτο εκδότη της εφημερίδας Wall Street<sup>5</sup>, και ο εν λόγω δείκτης κατασκευάστηκε προκειμένου να παράσχει ένα μέτρο αξιολόγησης της πορείας και των τάσεων του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης.

---

<sup>3</sup> Περιλαμβάνεται σχετικός πίνακας των εταιρειών που περιλαμβάνονται στον δείκτη FTSE4Good Europe στο παράρτημα Ι του κεφαλαίου.

<sup>4</sup> Ο Charles Dow (1851-1902), γιος αγρότη από το Sterling του Connecticut, μεταμόρφωσε ριζικά τον επενδυτικό κόσμο, μολονότι δεν σπούδασε ποτέ οικονομικά, δούλεψε ως εργάτης από τα έξι του χρόνια οπότε και έμεινε ορφανός, και το βασικό του επάγγελμα υπήρξε η δημοσιογραφία.

<sup>5</sup> Ο Dow εξέδωσε αρχικά το 1883 ένα δισέλιδο ημερήσιο ενημερωτικό δελτίο, το Customer's Afternoon Letter, το οποίο μετεξελίχθηκε λίγα χρόνια αργότερα –το 1889- στην Wall Street Journal, την πιο γνωστή οικονομική εφημερίδα της εποχής. Μάλιστα, σε αντίθεση με την επικρατούσα αντίληψη, οι πρώτες τιμές του δείκτη Dow Jones Railroad Average δεν δημοσιεύτηκαν στην Wall Street Journal αλλά στο προκάτοχο της φύλλο.

Το βασικό μέλημα του Dow όσον αφορά στη δημιουργία του δείκτη ήταν να παράσχει ένα εργαλείο –ένα παράθυρο στον κόσμο των επενδύσεων- που θα απευθυνόταν πρωτίστως σε μη ειδικούς στα περί της χρηματιστηριακής αγοράς<sup>6</sup>. Η συμμετοχή των ειδικών της Wall Street ήταν σαφώς ευπρόσδεκτη, όμως δεν αποτελούσαν αυτοί το πρωταρχικό μέλημα του Charles Dow. Όραμα του ήταν να δημιουργήσει έναν δείκτη αναφοράς που θα αντικατόπτριζε τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς και ως εκ τούτου θα παρείχε σημαντική βοήθεια στους επενδυτές που ως τότε είχαν ιδιαίτερα περιορισμένη πρόσβαση σε ενδοεταιρικές πληροφορίες<sup>7</sup>. Σκοπός του Dow, με τη δημιουργία του δείκτη του, ήταν να μετρήσει την αγορά ως σύνολο αντί να επικεντρώνεται απλώς σε μεμονωμένες μετοχές. Θέλησε λοιπόν να κάνει τους δείκτες του τη βάση για τη θεμελίωση μίας ολόκληρης θεωρίας που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί προκειμένου να εξηγήσει και σε τελική ανάλυση να προβλέψει τις γενικές τάσεις της αγοράς.

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί πως η εικόνα της αγοράς τότε ήταν πολύ διαφορετική από την σημερινή. Την εποχή που ο Dow έκανε την είσοδο του στην Wall Street, η κυρίαρχη επιλογή επενδυτικής αγοράς ήταν η αγορά ομολογιών. Ακόμα, η πλειονότητα των επενδυτών επεδείκνυε σαφή προτίμηση

---

<sup>6</sup> Αναφέρονται ως επί το πλείστον ως outsiders σε σχετικά άρθρα.

<sup>7</sup> Στην περίοδο κατά τη οποία ο Dow ξεκίνησε να εκδίδει το Customer's Afternoon Letter δεν υφίστατο η δημοσίευση συγκεντρωτικών πινάκων των μετοχών σε καθημερινή βάση. Αντίθετα, πληροφορίες σχετικές με τον ισολογισμό των εταιρειών δημοσιεύονταν σε αραιή βάση ενώ, οι διοικήσεις των εταιρειών κατά κανόνα προσπαθούσαν να αποκρύψουν και να συγκαλύψουν την πλήρη αξία της εταιρείας τους υπό το φόβο εξαγοράς. Ο Charles Dow με το Customer's Afternoon Letter ξεκίνησε να δημοσιεύει συγκεντρωτικούς πίνακες των διαπραγματευόμενων στο χρηματιστήριο εταιρειών αλλά και να συντάσσει τριμηνιαίες και ετήσιες πληροφοριακές καταστάσεις σχετικά με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιρειών, πληροφόρηση στην οποία μέχρι τότε είχαν πρόσβαση μόνο οι μνημόνοι. Η κίνηση αυτή του Dow εξισορρόπησε σε μεγάλο βαθμό την απόσταση ανάμεσα στη λεγόμενη 'ελίτ' της Wall Street και τους ιδιώτες επενδυτές (Befumo et Shay, 2005).

στα χρεώγραφα που εκπροσωπούσαν κυρίως βιομηχανικές μονάδες και διασφαλιζόνταν στηριζόμενα σε πραγματικό μηχανολογικό εξοπλισμό, εργοστάσια και εν γένει διαρκή περιουσιακά στοιχεία. Η βασική αιτία της κυρίαρχης επενδυτικής συμπεριφοράς, όπως αυτή σκιαγραφείται κατά την σχετική χρονική περίοδο, ήταν το αίσθημα ασφάλειας που δημιουργούσαν οι προσφερόμενες επενδύσεις. Η αγορά ομολογιών φάνταζε ιδιαίτερα ελκυστική καθώς η προβλεψιμότητα του εισοδήματος που πρόσφεραν οι ομολογίες λειτουργούσε καθησυχαστικά για τους επενδυτές όσο και η συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης κατά την οποία θα τους επιστρεφόταν το αρχικό τους κεφάλαιο. Αντίθετα, η αγορά μετοχών, στη συνείδηση τους, είχε να κάνει με «μερίδια ιδιοκτησίας» τα οποία δεν αντιπροσώπευαν, ωστόσο, κάποια συγκεκριμένη απαίτηση ή οποιοδήποτε από περιουσιακό στοιχείο, γεγονός που ενίσχυε την δυσπιστία των επενδυτών απέναντι τους.

Η σύλληψη και δημιουργία των δεικτών Dow Jones κατέστη δυνατή μόνο μετά την δημιουργία της ομώνυμης εταιρείας. Ο Charles Dow ίδρυσε - το Νοέμβριο του 1882 - από κοινού με τον φίλο και συνεργάτη του Edward D. Jones<sup>8</sup> την εταιρεία επενδυτικής πληροφόρησης Dow Jones & Company, η οποία αποτέλεσε το εφαλτήριο για την εισαγωγή στην χρηματιστηριακή αγορά του πρώτου δείκτη.

Ο πρώτος δείκτης που προέκυψε από τη νεοσύστατη, τότε, εταιρεία δημιουργήθηκε τον Ιούλιο του 1884, ονομάστηκε απλώς Dow Jones Average

---

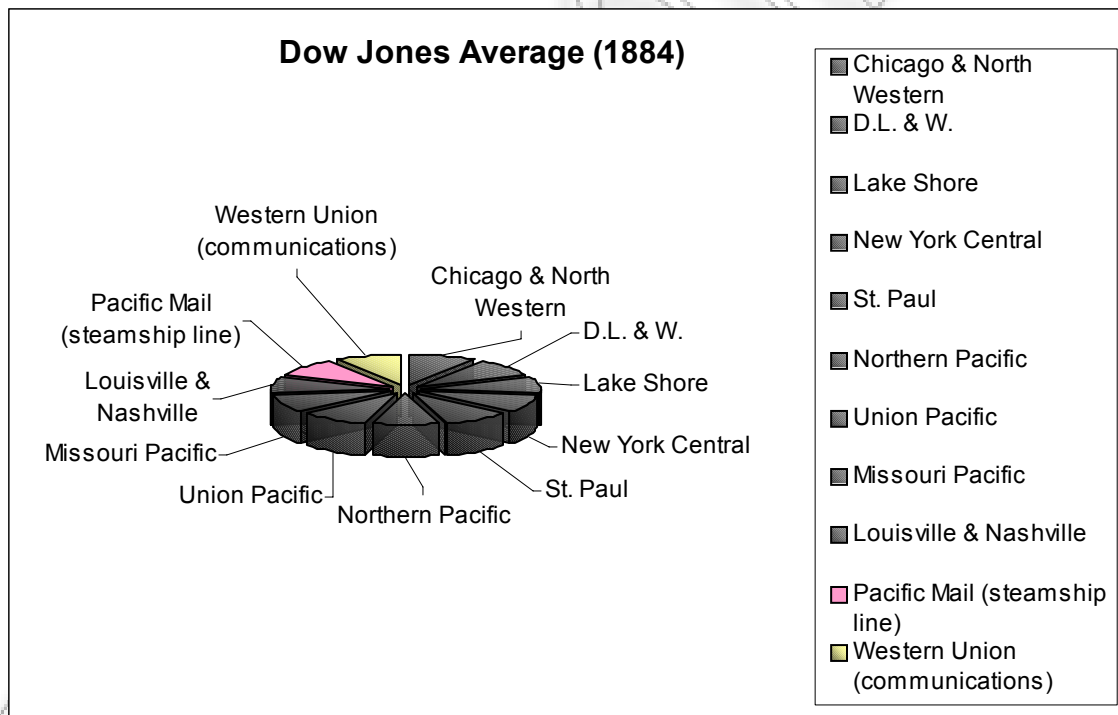
<sup>8</sup> Αν και λιγότερο γνωστός από τους άλλους δύο, υπήρχε και τρίτος συνεταίρος και συνιδιοκτήτης, ο Charles Bergstresser. Οι τρεις τους γνωρίστηκαν κατά την περίοδο που εργάζονταν για το Kierman News Agency και παραιτήθηκαν από κοινού το 1882 προκειμένου να δημιουργήσουν την Dow & Jones Company. Ωστόσο, ο Jones αποσύρθηκε από την εταιρεία το 1899.



και περιλάμβανε έντεκα μετοχές<sup>9</sup>. Από αυτές, οι εννέα ανήκαν στον κλάδο των σιδηροδρομικών μεταφορών ενώ τον δείκτη απάρτιζαν ακόμη μία εταιρεία επικοινωνιών καθώς και μία ατμοπλοϊκή εταιρεία. Στο διάγραμμα 6.1 που ακολουθεί, ο σιδηροδρομικός κλάδος απεικονίζεται με γκρί χρώμα και καταδεικνύεται αδιαμφισβήτητα η κυριαρχία του στον πρώτο δείκτη στην ιστορία.

**Διάγραμμα 4.1**

**Σχηματική απεικόνιση συμμετεχουσών εταιρειών στον δείκτη Dow Jones  
Average (1884)**



<sup>9</sup> Αναλυτικά, οι εταιρείες που περιελάμβανε ο πρώτος Dow Jones Average ήταν οι Chicago & North Western, D. L. & W., Lake Shore, New York Central, St. Paul, Northern Pacific pfd, Union Pacific, Missouri Pacific, Louisville & Nashville, Pacific Mail (η ακτοπλοϊκή γραμμή)), Western Union (επικοινωνιών).

Το σκεπτικό πίσω από την επιλογή των συγκεκριμένων μετοχών ήταν ότι αποτελούσαν τις πλέον καίριες μετοχές ανάπτυξης<sup>10</sup> της εποχής, κυρίως δηλαδή σιδηροδρομικές και εταιρείες μεταφορών. Πιο συγκεκριμένα, ο κλάδος των σιδηροδρόμων θεωρούνταν, τότε, ότι περιλάμβανε αρκετές από τις μεγαλύτερες και πλέον εύρωστες εταιρείες της Αμερικής, γεγονός που δικαιολογεί το ότι στην ουσία κυριαρχεί στον δείκτη με ένα δυσανάλογα μεγάλο ποσοστό συμμετοχής (ήτοι 81,8%). Χαρακτηριστικό είναι ότι στον δείκτη αυτόν –που είναι στην ουσία προκάτοχος και του πασίγνωστου πλέον Dow Jones Industrial Average, δεν περιλαμβάνεται ούτε μία μετοχή της βιομηχανίας. Άλλωστε, τότε ακόμη ήταν λίγες οι μετοχές του βιομηχανικού κλάδου σε δημόσια διαπραγμάτευση και ακόμη και αυτές θεωρούνταν ιδιαίτερα κερδοσκοπικού χαρακτήρα.

Στις 26 Μαΐου 1896<sup>11</sup>, οι τρεις συνεργάτες αποφασίζουν να διαχωρίσουν αυτόν τον πρώτο γενικό δείκτη σε δύο επιμέρους δείκτες, τον Dow Jones Industrial Average και τον Dow Jones Railroad Average. Ο Dow Jones Railroad Average μετονομάστηκε, το 1970, στον Dow Jones Transportation Average, με την προσθήκη στον υπάρχοντα δείκτη εταιρειών αερομεταφορών και φορτηγών αυτοκινήτων. Στις μέρες μας ο Transportation Average περιλαμβάνει 20 χρεόγραφα. Η τελευταία προσθήκη στους δείκτες Dow Jones υπήρξε ο Dow Jones Utility Average, ο οποίος συστάθηκε το 1929 και περιλαμβάνει μέχρι και σήμερα 15 μετοχές.

---

<sup>10</sup> Ή αλλιώς μετοχές υπεραξίας (growth stocks).

<sup>11</sup> Ο Industrial Average εμφανίστηκε για πρώτη φορά την 26<sup>η</sup> Μαΐου του 1886 αλλά δεν περιλαμβανόταν στην Wall Street Journal σε τακτική βάση παρά μόνο μετά την 7<sup>η</sup> Οκτωβρίου της ίδιας χρονιάς.

Ο Dow Jones Industrial Average ήταν αρχικά ένας ιδιαίτερα δυναμικός δείκτης ο οποίος μετέβαλλε τη σύνθεση του σχεδόν σε μηνιαία βάση. Το σκεπτικό του Charles Dow κατά τη δημιουργία του ήταν να αποτελέσει έναν δείκτη ο οποίος θα αντιπροσώπευε την εγχώρια αγορά και γι' αυτό το λόγο επεδίωξε να περιλάβει σε αυτόν τις βασικότερες εισηγμένες βιομηχανίες της εποχής που αφορούσαν στους κλάδους<sup>12</sup> της ζάχαρης, των οινοπνευματωδών, των καλωδίων, του πετρελαίου, του καπνού, των ηλεκτρικών, του μολύβδου, του κάρβουνου, του καουτσούκ και του σιδήρου. Ο Dow Jones Industrial Average ξεκίνησε με 12 μετοχές<sup>13</sup> το 1896, επεκτάθηκε στις 20 μετοχές το 1916 και έφτασε σταδιακά να περιλαμβάνει 30 μετοχές<sup>14</sup> ήδη από το 1928 μέχρι και τις μέρες μας.

Όσον αφορά στα ιδιαίτερα τεχνικά χαρακτηριστικά του Dow Jones Industrial Average θα πρέπει να πούμε ότι, αν και αποτελούσε μια αξιόλογη και καινοτόμο προσπάθεια μέτρησης και αποτίμησης της χρηματιστηριακής αγοράς που σε καμία περίπτωση δεν θα πρέπει να υποτιμηθεί, ήταν σημαντικά πιο απλοϊκός στη σύλληψη του σε σύγκριση με τους σημερινούς χρηματιστηριακούς δείκτες. Πιο συγκεκριμένα, η τιμή βάσης του κατά την πρώτη μέρα λειτουργίας

---

<sup>12</sup> Σήμερα, υπάρχει μεγάλη απόσταση στους κλάδους που εκπροσωπούνται στον δείκτη Dow Jones Industrial Average ο οποίος στις μέρες μας κυριαρχείται από τομείς του λιανεμπορίου, του πετρελαίου, της τεχνολογίας, των φαρμακευτικών και της βιομηχανίας ψυχαγωγίας. Έτσι, ο σημερινός Industrial Average περιλαμβάνει εταιρείες όπως η American Express, η Walt Disney, η Merck και η United Technologies.

<sup>13</sup> Οι πρώτες 12 μετοχές του αμιγώς βιομηχανικού δείκτη Dow Jones είναι οι μετοχές των εταιρειών American Cotton Oil, American Sugar, American Tobacco, Chicago Gas, Distilling & Cattle Feeding, General Electric, Laclede Gas, National Lead, North American Company, Tennessee Coal & Iron, U.S. Leather pfd. και U.S. Rubber.

<sup>14</sup> Η μοναδική εταιρεία από την αρχική λίστα των 12 μετοχών που επιβιώνει στον δείκτη Dow Jones Industrial Average μέχρι και σήμερα είναι η μετοχή της General Electric η οποία, πάντως, έχει αποβληθεί δύο φορές μέσα σε αυτό το διάστημα από το δείκτη –για να επανεισαχθεί προφανώς αργότερα.

του ήταν οι εκατό μονάδες ενώ, ήδη από το 1966 έφτασε τις 1000 μονάδες βάσης και μέχρι το τέλος του 1985 υπερέβη τις 3.500 μονάδες.

Αναφορικά στον τρόπο διαχείρισης του παραπάνω δείκτη, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα επιμέρους χαρακτηριστικά της μεθόδου υπολογισμού της τιμής του. Το χαρακτηριστικό εκείνο που διαφοροποιεί σημαντικά τον Dow Jones Average από τους σημερινούς χρηματιστηριακούς δείκτες είναι ότι υπολογίζεται ως ο απλός αριθμητικός μέσος του αθροίσματος των τιμών των μετοχών διαιρεμένου με τον αριθμό μετοχών αντίστοιχα. Όλες οι μετοχές που συμμετείχαν στον δείκτη κατείχαν ίσο ποσοστό συμμετοχής στο δείκτη και κατά συνέπεια επηρέαζαν ισότιμα τον δείκτη ανεξάρτητα από την εκάστοτε κεφαλαιοποίηση κάθε εταιρείας. Επιπρόσθετα, στις περιπτώσεις που κάποια από τις εταιρείες που περιλαμβάνονταν στον Industrial Average προέβαινε σε stock split ή stock dividend<sup>15</sup> υποβάθμιζε την αξία της κατά το αντίστοιχο ποσό και ανάλογα μειωνόταν και η τιμή του δείκτη.

Μολονότι η δημιουργία του Dow Jones Industrial Average υπήρξε αποφασιστικό μέτρο συμβολής στην καλύτερη οργάνωση της χρηματιστηριακής αγοράς αλλά και της χρηματιστηριακής ανάλυσης εν γένει, ο παραπάνω δείκτης δέχτηκε και σημαντικό μερίδιο κριτικής. Οι σημαντικότερες αιχμές γύρω από τις οποίες επικεντρώθηκε η δεδομένη κριτική υπήρξαν αφενός το ζήτημα της

---

<sup>15</sup> Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι το άθροισμα των τιμών των 30 μετοχών που απαρτίζουν τον δείκτη το 1929 ανέρχεται στα 3.000 \$ τότε, ο μέσος όρος των εν λόγω μετοχών και άρα και η τιμή του δείκτη μπορεί να βρεθεί αν διαιρέσουμε τα 3.000 \$ με τον αριθμό 30 που είναι οι μετοχές του δείκτη. Η τιμή που θα πάρουμε είναι το 100. Στην περίπτωση κατά την οποία μία εκ των μετοχών που συμμετέχουν στο δείκτη είχε αρχική τιμή τα 200 \$ και προέβαινε σε stock split των μετοχών της δύο προς μία, η νέα τιμή της μετοχής θα ήταν τα 100 \$ και το άθροισμα των 30 μετοχών του δείκτη θα μειωνόταν στα 2.900 \$ χωρίς ωστόσο να έχει συντελεστεί καμία ουσιαστική αλλαγή. Επιπρόσθετα, οι μετοχές που θα πραγματοποιούσαν τα περισσότερα split αποκτούσαν αυξανόμενη επιρροή στην ημερήσια τάση του δείκτη καθώς, οι δικές τους ημερήσιες κινήσεις θα είχαν δυσανάλογο αποτέλεσμα στο δείκτη πολλαπλασιαζόμενες με τα πολυάριθμα split.

κεφαλαιοποίησης και αφετέρου το θέμα του αριθμού των μετοχών που συμπεριλαμβάνονταν στο δείκτη. Πιο αναλυτικά, η πλειοψηφία των αναλυτών αντιμετώπιζε με αυξανόμενο σκεπτικισμό το γεγονός ότι μετοχές με ιδιαίτερα υψηλή τιμή, όπως αυτή της IBM για παράδειγμα, βάρυνε στην τιμή του δείκτη εξίσου με τις μετοχές εταιρειών που είχαν σημαντικά χαμηλότερη τιμή. Τέλος, εξαιτίας ακριβώς της σημαντικότητας του δείκτη τόσο στη συνείδηση του επενδυτικού κοινού όσο και στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής πραγματικότητας, θεωρήθηκε ότι ο αριθμός των τριάντα μετοχών που απάρτιζαν τον δείκτη ήταν ελλιπής και ότι θα ήταν σκόπιμο να περιληφθούν σε αυτόν και άλλες μετοχές που ικανοποιούσαν τα κριτήρια συμμετοχής στον δείκτη ή ακόμα και μετοχές νεοεισαχθέντων –τότε- εταιρειών όπως αυτές της Microsoft και της Intel' εταιρείες που αργότερα έμελλε να ασκήσουν σημαντικό βαθμό επιρροής στην πορεία της αμερικανικής κεφαλαιαγοράς.

Ωστόσο, ο DJIA ή κατ'άλλους "Dow Jones 30" παραμένει ιδιαίτερα σημαντικός ακόμα και στις μέρες μας –αυτός άλλωστε είναι και ο λόγος για τον οποίο του αφιερώθηκε ένα μεγάλο αναλογικά μέρος της παρούσας έρευνας- καθώς είναι ο πρώτος ουσιαστικά blue-chip δείκτης στην ιστορία. Αποτέλεσε αφορμή για τη δημιουργία δεικτών υψηλής κεφαλαιοποίησης σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου ενώ, πάνω στη φιλοσοφία του καταρτίστηκαν σχεδόν όλοι οι αντίστοιχοι χρηματιστηριακοί δείκτες των μεγάλων κεφαλαιαγορών, οι γνωστότεροι από τους οποίους είναι ο FTSE-100 του Λονδίνου, ο Xetra Dax-30 στην Φραγκφούρτη, ο CAC-40 του Παρισιού, ο Milan Mib-30 του Μιλάνου, ο BEL-20 των Βρυξελλών, ο ολλανδικός Amsterdam Exchanges-25, ο Austrian Traded Atx-20 της Βιέννης, ο Ibex-35 της Μαδρίτης, ο Omx-31 της Στοκχόλμης, ο SMIO-21 της Ζυρίχης, ο OBX Stock - 25 του

Όσλο, ο Hex-20 του Ελσίνκι, ο Hong Seng Stock-23 του Χονγκ Κονγκ ο Torix Core 30 Index του Τόκιο, και βέβαια ο FTSE/ASE 20 του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τέλος, σε κάθε περίπτωση, η κίνηση των Dow, Jones και Bergstresser το 1884 έθεσε τα θεμέλια για την εισαγωγή ενός πολύ σημαντικού εργαλείου στα χέρια των επενδυτών αλλά και των αναλυτών -γύρω από το οποίο σχηματίστηκε ολόκληρη φιλολογία- και πάνω στο οποίο θεμελιώθηκε μεγάλο μέρος της χρηματοοικονομικής σκέψης και έρευνας. Ένα εργαλείο που κατασκευάστηκε από υλικά που κάθε άλλο παρά καινούρια θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν και ωστόσο αποτέλεσε θεμελιώδη αλλαγή για όλες τις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές.

### **4.3 Δείκτες Χρηματιστηρίου Αθηνών**

#### **4.3.1 Αγορές Αξιογράφων**

##### **4.3.1.1 Πρωτογενής Αγορά Αξιογράφων**

Δύο είδη συναλλαγών λαμβάνουν χώρα στην πρωτογενή αγορά κεφαλαίου, η δημιουργία και η κατάργηση αξιογράφων. Αφενός, η πρωτογενής αγορά αξιογράφων είναι εκείνη η αγορά στην οποία εκδίδονται τα νέα αξιόγραφα και διατίθενται στο επενδυτικό κοινό. Επιπρόσθετα, εκτός από την εισαγωγή των καινούριων αξιογράφων, στην πρωτογενή αγορά πραγματοποιούνται και συναλλαγές που σχετίζονται με την απόσυρση παλαιών αξιογράφων.

Η έκδοση μετοχών έχει να κάνει είτε με την εισαγωγή εταιρειών για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο αξιών είτε με την πραγματοποίηση εταιρικής

πράξης εισηγμένης ή μη εταιρείας (αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) από την οποία προκύπτουν καινούρια αξιόγραφα. Τα αξιόγραφα αυτά αποτελούν το μέσο μεταβίβασης κεφαλαίων από τους νέους επενδυτές στους εκδότες των αξιογράφων. Η τιμή των τελευταίων προκαθορίζεται και γνωστοποιείται εκ των προτέρων ενώ, παραμένει αμετάβλητη για ένα προβλεπόμενο<sup>16</sup> χρονικό διάστημα. Η πλειονότητα των εκδοτριών εταιρειών (οι χρήστες κεφαλαίων) είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις, ωστόσο, τα τελευταία χρόνια έχουν προχωρήσει στο χρηματιστήριο και αρκετές εταιρείες του δημοσίου τομέα.

Οι βασικοί συμμετέχοντες στην πρωτογενή αγορά είναι οι εκδότριες επιχειρήσεις, οι επενδυτές και οι ανάδοχοι. Τα πλεονεκτήματα της αγοράς αυτής είναι αμφίδρομα και αφορούν και τα δύο πρώτα συμβαλλόμενα μέρη, το επενδυτικό κοινό και τις εταιρείες που προχωρούν σε έκδοση αξιογράφων. Το ενδιαφέρον που παρουσιάζει για τους επενδυτές η πρωτογενής αγορά εστιάζεται στο ότι τους παρέχεται μία πρόσθετη εναλλακτική μορφή επένδυσης και η δυνατότητα να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους επενδύοντας σε μία νέα αξία που διαπραγματεύεται σε μετριοπαθή τιμή και ενσωματώνει θετικές προσδοκίες αναφορικά στην μελλοντική της απόδοση. Οι εταιρείες, από την άλλη μεριά, εισερχόμενες στην πρωτογενή αγορά έχουν τη δυνατότητα να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την περαιτέρω ανάπτυξη τους από πολλούς μεμονωμένους επενδυτές. Σε κάθε άλλη περίπτωση, θα ήταν σημαντικά δυσκολότερο να εξασφαλίσουν τον ίδιο αριθμό κεφαλαίων –και συνακόλουθα τον ίδιο βαθμό ανάπτυξης- αν επέλεγαν να αναζητήσουν έναν

---

<sup>16</sup> Το χρονικό διάστημα κατά το οποίο η τιμή του νεοεισηγμένου αξιογράφου παραμένει σταθερή αλλά και η ίδια η τιμή του τελευταίου καθορίζονται τόσο από την εκδότρια εταιρεία όσο και από τους αναδόχους της έκδοσης.

μοναδικό χρηματοδότη. Καθίσταται, λοιπόν, σαφές πως η πρωτογενής αγορά παρέχει την ευκαιρία αλλά και το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να επιτευχθεί με οργανωμένο, ευνομούμενο και ασφαλή τρόπο η συνάντηση εταιρειών κι επενδυτών με μειωμένο κόστος και αμοιβαία οφέλη.

#### **4.3.1.2 Δευτερογενής Αγορά Αξιογράφων**

Ενώ η έκδοση αξιογράφων από τις εκδότριες εταιρείες συνιστά την πρωτογενή αγορά μετοχών, η διαπραγμάτευση τους αφορά αποκλειστικά την δευτερογενή αγορά κεφαλαίου, η οποία στην ουσία αντιπροσωπεύεται από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αποστολή του τελευταίου είναι να παρέχει το κανονιστικό πλαίσιο αλλά και τις συνθήκες που να εξασφαλίζουν την αποτελεσματική διαπραγμάτευση των αξιογράφων, την ταύτιση δηλαδή, στον βαθμό που είναι δυνατό, προσφοράς και ζήτησης. Αυτό πρακτικά προϋποθέτει ότι οι εντολές των επενδυτών στη δευτερογενή αγορά θα εκτελούνται με το μικρότερο δυνατό κόστος, άμεσα και σε δίκαιη και αντιπροσωπευτική τιμή. Συνεπώς, το χρηματιστήριο οφείλει να συγκεντρώνει τρία βασικά χαρακτηριστικά προκειμένου να αντιπροσωπεύει μια καλά οργανωμένη και αναπτυγμένη δευτερογενή αγορά: ρευστότητα, εμπορευσιμότητα και ορθολογική αποτίμηση των αξιογράφων που διαπραγματεύονται σε αυτό.

Μολονότι το βασικό αντικείμενο εργασιών –η αγοραπωλησία μετοχών– είναι στην ουσία κοινό για τις δύο αγορές (πρωτογενή και δευτερογενή), υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές στη δομή, τους σκοπούς και την λειτουργία τους. Η πλέον ουσιαστική διαφοροποίηση από την πρωτογενή στη δευτερογενή αγορά μετοχών είναι ότι στη δεύτερη συμμετέχουν τα παλαιά αξιόγραφα. Συνακόλουθα, από τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται στην εν λόγω



αγορά δε δημιουργούνται νέα αξιόγραφα, παρά μόνο αλλάζουν οι κάτοχοι των  
υπαρχόντων αξιογράφων. Έτσι, οι εκδότες των αξιογράφων –οι εταιρείες- δεν  
εισπράττουν χρήματα από την πώληση των μετοχών τους. Επιπρόσθετα, οι  
βασικοί πρωταγωνιστές διαφοροποιούνται στη δευτερογενή αγορά, υπό την  
έννοια ότι, οι αγοραπωλησίες μετοχών δεν πραγματοποιούνται πλέον μεταξύ  
των εταιρειών –ή των εκπροσώπων τους- και των επενδυτών αλλά μεταξύ  
επενδυτών –θεσμικών και ιδιωτών- και με τη συνδρομή βέβαια των  
χρηματιστηριακών εταιρειών.

Παρά τις διαφορές τους, ωστόσο, οι δύο αγορές δεν είναι ανεξάρτητες η  
μία από την άλλη, αντίθετα θα μπορούσαν εύστοχα να ιδωθούν ως  
συγκοινωνούντα δοχεία. Είναι εύλογο ότι προκειμένου να λειτουργήσει εύρυθμα  
η πρωτογενής αγορά είναι απαραίτητο να υπάρχει μια ευνοούμενη,  
αναπτυγμένη και αποτελεσματική δευτερογενής αγορά. Αν η δευτερογενής  
αγορά δεν είναι οργανωμένη, αυτό ενδέχεται να έχει σοβαρότατες επιπτώσεις  
στην αγορά έκδοσης αξιογράφων. Για παράδειγμα, η ύπαρξη οργανωμένου  
τρόπου διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο εξασφαλίζει την ρευστότητα,  
χωρίς την οποία η πρωτογενής αγορά θα εξέλειπε καθώς δεν θα είχε λόγο  
ύπαρξης. Πραγματικά, το κίνητρο αγοράς νεοεκδοθέντων αξιογράφων στην  
πρωτογενή αγορά είναι η πιθανότητα πώλησης τους αργότερα στη δευτερογενή  
αγορά στον κατάλληλο χρόνο και με αξιόλογο κεφαλαιακό κέρδος. Αν οι  
επενδυτές δεν είχαν τη δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές που κατέχουν στη  
δευτερογενή αγορά οποιαδήποτε στιγμή και σε λογική τιμή δεν θα ήταν ποτέ  
πρόθυμοι να συμμετάσχουν στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών σε πρώτη  
φάση. Έτσι, σταδιακά είναι προκαθορισμένο πως η πρωτογενής αγορά  
βαθμιαία θα ατονούσε και θα εισερχόταν σε παρακμή. Καθίσταται φανερό,

λοιπόν, πως το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών –επίσημη δευτερογενής αγορά μετοχών στην ελληνική πραγματικότητα- αποτελεί ουσιαστικό θεμέλιο της πρωτογενούς αγοράς κεφαλαίου επίσης.

#### **4.3.2 Χρηματιστήριο Αθηνών**

Το Χρηματιστήριο Αθηνών κατέχει πρωταγωνιστικό ρόλο στην οργάνωση και τη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Αποστολή του – όπως και κάθε χρηματιστηρίου παγκοσμίως- είναι να λειτουργεί ως μοχλός ανάπτυξης της εθνικής οικονομίας. Πραγματικά, το ΧΑ έχει συμβάλει καθοριστικά στην οικονομική ανάπτυξη που έχει γνωρίσει η Ελλάδα κατά τα τελευταία χρόνια. Και τούτο διότι είναι θεμελιώδες κομμάτι των αγορών χρήματος και κεφαλαίου (ιδιαίτερα της αγοράς κεφαλαίου). Η τελευταία, με τη σειρά της, αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς μοχλούς ανάπτυξης μιας χώρας, καθώς, μέσω της αγοράς κεφαλαίου παρέχεται η δυνατότητα στις μεν επιχειρήσεις να εξασφαλίσουν τα αναγκαία κεφάλαια για την πραγματοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων και την περαιτέρω ανάπτυξη τους και στους επενδυτές να διαθέσουν αποτελεσματικά τα αποταμιευτικά τους κεφάλαια και να συμμετάσχουν περισσότερο ενεργά στην ευρύτερη επιχειρηματική ανάπτυξη ως ιδιοκτήτες -πλέον- παραγωγικών μονάδων. Η αγορά κεφαλαίου, λοιπόν, όπως διαφαίνεται είναι ουσιαστικός παράγοντας στήριξης της εγχώριας παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας καθώς και του ρυθμού ανάπτυξης της χώρας.

Συγκεκριμένα, το Χρηματιστήριο της Αθήνας, το οποίο διαδραματίζει πρωταγωνιστικό ρόλο ανάμεσα στις χρηματιστηριακές αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης ως μία ισχυρή, ασφαλής και αξιόπιστη

κεφαλαιαγορά, αντιπροσωπεύει πολύ περισσότερα για την εθνική οικονομία από ένα μέσο διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών. Οι μηχανισμοί που ισχυροποιούν τη στενή σχέση χρηματιστηρίου και ελληνικής οικονομίας<sup>17</sup> έχουν την αφετηρία τους καταρχήν στις ίδιες τις επιχειρήσεις. Το χρηματιστήριο παρέχει έναν οργανωμένο, αποτελεσματικό και ασφαλή τόπο συνάντησης των πλεονασματικών (ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές) με τις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες (επιχειρήσεις) καθώς και την εποπτεία στην μεταφορά πόρων από τις πρώτες στις τελευταίες. Η διαδικασία αυτή, με τη σειρά της, παρέχει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αυξήσουν σημαντικά την παραγωγικότητα τους καθώς αποκτούν πρόσβαση σε πρόσθετους οικονομικούς πόρους πέραν των ιδίων πόρων της εταιρείας. Η οικονομική ανάπτυξη που προκύπτει ως απόρροια όλης αυτής της παράλληλης δράσης του χρηματιστηρίου αποτελεί πραγματική «ένεση» για την οικονομική δραστηριότητα της χώρας. Παράλληλα όσον αφορά στη σκοπιά των επενδυτών, διευρύνεται ο αριθμός ιδιοκτητών των επιχειρηματικών μονάδων ενώ οι τελευταίοι εξασφαλίζουν μερίδιο από την παραγωγική δραστηριότητα των επιχειρήσεων -με τη μορφή μελλοντικών μερισματικών και κεφαλαιακών αποδόσεων- και εξισορροπείται η κατανομή των εταιρικών κερδών με προφανές κοινωνικό όφελος. Τέλος, το χρηματιστήριο εγγυάται την ύπαρξη ρευστότητας που με τη σειρά της διασφαλίζει ότι οι επενδυτές μπορούν άμεσα να εξαργυρώσουν τα αξιόγραφα τους σε τιμές που διαμορφώνονται καθημερινά μέσω των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης, έτσι ώστε ανά πάσα

---

<sup>17</sup> Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Γιάννης Σιάτρας στο περιοδικό Αγορά τον Δεκέμβριο του 1999: «Η πορεία του ελληνικού Χρηματιστηρίου, όπως είναι φυσικό, συμβαδίζει απόλυτα με την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Μάλιστα, προεξοφλεί τις εξελίξεις της.»

στιγμή να έχουν μία αξιόπιστη αποτίμηση της τρέχουσας αξίας των επενδύσεων τους.

Μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών λειτουργούν οι αγορές μετοχών, δικαιωμάτων και ομολόγων της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Το ΧΑΑ εποπτεύεται τόσο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο και από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας μέσω του Κυβερνητικού Επόπτη ενώ, ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ορίζεται από τον ίδιο τον υπουργό Οικονομικών.

#### **4.3.2.1 Αγορές Αξιογράφων Χρηματιστηρίου Αθηνών**

##### **4.3.2.1.1 Προγενέστερη Κατηγοριοποίηση Αγορών**

Οι θεσμοθετημένες αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, όπως αυτές είχαν οριοθετηθεί από το 1997 περίπου, έπαυσαν να ισχύουν από την εικοστή ογδόη Νοεμβρίου του 2005 –οπότε και τέθηκε σε εφαρμογή ο νέος κανονισμός του χρηματιστηρίου. Με τον τελευταίο επιχειρείται η πλήρης αναδιάρθρωση των αγορών μέσω της κατάργησης των τεσσάρων υφιστάμενων μέχρι τότε αγορών. Οι θεσμικές αυτές αλλαγές κρίθηκαν απαραίτητες προκειμένου να καταστήσουν το ΧΑΑ απόλυτα ανταγωνιστικό σε ευρωπαϊκό επίπεδο, περισσότερο σύγχρονο, οργανωμένο και εναρμονισμένο με τα μεγάλα χρηματιστήρια. Όπως χαρακτηριστικά επισημαίνει ο σημερινός πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αξιών Σπύρος Καπράλος στο ΒΗΜΑ την 31.12.2005 ζούμε σε «ένα περιβάλλον που επιβάλλει την εξάλειψη των ιδιαιτεροτήτων σε ευρωπαϊκό επίπεδο».

Η προϋπάρχουσα δομή της ελληνικής αγοράς μετοχών είχε τέσσερις θεσμοθετημένες αγορές κινητών αξιών: την κύρια και την παράλληλη αγορά, τη

νέα χρηματιστηριακή αγορά και την ελληνική αγορά αναδυόμενων κεφαλαιαγορών.

*Κύρια Αγορά:* Στην συγκεκριμένη αγορά συμμετέχουν μετοχές εταιρειών μεγάλης ή μεσαίας κεφαλαιοποίησης (άρθρα 73-173 Κώδικα Κεφαλαιαγοράς). Οι μετοχές που ανήκουν στην κύρια αγορά διαπραγματεύονται στην αγορά Α, Β ή Γ του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης μετοχών.

*Παράλληλη Αγορά:* Στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται επενδυτικά αξιόγραφα μικρής κεφαλαιοποίησης που δεν μπορούν να περιληφθούν στην κύρια αγορά (άρθρο 174 Κώδικα Κεφαλαιαγοράς). Οι μετοχές που περιλαμβάνονται στην παράλληλη αγορά διαπραγματεύονται επίσης στην αγορά Α, Β ή Γ του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης μετοχών.

*Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά:* Η νέα χρηματιστηριακή αγορά (NEXA) συστάθηκε<sup>18</sup> μεταγενέστερα από τις δύο προηγούμενες αγορές με σκοπό να συμπεριλάβει μετοχές μικρομεσαίων, ωστόσο, δυναμικών ή καινοτόμων εταιρειών που ήταν σκόπιμο να εισαχθούν στο ΧΑΑ αλλά δεν είχαν εισαχθεί στην κύρια ή την παράλληλη αγορά (άρθρα 176-186 Κώδικα Κεφαλαιαγοράς). Εκείνο που διαφοροποιεί τις μετοχές που συμμετέχουν στη νέα χρηματιστηριακή αγορά από εκείνες της κύριας και της παράλληλης αγοράς – πέραν της διαφοράς στην κεφαλαιοποίηση- είναι ότι αντιπροσωπεύουν επιχειρήσεις που έχουν αναλάβει μακρόπνοα επενδυτικά σχέδια για τα οποία αναζητούν χρηματοδότηση και τα οποία αναμένεται να τις οδηγήσουν μελλοντικά σε ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

---

<sup>18</sup> Η σύσταση της προβλέπεται νομικά με το Νόμο 2733/99.

*Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών:* Η λεγόμενη ΕΑΓΑΚ συστάθηκε το 1997 με την εισαγωγή του σχετικού νόμου (Νόμος 2533/1997). Διαφοροποιείται σημαντικά και από τις τρεις προαναφερθείσες αγορές όσον αφορά στα προς εισαγωγή αξιόγραφα σε αυτήν. Πέρα από τις μετοχές, που είναι το αντικείμενο διαπραγμάτευσης και στις υπόλοιπες αγορές, η ΕΑΓΑΚ περιλαμβάνει τρεις κατηγορίες αξιών που δεν απαντώνται σε καμία άλλη αγορά: τα ΕΛΠΙΣ, τις ΕΧΑΑ και τα μερίδια ΕΚΑΑ. Οι τρεις τύποι κινητών αξιών που εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε αυτόν τον τελευταίο τύπο αγοράς είναι, λοιπόν, τα Ελληνικά Πιστοποιητικά (ΕΛΠΙΣ), τα Μερίδια Ελληνικών Κεφαλαίων Αναδυόμενων Αγορών (ΕΚΑΑ) και οι Μετοχές Εταιρειών Διαχείρισης Χαρτοφυλακίων Αναδυόμενων Αγορών (ΕΧΑΑ). Οι τρεις νέοι τύποι αξιογράφων μοιράζονται ως κοινό χαρακτηριστικό τους την προέλευση τους από αγορές που χαρακτηρίζονται ως αναδυόμενες. Πιο αναλυτικά, τα αξιόγραφα ΕΛΠΙΣ εκδίδονται κατά κανόνα από επιχειρήσεις που έχουν την έδρα τους σε αναδυόμενη αγορά ενώ από την άλλη, τα μερίδια ΕΚΑΑ (και οι μετοχές εταιρειών ΕΧΑΑ) αποτελούν εκδόσεις επιχειρήσεων που αρέσκονται να επενδύουν το ενεργητικό τους κατά κύριο λόγο σε αναδυόμενες αγορές. Η ΕΑΓΑΚ λειτουργεί υπό την αιγίδα του Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης (ΧΚΘ). Προκειμένου να εισαχθεί μία καινούρια κινητή αξία στην ελληνική αγορά αναδυόμενων κεφαλαιαγορών πρέπει να προηγηθεί απόφαση του διοικητικού συμβουλίου του ΧΑΑ.

Η προϋπάρχουσα δομή αγορών –όπως περιγράφηκε σε αυτήν την ενότητα- υπηρέτησε τη λειτουργία και τις ανάγκες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς για μία οκταετία περίπου, περίοδο κρίσιμη για την χρηματιστηριακή αγορά που χαρακτηρίστηκε από μεγάλη ανάπτυξη, σημαντικά μεγέθη και ριζικές αλλαγές

για το χρηματιστήριο της Αθήνας. Ωστόσο, στα πλαίσια της τόνωσης της χρηματαγοράς και της σύγκλισης με τα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια κρίθηκε απαραίτητη η αναδιάρθρωση των αγορών. Η τελευταία επέβαλλε την κατάργηση των προγενέστερων αγορών, της Κύριας, της Παράλληλης, της NEXA και της ΕΑΓΑΚ αλλά και των κατηγοριών Ειδικής Ρευστότητας και Επιτήρησης. Έτσι, το παλαιό καθεστώς –αν και επιτυχημένο– θα εκλείψει ολοσχερώς για να δώσει τη θέση του σε ένα καινούριο το οποίο θα αναλύσουμε στην ενότητα που έπεται.

#### **4.3.2.1.2 Νέα Διάρθρωση Αγορών**

Στα πλαίσια της εκστρατείας για αύξηση της εμπορευσιμότητας και τόνωση της ανταγωνιστικότητας και της ελκυστικότητας της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς καθώς και της εξάλειψης των ιδιαιτεροτήτων σε ευρωπαϊκό επίπεδο το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών προχώρησε –πριν την έλευση του 2006– σε ριζική αναδιάρθρωση των αγορών και των δεικτών που συμμετέχουν σε αυτό. Κατά τη συνεδρίαση της 23<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 2005, το διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών ενέκρινε ομόφωνα, μετά από τεκμηριωμένη εισήγηση της Επιτροπής Τροποποίησης Κανονισμού Χ.Α., τόσο το νέο κανονισμό του ΧΑΑ όσο και μία σειρά συμπληρωματικών αποφάσεων που αφορούν τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς. Οι σχετικές αλλαγές θα τεθούν σε ισχύ με ημερομηνία έναρξης την 28<sup>η</sup> Νοεμβρίου του 2005.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τον νέο κανονισμό του ΧΑΑ η νέα οριοθέτηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνει τις ακόλουθες πέντε αγορές μετοχών.

*Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης:* Στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης εντάσσονται όλες οι μετοχές που έχουν να επιδείξουν

κεφαλαιοποίηση άνω των εκατό εκατομμυρίων ευρώ (100.000.000), υπολογιζόμενη με βάση τον μέσο όρο του εξαμήνου από τον Απρίλιο έως τον Σεπτέμβριο (1/4-31/9). Ως πρόσθετα κριτήρια συμμετοχής σε αυτήν την κατηγορία ορίζονται η εμπορευσιμότητα άνω του 15% ετησίως (ή 10% ετησίως και ταυτόχρονο spread μικρότερο του 2%. Επιπρόσθετα, τα αξιόγραφα που θα περιληφθούν στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης θα πρέπει να εμφανίζουν διασπορά μεγαλύτερη του 20%. Αρχικά, επρόκειτο να συμμετέχουν σε αυτήν την κατηγορία 88 μετοχές (και 92 μετοχές) ωστόσο, μετά από την οικειοθελή απόσυρση οκτώ εταιρειών<sup>19</sup> θα διαπραγματεύονται 80 εταιρείες (84 μετοχές). Η διαπραγμάτευση των μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης θα αρχίζει στις 11.30 ενώ ο καθορισμός της τιμής ανοίγματος κάθε μετοχής θα γίνεται κατά την προσυνεδρίαση, ένα τέταρτο νωρίτερα. Η συνεδρίαση θα διαρκεί ως τις 16.30 καθημερινά ενώ, η τιμή κλεισίματος θα διαμορφώνεται από τις 16.30 μέχρι τις 16.45 μέσω δημοπρασιών και ανάλογα με την υπάρχουσα προσφορά και ζήτηση. Τέλος, για τις μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης θα μπορούν να γίνονται πράξεις από τις 16.45 έως τις 17.00 στην τιμή κλεισίματος των μετοχών.

*Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης:* Στην κατηγορία μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης εντάσσονται κατά βάση οι εταιρείες με κεφαλαιοποίηση μικρότερη των εκατό εκατομμυρίων ευρώ (100.000.000). Ωστόσο, στην συγκεκριμένη κατηγορία ενδέχεται να συμμετέχουν και εταιρείες των οποίων η κεφαλαιοποίηση υπερβαίνει την παραπάνω κλίμακα και οι οποίες

---

<sup>19</sup> Πρόκειται για τις εταιρείες: Τράπεζα της Ελλάδος, Εθνική ΕΕΧ, Ιονική Ξεν. Επιχειρήσεις, Πειραιώς Χρημ/κές Μισθώσεις, Πρόδος Ελληνικές Επενδύσεις, Crown Hellas Can, Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης ΑΕ και Ελληνική ΑΕΕΧ ( η τελευταία έχει ήδη συγχωνευθεί με την Πειραιώς από τις 11/11).



δεν πληρούν τα πρόσθετα κριτήρια ένταξης στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης ενώ ταυτόχρονα δεν συντρέχουν λόγοι που θα τις κατέτασσαν στις κατηγορίες Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών και Επιτήρησης. Στην κατηγορία αυτή αγοράς επρόκειτο αρχικά να συμμετέχουν 217 εταιρείες (227 μετοχές αντίστοιχα) ενώ τελικά –μετά τις ανάλογες διορθωτικές αλλαγές- οι εταιρείες που θα συγκαταλέγονται στην αγορά μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης ανέρχονται στις 223 και οι ανάλογες μετοχές στις 233.

Εκείνο που έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον και σε αυτήν την κατηγορία είναι οι όροι διαπραγμάτευσης, σύμφωνα με τους οποίους η διαπραγμάτευση των αξιών που περιλαμβάνονται στην σχετική κατηγορία θα ξεκινά στις 14.00, θα είναι συνεχής και θα ολοκληρώνεται στις 16.30. Και σε αυτήν την κατηγορία θα παρέχεται η δυνατότητα για την πραγματοποίηση πράξεων πάνω στην τιμή κλεισίματος από τις 16.45 έως τις 17.00. Τέλος, τα όρια διακύμανσης για την μεσαία κεφαλαιοποίηση ορίζονται σε  $\pm 10\%$  αναπροσαρμοζόμενα σε  $\pm 20\%$ .

*Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών:* Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι μετοχές εκείνες που χαρακτηρίζονται από χαμηλή ρευστότητα και παραγωγική δραστηριότητα καθώς και εκείνες οι οποίες παρουσιάζουν αρνητικές εξελίξεις στην οικονομική τους πορεία. Πιο αναλυτικά οι λόγοι που θα πρέπει να συντρέχουν προκειμένου μία κινητή αξία να εισαχθεί σε αυτήν την κατηγορία είναι να παρουσιάζει χαμηλή διασπορά των εισηγμένων τίτλων (κάτω από 10%) ή εμπορευσιμότητα μικρότερη του 5% (ή spread ανώτερο του 6%), είτε τιμή μετοχής μικρότερη των 0,30 ευρώ ή τέλος κύκλο εργασιών που ανέρχεται σε λιγότερα από τρία εκατομμύρια ευρώ. Στην αγορά

Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών θα διαπραγματεύονται πέντε εταιρείες (και παρόμοιος αριθμός μετοχών). Τα όρια διακύμανσης για αυτή την κατηγορία διαμορφώνονται σε  $\pm 20\%$ . Οι τιμές των αξιογράφων που περιλαμβάνονται στην τρίτη κατηγορία αγοράς θα διαμορφώνονται διαφορετικά από ό,τι ίσχυε για τις δύο προηγούμενες κατηγορίες και συγκεκριμένα έπειτα από τρεις διαδοχικές δημοπρασίες στις 14.00, στις 15.30 και στις 16.30.

*Κατηγορία Επιτήρησης:* Μολονότι, στη συνείδηση του επενδυτικού κοινού αλλά και των αναλυτών έχει εδραιωθεί σε μεγάλο βαθμό η συνήθεια οι δύο αυτές κατηγορίες (Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών και Επιτήρησης) να θεωρούνται μία κοινή κατηγορία, στην πραγματικότητα είναι δύο τυπικά ξεχωριστές κατηγορίες. Στην κατηγορία μετέχουν όλες οι μετοχές που τελούν υπό καθεστώς επιτήρησης και οι οποίες επί του παρόντος ανέρχονται σε 18 εταιρείες (και 22 μετοχές αντίστοιχα). Οι τιμές των μετοχών και για αυτή την κατηγορία διαμορφώνονται με τρεις δημοπρασίες που λαμβάνουν χώρα στις 14.00, στις 15.30 και στις 16.30 διαδοχικά.

Τέλος, σύμφωνα με τον νέο κανονισμό θεσμοθετήθηκε κατηγορία υπό τον τίτλο «Σε Αναστολή» η οποία περιλαμβάνει όλες τις κινητές αξίες οι οποίες κατά την ημερομηνία έναρξης του νέου κανονισμού βρίσκονται σε αναστολή διαπραγμάτευσης.

#### **4.3.3 Δείκτες ΧΑ**

Οι δείκτες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς –αλλά και γενικότερα– διαχωρίζονται καταρχήν στους πολυκλαδικούς δείκτες (broad-based indexes) και στους κλαδικούς ή αλλιώς συγκεντρωτικούς (narrow-based indexes) δείκτες. Οι πολυκλαδικοί δείκτες καταγράφουν την απόδοση μίας ομάδας μετοχών που

δεν ανήκουν στον ίδιο κλάδο, ωστόσο περιλαμβάνονται σε έναν δείκτη με βάση ένα ή περισσότερα κοινά ποιοτικά χαρακτηριστικά τους, όπως για παράδειγμα είναι η κεφαλαιοποίηση, η κυκλοφοριακή ταχύτητα, η ρευστότητα καθώς και άλλα. Τέτοιοι δείκτες είναι στο ελληνικό χρηματιστήριο ενδεικτικά ο Γενικός Δείκτης της Κύριας Αγοράς, ο δείκτης FTSE/XA 20, ο δείκτης FTSE/XA SmallCap 80, ο Δείκτης Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας και αρκετοί ακόμα. Οι κλαδικοί –ή λεγόμενοι συγκεντρωτικοί- δείκτες μετρούν και παρακολουθούν τις επιδόσεις συγκεκριμένων μετοχών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο ή και σε μεμονωμένο τμήμα ενός κλάδου. Χαρακτηριστικοί αντιπροσωπευτικοί κλαδικοί δείκτες είναι ο Βιομηχανικός Δείκτης Τιμών, ο Δείκτης Τιμών Κατασκευών, ο Δείκτης Τιμών Πληροφορικής και άλλοι παρόμοιοι. Σκοπός των κλαδικών δεικτών είναι η ύπαρξη ενός αξιόπιστου μέτρου καταγραφής των τάσεων των διαφόρων κλάδων στους οποίους δραστηριοποιούνται οι εταιρείες ενώ βασικό χαρακτηριστικό τους είναι η απεικόνιση με σχετική ακρίβεια του κλάδου στον οποίο αναφέρονται.

Στα πλαίσια της ευρύτερης αναδιάρθρωσης που συντελέστηκε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών –με τη σύνταξη και έγκριση νέου κανονισμού- αναμορφώθηκε σε σημαντικό βαθμό και η εικόνα των επίσημων δεικτών του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Η εικόνα που παρουσίαζε το σύνολο των δεικτών που βασίζονται στη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών -μέχρι την 28<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2005- περιλάμβανε συνολικά τριάντα δείκτες, εκ των οποίων μόνο οι πέντε αποτελούσαν μέλη του οίκου FTSE (Πίνακας 4.1). Ενδιαφέρον έχει η αντιπαραβολή με τον πίνακα 4.2 που ακολουθεί και που περιλαμβάνει συνολικά πλέον, 23 χρηματιστηριακούς δείκτες υπό την εποπτεία του παραπάνω οίκου.

## Πίνακας 4.1

### Σύνολο Δεικτών Χρηματιστηρίου Αθηνών (28-11-2005)

Αρίθμηση	ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ
	28-11-2005
1	Γενικός Δείκτης Τιμών Κύριας Αγοράς
2	Δείκτης Τιμών Τραπεζών
3	Δείκτης Τιμών Ασφαλειών
4	Δείκτης Τιμών Επενδύσεων
5	Βιομηχανικός Δείκτης Τιμών
6	Δείκτης Τιμών Κατασκευών
7	Δείκτης Τιμών Συμμετοχών
8	Δείκτης Τιμών Βασικών Μετάλλων
9	Δείκτης Τιμών Ειδών-Λύσεων Πληροφορικής
10	Δείκτης Τιμών Εκδόσεων-Εκτυπώσεων
11	Δείκτης Τιμών Κλωστοϋφαντουργίας
12	Δείκτης Τιμών Λιανικού Εμπορίου
13	Δείκτης Τιμών Μη Μεταλλικών Ορυκτών-Τσιμέντων
14	Δείκτης Τιμών Πληροφορικής
15	Δείκτης Τιμών Τηλεπικοινωνιών
16	Δείκτης Τιμών Τροφίμων
17	Δείκτης Τιμών Χονδρικού Εμπορίου
18	Δείκτης Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας
19	Δείκτης Τιμών Διυλιστηρίων
20	Δείκτης Τιμών Παράλληλης Αγοράς
21	Δείκτης Όλων των Μετοχών
22	Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Γενικού Δείκτη
23	Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Παράλληλης Αγοράς
24	FTSE/X.A. 20
25	FTSE/X.A Mid 40
26	FTSE/X.A Small Cap 80
27	FTSE/X.A 140
28	FTSE/X.A 100
29	Δείκτης Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας
30	Eurobank Mid Cap Private Sector 50 Index

Στα πλαίσια διεθνοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου και σύγκλισης του με τα πρότυπα και τον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας των μεγάλων κεφαλαιαγορών του κόσμου, ανανεώθηκαν σημαντικά οι υπάρχοντες δείκτες

του Χ.Α. Ο πίνακας που ακολουθεί απεικονίζει την κατάσταση των ελληνικών χρηματιστηριακών δεικτών μετά την 28<sup>η</sup> Νοεμβρίου του 2005.

#### Πίνακας 4.2

##### Σύνολο Δεικτών Χρηματιστηρίου Αθηνών (29-11-2005)

Αρίθμηση	ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ
	29-11-2005
	<i>Δείκτες Ευρείας Βάσης</i>
1	Γενικός Δείκτης Τιμών
2	FTSE/X.A. 20
3	FTSE/X.A. Mid 40
4	FTSE/X.A. SmallCap 80
5	FTSE/X.A. International
6	FTSE/X.A. 140
7	FTSE/Med 100
8	Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Γενικού Δείκτη
9	Δείκτης Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας
10	Eurobank Mid Cap Private Sector 50 Index
11	Δείκτης Όλων των Μετοχών
	<i>Κλαδικό Δείκτης</i>
12	FTSE/X.A. Τράπεζες
13	FTSE/X.A. Ασφάλειες
14	FTSE/X.A. Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες
15	FTSE/X.A. Βιομηχανικά Προϊόντα-Υπηρεσίες
16	FTSE/X.A. Εμπόριο
17	FTSE/X.A. Προσωπικά-Οικιακά Προϊόντα
18	FTSE/X.A. Τρόφιμα-Ποτά
19	FTSE/X.A. Πρώτες Ύλες
20	FTSE/X.A. Κατασκευές-Υλικά
21	FTSE/X.A. Πετρέλαιο-Αέριο
22	FTSE/X.A. Χημικά
23	FTSE/X.A. Μέσα Ενημέρωσης
24	FTSE/X.A. Ταξίδια-Αναψυχή
25	FTSE/X.A. Τεχνολογία
26	FTSE/X.A. Τηλεπικοινωνίες
27	FTSE/X.A. Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας
28	FTSE/X.A. Υγεία

Διακρίνουμε, λοιπόν, μετά την τελευταία κατάταξη χρηματιστηριακών δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών τους σχετικούς δείκτες σε 10 δείκτες ευρείας βάσης –ή αλλιώς πολυκλαδικούς- και 17 συγκεντρωτικούς –ή κλαδικούς- δείκτες. Αναφορικά με τις αλλαγές που συντελέστηκαν στους υφιστάμενους δείκτες, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι πρόθεση του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν να υιοθετηθεί η διεθνώς αναγνωρισμένη κλαδική κατάταξη FTSE Dow Jones Industry Classification Benchmark (ICB) η οποία αποφασίστηκε να εφαρμοστεί από την 2<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2006 προκειμένου να υπάρξει χρόνος ενημέρωσης και προσαρμογής για τις εισηγμένες εταιρείες. Έτσι, οι κλαδικοί δείκτες αναμορφώνονται στα πρότυπα της παγκόσμιας κλαδικής κατάταξης ICB.

Οι σημαντικότεροι πολυκλαδικοί δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι οι ακόλουθοι:

*Γενικός Δείκτης Τιμών:* Ο Γενικός Δείκτης απαρτίζεται από τις 60 πρώτες μετοχές όλων των κλάδων της κύριας αγοράς και απεικονίζει τη γενική τάση του συνόλου της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η ημερομηνία βάσης του είναι η 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου του 1980 και η τιμή βάσης του το 100. Είναι ο πλέον διαδεδομένος και ο χαρακτηριστικότερος δείκτης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και χρησιμοποιείται ευρέως από τους αναλυτές και τους επενδυτές ως σημείο αναφοράς. Οι συμμετέχουσες στον δείκτη μετοχές κατατάσσονται με βάση τη μέση χρηματιστηριακή αξία και την αξία συναλλαγών τους. Ο δείκτης δεν προσαρμόζεται σύμφωνα με τις καταβολές μερισμάτων ενώ, κριτήριο στάθμισης για τον δείκτη αποτελεί η κεφαλαιοποίηση.

Όσον αφορά στον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, εγκρίθηκε η προσωρινή αντικατάσταση των μετοχών του που θα μεταφερθούν στην

κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης, από τη συγχώνευση των Γενικών Δεικτών Κύριας και Παράλληλης Αγοράς. Επιπρόσθετα, με ημερομηνία έναρξης την 28<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2005 θα υφίσταται μόνο ο Γενικός Δείκτης της αγοράς αξιών του Χ.Α. και θα απαρτίζεται με την σειρά του από 60 μετοχές<sup>20</sup> οι οποίες θα προέρχονται, όλες, από την κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

*Δείκτης Συνολικής Απόδοσης του Γενικού Δείκτη:* Ο συγκεκριμένος δείκτης καταγράφει τη συνολική απόδοση του Γενικού δείκτη συνυπολογίζοντας την επανεπένδυση των μερισμάτων των μετοχών που συμμετέχουν σε αυτόν κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Ο συγκεκριμένος δείκτης κατασκευάστηκε και τέθηκε σε λειτουργία την 1<sup>η</sup> Μαρτίου του 2001 και έχει ως τιμή βάσης το 1000.

#### **4.3.3.1 Δείκτες FTSE**

Η παρούσα σειρά δεικτών FTSE που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών περιλαμβάνει τους FTSE/ATHEX 20 –που είναι και το αντικείμενο της έρευνας μας-, FTSE/ATHEX Mid 40 και FTSE/ATHEX SmallCap 80, οι οποίοι σχεδιάστηκαν προκειμένου να παράσχουν ένα μέτρο σύγκρισης, σε πραγματικό χρόνο, του Χρηματιστηρίου Αθηνών πάνω στο οποίο θα μπορούσαν να στηριχτούν οι διαπραγματεύσεις της αγοράς παραγώγων. Ωστόσο, η σειρά δεικτών της FTSE περιλαμβάνει και τον FTSE/ATHEX 140, ο οποίος είναι δείκτης αναφοράς που απεικονίζει την επίδοση όλων των ελληνικών μετοχών και τον νεοεισαχθέντα FTSE/ATHEX International Index ο

---

<sup>20</sup> Πιο συγκεκριμένα, στην σημερινή σύνθεση του δείκτη θα περιληφθούν για πρώτη φορά οι μετοχές των εταιρειών INTRALOT, FOLLI-FOLLIE, JUMBO και ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΑΒΕΕ, οι οποίες πρόκειται να αντικαταστήσουν τις ΕΘΝΙΚΗ ΕΤ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ, ΜΠΕΝΠΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ ΑΕ, ΛΑΝΝΕΤ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΕ και ΕΛΜΕC SPORT.

οποίος είναι ο δείκτης-αναφορά για τον τομέας της μεγάλης κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου Αθηνών. Ακολουθεί σύντομη περιγραφή των κυριότερων δεικτών του οίκου FTSE.

*Δείκτης FTSE/ATHEX 20:* Για τον συγκεκριμένο δείκτη θα αναφερθούμε διεξοδικά στην αμέσως επόμενη ενότητα.

*Δείκτης FTSE/ATHEX Mid 40:* Είναι ο δείκτης εταιρειών μεγάλης προς μεσαία κεφαλαιοποίησης και απαρτίζεται από τις 40 επόμενες σε κατάταξη μετοχές -με βάση της κεφαλαιοποίησης- μετά τις 20 πρώτες που συμμετέχουν στον FTSE/ATHEX 20, προερχόμενες ωστόσο πάντα από την κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Τέθηκε σε ισχύ την 8<sup>η</sup> Δεκεμβρίου του 1999 και η τιμή βάσης του καθορίστηκε στις 1000 μονάδες. Ο τρόπος υπολογισμού του συγκεκριμένου δείκτη είναι παρόμοιος με αυτόν του FTSE/ATHEX 20.

*Δείκτης FTSE/ATHEX SmallCap 80:* Στον δείκτη συμμετέχουν οι 80 επόμενες, με βάση την κεφαλαιοποίηση τους εταιρείες από τον δείκτη FTSE/ATHEX Mid 40. Στην ουσία πρόκειται για δείκτη μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης και σύμφωνα με τις διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στο Χ.Α. με το πέρας του 2005, πρόκειται να εξυπηρετήσει την νεοεισαχθείσα κατηγορία αγοράς Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Καταγράφει την απόδοση των 80 μεγαλύτερων εταιρειών του κλάδου μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης. Ο δείκτης τέθηκε σε λειτουργία τον Ιούνιο του 2001 και έχει τιμή βάσης, όπως και ο προηγούμενος δείκτης το 1000. Οι μετοχές που αποβάλλονται από τον FTSE/ATHEX Mid Cap 40 είναι αυτομάτως υποψήφιες για εισαγωγή στον FTSE/ATHEX SmallCap 80.



*Δείκτης FTSE/ATHEX 140:* Ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελεί κατά κάποιο τρόπο την συγχώνευση όλων των προαναφερθέντων δεικτών FTSE καθώς περιλαμβάνει όλες τις μετοχές των FTSE/ATHEX 20, FTSE/ATHEX Mid 40 και FTSE/ATHEX SmallCap 80. Απεικονίζει λοιπόν, την όλων των μετοχών που πληρούν τα κριτήρια συμμετοχής τόσο στους δείκτες υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών όσο και των συμμετεχόντων στον δείκτη μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης.

*Δείκτης FTSE/ATHEX International:* Αποτελεί τον πιο νέο δείκτη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς καθώς η εισαγωγή του συμπίπτει με την εφαρμογή του νέου κανονισμού του χρηματιστηρίου. Αποτελεί των αντιπροσωπευτικό δείκτη όλων των εταιρειών –ελληνικών και μη- που ανήκουν στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης και διαπραγματεύονται στην κοινή πλατφόρμα διαπραγμάτευσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Περιλαμβάνονται λοιπόν σε αυτόν όλες οι μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης που πληρούν τα κριτήρια ρευστότητας και διασποράς που προβλέπονται από τους κανόνες των δεικτών FTSE/ATHEX. Η τιμή βάσης του συγκεκριμένου δείκτη ορίστηκε στις 5000 μονάδες και η ημερομηνία έναρξης υπολογισμού του είναι η 2<sup>η</sup> Ιανουαρίου του 2006. Ένα από τα βασικά κριτήρια για την είσοδο μίας μετοχής στον FTSE/ATHEX International είναι η εμπορευσιμότητα.

#### **4.4 Δείκτης FTSE/XA 20**

##### **4.4.1 Ιστορικό**

Ο δείκτης FTSE / XA 20 που θα αποτελέσει το δείγμα για την παρούσα έρευνα είναι ο δείκτης υψηλής κεφαλαιοποίησης και απαρτίζεται από τις είκοσι μεγαλύτερες –με βάση την κεφαλαιοποίησή τους- εταιρείες blue chip που είναι

εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το μέγεθος των εταιρειών, σύμφωνα με το επίσημο δελτίο του Χ.Α.Α., αποτιμάται με βάση την προσαρμοσμένη κεφαλαιοποίηση, τη διασπορά καθώς και την εμπορευσιμότητα τους. Ο δείκτης σχεδιάστηκε από την FTSE International Limited από κοινού με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και τέθηκε σε ισχύ στις 23 Σεπτεμβρίου του 1997. Αφορμή για τη δημιουργία του, καθώς και των FTSE / XA Mid 40, FTSE / XA Small Cap 80 και του μεταγενέστερου FTSE / XA 140 υπήρξε η ανάγκη δημιουργίας μέτρου σύγκρισης της απόδοσης του χρηματιστηρίου σε πραγματικό χρόνο, πάνω στο οποίο θα μπορούσαν να στηριχθούν οι συναλλαγές της αγοράς παραγώγων συνδεδεμένων με τον δείκτη<sup>21</sup>.

Ο δείκτης FTSE/XA 20 κατέχει ιδιαίτερα σημαντική θέση ανάμεσα στους υπόλοιπους δείκτες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς συγκεντρώνει στις επιδόσεις του μεγάλο μέρος των προσδοκιών του ευρύτερου επενδυτικού κοινού για την γενικότερη πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η πεποίθηση της χρηματιστηριακής κοινότητας για σημαντική ανάκαμψη των εισηγμένων εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης μετά το 1999, επιβεβαιώθηκε από τις αποδόσεις του FTSE/XA 20 κατά την τελευταία εξαετία καθώς και από την εναρμόνιση των τελευταίων με την επίδοση του βασικού χρηματιστηριακού δείκτη. **Ένας από τους μηχανισμούς που φαίνεται να ενισχύει τους δεσμούς που συνδέουν την απόδοση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης με την πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι οι**

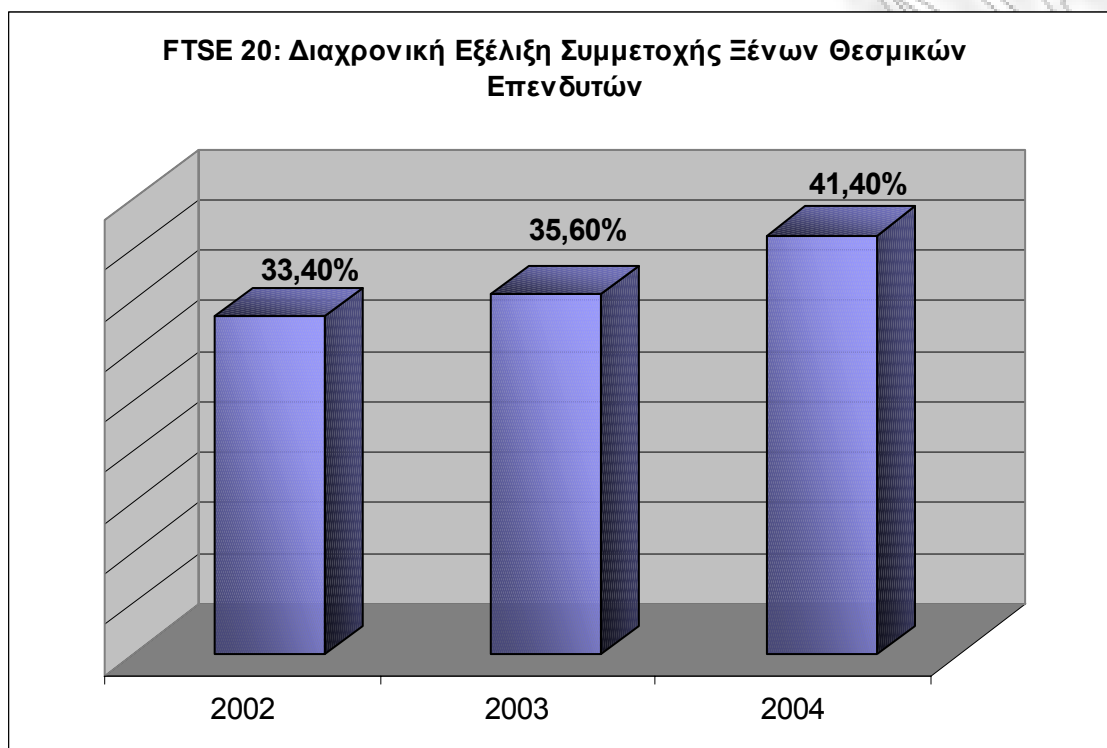
---

<sup>21</sup> Η αιτιολογία μεταφέρεται αυτούσια, όπως ακριβώς αυτή παρατίθεται στους «Βασικούς Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών» (έκδοση 5.1, Αύγουστος 2005).

ξένοι θεσμικοί επενδυτές<sup>22</sup> που δραστηριοποιούνται στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

Διάγραμμα 4.2

Παρουσία Ξένων Θεσμικών Επενδυτών στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά



Σημαντική μερίδα των χρηματιστηριακών αναλυτών θεωρεί αυτονόητο πως η άνοδος της Σοφοκλέους προκαλείται κυρίως από τους τίτλους του FTSE 20 επειδή ο τελευταίος αποτελεί σταθερά το σημείο αναφοράς και για τα 300

<sup>22</sup> Foreign institutional investors: Πρόκειται για μονάδες που διαθέτουν ιδιαίτερως μεγάλα ποσά για επένδυση όπως είναι οι επενδυτικές τράπεζες, οι επενδυτικές εταιρείες, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι διαμεσολαβητές της αγοράς (brokerages), οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Σύμφωνα με σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως θεσμικοί επενδυτές γενικότερα, ορίζονται τα αμοιβαία κεφάλαια, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι ΕΠΕΥ με μετοχικό κεφάλαιο άνω των 2.934.702,86 ευρώ, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρείες με σύνολο ενεργητικού άνω των 17.608.217,17 ευρώ (με βάση τον τελευταίο δημοσιευμένο ισολογισμό) και τα ασφαλιστικά ταμεία. Δεν θεωρούνται θεσμικοί επενδυτές οι υπεράκτιες εταιρείες (offshore companies). Τα τελευταία χρόνια οι θεσμικοί επενδυτές έχουν αφαιρέσει ένα μέρος εργασιών από τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι επιλογές και οι τοποθετήσεις των κεφαλαίων των θεσμικών επενδυτών μπορούν να επηρεάσουν αποφασιστικά τις εξελίξεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου καθώς και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αντλούν την ισχύ τους από τη συνάθροιση των αποταμιευτικών κεφαλαίων μεγάλου αριθμού επενδυτών.

ξένα θεσμικά «σπίτια» που δραστηριοποιούνται σήμερα στον ελληνικό χώρο (Ντόκας, Δεκέμβριος 2005).

Τον σημαντικό ρόλο των ξένων θεσμικών επενδυτών στην πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς επιβεβαιώνει το παραπάνω διάγραμμα 4.2.

#### **4.4.2 Τεχνικά Χαρακτηριστικά και Τρόπος Υπολογισμού του Δείκτη**

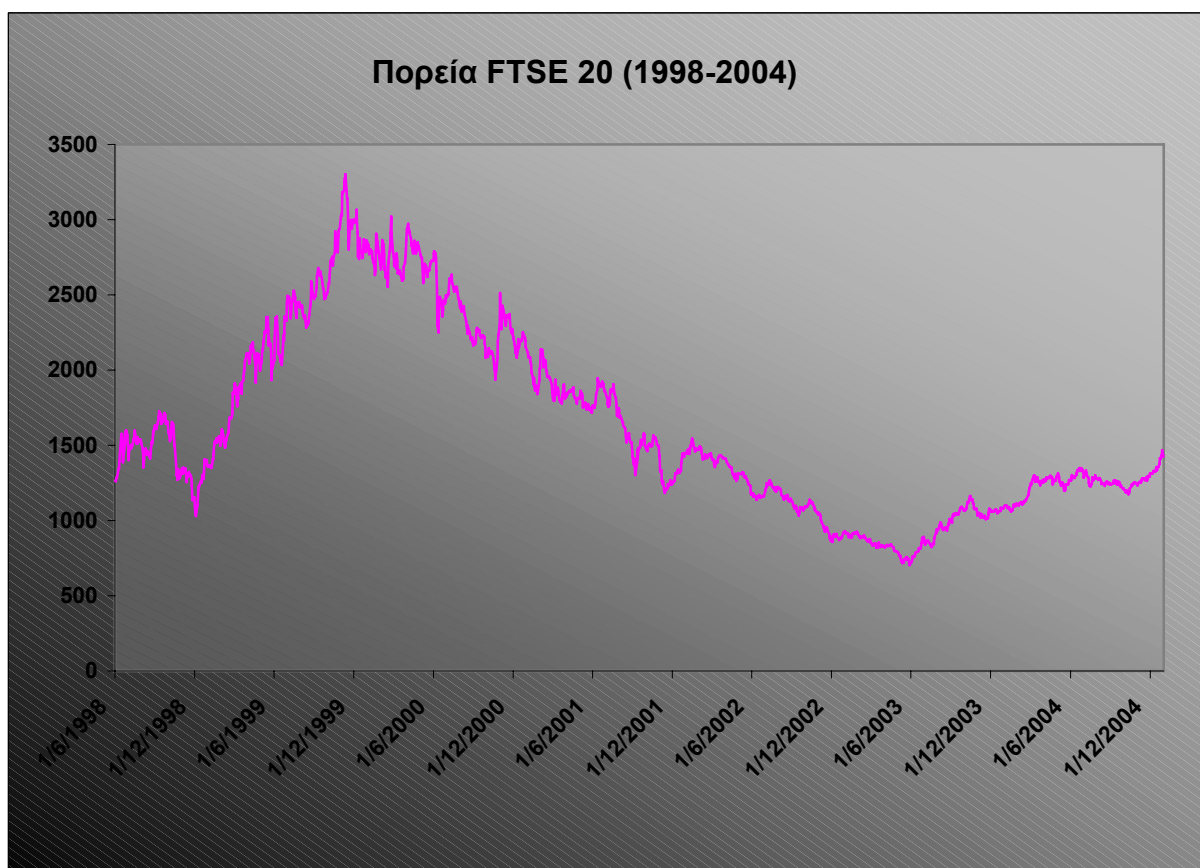
Ο δείκτης υψηλής κεφαλαιοποίησης, που σήμερα προσεγγίζει τις 1900 μονάδες, ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 1997 με τιμή βάσης τις 1000 μονάδες. Η ιστορική πορεία του δείκτη μέχρι το τέλος του 2004 –που οριοθετεί το πέρας της υπό εξέταση περιόδου για τις ανάγκες της παρούσας έρευνας- καταγράφεται στο διάγραμμα 4.3 που ακολουθεί. Η κατηγορία δεικτών στην οποία εντάσσεται ο συγκεκριμένος χρηματιστηριακός δείκτης είναι οι δείκτες τιμών –σε αντιδιαστολή με τους δείκτες απόδοσης<sup>23</sup>- και συγκεκριμένα αποτελεί δείκτη σταθμισμένης χρηματιστηριακής αξίας. Ο αριθμός των συμμετεχουσών εταιρειών παρέμεινε σταθερός και αριθμεί από την πρώτη μέρα λειτουργίας του μέχρι και σήμερα 20 χρεώγραφα. Καθεμία από τις μετοχές κατέχει στον δείκτη ένα ποσοστό στάθμισης που κυμαίνεται από 15% έως 100%. Ο δείκτης δεν επηρεάζεται ισότιμα από όλες τις μετοχές καθώς οι τελευταίες διατηρούν διαφορετικά ποσοστά συμμετοχής στον δείκτη ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση της κάθε εταιρείας. Ο FTSE/XA 20 δεν υπόκειται σε κλαδοποίηση και αναθεωρείται σε τακτική βάση δύο φορές ετησίως. Η τιμή του αντιπροσωπεύει καθαρή αξία, χωρίς νομισματικό αντίκρουσμα.

#### **Διάγραμμα 4.3**

---

<sup>23</sup> Price Index vs. Performance Index

## Διαχρονική Πορεία Δείκτη Υψηλής Κεφαλαιοποίησης FTSE 20 (1998-2004)



Πηγή Δεδομένων: Bloomberg

Όσον αφορά στον τομέα της καταγραφής δεδομένων, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο δείκτης υπολογίζεται κάθε τριάντα δευτερόλεπτα<sup>24</sup> κατά τις ώρες λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών –όλες οι μετοχές του δείκτη τελούν υπό καθεστώς 5ωρης διαπραγμάτευσης- και καταγράφει τις τελευταίες τρέχουσες τιμές κλεισίματος των μετοχών. Τέλος, ο υπολογισμός του δείκτη θα γίνεται μέσω του συστήματος Διαπραγμάτευσης μετοχών ΟΑΣΗΣ το οποίο με τη σειρά του μεταδίδει ανά 30 δευτερόλεπτα τα δεδομένα και στο ομώνυμο σύστημα Διαπραγμάτευσης Παραγώγων προϊόντων τις τιμές του δείκτη.

<sup>24</sup> Η απόφαση για τον ορισμό της συχνότητας υπολογισμού των δεικτών του ΧΑΑ κάθε 30 δευτερόλεπτα τέθηκε σε ισχύ στις 17 Ιουλίου 2001 καθώς και ότι το προγενέστερο χρονικό διάστημα υπολογισμού των δεικτών ήταν ανά εξήντα δευτερόλεπτα. Η αλλαγή αυτή πραγματοποιήθηκε με το σκεπτικό ότι θα συνέτεινε στην περαιτέρω βελτίωση της αποτύπωσης των τάσεων της αγοράς, μέσω των σχετικών δεικτών-σε πραγματικό χρόνο.

Ο μαθηματικός τύπος, με βάση τον οποίον υπολογίζεται ο δείκτης είναι ο ακόλουθος:

$$\frac{\sum_{i=1}^n (p_i \cdot s_i \cdot f_i)}{d}$$

$i = 1, 2, 3, \dots, n$

Όπου τα επιμέρους σύμβολα αντιπροσωπεύουν τα ακόλουθα:

N	=	Πλήθος αξιών του δείκτη.
$p_i$	= Τιμή	Τελευταία τιμή της αξίας (ή τιμή κλεισίματος κατά την προηγούμενη μέρα).
$s_i$	= Πλήθος Μετοχών	Πλήθος εισηγμένων τεμαχίων της αξίας όπως ορίζεται στους βασικούς κανόνες.
$f_i$	= Συντελεστής Ευρείας Διασποράς	Συντελεστής στάθμισης ευρείας διασποράς κάθε αξίας του δείκτη. Λαμβάνει τιμές από 0 έως 1 όπου 1 σημαίνει ποσοστό ευρείας διασποράς, ίσο με 100%.
D	= Βάση	Αριθμός που συμβολίζει τη συνολική κεφαλαιακή αξία του δείκτη την ημερομηνία εκκίνησης του. Η βάση (δηλ. ο διαιρέτης του δείκτη) προσαρμόζεται έτσι ώστε να ενσωματώνονται τυχόν μεταβολές στην κεφαλαιακή αξία μετοχών χωρίς να τροποποιείται η τιμή του δείκτη.

Πηγή: Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών FTSE/XA 20, FTSE/XA Mid 40, FTSE/XA Small Cap 80 και FTSE/XA 140 (Έκδοση 5.1-Αύγουστος 2005)

#### 4.4.3 Διαχείριση του Δείκτη

Η διαχείριση του δείκτη έχει ανατεθεί στους ακόλουθους τρεις φορείς: την Συμβουλευτική Επιτροπή FTSE / ΧΑ, την εταιρεία FTSE International Limited (FTSE), και το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ).

Η Επιτροπή απαρτίζεται από έξι μέλη συνολικά, εκ των οποίων τα τρία αντιπροσωπεύουν τους επενδυτικούς και χρηματιστηριακούς αθηναϊκούς φορείς και τα υπόλοιπα τρία εκπροσωπούν τον διεθνή επενδυτικό χώρο. Χρέη Προέδρου ex officio της Επιτροπής εκτελεί ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η Συμβουλευτική Επιτροπή φέρει ως αποστολή της τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας και διαφάνειας όσον αφορά τόσο στη διαχείριση όσο και στην καθημερινή λειτουργία του δείκτη<sup>25</sup>. Ανάμεσα στις υποχρεώσεις της είναι, επιπλέον, να συνεδριάζει κατ'ελάχιστον δύο φορές το χρόνο προκειμένου να εξετάζει και να εγκρίνει οποιαδήποτε μεταβολή όλων των εταιρειών που συμμετέχουν στο δείκτη καθώς και να φροντίζει ώστε οι μεταβολές να γίνονται σε συμφωνία με τους βασικούς κανόνες που διέπουν τη λειτουργία του δείκτη. Τέλος, η Συμβουλευτική Επιτροπή έχει την ευθύνη της αναθεώρησης των βασικών κανόνων –όποτε αυτό κρίνεται απαραίτητο- καθώς και της ευρύτερης εναρμόνισης τους με τις βέλτιστες πρακτικές της αγοράς.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιφορτίζεται με την ευθύνη της καθημερινής λειτουργίας του δείκτη και του ανατίθεται να παρακολουθεί και να πραγματοποιεί όλες τις μεταβολές στη σύνθεση αλλά και στα ποσοστά συμμετοχής των εταιρειών στο δείκτη. Τέλος, η εταιρεία FTSE International

---

<sup>25</sup> Οι Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού είναι κοινοί για τον δείκτη FTSE / ΧΑ 20 που αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας έρευνας και τους λοιπούς δείκτες FTSE ήτοι τους FTSE / ΧΑ Mid 40, FTSE / ΧΑ Small Cap 80 και FTSE / ΧΑ 140.

Limited, εκτός από την παρακολούθηση των μεταβολών και τον έλεγχο της λειτουργίας του δείκτη που μοιράζεται από κοινού με τους άλλους δύο φορείς εποπτείας του, αναλαμβάνει και συμβουλευτικό ρόλο απέναντι στο ΧΑ σε ζητήματα που αφορούν τον χειρισμό σύνθετων εταιρικών πράξεων. Η FTSE International αναλαμβάνει επιπλέον ελεγκτικό ρόλο όσον αφορά στους δείκτες καθώς, έχει την ευθύνη της σύνταξης και υποβολής στην Επιτροπή ελεγκτικής έκθεσης δύο φορές το χρόνο ενώ, ο Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας είναι επίσημα και ο διορισμένος Ελεγκτής των δεικτών.

Πέρα από τις ειδικές προϋποθέσεις τις οποίες πρέπει να πληρούν οι επιμέρους μετοχές προκειμένου να συμμετάσχουν στον δείκτη FTSE/ΧΑ 20, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών έχει θεσπίσει σειρά κανόνων με τους οποίους θα πρέπει να συμμορφώνονται όλες οι κατηγορίες των κοινών μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία προκειμένου να συμπεριληφθούν σε οποιονδήποτε από τους υπάρχοντες δείκτες. Οι σχετικοί κανόνες, που καθορίζουν τις αποδεκτές αξίες, έτσι όπως αυτοί ορίζονται στο εγχειρίδιο που εκδίδεται από το Χρηματιστήριο Αθηνών με τους Βασικούς Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών<sup>26</sup> περιλαμβάνονται στο Παράρτημα II της παρούσας εργασίας.

---

<sup>26</sup> Οι κανόνες προσδιορισμού αποδεκτών αξιών (3.2 έως 3.10) της 5<sup>ης</sup> έκδοσης του ΧΑ υπό τον τίτλο «Βασικοί κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών FTSE/ΧΑ 20, FTSE/ΧΑ Mid 40, FTSE/ΧΑ Small Cap 80 και, FTSE/ΧΑ 140» παρατίθενται με τη σειρά και την ακριβή διατύπωση που διατηρούν στο σχετικό κείμενο για λόγους ακρίβειας και αξιοπιστίας των παρεχόμενων πληροφοριών.



#### 4.4.4 Σύνθεση Δείκτη

Οι μεταβολές που ενδέχεται να υποστεί ο δείκτης τον οποίον εξετάζουμε αφορούν είτε στην αποβολή και αντικατάσταση μετοχών που συμμετέχουν στον δείκτη, είτε στη μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής ορισμένων εκ των εταιρειών που απαρτίζουν τον δείκτη. Στην καθεμία από τις δύο περιπτώσεις θα πρέπει να συντρέχουν ειδικοί λόγοι.

Για την μεν πρώτη περίπτωση –της αποβολής και της ανάλογης αντικατάστασης- θα πρέπει η συμμετέχουσα εταιρεία που είναι υποψήφια προς αποβολή να μην αποτελεί πλέον βιώσιμη συμμετέχουσα εταιρεία για λόγους που αφορούν στο ότι παύει να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, δεν έχει σταθερή προσφορά τιμής ή υπόκειται σε προσφορά εξαγοράς η οποία έχει γίνει αποδεκτή. Η αποβληθείσα εταιρεία θα αντικαθίσταται άμεσα από την αξία με την υψηλότερη κατάταξη στον πίνακα με τη λίστα επιλαχουσών μετοχών του δείκτη FTSE/XA 20. Η αποβολή και η αντικατάσταση γίνονται ταυτόχρονα και έτσι δεν διαταράσσεται η απρόσκοπτη λειτουργία του δείκτη. Κενή θέση στον δείκτη ενδέχεται να προκύψει όχι μόνο από την ανάγκη αποβολής εταιρείας από τον δείκτη αλλά και ως αποτέλεσμα απορρόφησης συμμετέχουσας στο δείκτη εταιρείας από άλλη συμμετέχουσα στον ίδιο δείκτη μετά από συγχώνευση ή εξαγορά. Στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία που θα προκύψει παραμένει στον δείκτη και δημιουργείται κενή θέση που καλύπτεται από την επιλαχούσα αξία με την υψηλότερη κατάταξη,

Έτσι, η σύνθεση του δείκτη, καθώς και τα ποσοστά συμμετοχής των επιμέρους μετοχών σε αυτόν, δεν παραμένουν αμετάβλητα. Στην πραγματικότητα, καθώς έχει προβλεφθεί από τους βασικούς κανόνες διαχείρισης και υπολογισμού των δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ο

δείκτης υψηλής κεφαλαιοποίησης αναθεωρείται τόσο σε περιοδική όσο και σε έκτακτη βάση.

Για την τακτική αναθεώρηση του δείκτη, η Επιτροπή συνεδριάζει δύο φορές το χρόνο- την τελευταία βδομάδα του Απριλίου και την τελευταία βδομάδα του Οκτωβρίου- προκειμένου να επανεξετάσει τις εταιρείες που συμμετέχουν στον δείκτη. Οι αλλαγές που ενδεχομένως προκύψουν μετά την επανεξέταση του δείκτη είναι εφαρμοστέες μετά το πέρας της τελευταίας μέρας συναλλαγών του Μαΐου και Νοεμβρίου αντίστοιχα. Οι επιμέρους μετοχές κατατάσσονται στον δείκτη σε κατιούσα κλίμακα με βάση την κεφαλαιοποίηση τους. Από τις εταιρείες που ήδη συμμετέχουν στον δείκτη, όσες εκπέσουν από την τριακοστή πρώτη θέση ή και παρακάτω γίνονται αυτόματα υποψήφιος προς αποχώρηση από το δείκτη. Αντίθετα, οι αξίες εκείνες που δεν συμμετέχουν στο δείκτη και κατά την κατάταξη με βάση την κεφαλαιοποίηση ευρίσκονται να έχουν ανέλθει στην δέκατη ή σε ακόμα μικρότερη θέση θα συμπεριλαμβάνονται στον δείκτη μετά την αναθεώρηση. Οι μετοχές εκείνες που αποβάλλονται από τον δείκτη FTSE ASE 20 είναι υποψήφιος για συμμετοχή στον δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE ASE Mid 40 και στην περίπτωση κατά την οποία συνεχίζουν να βρίσκονται σε υψηλότερη κατάταξη από την εταιρεία του δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης με την χαμηλότερη κατάταξη, συμπεριλαμβάνονται αυτόματα στον παραπάνω δείκτη.

Για την αντιμετώπιση των έκτακτων μεταβολών στον δείκτη έχει προβλεφθεί κατάρτιση λίστας επιλαχουσών μετοχών, ο αριθμός των οποίων για τον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης ανέρχεται στις πέντε. Υπεύθυνη για την κατάρτιση και δημοσίευση της ανάλογης λίστας μετοχών είναι η Συμβουλευτική Επιτροπή. Οι επιλαχούσες μετοχές επιλέγονται προκειμένου να

αναπληρώσουν την κενή θέση που ενδεχομένως προκύψει στον δείκτη FTSE/ASE 20 στην περίπτωση που μία ή και περισσότερες από τις μετοχές που απαρτίζουν τον παραπάνω δείκτη διαγραφεί πριν από την προκαθορισμένη ημερομηνία αναθεώρησης του δείκτη. Η αποβολή ή διαγραφή μίας αξίας από τον δείκτη και η αντικατάστασή της από μία εκ των επιλαχουσών μετοχών γίνεται αυτόματα και σε κάθε περίπτωση πριν από την έναρξη της επόμενης εργάσιμης μέρας για το χρηματιστήριο Αθηνών. Η μετοχή που επιλέγεται να αντικαταστήσει την προς διαγραφή μετοχή είναι πάντα αυτή με την υψηλότερη κατάταξη –με βάση την κεφαλαιοποίηση- ανάμεσα στις πέντε που απαρτίζουν την λίστα επιλαχουσών μετοχών του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Οι πιο σημαντικές αλλαγές που έχει υποστεί ο δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης FTSE XA 20 κατά την υπό εξέταση περίοδο καταγράφονται αναλυτικά σε αύξουσα χρονολογική σειρά στο Παράρτημα III της παρούσας μελέτης. Όπως γίνεται φανερό, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση εξαετίας, έχουν συντελεστεί πολυάριθμες μεταβολές τόσο στις συμμετέχουσες εταιρείες του δείκτη FTSE 20 όσο και στην σειρά κατάταξης και στα ποσοστά συμμετοχής τους σε αυτόν. Παρακάτω παρατίθεται συνοπτικός πίνακας που απεικονίζει την εικόνα που παρουσίαζε ο δείκτης κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου κάθε χρονιάς- και για τα έτη 2000 έως και 2004:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΔΕΙΚΤΗ FTSE 20

2000-2004

2000	2001	2002	2003	2004
Εταιρείες	Εταιρείες	Εταιρείες	Εταιρείες	Εταιρείες
ΟΤΕ	ΟΤΕ	ΟΤΕ	ΟΤΕ	ΟΤΕ
ΕΤΕ	ΕΤΕ	ΕΤΕ	ΕΤΕ	ΕΤΕ
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS	ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS	ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS	ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS	ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS
COCA-COLA Ε.Ε.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε.
INTRASOFT	COSMOTE	COSMOTE	COSMOTE	COSMOTE
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΡΑΝΑΦΟΝ	VOĐAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	VOĐAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	VOĐAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	HYATT-REGENCY
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	ΑΤΕ	ΑΤΕ	ΑΤΕ	FOLLI-FOLLIE
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ
ΤΙΤΑΝ	ΤΙΤΑΝ	ΤΙΤΑΝ	ΤΙΤΑΝ	ΤΙΤΑΝ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
INTRACOM	INTRACOM	INTRACOM	INTRACOM	INTRACOM
ΜΙΝΟΑΝ LINES	ΕΤΒΑ	ΕΤΒΑ	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	ΓΕΡΜΑΝΟΣ
ALTEC	MOTOR OIL	MOTOR OIL	MOTOR OIL	MOTOR OIL
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	Ε.ΥΔ.Α.Π.	ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ
ΔΟΛ	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΚΑΕ	ΚΑΕ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	ΔΕΗ	ΔΕΗ	ΔΕΗ

Η σημερινή διάρθρωση του δείκτη FTSE/ΧΑ 20<sup>27</sup> είναι η ακόλουθη:

**Πίνακας 4.4**  
**Σύγχρονη Διάρθρωση Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (FTSE 20)**

ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE / ΧΑ 20					
ΣΥΜΒΟΛΟ	Όνομα		% Συμμετοχή	Αριθμός Μετοχών	Τρέχουσα Τιμή Μετοχής <sup>28</sup>
ΧΑ	Bloomberg				
ETE	ETE	Εθνική Τράπεζα	19,746	331.576	33,34
ALPHA	ΑΛΦΑ	Alpha Bank	12,661	291.204	24,34
HTO	ΟΤΕ	ΟΤΕ	11,344	367.937	17,26
ΟΡΑΡ	ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ	10,923	239.250	25,56
EUROB	ΕΥΡΩΒ	EFG Eurobank Ergasias	10,736	235.507	25,52
TREIR	ΠΕΙΡ	Τράπεζα Πειραιώς	6,224	200.257	17,40
COSMO	ΚΟΣΜΟ	Cosmote	4,129	132.991	17,38
ΕΕΕΚ	ΕΕΕΚ	Coca-Cola ΕΕΕ	4,035	95.304	23,70
PPC	ΔΕΗ	ΔΕΗ	3,821	116.000	18,44
TEMP	ΕΜΠ	Εμπορική Τράπεζα	3,491	79.435	24,60
ΤΙΤΚ	ΤΙΤΚ	TITAN	2,911	57.420	28,38
ELPE	ΕΛΠΕ	Ελληνικά Πετρέλαια	2,729	122.205	12,50
BIOX	ΒΙΟΧΚ	Βιοχάλκο	1,464	149.606	5,48
GERM	ΓΕΡΜ	Γερμανός	1,443	60.731	13,30
INTRK	ΙΝΤΚΑ	INTRACOM	0,978	98.444	5,56
HYATT	HYATT	Hyatt- Regency	0,740	42.000	9,86
FOLLI	ΦΟΛΙ	Folli-Follie	0,737	16.473	25,06
ΜΟΗ	ΜΟΗ	Motor Oil	0,724	22.157	18,30
ELTEX	ΕΛΤΕΧ	Ελληνική Τεχνοδομική	0,722	96.291	4,20
HDF	ΚΑΕ	Καταστήματα Αφορ. Ειδών	0,443	15.803	15,70

<sup>27</sup> Οι μετοχές που εμφανίζονται στον πίνακα 4.3 σκιασμένες είναι εκείνες που κατά την επόμενη εταιρική χρήση αποχωρούν από το δείκτη

<sup>28</sup> Οι τιμές έχουν αντληθεί από τη βάση δεδομένων Bloomberg στις 13 Οκτωβρίου 2005.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

---

Μ Ε Ρ Ο Σ Β '

Ε Μ Π Ε Ι Ρ Ι Κ Η  
Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

---

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

---

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

---

ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

ΤΕΧΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΕΛΕΤΗΣ

ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

### 5.1 Γενική Επισκόπηση Παρούσας Μελέτης

Η έρευνα που αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας εργασίας επικεντρώνεται στην προσπάθεια διεξαγωγής συμπερασμάτων σχετικά με την ορθή ή μη αποτίμηση των αξιογράφων που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και αποτελεί απόρροια της αυξανόμενης κριτικής και του σκεπτικισμού που ακολούθησαν τις σημαντικές χρηματιστηριακές διακυμάνσεις της δεκαετίας 1990-2000, διακυμάνσεις από τις οποίες δεν εξαιρέθηκε και το Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι παράγοντες εκείνοι που καθιστούν την εν λόγω μελέτη επιβεβλημένη αλλά και επίκαιρη είναι αφενός η εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών σε βασικό ρυθμιστή της οικονομικής ζωής στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας και αφετέρου η μεγάλη πτώση τιμών της ελληνικής –και όχι μόνο- κεφαλαιαγοράς μετά την καταγραφή ιστορικά υψηλών αποδόσεων το 1999.

Οι χρηματιστηριακές αγορές εν γένει αναδεικνύονται, στις μέρες μας, σε ακρογωνιαίο λίθο της παγκόσμιας οικονομίας. Η παραπάνω θεώρηση είναι μία πραγματικότητα που δεν αφορά μόνο τις εταιρείες και τους επενδυτές –ιδιώτες και θεσμικούς- που δραστηριοποιούνται στο χρηματιστήριο αλλά όλους όσοι μετέχουν με οποιονδήποτε τρόπο στη σύγχρονη οικονομία και αγορά. Η σημαντικότητα της σχέσης μεταξύ χρηματιστηρίου και οικονομίας καταδεικνύεται με μεγαλύτερη σαφήνεια και καθαρότητα σε περιόδους κρίσεων. Η πρόσφατη (1999-2003) γενικευμένη πτώση στα διεθνή χρηματιστήρια δεν υπήρξε εξαίρεση, καθώς, αποτέλεσε καιρία απειλή για την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής σταθερότητας. Η διαπίστωση αυτή, αν και τολμηρή,



δεν θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ακραία αν ανατρέξουμε στους – οικονομικούς, κοινωνικούς και ψυχολογικούς- μηχανισμούς που συντηρούν το άρρηκτο δέσιμο και την αλληλεξάρτηση χρηματιστηρίου και οικονομίας.

Οι ακριβείς επιπτώσεις της παρατεταμένης κρίσης των κεφαλαιαγορών στην οικονομική δραστηριότητα είναι δύσκολο να υπολογιστούν, ωστόσο, είναι χρήσιμο να αποπειραθούμε να ανιχνεύσουμε τα συνδεδετικά γρανάζια που συντηρούν τον αυτοτροφοδοτούμενο φαύλο κύκλο μεταξύ χρηματιστηριακών αγορών και οικονομίας. Καθίσταται σαφές ότι η μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων διασαλεύει, καταρχήν, το αίσθημα ευημερίας των επενδυτών και ανακόπτει σε μεγάλο βαθμό την προαίρεση καταναλωτικής δαπάνης από μέρους τους. Η μείωση της κατανάλωσης από την πλευρά των ιδιωτών μειώνει την κερδοφορία των επιχειρήσεων η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε αλυσιδωτές συνέπειες που έχουν να κάνουν με την μείωση των επενδύσεων, την αύξηση του κόστους κεφαλαίου ως αποτέλεσμα της υποβάθμισης της δανειοληπτικής τους ικανότητας και τη μείωση του εργατικού δυναμικού τους με επιπτώσεις εν τέλει και στην ίδια την χρηματιστηριακή αξία τους. Μία επιπρόσθετη παράμετρος της χρηματιστηριακής κρίσης αφορά στην αγορά συναλλάγματος και σχετίζεται με την δυνητική ικανότητα μίας γενικευμένης κρίσης των διεθνών κεφαλαιαγορών να επιφέρει σε κάποιο βαθμό αστάθεια στις αγορές συναλλάγματος· αστάθεια, η οποία ενεργοποιείται κυρίως μέσω συναλλαγών που μεθοδεύονται στα πλαίσια συγχωνεύσεων και εξαγορών<sup>1</sup> από μεγάλες κυρίως εταιρείες.

---

<sup>1</sup> Στις περιπτώσεις κατά τις οποίες υφίσταται κρίση στις χρηματιστηριακές αγορές οι διασυνοριακές συναλλαγές που αφορούν στην πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιούνται ως επί το πλείστον με τη χρήση ρευστού και λιγότερο με τη χρήση των – υποτιμημένων πλέον- μετοχών για τη σύναψη των εν λόγω συμφωνιών (Κατραμάδου, 2002). Ο πλεονασμός μετρητών που προκύπτει ως αποτέλεσμα της απροθυμίας των

Πέρα από την συμπόρευση χρηματιστηρίου και οικονομίας σε καιρούς ύφεσης ανάλογη είναι και η συμπεριφορά των αγορών σε περιόδους ανόδου και ευφορίας. Η αξιοποίηση των ιστορικών στοιχείων που παρέχουν οι λεγόμενοι κύκλοι της οικονομίας επιτρέπει την ασφαλή διαπίστωση ότι το σύνολο των κεφαλαιαγορών εμφανίζει κατά κανόνα το φαινόμενο της επιταχυνόμενης ανόδου στα πλαίσια της κορύφωσης της θετικής πορείας της διεθνούς οικονομίας. Τα διεθνή παραδείγματα είναι εύγλωττα και πιστοποιούν με τον πιο σαφή τρόπο το γεγονός ότι οι χρηματιστηριακές αγορές εμφανίζουν την τάση να προεξοφλούν την κορύφωση της πορείας της εγχώριας ή και κατά προέκταση της διεθνούς οικονομίας. Ένα από τα πλέον αντιπροσωπευτικά παραδείγματα ανάλογης συμπεριφοράς μας παρέχεται από την ισχυρότερη –στις μέρες μας– αγορά παγκοσμίως, την αμερικανική. Δύο μήνες πριν από την κορύφωση μίας οκταετούς ανοδικής πορείας της οικονομίας των ΗΠΑ, και συγκεκριμένα στις αρχές Μαρτίου του 2000, ο δείκτης Nasdaq υπερβαίνει το επίπεδο των 5.200 μονάδων, επιτυγχάνοντας ταυτόχρονα την υψηλότερη ιστορική του τιμή (Σιάτρας, 2001). Αλλά και η ελληνική κεφαλαιαγορά ευθυγραμμίζεται με τα διεθνή πρότυπα και παρέχει ανάλογα παραδείγματα με την άνοδο του Γενικού Δείκτη σε ιστορικά υψηλά επίπεδα<sup>2</sup> το φθινόπωρο του 1999 να έλκεται κυρίαρχα από τις γενικευμένες προσδοκίες για θεαματική βελτίωση των μεγεθών της ελληνικής οικονομίας καθώς και από την προοπτική εισόδου της χώρας στην ΟΝΕ. Ακόμα, η ωρίμανση και η διεθνοποίηση του Χρηματιστηρίου

---

αντισυμβαλλόμενων να δεσμεύσουν χρηματικά ποσά σε μετοχικές αξίες απειλεί με αστάθεια τις αγορές συναλλάγματος.

<sup>2</sup> Ο Γενικός Δείκτης καταγράφει τη 17<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου 1999 την ανώτατη ιστορική τιμή του και ανέρχεται στις 6.355 μονάδες.

Αθηνών καθώς και η αναβάθμιση του σε ώριμη και αναπτυγμένη αγορά<sup>3</sup> –σε αντιδιαστολή με την πρότερη κατηγοριοποίηση του στις αναδυόμενες αγορές- συμπίπτει χρονικά με την ωρίμανση και την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας<sup>4</sup>. Η ανάδειξη, λοιπόν, του χρηματιστηρίου αξιών σε κυρίαρχο μοχλό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας –σε ευθεία αναλογία με τα περισσότερα χρηματιστήρια του κόσμου- καθώς και η αδιαμφισβήτητη σύνδεση της πορείας του με αυτήν της εθνικής μας οικονομίας καθιστούν επίκαιρη αν όχι αναγκαία τη διερεύνηση της επικρατούσας θεώρησης ότι οι τιμές των μετοχών δεν αντιπροσωπεύουν θεμελιώδεις αξίες.

Η δεύτερη συγκυρία που παρείχε έναυσμα για την παρούσα μελέτη επανεξέτασης της ορθής αποτίμησης ενός από τους πλέον αντιπροσωπευτικούς δείκτες του χρηματιστηρίου (του δείκτη υψηλής

---

<sup>3</sup> Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά αναβαθμίζεται, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2001 (και πιο συγκεκριμένα τον Μάιο), από την κατηγορία των αναδυόμενων αγορών σε εκείνη των ανεπτυγμένων.

Παράλληλα στις 13 Μαρτίου του 2001 ο οίκος Standard and Poor's προχώρησε στην αναβάθμιση του μακροπρόθεσμου εξωτερικού χρέους της χώρας σε A από A-. Στο ίδιο κλίμα και μόλις τον Ιούνιο του 2001 και η FITCH-IBCA αναβαθμίζει την τη μακροχρόνια πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδος από A- σε A.

<sup>4</sup> Κατά τη διάρκεια των ετών 1997-1999 και μέχρι το τέλος του 2000 η ελληνική οικονομία χαρακτηρίζεται από την προσπάθεια προσαρμογής των μακροοικονομικών μεγεθών στους όρους ένταξης στην ΟΝΕ ενώ στα πλαίσια του εκσυγχρονισμού και της αύξησης της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας επιτυγχάνει αύξηση του ΑΕΠ με μέσο ρυθμό 3,5% και παράλληλη υποχώρηση του πληθωρισμού στο 3,2%. Παράλληλα, με την είσοδο της-την 1/1/2001- στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), επιλύει έναν από τους πιο ανασταλτικούς παράγοντες ανάπτυξης της, το πρόβλημα της νομισματικής σταθερότητας (Τα 125 χρόνια του ελληνικού χρηματιστηρίου).

Πιο συγκεκριμένα ακόμα, στην έκθεση του για το 1999 –έτος κατά το οποίο συντελέστηκε η κορύφωση της ανοδικής πορείας του χρηματιστηρίου- ο διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος σημειώνει «Το 1999 ήταν έτος ιδιαίτερα σημαντικό για την ελληνική οικονομία. Για πρώτη φορά μετά από δεκαετίες διαμορφώθηκαν συνθήκες νομισματικής σταθερότητας. Το επίτευγμα αυτό είναι αποτέλεσμα μιας μακρόχρονης κι επίπονης προσπάθειας. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η πρόοδος προς τη δημοσιονομική εξυγίανση και η σχετική σταθερότητα της ισοτιμίας της δραχμής έναντι των βασικών ευρωπαϊκών νομισμάτων έχουν διαμορφώσει ένα νέο οικονομικό περιβάλλον, το οποίο αφενός επιτρέπει την ικανοποίηση των κριτηρίων σύγκλισης για τη συμμετοχή της Ελλάδος στην ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση και αφετέρου προάγει την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και την άνοδο του βιοτικού επιπέδου των πολιτών της.

κεφαλαιοποίησης, FTSE 20) ήταν η όψιμη κρίση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η παγκόσμια πτωτική πορεία όλων σχεδόν των χρηματιστηριακών αγορών, μετά από μία μακρά περίοδο θεαματικά υψηλών αποδόσεων, πυροδότησε ένα έντονο προβληματισμό γύρω από την προφανή έλλειψη συσχέτισης μεταξύ των εταιρικών επιδόσεων και των σχετικών τρεχουσών αξιών των μετοχών. Η προσπάθεια εξήγησης του φαινομένου τροφοδότησε μία σειρά θεωριών που αποπειράθηκαν να εκλογικεύσουν τη διαπιστωθείσα διάσταση. Η μέχρι τώρα εμπειρία από τις οργανωμένες κεφαλαιαγορές υπαγορεύει ότι κατά κανόνα οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται αφενός με βάση τα θεμελιώδη δεδομένα και τις προοπτικές των εταιρειών και αφετέρου από τη συγκυρία, δηλαδή την εγχώρια αλλά και διεθνή οικονομική κατάσταση και την συνάδουσα ψυχολογία των επενδυτών σε μια δεδομένη περίοδο (Ανάπτυξη, 2001). Η διεθνής χρηματιστηριακή συγκυρία δεν παρέχει επαρκή εξήγηση προκειμένου να δικαιολογήσει τόσο τις θεαματικές αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν μέχρι το φθινόπωρο του 1999 όσο και την θεαματική απόκλιση των τιμών της πλειοψηφίας των μετοχών έκτοτε. Ο έλεγχος αυτού του φαινομένου για το ΧΑ αποκτά ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς αφενός κατέχει την κεντρική θέση ανάμεσα στα χρηματιστήρια της Νοτιοανατολικής Ευρώπης<sup>5</sup> ενώ έχει επιδείξει και ιδιαίτερη δυναμική<sup>6</sup> σε διεθνές επίπεδο και αφετέρου στην περίοδο που εξετάζουμε γνώρισε τη μεγαλύτερη ανάπτυξη της ιστορίας του, τη μεγαλύτερη

---

<sup>5</sup> Παρατίθεται σχετικός πίνακας που έχει καταρτιστεί από την εταιρεία επενδυτικών υπηρεσιών ALPHA TRUST και χαρτογραφεί τον πρωταγωνιστικό ρόλο που διαδραματίζει η ελληνική κεφαλαιαγορά στην περιφέρεια της νοτιοανατολικής Ευρώπης.

<sup>6</sup> Το 2003 –χρονιά κατά την οποία το χρηματιστήριο της Αθήνας καταγράφει την χαμηλότερη ιστορικά επίδοση του στις 1.467,3 μονάδες (31 Μαρτίου 2003)- ο ρυθμός ανόδου του γενικού δείκτη μετοχών του ΧΑ (29,5%) είναι υψηλότερος από αυτόν του δείκτη Standard and Poor's των ΗΠΑ (26,4%) αλλά και του δείκτη Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ (18,1%), όπως τουλάχιστον επισημαίνεται στην έκθεση του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για την εν λόγω χρονιά.

πτώση αλλά και τη μεγαλύτερη αναβάθμιση αφού εντάχθηκε στην παγκόσμια κατάταξη των ανεπτυγμένων αγορών.

Πίνακας 5.1

Χαρτογράφηση Κεφαλαιαγορών ΝΑ Ευρώπης

Greece – A regional hub for SE Europe		EU Member	NATO Member
Moldova	GDP per capita (US\$): 2,600		<input type="checkbox"/>
Slightly larger than Maryland	Stock Market: Moldova SE		
Romania	GDP per capita (US\$): 7,600	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Slightly smaller than Oregon	Stock Market: Bucharest SE		
Serbia & Montenegro	GDP per capita (US\$): 2,200		
Slightly smaller than Kentucky	Stock Market: Belgrade SE		
Ukraine	GDP per capita (US\$): 4,500		<input type="checkbox"/>
Slightly smaller than Texas	Stock Market: Ukraine SE		
Albania	GDP per capita (US\$): 4,400		<input type="checkbox"/>
Slightly smaller than Maryland	Stock Market: Tirana SE		
Bylgaria	GDP per capita (US\$): 6,500	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Slightly larger than Tennessee	Stock Market: Bulgarian SE		
FYROM	GDP per capita (US\$): 5,100		<input type="checkbox"/>
Slightly larger than Vermont	Stock Market: Macedonian SE		
Cyprus	GDP per capita (US\$): 15,000	<input type="checkbox"/>	
About 0.6 times the size of Connecticut	Stock Market: Cyprus SE		
Turkey	GDP per capita (US\$): 7,300	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Twice the size of Montana	Stock Market: Istanbul SE		
Greece	GDP per capita (US\$): 19,100	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Slightly smaller than Alabama	Stock Market: Athens SE		
<b>Total Region Land Area: 2,064,154 sq. km.</b>			
Total Population: 178,152,925		Sources: CIA, NATO, FEAS	

Πηγή: ALPHA TRUST

## 5.2 Τεχνικά Χαρακτηριστικά Μελέτης

### 5.2.1 Αντικείμενο της Έρευνας

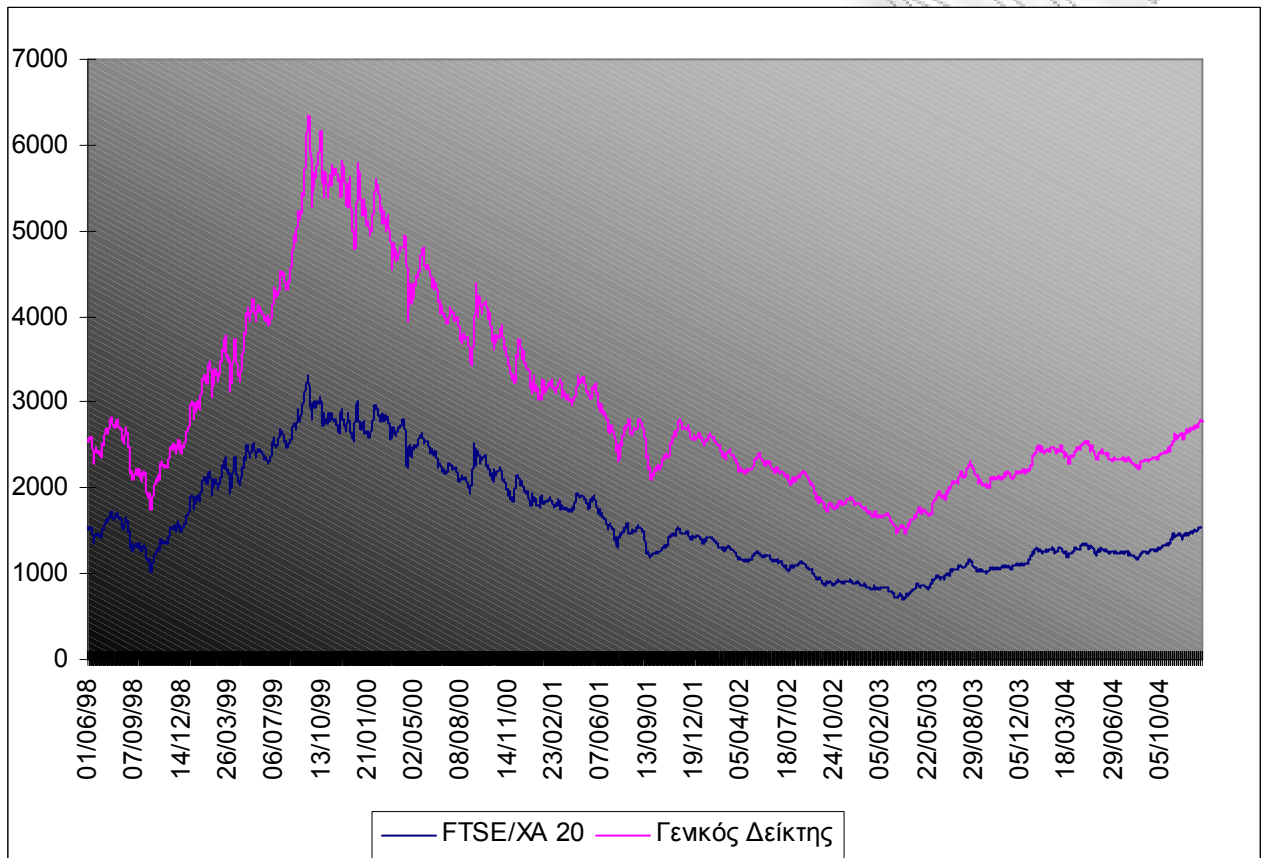
Πρωταρχικός στόχος της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της πιθανής υπερτίμησης ή υποτίμησης του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά τη διάρκεια της πενταετίας που προηγήθηκε (2000-2004). Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε προκειμένου να εξετασθεί κατά πόσο η αποτίμηση των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών συνάδει με τα θεμελιώδη μεγέθη που μετέχουν στην αποτίμηση τους είναι ο δείκτης FTSE 20 του ΧΑ, που απαρτίζεται από τις είκοσι μεγαλύτερες με βάση την κεφαλαιοποίηση τους εταιρείες.

Η επιλογή του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης έγινε με κριτήριο το ότι αποτελεί ιδανικό δείγμα για την μελέτη της πραγματικότητας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς επειδή, ακριβώς, αντιπροσωπεύει την τελευταία σε μεγάλο βαθμό. Σε αρκετές περιπτώσεις διαπιστώνεται ταύτιση της πορείας του γενικού δείκτη τιμών του ΧΑ και του FTSE 20, γεγονός που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη σύνθεση του γενικού δείκτη ο οποίος περιλαμβάνει σε ποσοστό μεγαλύτερο του 70% μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης. Προκειμένου, λοιπόν, η παρούσα μελέτη να παράσχει ολοκληρωμένη εικόνα και να έχει ουσιαστικό νόημα και πρακτικό αντίκρουσμα για το σύνολο της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς επιλέχθηκε ο συγκεκριμένος δείκτης ως η καλύτερη δυνατή απεικόνιση της τελευταίας. Παρακάτω, παρατίθεται διάγραμμα που ενσωματώνει την συγκριτική πορεία των δύο δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών –Γενικός Δείκτης Τιμών ΧΑ και FTSE/ΧΑ 20- με βάση ημερήσιες παρατηρήσεις που

ελήφθησαν για την περίοδο 1998-2004 όπου γίνεται σαφής η παράλληλη πορεία των ανωτέρω χρηματιστηριακών δεικτών.

Διάγραμμα 5.1

Συγκριτική Πορεία Γενικού Δείκτη Τιμών-FTSE/ΧΑ 20 (1998-2004)



Κρίσιμος παράγοντας, ωστόσο, στην εκλογή του FTSE 20 προκειμένου να αποτελέσει το δείγμα της έρευνας μας θεωρήθηκε η δυναμική που διαθέτει όσον αφορά στην εγχώρια χρηματιστηριακή πραγματικότητα καθώς αποτελεί δείκτη-ουραγό<sup>7</sup> για την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Χαρακτηριστικό

<sup>7</sup> Παραθέτουμε απόσπασμα από την Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2004 όπου αναφέρεται χαρακτηριστικά για την επίδραση του FTSE 20 στην ευρύτερη πορεία του χρηματιστηρίου Αθηνών: «Αναλυτικότερα, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑ αυξήθηκε κατά 23,1% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2004 σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2003. Στην άνοδο αυτή του γενικού δείκτη συνετέλεσε κυρίως η αύξηση τιμών των μετοχών των

της πρωταγωνιστικής θέσης του στο ελληνικό χρηματιστήριο είναι ότι προσελκύει περισσότερο από κάθε άλλο δείκτη το ενδιαφέρον των ξένων θεσμικών επενδυτών, η παρουσία των οποίων στο ελληνικό χρηματιστήριο είναι καθοριστική και αναμένεται να διευρυνθεί στο μέλλον. Η πορεία του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης είναι ζωτικής σημασίας, λοιπόν, για την εγχώρια κεφαλαιαγορά διότι εξασφαλίζει σε μεγάλο βαθμό την παρουσία των ξένων θεσμικών επενδυτών στο χρηματιστήριο Αθηνών. Η ανάμειξη δε, των τελευταίων στο ΧΑ έχει χαρακτηριστική αξία για την μακροπρόθεσμη επιβίωση της κεφαλαιαγοράς και τούτο διότι η νέα πραγματικότητα καταδεικνύει ότι σε όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια –μεγάλα ή και «περιφερειακά» όπως το ΧΑ- οι σημαντικότεροι επενδυτές είναι οι μεγάλοι διεθνείς επενδυτικοί οίκοι οι οποίοι έχουν φτάσει να κατέχουν εντυπωσιακά ποσοστά των υπαρχόντων χρηματιστηριακών δεικτών. Η ανάληψη κεντρικού ρόλου στην εγχώρια κεφαλαιαγορά από τους ξένους θεσμικούς είναι μία πραγματικότητα που δύσκολα θα απειληθεί μελλοντικά δεδομένου ότι οι ιδιώτες επενδυτές σε μεγάλο βαθμό απέχουν ενώ οι έλληνες θεσμικοί επενδυτές δεν είναι σε θέση να ανταγωνιστούν τους ξένους όσον αφορά στα μεγέθη<sup>8</sup>, τη δυνατότητα μακροπρόθεσμης δέσμευσης κεφαλαίων<sup>9</sup> και τη διαθεσιμότητα πόρων. Οι

---

μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης όπως αποτυπώνεται και στην άνοδο του δείκτη Financial Times 20 (FTSE ASE 20) κατά 32,3%.»

<sup>8</sup> Οι έλληνες θεσμικοί δεν ανταγωνίζονται επί ίσοις όροις τους αντίστοιχους του εξωτερικού τόσο λόγω της ισχύουσας νομοθεσίας όσο και λόγω των μεγεθών που αμφότεροι διαχειρίζονται. Ο νόμος επιβάλλει καταρχήν, ότι ένα ελληνικό αμοιβαίο κεφάλαιο δεν μπορεί να διαθέσει ποσοστό μεγαλύτερο του 10% επί του συνολικού κεφαλαίου που διαχειρίζεται σε μία μετοχή ενώ οι πέντε μεγαλύτερες θέσεις του δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 40% του συνολικού χαρτοφυλακίου του. Αλλά, και τα μεγέθη είναι αποκαλυπτικά του βαθμού επηρεασμού που απολαμβάνουν ξένοι και εγχώριοι θεσμικοί. Το μεγαλύτερο ελληνικό αμοιβαίο κεφάλαιο μετοχικής σύνθεσης διαχειρίζεται 386 εκατομμύρια ευρώ ενώ ένα σημαντικό A/K του εξωτερικού έχει στη διάθεση του περί τα 2 δις ευρώ. Είναι σαφές, λοιπόν, ότι οι κινήσεις των ξένων θεσμικών έχουν τη δυνατότητα να επεμβαίνουν δραστικά στο ΧΑ.

<sup>9</sup> Σε σχετικό άρθρο της εφημερίδας Το Βήμα που χρονολογείται στις αρχές του 2005 τονίζεται ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές έχουν την ευχέρεια να πραγματοποιούν τοποθετήσεις με



μετοχές του FTSE 20, περισσότερο από οποιοσδήποτε άλλες, μονοπωλούν τις συναλλαγές ξένων και ελλήνων θεσμικών και παρέχουν ιδιαίτερα καλές αποδόσεις. Το αγοραστικό ενδιαφέρον των ξένων θεσμικών για τους τίτλους του συγκεκριμένου δείκτη παραμένει αμείωτο, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από το ποσοστό ελέγχου τους στην κεφαλαιοποίηση του FTSE 20 που προσέγγιζε ήδη το 39% το 2004, ενώ, πλέον έφτασε το 41,80% στις αρχές του 2005 όταν ο συνολικός τους έλεγχος επί της Σοφοκλέους την ίδια περίοδο αντιπροσώπευε το 36,4% (Κώτσης, 2004 και Κασσιμάτης, 2005). Τα ποσοστά καταδεικνύουν με τον πλέον προφανή τρόπο ότι ο δείκτης των είκοσι εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης αποτελεί τη «βιτρίνα» του χρηματιστηρίου της Αθήνας και συνακόλουθα αποτελεί ορθή επιλογή για την μελέτη αξιολόγησης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς.

Τέλος, η ανάδειξη του υφιστάμενου δείκτη σε αντικείμενο της παρούσας μελέτης διασφαλίζει σε μεγάλο βαθμό την εγκυρότητα της έρευνας και την απόσταση της από ακραίες παρατηρήσεις και στρεβλά συμπεράσματα· και τούτο διότι ο δείκτης υψηλής κεφαλαιοποίησης χαρακτηρίζεται διαχρονικά από μικρότερες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των αξιογράφων που τον απαρτίζουν σε σύγκριση με τις μετοχές της μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης<sup>10</sup> ενώ παράλληλα έχει ανακάμψει σε σημαντικά μεγαλύτερο βαθμό από τους υπόλοιπους δείκτες σε σχέση με τη μεγαλύτερη τιμή που κατέγραψε την

---

ορίζοντα αρκετών ετών επειδή έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν και χρήματα συνταξιοδοτικών ταμείων. Σε αντιδιαστολή, για τα δεδομένα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς ο μόνος θεσμικός επενδυτής που δύναται να δεσμεύσει κεφάλαια στο χρηματιστήριο Αθηνών με προοπτική αρκετών ετών είναι το ΙΚΑ (Κασσιμάτης, 2005).

<sup>10</sup> Οι μετοχές των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών επέδειξαν εντυπωσιακή άνοδο των τρεχουσών τιμών τους το 1999, άνοδο που όμως συνοδεύτηκε από την ανάλογη απότομη διόρθωση των τελευταίων κατά το δεύτερο δεκαήμερο του Σεπτεμβρίου του ίδιου, μόλις, χρόνου (Λυρούδη κ.α., 2003).

τελευταία οκταετία (Ντόκας, 2005). Ο πίνακας που ακολουθεί επικυρώνει την παραπάνω διαπίστωση παραθέτοντας την ποσοστιαία μεταβολή 12 εκ των κυριότερων δεικτών του χρηματιστηρίου Αθηνών για τη διετία 1999-2000 που σηματοδότησε και την έναρξη της πτωτικής πορείας των αποδόσεων για το ΧΑ.

Πίνακας 5.2

**Ποσοστιαία Μεταβολή Δεικτών Χρηματιστηρίου Αθηνών (1999-2000)**

Μεταβολή Δεικτών σε ετήσια βάση					
Δείκτης	31/12/1999	28/12/2000	Μετ. %	Ελάχιστη	Μέγιστη
ΓΕΝΙΚΟΣ	5.535,09	3.388,86	-38,77	3.165,19	5.874,94
ΤΡΑΠΕΖΩΝ	10.165,41	7.306,98	-28,12	6.525,25	10.652,06
ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ	3.731,09	1.383,92	-62,91	1.336,46	4.011,64
LEASING	1.545,55	545,6	-64,70	491,42	1.668,46
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	2.822,69	1.335,07	-52,70	1.103,75	3.036,67
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΣ	3.451,61	2.072,80	-39,95	1.932,90	3.708,64
ΔΙΑΦΟΡΩΝ	6.985,38	2.970,99	-57,47	2.784,98	7.483,50
HOLDING	6.770,43	3.851,29	-43,12	3.647,71	7.207,44
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ	3.446,01	1.271,88	-63,09	1.111,84	3.950,82
ΠΑΡΑΛΛΗΛΗΣ	1.582,58	319,72	-79,80	302,24	1.807,15
FTSE ASE20	2.910,10	1.950,95	-32,96	1.814,85	3.064,09
FTSE ASE40	1.000,95	395,44	-60,49	374,16	1.077,28

Πηγή: Τμήμα Ανάλυσης ASPIS ΑΧΕΠΕΥ

Όπως προκύπτει από τα δεδομένα, όπως αυτά απεικονίζονται στον εν λόγω πίνακα, ο δείκτης FTSE/ΧΑ 20 είναι ο δεύτερος με την μικρότερη ποσοστιαία μεταβολή (-32,96) μετά τον δείκτη των τραπεζών σε μία χρονιά που χαρακτηρίστηκε από ιστορικά υψηλά και καταγιστική πτώση τιμών για όλες τις διαπραγματευόμενες και όταν η μέση τιμή ποσοστιαίας μεταβολής προσεγγίζει το -52%<sup>11</sup>. Θα πρέπει, βέβαια, να σημειωθεί ότι, η συγκρατημένη μεταβολή του

<sup>11</sup> Με βάση τα στοιχεία του πίνακα της ASPIS ΑΧΕΠΕΥ και τους συγκεκριμένους δείκτες.

δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης σε σχέση με την εικόνα που παρουσιάζουν οι υπόλοιποι δείκτες του χρηματιστηρίου της Αθήνας αποδίδεται κατά κύριο λόγο στην χαρακτηριστική παρουσία, ακριβώς, των τραπεζών στον δείκτη. Θα μπορούσαμε με ασφάλεια να πούμε ότι, με έξι συμμετοχές σε σύνολο είκοσι εταιρειών που διαπραγματεύονται στο συγκεκριμένο δείκτη, η επιρροή του τραπεζικού κλάδου στον FTSE 20 είναι ιδιαίτερα ισχυρή.

Ανάλογες είναι οι παρατηρήσεις των Μαλλιαρόπουλου και Χαρδούβελη σε έρευνα που πραγματοποίησαν το φθινόπωρο του 1999 -ακριβώς μετά την κορύφωση των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη τιμών του ΧΑ- και επιχείρησαν να απαντήσουν στο ερώτημα αν και κατά πόσο οι ελληνικές μετοχές είναι υπερτιμημένες. Η ανάλυση τους επικεντρώνεται στο το διάστημα της σύγχρονης πορείας ανόδου του χρηματιστηρίου και εκτείνεται από τον Ιανουάριο του 1996 έως το πέρας του Σεπτεμβρίου 1999. Οι διαπιστώσεις που κάνουν στη βάση ενός διαχωρισμού των αποδόσεων του ΧΑ σε αυτές που αφορούν τις εταιρείες μεγάλης και μικρής κεφαλαιοποίησης αντίστοιχα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Στα πλαίσια της προαναφερθείσας κατηγοριοποίησης παρατηρούν ότι κατά την τετραετία 1996-9 η χρηματιστηριακή αξία του υποθετικού χαρτοφυλακίου μεγάλων εταιρειών του ΧΑ πενταπλασιάστηκε (με σημείο αναφοράς τον δείκτη ελληνικού Χρηματιστηρίου της Datastream), σε αντιδιαστολή με την αξία του χαρτοφυλακίου μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης (με βάση αναφοράς τον δείκτη ελληνικών μικρών μετοχών της HSBC) που πολλαπλασίασε εννέα φορές την αξία του. Ας σημειωθεί ότι σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας των δύο συγγραφέων η ανοδική πορεία άρχισε στα τέλη του 1996 και για τα επόμενα δύο χρόνια (1997, 1998) υπήρξε σχεδόν ταυτόσημη και δια τους δύο δείκτες ενώ, το 1999 οι μετοχές μικρής

κεφαλαιοποίησης αυτονομήθηκαν και σημείωσαν υπερβάλλουσα άνοδο. Ως σημείο αναφοράς για την εκτίμηση της τιμολόγησης των ελληνικών μετοχών του φθινοπώρου 1999, τέθηκαν οι αποδόσεις του Φεβρουαρίου του 1998 με το σκεπτικό ότι ουδέποτε αμφισβητήθηκε ότι κατά το παραπάνω διάστημα οι ελληνικές μετοχές ήταν σωστά τιμολογημένες. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι η αποτίμηση για τις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης του 1999 σε σχέση με τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη των εν λόγω εταιρειών δεν διέφερε σημαντικά<sup>12</sup> από την αντίστοιχη τιμολόγηση τους τον Φεβρουάριο του 1998. Αντίθετα, όσον αφορά στις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης η τιμολόγηση τους έδειξε επενδυτική αισιοδοξία για την μελλοντική πορεία των κερδών τους σε σύγκριση με τα επίπεδα τιμολόγησης των σχετικών μετοχών τον Φεβρουάριο του 1998. Από την ανάλυση των Μαλλιαρόπουλου και Χαρδούβελη συνάγεται το συμπέρασμα ότι οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης επιδεικνύουν μεγαλύτερη συνέπεια και μικρότερες διακυμάνσεις στις αποδόσεις τους σε σύγκριση με τις εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης.

Χαρακτηριστικό είναι ότι η πλειοψηφία των μετοχών του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης έχουν ανακτήσει σε μεγάλο ποσοστό το μέγιστο της κεφαλαιακής αξίας τους και ιδιαίτερα σε σύγκριση με την ευρύτερη εικόνα που διαμορφώνουν οι υπόλοιπες διαπραγματευόμενες στο χρηματιστήριο εταιρείες. Ο επόμενος πίνακας που παρατίθεται αποτυπώνει την επιμέρους ποσοστιαία μεταβολή για καθεμία από τις συμμετέχουσες στον FTSE 20 εταιρείες με βάση συλλεχθέντα στοιχεία από την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1997 μέχρι και τα τέλη του 2005 που επεξεργάστηκε η Εγνατία Finance ΑΧΕΠΕΥ.

---

<sup>12</sup> Με την προϋπόθεση ότι στα αποτελέσματα συνυπολογίζουμε ότι η ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ ενσωματώθηκε στην χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών μετά τον Μάρτιο του 1998.

Πίνακας 5.3

**Διαχρονική Ποσοστιαία Μεταβολή Μετοχικών Αξιών Δείκτη Μεγάλης  
Κεφαλαιοποίησης**

Η χαμηλότερη και υψηλότερη τιμή στις τιμές του FTSE-20						
Μετοχή	Ελάχιστη	Ημερ/νία	Μέγιστη	Ημερ/νία	7-12-05	Δ% Τρεχούσης έναντι της Μεγίστης
ΕΘΝΙΚΗ	5,55	29-01-98	43,23	21-09-99	35,1	-18,81%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK	5,21	23-02-98	73,59	02-09-99	24,76	-66,35%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,76	23-02-98	33,04	06-07-99	17,82	-46,07%
ALPHA BANK	6,6	17-03-98	39,19	20-09-99	25,36	-35,29%
EUROBANK ERGASIAS	3,54	13-03-98	41,91	16-02-99	27,1	-35,34%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,14	04-10-04	5,46	03-10-05	4,7	-13,92%
ΟΠΑΠ Α.Ε.	4,14	26-06-01	27,3	29-11-05	26,3	-3,66%
ΔΕΗ Α.Ε.	11,6	14-12-01	24,1	16-02-05	18,08	-24,98%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	4,31	12-03-03	19,74	23-09-99	11,86	-39,92%
MOTOR OIL HELLAS	5,88	17-09-01	20,24	30-09-05	19,28	-4,74%
ΟΤΕ	8,32	31-03-03	32,81	07-03-00	17,94	-45,32%
COSMOTE	7,89	25-09-02	18,88	30-11-05	18,56	-1,69%
INTRAKOM	2,79	28-09-04	49,29	13-10-99	4,94	-89,98%
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ	3,34	17-09-01	23,07	06-03-00	13,8	-40,18%
COCA COLA HBC	11,25	01-04-03	36,65	22-04-98	23,44	-36,04%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	2,71	17-03-03	26,48	13-10-99	6,02	-77,27%
TITAN	9,38	02-01-98	32,5	06-12-05	32,3	-0,62%
FOLLI FOLLIE	1,28	31-12-97	28,7	02-08-04	21,46	-25,23%
ΚΑΕ	4,6	07-10-02	33,8	02-11-99	14,38	-57,46%
HYATT REGENCY	3,52	21-09-01	29,35	13-10-99	9,88	-66,34%

Πηγή: ΕΓΝΑΤΙΑ FINANCE ΑΧΕΠΕΥ

Καθίσταται, λοιπόν, σαφές, ότι ακόμα και στην περίπτωση κατά την οποία επιβεβαιωθεί από την συγκεκριμένη μελέτη ότι κατά τα τέλη της δεκαετίας του '90 η αποτίμηση των μετοχών που συμμετέχουν στον δείκτη δεν ανταποκρινόταν στα θεμελιώδη μεγέθη που αντιπροσωπεύουν οι παραπάνω μετοχές και ότι ο δείκτης –και κατ'επέκταση το χρηματιστήριο Αθηνών- υπήρξε υπερτιμημένος, τα αποτελέσματα αναμένεται να είναι περισσότερο μετριοπαθή

από αυτά που θα προέκυπταν με σημείο αναφοράς τους κλάδους της μεσαίας ή μικρής κεφαλαιοποίησης.

Η συγκεκριμένη μελέτη διεξάγεται σε χρονικό διάστημα πέντε ετών και αφορά συγκεκριμένα στα έτη 2000 έως και 2004, περίοδος που έχει ιδιαίτερη σημασία καθώς εντοπίζεται ακριβώς στο μεταίχμιο της κρίσης του ελληνικού χρηματιστηρίου. Πρόκειται για εκείνη την χρονική περίοδο ακριβώς που έκρινε την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς –μίας αγοράς που ήταν μάλλον υπερτιμημένη στις αρχές της υπό εξέταση περιόδου, απαξιώθηκε προοδευτικά στην πορεία της μελέτης και επανέκαμψε σημαντικά στο σημείο όπου ολοκληρώθηκε η έρευνα μας - και ουσιαστικά την όψιμη ή μη επιβίωση της. Το χρονικό διάστημα που επιλέχθηκε για την εκπόνηση της παρούσας έρευνας θεωρήθηκε ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικό και ιδανικό για τις ανάγκες της μελέτης καθώς και για τη διεξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων καθώς περιλαμβάνει τρεις διαδοχικές φάσεις-κύκλους της χρηματιστηριακής αγοράς καλύπτοντας έτσι όλο το φάσμα της.

Μία ιδιομορφία της συγκεκριμένης μελέτης είναι ότι ενώ το αντικείμενο της έρευνας είναι σταθερό (FTSE 20), το δείγμα δεν παραμένει ίδιο καθ'όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας. Αυτό σημαίνει ότι η μελέτη ακολούθησε τις μεταβολές και τις αναθεωρήσεις του δείκτη πάνω στον οποίο βάσισε τις παρατηρήσεις της και προσαρμόστηκε στην εκάστοτε σύνθεση<sup>13</sup> του. Η

---

<sup>13</sup> Αρχική πρόθεση της ανάλυσης ήταν να ακολουθήσει τη σύνθεση που παρουσίαζε ο δείκτης FTSE/XA 20 την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2004 και με βάση αυτήν την εικόνα να ερευνηθούν οι ίδιες 20 μετοχές που συμμετείχαν στον δείκτη την παραπάνω ημερομηνία σε βάθος πενταετίας. Ωστόσο, αφενός, θα προέκυπτε σημαντικά μικρότερο δείγμα –δεδομένου ότι κάποιες από τις εταιρείες που βρίσκονται στην παρούσα σύνθεση του δείκτη δεν απαντώνται στον δείκτη προγενέστερα είτε δεν διαπραγματεύονται καν στο χρηματιστήριο καθ'όλη τη διάρκεια της έρευνας- αφετέρου θα προέκυπτε στρέβλωση των αποτελεσμάτων υπό την έννοια ότι κάποιες μετοχές που εισήχθησαν στον δείκτη σε δεδομένη χρονική περίοδο μέσα στην πενταετία 2000-4 δεν πληρούσαν τα κριτήρια εισαγωγής στο δείκτη προγενέστερα ή δεν είχαν την απαιτούμενη

σύνθεση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης διαφοροποιήθηκε αρκετές φορές στο διάστημα που καλύπτει χρονικά η ανάλυση, τόσο ως αποτέλεσμα της καθιερωμένης εξαμηνιαίας αναθεώρησης του δείκτη όσο και λόγω μη προγραμματισμένων εισαγωγών και αποχωρήσεων από το δείκτη όταν το καλούσαν έκτακτα εταιρικά γεγονότα. Προκειμένου να αποφευχθεί ο επηρεασμός των αποτελεσμάτων από ελάχιστα σημαντικές μεταβολές του δείκτη με χαρακτηριστικά βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα, κρίθηκε σκόπιμο να ληφθεί υπόψη η σύνθεση του δείκτη FTSE 20 σε ετήσια βάση με ημερομηνία αναφοράς την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου κάθε έτους που σηματοδοτεί και το κλείσιμο της εκάστοτε χρήσης. Με τον περιορισμό αυτό στις παρατηρήσεις που αφορούν στη σύνθεση του FTSE/ΧΑ 20 αποκλείονται από την ανάλυση μετοχές που δεν είναι στατιστικά σημαντικές για την αποτίμηση. Από τη διαδικασία αυτή προέκυψε αριθμός 32 συνολικά μετοχών.

Η μέθοδος αποτίμησης που εφαρμόζουμε στη συγκεκριμένη ανάλυση ανήκει στην ευρύτερη κατηγορία της συγκριτικής αξιολόγησης. Στα πλαίσια αυτής της μεθόδου –όπως αναπτύχθηκε κατά το πρώτο κεφάλαιο– η αποτίμηση διεξάγεται μεταξύ ομοειδών εταιρειών και κατά κανόνα αφορά επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Εκείνο που διαφέρει ουσιαστικά στην παρούσα μελέτη είναι η απόκλιση της από τις συγκεκριμένες προδιαγραφές. Η επιλογή του δείγματος δεν αφορά εταιρείες του ίδιου κλάδου, αντίθετα, οι εταιρείες που συμμετέχουν στον δείκτη FTSE 20 μοιράζονται κοινά χαρακτηριστικά όσον αφορά την κεφαλαιοποίησή τους αλλά δεδομένου ότι ανήκουν σε ολότελα διαφορετικούς κλάδους παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές σε βασικά

---

κεφαλαιοποίηση, γεγονός που θα αποτελούσε θεμελιώδη παραβίαση των προδιαγραφών της μελέτης.

χαρακτηριστικά όπως είναι ο ρυθμός ανάπτυξης, η κερδοφορία, ο κίνδυνος, η μερισματική απόδοση και άλλα.

Τα πρωτογενή δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τις ανάγκες της ανάλυσης αφορούν το χρηματιστήριο Αθηνών, καλύπτουν ετήσιες παρατηρήσεις ανακτήθηκαν στο μεγαλύτερο μέρος τους από μία πηγή, τη διεθνή βάση δεδομένων Bloomberg ενώ, συμπληρωματικά στοιχεία αντλήθηκαν από τη βάση της Datastream καθώς και από το Σύστημα Στατιστικής Πληροφόρησης (ΣΣΠ) του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

## **5.2.2 Μέθοδος Αποτίμησης: Ανάλυση και Κριτική του δείκτη PE**

### **5.2.2.1. Ιστορικό**

Ο ιδιαίτερα δημοφιλής, στις μέρες μας πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) καθώς και ο αντίστοιχος ανεστραμμένος πολλαπλασιαστής κερδών (E/P) συστήθηκαν για πρώτη φορά στην παγκόσμια βιβλιογραφία από τους Graham<sup>14</sup> και Dodd το 1934 οι οποίοι κατέγραψαν τους παραπάνω αριθμοδείκτες ως σημεία αναφοράς για την αποτίμηση μετοχών.

Η σύλληψη και εφαρμογή του δείκτη P/E θεμελιώθηκε πάνω στην νεόκοπη αντίληψη των ερευνητών που πρέσβευαν την ιδέα ότι τα κέρδη συνδέονται (ή θα έπρεπε να συνδέονται) με την αξία της εταιρείας. Η ερμηνευτική απλότητα του δείκτη, η οποία συνοψίζεται στον αποφθεγματικό ορισμό του ως 'το ποσό που πρέπει να καταβάλλει κανείς προκειμένου να αγοράσει ένα δολλάριο<sup>15</sup> από τα κέρδη της εταιρείας', τον κατέστησε σχεδόν

---

<sup>14</sup> Ο Ben Graham θεωρείται ο πατέρας του "value investing".

<sup>15</sup> Το νόμισμα είναι βέβαια ενδεικτικό καθώς λογίζεται πάντα το νόμισμα στο οποίο γίνονται οι διαπραγματεύσεις στην εκάστοτε κεφαλαιαγορά.



αμέσως ανάμεσα στα πιο δημοφιλή εργαλεία στα χέρια των χρηματιστηριακών αναλυτών και των επενδυτών. Πολύ σύντομα, μεγάλη μερίδα των ειδικών που δραστηριοποιούνται στο χρηματιστήριο άρχισαν να βασίσουν τις αποφάσεις αγοράς και πώλησης αξιογράφων στα διαφορετικά επίπεδα τιμών του δείκτη P/E. Συνακόλουθα, ο αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη υπήρξε στην αρχή της πορείας του ένα –σε αδρές γραμμές- σημείο αναφοράς για την επενδυτική επιλογή μετοχών. Στην πορεία, αποτέλεσε εργαλείο σύστασης και εφαρμογής ειδικών επενδυτικών στρατηγικών οι οποίες μακροπρόθεσμα αποσκοπούσαν και επιτύγχαναν αποδόσεις μεγαλύτερες του μέσου όρου της ευρύτερης αγοράς.

Οι επενδυτικές αυτές στρατηγικές, που σύντομα προσδιορίστηκαν υπό τον ορισμό ‘στρατηγικές αξίας<sup>16</sup>’, εμφανίστηκαν στην σχετική βιβλιογραφία καταρχήν από τους Graham και Dodd (1934) και τον Drenman (1977) και αποτέλεσαν έκτοτε αντικείμενο έρευνας για πολυάριθμους ακαδημαϊκούς, ερευνητές και επαγγελματίες του χώρου των επενδύσεων. Η κατευθυντήρια γραμμή που χαρακτηρίζει τις στρατηγικές αξίας επικεντρώνεται στην επιλογή μετοχών για επένδυση με κυρίαρχα κριτήρια την χαμηλή τιμή διαπραγμάτευσης και εξαιρετικά ειδικά χαρακτηριστικά χρηματοοικονομικής επίδοσης όπως η μερισματική απόδοση, τα κέρδη, το μετοχικό κεφάλαιο, οι ταμειακές ροές και άλλα παρόμοια μεγέθη. Αρκετοί ερευνητές στη συνέχεια, με πρώτο τον Basu (το 1977 και το 1983) αλλά και τους Jaffe, Keim και Westerfield (1989), Levis (1989), Chan et al. (1991) και Fama and French (1992) επιδοκίμασαν την αποτελεσματικότητα παρόμοιων στρατηγικών και κατέληξαν στο συμπέρασμα

---

<sup>16</sup> Στην ευρύτερη βιβλιογραφία απαντώνται συχνότατα υπό τον όρο “value strategies”.

ότι οι μετοχές με χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (price earnings ratio) μπορούν να εξασφαλίσουν υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Στις μέρες μας, σημαντική μερίδα της έρευνας αναλώνεται στην τροποποίηση ή και τελειοποίηση του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio) με απώτερο στόχο να εξελιχτεί από ιδιαίτερα ελκυστικό εργαλείο επενδυτικής συμπεριφοράς σε ένα αρτιότερο μέσο αποτίμησης μετοχικών αξιογράφων και εταιρειών. Στα πλαίσια αυτής της κατεύθυνσης έχουν προκύψει νέοι δείκτες με τους πιο σημαντικούς από αυτούς που συγκαταλέγονται ανάμεσα στις βελτιωμένες εκδοχές του προϋπάρχοντος P/E, να είναι ο σχετικός πολλαπλασιαστής τιμής/κερδών (relative P/E ratio) καθώς και ο δείκτης PEG<sup>17</sup>. Ο τελευταίος προέκυψε ως αποτέλεσμα της ανάγκης των αναλυτών και των διαχειριστών χαρτοφυλακίων να διαγνώσουν και να διαχωρίσουν τις υπερτιμημένες και υποτιμημένες μετοχές, επιχειρώντας μία σύγκριση ανάμεσα στον δείκτη P/E και το ρυθμός αύξησης κερδών που έχουν να επιδείξουν οι τελευταίες.

---

<sup>17</sup> Ο δείκτης PEG ορίζεται ως ο λόγος του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (στη βασική μορφή του) διαιρεμένος με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών ανά μετοχή. Ο τύπος του πολλαπλασιαστή PEG είναι ο ακόλουθος:

$$\text{PEG ratio} = \text{PE} / \text{Expected Growth Rate}$$

Όσον αφορά στον τρόπο υπολογισμού του δείκτη P/E, που κατέχει τη θέση του αριθμητή στον πιο πάνω λόγο, αυτός είναι στην ευχέρεια του αναλυτή αλλά σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να εναρμονίζεται με τη βάση υπολογισμού του αναμενόμενου ποσοστού ανάπτυξης. Έτσι, αν για παράδειγμα επιλέξουμε να υπολογίσουμε το ρυθμό αύξησης κερδών ανά μετοχή ανατρέχοντας στα κέρδη της πλέον πρόσφατης χρήσης, ο τύπος του P/E που θα μετάσχει στο λόγο PEG, θα είναι το current P/E ratio ενώ, αν το ποσοστό αύξησης υπολογίζεται με βάση τα κέρδη προηγούμενης λογιστικής χρήσης θα επιλέξουμε τον τύπο του trailing PE. Όπως γίνεται φανερό, δεν έχει τόση σημασία ίσως, η βάση στην οποία θα υπολογίσουμε τον πολλαπλασιαστή PEG αλλά η συνέπεια και η ομοιογένεια στον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης (g) και του PE. Ωστόσο, εκείνος ο τύπος του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή που δεν θα πρέπει σε καμία περίπτωση να χρησιμοποιείται στον υπολογισμό του λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή προς τον ρυθμό αύξησης κερδών (PEG), είναι ο τύπος του προσδοκώμενου λόγου τιμής προς κέρδη (forward PE ratio) διότι ενδέχεται να μας οδηγήσει σε διπλό υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης.

### 5.2.2.2. Περιγραφή- Ερμηνεία

Ο πολλαπλασιαστής P/E κατέχει ιδιαίτερα σημαντική θέση στη θεωρία αποτίμησης μετοχικών αξιών διότι αποτελεί σε κάθε περίπτωση την πρώτη συσχέτιση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής με τον πλούτο που αποφέρει η εταιρεία. Ο Damodaran, ωστόσο, σημειώνει χαρακτηριστικά στην ανάπτυξη που αναλώνει για τον συγκεκριμένο πολλαπλασιαστή ότι πρόκειται για τον αριθμοδείκτη που έχει χρησιμοποιηθεί και συνάμα 'κακοποιηθεί' περισσότερο από οποιονδήποτε άλλον (Damodaran, 2001). Η απλότητα του τον καθιστά ελκυστική επιλογή για μία σειρά από εφαρμογές που εκτείνονται από την από την τιμολόγηση Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών έως τη διενέργεια συγκριτικών αναλύσεων και κλαδικών αποτιμήσεων. Συχνά αγνοείται η στενή σύνδεση του υποκείμενου πολλαπλασιαστή με τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη της εταιρείας, γεγονός που οδηγεί σε λανθασμένη εφαρμογή του δείκτη και σε παρερμηνεία των αποτελεσμάτων που παρέχει το ιδιαίτερα αξιόλογο αυτό εργαλείο.

Μολονότι, ο πολλαπλασιαστής κερδών έχει τη δυνατότητα να μας παράσχει ιδιαίτερα σύνθετη και ουσιαστική πληροφόρηση για τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία των εταιρειών, στο μεγαλύτερο βαθμό η χρήση του περιορίζεται σε δημοφιλέστατο κριτήριο επιλογής μετοχών. Ο λόγος της ευρύτατης χρήσης του ως τέτοιο εργαλείο είναι ότι πρόκειται για τον πολλαπλασιαστή κερδών που απεικονίζει πόσες φορές πληρώνουμε τα κέρδη ανά μετοχή μίας εταιρείας με την αγορά της μετοχής της<sup>18</sup>. Είναι, στην ουσία, η εικόνα των μεμονωμένων μετοχών στο επενδυτικό κοινό και καθιστά μετρήσιμη

---

<sup>18</sup> Εξίσου διαδεδομένη είναι η περιγραφή του πολλαπλασιαστή ως την απεικόνιση της πληροφόρησης για τα έτη που απαιτούνται προκειμένου να επιστραφεί στον επενδυτή το κεφάλαιο που διέθεσε για την αγορά μετοχικών αξιών.

την ελκυστικότητα τους ως επενδύσεις ακόμα και από μη ειδικούς. Ωστόσο η απλότητα στην περιγραφή και τον υπολογισμό του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή είναι ως ένα βαθμό παραπλανητική και αν αξιοποιηθούν σωστά οι δυνατότητες υπολογισμού του για ιδιοτελείς λόγους ενδέχεται να αποτελέσει πηγή στρεβλής πληροφόρησης.

Όσον αφορά στον υπολογισμό της τρέχουσας τιμής μετοχής που αποτελεί τον αριθμητή του λόγου, οι επιλογές που μας παρέχονται είναι περιορισμένες. Κατά κανόνα, λαμβάνεται υπόψιν είτε η μέση ετήσια τιμή που διαμόρφωσε η μετοχή της εκάστοτε εταιρείας, είτε η τρέχουσα τιμή στη λήξη της χρήσης<sup>19</sup> ή στην αρχή του έτους είτε η τρέχουσα ημερήσια χρηματιστηριακή τιμή όταν υφίσταται συγκεκριμένη ημερομηνία αναφοράς. Σε κάθε περίπτωση, η επιλογή της ανάλογης μεθόδου για τον υπολογισμό του αριθμητή για τον δείκτη P/E δεν παρουσιάζει ιδιαίτερα ερμηνευτικά προβλήματα. Οφείλει, ωστόσο, να προβληματίσει ιδιαίτερα την ανάλυση η επιλογή μεθόδου για τον προσδιορισμό των κερδών ανά μετοχή, υπολογισμός που επιδέχεται πολυάριθμες ερμηνείες και μορφές. Διαχωρίζοντας ανάμεσα στις καθιερωμένες παραλλαγές υπολογισμού των κερδών ανά μετοχή για τον δείκτη, έχουμε να παραθέσουμε τη δυνατότητα προσδιορισμού του παρονομαστή με τη χρήση των κερδών ανά μετοχή της τρέχουσας χρήσης (που μας οδηγεί στον υπολογισμό του λεγόμενου current PE ratio), με βάση τα κέρδη ανά μετοχή όπως αυτά διαμορφώθηκαν κατά τη διάρκεια των τελευταίων τεσσάρων τριμήνων (που ορίζεται ως trailing PE), είτε, τέλος με βάση τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου έτους (οπότε καταφεύγουμε στο forward PE). Επιπρόσθετα, μπορεί να γίνει διαχωρισμός αναφορικά με τον τρόπο

---

<sup>19</sup> Όπως επέλεξε να πράξει υπολογιστικά η παρούσα έρευνα.

υπολογισμού των κερδών ανά μετοχή του πολλαπλασιαστή ανάμεσα σε fully-diluted EPS<sup>20</sup> ή βασικά (primary) κέρδη ανά μετοχή. Συμπερασματικά, πρέπει να ειπωθεί ότι η ευκολία της αξιολόγησης που μας παρέχεται με βάση τον συγκεκριμένο πολλαπλασιαστή αποτελεί χαρακτηριστικό προτέρημα του ως υπόδειγμα αποτίμησης μετοχών, ωστόσο, όπως θα δείξει η περαιτέρω ανάλυση χρειάζεται να ανατρέξουμε στις θεμελιώδεις μεταβλητές του (ρυθμός ανάπτυξης, κίνδυνος, μερισματική απόδοση) προκειμένου να κατανοήσουμε σφαιρικότερα την αποτίμηση που μας παρέχει.

### 5.2.3. Περιορισμοί της Έρευνας

Η αρχική πρόθεση όσον αφορά στη διεξαγωγή της παρούσας έρευνας ήταν να συμπεριληφθεί σε αυτήν και το έτος 1999 καθώς κατέχει ιδιαίτερη θέση στην χρηματιστηριακή ιστορία αφού σημείωσε την υψηλότερη ιστορικά απόδοση όλων των ετών και σηματοδοτεί την αρχή της κρίσης του σύγχρονου ελληνικού χρηματιστηρίου. Η ιδέα αυτή απορρίφθηκε στην πορεία για δύο λόγους: Ο πρώτος αφορά στο ότι δεν κατέστη δυνατή η συλλογή δεδομένων για σημαντική μερίδα των μετοχών που συμμετείχαν στον δείκτη την εν λόγω χρονική περίοδο. Συγκεκριμένα, η αναζήτηση ιστορικών στοιχείων για τις μετοχές της Ιονικής Τράπεζας, της Τράπεζας Εργασίας, της Τράπεζας Χίου και της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης δεν απέδωσε αποτελέσματα. Η έλλειψη στοιχείων αποδίδεται στο ότι οι περισσότερες από τις προαναφερθείσες μετοχές εξαφανίστηκαν από τον χρηματιστηριακό χάρτη της τοπικής και της διεθνούς αγοράς λόγω εξαγορών και συγχωνεύσεων και δεν απαντώνται πλέον στις

---

<sup>20</sup> Στην περίπτωση αυτή καταγράφονται μειβμένα κέρδη ανά μετοχή καθώς, στην περίπτωση αυτή υπολογίζεται η έκδοση επιπρόσθετου αριθμού μετοχών από την άσκηση δικαιωμάτων ή την χερίση μετατρέψιμων ομολογιών.

γνωστές βάσεις αναζήτησης οικονομικών δεδομένων. Συνακόλουθα, ο αποκλεισμός των παραπάνω μετοχών από την έρευνα επιβάλλει την εξαίρεση του έτους 1999 από τον χρονικό ορίζοντα της παρούσας μελέτης.

Η επιλογή της αποτίμησης στη βάση ενός συγκεκριμένου δείκτη (στην περίπτωση μας του δείκτη FTSE 20) δεν επιτρέπει την μεμονωμένη “σταχυολόγηση” των ιδανικών υποψήφιων μετοχών και ως εκ τούτου διασφαλίζει σε ορισμένο βαθμό την αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων. Σε κάθε περίπτωση πάντως, η απόρριψη μετοχών με βάση την μη διαρκή παρουσία τους στο ΧΑ από την ημερομηνία της πρώτης εισαγωγής τους εισάγει στην έρευνα τον περιορισμό της “επιβίωσης” (τη λεγόμενη *survivor bias*). Η πρακτική διάσταση του εν λόγω περιορισμού αφορά στο ότι στο δείγμα μας απαντώνται αποκλειστικά μετοχές που είτε έχουν διαρκή παρουσία στο Χρηματιστήριο<sup>21</sup> κατά το διάστημα 2000-2004 είτε από την πρώτη εισαγωγή τους και μέχρι το πέρας της υπό εξέταση περιόδου. Αυταπόδεικτα, λοιπόν, αποκλείονται από το δείγμα μας μετοχές εταιρειών που έπαψαν να υφίστανται ή τερματίστηκε η διαπραγμάτευση τους. Κατά συνέπεια η αποτίμηση και οι αποδόσεις που παρουσιάζονται ενδέχεται να είναι συνολικά καλύτερες από την υφιστάμενη πραγματική αποτίμηση. Έτσι, το παρόν δείγμα είναι ως ένα βαθμό “προκατειλημμένο” όσον αφορά στο ότι περιλαμβάνει μετοχές με συγκεκριμένη διάρκεια παρουσίας στο χρηματιστήριο, γεγονός που θα πρέπει να συνεκτιμηθεί στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, ας σημειωθεί ότι η μόνη παραχώρηση<sup>22</sup> που κρίθηκε αναγκαίο να γίνει στην παρούσα

---

<sup>21</sup> Επισημαίνεται ότι αξίωση της έρευνας αποτελεί η διαρκή παρουσία στο Χρηματιστήριο Αθηνών ευρύτερα και όχι απαραίτητα στον δείκτη FTSE 20.

<sup>22</sup> Οι μετοχές που μετέχουν στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης έχουν ισχυρά σημεία στήριξης και σημαντική αξιοπιστία, επομένως, δεν απαντώνται με συχνότητα στον εν λόγω δείκτη εταιρείες που σταμάτησαν να διαπραγματεύονται λόγω απόσυρσης ή δυσμενούς πορείας.

εργασία όσον αφορά στον περιορισμό που αναπτύχθηκε παραπάνω αφορά στην εξαίρεση του έτους 1999 από την έρευνα και δεν επηρέασε ουδόλως τα υπόλοιπα έτη. Ας σημειωθεί, επίσης, ότι η αρχική ανάλυση περιελάμβανε το 1999 και επαναλήφθηκε αφού αφαιρέθηκαν οι παρατηρήσεις που αφορούσαν τη συγκεκριμένη χρονιά. Η τροποποίηση αυτή κρίθηκε αναγκαία αφενός λόγω της προαναφερθείσας έλλειψης στοιχείων και αφετέρου λόγω της ισχυρής πειστικότητας του επιχειρήματος που θέλει τις αποδόσεις της σχετικής περιόδου να έχουν πολύ μικρή συσχέτιση με τα θεμελιώδη δεδομένα των εταιρειών. Συνακόλουθα, η συμπερίληψη τους στην ανάλυση θα μπορούσε ενδεχομένως να εισάγει σημαντικό ποσοστό «θορύβου» στις εκτιμήσεις μας για την αποτίμηση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

### **5.3 Διάρθρωση της Έρευνας**

Η καινοτομία στη συλλογιστική της υφιστάμενης έρευνας δεν εντοπίζεται στη χρησιμοποιούμενη μεταβλητή (Price/Earnings ratio) ή στον υπό μελέτη δείκτη (FTSE 20) αλλά έγκειται απόλυτα στον χειρισμό ενός δημοφιλούς εργαλείου αποτίμησης και αξιολόγησης (του δείκτη Τιμής / Κέρδη ανά Μετοχή) με τρόπο ανορθόδοξο σε σχέση με την καθιερωμένη πρακτική. Η σχετική βιβλιογραφία καταδεικνύει με τον πιο σαφή τρόπο ότι η πλειοψηφία των αναλύσεων που πραγματοποιούνται στη βάση του συγκεκριμένου πολλαπλασιαστή αναλώνονται στην διαχρονική σύγκριση του εν λόγω πολλαπλασιαστή στη βασική μορφή του<sup>23</sup>. Φιλοδοξία της υφιστάμενης ανάλυσης είναι να διαφοροποιηθεί από την ευρέως διαδεδομένη γραμμή

---

<sup>23</sup> Βασικός Δείκτης Τιμή/Κέρδη ανά Μετοχή = Τρέχουσα Τιμή Μετοχής / Καθαρά Κέρδη ανά Μετοχή.

ανάλυσης επιχειρώντας να ειδωθεί ο παραδοσιακός δείκτης PE μέσα από διαφορετική οπτική. Έτσι, η σύγκριση που θα επιχειρήσουμε δεν αφορά στη διαχρονική διακύμανση της τιμής του απλού λόγου κερδών ανά μετοχή αλλά στην αντιπαράθεση της τιμής του βασικού PE ratio –που αποτελεί το ένα μέλος της έρευνας- με την τιμή του ιστορικού δείκτη PE –που είναι ο έτερος ακρογωνιαίος λίθος της παρούσας μελέτης- αναλυμένου στις θεμελιώδεις μεταβλητές του (θεμελιώδες PE), όπως αυτές διαμορφώνονται ετησίως.

Ανακεφαλαιώνοντας, ας σημειωθεί ότι το σκεπτικό της μελέτης δεν αρκείται στην αποτίμηση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης με βάση τον πολλαπλασιαστική τιμή προς κέρδη ανά μετοχή. Επιχειρεί να περιλάβει μία κριτική της παραπάνω μεθόδου αποτίμησης ανατρέχοντας στα θεμελιώδη μεγέθη του δείκτη PE, προτείνει νέα αποτίμηση με βάση τον πολλαπλασιαστική αναλυμένο στις θεμελιώδεις μεταβλητές του και τελικά ελέγχει την υφιστάμενη σχέση μεταξύ του πολλαπλασιαστική και συγκεκριμένων επιλεγμένων μεταβλητών που θεωρείται ότι τον επηρεάζουν καθώς και τη σημαντικότητα των τελευταίων. Στα πλαίσια της οριοθέτησης των παραπάνω στόχων αναφορικά με την αξιολόγηση του δείκτη των είκοσι μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εταιρειών που διαπραγματεύονται στο ΧΑ, κρίθηκε σκόπιμο να περιληφθούν τα ακόλουθα διαδοχικά στάδια.

### **5.3.1. Στάδιο 1<sup>ο</sup>: Υπολογισμός Βασικού PE**

Το πρώτο στάδιο της έρευνας αφορά στον υπολογισμό του λεγόμενου βασικού δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (observed PE ratio) και το στάδιο αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία για την έρευνα διότι θα αποτελέσει τη βάση της συγκριτικής αποτίμησης. Στην φάση αυτή θα επιχειρήσουμε να καταγράψουμε



την αποτίμηση του δείκτη FTSE 20 για καθεμία από τις πέντε διαδοχικές χρονιές που εξετάζουμε με βάση τον παραπάνω πολλαπλασιαστή. Ο τύπος που παρέχει την εικόνα του βασικού (observed) πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή είναι ο ακόλουθος:

$$PE = \frac{P_0}{EPS}$$

Όπου,

$P_0$  = Τρέχουσα (Χρηματιστηριακή) Τιμή μετοχής

EPS = Κέρδη ανά Μετοχή<sup>24</sup>

Είναι σαφές ότι ο βασικός τύπος του PE προκύπτει από τη διαίρεση της τρέχουσας τιμής της μετοχής με τα κέρδη της εταιρείας κατά μετοχή. Προκειμένου η παρούσα μελέτη να ανταποκρίνεται με συνέπεια στην αρχή της συγκρισιμότητας τέθηκε εξαρχής ως ημερομηνία αναφοράς, κοινή για καθένα από τα πέντε έτη, η 31/12/xx. Έτσι, με εξαίρεση τα καθαρά κέρδη τα οποία αναφέρονται στο σύνολο κάθε σχετικού έτους, όλες οι υπόλοιπες τιμές λαμβάνονται με βάση την τρέχουσα εικόνα τους την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου. Τα δεδομένα που θέσαμε στη διάθεση της ανάλυσης προκειμένου να υπολογίσουμε σε πρώτη φάση το βασικό πολλαπλασιαστή Τιμής/Κέρδη ανά Μετοχή είναι τα ακόλουθα:

- Τρέχουσα τιμή κλεισίματος για καθεμία από τις συμμετέχουσες στο δείκτη εταιρείες την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2000-4.

---

<sup>24</sup> Για τον υπολογισμό του EPS (Earnings per Share) ανατρέχουμε στον ισολογισμό στα Καθαρά Κέρδη προς Διανομή και διαιρούμε με τον αριθμό των κοινών μετοχών.

- Αριθμός μετοχών για καθεμία από τις μετοχικές αξίες που απαρτίζουν τον δείκτη την 31/12/2000-4.
- Καθαρά κέρδη κάθε μετοχής του FTSE/XA 20 για τις χρήσεις 2000 έως 2004.
- Ποσοστά συμμετοχής<sup>25</sup> όλων των εταιρειών που συναπαρτίζουν τον δείκτη με ημερομηνία αναφοράς και για τα συγκεκριμένα στοιχεία την 31/12/2000-4<sup>26</sup>.

Προκειμένου να εκμαιεύσουμε τη διαχρονική εξέλιξη του δείκτη FTSE/XA 20 σε όρους του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, θα υπολογίσουμε τον δείκτη PE για καθεμία από τις συμμετέχουσες εταιρείες στον δείκτη μεμονωμένα και στη συνέχεια θα χρησιμοποιήσουμε αυτά τα δεδομένα προκειμένου να υπολογίσουμε τον ετήσιο δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή για το σύνολο του υποκείμενου δείκτη υπό ανάλυση. Ο υπολογισμός του ετήσιου βασικού PE του δείκτη FTSE που αντιπροσωπεύει τη μεγάλη κεφαλαιοποίηση προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του υφιστάμενου λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή των επιμέρους εταιρειών με το ποσοστό συμμετοχής κάθε μετοχής στο δείκτη. Η μεθοδολογία αυτή εξασφαλίζει την ανάδειξη ενός επαρκώς δίκαιου συνολικού λόγου τιμής/κέρδη για τον δείκτη

---

<sup>25</sup> Με βάση την κεφαλαιοποίηση της κάθε εταιρείας υφίσταται ατομικό ποσοστό συμμετοχής κάθε εταιρείας στον δείκτη FTSE 20.

<sup>26</sup> Τα ποσοστά συμμετοχής των μεμονωμένων μετοχών στον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης αναθεωρούνται σε τακτική βάση και αναπροσαρμόζονται στις εκάστοτε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου καθώς και στις οποιεσδήποτε μεταβολές των εταιρειών στην κεφαλαιοποίηση ενώ, επιπρόσθετα επηρεάζονται και από τις μεταβολές στις συμμετέχουσες στον δείκτη εταιρείες καθώς έχουν συγκριτικό χαρακτήρα. Έτσι, δεν παραμένουν σταθερά οπότε κρίνεται σκόπιμο να τα υπολογίζουμε για την ημερομηνία που μας ενδιαφέρει. Οποιαδήποτε σκέψη να υπολογίζονται τα ποσοστά σωρευτικά για όλο το έτος συνυπολογίζοντας τον χρόνο που διατηρήθηκε το σχετικό ποσοστό συμμετοχής απορρίφθηκε με την αιτιολογία ότι θα έκανε ιδιαίτερα πολύπλοκη την ανάλυση χωρίς να παρέχει σημαντική ερμηνευτική και ερευνητική αξία.

FTSE 20 καθώς ενσωματώνει με ακρίβεια το βαθμό πραγματικής επιρροής καθεμίας από τις συμμετέχουσες στο δείκτη αξίες.

### 5.3.2. Στάδιο 2<sup>ο</sup>: Υπολογισμός Θεμελιώδους PE

Η παρούσα εργασία έθεσε ως πρωταρχικό στόχο τη διερεύνηση της σχέσης που διέπει τον δείκτη PE και τους θεμελιώδεις συντελεστές του. Στα πλαίσια αυτής της πρόθεσης είναι σκόπιμο να επιχειρήσουμε να προσδώσουμε ταυτότητα στις θεμελιώδεις μεταβλητές του πολλαπλασιαστή τιμής/κέρδη ανά μετοχή καθώς και να εκμαιεύσουμε την εκδοχή του παραπάνω πολλαπλασιαστή PE αναλυμένη στα θεμελιώδη μεγέθη του. Για την ανάδειξη ενός μαθηματικού τύπου που θα επιτρέψει τον υπολογισμό του ιστορικού θεμελιώδους δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή θα έχουμε ως αφετηρία τον κλασικό τύπο του σχετικού πολλαπλασιαστή κερδών τον οποίο θα αποδομήσουμε προκειμένου να τον ανασκευάσουμε με βάση τους θεμελιώδεις συντελεστές του. Ουσιαστικά, θα αναλύσουμε τα μέρη που συνθέτουν τον βασικό λόγο τιμής / κέρδη ακολουθώντας τη διαδικασία ορισμού τους προς τα πίσω. Με δεδομένη την κατηγοριοποίηση του υποκείμενου πολλαπλασιαστή σε δείκτη αξιολόγησης του κοινού μετοχικού κεφαλαίου<sup>27</sup> και προκειμένου η παρούσα έρευνα να είναι συμμορφωμένη με την αρχή της συγκρισιμότητας, επιλέξαμε να αναλύσουμε τον δείκτη τιμής προς κέρδη βασιζόμενοι σε ένα μοντέλο αποτίμησης ιδίων κεφαλαίων. Σύμφωνα, λοιπόν, με το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (το μοντέλο είναι ευρέως γνωστό στη διεθνή αλλά και στην ελληνική βιβλιογραφία ως DDM ή αναλυτικά Dividend Discount Model),

---

<sup>27</sup> Η κατηγοριοποίηση αναφέρεται στην οριοθέτηση του πολλαπλασιαστή P/E ως equity value multiple.

η χρηματιστηριακή τιμή μίας μετοχής ή ενός δείκτη παρέχεται από την ακόλουθη σχέση<sup>28</sup>:

$$P_0 = \frac{DPS_1}{k_e - g_n}$$

Όπου οι επιμέρους όροι της πιο πάνω εξίσωσης περιγράφονται ως ακολούθως:

$DPS_1$  = Αναμενόμενο Μέρισμα ανά Μετοχή

$k_e$  = Κόστος ιδίων κεφαλαίων ή απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης

$g_n$  = Αναμενόμενος ρυθμός αύξησης μερισμάτων

$n$  = Αριθμός ετών

Αν επιχειρήσουμε να διαιρέσουμε και τα δύο μέρη της ως άνω εξίσωσης με το λόγο των ιστορικών κερδών ανά μετοχή (EPS), ανακύπτει μία εξίσωση στη βάση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών που προσδιορίζει τον ιστορικό δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή για εταιρείες που χαρακτηρίζονται από σταθερή ανάπτυξη. Η εξέλιξη της προηγούμενης εξίσωσης μετά τη διαίρεση αμφοτέρων των μελών της με τα ιστορικά καθαρά κέρδη ανά μετοχή είναι η ακόλουθη σχέση:

$$\frac{P_0}{EPS} = \frac{\frac{DPS_1}{k_e - g_n}}{1}$$

<sup>28</sup> Ο συγκεκριμένος τύπος απόδοσης της τρέχουσας τιμής μίας οποιαδήποτε μετοχής αντιστοιχεί στο Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM) για εταιρείες σταθερής ανάπτυξης, το λεγόμενο DDM for a stable growth firm.

Το πρώτο σκέλος της υφιστάμενης εξίσωσης παραπέμπει ολοφάνερα στο ιστορικό PE ενώ, το δεύτερο σκέλος παρέχει τη δυνατότητα περαιτέρω ανάλυσης. Συνακόλουθα, η προηγούμενη σχέση διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Historical PE} = \frac{\text{DPS}_1}{\text{EPS} \cdot (k_e - g_n)} \Leftrightarrow \text{Historical PE} = \frac{\text{DPS}_0 \cdot (1 + g_n)}{\text{EPS} \cdot (k_e - g_n)}$$

Ωστόσο, ο λόγος  $\text{DPS}_0 / \text{EPS}$  μας παρέχει στην ουσία τον τύπο του αριθμοδείκτη διανομής μερισμάτων (payout ratio<sup>29</sup>), με αποτέλεσμα η προηγούμενη εξίσωση να λαμβάνει την ακόλουθη τελική μορφή:

$$\Leftrightarrow \text{Historical PE} = \frac{\text{Payout Ratio} \cdot (1 + g_n)}{k_e - g_n}$$

Ο παραπάνω τύπος είναι εκείνος που ορίζει με επάρκεια και σαφήνεια τον θεμελιώδη πολλαπλασιαστή τιμής / κέρδη ανά μετοχή (fundamental PE) ο οποίος θα αποτελέσει το υπόδειγμα αποτίμησης της παρούσας εργασίας. Σε αναλογία με την τελικώς διαμορφωθείσα εξίσωση του θεμελιώδους δείκτη PE, μπορούμε με ασφάλεια να εξάγουμε το συμπέρασμα ότι οι θεμελιώδεις μεταβλητές του σχετικού πολλαπλασιαστή αντιπροσωπεύονται καταρχήν από το δείκτη διανομής μερισμάτων, τον μακροπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης (που στην περίπτωση μας ταυτίζεται με το ρυθμό αύξησης καθαρών κερδών ανά μετοχή) και το απαιτούμενο επιτόκιο (ή ποσοστό) απόδοσης. Στην πραγματικότητα, σαφώς συμμετέχουν περισσότερες μεταβλητές στον υπολογισμό του θεμελιώδους PE από τις τρεις που προαναφέρθηκαν. Οι μεταβλητές αυτές θα αποκαλυφθούν στην πορεία της ανάλυσης καθώς θα

<sup>29</sup> Ο δείκτης διανομής μερισμάτων ορίζεται ως η αναλογία των διανεμηθέντων μερισμάτων για κάθε μετοχή προς τα κέρδη ορισμένης περιόδου ανά μετοχή και είναι ευρύτερα γνωστός ως payout ratio ή dividend payout ratio, με αμφότερες τις ονομασίες να αντιστοιχούν στον ίδιο δείκτη.

πρέπει να ανατρέξουμε στις υφιστάμενες σχέσεις που προσδιορίζουν τις τρεις βασικές μεταβλητές του θεμελιώδους δείκτη ΡΕ. Έτσι, όσον αφορά στον δείκτη διανομής μερισμάτων, ο τύπος που θα μας επιτρέψει τον υπολογισμό του είναι ο ακόλουθος:

$$\text{Payout Ratio} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

όπου,

DPS = Διανεμηθέντα μερίσματα ανά μετοχή

EPS = Καθαρά κέρδη<sup>30</sup> ανά μετοχή

Ο υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης παρέχει περισσότερες από μία επιλογές στον ερευνητή όσον αφορά στην μέθοδο υπολογισμού του. Αντιμέτωποι με τον προσδιορισμό του ρυθμού αύξησης (g), οι ερευνητές καλούνται να λάβουν μία σειρά αποφάσεων που αφορούν αφενός στη βάση υπολογισμού του ρυθμού ανάπτυξης και αφετέρου στον τρόπο υπολογισμού των υποκείμενων μεγεθών. Πιο συγκεκριμένα, η πρωταρχική απόφαση που καλείται να λάβει ο αναλυτής είναι αν θα υπολογιστεί ο ρυθμός αύξησης με σημείο αναφορά τα μερίσματα ή τα κέρδη ανά μετοχή του διαπραγματευόμενου αξιογράφου. Στην παρούσα ανάλυση επιλέχθηκαν τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή με το σκεπτικό ότι η κεφαλαιακή απόδοση των αξιογράφων υπερτερεί της μερισματικής απόδοσης εφόσον θεωρείται ότι ερμηνεύει καλύτερα το συγκεκριμένο υπόδειγμα αποτίμησης, σε κάθε περίπτωση βασιζόμενο σε πολλαπλασιαστική που αναφέρεται τόσο στην καθαρή θέση όσο και στα κέρδη. Η απόφαση μας, ωστόσο, διαθέτει και πρακτικό έρεισμα καθώς έγινε πρόβλεψη

---

<sup>30</sup> Υπολογίζουμε τα κέρδη μετά φόρων, τόκων και δικαιωμάτων μειοψηφίας.

υπολογισμού του  $g$  με βάση τα κέρδη για να προληφθούν πιθανές επιπλοκές στην περίπτωση εταιρειών που είτε δεν προβαίνουν σε πληρωμή μερισμάτων εξαιτίας ανάλογης πολιτικής είτε παρέλειψαν να καταβάλλουν μερίσματα σε κάποιες χρήσεις λόγω ιδιαίτερων οικονομικών συνθηκών. Η επόμενη απόφαση που καλείται να αντιμετωπίσει η ανάλυση είναι να επιλέξει μεταξύ των διαφόρων υφιστάμενων τύπων κερδών που έχει στη διάθεση της. Οι πιο δημοφιλείς επιλογές είναι οι ακόλουθες τρεις:

- $g$  = μέσος ρυθμός αύξησης ιστορικών EPS
- $g$  = ρυθμός αύξησης αναμενόμενων EPS επόμενης χρήσης
- $g$  = μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης EPS

Όσον αφορά στη μέθοδο υπολογισμού του μέσου μακροπρόθεσμου ρυθμού ανάπτυξης με βάση τα ιστορικά δεδομένα των κερδών ανά μετοχή, οφείλουμε να σημειώσουμε ότι υφίστανται τρεις εναλλακτικές εκδοχές.

- Υπολογισμός του αριθμητικού είτε του γεωμετρικού μέσου των κερδών ανά μετοχή
- Διεξαγωγή ανάλυσης παλινδρόμησης
- Υπολογισμός του γινομένου του ποσοστού παρακράτησης κερδών (retention ratio) επί τον δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE)

Η μειωμένη διαθεσιμότητα στοιχείων για όλες τις εταιρείες σε βάθος δεκαετίας που απαιτείται για τον υπολογισμό της συγκεκριμένης μεταβλητής επέβαλλε την απλούστευση της μεθόδου υπολογισμού και την απόρριψη εναλλακτικών επιλογών που θα απαιτούσαν στοιχεία υπολογισμού επιπρόσθετων αριθμοδεικτών. Η μέθοδος υπολογισμού του ρυθμού ανάπτυξης

που επιλέχτηκε για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης σχετίζεται με τον προσδιορισμό του αριθμητικού μέσου επί του συνόλου των ιστορικών κερδών ανά μετοχή ενώ, απορρίφθηκε η χρήση του γεωμετρικού μέσου καθώς δεν υποστήριζε τη συνεκτίμηση αρνητικών τιμών των δεδομένων. Ο τύπος με βάση τον οποίο θα υπολογίσουμε το ρυθμό ανάπτυξης κερδών ( $g$ ), προσδιορίζεται παρακάτω:

$$g_{i,t-1} = \frac{EPS_{i,t-1} - EPS_{i,t-2}}{EPS_{i,t-2}}$$

όπου,

$g_{i,t-1}$  = ρυθμός αύξησης κερδών μετοχής  $i$ , στον χρόνο  $t-1$

$EPS_{i,t-1}$  = κέρδη ανά μετοχή, της μετοχής  $i$ , στον χρόνο  $t-1$

$EPS_{i,t-2}$  = κέρδη ανά μετοχή, της μετοχής  $i$ , στον χρόνο  $t-2$

Η τελευταία θεμελιώδης μεταβλητή του προσαρμοσμένου λόγου τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή εισάγει την παράμετρο του κινδύνου στο υπόδειγμα αποτίμησης που επιλέχθηκε. Το απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης (απαντάται συνηθέστερα στη σχετική βιβλιογραφία ως κόστος κεφαλαίου) υπολογίζεται στη συγκεκριμένη μελέτη με βάση το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων<sup>31</sup> (CAPM). Σύμφωνα με τη σχέση απόδοσης-κινδύνου όπως αυτή

---

<sup>31</sup> Το CAPM (Capital Asset Pricing Model) υπήρξε ο πυρήνας της θεωρίας αποτίμησης αξιολογώντας κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Το συγκεκριμένο μοντέλο, που πρωτοεμφανίστηκε στις εργασίες του Markowitz (1952) πάνω στη θεωρία χαρτοφυλακίου και εξελίχθηκε περαιτέρω από τους Sharpe (1964), Litner (1965) και Mossin (1966), μας παρέχει ακριβή πρόβλεψη για τη σχέση που πρέπει να αναμένει ο επενδυτής ανάμεσα στον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση μετοχών ή και χαρτοφυλακίων. Σύμφωνα με το ΥΑΚΣ, ο αναμενόμενος κίνδυνος προσδιορίζεται ως συνάρτηση του συντελεστή  $\beta$  του εκάστοτε αξιολογούμενου. Η εκδοχή του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων που χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου αφορά στο μονομεταβλητό μοντέλο του υποδείγματος.



αποτυπώνεται από το προαναφερθέν υπόδειγμα, το αναμενόμενο επιτόκιο απόδοσης, αποδίδεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$k = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

όπου, οι επιμέρους όροι αναλύονται ως ακολούθως:

$r_f$  = Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο<sup>32</sup>

$r_m$  = Επιτόκιο απόδοσης της αγοράς<sup>33</sup>

$\beta$  = Συντελεστής κινδύνου βήτα<sup>34</sup>

$(r_m - r_f)$ <sup>35</sup> = αμοιβή κινδύνου<sup>36</sup>

Αναφορικά με τον προσδιορισμό των συγκεκριμένων δεδομένων που απαιτούνται προκειμένου να επιτρέψουν την απρόσκοπτη ολοκλήρωση της δεύτερης κατά σειρά φάσης της ανάλυσης, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η

<sup>32</sup> Για να προσδιορίσουμε το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου επιλέγουμε ένα αξιόγραφο του οποίου η απόδοση είναι γνωστή με βεβαιότητα (certainty) για ορισμένη χρονική περίοδο. Στην πραγματικότητα δεν υφίσταται κανένα αξιόγραφο πλήρως απαλλαγμένο κινδύνου. Κατά κανόνα το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου εκπροσωπείται από την απόδοση που παρέχει το 10ετές Κρατικό Ομόλογο.

<sup>33</sup> Με τον όρο  $r_m$  κωδικοποιούμε την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, το οποίο θεωρητικά περιλαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία μίας οικονομίας. Επειδή, στην περίπτωση που εξετάζουμε η εφαρμογή του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων αφορά μετοχές, η έννοια του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων θα αντικατασταθεί με αυτήν του συνόλου των μετοχών. Ωστόσο, με δεδομένη τη δυσχέρεια χειρισμού ενός χαρτοφυλακίου τόσο μεγάλου όσο το χαρτοφυλάκιο όλων των διαπραγματευόμενων μετοχών, χρειαζόμαστε έναν δείκτη όσο γίνεται πιο αντιπροσωπευτικό του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Στην περίπτωση αναλύουμε η απόδοση που παρέχει η αγορά θα ταυτιστεί με την απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑ κατά την τελευταία δεκαετία.

<sup>34</sup> Ο συντελεστής βήτα αποτελεί το μέτρο απεικόνισης του συστηματικού κινδύνου που ενσωματώνει στη ουσία της κάθε μετοχή. Ο συντελεστής λαμβάνει διαφορετικές τιμές για καθεμία από τις υπό εξέταση μετοχές. Απεικονίζει το βαθμό ανάληψης κινδύνου που αντιπροσωπεύουν τα επιμέρους αξιόγραφα σε σχέση με το δείκτη που περιγράφει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Ας σημειωθεί ότι ο συντελεστής βήτα του δείκτη ταυτίζεται με τη μονάδα.

<sup>35</sup> Ο όρος αυτός είναι ευρύτερα γνωστός στη διεθνή βιβλιογραφία ως risk premium.

<sup>36</sup> Η αμοιβή κινδύνου (risk premium) ορίζεται ως η διαφορά των αποδόσεων ανάμεσα σε μία επένδυση (ή ένα αξιόγραφο) με κίνδυνο και στην απαλλαγμένη κινδύνου επένδυση. Η διαφορά αυτή συμβολίζει την «αποζημίωση» που αξιώνουν οι επενδυτές προκειμένου να αναλάβουν τον επιπλέον κίνδυνο.

μοναδική σχετική επιπλοκή εντοπίστηκε στη συλλογή στοιχείων αποδόσεων του 10ετούς Κρατικού Ομολόγου. Πιο συγκεκριμένα, για το συγκεκριμένο αξιόγραφο και σε συνάρτηση με τις προδιαγραφές που θέτει η συγκεκριμένη μελέτη, απαιτήθηκαν στοιχεία που χρονολογούνται από το έτος 1991. Ωστόσο, η αναζήτηση μας απέδωσε στοιχεία που στην πιο αισιόδοξη πρόβλεψη αφορούν το χρονικό διάστημα που ξεκινάει από τον Σεπτέμβριο του 1992. Μολονότι, οι παραπάνω αποδόσεις εξυπηρετούν το μεγαλύτερο μέρος της υπό εξέταση περιόδου, απορρίφθηκε η σκέψη να χρησιμοποιηθούν μερικών προκειμένου να τηρηθεί η αρχή της ομοιογένειας των στοιχείων. Ακολούθως, στη θέση της δεκαετούς κρατικής ομολογίας θα χρησιμοποιηθεί το Έντοκο Γραμμάτιο του ελληνικού Δημοσίου ετήσιας απόδοσης. Η παραχώρηση που έγινε, θεωρείται ότι δεν πλήττει ουδόλως την εγκυρότητα της ανάλυσης καθώς θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε για τον προσδιορισμό του επιτοκίου απόδοσης χωρίς κίνδυνο ακόμα και την απόδοση των προθεσμιακών καταθέσεων. Η μεθοδολογία της συλλογής στοιχείων για το δεύτερο και αναντίρρητα σημαντικότερο στάδιο της ανάλυσης απαιτεί τη συλλογή των παρακάτω στοιχείων για όλες τις μετοχικές αξίες που μετέχουν στον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου κάθε έτους:

- Ετήσια διανεμηθέντα μερίσματα ανά μετοχή επιμέρους εταιρειών (1990-2003)
- Ετήσια κέρδη ανά μετοχή των συμμετεχουσών μετοχών για την περίοδο 1990-2003
- Αριθμός μετοχών υπό διαπραγμάτευση για κάθε ενδιαφερόμενη εταιρεία την 31<sup>η</sup>/12 καθενός από τα έτη 1990-2004

- Σύνθεση και επιμέρους ποσοστά συμμετοχής εταιρειών του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης FTSE 20 στις 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους για το διάστημα 2000-2004
- Ετήσια απόδοση Έντοκου Γραμματίου Ελληνικού Δημοσίου για 1999-2003
- Ετήσια απόδοση Γενικού Δείκτη Τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών για έτη 1999-2003
- Ετήσιοι συντελεστές βήτα των εταιρειών που συμμετέχουν στον FTSE 20 καθεμία από τις χρήσεις 2000-2004

Η διαδικασία προσδιορισμού του θεμελιώδους πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή για τον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης μετά τον υπολογισμό των ανάλογων επιμέρους πολλαπλασιαστών των εταιρειών που συναποτελούν τον δείκτη ταυτίζεται με αυτήν που υιοθετήθηκε στο πρώτο στάδιο της εργασίας. Έτσι, αφού υπολογίσουμε σε ετήσια βάση τον θεμελιώδη λόγο PE κάθε εταιρείας που συμμετέχει στη σύνθεση του δείκτη τη δεδομένη χρονιά θα προσαρμόσουμε τις τιμές του αρχικού θεμελιώδους πολλαπλασιαστή κερδών κάθε εταιρείας στον τελικό πολλαπλασιαστή που διαμορφώνεται μετά την ενσωμάτωση του ειδικού ποσοστού βαρύτητας κάθε εισηγμένης στο δείκτη και στη συνέχεια θα εξάγουμε τον αριθμητικό μέσο των τιμών που προέκυψαν. Η διαδικασία αυτή θα διεξαχθεί για κάθε έτος, από τα πέντε που θέσαμε υπό ανάλυση, ξεχωριστά.

Στη φάση αυτή έχουν ολοκληρωθεί τόσο ο προσδιορισμός του βασικού πολλαπλασιαστή κερδών ανά μετοχή του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/XA 20) όσο και του αντίστοιχου θεμελιώδους, γεγονός που θα μας

επιτρέψει να προχωρήσουμε στη σύγκριση των αντιπαραβαλλόμενων μεγεθών. Ο πυρήνας της παρούσας έρευνας έχει οριοθετηθεί, ωστόσο, κρίνεται απαραίτητος για την ερμηνευτική αξία της μελέτης ο έλεγχος των υφιστάμενων σχέσεων μεταξύ του πολλαπλασιαστή και των θεμελιωδών μεγεθών που ισχυριζόμαστε ότι τον επηρεάζουν. Τα επόμενα δύο στάδια που ακολουθούν αναλύονται στην εξέταση της παραπάνω εκδοχής.

### 5.3.3. Στάδιο τρίτο: Γραμμική Παλινδρόμηση δείκτη E/P- (T.Bond-T.Bill)

Το τρίτο στάδιο της έρευνας αναλύεται στη διερεύνηση του δείκτη κερδών ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής<sup>37</sup> (E/P ratio) που βρίσκεται στον αντίποδα του πολλαπλασιαστή (P/E ratio) που εξετάζουμε. Αφορμή για τη διερεύνηση της σχέσης που διέπει τον πολλαπλασιαστή υπήρξε ανάλογη έρευνα του Aswath Damodaran<sup>38</sup> που έγινε για την αμερικανική κεφαλαιαγορά και καλύπτει ένα σημαντικό χρονικό διάστημα για τη διεξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων (1960-1994), η οποία κατέδειξε ισχυρή θετική συσχέτιση (0,67) μεταξύ του πολλαπλασιαστή E/P και των αποδόσεων των αμερικανικών Κρατικών Ομολογιών (Treasury Bond). Θα επιχειρήσουμε να ελέγξουμε αν η υφιστάμενη διαπιστωθείσα αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο μεταβλητών εντοπίζεται και στο ελληνικό χρηματιστήριο με τη διεξαγωγή ανάλυσης παλινδρόμησης μεταξύ των τιμών του βασικού<sup>39</sup> δείκτη E/P για την πενταετία

<sup>37</sup> Ο δείκτης κερδών ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής είναι γνωστός στη διεθνή βιβλιογραφία ως earnings yield.

<sup>38</sup> Πληροφορίες και λεπτομέρειες για τη σχετική έρευνα περιλαμβάνονται στην ιστοσελίδα του Damodaran στο διαδίκτυο στην υποενοότητα "Relative Valuation", η οποία ανήκει στο λήμμα "Topic" της ευρύτερης κατηγορίας "Valuation". Η ηλεκτρονική διεύθυνση είναι <http://pages.nyu.edu/~adamodar/>.

<sup>39</sup> Σε ευθεία αναλογία με τον υπολογισμό του βασικού τύπου του δείκτη τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή (PE ratio), ο βασικό δείκτης κερδών ανά μετοχή / χρηματιστηριακή τιμή μετοχής καθορίζεται ως ο αντίστροφος λόγος EPS / P<sub>0</sub>.

2000-2004 με τις αποδόσεις της ανάλογης πενταετίας για το 10ετές Κρατικό Ομόλογο.

Επεκτείνοντας πάνω στην παραπάνω έρευνα, επισημάνθηκαν ενδείξεις που παραπέμπουν σε επίδραση της διάρθρωσης λήξης των τίτλων των κρατικών χρεογράφων στις τιμές που λαμβάνει ο πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή. Πιο αναλυτικά, η έρευνα του Damodaran κατέδειξε ότι για κάθε ποσοστιαία μονάδα αύξησης της διαφοράς μεταξύ των αποδόσεων των T.Bond και T.Bill έχει τη δυνατότητα να επιφέρει αντίστοιχη μείωση κατά 0,90 % στην τιμή του δείκτη κερδών προς τιμή (E/P) ενώ, όσο η σχέση μεταξύ απόδοσης και της ημερομηνίας λήξης των δύο τύπων χρεογράφων εξομοιώνεται, η αλυσιδωτή επίδραση φέρεται να επιφέρει αύξηση στα επίπεδα του δείκτη E/P και αναλόγως μείωση του λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E). Για να ελέγξουμε τη διαγνωθείσα σχέση αλληλεξάρτησης δημιουργήσαμε μία μεταβλητή που αντιπροσωπεύει τη διάρθρωση λήξης<sup>40</sup> των τίτλων του δημοσίου, και συγκεκριμένα ορίζεται ως η διαφορά των αποδόσεων ανάμεσα στο ελληνικό Κρατικό Ομόλογο και στο αντίστοιχο Γραμμάτιο του Δημοσίου (T.Bond rate – T.Bill rate).

Η συλλογή στοιχείων για την ανάλυση παλινδρόμησης που διεξάγεται στο τρίτο στάδιο της ποσοτικής διερεύνησης του αντικείμενου της παρούσας μελέτης, περιλαμβάνει τα ακόλουθα δεδομένα:

- Καθαρά κέρδη κάθε μετοχής του FTSE/XA 20 για τις χρήσεις 2000 έως 2004.

---

<sup>40</sup> Term structure

- Τρέχουσα μετοχική τιμή για καθεμία από τις συμμετέχουσες στο δείκτη εταιρείες την 31<sup>η</sup>/12 όλων των χρήσεων 2000-4.
- Αριθμός μετοχών κατά την ημερομηνία αναφοράς 31/12 για καθεμία από τις μετοχές που απαρτίζουν τον δείκτη και για το διάστημα 2000-2004.
- Ποσοστά συμμετοχής των εταιρειών που συμμετέχουν στον δείκτη κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2000-4.
- Ετήσιες αποδόσεις του 10ετούς Κρατικού Ομολόγου (Treasury bond) για την πενταετία 2000-4.
- Ετήσια απόδοση του ελληνικού Εντόκου Γραμματίου του Δημοσίου (Treasury bill) για την περίοδο 2000 έως 2004.

#### **5.3.4 Στάδιο 4<sup>ο</sup>: Γραμμική Παλινδρόμηση P/E - Θεμελιωδών μεταβλητών**

Πέρα από τη σύγκριση μεταξύ ομοειδών ή έστω συγκρίσιμων εταιρειών, σημαντικά αποτελέσματα όσον αφορά στην πρόβλεψη των αναμενόμενων μελλοντικών δεικτών αποτίμησης (P/E) τιμής προς κέρδη, μπορούμε να αντλήσουμε από το πληροφοριακό υλικό που μας παρέχεται από τη διαστρωματική ανάλυση όλων των μετοχών που θέσαμε υπό μελέτη. Η πλέον απλή μέθοδος για να συνοψίσουμε τον βασικό όγκο των υπολογισμών που έχουν γίνει έως αυτό το σημείο σε κάποια βασικά συμπεράσματα και να τον κωδικοποιήσουμε είναι η διενέργεια ανάλυσης παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις τιμές του βασικού πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (όπως αυτές προέκυψαν κατά το πρώτο στάδιο της ανάλυσης) και εξαρτημένες μεταβλητές κάθε φορά τις μεταβλητές που εκπροσωπούν τον κίνδυνο, την ανάπτυξη και την χρηματική απόδοση.

Έτσι, προκειμένου να ελέγξουμε την υπόθεση που θέσαμε υπόψιν της έρευνας στο δεύτερο στάδιο της μελέτης, ότι οι τιμές που λαμβάνει ο πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή επηρεάζονται σημαντικά από τα δεδομένα που παρουσιάζουν οι θεμελιώδεις μεταβλητές του αλλά, και με απώτερο σκοπό να ποσοτικοποιήσουμε την σχέση που διατρέχει τον παραπάνω πολλαπλασιαστή με τα θεμελιώδη συστατικά του καταφεύγουμε στο τελευταίο στάδιο της μελέτης μας στην παλινδρόμηση. Στα πλαίσια της πρόθεσης μας να καταδείξουμε στο βαθμό στον οποίο ο παραδοσιακός δείκτης P/E ερμηνεύει σωστά τις μεταβλητές του καθώς και το ποσοστό επιρροής που οι τελευταίες εξασκούν στον πολλαπλασιαστή, ο πολλαπλασιαστής κερδών θα συμμετέχει στην ανάλυση παλινδρόμησης στη βασική (απλή) εκδοχή του. Η ποσοτική ανάλυση θα επικεντρωθεί στο τελευταίο έτος της υπό μελέτη πενταετίας (2004) και οι ανεξάρτητες μεταβλητές που επιλέχθηκαν προκειμένου να συμμετάσχουν στη συγκεκριμένη στατιστική ανάλυση αφορούν στο συντελεστή συσχέτισης  $\beta$ , τον αναμενόμενο ρυθμός ανάπτυξης και το ποσοστό διανομής μερισμάτων. Τα δεδομένα που θα θέσουμε στη διάθεση μας για τη διεκπεραίωση των απαραίτητων παλινδρομήσεων είναι τα ακόλουθα:

- Τρέχουσα τιμή μετοχής για όλες τις αξίες που συμμετέχουν στον δείκτη κατά την 31/12/2004
- Αριθμός μετοχών υπό διαπραγμάτευση για καθεμία από τις είκοσι εταιρείες που συναρτηρίζουν τον FTSE/XA 20 την 31<sup>η</sup>/12/2004
- Καθαρά κέρδη κάθε μετοχής του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του XA για το σύνολο της χρήσης 2004

- Ετήσια διανεμηθέντα μερίσματα ανά μετοχή επιμέρους εταιρειών του FTSE 20 για τη δεκαετία 1994-2003
- Τιμές συντελεστή βήτα κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2004 για όλες τις συμμετέχουσες στον δείκτη εταιρείες
- Αναμενόμενος ρυθμός αύξησης κερδών για τις συμμετέχουσες στο δείκτη με ημερομηνία αναφοράς την 31/12/2004.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

---

### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

---

#### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΣΤΑΔΙΟ 1: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ FTSE 20 ΜΕ ΒΑΣΙΚΟ ΛΟΓΟ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ FTSE 20 ΒΑΣΕΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΒΑΣΙΚΟΥ-ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

### 6.1 Εισαγωγή

Αφορμή για τη διεξαγωγή της παρούσας έρευνας υπήρξε η γενικευμένη θεώρηση ότι οι μετοχές που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών υπήρξαν σημαντικά υπερτιμημένες κατά τα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας. Η αξιολογη πτώση του Γενικού δείκτη τιμών –καθώς και των υπόλοιπων χρηματιστηριακών δεικτών-, κατά την πρόσφατη πενταετία, αποτελεί χρήσιμη ένδειξη αλλά δεν παρέχει επαρκή απόδειξη για την υποφαινόμενη στρεβλή αποτίμηση των μετοχικών αξιών. Η επαλήθευση είτε η διάψευση της θεωρίας σύμφωνα με την οποία η ελληνική κεφαλαιαγορά –μέσω των μετοχικών αποδόσεων της- υπήρξε υπερτιμημένη απαιτεί σε κάθε περίπτωση την ενδελεχή ποσοτική διερεύνηση ενός επαρκώς σημαντικού δείγματος της για ικανή χρονική περίοδο. Στην προκειμένη περίπτωση, το δείγμα μας αποτέλεσε ο δείκτης των είκοσι εταιρειών υψηλότερης κεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου, ο οποίος εξετάστηκε τόσο σε συνολικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο μεμονωμένων εταιρειών. Βασική αρχή της έρευνας αποτέλεσε η ομοιογένεια στον χειρισμό των δεδομένων καθώς και η αποχή από προκαθορισμένα συμπεράσματα .

Κεντρικός άξονας της εργασίας αποτελεί η διεξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά στη σχέση μεταξύ τρεχουσών τιμών –αποτίμηση που μας παρέχεται από την αγορά- και θεμελιωδών μεγεθών –αποτίμηση που μας παρέχεται από την εξέταση των χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιμέρους εταιρειών. Η σύγκριση ανάμεσα στην τρέχουσα αποτίμηση της

αγοράς και στα θεμελιώδη μεγέθη που αντιπροσωπεύει η πρώτη διέπει όλα τα στάδια της παρούσας μελέτης, όπως θα γίνει φανερό στη συνέχεια.

## 6.2 Στάδιο 1<sup>ο</sup>: Αποτίμηση FTSE 20 με Βασικό Λόγο Τιμής/Κέρδη

Σε καθένα από τα επιμέρους στάδια της πραγματοποιηθείσας μελέτης η αποτίμηση του δείκτη FTSE 20 δεν γίνεται άμεσα για το σύνολο του δείκτη αλλά περιλαμβάνει καταρχήν την μεμονωμένη αποτίμηση των εταιρειών που συμμετέχουν κάθε φορά στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Συνακόλουθα, προκειμένου να καταλήξουμε στην αποτίμηση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης στη βάση του απλού<sup>1</sup> δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (observed PE ratio) υπολογίσαμε τον βασικό δείκτη PE για καθεμία από τις εταιρείες που τον απαρτίζουν και στη συνέχεια καταλήξαμε στο PE του δείκτη FTSE συνυπολογίζοντας το ποσοστό συμμετοχής των επιμέρους εταιρειών, το βαθμό, δηλαδή, που βαρύνουν στον δείκτη.

Η πλειονότητα των στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του βασικού δείκτη τιμής/κέρδη αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Bloomberg. Εξαιρέση αποτέλεσε η εταιρεία ΕΥΔΑΠ –η οποία περιλαμβάνεται στη σύνθεση του δείκτη FTSE 20 κατά το 2001- της οποίας τα στοιχεία αντλήθηκαν από σχετικούς ισολογισμούς. Η βάση δεδομένων Bloomberg μας παρείχε τη δυνατότητα για άμεσο υπολογισμό των τιμών των επιμέρους στοιχείων που συνθέτουν τον δείκτη PE –της τρέχουσας τιμής της μετοχής και των κερδών ανά μετοχή- ωστόσο, κρίθηκε σωστότερο ο

---

<sup>1</sup> Με τον όρο «απλός» ή «βασικός» δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή αναφερόμαστε πάντοτε στο λεγόμενο “observed PE ratio” το οποίο προκύπτει από τη διαίρεση της τρέχουσας τιμής της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή του τρέχοντος έτους βασισμένα σε ιστορικές παρά σε αναμενόμενες τιμές.

υπολογισμός των συστατικών του δείκτη να γίνει εκ νέου από τα πρωτογενή οικονομικά δεδομένα των εταιρειών. Συνακόλουθα, ανατρέξαμε –για τον υπολογισμό της τιμής της μετοχής- στην τρέχουσα αξία του μετοχικού κεφαλαίου καθεμίας από τις εταιρείες που συναπαρτίζουν τον δείκτη διαιρεμένη με τον αντίστοιχο αριθμό των μετοχών ενώ, -για τον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή- χρησιμοποιήσαμε τα καθαρά κέρδη διαιρεμένα με τον αριθμό των διαπραγματευόμενων μετοχών. Η διάρθρωση των υπολογισμών αποτυπώνεται με ακρίβεια στους πίνακες 6.2 έως και 6.6 που ακολουθούν παρακάτω και καταγράφουν την αποτίμηση των επιμέρους εταιρειών που διαμορφώνουν τη σύνθεση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης για καθεμία από τις χρονιές της υπό εξέταση πενταετίας 2000-2004. Περιλαμβάνονται, ακόμα, και τα σχετικά διαγράμματα (6.1 έως 6.5) όπου απεικονίζονται σχηματικά οι δείκτες PE των μετοχών του FTSE 20 και οι μεταξύ τους διαφορές.

Εκείνο που αξίζει να παρατηρήσουμε είναι ότι κατά το πρώτο έτος της υπό εξέταση περιόδου η εικόνα που αποκομίζουμε είναι σχεδόν ασύμβατη με το σκεπτικό της παρούσας εργασίας καθώς και με τα χαρακτηριστικά που αναμένουμε να φέρει το αντικείμενο της έρευνας που αντιπροσωπεύεται από τον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Πιο αναλυτικά, βασικό σκεπτικό της συγκριτικής αποτίμησης –στον άξονα της οποίας κινείται η υποκείμενη έρευνα- είναι η ομοιογένεια του δείγματος εξεταζόμενων εταιρειών σε χαρακτηριστικά ρυθμού ανάπτυξης, κινδύνου και πολιτικής μερισμάτων. Η αποτίμηση, ωστόσο, των εταιρειών του υφιστάμενου δείκτη FTSE 20 σε όρους του λόγου τιμής προς κέρδη φανερώνει σημαντικές αποκλίσεις ανάμεσα στις υπό εξέταση μετοχές καθώς και στις τιμές που λαμβάνει ο δείκτης PE. Χαρακτηριστικό είναι ότι η αποτίμηση της μετοχής των Μινωικών Γραμμών αποδίδει δείκτη PE ισότιμο με

299, τιμή που είναι ιδιαίτερα υψηλή και που οφείλεται λιγότερο στις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας και περισσότερο στα ιδιαίτερα χαμηλά κέρδη ανά μετοχή που αποδίδει. Ας σημειωθεί, πάντως, ότι η ανορθόδοξη<sup>2</sup> –στατιστικά- εικόνα που παρουσιάζει η χρήση του 2000 (βλ. πίνακας 6.1) εξομαλύνεται κατά τα υπόλοιπα έτη της υπό εξέταση πενταετίας καθώς και ότι αποτελεί χρονιά που είναι δύσκολο να ερμηνευτεί ως προς τα αποτελέσματα της δεδομένου ότι τοποθετείται χρονικά στο μεταίχμιο της αρχής της κρίσης (ο Γενικός Δείκτης μειώθηκε από τις 5.794 μονάδες στις αρχές του έτους σε 3.360 μονάδες μέχρι το τέλος του έτους, πτώση που αντιστοιχεί σε ποσοστό της τάξης του 42%) του χρηματιστηρίου Αθηνών και αποτελεί χρονιά ανακατατάξεων.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1: ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ-ΔΕΙΚΤΗΣ Ρ/Ε ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ FTSE 20 (2000-1)**

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ	OBSERVED PE RATIOS		
	2000	2001 (adjusted)	2001 <sup>3</sup>
Mean	41,68681	28,10135	23,69187
Standard Deviation	62,18517	13,61865	12,69081
Median	24,29156	22,94993	18,60142
Mode <sup>4</sup>	10,24138	10,24138	6,84106
10 <sup>th</sup> Percentile	13,10267	12,85448	12,59621
90 <sup>th</sup> Percentile	58,26675	49,64042	49,74901
Skewness	4,146	0,836	1,164

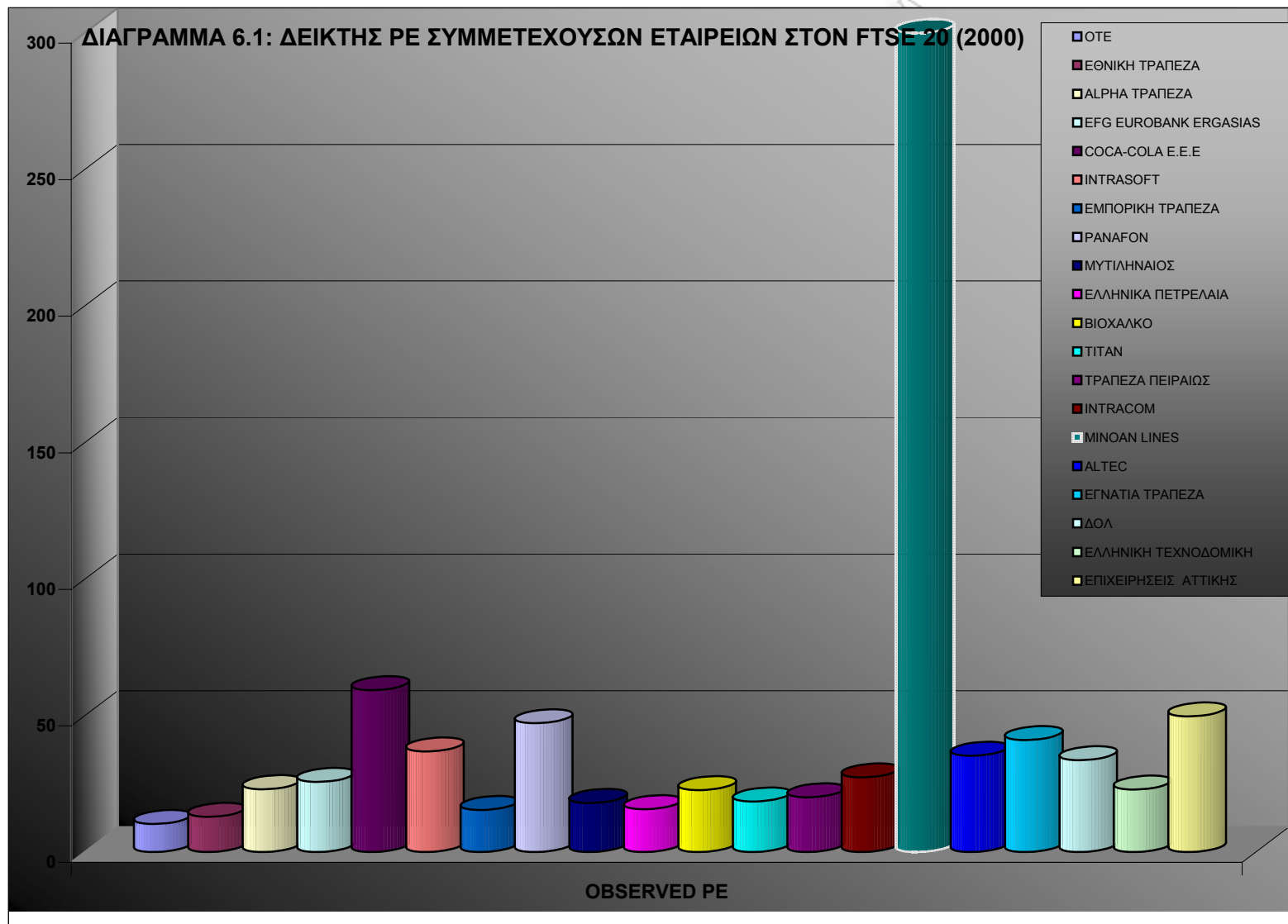
<sup>2</sup> Ανορθόδοξη χαρακτηρίζουμε την εικόνα που παρουσιάζουν τα μεγέθη που λαμβάνει ο δείκτης Ρ/Ε λόγω του υψηλού μέσου όρου τιμών (41,68681) καθώς και της μεγάλης τυπικής απόκλισης (62,18517) σε σύγκριση με τη χρήση 2001 που ακολουθεί (βλ. Πίνακα 6.1). Ας σημειωθεί, ωστόσο, ότι η απόρριψη της ιδιαίτερα υψηλής τιμής του πολλαπλασιαστή για τη μετοχή της Minoan Lines από το δείγμα μας εξισορροπεί σημαντικά το αποτέλεσμα της στατιστικής ανάλυσης καθώς σε αυτή την περίπτωση ο μέσος όρος τιμών για τον βασικό δείκτη Ρ/Ε διαμορφώνεται σε 29,10135 και η τυπική απόκλιση σε 13,61865.

<sup>3</sup> Η στατιστική ανάλυση των μεμονωμένων τιμών του βασικού δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή για τις επιμέρους εταιρείες του δείκτη FTSE 20 για το έτος 2001 έχει γίνει με την απαλοιφή του αρνητικού ΡΕ της ETBA που στερείται ερμηνευτικής σημασίας.

<sup>4</sup>Υφίστανται πολλαπλές επικρατούσες τιμές, η ανάλυση με το στατιστικό πρόγραμμα SPSS ανέδειξε τη μικρότερη τιμή.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2: ΒΑΣΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (OBSERVED) PE RATIO-FTSE/ASE 20**

31/12/2000							
NAME	MARKET VALUE OF EQUITY	SHARES OUTSTANDING	STOCK PRICE	NET INCOME	SHARES OUTSTANDING	EPS	PE RATIO
OTE	8039,7168	504,054	15,95011011	785,023	504,054	1,557418451	10,24137739
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	9226,9492	326,1544	28,29012639	717,8	326,1544	2,20079815	12,85448481
ΑΛΦΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	5950,916	233,5997	25,47484436	259,3	233,5997	1,110018549	22,94992673
EFG EUROBANK ERGASIAS	6093,8315	292,461	20,83639015	237,732	292,461	0,812867357	25,63319831
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	4080,5002	236,669	17,24138016	68,898	236,669	0,29111544	59,2252344
INTRASOFT	577,4958	48,29	11,95891075	15,7028	48,29	0,325177055	36,77661309
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	4360,9985	102,5424	42,52873446	284,357	102,5424	2,773067531	15,33635008
ΡΑΝΑΦΟΝ	7753,3015	512,5	15,12839317	164,6459	512,5	0,321260293	47,0907657
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	362,0937	40,52	8,936172261	20,219	40,52	0,498988154	17,90858598
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2724,7317	261,168	10,43286965	174,591	261,168	0,668500735	15,60636974
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	2264,3621	190,279	11,90022073	100,255	190,279	0,526884207	22,58602663
ΤΙΤΑΝ	1745,109	83,694	20,85106459	94,803	83,694	1,132733529	18,40774026
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2828,0557	167,157	16,9185598	141,624	167,157	0,847251386	19,96876024
INTRACOM	2650,46	110,274	24,03522136	97,215	110,274	0,8815768	27,2638996
ΜΙΝΟΑΝ LINES	401,7459	70,93	5,663977161	1,34	70,93	0,018891865	299,8103731
ALTEC	516,7308	65,7	7,865004566	14,6929	65,7	0,223636225	35,16874136
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	632,3961	95,3491	6,632428623	15,458	95,3491	0,162120041	40,91060292
ΔΟΛ	1108,2307	83,0155	13,3496841	33,0358	83,0155	0,397947371	33,54635577
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	607,4835	120	5,0623625	26,632	120	0,221933333	22,81028462
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	860,6011	104,174	8,261188972	17,3367	104,174	0,166420604	49,64042176

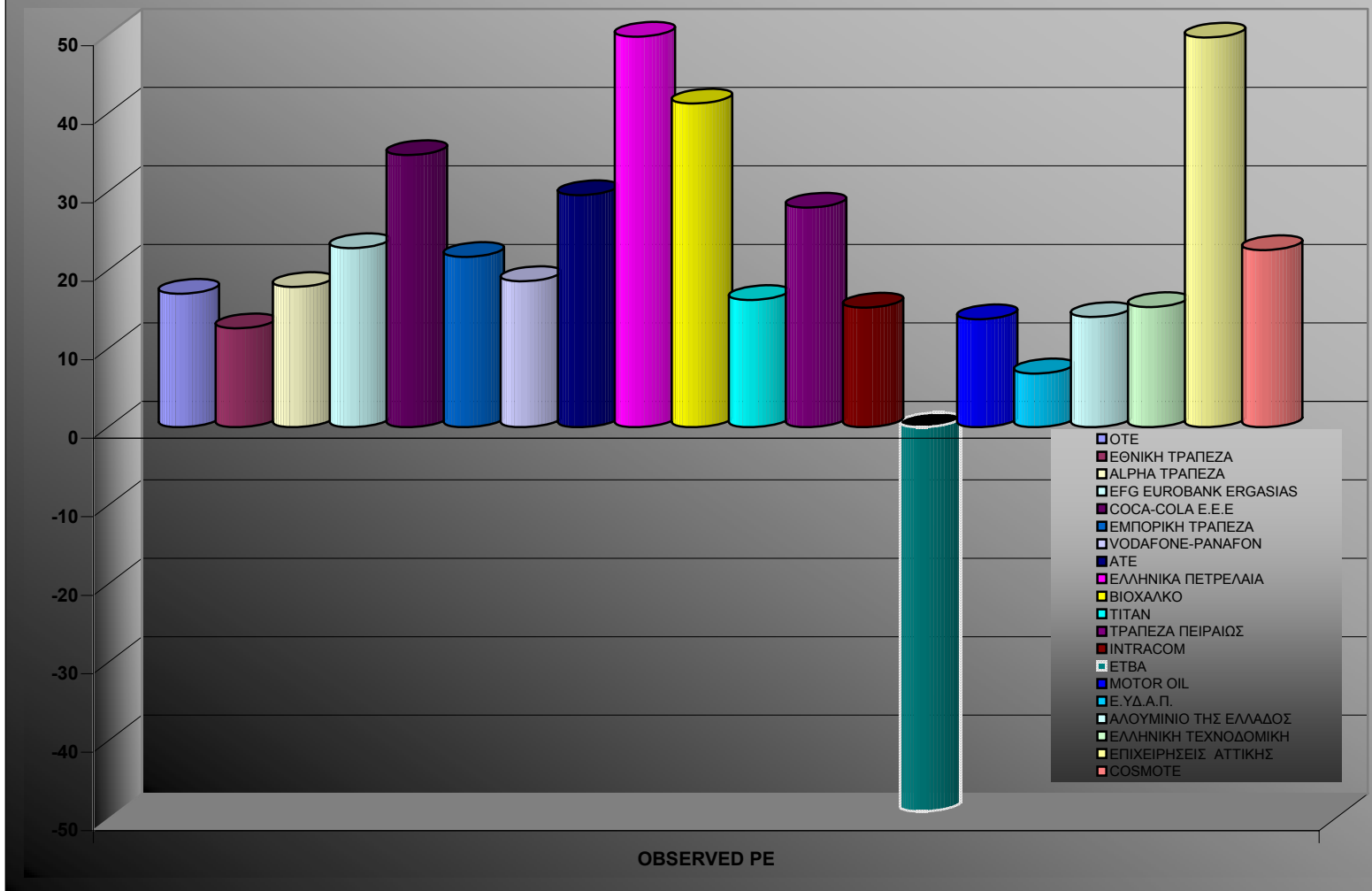


**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3: ΒΑΣΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (OBSERVED) PE RATIO-FTSE/ASE 20**
**31/12/2001**

NAME	MARKET VALUE OF EQUITY	SHARES OUTSTANDING	STOCK PRICE	NET INCOME	SHARES OUTSTANDING	EPS	PE RATIO
ΟΤΕ	9224,1885	504,054	18,3000006	542,8658	504,054	1,07699929	16,99165521
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	6094,2974	326,1544	18,68531407	483,8198	326,1544	1,483407245	12,5962133
ΑΛΦΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	3707,1436	266,6477	13,90277734	207,6689	266,6477	0,778813768	17,85122182
EFG EUROBANK ERGASIAS	4585,6416	293,575	15,62000034	201,1119	293,575	0,685044367	22,80144338
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	3834,0378	236,669	16,2	110,6109	236,669	0,467365392	34,6623868
COSMOTE	3769,2395	330,056	11,41999994	167,0819	330,056	0,506222883	22,55923293
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	3170,2693	102,5424	30,91666764	146,2499	102,5424	1,426238317	21,67706986
VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	3126,25	512,5	6,1	168,0651	512,5	0,327931902	18,6014229
ΑΤΕ	2236,76	493,5987	4,531535436	75,648	493,5987	0,153258102	29,56799915
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	1817,7292	261,168	6,959999694	36,538	261,168	0,139902285	49,74900651
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1754,3724	190,279	9,220000105	42,529	190,279	0,223508637	41,25120271
ΤΙΤΑΝ	1672,2062	83,694	19,98000096	103,179	83,694	1,232812388	16,20684635
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1668,2268	167,157	9,979999641	59,625	167,157	0,356700587	27,97864654
INTRACOM	1587,9456	110,274	14,4	104,2419	110,274	0,945298983	15,23327568
ΕΤΒΑ	771,91	173,074	4,459999769	-15,77	173,074	-0,091117094	-48,94800254
MOTOR OIL	912,8519	110,783	8,239999819	66,434	110,783	0,599676846	13,74073366
Ε.ΥΔ.Α.Π.	694,38	106,5	6,52	101,50	106,5	0,95306892	6,841058251
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	720,6384	21,576	33,4	51,334	21,576	2,379217649	14,03822807
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	620	120	5,166666667	40,535	120	0,337791667	15,29542371
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	529,2039	104,174	5,079999808	10,0796	104,174	0,096757348	52,50247034



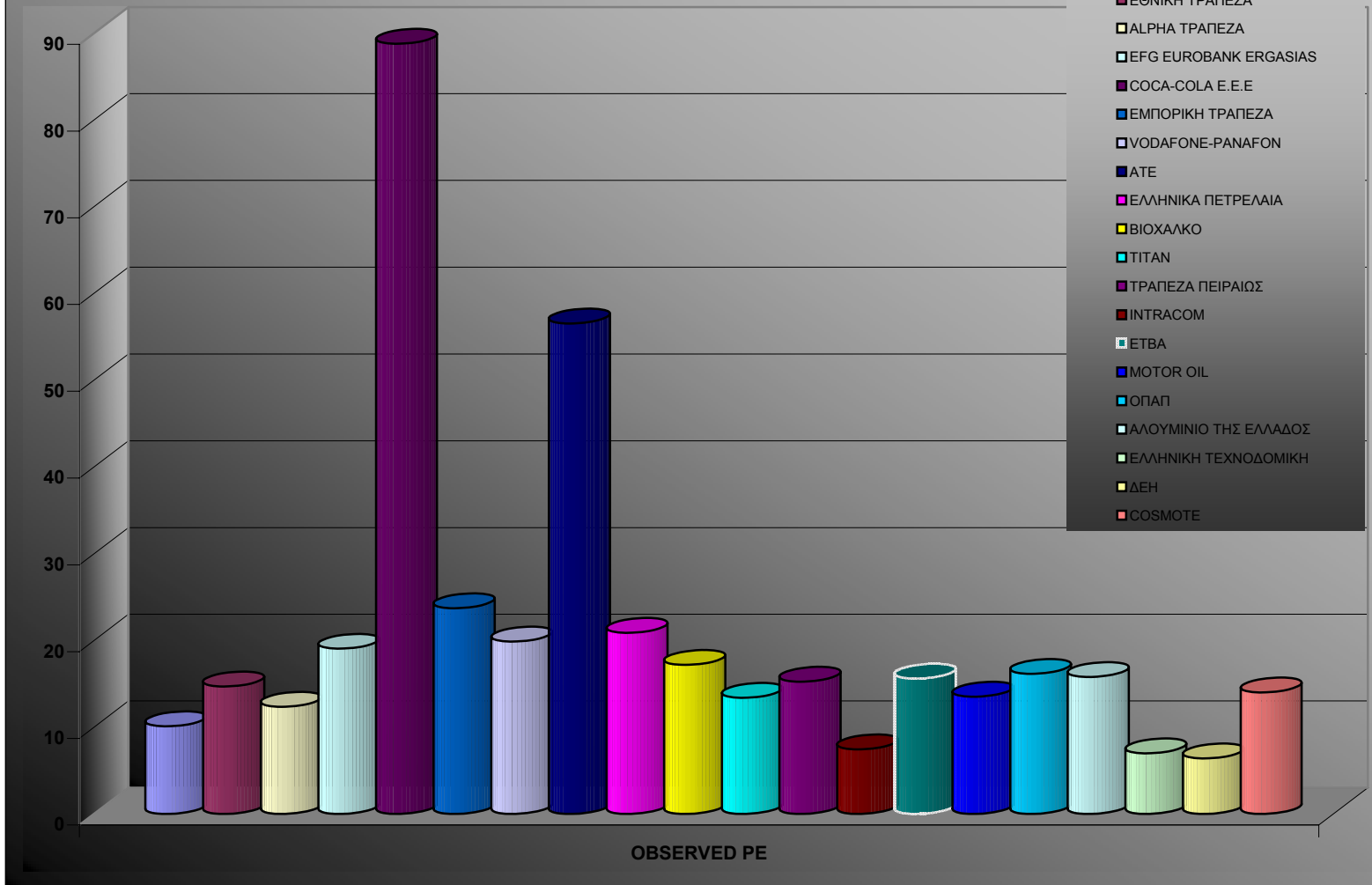
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2: ΔΕΙΚΤΗΣ ΡΕ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2001)



**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4: ΒΑΣΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (OBSERVED) PE RATIO-FTSE/ASE 20**

31/12/2002							
NAME	MARKET VALUE OF EQUITY	SHARES OUTSTANDING	STOCK PRICE	NET INCOME	SHARES OUTSTANDING	EPS	PE RATIO
OTE	5292,5669	504,054	10,4999998	524,9371	504,054	1,041430283	10,08228776
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	3130,2585	331,5755	9,440560295	213,248	331,5755	0,643135575	14,6789583
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	2129,478	266,6477	7,986110512	172,487	266,6477	0,646872259	12,3457304
EFG EUROBANK ERGASIAS	3509,072	313,31	11,2	184,243	313,31	0,588053366	19,04589048
COCA-COLA E.E.E	3133,4976	236,669	13,24000017	35,3	236,669	0,149153459	88,76763739
COSMOTE	3096,7039	330,139	9,380000242	221,374	330,139	0,67054786	13,98856189
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1239,054	102,5424	12,08333333	52,249	102,5424	0,509535568	23,71440602
VODAFONE-PANAFON	3118,6223	543,314	5,73999989	156,9689	543,314	0,288910096	19,8677719
ΑΤΕ	1714,1	493,5987	3,472659065	30,3208	493,5987	0,061428039	56,53214955
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	1447,0369	261,198	5,539999923	69,308	261,198	0,265346595	20,87835315
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	719,2546	190,279	3,779999895	41,867	190,279	0,220029536	17,17951131
ΤΙΤΑΝ	1528,2573	83,832	18,22999928	114,28	83,832	1,363202596	13,37292002
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1008,7714	167,57	6,02	66,2	167,57	0,395058781	15,23823867
INTRACOM	533,237	125,173	4,26000016	71,647	125,173	0,572383821	7,442558656
ΕΤΒΑ	453,4539	173,074	2,620000116	29,0755	173,074	0,167994615	15,59573868
MOTOR OIL	764,4027	110,783	6,9	56,629	110,783	0,511170486	13,4984319
ΟΠΑΠ	3221,8999	319	10,09999969	199,551	319	0,625551724	16,1457467
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	380,1691	21,576	17,61999907	24,0892	21,576	1,116481275	15,78172376
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	631,2411	128,388	4,916667446	90,633	128,388	0,705930461	6,96480421
ΔΕΗ	3062,3999	232	13,19999957	479,9621	232	2,068802155	6,380503586

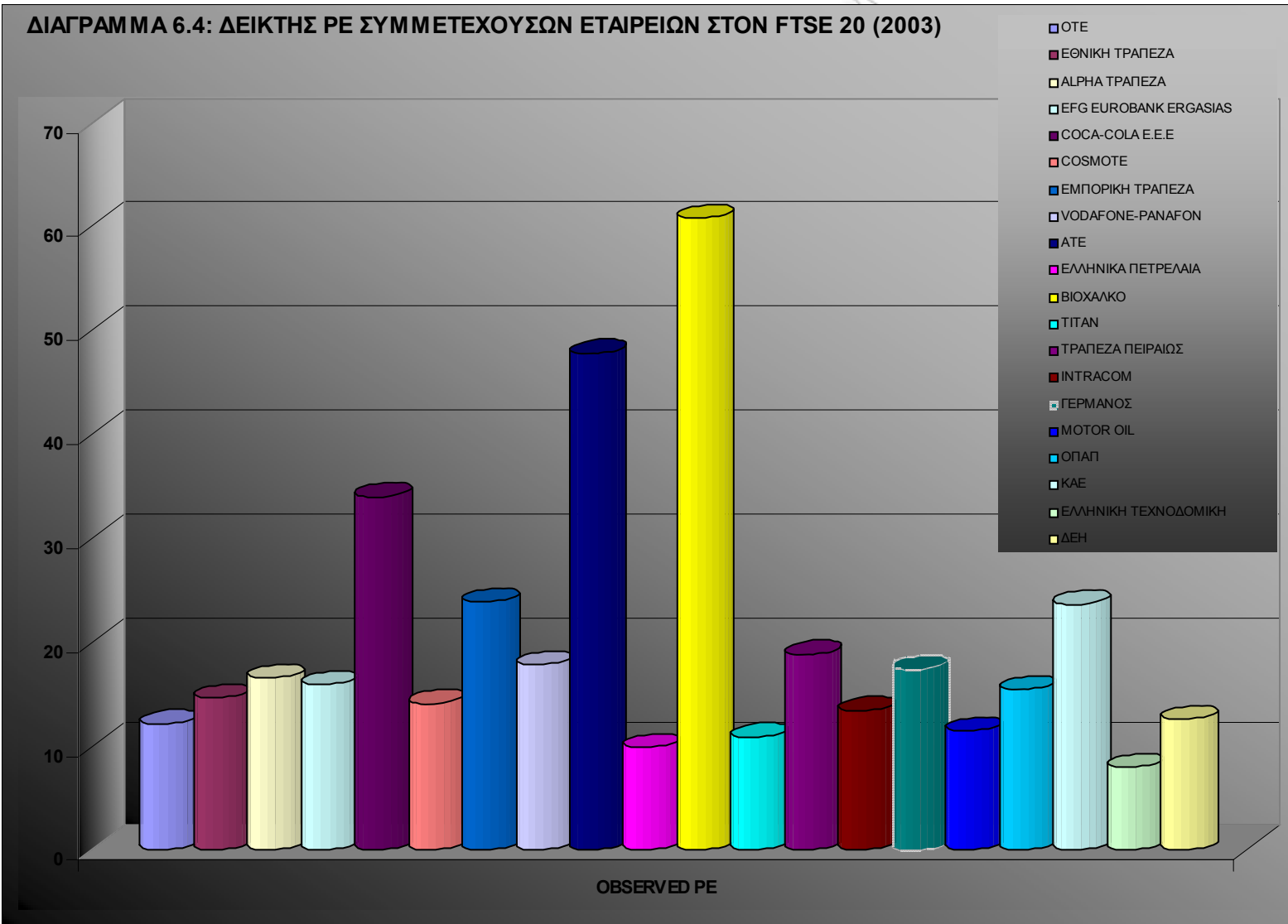
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3: ΔΕΙΚΤΗΣ ΡΕ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2002)**



**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5: ΒΑΣΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (OBSERVED) PE RATIO-FTSE/ASE 20**

31/12/2003							
NAME	MARKET VALUE OF EQUITY	SHARES OUTSTANDING	STOCK PRICE	NET INCOME	SHARES OUTSTANDING	EPS	PE RATIO
ΟΤΕ	5282,4858	504,054	10,47999976	434,2944	504,054	0,861602923	12,16337535
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	5289,9028	331,5754	15,95384579	360,3104	331,5754	1,086662038	14,68151572
ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	4696,1475	282,0038	16,65278092	284,2173	282,0038	1,007849185	16,52308814
EFG EUROBANK ERGASIAS	4338,6401	281	15,44000036	272,6195	281	0,970176157	15,91463597
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	3909,772	236,669	16,52000051	114,9985	236,669	0,485904364	33,99846085
COSMOTE	3563,5828	331,188	10,75999976	252,8737	331,188	0,763535213	14,09234254
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1711,7654	103,1184	16,59999961	71,7751	103,1184	0,696045517	23,84901449
VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	2727,4363	543,314	5,020000037	152,6667	543,314	0,280991655	17,86529937
ΑΤΕ	2040,0601	493,5987	4,133033778	42,698	493,5987	0,086503469	47,77882102
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2126,0295	305,464	6,960000196	216,4512	305,464	0,708598067	9,822211658
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1025,2964	199,474	5,140000201	16,8788	199,474	0,084616542	60,7446264
ΤΙΤΑΝ	1360,6259	83,834	16,23000095	124,9584	83,834	1,490545602	10,88863094
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1912,5551	197,578	9,680000304	101,4797	197,578	0,513618419	18,84667672
INTRACOM	697,7772	129,218	5,4	52,0133	129,218	0,402523642	13,41536107
ΓΕΡΜΑΝΟΣ	788,0845	79,444	9,920000252	45,1584	79,444	0,568430593	17,4515594
MOTOR OIL	759,9714	110,783	6,860000181	66,37	110,783	0,59909914	11,45052584
ΟΠΑΠ	3636,6001	319	11,40000031	235,098	319	0,736984326	15,46844337
ΚΑΕ	819,623	52,675	15,56	34,6806	52,675	0,65838823	23,63347232
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	534,95	128,388	4,166666667	67,4681	128,388	0,525501605	7,92893234
ΔΕΗ	4547,2002	232	19,60000086	360,6734	232	1,554626724	12,60752858

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4: ΔΕΙΚΤΗΣ ΡΕ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2003)**

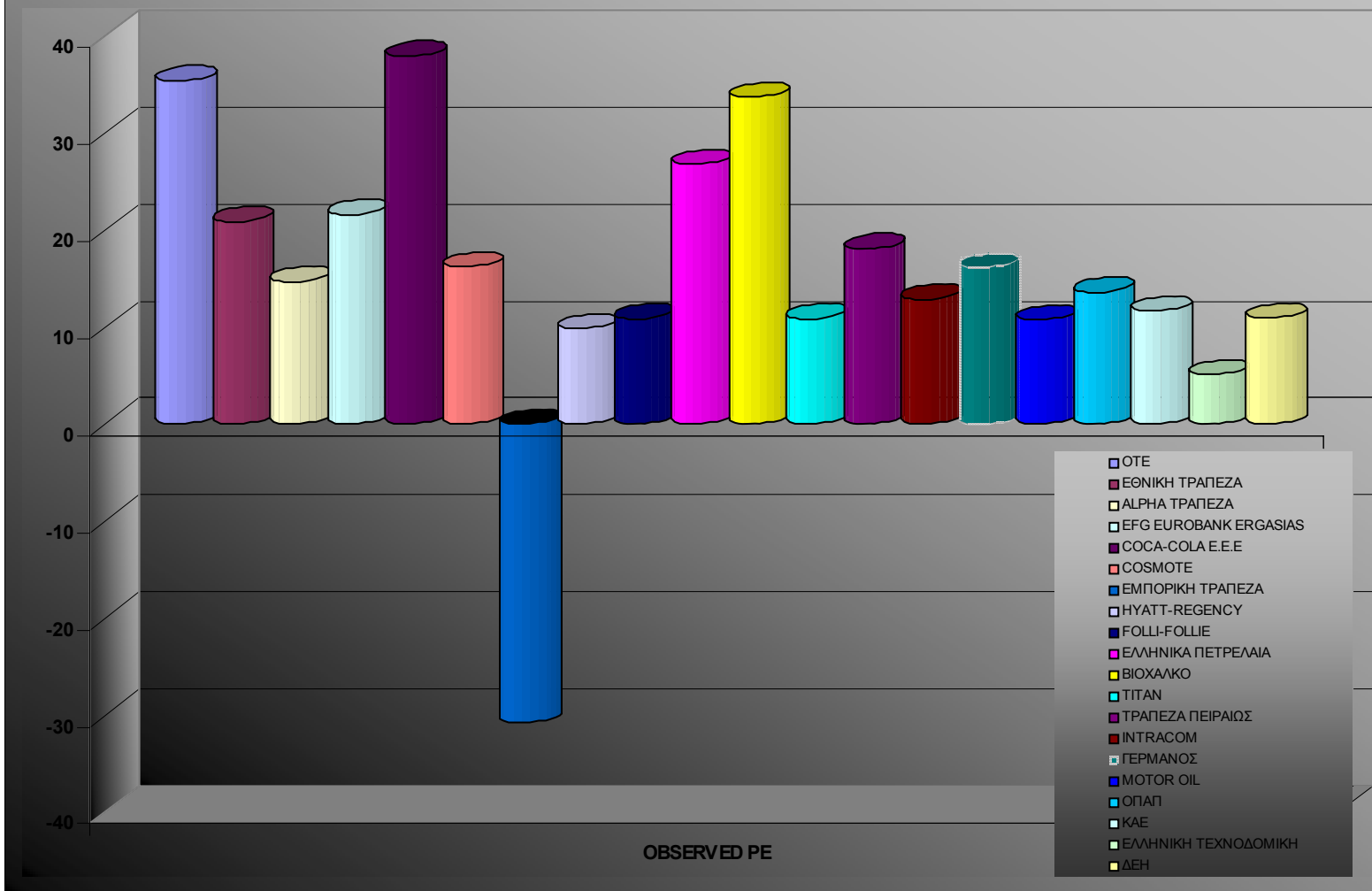


**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6: ΒΑΣΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (OBSERVED) PE RATIO-FTSE/ASE 20**

**31/12/2004**

NAME	MARKET VALUE OF EQUITY	SHARES OUTSTANDING	STOCK PRICE	NET INCOME	SHARES OUTSTANDING	EPS	PE RATIO
OTE	6494,4438	491,259	13,21999963	183,7081	491,259	0,373953658	35,35197305
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	8050,6411	331,575	24,2800003	386,3872	331,575	1,165308603	20,8356827
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	6032,8198	282,1272	21,38333277	411,7153	282,1272	1,459325085	14,65289194
EFG EUROBANK ERGASIAS	7935,3491	313,8983	25,28000024	368,2002	313,8983	1,172992017	21,55172403
COCA-COLA E.E.E	4259,9116	236,925	17,98000042	112,4001	236,925	0,474412156	37,89953568
COSMOTE	4888,335	331,188	14,76000036	302,5532	331,188	0,913539138	16,15694364
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2058,2466	105,9132	19,43333409	-67,044	105,9132	-0,63300892	-30,69993735
HYATT-REGENCY	705,6	84	8,4	71,454	84	0,850642857	9,874884541
FOLLI-FOLLIE	711,6552	32,947	21,6	65,647	32,947	1,992503111	10,84063552
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2443,7119	305,464	7,999999673	91,2831	305,464	0,298834233	26,77069359
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1336,4758	199,474	6,7	39,716	199,474	0,199103643	33,65081579
ΤΙΤΑΝ	1829,7394	83,933	21,8	168,9231	83,933	2,012594569	10,83178914
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2575,3049	200,257	12,8599994	142,4591	200,257	0,711381375	18,07750365
INTRACOM	520,6875	130,826	3,980000153	40,538	130,826	0,309861954	12,84442992
ΓΕΡΜΑΝΟΣ	873,853	80,17	10,9	53,909	80,17	0,672433579	16,20977944
MOTOR OIL	1114,4769	110,783	10,05999928	104,119	110,783	0,939846366	10,70387633
ΟΠΑΠ	6494,8398	319	20,35999937	478,5513	319	1,500160815	13,57187787
ΚΑΕ	679,5075	52,675	12,9	58,34	52,675	1,107546274	11,64736887
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	426,2482	128,388	3,320000312	83,5271	128,388	0,650583388	5,103112642
ΔΕΗ	4779,2002	232	20,60000086	439,5123	232	1,894449569	10,87387133

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5: ΔΕΙΚΤΗΣ ΡΕ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2004)



**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.7: ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΜΗ-ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΣ ΒΑΣΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (INDEX OBSERVED PE RATIO)-FTSE/ASE 20**

INDEX OBSERVED PE									
2000		2001		2002		2003		2004	
Name	PE Ratio	Name	PE Ratio	Name	PE Ratio	Name	PE Ratio	Name	PE Ratio
ΟΤΕ	10,24138	ΟΤΕ	16,99166	ΟΤΕ	10,08229	ΟΤΕ	12,16338	ΟΤΕ	35,35197
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	12,85448	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	12,59621	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	14,67896	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	14,68152	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	20,83568
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	22,94993	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	17,85122	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	12,34573	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	16,52309	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	14,65289
ΕFG EUROBANK ERGASIAS	25,63320	ΕFG EUROBANK ERGASIAS	22,80144	ΕFG EUROBANK ERGASIAS	19,04589	ΕFG EUROBANK ERGASIAS	15,91464	ΕFG EUROBANK ERGASIAS	21,55172
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	59,22523	COCA-COLA Ε.Ε.Ε	34,66239	COCA-COLA Ε.Ε.Ε	88,76764	COCA-COLA Ε.Ε.Ε	33,99846	COCA-COLA Ε.Ε.Ε	37,89954
INTRASOFT	36,77661	COSMOTE	22,55923	COSMOTE	13,98856	COSMOTE	14,09234	COSMOTE	16,15694
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	15,33635	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	21,67707	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	23,71441	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	23,84901	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-30,69994
ΡΑΝΑΦΟΝ	47,09077	VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	18,60142	VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	19,86777	VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	17,86530	ΗΥΑΤΤ-REGENCY	9,87488
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	17,90859	ΑΤΕ	29,56800	ΑΤΕ	56,53215	ΑΤΕ	47,77882	FOLLI-FOLLIE	10,84064
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	15,60637	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	49,74901	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	20,87835	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	9,82221	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	26,77069
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	22,58603	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	41,25120	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	17,17951	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	60,74463	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	33,65082
ΤΙΤΑΝ	18,40774	ΤΙΤΑΝ	16,20685	ΤΙΤΑΝ	13,37292	ΤΙΤΑΝ	10,88863	ΤΙΤΑΝ	10,83179
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	19,96876	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	27,97865	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	15,23824	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	18,84668	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	18,07750
INTRACOM	27,26390	INTRACOM	15,23328	INTRACOM	7,44256	INTRACOM	13,41536	INTRACOM	12,84443
ΜΙΝΟΑΝ LINES	299,81037	ΕΤΒΑ	-48,94800	ΕΤΒΑ	15,59574	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	17,45156	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	16,20978
ΑΛΤΕC	35,16874	ΜΟΤΟR ΟΙL	13,74073	ΜΟΤΟR ΟΙL	13,49843	ΜΟΤΟR ΟΙL	11,45053	ΜΟΤΟR ΟΙL	10,70388
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	40,91060	Ε.ΥΔ.Α.Π.	6,84106	ΟΠΑΠ	16,14575	ΟΠΑΠ	15,46844	ΟΠΑΠ	13,57188
ΔΟΛ	33,54636	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	14,03823	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	15,78172	ΚΑΕ	23,63347	ΚΑΕ	11,64737
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	22,81028	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	15,29542	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	6,96480	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	7,92893	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	5,10311
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	49,64042	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	52,50247	ΔΕΗ	6,38050	ΔΕΗ	12,60753	ΔΕΗ	10,87387



**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.8: ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΣ ΒΑΣΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (WEIGHTED OBSERVED PE RATIO)-FTSE/ASE 20**

WEIGHTED OBSERVED INDEX PE					
NAME	2000 NAME	2001 NAME	2002 NAME	2003 NAME	2004
OTE	0,992511216 ΟΤΕ	2,386987724 ΟΤΕ	1,796966148 ΟΤΕ	1,455347861 ΟΤΕ	3,914877495
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	3,006763417 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,338235075 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,063127589 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,345518951 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	3,813763362
ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	3,462179946 ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,015759968 ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,180498741 ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,343469591 ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,009790658
EFG EUROBANK ERGASIAS	1,724518624 EFG EUROBANK ERGASIAS	2,388679208 EFG EUROBANK ERGASIAS	2,250652878 EFG EUROBANK ERGASIAS	1,750769103 EFG EUROBANK ERGASIAS	2,883620676
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	1,743572201 COCA-COLA Ε.Ε.Ε	1,619080087 COCA-COLA Ε.Ε.Ε	4,995842633 COCA-COLA Ε.Ε.Ε	1,605747306 COCA-COLA Ε.Ε.Ε	1,468228012
INTRASOFT	0,538395968 COSMOTE	0,517959988 COSMOTE	0,388882021 COSMOTE	0,302421671 COSMOTE	0,718337714
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,695479319 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,093137866 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,989602163 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,924626292 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-1,077567801
ΡΑΝΑΦΟΝ	1,145557953 VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	0,7020177 VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	0,802657985 VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	0,543462407 ΗΥΑΤΤ-REGENCY	0,079196574
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	0,164388496 ΑΤΕ	0,403011828 ΑΤΕ	0,870029782 ΑΤΕ	0,588635075 FOLLI-FOLLIE	0,087700741
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,334175147 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	1,101940494 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,542628398 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,252234395 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,594844812
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,619464241 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1,653348205 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,416087764 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1,410490225 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,766902092
ΤΙΤΑΝ	0,740703266 ΤΙΤΑΝ	0,563187911 ΤΙΤΑΝ	0,62531774 ΤΙΤΑΝ	0,305317211 ΤΙΤΑΝ	0,307514494
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,431614164 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,421595031 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,688463623 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,088584048 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,058437839
INTRACOM	0,812437273 INTRACOM	0,368340606 INTRACOM	0,133668353 INTRACOM	0,212096859 INTRACOM	0,114058538
MINOAN LINES	3,053227591 ΕΤΒΑ	-0,345083418 ΕΤΒΑ	0,095289963 ΓΕΡΜΑΝΟΣ	0,311510335 ΓΕΡΜΑΝΟΣ	0,241525714
ALTEC	0,460687826 MOTOR OIL	0,076398479 MOTOR OIL	0,092599243 MOTOR OIL	0,052557914 MOTOR OIL	0,054268653
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,585931627 Ε.ΥΔ.Α.Π.	0,042346151 ΟΠΑΠ	0,700725407 ΟΠΑΠ	0,849372226 ΟΠΑΠ	1,002011743
ΔΟΛ	0,311858637 ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	0,246511285 ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	0,107789173 ΚΑΕ	0,233971376 ΚΑΕ	0,053927318
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,175638937 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,2165832 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,148071738 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,09609866 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,037099629
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,498172152 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,846339822 ΔΕΗ	0,263195773 ΔΕΗ	0,865632913 ΔΕΗ	0,59077743
<b>FTSE/ASE 20 INDEX PE</b>	<b>23,497278</b>	<b>20,65637721</b>	<b>19,15209712</b>	<b>17,53786442</b>	<b>18,71931569</b>

Επιπρόσθετα, όπως αποδεικνύεται από τη σύνθεση του δείκτη (πίνακας 6.3) κατά το έτος που ακολουθεί –2001- ο FTSE 20 αναμορφώνεται σε σημαντικό ποσοστό σε σχέση με την εικόνα που παρουσίαζε κατά το 2000 καθώς απέχουν από τη σύνθεση του δείκτη έξι από τις είκοσι εταιρείες του 2000, αριθμός που είναι υπερδιπλάσιος των σχετικών ετήσιων μεταβολών που σημειώνονται κατά την περίοδο 2001-2005. Σε κάθε περίπτωση, ανεξάρτητα από ορισμένες στατιστικά ακραίες ετήσιες τιμές (outliers) του πολλαπλασιαστή P/E –και κυριότερα τις αρνητικές που λάβαμε ως αποτέλεσμα της εμφάνισης ζημιών- ο σταθμισμένος πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη σε επίπεδο του δείκτη FTSE 20 κινείται σε περισσότερο μετριοπαθή επίπεδα όπως αποδεικνύεται από τα δεδομένα που παρουσιάζονται στον πίνακα 8.8. Έτσι, η διαχρονική εξέλιξη της αποτίμησης του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης κατά την πενταετία 2000-2004 κυμαίνεται από το 23,49 του έτους 2000 που αποτελεί το ιστορικό υψηλό της υπό εξέταση πενταετίας και μειώνεται σταδιακά μέχρι τη χρήση του 2003 –οπότε και σημειώνει το ιστορικό χαμηλό των πέντε ετών (17,5)- για να εξισορροπήσει σχετικά κατά το τέλος του 2004 διαμορφώνοντας τιμή ίση με 18,7 η οποία οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση των τιμών των μετοχών<sup>5</sup>. Η μέγιστη διακύμανση τιμών του σταθμισμένου πολλαπλασιαστή P/E για τον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης αγγίζει μείωση ίση με 25% περίπου επί της αρχικής τιμής του λόγου τιμής προς κέρδη για το 2000. Το παραπάνω ποσοστό μεταβολής δεν είναι διόλου αμελητέο –αν ιδωθεί ως διόρθωση του δείκτη σε βάθος πενταετίας- αλλά είναι συντηρητικό ή ακόμα και χαμηλό σε

---

<sup>5</sup> Για τις 13 από τις είκοσι μετοχές του FTSE 20 αυξάνονται και τα κέρδη ανά μετοχή ως αποτέλεσμα της βελτίωσης των οικονομικών μεγεθών των εταιρειών αλλά η άνοδος των αποδόσεων των μετοχών ήταν σημαντικά μεγαλύτερη.

σύγκριση με τη γενικότερη εικόνα και τις αυξομειώσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά την πιο πάνω χρονική περίοδο.

Η συνολική εικόνα της αποτίμησης του απλού δείκτη τιμής προς κέρδη υποδεικνύει έναν μεσαίο ή ακόμα και συγκρατημένα υψηλό<sup>6</sup> πολλαπλασιαστή P/E –ιδιαίτερα κατά τις αρχές της υπό εξέταση πενταετίας– αν αναλογιστεί κανείς ότι στον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης συμμετέχει μεγάλο ποσοστό εταιρειών από τον τραπεζικό κλάδο από τον οποίο κατά κανόνα αναμένουμε χαμηλότερες τιμές του αριθμοδείκτη τιμής/κέρδη (συνήθως οι τιμές του P/E για τον τραπεζικό κλάδο κυμαίνονται ανάμεσα στην κλίμακα 10 με 15). Θα πρέπει, επίσης, να λάβουμε υπόψη ότι κατά τον υπολογισμό του σταθμισμένου πολλαπλασιαστή τιμής/κερδών του δείκτη FTSE 20 δεν έχουν αποκλειστεί οι –περιορισμένες– αρνητικές τιμές του P/E για μεμονωμένες εταιρείες, γεγονός που

---

<sup>6</sup> Ο χαρακτηρισμός των τιμών του δείκτη τιμής προς κέρδη ως μεσαίες ή υψηλές γίνεται με βάση την ακόλουθη κατηγοριοποίηση. Έτσι, για P/E,

- Από 0 έως 14: Οι μετοχές κρίνονται ως υποτιμημένες και προσφέρονται για αγορά υπό την έννοια ότι είναι «φθηνές».
- Από 14-20: Οι μετοχές που παρουσιάζουν τιμές του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη που κυμαίνονται ανάμεσα σε αυτό το διάστημα τιμών χαρακτηρίζονται ως δίκαια αποτιμημένες.
- Από 21 έως 28: οι μετοχές που διαμορφώνουν τους σχετικούς λόγους τιμής προς κέρδη θεωρούνται κατά κανόνα υπερτιμημένες και κρίνονται ως υποψήφιος για πώληση.
- Από 28+: Η αγορά θεωρείται ότι ενέχει περιθώρια κερδοσκοπίας.

Σαφώς η παραπάνω κατηγοριοποίηση δεν πρέπει να τηρείται αυστηρά, ούτε έχει εφαρμογή σε όλες τις περιπτώσεις. Αντίθετα, θα πρέπει να ειδωθεί με σύνεση και αυστηρότητα διαφορετικά ενέχει τον κίνδυνο για υπεραπλούστευση και παρερμηνεία των τιμών του πολλαπλασιαστή. Άλλωστε, αποτελεί κοινό τόπο η παραδοχή ότι ο πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή διαφέρει σημαντικά από κλάδο σε κλάδο καθώς και από αγορά σε αγορά ή από χώρα σε χώρα, σε βαθμό που ο υψηλός λόγος P/E μίας μετοχής να κρίνεται ως χαμηλός για τα δεδομένα άλλων μετοχικών αξιογράφων. Σε αδρές γραμμές, η σύγκριση όσον αφορά στον πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη πρέπει να γίνεται ανάμεσα σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιο κλάδο, με τη χρήση παρόμοιων λογιστικών μεθόδων και ανάμεσα σε αγορές που εμφανίζουν παρόμοια χαρακτηριστικά προκειμένου να έχει ουσιαστικό νόημα (Firth, 2004).

έλκει την τιμή του πολλαπλασιαστή προς τα κάτω. Η πτώση του πολλαπλασιαστή καθιστά τον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης δίκαια αποτιμημένο προς τα τέλη της πενταετίας 2000-2004 σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση που έγινε παραπάνω.

### **6.3 Αποτίμηση FTSE 20 στη Βάση του Θεμελιώδη Πολλαπλασιαστή P/E**

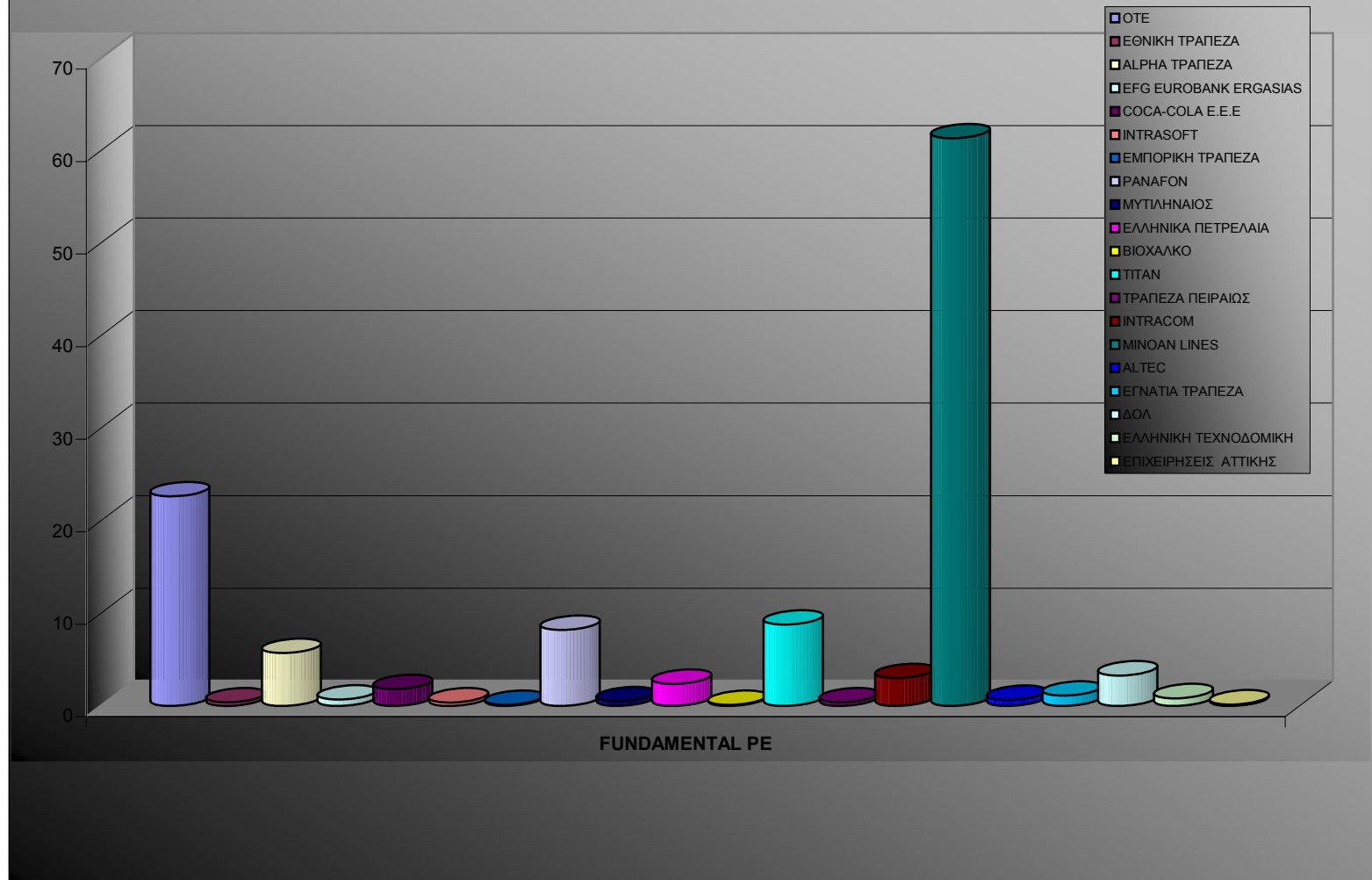
Ο θεμελιώδης πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή διαμορφώνει σημαντικά χαμηλότερες τιμές από τον αντίστοιχο βασικό πολλαπλασιαστή, γεγονός που υποδεικνύει ότι ο δείκτης P/E –υπολογισμένος με βάση θεμελιώδη μεγέθη- εμπεριέχει ιδιαίτερα χαμηλότερη πρόβλεψη σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών που διαμορφώνουν τον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης. Αξίζει να σημειωθεί, αναφορικά με την θεμελιώδη εκδοχή του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη, πως ο τύπος υπολογισμού του απαλλάσσει τις τιμές που αποδίδει από την επιρροή αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου ή ακόμα και των αυξομειώσεων της τρέχουσας τιμής των μετοχών.

Παρά τη γενικότερη τάση του θεμελιώδους λόγου τιμής προς κέρδη να λαμβάνει μικρές τιμές, η υψηλότερη τιμή σε επίπεδο μεμονωμένων μετοχών που λαμβάνει ο παραπάνω πολλαπλασιαστής υπολογισμένος με βάση θεμελιώδη μεγέθη –απορρίπτεται η ακραία - δεν είναι καθόλου συντηρητική, προσεγγίζει το 114,5 και αφορά την εταιρεία Vodafone-Panafon για το 2002 (πίνακας 6.11). Τα αποτελέσματα από τον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη με βάση θεμελιώδη δεδομένα δεν συμμερίζονται την ακραία υψηλή τιμή του βασικού δείκτη P/E (σχεδόν 300) της εταιρείας Minoan Lines για το 2000, αλλά σε κάθε περίπτωση η αντίστοιχη τιμή του θεμελιώδους λόγου

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.9:ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (FUNDAMENTAL PE RATIO)-FTSE ASE 20**

31/12/2000						
NAME	PAYOUT RATIO	g	k	FUNDAMENTAL PE	OBSERVED PE	% PREMIUM/DISCOUNT
OTE	54,96%	0,182563422	0,211249705	22,65825819	10,24137739	-54,80%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	15,85%	-0,153318181	0,197588552	0,382362494	12,85448481	3261,86%
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	37,43%	0,253001256	0,17116721	5,73154606	22,94992673	300,41%
EFG EUROBANK ERGASIAS	61,71%	10,77853107	0,205924466	0,687474928	25,63319831	3628,6%
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	44,15%	0,092107465	0,358600208	1,809503554	59,2252344	3173,01%
INTRASOFT	26,99%	3,040008986	0,0797	0,368274864	36,77661309	9886,19%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	7,47%	2,295929003	0,19250291	0,117098514	15,33635008	12996,96%
ΡΑΝΑΦΟΝ	68,18%	0,303277778	0,195144	8,217365616	47,0907657	473,06%
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	23,75%	1,15141409	0,144992334	0,50775681	17,90858598	3427%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	34,14%	0,402906977	0,201187143	2,374240496	15,60636974	557,32%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	6,79%	1,96552648	0,137004506	0,110060012	22,58602663	20421,56%
ΤΙΤΑΝ	25,83%	0,230306792	0,194176567	8,797292485	18,40774026	109,24%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	37,01%	18,07764691	0,201913611	0,39501495	19,96876024	4955,19%
INTRACOM	35,74%	0,317064135	0,160727497	3,010652305	27,2638996	805,58%
ΜΙΝΟΑΝ LINES	29,81%	0,136724138	0,142246482	61,35444281	299,8103731	388,65%
ALTEC	34,69%	1,287232058	0,071193223	0,652425902	35,16874136	5290,46%
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	74,02%	2,251112071	0,094243027	1,115711638	40,91060292	3566,77%
ΔΟΛ	53,05%	0,324	0,110592421	3,291493528	33,54635577	919,18%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	33,83%	0,903819326	0,127829675	0,830039495	22,81028462	2648,1%
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	10,05%	1,888784269	0,121850082	0,164333927	49,64042176	30107,04%

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2000)**

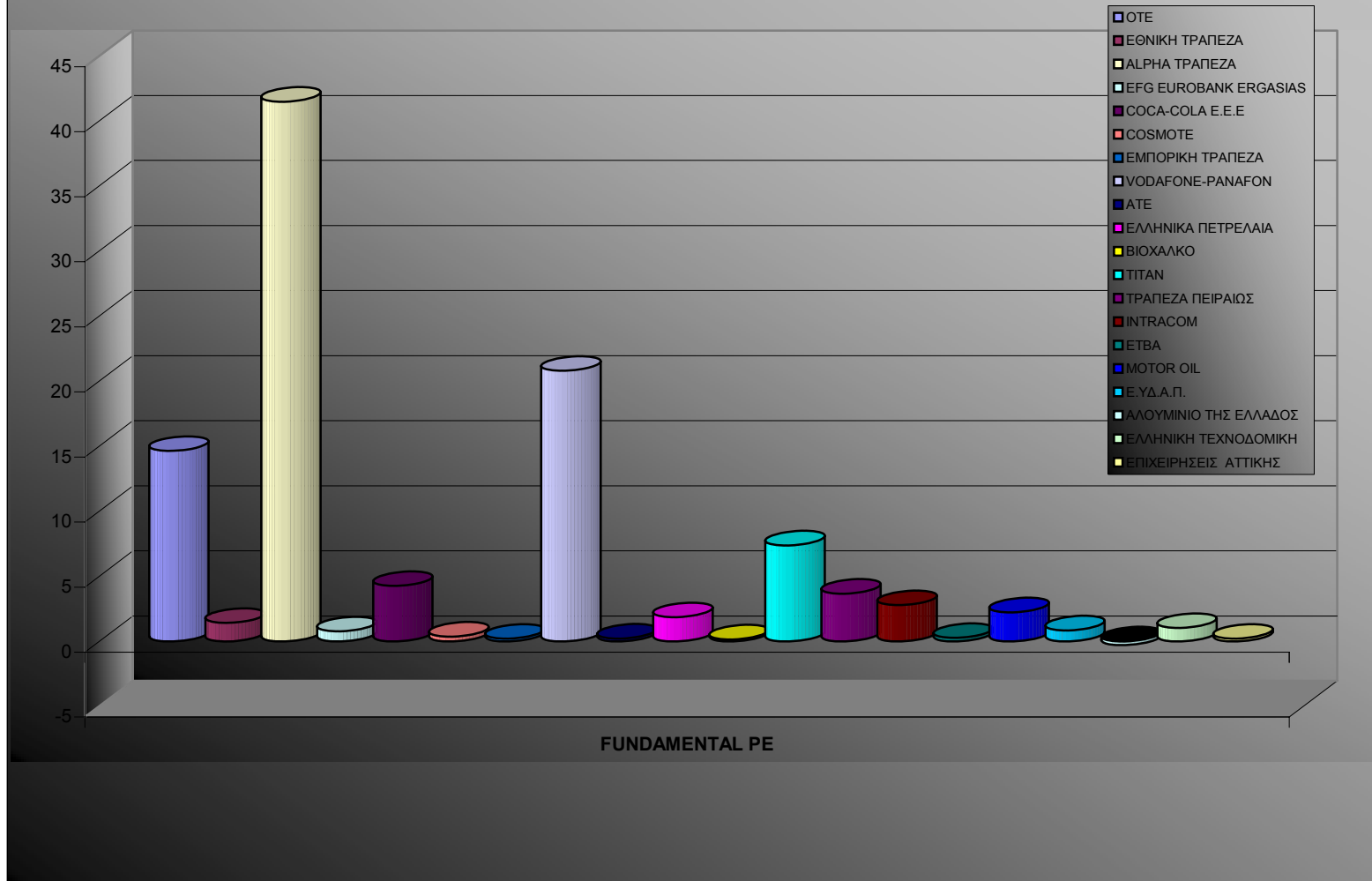


**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.10: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (FUNDAMENTAL PE RATIO)-FTSE ASE 20**

31/12/2001

NAME	PAYOUT RATIO	g	k	FUNDAMENTAL PE	OBSERVED PE	% PREMIUM/DISCOUNT
OTE	50,04%	0,222968064	0,18115318	14,63480462	16,99165521	16,1%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	17,71%	0,311554966	0,147019	1,411907537	12,5962133	792,14%
ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	39,87%	0,168630344	0,15739915	41,48472865	17,85122182	-56,97%
EFG EUROBANK ERGASIAS	62,87%	5,279231001	0,16514599	0,771973638	22,80144338	2853,66%
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	45,92%	0,058185199	0,17232053	4,257622794	34,6623868	714,13%
COSMOTE	24,06%	-0,282172722	0,19268049	0,363695685	22,55923293	6102,78%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	12,07%	1,794257723	0,14925719	0,205064235	21,67706986	10470,87%
VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	60,23%	0,209107516	0,17408	20,7906679	18,6014229	-10,53%
ΑΤΕ	27,09%	-0,476067098	0,19700863	0,210907137	29,56799915	13919,44%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	33,23%	0,397682249	0,14681838	1,851451918	49,74900651	2587,03%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	7,77%	1,461697823	0,15812624	0,146817844	41,25120271	27996,86%
ΤΙΤΑΝ	29,23%	0,211138604	0,16312401	7,371849247	16,20684635	119,85%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	40,86%	0,298619697	0,1538995	3,666634524	27,97864654	663,06%
INTRACOM	34,82%	0,296578898	0,13410379	2,778993403	15,23327568	448,16%
ΕΤΒΑ	63,11%	-0,655132373	0,16667	0,264838101	-48,94800254	-18582,24%
MOTOR OIL	79,51%	0,813353428	0,16653918	2,229190638	13,74073366	516,4%
Ε.ΥΔ.Α.Π.	46,96%	1,618935193	0,15347315	0,839290837	6,841058251	715,1%
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	50,21%	-2,502821987	0,17294	-0,281973884	14,03822807	-5078,56%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	33,73%	0,707264454	0,15031269	1,034056184	15,29542371	1379,17%
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	11,49%	1,599733343	0,13780668	0,204280853	52,50247034	25601,12%

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.7: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2001)**



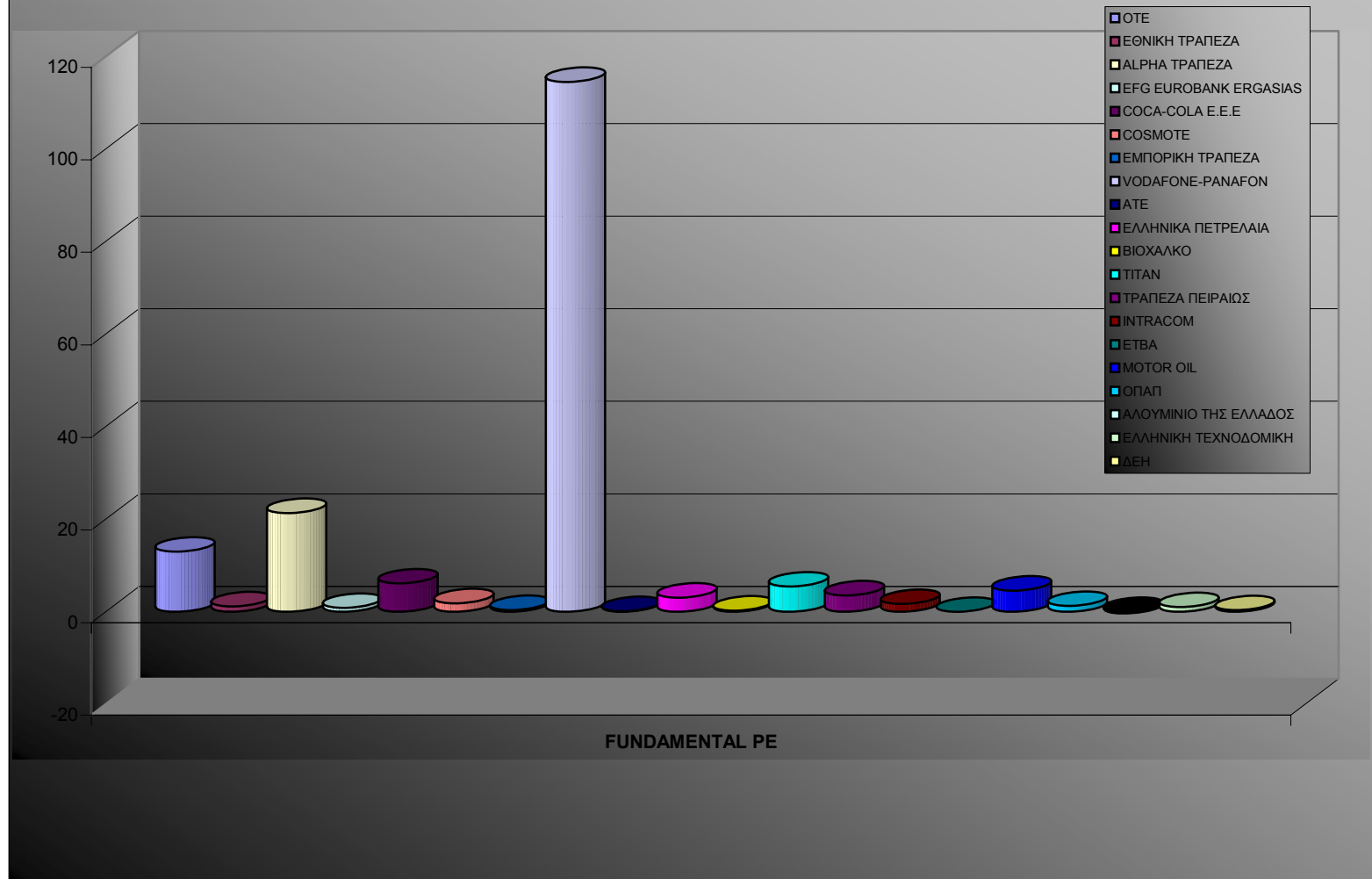


**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.11: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (FUNDAMENTAL PE RATIO)-FTSE ASE 20**

**31/12/2002**

NAME	PAYOUT RATIO	g	k	FUNDAMENTAL PE	OBSERVED PE	% PREMIUM/DISCOUNT
ΟΤΕ	47,44%	0,171545947	0,1287857	12,99859735	10,08228776	-22,44%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	19,86%	0,335417981	0,1109826	1,181673348	14,6789583	1142,22%
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	41,31%	0,102074375	0,1234039	21,34560221	12,3457304	-42,16%
EFG EUROBANK ERGASIAS	64,27%	3,467416813	0,1494572	0,865412312	19,04589048	2100,79%
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	42,66%	0,084685583	0,1600659	6,139137246	88,76763739	1345,93%
COSMOTE	26,85%	0,361101914	0,1638908	1,852781888	13,98856189	655%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	20,79%	1,423064305	0,1361862	0,391422689	23,71440602	5958,52%
VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	55,79%	0,130869556	0,13638	114,4938747	19,8677719	-82,65%
ΑΤΕ	18,06%	-0,468396353	0,1864379	0,146637557	56,53214955	38452,3%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	46,37%	0,001232611	0,1532712	3,053426809	20,87835315	583,77%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	12,42%	1,122256092	0,1320552	0,266117637	17,17951131	6355,61%
ΤΙΤΑΝ	28,60%	0,237464356	0,1727629	5,4700338	13,37292002	144,48%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	44,34%	0,312290114	0,1486541	3,556257433	15,23823867	328,49%
INTRACOM	30,57%	0,3241193	0,0844849	1,68928744	7,442558656	340,57%
ΕΤΒΑ	42,07%	-0,98076484	0,14628	0,007180556	15,59573868	217094,02%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	90,07%	0,472482202	0,1833823	4,587497351	13,4984319	194,24%
ΟΠΑΠ	94,12%	3,467416813	0,1615275	1,271941572	16,1457467	1169,38%
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	64,98%	-2,412792494	0,15024	-0,358159972	15,78172376	-4506,33%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	33,27%	0,711120584	0,1503626	1,015356187	6,96480421	585,95%
ΔΕΗ	24,85%	3,17754477	0,1741605	0,345594399	6,380503586	1746,24%

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.8: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2002)**

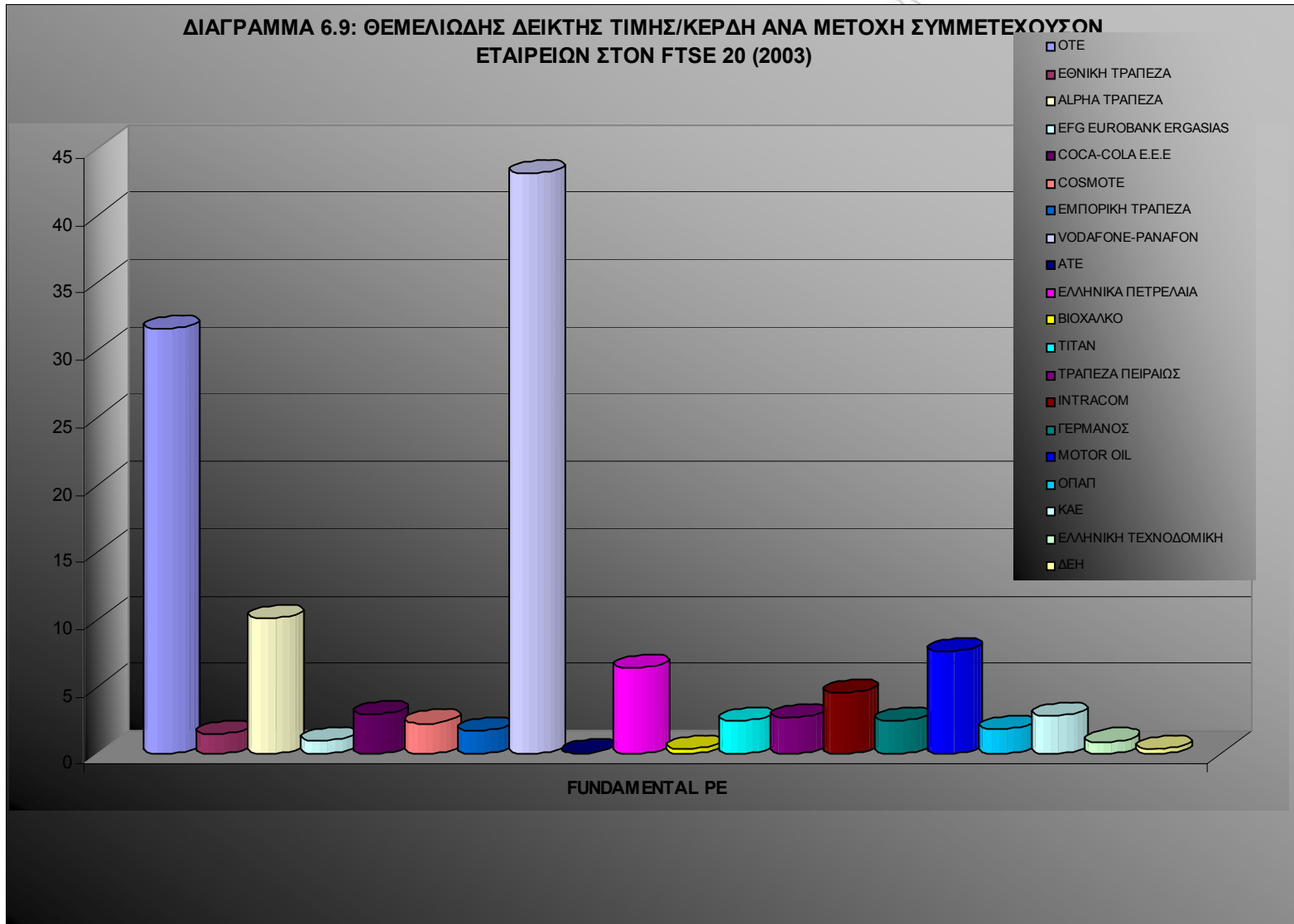


**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.12: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (FUNDAMENTAL PE RATIO)-FTSE ASE 20**

**31/12/2003**

NAME	PAYOUT RATIO	g	k	FUNDAMENTAL PE	OBSERVED PE	% PREMIUM/DISCOUNT
OTE	47,63%	0,13484947	0,117746593	31,60564169	12,16337535	-61,52%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	21,38%	0,255647238	0,078562138	1,516154632	14,68151572	868,34%
ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	40,16%	0,066105333	0,108296002	10,14869943	16,52308814	62,81%
EFG EUROBANK ERGASIAS	71,83%	2,564848324	0,107525267	1,041979735	15,91463597	1427,35%
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	50,97%	-0,02085034	0,144235639	3,022932645	33,99846085	1024,68%
COSMOTE	35,29%	0,351978919	0,146004711	2,316444316	14,09234254	508,36%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	91,17%	1,237335693	0,058581714	1,730383274	23,84901449	1278,25%
VODAFONE-ΡΑΝΑΦΟΝ	53,02%	0,095928203	0,10939	43,1637117	17,86529937	-58,61%
ΑΤΕ	13,55%	-0,511915879	0,16286346	0,097990155	47,77882102	48658,8%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	48,40%	0,224138744	0,132424512	6,46001238	9,822211658	52,05%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	16,26%	0,959382773	0,078265142	0,361613244	60,7446264	16698,23%
ΤΙΤΑΝ	26,75%	0,279465406	0,140824519	2,468492328	10,88863094	341,1%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	45,08%	0,327236164	0,105841493	2,702501311	18,84667672	597,38%
INTRACOM	29,38%	0,185537058	0,110204242	4,623048727	13,41536107	190,18%
ΓΕΡΜΑΝΟΣ	44,70%	0,409757894	0,160101273	2,524348368	17,4515594	591,33%
MOTOR OIL	91,62%	0,317464129	0,160435477	7,68670193	11,45052584	48,97%
ΟΠΑΠ	124,59%	2,564848324	0,154403496	1,842633227	15,46844337	739,47%
ΚΑΕ	73,99%	-0,089128399	0,143501712	2,896943507	23,63347232	715,81%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	31,17%	0,700960288	0,140235593	0,945630993	7,92893234	738,48%
ΔΕΗ	24,51%	2,612569751	0,158435163	0,360755808	12,60752858	3394,75%

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.9: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2003)**

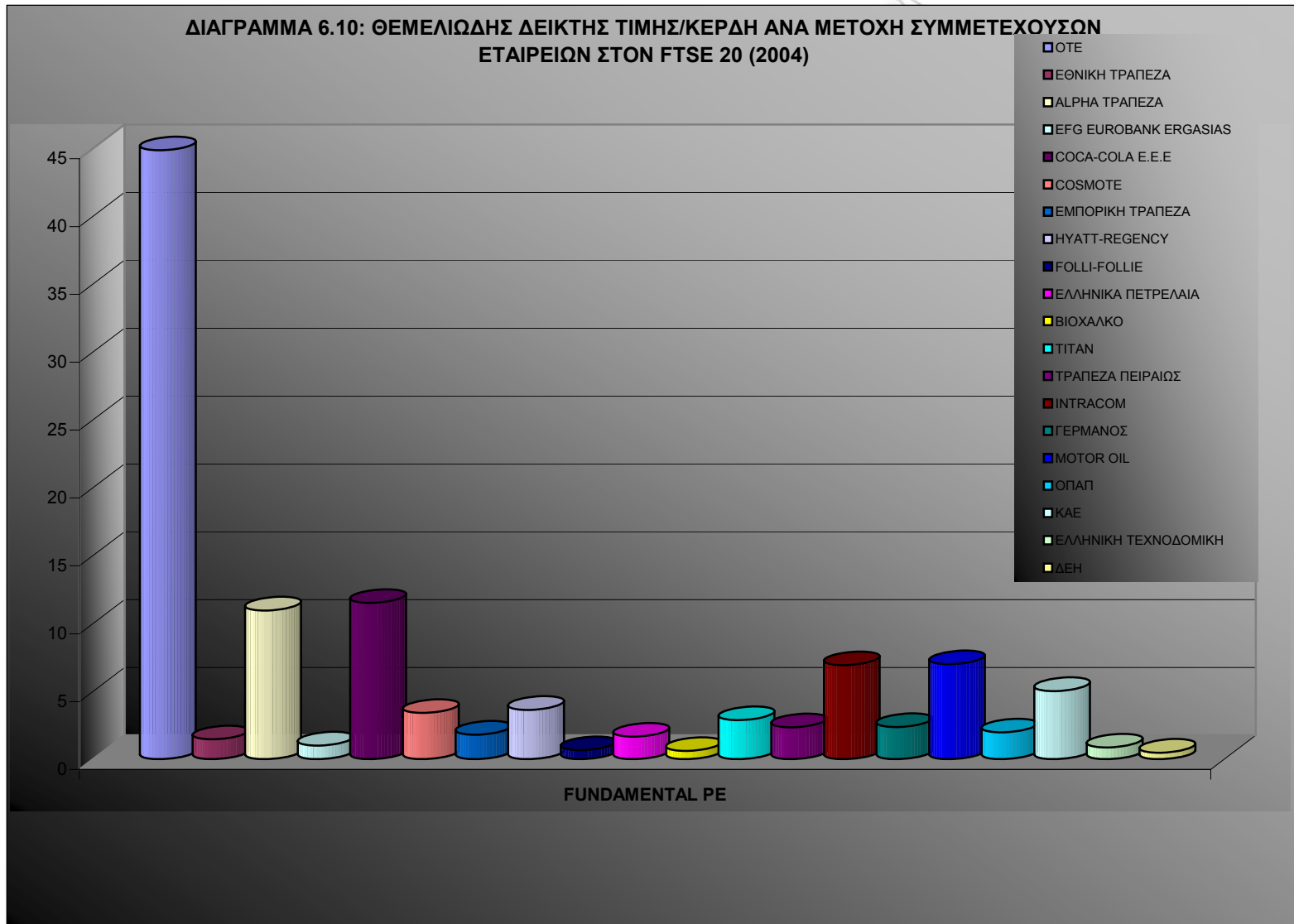


**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.13: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (FUNDAMENTAL PE RATIO)-FTSE ASE 20**

**31/12/2004**

NAME	PAYOUT RATIO	g	k	FUNDAMENTAL PE	OBSERVED PE	% PREMIUM/DISCOUNT
OTE	48,82%	0,075030654	0,08673	44,85521589	35,35197305	-21,19%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	23,01%	0,265715044	0,0668539	1,464269252	20,8356827	1322,94%
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	37,69%	0,119030573	0,0805681	10,96599461	14,65289194	33,62%
EFG EUROBANK ERGASIAS	65,60%	2,147797027	0,098461	1,007637543	21,55172403	2038,84%
COCA-COLA Ε.Ε.Ε	50,97%	0,194927401	0,1420675	11,52260396	37,89953568	228,91%
COSMOTE	42,79%	0,309317875	0,1453907	3,417516734	16,15694364	372,77%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	88,04%	1,140571415	0,0978476	1,807255995	-30,69993735	-1798,7%
HYATT-REGENCY	47,22%	0,273259656	0,1082377	3,643631063	9,874884541	171,02%
FOLLI-FOLLIE	20,70%	0,572557054	0,08673	0,669907732	10,84063552	1518,23%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	45,02%	0,515914769	0,1061692	1,66563607	26,77069359	1507,24%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	23,41%	0,763891744	0,0919323	0,614571126	33,65081579	5375,5%
TITAN	23,66%	0,244160569	0,1421755	2,886354865	10,83178914	275,28%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	43,08%	0,326188652	0,0839608	2,358394027	18,07750365	666,52%
INTRACOM	26,29%	0,125074012	0,0824259	6,93448457	12,84442992	85,23%
ΓΕΡΜΑΝΟΣ	42,80%	0,384418536	0,1349649	2,375323928	16,20977944	582,42%
MOTOR OIL	90,26%	0,288374171	0,1225205	7,011366535	10,70387633	52,66%
ΟΠΑΠ	127,39%	2,147797027	0,1250159	1,982353556	13,57187787	584,63%
ΚΑΕ	76,13%	-0,02963654	0,1172372	5,029677013	11,64736887	131,57%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	30,31%	0,642520029	0,0666718	0,86463793	5,103112642	490,2%
ΔΕΗ	31,35%	2,135718501	0,1142769	0,486263181	10,87387133	2136,21%

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.10: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΝ FTSE 20 (2004)**



**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.14: ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (INDEX FUNDAMENTAL PE)- FTSE 20**

**INDEX FUNDAMENTAL PE**

Name	2000Name	2001Name	2002Name	2003Name	2004
ΟΤΕ	22,65826ΟΤΕ	14,63480ΟΤΕ	12,99860ΟΤΕ	31,60564ΟΤΕ	44,85522
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,38236ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,41191ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,18167ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,51615ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,46427
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	5,73155ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	41,48473ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	21,34560ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	10,14870ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	10,96599
EFG EUROBANK ERGASIAS	0,68747EFG EUROBANK ERGASIAS	0,77197EFG EUROBANK ERGASIAS	0,86541EFG EUROBANK ERGASIAS	1,04198EFG EUROBANK ERGASIAS	1,00764
COCA-COLA E.E.E	1,80950COCA-COLA E.E.E	4,25762COCA-COLA E.E.E	6,13914COCA-COLA E.E.E	3,02293COCA-COLA E.E.E	11,52260
INTRASOFT	0,36827COSMOTE	0,36370COSMOTE	1,85278COSMOTE	2,31644COSMOTE	3,41752
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,11710ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,20506ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,39142ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,73038ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,80726
ΡΑΝΑΦΟΝ	8,21737VODAFONE-PANAFON	20,79067VODAFONE-PANAFON	114,49387VODAFONE-PANAFON	43,16371HYATT-REGENCY	3,64363
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	0,50776ΑΤΕ	0,21091ΑΤΕ	0,14664ΑΤΕ	0,09799FOLLI-FOLLIE	0,66991
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2,37424ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	1,85145ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	3,05343ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	6,46001ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	1,66564
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,11006ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,14682ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,26612ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,36161ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,61457
ΤΙΤΑΝ	8,79729ΤΙΤΑΝ	7,37185ΤΙΤΑΝ	5,47003ΤΙΤΑΝ	2,46849ΤΙΤΑΝ	2,88635
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,39501ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	3,66663ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	3,55626ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,70250ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,35839
INTRACOM	3,01065INTRACOM	2,77899INTRACOM	1,68929INTRACOM	4,62305INTRACOM	6,93448
MINOAN LINES	61,35444ΕΤΒΑ	0,26484ΕΤΒΑ	0,00718ΓΕΡΜΑΝΟΣ	2,52435ΓΕΡΜΑΝΟΣ	2,37532
ALTEC	0,65243ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	2,22919ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	4,58750ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	7,68670ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	7,01137
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,11571Ε.ΥΔ.Α.Π.	0,83929ΟΠΑΠ	1,27194ΟΠΑΠ	1,84263ΟΠΑΠ	1,98235
ΔΟΛ	3,29149ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-0,28197ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-0,35816ΚΑΕ	2,89694ΚΑΕ	5,02968
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,83004ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	1,03406ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	1,01536ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,94563ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,86464
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,16433ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,20428ΔΕΗ	0,34559ΔΕΗ	0,36076ΔΕΗ	0,48626

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.15: ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (WEIGHTED FUNDAMENTAL PE)- FTSE 20**

WEIGHTED FUNDAMENTAL INDEX PE					
Name	2000 Name	2001 Name	2002 Name	2003 Name	2004
OTE	2,195854575 OTE	2,055897353 OTE	2,316740005 OTE	3,781615029 OTE	4,967266608
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,089437545 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,262092396 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,166084189 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,242220864 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,268019844
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	0,86464955 ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	4,684455559 ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	2,041066483 ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	1,43939004 ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	1,504095821
EFG EUROBANK ERGASIAS	0,046251088 EFG EUROBANK ERGASIAS	0,080871958 EFG EUROBANK ERGASIAS	0,102265773 EFG EUROBANK ERGASIAS	0,114628191 EFG EUROBANK ERGASIAS	0,134821903
COCA-COLA E.E.E	0,053271213 COCA-COLA E.E.E	0,198873561 COCA-COLA E.E.E	0,345510644 COCA-COLA E.E.E	0,142773109 COCA-COLA E.E.E	0,446385677
INTRASOFT	0,005391407 COSMOTE	0,008350453 COSMOTE	0,051507336 COSMOTE	0,049710895 COSMOTE	0,151942794
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,012945591 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,019801003 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,016334069 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,06708696 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,063434685
PANAFON	0,19990052 VODAFONE-PANAFON	0,784639806 VODAFONE-PANAFON	4,625552536 VODAFONE-PANAFON	1,31304011 HYATT-REGENCY	0,029221921
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	0,004660858 ΑΤΕ	0,002874664 ΑΤΕ	0,002256752 ΑΤΕ	0,001207239 FOLLI-FOLLIE	0,005419554
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,050838996 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,04100966 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,079358563 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,165893118 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,037010433
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,003018603 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,005884459 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,006445369 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,00839666 ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0,014006076
ΤΙΤΑΝ	0,353991483 ΤΙΤΑΝ	0,256171761 ΤΙΤΑΝ	0,25577878 ΤΙΤΑΝ	0,069216525 ΤΙΤΑΝ	0,081943615
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,028319685 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,1863017 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,160671711 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,156096476 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,13808397
INTRACOM	0,089714464 INTRACOM	0,06719606 INTRACOM	0,030339602 INTRACOM	0,0730904 INTRACOM	0,061578223
MINOAN LINES	0,624825204 ΕΤΒΑ	0,001867109 ΕΤΒΑ	4,38732E-05 ΓΕΡΜΑΝΟΣ	0,045059618 ΓΕΡΜΑΝΟΣ	0,035392327
ALTEC	0,008546358 MOTOR OIL	0,0123943 MOTOR OIL	0,031470232 MOTOR OIL	0,035281962 MOTOR OIL	0,035547628
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,015979494 Ε.ΥΔ.Α.Π.	0,00519521 ΟΠΑΠ	0,055202264 ΟΠΑΠ	0,10117899 ΟΠΑΠ	0,146357163
ΔΟΛ	0,030598873 ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-0,00495146 ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-0,002446233 ΚΑΕ	0,028679741 ΚΑΕ	0,023287405
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,006391295 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,014642236 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,021586473 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,011461048 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,006285918
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,001649192 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,003293007 ΔΕΗ	0,014255769 ΔΕΗ	0,024769494 ΔΕΗ	0,026418679
<b>FTSE 20 FUNDAMENTAL INDEX PE</b>	<b>4,686235994</b>	<b>8,686860795</b>	<b>10,32002419</b>	<b>7,870796466</b>	<b>8,176520244</b>



τιμής προς κέρδη (61,35) αποτελεί την δεύτερη υψηλότερη τιμή του fundamental PE για λογαριασμό επιμέρους μετοχής. Τις υψηλότερες αποτιμήσεις με βάση την θεμελιώδη εκδοχή του πολλαπλασιαστή συγκεντρώνουν οι μετοχές του ΟΤΕ (ιστορικό υψηλό 44,85), της ALPHA Τράπεζας (41,48 το 2001) και της ΤΙΤΑΝ (8,79 το 2000). Ωστόσο, αποτελεί αφορμή για προβληματισμό η εντυπωσιακή μεταβολή του θεμελιώδους λόγου τιμής προς κέρδη της μετοχής της ALPHA BANK από 5,73 το 2000 σε 41,5 το 2001. Οι χαμηλότερες επιμέρους αποτιμήσεις αφορούν στην ΑΤΕ (0,097 το 2003), την ΕΤΒΑ (0,07 το 2002), την ΕΜΠΟΡΙΚΗ (0,0117) και την ΒΙΟΧΑΛΚΟ (0,011) το 2000.

Ο συνολική αποτίμηση του δείκτη FTSE 20 με βάση τον σταθμισμένο θεμελιώδη πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη είναι αρχικά χαμηλή και ανέρχεται το 2000 σε PE ίσο με 4,68 (βλ. πίνακα 6.15) αλλά σημειώνει θεαματική αύξηση σε ποσοστό 120% κατά τη διάρκεια της πενταετίας (10,32 το 2002), διορθώνεται σημαντικά σε 7,87 το 2003 (τιμή που βρίσκεται κοντά στον μέσο όρο του συνολικού fundamental PE του δείκτη για την υπό εξέταση περίοδο που είναι 7,94) και αυξάνεται συντηρητικά το 2004 σε 8,17. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που μας παρέχει ο υπολογισμός του θεμελιώδους λόγου τιμής προς κέρδη ο δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι υποτιμημένος στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου και υπάρχουν περιορισμένες προσδοκίες ως απρος τον μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης του. Η υποτίμηση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης επιβεβαιώνεται από την ακόλουθη αύξηση του πολλαπλασιαστή P/E και την σε βάθος πενταετίας σταθεροποίηση του σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο 8,27 που συνιστά ποσοστιαία αύξηση ίση με 75% σε σχέση με την αρχική τιμή 4,68 του έτους 2000.

#### 6.4 Σύγκριση Αποτελεσμάτων Βασικού-Θεμελιώδη Πολλαπλασιαστή

Η βασική εικόνα της αποτίμησης του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης στη βάση του θεμελιώδους λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή παρουσιάζει σημαντική απόκλιση από αυτήν που μας παρέχει ο βασικός δείκτης P/E. Ιδιαίτερα κατά τη χρήση του 2000 η διαφορά μεταξύ του θεμελιώδους και του βασικού σταθμισμένου πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης ανέρχεται σε 18,81 μονάδες (βλ. Πίνακα 6.14), απόκλιση που προδίδει πλήρη ασυμφωνία μεταξύ των δύο μεθόδων υπολογισμού του πολλαπλασιαστή και εν τέλει πλήρη διάσταση όσον αφορά στην αποτίμηση της αγοράς μέσω του FTSE 20.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.16: ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΕΣ-ΒΑΣΙΚΟ ΡΕ ΔΕΙΚΤΗ FTSE 20**

2000-2004				
	Observed PE	Fundamental PE	Observed-Fundamental PE	% PREMIUM/DISCOUNT
<b>2000</b>	23,497278	4,686235994	18,81104201	401,41%
<b>2001</b>	20,65637721	8,686860795	11,96951642	137,79%
<b>2002</b>	19,15209712	10,32002419	8,832072923	85,58%
<b>2003</b>	17,53786442	7,870796466	9,667067951	122,82%
<b>2004</b>	18,71931569	8,176520244	10,54279545	128,94%
<b>AVERAGE</b>	19,91258649	7,948087538	11,96449895	175,31%

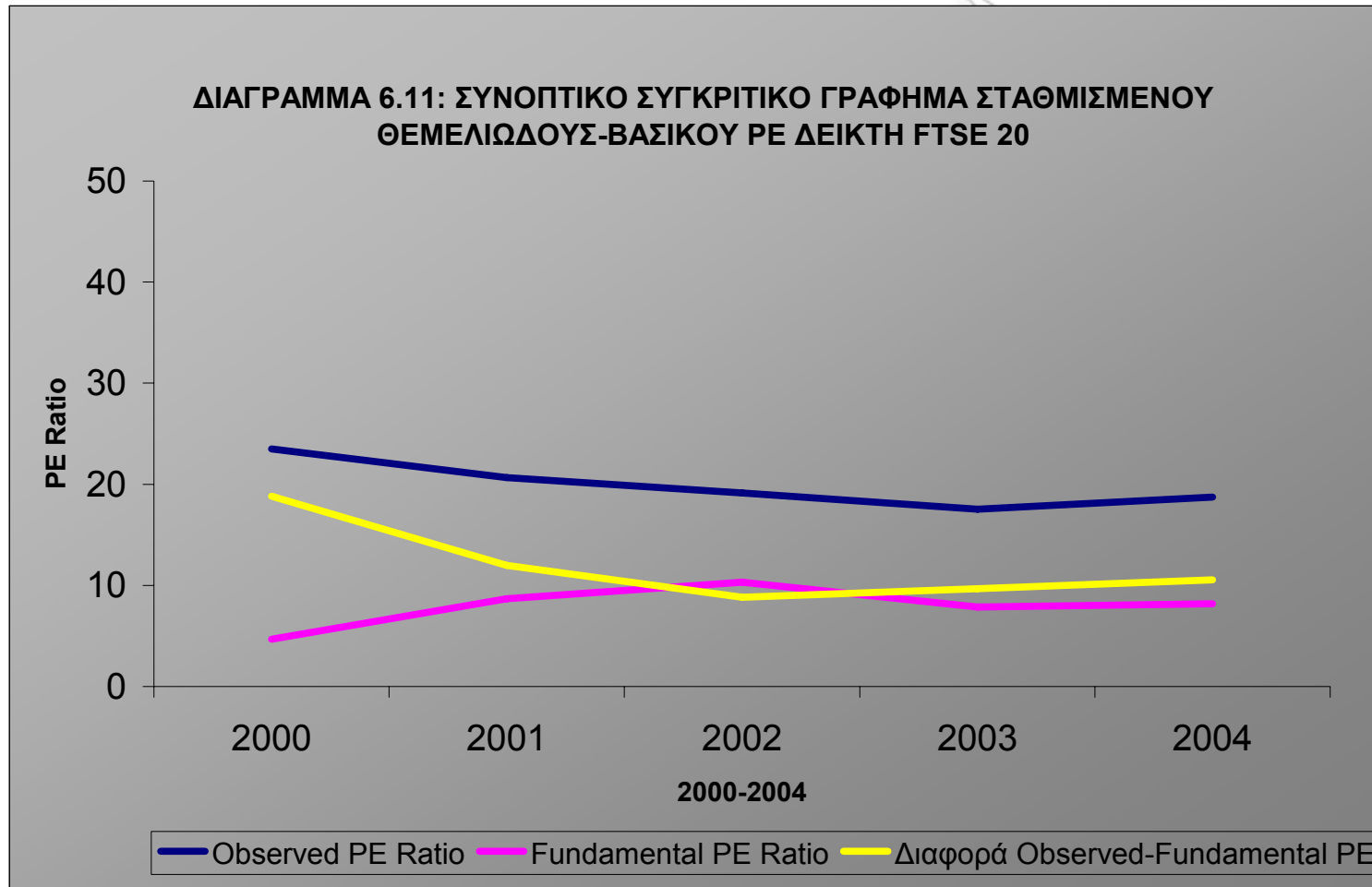
Η απόκλιση ανάμεσα στις δύο προτάσεις αποτίμησης είναι πιο μεγάλη από κάθε άλλο έτος της υπό εξέταση περιόδου κατά το 2000, σύμπτωση που κρίνεται λογική δεδομένων των ειδικών συνθηκών που διαμορφώθηκαν τη συγκεκριμένη περίοδο στο ελληνικό χρηματιστήριο. Αξιοσημείωτο είναι, επίσης, το γεγονός ότι ο βασικός πολλαπλασιαστής μειώνεται διαδοχικά μέχρι το 2002 ενώ ο θεμελιώδης αντίστοιχος υπερδιπλασιάζεται την ίδια περίοδο. Τόσο το

ПАМЯТИ ИМЕНИ ПЕРВА

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.17: ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΩΝ ΤΙΜΩΝ ΒΑΣΙΚΟΥ-ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΗΣ/ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ-FTSE 20**

2000-2004									
2000		2001		2002		2003		2004	
Observed PE	Fundamental PE	Observed PE	Fundamental PE	Observed PE	Fundamental PE	Observed PE	Fundamental PE	Observed PE	Fundamental PE
0,992511216	2,195854575	2,386987724	2,055897353	1,796966148	2,316740005	1,455347861	3,781615029	3,914877495	4,967266608
3,006763417	0,089437545	2,338235075	0,262092396	2,063127589	0,166084189	2,345518951	0,242220864	3,813763362	0,268019844
3,462179946	0,86464955	2,015759968	4,684455559	1,180498741	2,041066483	2,343469591	1,43939004	2,009790658	1,504095821
1,724518624	0,046251088	2,388679208	0,080871958	2,250652878	0,102265773	1,750769103	0,114628191	2,883620676	0,134821903
1,743572201	0,053271213	1,619080087	0,198873561	4,995842633	0,345510644	1,605747306	0,142773109	1,468228012	0,446385677
0,538395968	0,005391407	0,517959988	0,008350453	0,388882021	0,051507336	0,302421671	0,049710895	0,718337714	0,151942794
1,695479319	0,012945591	2,093137866	0,019801003	0,989602163	0,016334069	0,924626292	0,06708696	-1,077567801	0,063434685
1,145557953	0,19990052	0,7020177	0,784639806	0,802657985	4,625552536	0,543462407	1,31304011	0,079196574	0,029221921
0,164388496	0,004660858	0,403011828	0,002874664	0,870029782	0,002256752	0,588635075	0,001207239	0,087700741	0,005419554
0,334175147	0,050838996	1,101940494	0,04100966	0,542628398	0,079358563	0,252234395	0,165893118	0,594844812	0,037010433
0,619464241	0,003018603	1,653348205	0,005884459	0,416087764	0,006445369	1,410490225	0,00839666	0,766902092	0,014006076
0,740703266	0,353991483	0,563187911	0,256171761	0,62531774	0,25577878	0,305317211	0,069216525	0,307514494	0,081943615
1,431614164	0,028319685	1,421595031	0,1863017	0,688463623	0,160671711	1,088584048	0,156096476	1,058437839	0,13808397
0,812437273	0,089714464	0,368340606	0,06719606	0,133668353	0,030339602	0,212096859	0,0730904	0,114058538	0,061578223
3,053227591	0,624825204	-0,345083418	0,001867109	0,095289963	4,38732E-05	0,311510335	0,045059618	0,241525714	0,035392327
0,460687826	0,008546358	0,076398479	0,0123943	0,092599243	0,031470232	0,052557914	0,035281962	0,054268653	0,035547628
0,585931627	0,015979494	0,042346151	0,00519521	0,700725407	0,055202264	0,849372226	0,10117899	1,002011743	0,146357163
0,311858637	0,030598873	0,246511285	-0,004951461	0,107789173	-0,002446233	0,233971376	0,028679741	0,053927318	0,023287405
0,175638937	0,006391295	0,2165832	0,014642236	0,148071738	0,021586473	0,09609866	0,011461048	0,037099629	0,006285918
0,498172152	0,001649192	0,846339822	0,003293007	0,263195773	0,014255769	0,865632913	0,024769494	0,59077743	0,026418679
<b>23,497278</b>	<b>4,686235994</b>	<b>20,65637721</b>	<b>8,686860795</b>	<b>19,15209712</b>	<b>10,32002419</b>	<b>17,53786442</b>	<b>7,870796466</b>	<b>18,71931569</b>	<b>8,176520244</b>

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.11: ΣΥΝΟΠΤΙΚΟ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟ ΓΡΑΦΗΜΑ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ  
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ-ΒΑΣΙΚΟΥ ΡΕ ΔΕΙΚΤΗ FTSE 20**



2003 όσο και το 2004, ωστόσο, αν και διατηρούν τη μεγάλη απόκλιση στις σχετικές τιμές που διαμορφώνουν, οι δύο πολλαπλασιαστές τιμής προς κέρδη (θεμελιώδης βασισμένος σε ιστορικά μεγέθη και βασικός) καταδεικνύουν παρόμοια τάση όπως διαφαίνεται και από το διάγραμμα 6.11. Η τάση αυτή αφορά στη μείωση της τιμής αμφότερων των πολλαπλασιαστών από το 2002 στο 2003 και μικρή άνοδο τους κατά το 2004. Ο μέσος όρος της μεταξύ τους διαφοράς, ωστόσο, προσεγγίζει τις 12 μονάδες<sup>7</sup> ενώ, ο δείκτης διαπραγματεύεται έως και με 401,41% premium –το 2001- έναντι του θεμελιώδους PE (Πίνακας 6.16) γεγονός που καθιστά ουσιαστική τη σύγκριση μεταξύ των δύο μεγεθών για τη διεξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων όσον αφορά στην αποτίμηση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης.

## **6.5 Αποτελέσματα Ανάλυσης Παλινδρόμησης**

### **6.5.1 Παλινδρόμηση δείκτη E/P με Απόδοση T.Bond και T.Bill**

Έχει καταγραφεί θεωρητικά η ύπαρξη ισχυρής θετικής συσχέτισης μεταξύ των τιμών που λαμβάνει ο δείκτης κερδών ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής και των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων (Damodaran, 2001). Επιπρόσθετα, εικάζεται ότι η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων του κρατικού ομολόγου και του γραμματίου του δημοσίου (term structure) επηρεάζει τον πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή. Προκειμένου να ελέγξουμε την ύπαρξη και εφαρμογή του παραπάνω φαινομένου για την ελληνική κεφαλαιαγορά καταφύγαμε στην μέθοδο της πολλαπλής γραμμικής

---

<sup>7</sup> Σε όρους σταθμισμένου δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή που είναι πάντα πιο μετριοπαθής σε σύγκριση με τον μη σταθμισμένο μέσο όρο των πολλαπλασιαστών των επιμέρους εταιρειών του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

παλινδρόμησης για την εξέταση της αλληλεπίδρασης μεταξύ των παραπάνω αριθμοδεικτών και των αποδόσεων των κρατικών χρεογράφων. Για την πραγματοποίηση της ανάλυσης παλινδρόμησης χρησιμοποιήθηκαν ετήσιες τιμές του δείκτη κερδών ανά μετοχή προς την τιμή ανά μετοχή (E/P), ημερήσιες αποδόσεις του 10ετούς κρατικού ομολόγου κατά την 31η Δεκεμβρίου καθενός από τα υπό εξέταση έτη και μηνιαίες αποδόσεις του έντοκου γραμματίου του δημοσίου κατά τον μήνα Ιανουάριο κάθε σχετικής χρονιάς. Τα σχετικά αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης παρατίθενται ομαδοποιημένα στον πίνακα 6.18 που ακολουθεί.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.18: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ						
ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ: E/P RATIO						
ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ: T.BOND-TERM STRUCTURE (T.BOND-T.BILL)						
2000-2004						
REGRESSION EQUATION						
E/P = -0,645+ 10,963 T.Bond Rate + 14,605 (T.Bond Rate-T.Bill Rate)						
COEFFICIENTS						
Predictor	Coefficient	Standard Error	t statistic	Sig. (P values)	95% C.I.	
					L.Bound	Up. Bound
Constant	-0,645	0,336	-1,923	0,194	-2,089	0,799
T.Bond	10,963	5,579	1,965	0,188	-13,041	34,966
T.Bond-T.Bill	14,605	8,012	1,823	0,210	-19,866	49,077
ANALYSIS OF VARIANCE (ANOVA)						
Source	SS	MS	df	F	Sig.	
Regression	0,125	0,13	2	2,585	0,279	
Residual Error	0,10	0,005	2			
Total	0,035		4			
MODEL SUMMARY						
R	R Square	R Square (adjusted)	SE of the Estimate	Durbin Watson		
0,849	0,721	0,442	0,06984844	2,603		

Από τα αποτελέσματα μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι, μεταξύ των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ του κρατικού

ομολόγου και του έντοκου γραμματίου επηρεάζει περισσότερο το ύψος των τιμών που λαμβάνει η εξαρτημένη μεταβλητή, δηλ. ο δείκτης E/P. Συνακόλουθα, για κάθε μοναδιαία αύξηση της διάρθρωσης λήξης των τίτλων του δημοσίου αναμένεται αντίστοιχη αύξηση 14,605 μονάδων του λόγου κερδών ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής υπό την προϋπόθεση ότι η έτερη ανεξάρτητη μεταβλητή δεν θα μεταβληθεί. Το μοντέλο μας διαθέτει ικανοποιητικό βαθμό αξιοπιστίας υπό την έννοια ότι ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  λαμβάνει τιμή ίση με 72,1% που υποδεικνύει ότι ποσοστό μεγαλύτερο του 70% της μεταβλητότητας των παρατηρούμενων τιμών του δείκτη E/P εξηγείται από το μοντέλο που κατασκευάσαμε. Επιπρόσθετα, η τυπική απόκλιση 0,069 είναι ιδιαίτερα μικρή, γεγονός που συνάδει στην ερμηνευτική ικανότητα του παραπάνω μοντέλου. Εκείνο, όμως, που προβληματίζει αρκετά ως προς

Ωστόσο, η τιμές που αντιπροσωπεύουν το επίπεδο σημαντικότητας (Sig.) για τις ανεξάρτητες μεταβλητές δεν είναι μικρότερες του 0,0005 πράγμα που υποδεικνύει ότι οι συντελεστές ίσως να είναι «τυχαία» σημαντικοί. Η διαπίστωση αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι η απόλυτη τιμή του  $t$  στατιστικού είναι μικρότερη του 2. Ωστόσο, οφείλουμε να παρατηρήσουμε ότι οι προαναφερθείσες τιμές είναι πολύ κοντά στην τιμή 2, αλλά θα είχαμε την απαίτηση να λαμβάνει μεγαλύτερη τιμή η στατιστική  $t$  δεδομένου του μικρού δείγματος παρατηρήσεων που λάβαμε κατά τη διενέργεια της ανάλυσης παλινδρόμησης. Τέλος, η τιμή του στατιστικού ελέγχου Durbin-Watson βρίσκεται κοντά στο 2 οπότε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι δεν υφίσταται αξιόλογη αυτοσυσχέτιση των ανεξάρτητων μεταβλητών πέρα της αναμενόμενης δεδομένου ότι στοιχεία της μίας -T.Bond- περιλαμβάνονται και στην κατασκευή της δεύτερης (T.Bond-T.Bill).



### 6.5.2 Παλινδρόμηση Observed PE με Beta, Growth Rate και Payout Ratio

Στην περίπτωση αυτή θέλαμε να ελέγξουμε το βαθμό στον οποίο ο βασικός πολλαπλασιαστής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή σχετίζεται με τα θεμελιώδη μεγέθη των μετοχών τις οποίες αποτιμά. Τα βασικά θεμελιώδη μεγέθη όσον αφορά στη διαμόρφωση της τιμής αλλά και την αξιολόγηση των μετοχικών αξιών συνοψίζονται στον κίνδυνο –που στη μελέτη μας εκπροσωπείται από τον συντελεστή βήτα-, το ρυθμό ανάπτυξης και το δείκτη διανομής μερισμάτων. Στα πλαίσια του παραπάνω σκεπτικού θελήσαμε να ελέγξουμε την υφιστάμενη σχέση ανάμεσα στον βασικό δείκτη P/E και τις προαναφερθείσες μεταβλητές για μία χρονιά ενδεικτικά από την υπό εξέταση πενταετία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.19: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ						
ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ: OBSERVED P/E RATIO						
ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ: BETA COEFFICIENT-GROWTH RATE-PAYOUT RATIO						
31-12-2004						
REGRESSION EQUATION						
P/E = 20,995 - 1,647 Beta Coefficient - 1,151 Average Growth rate – 1,955 Average Payout Ratio						
COEFFICIENTS						
Predictor	Coefficient	Standard Error	t statistic	Sig. (P values)	95% C.I.	
					L.Bound	Up. Bound
Constant	20,995	10,927	2,035	0,060	-0,993	42,904
Beta Coefficient	- 1,647	7,784	-0,212	0,835	-18,238	14,945
Growth Rate	- 1,151	3,631	-0,317	0,756	-8,891	6,588
Payout Ratio	- 1,955	10,323	-0,189	0,852	-23,958	20,049
ANALYSIS OF VARIANCE (ANOVA)						
Source	SS	MS	df	F	Sig.	
Regression	23,200	7,733	3	0,074	0,973	
Residual Error	1558,678	1103,912	15			
Total	1581,879		18			
MODEL SUMMARY						
R	R Square	R Square (adjusted)	SE of the Estimate	Durbin Watson		
0,121	0,015	-0,182	10,19371829	1,403		

Προκειμένου να απέχουμε από ακραία συμπεράσματα και ειδικές συνθήκες της κεφαλαιαγοράς επιλέξαμε το 2004 ως έτος αναφοράς, με το σκεπτικό ότι κατά τη συγκεκριμένη περίοδο ο γενικός δείκτης έχει ανακάμψει σημαντικά από το ιστορικό χαμηλό του και κινείται συγκρατημένα σε ανοδική βάση με σχετική σταθερότητα κατά το τελευταίο 12μηνο.

Από τα δεδομένα του δείγματος (είκοσι για κάθε μεταβλητή) απορρίφθηκαν αυτά που αφορούσαν στην Εμπορική Τράπεζα η οποία εμφάνιζε αρνητικό λόγο τιμής προς κέρδη, οπότε, στο σύνολο του το μοντέλο μας περιλαμβάνει 76 παρατηρήσεις για το σύνολο των μεταβλητών που συμμετέχουν σε αυτό.

Όσον αφορά στα αποτελέσματα που απέδωσε η ανάλυση παλινδρόμησης, το πρώτο που παρατηρούμε είναι η εξίσωση που προκύπτει και η οποία σε κάθε περίπτωση δεν ανταποκρίνεται στην σχετική φιλολογία-που θέλει τον λόγο PE να συνδέεται θετικά με τον μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης-δεδομένου ότι προβλέπει για αρνητική σχέση μεταξύ του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή και του ρυθμού ανάπτυξης, σχέση που οπωσδήποτε δεν ευσταθεί. Η τιμή που λαμβάνει ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  (0,015) μας παρέχει ένα πολύ χαμηλό ποσοστό (1,5%) επεξήγησης της μεταβλητότητας του βασικού πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή από τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουμε εισάγει στο μοντέλο μας. Η ως άνω διαπίστωση επιβεβαιώνεται από την τιμή του μέσου των τετραγώνων της παλινδρόμησης που είναι μόλις 7,733, ιδιαίτερα χαμηλή τιμή για τη μεταβλητότητα που ερμηνεύεται από το παρόν μοντέλο. Αντίστοιχα, δυσανάλογα μεγάλος είναι ο μέσος των καταλοίπων (1103,912) που αντιπροσωπεύει τη μεταβλητότητα του μοντέλου που μας διαφεύγει. Τέλος το F είναι αμελητέα μικρό ενώ η p-value

προσεγγίζει σχεδόν τη μονάδα και ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού λαμβάνει αρνητική τιμή. Όπως γίνεται φανερό, οι τιμές που λαμβάνει ο βασικός λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή δεν επεξηγούνται επαρκώς ούτε σχετίζονται σημαντικά με τις θεμελιώδεις μεταβλητές του γεγονός που συνάδει με την εκτίμηση ότι ο βασικός δείκτης P/E δεν αποτιμά δίκαια τις μετοχικές αξίες και συνακόλουθα τον χρηματιστηριακό δείκτη FTSE 208.

---

<sup>8</sup> Εναλλακτική μέθοδος αποτίμησης του δείκτη θα μπορούσε να προβλέπει για υπολογισμό τόσο του observed όσο και του fundamental PE του δείκτη μέσω του υπολογισμού του αθροιστικού μέσου των επιμέρους μεταβλητών που δομούν καθεμία από τις εκδοχές του πολλαπλασιαστή. Έτσι, ο βασικός δείκτης PE θα μπορούσε να υπολογιστεί με βάση τα σωρευτικά καθαρά έσοδα για το σύνολο του δείκτη (υπολογίζεται με την πρόσθεση των καθαρών κερδών κάθε εταιρείας που μετέχει στη σύνθεση του δείκτη) διαιρεμένα με την αθροιστική τρέχουσα αξία μετοχικού κεφαλαίου όλων των εταιρειών (υπολογίζεται με την πρόσθεση της αγοραίας αξίας του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών του δείκτη). Η διαδικασία αυτή είναι δημοφιλής μέθοδος για τον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη κλάδων. Ωστόσο, επιδίωξη της παρούσας μελέτης ήταν η ενσωμάτωση στην αξιολόγηση του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης της βαρύτητας κάθε συμμετέχουσας –μέσω του ποσοστού συμμετοχής στον δείκτη- γεγονός που οδήγησε στην επιλογή της ανά εταιρεία αποτίμησης στη βάση του πολλαπλασιαστή P/E και ακολούθως στον υπολογισμό των συνολικού PE του δείκτη με βάση τα εξατομικευμένα μεγέθη των επιμέρους εταιρειών.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

---

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

---

OBSERVED VS FUNDAMENTAL PE RATIO

ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η φιλοδοξία της παρούσας μελέτης είχε διττή υπόσταση, αφενός να ελέγξει –μέσω του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης- αν οι τιμές των μετοχών στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και τις αρχές της δεκαετίας του 2000, υπήρξαν υπερτιμημένες, και αφετέρου να εξετάσει το βαθμό στον οποίο οι τιμές που αποδίδει ο λόγος τιμής προς κέρδη για τις μετοχές του δείκτη FTSE 20 αντιπροσωπεύουν θεμελιώδη μεγέθη των παραπάνω μετοχικών αξιών.

Η υπό εξέταση περίοδος (2000-2004) –για τις ανάγκες της έρευνας- κρίθηκε αρκούντως ικανοποιητική γιατί πρόκειται για περίοδο-μεταίχμιο στην ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου που οπωσδήποτε αμβλύνει τις όποιες διαφορές και προσφέρεται για συμπεράσματα. Ακόμη, διαθέτει τα χαρακτηριστικά για τη διεξαγωγή μίας ολοκληρωμένης έρευνας επειδή καλύπτει ένα πλήρη κύκλο ζωής του συνόλου του χρηματιστηρίου, από την άνθηση (την 1-1-2000 ο γενικός δείκτης αποτιμάται στις 5.794,85 μονάδες) έως την πλήρη ύφεση (στις 24-4-2003, ο γενικός δείκτης είναι στις 1.663,77 μονάδες) και πάλι την ανάπτυξη (στις 1-1-2005, ημερομηνία που σηματοδοτεί το τέλος της έρευνας μας, ο δείκτης είναι πλέον στις 2.824,67 μονάδες). Υπό τις συνθήκες που περιγράφηκαν παραπάνω, λοιπόν, μας παρέχεται μία άριστη ευκαιρία ώστε να ελέγξουμε το βαθμό ακρίβειας της αποτίμησης της αγοράς – εκπροσωπούμενης από τον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης- που μπορεί να παράσχει ο λόγος τιμής προς κέρδη καθώς και την ικανότητα πρόβλεψης που διαθέτει ο συγκεκριμένος πολλαπλασιαστής σχετικά με τις μελλοντικές μετοχικές αποδόσεις.

## 7.1. Observed vs Fundamental PE ratio

Ο υπολογισμός του βασικού πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη σε αντιδιαστολή με τον αντίστοιχο θεμελιώδη πολλαπλασιαστή κατέδειξε, καταρχήν, ότι ο δείκτης είναι ιδιαίτερα ευαίσθητος όσον αφορά στον τρόπο υπολογισμού του και ότι παρέχει μεγάλα περιθώρια παρερμηνείας του.

Η αποτίμηση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης με αφετηρία τον βασικό λόγο τιμής προς κέρδη (observed PE ratio) παρουσιάζει σημαντικές διαφορές με την αντίστοιχη αποτίμηση στη βάση του θεμελιώδους (fundamental) PE. Πιο συγκεκριμένα, το εύρος της διαφοράς τιμών ανάμεσα στους δύο τύπους του πολλαπλασιαστή PE που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα, είναι αρκετά σημαντικό ώστε να στηρίξει την υπόθεση ότι οι δύο αποτιμήσεις εκφράζουν μία εκ διαμέτρου αντίθετη οπτική όσον αφορά τη σύγχρονη αλλά και τη μελλοντική πορεία της κεφαλαιαγοράς. Οι τιμές του βασικού λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή κρίνονται ως αρκετά υψηλές (ιδιαίτερα στις αρχές της υπό εξέταση περιόδου), δεδομένης και της μετέπειτα πορείας αποδόσεων τόσο του Γενικού Δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου Αθηνών όσο και του ίδιου του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Μολονότι, παραδοσιακά οι υψηλές τιμές του λόγου τιμής προς κέρδη ερμηνεύονται θετικά ως προς τις προδοκίες της αγοράς για τη δυνατότητα μελλοντικής ανάπτυξης των εταιρειών που διαμορφώνουν ανάλογους πολλαπλασιαστές, άλλες έρευνες υποστηρίζουν ότι ο λόγος PE συσχετίζεται αρνητικά με τις μελλοντικές επιδόσεις των τιμών των μετοχών (Στεφανής, 2005). Προσωπική εκτίμησης της παρούσας έρευνας αποτελεί η πεποίθηση πως ευθύνονται πιθανά, σε κάποιο βαθμό, οι μεγάλες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου –που με τη σειρά τους

οδήγησαν σε μείωση των κερδών ανά μετοχή- για τους υψηλότερους βασικούς πολλαπλασιαστές κερδών ανά μετοχή. Δεν αγνοείται, ακόμη, η ερμηνεία που παρέχουν έτεροι αναλυτές σύμφωνα με την οποία τα προβλεπόμενα κέρδη<sup>1</sup> επεξηγούν καλύτερα τις τιμές και την απόδοση που διαμορφώνουν οι μετοχές σε σχέση με τα τρεχόντα ή τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή (Liu, Nissim και Thomas, 2000).

Σημαντικό, για την αξία της έρευνας, κρίνεται το γεγονός ότι η μεγάλη απόκλιση που παρουσιάζουν οι δύο αποτιμήσεις (βασική και θεμελιώδης) του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης κατά την αρχή της έρευνας<sup>2</sup> μειώνονται σημαντικά μέχρι το τέλος της υπό εξέταση περιόδου, γεγονός που δημιουργεί βάσιμες προσδοκίες ότι μία ανάλογη έρευνα σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα θα παρείχε ενδεχομένως αποτελέσματα τιμών που θα σύγκλιναν μεταξύ τους. Σε κάθε περίπτωση, η σημαντική εξομάλυνση τιμών των δύο αποτιμήσεων ήδη από το 2001 και το 2002 είναι ενθαρρυντική γιατί σημαίνει ότι η αγορά έχει τη δυνατότητα να διενεργεί σύντομα διορθωτικές κινήσεις και να απορρίπτει τις ακραίες τιμές.

## **7.2. Ανάλυση Παλινδρόμησης**

Πέρα από την αποτίμηση του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης σε όρους βασικού και θεμελιώδους λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, σημαντικό κομμάτι της έρευνας αναλώθηκε στην προσπάθεια προσδιορισμού της ερμηνευτικής ικανότητας του παραπάνω πολλαπλασιαστή καθώς και στον

---

<sup>1</sup> Forward Earnings

<sup>2</sup> Το 2000, η διαφορά που καταγράφεται μεταξύ των δύο πολλαπλασιαστών (observed, fundamental PE, είναι ίση με 19 μονάδες σχεδόν.

προσδιορισμό των θεμελιωδών μεταβλητών που τον επηρεάζουν. Στα πλαίσια αυτής της επιδίωξης, επιχειρήσαμε μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης να ελέγξουμε δύο υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση αφορούσε στον ευαισθησία του πολλαπλασιαστή στις τιμές των επιτοκίων και η δεύτερη υπόθεση αφορούσε στη σχέση και τον βαθμό συσχέτισης των τιμών που λαμβάνει ο βασικός πολλαπλασιαστής με τα θεμελιώδη μεγέθη που του αποδίδονται.

Η ανάλυση παλινδρόμησης μεταξύ του αντίστροφου λόγου ΕΡ και των αποδόσεων τόσο του 10ετούς κρατικού ομολόγου όσο και του γραμματίου του δημασίου επιβεβαίωσε την υπόθεση ότι ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή επηρεάζεται από τόσο από τα επιτόκια όσο και από τη διάρθρωση λήξης των τίτλων των κρατικών χρεογράφων. Η διαπιστωθείσα συσχέτιση δεν αποτελεί έκπληξη καθώς ανάλογες απόψεις έχουν διατυπωθεί συχνά στη σχετική βιβλιογραφία. Η σύνδεση, ωστόσο, των τιμών που λαμβάνει ο λόγος ΕΡ με τα επιτόκια των κρατικών χρεογράφων επιτρέπει τη διεξαγωγή συναφών συμπερασμάτων και για τον λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή δεδομένου ότι εκτός από τους θεμελιώδεις εταιρικούς παράγοντες που αφορούν στις μετοχές συγκεκριμένα, ο παραπάνω λόγος επηρεάζεται και από μακροοικονομικούς παράγοντες. Ας σημειωθεί, ότι η θετική συσχέτιση που διαπιστώθηκε, μεταξύ των τιμών που λαμβάνει ο λόγος ΕΡ και των αποδόσεων του κρατικού ομολόγου και του γραμματίου του δημοσίου παραπέμπει σε αρνητική συσχέτιση του πολλαπλασιαστή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή που αποτελεί το αντικείμενο της έρευνας μας. Η παραπάνω σχέση έχει επιβεβαιωθεί και στο παρελθόν από ανάλογες έρευνες (Amoako-Adu, Smith, 2002).

Η έτερη ανάλυση παλινδρόμησης που διενεργήθηκε, αφορούσε τον βασικό λόγο τιμής προς κέρδη, ο οποίος αποτελεί και τη συνηθέστερα



χρησιμοποιούμενη εκδοχή του πολλαπλασιαστή, και τα θεμελιώδη μεγέθη που ο τελευταίος ενσωματώνει στην υπόσταση του. Δεν αποτελεί πρόσφατη διαπίστωση ότι ο βασικός λόγος τιμής προς κέρδη τείνει κατά περίπτωση να αποδίδει τις διαθέσεις και τις αντιλήψεις που διέπουν την αγορά (χαρακτηριστικό είναι ότι το σκέλος του συγκεκριμένου λόγου που αφορά στον αριθμητή του είναι η τρέχουσα μετοχική τιμή) και ως εκ τούτου το γεγονός αυτό συνιστά ερμηνευτική αδυναμία του καθώς οι αγορές διαπράττουν συστηματικά λάθη στην αποτίμηση ακόμα και ολόκληρων κλάδων (βλ. "τεχνολογική φούσκα»). Τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης κατέδειξαν με τον πιο σαφή τρόπο ότι σε μικρό ποσοστό ο λόγος PE ερμηνεύεται σημαντικά από τις θεμελιώδεις μεταβλητές του. Η διαπίστωση αυτή αφήνει περιθώρια για μεγάλο εύρος ερμηνειών. Μία υπόθεση που ενδεχομένως μπορεί να διατυπωθεί είναι ότι οι μετοχικές αξίες και η αγορά εν γένει δεν αποτιμά με βάση τα πραγματικά θεμελιώδη μεγέθη ή ακόμα ότι ο συναισθηματικός παράγοντας αποδεικνύεται ισχυρότερη δύναμη στη διαμόρφωση του επενδυτικού σκηνικού από τα βασικά οικονομικά χαρακτηριστικά. Μία πιο ασφαλής και επιστημονική προσέγγιση, ωστόσο, επιτάσσει ότι υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης των εργαλείων αποτίμησης –στην προκειμένη περίπτωση του λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή- και αξίζει η περαιτέρω διερεύνηση με στόχο τη βελτιστοποίηση της ερμηνευτικής και προβλεπτικής του ικανότητας δεδομένου ότι αποτελεί έναν από τους πλέον δημοφιλείς και ευρέως χρησιμοποιούμενους δείκτες αξιολόγησης μετοχών.

### 7.3. Συμπέρασμα

Η αποτίμηση είναι μία διαδικασία της χρηματοοικονομικής επιστήμης που συνδυάζει ετερόκλητα χαρακτηριστικά. Και τούτο διότι τα θεμελιώδη μεγέθη από τα οποία προκύπτει αξία είναι πάντοτε τα ίδια, ανεξάρτητα από το είδος της υπό εξέταση επιχείρησης, την αγορά ή την ιστορική συγκυρία ωστόσο, η εκτίμηση αυτής της αξίας είναι ενίοτε τόσο διαφορετική όσο είναι και το πλήθος των τεχνικών μέτρησης της. Η μελέτη που αναλώσαμε για τον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης έρχεται να επιβεβαιώσει την παραπάνω θεώρηση καθώς, επιχειρήσαμε μία αποτίμηση του ίδιου αντικειμένου –δείκτης FTSE 20- και χρησιμοποιήσαμε δύο εκδοχές του ίδιου πολλαπλασιαστή οι οποίες απέδωσαν σημαντικές διαφορές στα αποτελέσματα. Παρά την απόσταση που διαπιστώθηκε στα αποτελέσματα της αξιολόγησης του υποκείμενου δείκτη μας, δεν θεωρούμε την απόπειρα αξιολόγησης –και σε τελική ανάλυση την απόπειρα κάθε αξιολόγησης- που έγινε απογοητευτική ή αδιέξοδη. Το αντίθετο, μάλιστα, μολονότι γνωρίζουμε ότι η επιλογή δύο επιπλέον μεθόδων αξιολόγησης, πιθανά, θα παρείχε ακόμη περισσότερα –διαφορετικά- αποτελέσματα. Τα παραπάνω συμπεράσματα δεν είναι άγνωστα στις περισσότερες περιπτώσεις αποτίμησης και συνοψίζονται ιδιαίτερα εύστοχα στην ακόλουθη ρήση των Copeland, Koller και Murrin. «Η αποτίμηση είναι ουσιαστικά μία επαναληπτική διαδικασία. Όσα περισσότερα μαθαίνουμε, τόσο περισσότερα ερωτήματα γεννώνται. Επιπρόσθετα, επιτυγχάνεται καλύτερη επίγνωση της κατάστασης, με αποτέλεσμα να απαιτείται επανεξέταση και πιθανόν αναθεώρηση της μέχρι τώρα ανάλυσης (Copeland, Koller and Murrin, 2000).

#### 7.4. Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα

Το ερώτημα του αν οι αγορές μετοχών αντιπροσωπεύουν θεμελιώδη μεγέθη ή διαπράττουν συστηματικά λάθη στην τιμολόγηση των μετοχικών αξιών έχει απασχολήσει εκτεταμένα ερευνητές και ακαδημαϊκούς και ειδικότερα μετά τη δεκαετία του '90.

Η παρούσα έρευνα –μολονότι αφορούσε ένα χαρακτηριστικά μικρό δείγμα μετοχών- κατέδειξε ότι, ο βασικός λόγος τιμής προς κέρδη που αποτελεί ένα από τα πλέον δημοφιλή εργαλεία αποτίμησης μετοχών ερμηνεύεται σε πολύ μικρό βαθμό από τα θεμελιώδη δεδομένα των μετοχών. Η διαπίστωση αυτή είναι ικανή να στηρίξει την υπόθεση ότι η αγορά ενδέχεται να εμπίπτει σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα σε υπερτιμολόγηση ή υποτιμολόγηση των μετοχικών αξιών αλλά δεν αποδεικνύει την ύπαρξη αυτής της τάσης μακροπρόθεσμα. Μάλιστα, αρκετοί αναλυτές υποστηρίζουν με τις έρευνες τους πως, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η αγορά είναι πολύ συνεπής όσον αφορά στην αποτύπωση της πραγματική αξίας των χρεογράφων (Goedhart, Koller, Wessels).

Η παραπάνω θεώρηση είναι, σε κάθε περίπτωση, παρήγορη ωστόσο, η δυνατότητα να έχουμε άμεσα ορθή αξιολόγηση των μετοχικών αξιογράφων απαλλαγμένη από τις όποιες ακραίες οικονομικές συνθήκες –ύφεση ή έκρηξη- παραμένει σταθερό ζητούμενο. Ακολούθως, θα εξετάσουμε μία πρόταση για τη βελτίωση της ερμηνευτικής ικανότητας του πολλαπλασιαστή που αποτέλεσε το κεντρικό εργαλείο για τη διεξαγωγή της έρευνας μας.

Είναι αρκετά γνωστός από τη βιβλιογραφία ο πολλαπλασιαστή PEG, ο οποίος αποτελεί στην ουσία μία εκδοχή του λόγου PE προσαρμοσμένου για τον

ρυθμό ανάπτυξης που αποτελεί ένα από τα θεμελιώδη μεγέθη αξίας των μετοχών. Ο παραπάνω πολλαπλασιαστής έχει σημαντική ερμηνευτική αξία αλλά υπερβάλλει σημαντικά υπέρ της ανάπτυξης, μειώνοντας σημαντικά την αξία και τη συμμετοχή των υπολοίπων θεμελιωδών χαρακτηριστικών που διαμορφώνουν τις τιμές των μετοχών. Ωστόσο, πολύ λιγότερο διαδεδομένος είναι ο πολλαπλασιαστής PERG ο οποίος βασίζεται πάνω σε δύο θεμελιώδεις μεταβλητές –το ρυθμό ανάπτυξης και τον κίνδυνο– προκειμένου να ερμηνεύσει τις διαφορές ανάμεσα στην τιμολόγηση των διαφορετικών μετοχών (Estrada, 2005). Ο πολλαπλασιαστής λύνει το πρόβλημα της εμφάνισης ορισμένων μετοχών ως ιδιαίτερα ελκυστικών –δεδομένου του υψηλού ρυθμού αύξησης που ενσωματώνουν– προβλέποντας και για τον κίνδυνο που εμπεριέχουν. Ο τύπος του πολλαπλασιαστή PERG είναι ο ακόλουθος:

$$PERG = \frac{PE}{g} \cdot R$$

Όπου,

g= ρυθμός ανάπτυξης

R= κίνδυνος

Ένα ακόμη σημαντικό χαρακτηριστικό της ευελιξίας του παραπάνω εργαλείου αποτίμησης είναι ότι παρέχει σημαντικά περιθώρια επιλογών ως προς τη μεταβλητή εκείνη που θα αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο πράγμα που του επιτρέπει να προσαρμόζεται ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του προς αποτίμηση αντικειμένου. Μία εύλογη επιλογή για τη μεταβλητή που θα αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο αποτελεί ο συντελεστής beta που μετρά την ευαισθησία των αποδόσεων της εκάστοτε μετοχής στις διακυμάνσεις των αποδόσεων της αγοράς. Ωστόσο, υπάρχει η δυνατότητα να χρησιμοποιηθεί μία

εναλλακτική εκδοχή του κινδύνου, το λεγόμενο downside beta ( $b^D$ ) που μετρά την ευαισθησία των αποδόσεων της μετοχής στις αποδόσεις της αγοράς όταν αμφότερες πέσουν χαμηλότερα από ένα ορισμένο σημείο αναφοράς. Ακόμη, μία άλλη εναλλακτική επιλογή για την μέτρηση του κινδύνου θα μπορούσε να αποτελέσει το απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης υπολογισμένο με βάση κάποιο από τα μοντέλα τιμολόγησης. Ο δείκτη PERG θα μπορούσε να αποτελέσει ένα σημαντικό εργαλείο αποτίμησης, τέτοιο που συμφιλιώνει τις δύο εκδοχές του λόγου PE (βασικό και θεμελιώδες) που χρησιμοποιήσαμε στη δική μας έρευνα ενώ, παράλληλα παρέχει μεγάλο βαθμό ευελιξίας στον αναλυτή.

Διαπίστωση της παρούσας έρευνας αποτελεί ότι η αγορά –η ελληνική κεφαλαιαγορά στην περίπτωση μας- ενδέχεται να διαπράττει βραχυπρόθεσμα σφάλματα στην αποτίμηση των μετοχικών αξιών υπό την έννοια ότι οι τελευταίες δεν αντιπροσωπεύουν πάντοτε θεμελιώδη δεδομένα. Πεποίθηση της μελέτης αποτελεί ότι θα παρείχε ουσιαστική συμβολή στην επίλυση του παραπάνω προβλήματος η περαιτέρω διερεύνηση του θέματος της ψυχολογίας στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Τόσο η φυσιολογία των διαπραγματεύσεων όσο και η ψυχολογία της λήψης επενδυτικών αποφάσεων αποτελούν σχετικά νέες τάσεις της χρηματοοικονομικής που συγκεράζουν την τεχνογνωσία περισσότερων από μία επιστημών –ψυχολογία, βιολογία, στρατηγική, πληροφορική- προκειμένου να εξηγήσουν την συμπεριφορά των αγορών. Η νέα αυτή προσέγγιση έρχεται να δώσει απάντηση στο αν και σε ποιο βαθμό οι αγορές επηρεάζονται και κινούνται με βάση το συναίσθημα και την επενδυτική ψυχολογία. Θα ήταν ιδιαίτερα εποικοδομητική η δημιουργία ενός μοντέλου ή μίας μεταβλητής που θα αντιπροσώπευε τον παράγοντα αυτόν –το βαθμό επηρεασμού των αποφάσεων επενδύσεων από την ψυχολογία-και η

ενσωμάτωση της σε κάποια από τα παραδοσιακά μοντέλα αξιολόγησης. Σημαντικά έχει συμβάλει στην διερεύνηση της παραπάνω θεωρίας ο Andrew Lo, ερευνητής στο Τεχνολογικό Ινστιτούτο της Μασαχουσέτης καθώς και άλλοι ερευνητές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

---

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

---

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Χρήστος Ν. Αγιακλόγλου, και Θεοφάνης Μπένος, «Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση», Τόμος Α', Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2000.
- Θ. Αθανασόπουλος, «Αποδόσεις, Κίνδυνος και Συσχετίσεις των Χρηματιστηριακών Αγορών Ελλάδος και ΗΠΑ», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2<sup>ο</sup> εξάμηνο 1999.
- Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδοτικός Οίκος Interbooks, Αθήνα, 2002.
- Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδοτικός Οίκος Interbooks, Αθήνα, 2002.
- Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού Δεικτών, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έκδοση 5.1, Αύγουστος 2005.
- Ειδικός Συνεργάτης, «Πότε, πόσο και γιατί θα ανέβει το χρηματιστήριο», Το Βήμα: Ανάπτυξη, αρ. φύλλου 13190, Φεβρουάριος 2001.
- Έκθεση του Διοικητή: Για το Έτος 2000, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2001.
- Έκθεση του Διοικητή: Για το Έτος 2001, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2002.
- Έκθεση του Διοικητή: Για το Έτος 2002, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2003.
- Έκθεση του Διοικητή: Για το Έτος 2003, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2004.
- Έκθεση του Διοικητή: Για το Έτος 2004, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2005.



- Στέφανος Ζάρκος, «Η Αξιολόγηση των Επενδυτικών Αποφάσεων», Οικονομικός Ταχυδρόμος: Σύγχρονες Τάσεις στο Μάνατζμεντ, 6<sup>η</sup> Απριλίου 2003, σ. 62-66.
- Σπύρος Καπράλος (συνέντευξη), «Θα Φέρουμε Πίσω τους Μικροεπενδυτές: Ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου της Αθήνας Αναφέρεται στις Θεσμικές Παρεμβάσεις και στους Προβληματισμούς της Νέας Χρονιάς», Το Βήμα: Ανάπτυξη, Αρ. Φύλλου 14653, 31 Δεκεμβρίου 2005.
- Γεώργιος Α. Καραθανάσης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», 3<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1999.
- Αλέξανδρος Κασιμάτης, «Οι ξένοι ανεβάζουν τη Σοφοκλέους», Το Βήμα: Ανάπτυξη, αρ. φύλλου 14366, Ιανουάριος 2005.
- Δήμητρα Κατραμάδου, «Ο Φαύλος Κύκλος της Χρηματιστηριακής Κρίσης: Διαβρωτικές οι Συνέπειες της στον Οικονομικό και Κοινωνικό Ιστό», Καθημερινή, 1<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου 2002.
- Πέτρος Α. Κιόχος, «Περιγραφική Στατιστική», Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Πειραιάς, 1990.
- Β. Κώτσης, «'Ακούραστα' τα blue chips: Οι αναλυτές δίνουν ψήφο εμπιστοσύνης στα βαριά χαρτιά», Το Βήμα: Ανάπτυξη, αρ. φύλλου 14298, Οκτώβριος 2004.
- Κ. Λυρούδη, Γ. Λιακάκης, Θ. Χατζηγάγιος, «Το φαινόμενο του Μεγέθους των Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», 2<sup>ο</sup> Συνέδριο Hellenic Finance & Accounting Association, Αθήνα, 2003.
- Δημήτρης Μαλλιάρopoulos και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, «Μετοχές: Υπερτιμημένες ή όχι?», Οικονομικός Ταχυδρόμος, φύλλο 43, 28 Οκτωβρίου 1999, σ. 90-93.

- Γρηγόρης Μιχαηλίδης, Σταύρος Τσοπόγλου, Δημήτριος Παπαναστασίου και Ελένη Μαρίολα, « Έλεγχος του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM): Η Περίπτωση της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς», Ερευνητική Εργασία.
- Axia Numbers: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο, Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, Τεύχος 5<sup>ο</sup>, Ιανουάριος 2004.
- Ανέστης Ντόκας, «Βελτιώνεται σταθερά ο 'εικοσάρης'», Η Καθημερινή, Δεκέμβριος 2005.
- Γεώργιος Σ. Οικονόμου, Χρήστος Ν. Αγιακλόγλου, «Τεχνικές Ανάλυσης Διοικητικών και Οικονομικών Αποφάσεων», Τεύχος Α', Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1997.
- Θοδωρής Ρίτσος, «Μηνιαίο Δελτίο Τηλεπικοινωνιών: Συγκριτική Αποτίμηση Ευρωπαϊκών και Ελληνικών Εταιρειών», Κλαδικές Μελέτες, Έκδοση 2<sup>η</sup>, P & K Research, 2 Φεβρουαρίου 2001.
- Γιάννης Σιάτρας, «Πότε θα ανέβει η αγορά;», Περιοδικό Χρήμα & Αγορά, σελ. 14-16, Ιούνιος 2001.
- Γιάννης Σιάτρας, «Οικονομία-Χρηματιστήριο: Παράλληλες εξελίξεις. Πως λειτουργούν οι κύκλοι της οικονομίας και πως αντιδρούν οι χρηματιστηριακές αγορές», Περιοδικό Χρήμα & Αγορά, τεύχος 163, σελ. 8-14, Οκτώβριος 2001 .
- Γιάννης Σιάτρας, «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Η Δεκαετία των Μεγάλων Αλλαγών», Περιοδικό Χρήμα & Αγορά, τεύχος 142, σελ. 20-30, Δεκέμβριος 1999.
- Γιάννης Σιάτρας και Εύα Μιχαλοπούλου, «1876-2001: Τα 125 Χρόνια του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών», Εκδότης: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ΑΕ, Ιούνιος 2001.

- Γιάννης Σιάτρας και Μαρία Μπένου, «Price to Earnings: Μία πιο Προσεκτική Εξέταση στον πιο Δημοφιλή Χρηματιστηριακό Δείκτη», Περιοδικό Χρήμα & Αγορά, τεύχος 142, σελ. 4, Δεκέμβριος 1999.
- Νίκος Τσάντας, Χρόνης Μωυσιάδης, Ντίνος Μπαγιάτης και Θόδωρος Χατζηπαντελής, «Ανάλυση Δεδομένων με τη Βοήθεια Στατιστικών Πακέτων: SPSS, Excel, S-Plus», Εκδόσεις Ζήτη, Θεσσαλονίκη, 1999.
- Γεώργιος Κ. Χρήστου, «Εισαγωγή στην Οικονομετρία», Τόμος 1<sup>ος</sup>, Θεσσαλονίκη, 1977.
- Ι. Χρυσοβιτσιώτης και Ι. Σταυρακόπουλος, «Λεξικό: Εμπορικών, Τραπεζικών, Οικονομικών και Χρηματο-οικονομικών Όρων», 5<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 2001.

## ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- A. W. Alford, “The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method”, *The Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, Spring 1992, pp. 94-108.
- H. Allen and M. P. Taylor, “Charts, Noise and Fundamentals in the London Foreign Exchange Market” *Economic Journal*, 100 (400), Supplement, 1990, pp. 49-59.
- Ben Amoako-Adu and Brian Smith, “Analysis of P/E Ratios and Interest Rates”, *Journal Of Managerial Finance*, Vol. 28, No. 4, April 2002, pp.48-59.
- Maria H. Anagnostopoulou and George P. Diacogiannis, “The Interdependence of European Equity Markets”, *International Journal of Financial Services Management*, Vol. 1, No 2/3, 2006, pp. 267-288.
- Andrew Ang and Zun Liu, “A Generalized Earnings Model of Stock Valuation”, Working paper, Graduate School of Business, Stanford University, May 14, 1998.
- Gurdip Bakshi, Zhiwu Chen, “Stock Valuation in Dynamic Economies”, Yale ICF Working Paper No. 00-36, May 29, 2001.
- R. G. Barker, “Survey and Market-Based Evidence of Industry-Dependence in Analysts’ Preferences Between the Dividend Yield and Price-Earnings Ratio Valuation Models”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 26, No 3-4, April 1999, pp. 393-418.
- J. B. Baskin, P. J. J. Moranti, “A History of Corporate Finance”, Cambridge: Cambridge University Press, 1997.
- S. Basu, “Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis”, *Journal of Finance*, June 1977, pp. 663-682.

- S. Basu, "The Relationship Between Earnings Yields, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence", *Journal of Financial Economics*, Volume 12, 1983.
- W. Beaver and D. Morse, "What determines Price-Earnings Ratios", *Financial Analysts Journal*, July-August 1978, pp. 65-76.
- S. Benninga and O. Sarig, "Corporate Finance: A Valuation Approach", McGraw-Hill, 1997.
- Henk Berkman, Michael E. Bradbury and Jason Ferguson, "The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation", *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 11, No. 2, 2000.
- Scott Besley and Eugene F. Brigham, "Essentials of Managerial Finance", 12<sup>th</sup> Edition, The Dryden Press: A Division of Harcourt College Publishers, 2000.
- Sanjeev Bhojraj and Charles M. C. Lee, "Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms", *Journal of Accounting Research*, Volume 40, No 2, May 2002, pp. 407-439.
- H. Jr. Bierman, "The Causes of the 1929 Stock Market Crash: A Speculative Orgy or a New Era?", Westport, CT: Greenwood Press, 1998.
- F. Black and M. Scholes, "The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency", *Journal of Finance*, Volume 27, 1972, pp. 399-417.
- Stanley B. Block and Geoffrey A Hirt, "Foundations of Financial Management", 9<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill, 2000.
- Richard A. Brealey, "Bibliographie of Finance", MIT Press, 1991.
- Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, "Principles of Corporate Finance", 7<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill, New York, 2003.

- Nidhi Chadda, Robert S. MacNish and Werner Rehm, “ All P/Es Are Not Created Equal”, McKinsey on Finance, Spring 2004.
- L. K. Chan, Y. Hamao and J. Lakonishok, “Fundamentals and stock Returns in Japan, Journal of Finance, Volume 46, 1991, pp. 1739-1789.
- Gikas A. Chardouvelis, “The Relative Outperformance of Small company Stocks in Greece”, National Bank of Greece: Economic and Financial Bulletin, Volume 3, No 4, September 1999, pp. 13-19.
- J. Y. Cho, “Determinants of Earnings-Price Ratios: A Reexamination”, Review of Financial Economics, Volume 3, No 1-2, 1993-4, pp. 105.
- Ruben D. Cohen, “The Relative Valuation of an Equity Price Index“, The Best of Wilmott 2, Wilmott Magazine.
- Ruben D. Cohen, “An Objective Approach to Relative Valuation”, Working Paper, April/May 2000.
- S. R. Cope, “The Stock Exchange Revisited: A New Look at the Market in Securities in London in the Eighteenth Century”, Economica, 45, 1978, pp. 1-21.
- T. Copeland, T. Koller and J. Murrin, “Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies”, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons, 2000.
- D. Craig, G. Johnson and M. Joy, “Accounting Methods and P/E Ratio”, Financial Analysts’ Journal, Volume 2, 1987, pp. 41-45.
- Aswath Damodaran, “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, 2<sup>nd</sup> Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
- Aswath Damodaran, “Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance”, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, 1994.

- Aswath Damodaran, “Corporate Finance: Theory and Practice”, Second Edition, John Wiley and Sons, New York, 2001.
- Aswath Damodaran, “The Dark Side of Valuation”, 1<sup>st</sup> Edition, John Wiley & Sons Inc., 2002.
- Aswath Damodaran, “It’s All Relative: First Principles of Relative Valuation”, Working Paper, 2001.
- Aswath Damodaran, “Choosing the Right Valuation Model”, Working Paper, 2001.
- Aswath Damodaran, “Firms With no Earnings, no History and no Comparables: Can Amazon.com Be Valued?”, Stern School of Business, 44 West Fourth Street, New York, NY 10012, March 2000.
- Wayne W. Daniel and James C. Terrell, “Business Statistics: For Management and Economics”, 7<sup>th</sup> Edition, Houghton Mifflin Company, 1995.
- C. C. Day, “Partner to Plutocrat: The Separation of Ownership from Management in Emerging Capital Markets-19<sup>th</sup> Century Industrial America”, Working Paper, University of Miami, 2003.
- Bodil Dickerson, B. J. Campsey and Eugene Brigham, “Introduction to Financial Management”, 4<sup>th</sup> Edition, The Dryden Press, 1995.
- Ming Dong, David Hirshleifer, “A Generalized Earnings-Based Stock Valuation Model”, The Manchester School, Vol. 73, Supplement 1, September 2005, pp. 1-31.
- G. W. Dowrie and D. R. Fuller, “Investments”, John Wiley & Sons, New York, 1950.
- David N. Dreman<sup>1</sup>, “Psychology and the Stock Market”, Publisher: American Management Association, December 1977.

---

<sup>1</sup> Στη σελίδα 139 της παρούσας μελέτης αναφέρεται λανθασμένα ως Drenman.

- David N. Dreman, "Contrarian Investment Strategy", Random House Inc., January 1980.
- Christian Dunis, Reilly Declan, "Alternative Valuation Techniques for Predicting UK Stock Returns", Journal of Asset Management, Vol. 5, No.4, December 2004, pp.230-250.
- F. L. Eames, „The New York Stock Exchange“, New York: Greenwood Press, 1968.
- Javier Estrada, "Adjusting P/E Ratios by Growth and Risk: The PERG Ratio", International Journal of Managerial Finance, Vol. 1, No. 3, 2005.
- G. H. Evans and G. E. Barnett, "Principles of Investment", Houghton Mifflin Company, Boston, 1940.
- F. J. Fabozzi, "Investment Management", Prentice Hall, 1994.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", Journal of Finance, Vol. 51, No. 1, March 1996, pp. 55-84.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", Journal of Finance, June 1992, pp. 427-465.
- Chris Firth, "Asian Markets-Cheap For a Reason", Business Times Singapore, June 11, 2004.
- I. Fisher, "The Rate of Interest", New York: Macmillan, 1907.
- I. Fisher, "The Stock Market Crash and After", New York: Macmillan, 1930.
- R. J. Fuller and C. Hsia, "A Simplified Common Stock Valuation Model", Financial Analysts Journal, Volume 40, 1984, pp. 49-56.
- C. R. Geisst, "Wall Street", New York: Oxford University Press, 1999.



- Marc Goedhart, Timothy Koller and David Wessels, “ Do Fundamentals- or Emotions- Drive the Stock Market?”, McKinsey On Finance, Number 15, Spring 2005.
- Marc Goedhart, Timothy Koller and David Wessels, “ The Right Role for Multiples in Valuation”, McKinsey On Finance, Number 15, Spring 2005.
- Benjamin Graham and David L. Dodd, “Security Analysis, The McGraw-Hill Companies Inc., New York, 1934.
- R. Haugen, “Modern Investment Theory”, 5<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, 2001.
- James C. Van Horne, “Financial Management & Policy”, 12<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, New Jersey, 2001.
- J. Jaffe, D. B. Keim and R. Westerfield, „Earnings Yields, Market Values and Stock Returns”, Journal of Finance, Volume 44, No 1, 1989, pp. 135-148.
- B. Jeffreys, “The Denomination and Character of Shares 1855-1885”, Essays in Economic History, London: Edward Arnold, 1954, pp. 344-357.
- M. K. Kim and P. E. Koveos, “Cross-Country Analysis of the Price-Earnings Ratio”, Journal of Multinational Financial Management, Volume 4, 1994, pp. 117-127.
- D. Kynaston, “The City of London: Golden Years”, London: Chatto and Windus, 1995.
- Mario Levis, “Stock Market Anomalies: A Reassessment Based on the Uk Evidence”, Journal of Banking & Finance, September 1989, pp. 675-696.
- J. Lintner, “Security Prices, Risk and Maximal Gains for Diversification”, Journal of Finance, December 1965, pp. 587-615.
- Jing Liu, Doron Nissim and Jacob Thomas, “Equity valuation Using Multiples, Working Paper, August 2000.

- A. T. Luehrman, "What's It Worth? A General Manager's Guide to Valuation", Harvard Business Review, May-June 1997.
- G. H. le Maistre, "Investments for All: Their Importance, Selection and Management", London: John Murray, 1926.
- D. Malliaropoulos and G. Chardouvelis, "Risk, Share Performance and Company Size in Greece", Economic and Statistical Bulletin of The National Bank of Greece, No 11, 1999, pp. 6-14.
- J. Maltby, "A Sort of Guide, Philosopher and Friend: The Rise of the Professional Auditor in Britain", Accounting, Business & Financial History, 9(1), 1999, pp. 29-50.
- K. Maris, G. Pantou, K. Nikolopoulos, E. Pagourtzi and V. Assimakopoulos, «A Study on Financial Volatility Forecasting Techniques in th FTSE/ASE 20 Index», Applied Economic Letters, Volume II, 2004, p. 453-457.
- Harry M. Markowitz, "Portfolio Selection", Volume 7, Number 1, 1952, pp. 77-91.
- Merton Miller and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", The Journal of Business, October 1961, pp.411-433.
- J. Mossin, "Equilibrium in a Capital Asset Market", Econometrica, Volume 34, No 4, October 1966, pp. 768-783.
- J. Mossin, "Security Pricing and Investment Criteria in Competitive Markets", American Economic Review, Volume 59, No 5, December 1969, pp. 749-756.
- Paul Newbold and Theodore Boss, "Introductory Business and Economic Forecasting", 2<sup>nd</sup> Edition, South Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1994.

- D. Nissim, S. H. Penman, "Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice", *Review of Accounting Studies*, Vol. 6, No.1, March 2001, pp. 109-154.
- James Ohlson, Beate Juettner-Nauroth, "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value", *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, Numbers 2-3, September 2005, pp. 349-365.
- Eric Olsen, Daniel Stelter, Frank Plaschke, "Balancing Act: The 2005 Value Creators Report", The Boston Consulting Group, November 2005.
- Stephen Penman, "The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book ratios and the Evaluation of Growth", unpublished manuscript, University of California at Berkeley, 1993.
- Stephen Penman and Theodore Sougiannis, "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Fall 1982, pp.343-384.
- G. A. D. Preinreich, "Stock Yields, Stock Dividends and Inflation", *Accounting Review*, 7(4), 1932, pp. 237-289.
- Frank K. Reilly and Edgar A. Norton, "Investments", 5<sup>th</sup> Edition, Harcourt College Publishers, 1999.
- Merav Rom, "Growth in Expected Earnings and Equity Valuation", Dissertation: 1<sup>st</sup> Chapter, Stern School of Business, New York University, January 2003.
- Janette Rutterford, " From Dividend Yield to Discounted Cash Flow: A History of UK and US Equity Valuation Techniques", *Accounting, Business and Financial History*, Vol. 14, No. 2, July 2004, pp. 115-149.
- Dominic Salvatore, "Managerial Economics in a Global Economy", 4<sup>th</sup> Edition, South Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 2001.

- William F. Sharpe, “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, *Journal of Finance*, Volume 19, No 3, September 1964, pp. 425-442.
- R. J. Shiller, “Irrational Exuberance”, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001.
- Kenth Skogsvik and Stina Skogsvik, “P/E-ratios in Relative Valuation-A mission Impossible?”, Working Paper, April 2001.
- E. L. Smith, “Common Stocks as Long-Term Investments”, New York and London: Macmillan, 1925.
- M. Statman, “A Century of Investors”, *Financial Analysts’ Journal*, May-June 2003, pp. 52-59.
- Lambros Stefanis, “Testing the Relation Between Price-to-Earnings Ratio and Stock Returns in the Athens Stock Exchange”, unpublished manuscript, Athens University of Economics & Business.
- R. A. Ward, “A Treatise on Investments”, London: Effingham Wilson, 1852.
- Fred Weston and Eugene Brigham, “Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος Παπαζήσης, Αθήνα, 1986.
- J. B. Williams, “The Theory of Investment Value”, Massachusetts: Harvard, 1938.
- Jarrod W. Wilcox, “The PB-ROE Valuation Model Revisited”, New York, October 2004.
- H. Withers, “The Quicksands of the City and a Way Through for Investors”, London: Jonathan Cape, 1930.
- P. Zarowin, “What Determines Earnings-Price Ratios: Revisited”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Summer 1990, pp. 439-457.

## ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ

- <http://www.ase.gr>
- [http://www.ase.gr/content/gr/Indices/Ground\\_Rules](http://www.ase.gr/content/gr/Indices/Ground_Rules)
- <http://www.bankofgreece.gr/en/euro/Changeover.htm>
- <http://www.bankofgreece.gr/publications/pdf/ekthdkth2000.pdf>
- <http://www.bankofgreece.gr/publications/pdf/ekthdkth2001.pdf>
- <http://www.bankofgreece.gr/publications/pdf/ekthdkth2002.pdf>
- <http://www.bankofgreece.gr/publications/pdf/ekthdkth2003.pdf>
- <http://www.bankofgreece.gr/publications/pdf/ekthdkth2004.pdf>
- Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας, «Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Νικολάου Χ. Γκαργκάνα προς την 70<sup>η</sup> Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων», [http://www.bankofgreece.gr/announcements/text\\_speech.asp?speechid=40](http://www.bankofgreece.gr/announcements/text_speech.asp?speechid=40), Απρίλιος 2003.
- [www.bcg.com](http://www.bcg.com)
- <http://cepa.newschool.edu/het/profiles/keynes.htm>
- Unknown Author, "Observed and 'Fundamental' Price-Earnings: Is There a Dragging Anchor for High-Tech Stocks?", <http://dspace.uniroma2.it/dspace/bitstream/2108/96/1/138.PDF>
- [http://en.wikipedia.org/wiki/PE\\_ratio](http://en.wikipedia.org/wiki/PE_ratio)
- Randy Befumo Alex Schay, "Charles Dow: Wall Street Revolutionary", <http://www.fool.com/Features/1996/sp0529a.htm>, transmitted March 1996, retrieved, January 2005.
- <http://www.fool.com/Features/1996/sp0529a.htm>
- [www.ftse.com](http://www.ftse.com)
- [www.ftse.com/Indices/FTSE4Good\\_index\\_Series/index.jsp](http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_index_Series/index.jsp).

- [http://www.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_economyagor\\_2\\_01/09/2002\\_36054](http://www.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_2_01/09/2002_36054)
- Δήμητρα Κατραμάδου, «Ο φαύλος κύκλος της χρηματιστηριακής κρίσης», [http://www.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_economyagor\\_2\\_01/09/2002\\_36054](http://www.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_2_01/09/2002_36054)
- <http://ife.mit.edu>
- <http://ife.mit.edu/media/businessweek04-15-02.htm>
- [http://www.mckinseyquarterly.com/ab\\_g.aspx?ar=1587](http://www.mckinseyquarterly.com/ab_g.aspx?ar=1587)
- [money.guardian.co.uk/ethicalmoney/factsheet/0,,607742,00.html](http://money.guardian.co.uk/ethicalmoney/factsheet/0,,607742,00.html)
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskprem.pdf>
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfree.pdf>
- [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/\(risk free rates\)](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/(risk free rates))
- <http://rdcohen.50megs.com/ReIVal.pdf>
- <http://rdcohen.50megs.com/RVEPI.pdf>
- <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New Home Page/papers.html>
- [http://swoba.hhs.se/hastba/papers/hastba2001\\_007.pdf](http://swoba.hhs.se/hastba/papers/hastba2001_007.pdf)
- [http://tovima.dolnet.gr/print\\_article.php?e=B&f=14653&m=D41&aa=1](http://tovima.dolnet.gr/print_article.php?e=B&f=14653&m=D41&aa=1)
- <http://web.mit.edu/alo/www>
- [http://w4.stern.nyu.edu/news/news.cfm?doc\\_id=2360](http://w4.stern.nyu.edu/news/news.cfm?doc_id=2360)



---

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ**

---

- ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι**
- ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ**
- ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ**

---

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι**

**ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE 4 GOOD**

---

**I.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

**I.2 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ**

**I.3 ΑΙΤΙΑ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ**

**I.4 ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΥΠΕΥΘΥΝΟΤΗΤΑΣ**

**I.5 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΥΠΕΥΘΥΝΟΤΗΤΑ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ  
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

**I.6 ΜΕΤΡΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΥΠΕΥΘΥΝΟΤΗΤΑΣ**



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

### ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

#### **I: ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE4GOOD**

##### **I.1 Εισαγωγή**

Η εταιρεία η οποία κινείται στα πλαίσια του νόμου, πληρώνει φόρους, προσφέρει εργασία και ευημερία σε ιδιοκτήτες και εργαζόμενους δεν εξαντλεί πλέον τις υποχρεώσεις της έναντι της πολιτείας και της κοινωνίας. Αντίθετα και, ιδιαίτερα από τη δεκαετία του '90 κι έπειτα ο ρόλος της επιχείρησης μέσα στην κοινωνία δεν σταματάει εκεί που οριοθετεί ο νόμος αλλά τείνει να είναι αρκετά πολυδιάστατος όταν μιλάμε για εταιρική πλέον και όχι μόνο κρατική κοινωνική ευθύνη.

##### **I.2 Έννοια της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης**

Η έννοια δεν είναι τόσο καινούρια όσο θα περίμενε κανείς – ούτε ακόμα και για την Ελλάδα – αλλά δεν υπήρξε στο παρελθόν τόσο ρητά διατυπωμένη και τόσο σαφώς οριοθετημένη. Παρ'όλα αυτά υπήρχε σε μια πιο άτυπη και ανεπίσημη μορφή και αφορούσε περισσότερο μεμονωμένη ιδιωτική πρωτοβουλία και όχι τόσο κοινή γραμμή των επιχειρήσεων και αναπόσπαστο κομμάτι αυτού που ονομάζουμε εταιρική πολιτική.

Η έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, στην πραγματικότητα, είναι τόσο παλιά όσο και ο καπιταλισμός και εκεί ακριβώς έχει τις ρίζες της. Η αρχή έγινε μάλλον στις Ηνωμένες Πολιτείες όταν αρκετοί επιχειρηματίες άρχισαν να διερωτούνται κατά πόσο μέρος των χρημάτων που κέρδιζαν μέσω των

επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων θα έπρεπε να επιστραφούν στο κοινωνικό σύνολο. Καθιερώθηκε, λοιπόν, μία άτυπη πρακτική που στη βάση της είχε την κοινωνική ευθύνη όχι τόσο της επιχείρησης αλλά του ιδιοκτήτη. Δηλαδή η όποια κοινωνική υπευθυνότητα ασκούνταν ήταν περισσότερο θέμα προσωπικής κρίσης και πρωτοβουλίας και σίγουρα δεν ήταν ακόμη ενταγμένη στις επιχειρηματικές στρατηγικές της επιχείρησης. Ο πρόδρομος αυτού που σήμερα έχουμε σαφώς οριοθετήσει ως εταιρική ευθύνη απέναντι στην κοινωνία, είχε λοιπόν καταρχήν χαρακτήρα φιλανθρωπικό. Η εικόνα του εύπορου επιχειρηματία που ευεργετεί με διάφορους τρόπους κυρίως τους υπαλλήλους του, τις οικογένειες τους ή τους συμπατριώτες του δεν είναι ξένη για τους περισσότερους.

Παρ' όλα αυτά η επικρατούσα αντίληψη σχετικά με την αποστολή της επιχείρησης έως πολύ πρόσφατα ήταν ότι αυτή δεν είναι άλλη από τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η αλλαγή σε σχέση με αυτή την αντίληψη συντελέστηκε κυρίως κατά τη δεκαετία του '90, με την επικράτηση της παγκοσμιοποίησης. Πέρα από τα ερωτηματικά ως προς τα αποτελέσματα της τέθηκε για πρώτη φορά το θέμα της βιώσιμης ανάπτυξης (οικονομικής, περιβαλλοντικής και κοινωνικής) ενώ σημειώθηκαν αυξανόμενες πιέσεις προς τις πολυεθνικές εταιρείες από μη κυβερνητικές οργανώσεις. Χαρακτηριστικό είναι ότι από τη δεκαετία του '90 μιλάμε όλο και περισσότερο για stakeholders (συμφεροντούχοι είναι ίσως μία δόκιμη μετάφραση του όρου στα ελληνικά) αντί για shareholders (μέτοχοι -ο ακρογωνιαίος λίθος της επιχείρησης ως τις μέρες μας), ένας όρος σχετικά νέος που δημιουργήθηκε προκειμένου να περιγράψει όλους αυτούς που επηρεάζονται άμεσα κι έμμεσα από τις αποφάσεις και τις ενέργειες της επιχείρησης.

Στην εποχή μας, πλέον, η σχέση ανάμεσα στην κοινωνία και την επιχείρηση αλλάζει σημαντικά και ουσιαστικά. Από την επιχείρηση ζητείται εκτός από την παροχή προϊόντων και υπηρεσιών να εξυπηρετεί ένα ευρύτερο φάσμα ανθρωπίνων αξιών και να συμβάλλει στην ποιότητα ζωής (Σταμούλη, 2002).

Καθώς η κοινωνική εταιρική ευθύνη δεν είναι νομικά κατοχυρωμένος όρος δεν έχει υπάρξει διεθνώς ενιαίος και κοινά αποδεκτός ορισμός της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Ο ορισμός που έχει αποδεχθεί το ελληνικό δίκτυο ΕΚΕ παρατίθεται παρακάτω: «Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη είναι η οικειοθελής δέσμευση των επιχειρήσεων για ένταξη στις επιχειρηματικές τους πρακτικές κοινωνικών και περιβαλλοντικών δράσεων, που είναι πέρα και πάνω από όσα επιβάλλονται από τη νομοθεσία και έχουν σχέση με όλους όσους επηρεάζονται από τις δραστηριότητες τους (εργαζόμενοι, μέτοχοι, συνεργάτες, προμηθευτές, επενδυτές, καταναλωτές, κοινότητες μέσα στις οποίες είναι δραστηριοποιημένες, κ.λ.π.)». Ενώ στην Πράσινη Βίβλο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής η ΕΚΕ περιγράφεται ως: «Η έννοια, σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες ενσωματώνουν σε εθελοντική βάση κοινωνικές και περιβαλλοντικές ανησυχίες στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και στις επαφές τους με άλλα ενδιαφερόμενα μέρη».

### **1.3 Αίτια Ανάληψης Κοινωνικής Ευθύνης από τις Εταιρείες**

Μία εταιρεία η οποία αγνοεί την αυξανόμενη τάση του κοινού να κρίνει τις δραστηριότητες της ή να αλλάζει «τους κανόνες του παιχνιδιού», εκτίθεται σε κίνδυνο (G.Foley, 1997), (Ε.Σταμούλη, 2002). Η παραπάνω διαπίστωση δίνει έναυσμα για να εξετάσουμε την ουσία του θέματος που είναι οι λόγοι για τους οποίους η κοινωνική ευθύνη θα έπρεπε να αναλαμβάνεται από τις επιχειρήσεις,

τους λόγους για τους οποίους θα έπρεπε οι επιχειρήσεις να ενδιαφέρονται για τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές τους ευθύνες.

Οι πολίτες-καταναλωτές, οι διαμορφωτές κοινής γνώμης και οι επιχειρήσεις συνειδητοποιούν από κοινού πως ανάμεσα στα πιο καίρια προβλήματα που απασχολούν την παγκόσμια κοινότητα βρίσκονται η περιβαλλοντική καταστροφή, η πενία, η καταπάτηση των ατομικών ελευθεριών και των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και η τρομοκρατία. Σε εθνικό επίπεδο, προβλήματα που δεν είναι πλέον δυνατό να αγνοηθούν είναι η οικονομική ύφεση, η ανεργία, οι οικονομικοί μετανάστες, ο αυξανόμενος ρατσισμός, η περιβαλλοντική απαξίωση και η ελλιπής εκπαίδευση. Οι ευθύνες και η παρέμβαση αναζητούνται πρωτίστως στο κράτος ως φορέα συλλογικής ευθύνης. Ωστόσο, και δεδομένης της ανεπάρκειας του στην επίλυση σημαντικών κοινωνικών προβλημάτων, δεν του αναγνωρίζεται πλέον ο ρόλος του αποκλειστικού κοινωνικού ρυθμιστή καθώς η γραφειοκρατία, τα κομματικά συμφέροντα και η δυσκινησία στην ανάληψη πράξης το έχουν καταστήσει συχνά αναποτελεσματικό. Η συμβολή του στην επίλυση κοινωνικών προβλημάτων δεν πρόκειται και δεν πρέπει βεβαίως ποτέ να αναιρεθεί, εφόσον μάλιστα εξακολουθεί να θεωρείται καθοριστική από τους πολίτες, αλλά ταυτόχρονα πρέπει να επιδιώκει η συνεργασία με άλλους κοινωνικούς φορείς καθώς και με τον ιδιωτικό τομέα (Δίκτυο, 2003).

Τα καθημερινά κοινωνικά προβλήματα είναι πλέον τέτοια και τόσο διευρυμένα που δεν είναι δυνατόν να αντιμετωπιστούν μεμονωμένα από έναν φορέα αλλά για την ουσιαστική επίλυση τους απαιτείται η συνεργασία όλων των συνιστωσών της κοινωνίας. Και η επιχειρηματική κοινότητα που θεωρείται από τους πιο δημιουργικούς, αποτελεσματικούς και νευραλγικούς συντελεστές αυτής

της οικουμενικής κοινωνίας των ημερών μας, οφείλει να συμβάλλει με ουσιαστική συμμετοχή και δέσμευση στη συλλογική προσπάθεια από τη στιγμή που στη βάση της βρίσκεται το ανθρώπινο δυναμικό της. Οι εταιρείες έχουν κοινωνική υποχρέωση και φαίνεται ότι τη συνειδητοποιούν. Εκείνο που δημιουργεί περισσότερες προσδοκίες όσον αφορά στην ανάληψη της κοινωνικής τους ευθύνης είναι το ότι διαθέτουν την οργανωτική πείρα και την τεχνογνωσία για την επίτευξη καλύτερου αποτελέσματος. Ακόμη πιο πέρα οι εταιρείες διαθέτουν ένα σημαντικό ανθρώπινο δυναμικό το οποίο άμεσα ή έμμεσα στηρίζουν όταν ενεργούν για την κοινωνική αλληλεγγύη και το οποίο αποτελεί μία σημαντική πηγή ανθρωπίνων πόρων τους οποίους μπορούν εύκολα να στρατολογήσουν σε δραστηριότητες που αντανακλούν την ανάληψη κοινωνικής ευθύνης από μέρους τους.

Γίνεται σαφές, λοιπόν, πως η κοινωνική ευθύνη είναι και πρέπει να είναι μέλημα των επιχειρήσεων γιατί τις αφορά, γιατί διαθέτουν τα μέσα και γιατί είναι σε θέση να είναι αποτελεσματικές προς αυτή την κατεύθυνση. Πραγματικά, όταν μία εταιρεία «ζητά» συχνά από την εκάστοτε κοινότητα στα πλαίσια της οποίας επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί να εντάξει στην περιοχή της εγκαταστάσεις, ή να φέρει εργατικό προσωπικό που θα επηρεάσει τις συγκοινωνίες, το περιβάλλον, την εγκληματικότητα, την αισθητική του χώρου, τα ποσοστά ανεργίας, τα σχολεία, το εμπόριο, την κοινωνική διαστρωμάτωση της περιοχής, δε μπορεί να ισχυρίζεται ότι μπορεί να λειτουργεί αυτόνομα και με αυτάρκεια χωρίς να μετέχει στο κοινωνικό γίγνεσθαι.

#### 1.4 Διαβάθμιση Εταιρικής Κοινωνικής Υπευθυνότητας

Το ελληνικό δίκτυο για την εταιρική κοινωνική ευθύνη έχει κατηγοριοποιήσει τις επιχειρήσεις σε πέντε τύπους με βάση το βαθμό ανάληψης και εφαρμογής κοινωνικής υπευθυνότητας από αυτές.

Στην κατώτατη θέση αυτής της λίστας βρίσκεται η «μη-ευαισθητοποιημένη» επιχείρηση η οποία δεν αναγνωρίζει για λογαριασμό της άλλες κοινωνικές υποχρεώσεις από αυτές που της επιβάλλει ο νόμος, δεν αναγνωρίζει τα οφέλη που θα μπορούσε να της αποφέρει η κοινωνική της συνεισφορά και δεν εννοεί ότι θα πρέπει να διαθέσει κεφάλαια για άλλους από τους επιχειρησιακούς της σκοπούς. Σε κάθε περίπτωση πάντως οι επιχειρήσεις αυτές δεν επιβαρύνουν το κοινωνικό περιβάλλον αφού ακολουθούν τις βασικές επιταγές του νόμου.

Ένας ιδιαίτερα διαδεδομένος τύπος επιχείρησης είναι η λεγόμενη «φιλόanthρωπος» επιχείρηση η οποία κατευθύνεται από τις ηθικές αξίες και πρακτικές όπως αυτές έχουν τεθεί από τους ιδιοκτήτες και τους ιδρυτές της. Ασκεί φιλόanthρωπικό έργο, το οποίο όμως δεν έχει ρητά τεθεί από την επιχειρηματική της στρατηγική και συνήθως δεν είναι και ευρέως γνωστό.

Εκείνος ο τύπος επιχείρησης που χαίρει αρκετής δημοσιότητας είναι ο «αποσπασματικός χορηγός» που αναλαμβάνει με τις χορηγίες του κυρίως να διαμορφώσει στην αντίληψη της κοινής γνώμης καλό εταιρικό όνομα. Οι χορηγίες που υλοποιεί είναι λιγότερο αποτέλεσμα μιας συγκεκριμένης και προσανατολισμένης κοινωνικής πολιτικής που έχει ως αφετηρία ην κοινωνική ευαισθητοποίηση και περισσότερο αποτέλεσμα των προτάσεων που δέχεται, των κοινωνικών πιέσεων και των ευκαιριών για προβολή που προσφέρουν.

Σε αντιδιαστολή με τον προηγούμενο βρίσκεται ο «συνεπής χορηγός» που επιδιώκει να συμβάλλει στη βελτίωση του κοινωνικού και φυσικού περιβάλλοντος. Οι χορηγίες που αναλαμβάνει δεν έχουν ευκαιριακό χαρακτήρα αλλά εναρμονίζονται με τη στρατηγική της εταιρείας και επιβάλλει την ουσιαστική συμμετοχή του ανθρώπινου δυναμικού της.

Το ζητούμενο για την υγιή συμπόρευση κοινωνίας και εταιρείας είναι η επιχείρηση «ενεργός πολίτης» η οποία τοποθετεί την εταιρική κοινωνική ευθύνη «στην καρδιά της εταιρικής φιλοσοφίας και αναδιαμορφώνει τη λειτουργία και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων ώστε να την υπηρετήσει». Στόχος της είναι η μακροπρόθεσμη και διαρκής ανάπτυξη και όχι το βραχυπρόθεσμο κέρδος και επιτάσσει την ενεργό συμμετοχή του ανθρώπινου δυναμικού της στη κοινωνική δράση της. Σαφώς, αυτός ο τελευταίος τύπος εταιρείας είναι και ο περισσότερο δυσεύρετος αλλά ήδη αρκετές εταιρείες έχουν κάνει πρωτοποριακά βήματα προς αυτή την κατεύθυνση.

### **1.5 Εταιρική Υπευθυνότητα στα Πλαίσια της Ελληνικής Πραγματικότητας**

Η ίδρυση του Δικτύου για την εταιρική κοινωνική ευθύνη τον Ιούνιο του 2000 υπήρξε σαφώς ουσιαστικό βήμα για την εδραίωση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στη χώρα μας καθώς υπάρχει πλέον ένας επίσημος οργανισμός που μπορεί να προσφέρει μεγάλης κλίμακας καθοδήγηση στις ελληνικές εταιρείες και να τις βγάλει από το καθεστώς της μεμονωμένης πρωτοβουλίας.

Ο αριθμός<sup>1</sup> των εταιρειών δεν είναι ακόμη ιδιαίτερα σημαντικός αλλά θα πρέπει να συνεκτιμηθεί το γεγονός ότι οι κοινωνικές και χρηματοοικονομικές συγκυρίες είναι δυσμενείς με την πτώση του χρηματιστηρίου την περίοδο 1999-2003, την κάμψη της αγοράς και τη γενικότερη δυσπιστία του επενδυτικού κοινού. Έτσι, αρκετές εταιρείες εμφανίζονται απρόθυμες να προχωρήσουν σε ενέργειες υιοθέτησης των αρχών της εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας, θεωρώντας ίσως και το όλο εγχείρημα ιδιαίτερα κοστοβόρο, τη στιγμή που αρκετές από αυτές αντιμετωπίζουν πρόβλημα επιβίωσης. Σε κάθε περίπτωση, ωστόσο, η αντίληψη ότι η κοινωνική υπευθυνότητα μπορεί να αναβληθεί ή και να αγνοηθεί είναι μάλλον παρωχημένη, διότι αυτό που διστάζουν να κάνουν οι ελληνικές εταιρείες ενδεχομένως να το αναλάβει η ελληνική πραγματικότητα και οικονομία για λογαριασμό τους. **Χαρακτηριστικό αυτής της τάσης είναι το περιεχόμενο δημοσιεύματος στην Καθημερινή της Κυριακής 13 Απριλίου 2003, όπου προαναγγέλλεται η πρόθεση της Επιτροπής του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών να αρχίζει να εξετάζει το θέμα της απόσυρσης ορισμένων εταιρειών από τη διαπραγμάτευση των μετοχών**

---

<sup>1</sup> Μέχρι σήμερα οι ελληνικές εταιρείες που έχουν δραστηριοποιηθεί στον τομέα της κοινωνικής υπευθυνότητας και είναι μέλη του Δικτύου είναι οι παρακάτω:

BP Hellas A.E., FANCO A.E., IBM HELLAS A.E., Nestle Hellas A.E., Shell Hellas A.E., Αργυρομεταλλευμάτων και Βαρυτίνης Α.Ε., TITAN Εταιρεία Τσιμέντων Α.Ε., TVX Hellas A.E., ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών Α.Ε., ΦΑΓΕ Βιομηχανία Γάλακτος Α.Ε., Janssen-Cilag Pharmaceutical SACI, Philip Morris Hellas AEBE, Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών, Σύνδεσμος Βιομηχανιών Βορείου Ελλάδος, Erikinonia Business Communications Network, Ατλάντικ ΑΕ, Πρόκτερ και Γκάμπλ Ελλάς ΕΠΕ, Chipita International SA, Ελληνικός Οργανισμός Τυποποίησης Α.Ε., C and C International S.A., Σύνδεσμος Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων Ελλάδος, Intracom A.E., Q-Plan A.E., TUV Hellas A.E., Α.Γ.Ε.Τ. «ΗΡΑΚΛΗΣ», EFG Eurobank Εργασίας Α.Ε., Ελληνική Αεροπορική Βιομηχανία Α.Ε., Coca-Cola Hellas, AMACON-Σύμβουλοι Επιχειρήσεων Α.Ε., ΟΤΕ Α.Ε., PANAFON-VODAFONE, BUREAU VERITAS, MOTOR OIL A.E., Johnson and Johnson, Δημιουργική Α.Ε., Όμιλος Κλωνατέξ Α.Ε., PriceWaterhouseCoopers, Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως Α.Ε., Novartis (Hellas) AEBE, ΜΕΝΤΩΡ Εταιρεία Συμβούλων ΕΠΕ, Toyota Hellas A.E., FHL H. Κυριακίδης, TradeLink Reputation Management, Αγροτικές Βιομηχανίες Α. Μιχαηλίδης Α.Ε., ΕΤΑΚΕΙ Α.Ε., ΙΝΤΕΡΜΠΕΤΟΝ Α.Ε., Ινστιτούτο Κοινωνικής Καινοτομίας ΕΠΕ, Τράπεζα Κύπρου, Manpower, Σύνδεσμος Ελλήνων Βιοτεχνών, Παιδικών Παιχνιδιών και Αμαξών.



**τους στο ΧΑ.** Καθίσταται, λοιπόν, σαφές ότι ο ευρωπαϊκός δείκτης FTSE4Good αποτελεί πιθανά προάγγελο ανάλογων δεικτών και για την ελληνική κεφαλαιαγορά στο μέλλον.

## **1.6 Μέτρηση Εταιρικής Κοινωνικής Υπευθυνότητας**

Το θέμα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι ιδιαίτερα ευρύ, επιδέχεται μεγάλων περιθωρίων ερμηνείας και ο έλεγχος του εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη πρόθεση των επιχειρήσεων να συλλέξουν και να διαθέσουν στοιχεία που τις αφορούν. Με βάση τα παραπάνω, γίνεται σαφές πως ο έλεγχος του βαθμού δέσμευσης των επιχειρήσεων σε τέτοια θέματα είναι δύσκολος. Ακόμη περισσότερο δυσκολεύει τα πράγματα το γεγονός ότι, οι προσεγγίσεις των εταιρειών στο θέμα της σύνταξης σχετικών εκθέσεων αλλά και στο ίδιο το θέμα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι διαφορετικές. Είναι λοιπόν απαραίτητο να υπάρχει μια σχετική ομοφωνία ως προς το είδος των υπό εξέταση παραμέτρων καθώς και ως προς τις καλές πρακτικές αξιολόγησης και ελέγχου.

Σημαντική πρωτοβουλία σε θέματα κοινωνίας και περιβάλλοντος, αποτελεί η σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τη λογιστική καταχώρηση, την εκτίμηση και τη γνωστοποίηση των περιβαλλοντικών στοιχείων στους ετήσιους λογαριασμούς και στις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών, το Μάιο του 2001. Σημαντική είναι η συνεισφορά του «κοινωνικού δείκτη» (Social Index) της Δανίας, που αποτελεί εργαλείο αξιολόγησης που σχεδιάστηκε και προωθήθηκε από το Υπουργείο Κοινωνικών Υποθέσεων για τη μέτρηση του βαθμού στον οποίο οι εταιρείες ανταποκρίνονται στις κοινωνικές υποχρεώσεις τους.

Η πιο αποφασιστική διεθνής πρωτοβουλία για την σύνταξη εκθέσεων κοινωνικού περιεχομένου είναι το πρότυπο κοινωνικής ευθύνης Social Accountability 8000 (SA 8000) και η πρωτοβουλία υποβολής εκθέσεων σε παγκόσμιο επίπεδο (Global Reporting Initiative) που θεωρείται σήμερα ως βέλτιστη πρακτική καθώς παρέχει κατευθυντήριες γραμμές για τις αναφορές των επιχειρήσεων σχετικά με τη βιωσιμότητα (Πράσινη Βίβλος, 2001).

Εξάλλου, για τη μέτρηση της κοινωνικής συνεισφοράς των επιχειρήσεων υπάρχει και το κριτήριο 8 του ευρωπαϊκού μοντέλου επιχειρηματικής αριστείας, το οποίο αποτελεί πολύτιμο εργαλείο που επιτρέπει στην εταιρεία να βαθμολογήσει με μετρήσιμο τρόπο την κοινωνική συνεισφορά. Το μοντέλο δημιουργήθηκε και εποπτεύεται από το European Foundation for Quality Management.

Ωστόσο, η σύλληψη και καθιέρωση του δείκτη FTSE4Good αποτελεί ουσιαστικό βήμα στην καθιέρωση της κοινωνικής ευθύνης ως αναπόσπαστο κομμάτι της επιχειρηματικής δραστηριότητας με τρόπο επίσημο και καταλυτικό. Επιπρόσθετα, σημαντική είναι –σε σχέση με τους προαναφερθέντες δείκτες και κριτήρια εταιρικής υπευθυνότητας- η ευκολία που παρέχει ο παραπάνω δείκτης όσον αφορά στην κατανόηση και τη λήψη των σχετικών πληροφοριών με τρόπο απλό και εύληπτο. Ο πίνακας 1.1 που ακολουθεί αποτυπώνει τις εταιρείες που περιλαμβάνονται στον δείκτη FTSE4Good, εκ των οποίων όσες είναι ελληνικές συμπεριλαμβάνονται και στον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

**ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX**

<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
ABB	SWIT	252
ABN Amro Hldgs	NETH	810
AGFA-Gevaert	BELG	446
ASF	FRA	596
ASML Holding	NETH	936
AWG	UK	778
AXA	FRA	839
"Accor	FRA	536
Adecco	SWIT	583
Adidas-Salomon	GER	341
Aegis Group	UK	545
Aegon NV	NETH	840
Aem	ITA	775
Air France-KLM	FRA	591
Alcatel	FRA	938
Alliance & Leicester	UK	810
Alliance UniChem	UK	486
Allianz AG	GER	839
<b>Alpha Bank</b>	<b>GRC</b>	<b>810</b>
Altana	GER	486
Amvescap	UK	871
Arcelor	FRA	188
Assa Abloy B	SWED	267
Associated British Ports Hldgs	UK	597
Assurance Generale De France	FRA	839
AstraZeneca	UK	486
Atlas Copco A	SWED	264
Atlas Copco B	SWED	264
Aviva	UK	840
BAA	UK	591
BASF	GER	113
BBA Group	UK	591

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)		
ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΕΙΕΣ	ΧΩΡΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ
BHP Billiton	UK	048
BIC	FRA	345
BMW	GER	311
BNP Paribas	FRA	810
BOC Group	UK	113
BP	UK	078
BT Group	UK	673
Baloise	SWIT	839
Banca Fideuram	ITA	871
Banca Monte Dei Paschi Di Siena	ITA	810
Banca Nazionale Del Lavoro	ITA	810
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	SP	810
Banco Santander Central Hispano	SP	810
Bank of Ireland	IRE	810
<b>Bank of Piraeus (Cr)</b>	<b>GRC</b>	<b>810</b>
Bankinter	SP	810
Barclays	UK	810
Bayer AG	GER	118
Bayerische Hypo-Und Vereinsbank	GER	810
Beiersdorf	GER	477
Boots Group	UK	527
Bradford & Bingley	UK	810
Brambles Industries	UK	581
Brisa Auto-Estradas-Priv	PTL	596
British Airways	UK	591
British Land Co	UK	862
British Sky Broadcasting Group	UK	543
Bunzl	UK	581
Burberry Group	UK	528
Cable & Wireless	UK	673
Cadbury Schweppes	UK	435
Cairn Energy	UK	073

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)</b>		
<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
Capita Group	UK	587
Carnival	UK	538
Carrefour	FRA	630
Casino Guichard Perrachon	FRA	630
Celesio	GER	486
Centrica	UK	773
Christian Dior	FRA	349
Ciba Specialty Chems	SWIT	118
<b>Coca-Cola HBC</b>	<b>GRC</b>	<b>418</b>
Coloplast B	DEN	446
Compass Group	UK	581
Continental	GER	317
Corus Group	UK	188
<b>Cosmote Mobile Communications</b>	<b>GRC</b>	<b>678</b>
Credit Agricole	FRA	810
Credit Suisse Group	SWIT	810
DSG International	UK	526
Daily Mail & General Trust (A Shs)	UK	547
Danisco	DEN	435
Dassault Systemes	FRA	977
Degussa AG	GER	118
Deutsche Bank	GER	810
Deutsche Post	GER	582
Deutsche Postbank	GER	810
Deutsche Telekom	GER	673
Dexia	BELG	810
Diageo	UK	416
DnB NOR"	NOR	810
<b>EFG Eurobank Ergasias Bank</b>	<b>GRC</b>	<b>810</b>
EMI Group	UK	54"
ENEL	ITA	720
EVN Energ-Versorg	OEST	720

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)</b>		
<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
Electrolux Ser B	SWED	345
Emap	UK	547
Ericsson B	SWED	938
Essilor Intl	FRA	446
Fondiaria-SAI	ITA	834
Foreningssparbanken Ser A	SWED	810
Fortis NV	NETH	810
Fortis SA/NV	BELG	810
France Telecom	FRA	673
Friends Provident	UK	840
GUS	UK	527
Gambro AB A	SWED	446
Gambro B	SWED	446
Gamesa	SP	252
Gas Natural	SP	773
Gecina	FRA	862
GlaxoSmithKline	UK	486
Grupo Ferrovial	SP	137
H. Lundbeck	DEN	486
HBOS	UK	810
HSBC Hldgs	UK	810
Hammerson	UK	862
Hays	UK	583
Heidelberg Druck	GER	264
HeidelbergCement AG	GER	132
Heineken Holding	NETH	415
Heineken NV	NETH	415
Henkel KG Pref	GER	475
Henkel Kgaa ORD	GER	475
Hennes & Mauritz B	SWED	528
Hilton Group	UK	536
Holcim	SWIT	132

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)</b>		
<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
Hypo Real Estate Holdings	GER	877
ING Group CVA	NETH	839
ITV	UK	542
Imperial Chemical Industries	UK	118
Inditex	SP	528
Industrivarden AB C Free	SWED	240
Industrivarden AB Ser A	SWED	240
Infineon Technology	GER	936
InterContinental Hotels Group	UK	536
International Power	UK	720
Irish Life & Permanent	IRE	840
JC Decaux	FRA	545
Johnson Matthey	UK	118
Johnston Press	UK	547
KBC Group	BELG	810
Karstadtquelle	GER	527
Kelda Group	UK	778
Kesa Electricals	UK	526
Kingfisher	UK	527
Klepierre	FRA	862
Koninklijke DSM NV	NETH	118
Koninklijke Philips Electronic	NETH	253
L'Oreal	FRA	477
LVMH	FRA	349
Lafarge	FRA	132
Land Securities Group	UK	862
Lanxess	GER	113
Legal & General Group	UK	840
Liberty International	UK	862
Lloyds TSB Group	UK	810
LogicaCMG	UK	972
Lonmin	UK	048

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)</b>		
<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΠΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
Man Group	UK	879
Marks & Spencer Group	UK	527
Metso Corporation	FIN	267
Misys	UK	977
Mitchells & Butlers	UK	539
Mobistar	BELG	678
Muenchener Rueckversicherungs Reg	GER	837
National Grid	UK	775
<b>National Bank Of Greece</b>	<b>GRC</b>	<b>810</b>
Next	UK	528
Nobel Biocare Holding	SWIT	446
Nokia	FIN	938
Nordea Bank AB	SWED	810
Norsk Hydro	NOR	078
Norske Skogindustrier	NOR	156
Northern Rock	UK	810
Novo-Nordisk B	DEN	486
Novozymes A/S	DEN	118
O2	UK	678
Old Mutual	UK	840
PPR	FRA	527
PT Multimedia	PTL	543
Pearson	UK	547
Peninsular & Oriental Steam Nav Co	UK	597
Pernod Ricard	FRA	416
Pirelli & Co	ITA	252
Porsche	GER	311
Portugal Telecom	PTL	673
Provident Financial	UK	873
Prudential	UK	840



<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)</b>		
<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
RAS	ITA	839
RTL Group	BELG	542
Reckitt Benckiser	UK	475
Reed Elsevier	UK	547
Reed Elsevier NV	NETH	547
Repsol-Ypf	SP	078
Reuters Group	UK	547
Rexam	UK	581
Roche Hldgs (BR)	SWIT	486
Roche Hldgs (GENUS)	SWIT	486
Royal & Sun Alliance Insurance Group	UK	834
Royal Bank Of Scotland Group	UK	810
Royal Dutch Shell A	UK	078
Royal Dutch Shell B	UK	078
Royal KPN	NETH	673
SABMiller	UK	415
SAP	GER	977
SCA B	SWED	477
SES Global	FRA	543
SKF B	SWED	267
SSAB A	SWED	188
SSAB B	SWED	188
ST Microelectronics	FRA	936
Sage Group	UK	977
Sainsbury (J)	UK	630
Sampo Oyi	FIN	834
San Paolo-IMI	ITA	810
Sandvik AB	SWED	267
Sanofi-Aventis	FRA	486
Scania B	SWED	263
Schering	GER	486
Schroders	UK	871

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)</b>		
<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
Scottish & Newcastle	UK	415
Scottish & Southern Energy	UK	720
Scottish Power	UK	720
Seat-Pagine Gialle	ITA	547
Severn Trent	UK	778
Shire	UK	486
Signet Group	UK	526
Skand Enskilda Bkn A	SWED	810
Skanska B	SWED	137
Slough Estates	UK	862
Smith & Nephew	UK	446
Snam Rete Gas	ITA	773
Soc Generale De France	FRA	810
Societe Television Francaise 1	FRA	542
Sodexo	FRA	581
Solvay A	BELG	118
Standard Chartered	UK	810
Statoil	NOR	078
Stora Enso R	FIN	156
Storebrand	NOR	834
Straumann Hld N	SWIT	446
Svenska Handelsbnk A	SWED	810
Swatch Group AG BR	SWIT	345
Swatch Group AG REG	SWIT	345
Swiss Life Holding	SWIT	840
Swiss Reinsurance	SWIT	837
Swisscom	SWIT	673
Syngenta	SWIT	118
TDC	DEN	673
Tate & Lyle	UK	435
Tele2 AB	SWED	678
Telecom Italia Ord	ITA	673

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1: FTSE4GOOD EUROPE INDEX (συνέχεια)</b>		
<b>ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΚΑΤΑΤΑΞΗ</b>
Telefonica	SP	673
Telekom Austria	OEST	673
Telenor A/S	NOR	673
TeliaSonera	SWED	673
Terna	ITA	720
Tesco"	UK	630
Thomson SA"	FRA	542
Tietoenator Oyj	FIN	972
Tomkins	UK	267
Total	FRA	078
Travis Perkins	UK	131
Trinity Mirror	UK	547
Tui AG	GER	538
UBS AG	SWIT	810
Umicore	BELG	118
Uni Credito Italiano	ITA	810
Unibail"	FRA	862
Unilever"	UK	435
Unilever NV CVA"	NETH	435
United Business Media"	UK	547
United Utilities"	UK	778
Valeo"	FRA	313
Veolia Environnement"	FRA	778
Verbund Oesterreich Elektrizitats	OEST	720
Vestas Wind Systems	DEN	252
Vodafone Group	UK	678
Volkswagen	GER	311
WPP Group	UK	545
Whitbread	UK	539
William Hill	UK	532
Yara International	NOR	113
Zurich Financial Services	SWIT	839

---

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΒΑΣΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ  
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΙ  
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΔΕΙΚΤΩΝ

---

ΙΙ.1 ΑΠΟΔΕΚΤΕΣ ΑΞΙΕΣ

ΙΙ.2 ΕΛΕΓΧΟΙ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΤΗΤΑΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

### ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

#### ΙΙ. Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού Δεικτών<sup>1</sup>

##### ΙΙ.1 Αποδεκτές Αξίες

Προκειμένου να θεμελιώνει μία εισηγμένη εταιρεία δικαίωμα συμμετοχής στο δείκτη FTSE 20, πρέπει να πληρεί τις ακόλουθες προϋποθέσεις. Οι σχετικοί κανόνες, ορίζονται από το σχετικό εγχειρίδιο που εκδίδει το Χρηματιστήριο Αθηνών:

1. Οι μετοχές των υποψήφιων εταιρειών πρέπει να είναι εισηγμένες στην Κύρια ή στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στην περίπτωση κατά την οποία κάποια εταιρεία δεν συμπεριλαμβάνει όλες τις μετοχές της σε μια αποδεκτή κατηγορία ή δεν έχει εισάγει μίαν ολόκληρη κατηγορία, αυτές οι μη εισηγμένες μετοχές δεν θα αποτελούν αποδεκτές αξίες.
2. Στην περίπτωση κατά την οποία μία εταιρεία εισάγει πολλαπλές κατηγορίες μετοχικού κεφαλαίου, μόνον η υψηλής κεφαλαιοποίησης κατηγορία μετοχών (όπως καθορίζεται από τη σχετική χρηματιστηριακή αξία) θα μπορεί να συμπεριληφθεί στους δείκτες.

---

<sup>1</sup> Οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στην παρούσα ενότητα έχουν αντληθεί από την 5<sup>η</sup> έκδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών που φέρει τον τίτλο «Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού Δεικτών: FTSE/ΧΑ 20 και FTSE/ΧΑ Mid 40, FTSE/ΧΑ Small Cap 80, FTSE/ΧΑ 140» και εκδόθηκε τον Μάιο του 2005. Η έκδοση δεν είναι η τελευταία –έχουν υπάρξει μεταγενέστερες εκδόσεις των βασικών κανόνων αλλά η συγκεκριμένη βρίσκεται πιο κοντά χρονικά στην παρούσα μελέτη.

3. Στην περίπτωση κατά την οποία οι μετοχές μιας εταιρείας εκδίδονται εν μέρει ή καθόλου, ή έχουν πληρωθεί και οι ημερομηνίες έκδοσης είναι ήδη καθορισμένες και γνωστές, τότε για τους σκοπούς του υπολογισμού της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας απαιτείται η προσαρμογή της τιμής της μετοχής ώστε να συμπεριλαμβάνει αυτές τις εκδόσεις (δηλ. με πλήρη κάλυψη της έκδοσης νέων μετοχών).
4. Μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές και ομολογίες εξαιρούνται.
5. Οι επενδυτικές εταιρείες θα εξαιρούνται. Τα Exchange Traded Funds (ETFs) και τα κεφάλαια των οποίων οι τιμές είναι προϊόν υποκείμενων επενδύσεων θα εξαιρούνται.
6. Για να συμπεριληφθεί μια εταιρεία στους Δείκτες θα πρέπει να έχει συσταθεί και να υπόκειται σε φορολογία στην Ελλάδα.
7. Η Συμβουλευτική Επιτροπή πρέπει να ικανοποιηθεί ότι έχει υπολογισθεί με ακρίβεια και αξιοπιστία η τιμή της μετοχής με σκοπό τον καθορισμό της χρηματιστηριακής αξίας της εν λόγω εταιρείας.
8. Τα χρεόγραφα που συναλλάσσονται με Αυτόματη και Στιγμιαία Κατάρτιση Συναλλαγών (Call Auction) ή μεταφέρονται σε διαπραγμάτευση Call Auction δεν μπορούν να συμπεριληφθούν σε κανέναν από τους δείκτες.
9. Οι μετοχές των εταιρειών θα πρέπει να διαπραγματεύονται με Συνεχή Μέθοδο καθ' όλη την διάρκεια συνεδρίασης του ΧΑ.

## II.2 Έλεγχοι Καταλληλότητας

Πέρα από τους βασικούς κανόνες αποδοχής αξιών στους δείκτες της ελληνικής χρηματαγοράς, οι αποδεκτές αξίες υφίστανται και τους ανάλογους ελέγχους καταλληλότητας οι οποίοι επικεντρώνονται κατά κύριο λόγο στα θέματα ευρείας διασποράς καθώς και στα θέματα ρευστότητας.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη Συμβουλευτική Επιτροπή του δείκτη οι αξίες ευρείας διασποράς που βρίσκονται σε κυκλοφορία θα πρέπει να είναι διαθέσιμες για αγορά από το επενδυτικό κοινό. Όταν συντρέχουν περιορισμοί ευρείας διασποράς σε μεμονωμένες εταιρείες ή όταν υφίσταται cross-holding<sup>2</sup> η Συμβουλευτική Επιτροπή θα προσαρμόζει ανάλογα το ποσοστό συμμετοχής των μετοχών. Στους περιορισμούς ευρείας διασποράς εμπίπτουν περιπτώσεις κατά τις οποίες:

1. Πραγματοποιούνται οικονομικές επενδύσεις σε εταιρεία που συμμετέχει στον δείκτη είτε από έτερη συμμετέχουσα εταιρεία είτε από οντότητα ή εταιρεία που δεν σχετίζεται με τον δείκτη.
2. Υφίσταται αξιόλογη και μακρόχρονη κατοχή αριθμού μετοχών από τους ιδρυτές, τις οικογένειες τους ή/ και ανώτερα διευθυντικά στελέχη της διοίκησης της εταιρείας.
3. Έχει προβλεφθεί πρόγραμμα αγοράς μετοχών της εισηγμένης εταιρείας από υπαλλήλους (αν υπάρχει περιορισμός).
4. Υπάρχει συμμετοχή του Δημοσίου.

---

<sup>2</sup> Με τον όρο cross-holding θεωρείται πιθανόν να εννοείται η αμοιβαία απόκτηση από μία εταιρεία ενός ποσοστού μετοχών άλλης ή άλλων εταιρειών με σκοπό την ενδυνάμωση των σχέσεων και της μεταξύ τους συνεργασίας. (βλ. cross-shareholding, Χρυσοβιτσιώτης-Σταυρακόπουλος)

5. Έχουν τεθεί όρια ιδιοκτησίας από αλλοδαπούς.

6. Πρόκειται για επενδύσεις χαρτοφυλακίου που υπόκεινται σε δέσμευση ρήτηρας (αλλά για το χρονικό διάστημα ισχύος της σχετικής ρήτηρας).

Ωστόσο, δεν συνιστούν περιπτώσεις περιορισμού της ευρείας διασποράς οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου, η συμμετοχή από εταιρείες επενδύσεων καθώς και η κατοχή μέσω τρίτων (συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που στηρίζουν τα Αμερικάνικα Αποθετήρια Μετοχών ADRs ή τα Ελληνικά Πιστοποιητικά GDRs), εκτός αν εκπροσωπούν περιορισμένη ευρεία διασπορά όπως ορίζεται σύμφωνα με τα προηγούμενα.

Για τον υπολογισμό των περιορισμών ευρείας διασποράς, η Επιτροπή θα ανατρέχει στις διαθέσιμες δημοσιευθείσες πληροφορίες ενώ, το αρχικό ποσοστό συμμετοχής μίας συμμετέχουσας εταιρείας στον δείκτη θα πρέπει να εμπίπτει σε κάποια από τις ακόλουθες κατηγορίες:

α. Ευρεία διασπορά  $\leq 15\%$  = μη αποδεκτή

β.  $15\% < \text{Ευρεία διασπορά} \leq 20\%$  = 20%

γ.  $20\% < \text{Ευρεία διασπορά} \leq 30\%$  = 30%

δ.  $30\% < \text{Ευρεία διασπορά} \leq 40\%$  = 40%

ε.  $40\% < \text{Ευρεία διασπορά} \leq 50\%$  = 50%

στ.  $50\% < \text{Ευρεία διασπορά} \leq 75\%$  = 75%

ζ.  $75\% < \text{Ευρεία διασπορά} = 100\%$

Αναπροσαρμογή της ευρείας διασποράς συμμετέχουσας στον δείκτη εταιρείας είναι δυνατόν να γίνει αν αυτό κριθεί απαραίτητο και μετά από κάποια εταιρική



πράξη και με την προϋπόθεση πάντα πως το συγκεκριμένο εταιρικό γεγονός επηρεάζει τον δείκτη. Μεταβολή στην ευρεία διασπορά συμμετέχουσας στον δείκτη εταιρείας, μετά την πιθανή εφαρμογή αρχικού περιορισμού, δύναται να συντελεστεί μόνο στην περίπτωση κατά την οποία η πραγματική ευρεία διασπορά της εταιρείας μεταβληθεί περισσότερο του 5% πάνω από το ελάχιστο ή κάτω από το μέγιστο της επόμενης βαθμίδας διασποράς<sup>3</sup>.

Τέλος, προκειμένου να εξασφαλίσουν τη συμμετοχή τους στο δείκτη, οι αξίες – με την εξαίρεση των νέων εκδόσεων- πρέπει να πληρούν και τα τρία κριτήρια ρευστότητας. Πιο αναλυτικά, οι σχετικές αξίες πρέπει να μπορούν να παρουσιάσουν το λιγότερο 30 ημέρες συνεδρίασης από την έναρξη της επίσημης άνευ όρων διαπραγμάτευσης, να διαπραγματεύονται κατά τουλάχιστον το ήμισυ των εργάσιμων ημερών για κάθε ημερολογιακό εξάμηνο και να έχουν συναλλαγές της τάξης τουλάχιστον του 20% επί του συνόλου των εκδιδόμενων μετοχών τους, μετά την εφαρμογή κάθε περιορισμού του δείκτη ευρείας διασποράς.

Οι 20 μετοχές που πληρούν όλα τα κριτήρια που προαναφέρθηκαν σε αυτή την ενότητα και έχουν να επιδείξουν την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση θεωρούνται κατάλληλες για να συμμετάσχουν στον δείκτη FTSE/XA 20.

---

<sup>3</sup> Το όριο αυτό, των 5 ποσοστιαίων μονάδων, δεν ισχύει αν η μεταβολή είναι μεγαλύτερη του 10% μεταξύ των ζωνών 20% και 50% και του 25% μεταξύ του 50% και του 100%, αλλά και στο όριο του 15% της πρώτης ζώνης.

---

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ

FTSE 20 (2000 - 2004)

---

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

### ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

#### ΙΙΙ. Μεταβολές του Δείκτη FTSE 20 (2000-2004)

Η αρχική πρόθεση της παρούσας μελέτης ήταν να εξεταστούν οι είκοσι εταιρείες που συμμετέχουν στον δείκτη FTSE μεγάλης κεφαλαιοποίησης με ημερομηνία αναφοράς την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου του 2004 και σε βάθος πενταετίας. Σύντομα, κατέστη φανερό ότι κάτι τέτοιο δεν θα ήταν δυνατό δεδομένου ότι από τις είκοσι εταιρείες του δείκτη FTSE 20, μόνο οι 12<sup>1</sup> αποτελούν σταθερά μέλη του συγκεκριμένου χρηματιστηριακού δείκτη καθ'όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας (2000-2004). Οι επιλογές που είχαμε στη διάθεση μας ήταν δύο. Είτε θα εξετάζαμε μεμονωμένα τις εταιρείες εκείνες που συμμετείχαν σταθερά και αδιάλειπτα στη συμμετοχή του δείκτη, είτε θα προσαρμόζαμε την έρευνα μας στις αλλαγές. Επιλέχθηκε η τελευταία επιλογή προς όφελος της ολοκληρωμένης εικόνας του δείκτη.

Οι πιο σημαντικές αλλαγές που έχει υποστεί ο δείκτης FTSE/ΧΑ 20 κατά την υπό εξέταση περίοδο καταγράφονται σε αύξουσα χρονολογική σειρά ακολούθως:

α. 26/11/1999: Αποφασίζεται να αυξηθεί το ποσοστό συμμετοχής της Panafon στον δείκτη –από το υπάρχον 15% σε 23,5%- μετά από την ολοκλήρωση της πώλησης ποσοστού 8,5% της France Telecom.

---

<sup>1</sup> Οι δώδεκα εταιρείες που συμμετέχουν στον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης σταθερά σε όλη τη διάρκεια της πενταετίας 2000-2004 είναι οι ακόλουθες: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Alpha Bank, ΟΤΕ, ΕFG Eurobank Ergasias, Coca-Cola, Vodafone-Panafon, Εμπορική Τράπεζα, Ελληνικά Πετρέλαια, ΒΙΟΧΑΛΚΟ, ΤΙΤΑΝ, Τράπεζα Πειραιώς, Intracom, Ελληνική Τεχνοδομική.

β. 30/10/2000: Πραγματοποιούνται δύο νέες εισαγωγές μετοχών, αφενός της ALTEC ABEE με ποσοστό στάθμισης 100%, η οποία καταλαμβάνει την δέκατη πέμπτη θέση στην σειρά κατάταξης του δείκτη με βάση την κεφαλαιοποίηση και αφετέρου της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, με ποσοστό στάθμισης επίσης 100% και σειρά κατάταξης δεκαοκτώ.

Οι μετοχές που αντικαθίστανται και αποχωρούν από τον δείκτη είναι αυτή της ΗΡΑΚΛΗΣ (ΑΝΩΝ. ΓΕΝ. ΕΤΑΙΡ. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ) καθώς και η μετοχή της ΕΛΒΑΛ Α.Ε. ΒΙΟΜ/ΝΑΙ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. (ΚΟ). Οι δύο μετοχές, με την αποβολή τους από τον δείκτη FTSE/ΧΑ 20, εισάγονται –σύμφωνα και με τους Βασικούς Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών- στον δείκτη FTSE/ΧΑ Mid 40, στις θέσεις 50 και 60 αντίστοιχα.

Στην ίδια συνέλευση της Συμβουλευτικής Επιτροπής αποφασίστηκαν αλλαγές του ποσοστού στάθμισης των μετοχών που συμμετέχουν στον δείκτη FTSE/ΧΑ 20 για τις ακόλουθες εταιρείες:

**ΟΤΕ:** Το νέο ποσοστό στάθμισης μετοχών για τον ΟΤΕ ανέρχεται σε 47,55 % και αντικαθιστά το προηγούμενο ποσοστό στάθμισης του 48,33%.

**Eurobank:** Το νέο ποσοστό στάθμισης της Eurobank είναι 45,33% ενώ, το προηγούμενο ποσοστό στάθμισης ήταν 37,31%.

**Viohalco:** Το καινούριο ποσοστό στάθμισης μετοχών για τη ΒΙΟΧΑΛΚΟ, όπως αυτό θα ισχύσει μετά το κλείσιμο της συνεδρίασης της 30<sup>ης</sup> Νοεμβρίου του 2000, θα είναι 47,78% έναντι του 36,26% που ίσχυε μέχρι την σχετική ημερομηνία.

**Coca-Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως:** Το νέο ποσοστό στάθμισης των μετοχών της ΕΕΕΚ στον δείκτη θα είναι 28,46% και αυτό θα αντικαταστήσει το μέχρι τότε ισχύον 24%.

**Ελληνικά Πετρέλαια:** Τα Ελληνικά Πετρέλαια μειώνουν το υπάρχον ποσοστό στάθμισης τους 36,92% σε 31%.

**Ελληνική Τεχνοδομική:** Για την Ελληνική Τεχνοδομική το νέο ποσοστό στάθμισης είναι ίσο με 100% και το προηγούμενο ποσοστό στάθμισης της εταιρεία μέχρι τη συγκεκριμένη συνέλευση ήταν 46,66%.

**Δημ/φικός Οργανισμός Λαμπράκη:** Μικρή ήταν η αλλαγή του ποσοστού στάθμισης για τον ΔΟΛ του οποίου το νέο ποσοστό στάθμισης είναι 33,09% έναντι του 33,3% που είναι το προηγούμενο ποσοστό.

Οι αλλαγές απεικονίζονται σχηματικά στους παρακάτω πίνακες:

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙΙ.1: ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ΧΑ 20 (1/12/2000)</b>			
	<b>Όνομα Μετοχής</b>	<b>Ποσοστό Στάθμισης Μετοχών</b>	<b>Θέση Κατάταξης</b>
<b>Νέες Εισαγωγές</b>	ALTEC	100%	15
	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	100%	18
<b>Αντικατασταθείσες Μετοχές</b>	ΗΡΑΚΛΗΣ		60
	ΕΛΒΑΛ		50

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙΙ.2: ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ΧΑ 20 (1/12/2000)</b>		
<b>Όνομα Μετοχής</b>	<b>Νέο Ποσοστό Στάθμισης Μετοχών</b>	<b>Προηγούμενο Ποσοστό Στάθμισης Μετοχών</b>
ΟΤΕ	47,55%	48,33%
ΕΥΡΟΒΑΝΚ-ΕΡΓΑΣΙΑΣ	43,55%	37,31%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	47,78%	36,26%
ΕΕΕΚ (Coca-Cola)	28,46%	24,00%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	31,00%	36,92%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	100,00%	46,66%
ΔΟΛ	33,09%	33,30%

γ. 4/5/2001: Η καινούρια σύνθεση του FTSE/XA 20 περιλαμβάνει πέντε νέες μετοχές –ΕΥΔΑΠ, ΕΤΒΑ, Αγροτική Τράπεζα, Interamerican και Cosmote- ενώ αποκλείεται ίσος αριθμός εταιρειών από τον δείκτη, και πιο συγκεκριμένα οι μετοχές των εταιρειών Εγνατία Τράπεζα, Μυτιληναίος, Μινωικές Γραμμές, ALTEC και Intrasoft. Για τις πρώτες τέσσερις από τις προαναφερθείσες εταιρείες, η αποβολή αποφασίστηκε αυτόματα κατά την εξαμηνιαία αναθεώρηση με την αιτιολογία ότι εξέπεσαν της τριακοστής (30<sup>ης</sup>) θέσης στην κατάταξη με βάση την κεφαλαιοποίηση. Η εταιρεία Cosmote εισάγεται στον δείκτη ως αποτέλεσμα διόρθωσης της πρόσφατης αναθεώρησης κατά την οποία είχε αποκλειστεί λόγω λάθους υπολογισμού της ελεύθερης διασποράς της μετοχής της. Καθώς λοιπόν ικανοποιεί το κριτήριο ελάχιστης διασποράς και κατατάσσεται με βάση την κεφαλαιοποίηση της ανάμεσα στις 10 πρώτες εισηγμένες, θα περιληφθεί στον δείκτη. Η νέα σύνθεση του δείκτη θα ισχύσει από την 1<sup>η</sup> Ιουνίου 2001.

**ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙΙ.3: ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/XA 20 (4/5/2001)**

	Όνομα Μετοχής	Ποσοστό Στάθμισης Μετοχών	Θέση Κατάταξης
<b>Νέες Εισαγωγές</b>	ΕΥΔΑΠ	-	7
	ΕΤΒΑ	-	14
	ΑΤΕ	-	15
	Interamerican	-	2
	Cosmote	-	13
	<b>Μετοχές που αντικαθίστανται</b>	Εγνατία Τράπεζα	-
Μυτιληναίος		-	53
Minoan Lines		-	50
ALTEC		-	37
Intrasoft		-	-

δ. 17/12/2003: Η μετοχή της ΕΤΒΑ Α.Ε. διαγράφεται από τον δείκτη FTSE/XA 20 και αντικαθίσταται από τη μετοχή της εταιρείας ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. ως πρώτη επιλαχούσα μετοχή από τον δείκτη FTSE/XA Mid 40. Η διαγραφή της εν

λόγω μετοχής έχει να κάνει με την απορρόφηση της εταιρείας ETBA από την εταιρεία Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε. και την ως εκ τούτου διακοπή διαπραγμάτευσης της πρώτης.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙΙ.4: ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ΧΑ 20 (17/12/2003)</b>				
	Όνομα Μετοχής	Ποσοστό Μετοχών	Στάθμιση	Θέση Κατάταξης
Νέα Εισαγωγή	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	-		8
Μετοχή αντικαθίστανται	που ETBA	-		8

ε. 21-4-2004: Το ποσοστό συμμετοχής στον δείκτη της Hyatt-Regency Ξενοδοχειακή και Τουριστική Α.Ε. αυξάνεται σε 50% από 40% κατά την πρώτη εξαμηνιαία αναθεώρηση του 2004.

στ. 20-10-2004: Κατά την προγραμματισμένη περιοδική αναθεώρηση του δείκτη FTSE/ASE 20 αποφασίστηκε η διαγραφή της αξίας που εκπροσωπεί την Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος λόγω ανεπαρκούς ρευστότητας και η αντικατάστασή της τελευταίας από την μετοχή της εταιρείας Folli-Follie Α.Β.Ε.Ε..

Τέλος, πραγματοποιήθηκε μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής της ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε. από 40% σε 30%. Οι παραπάνω μεταβολές θα ξεκινήσουν να ισχύουν από την 1<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2004.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙΙ.5: ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ΧΑ 20 (20/10/2004)</b>				
	Όνομα Μετοχής	Ποσοστό Μετοχών	Στάθμιση	Θέση Κατάταξης
Νέα Εισαγωγή	FOLLI-FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	50%		15
Μετοχή αντικαθίσταται	που ΑΤΕ			

Όπως γίνεται φανερό, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση εξαετίας, έχουν συντελεστεί πολυάριθμες μεταβολές τόσο στις συμμετέχουσες εταιρείες στον δείκτη FTSE 20 όσο και στην σειρά κατάταξης και στα ποσοστά συμμετοχή τους σε αυτόν. Οι παραπάνω αλλαγές έχουν αντληθεί από τη σχετική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ενδέχεται να έχουν συντελεστεί περαιτέρω μεταβολές του δείκτη που δεν είναι καταγεγραμμένες.

ΓΑΛΕΞΙΟ ΓΕΡΑΝ



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

---

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ  
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΩΝ**

---

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΩΝ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αναστάσιος, Αρχιεπίσκοπος Τιράνων και πάσης Αλβανίας. «Η ηθική στις επιχειρήσεις: η εταιρική ευθύνη και η κοινωνική αλληλεγγύη», Οικονομικός Ταχυδρόμος, φ.9, σελ. 52, 2002.
- Βαλασίδου, Αρ.. «Η ηθική και κοινωνική διάσταση της διοίκησης των ανθρωπίνων πόρων», Οικονομικός Ταχυδρόμος, φ.25, σελ.52, 2001.
- Διαμαντοπούλου, Άννα. «Εναρκτήρια ομιλία στο Συνέδριο με τίτλο:Εταιρική κοινωνική ευθύνη, κοινωνική δέσμευση», [http://diamantopoulou.gr/corpus/europe/europe\\_gr3/02/e3\\_gr\\_22htm](http://diamantopoulou.gr/corpus/europe/europe_gr3/02/e3_gr_22htm).
- Θανόπουλος, Ιωαν.. «Η ηθική του επιχειρείν», Συνέδριο με θέμα: Επιχειρηματική ηθική και Διεθνής Επιχείρηση, Δεκέμβριος 2002.
- Παπανδρόπουλος, Αθαν.. «Στην Ευρώπη χρειαζόμαστε επιχειρήσεις-πολίτες: συνέντευξη του Γκέρχαρντ Σρέντερ», Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2002.
- Παπανδρόπουλος, Αθαν.. «David Grayson: Μονόδρομος η κοινωνική ευθύνη», Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2002.
- Σταμούλη Ελένη, «Η Κοινωνική Συνεισφορά των Επιχειρήσεων», Διατριβή, Πειραιάς, 2002.

## ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Collier, Abram T.. “Business leadership and a creative society: Guides to corporate responsibility”, Reprinted from Harvard Business Review, p. 5-13, January-February 1968.
- Fenn, Dan H.. “Executives as community volunteers: Guides for social responsibility”, Reprinted from Harvard Business Review, p. 145-154, March-April 1971.
- Florida, Richard. “Lean and Green: The move to environmentally conscious manufacturing”, California Management review, Vol 39, Issue 1, Fall 1996.
- Gene Foley, Simon Speller, Joy Boyce, “Impact on Society-Opportunity for Action: What Leading European Companies Are Doing About It!”, EFQM, 1997.

## ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ

- <http://www.ase.gr>
- [http://www.ase.gr/content/gr/Indices/Ground\\_Rules](http://www.ase.gr/content/gr/Indices/Ground_Rules)
- [www.ftse.com](http://www.ftse.com)
- [www.ftse.com/Indices/FTSE4Good\\_index\\_Series/index.jsp](http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_index_Series/index.jsp).
- Πράσινη Βίβλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την προώθηση ενός ευρωπαϊκού πλαισίου για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, [www.europa.eu.int/comm/employment\\_social/soc-dial/csr/csr\\_index.htm](http://www.europa.eu.int/comm/employment_social/soc-dial/csr/csr_index.htm)