

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**“ΕΛΕΓΧΟΣ ΔΙΚΑΙΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ
ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΠΕΡΙΟΔΩΝ
2001 ΕΩΣ 2003”**

ΝΙΚΟΛΑΟΣ Σ. ΒΙΓΚΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ. ΦΙΛΙΠΠΑΣ

**ΜΕΛΗ ΤΡΙΜΕΛΟΥΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Γ. ΚΑΤΣΙΜΠΡΗΣ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ
15 ΜΑΡΤΙΟΥ 2005**

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στα πλαίσια της ολοκλήρωσης των μεταπτυχιακών σπουδών, του προγράμματος χρηματοοικονομικής ανάλυσης για στελέχη του Πανεπιστημίου Πειραιώς, εκπονήθηκε η παρούσα εργασία η οποία έχει ως θέμα:

“ΕΛΕΓΧΟΣ ΔΙΚΑΙΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΠΕΡΙΟΔΩΝ 2001 ΕΩΣ 2003”.

Η εργασία χωρίζεται σε τρία βασικά μέρη ανάλυσης και ελέγχου των τιμών των εισαγωγών της περιόδου 2001 έως 2003.

Σε πρώτο μέρος ελέγχεται και αξιολογείται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των μετοχών των εταιρειών κατά την περίοδο της δημόσιας εγγραφής (Κεφάλαια 2 και 3).

Στο δεύτερο μέρος ελέγχεται το εμπειρικό μέρος των απλών και επιπλέον αποδόσεων των μετοχών των υπό εξέταση εταιρειών.(Κεφ. 5)

Στο τρίτο μέρος γίνεται αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων και αποτίμηση των μετοχών των εταιρειών με παραδεγμένα χρηματοοικονομικά μοντέλα (Κεφ.5).

Η ερευνητική εργασία ολοκληρώνεται με την εξαγωγή συμπερασμάτων για την ανάλυση που προηγήθηκε.

Στο τέλος παρατίθεται παράρτημα το οποίο περιλαμβάνει πρωτογενή στοιχεία που επεξεργάστηκαν για την ανάλυση των κεφαλαίων που αναφέρθηκαν.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελ.
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	1
1. Καθορισμός της τιμής κατά το στάδιο της εισαγωγής	
2. Νομοθετικό Πλαίσιο	
3. Κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές και οι μέτοχοι των εισαγόμενων εταιρειών	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	21
1. Δεδομένα	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	30
1 Αρχικές αποδόσεις των Δημοσίων Εγγραφών	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	38
1. Αποτίμηση Δίκαιης Τιμής	
2. Μοντέλα αποτίμησης Αξίας Επιχειρήσεων – Μετοχών	
3. Αναφορά δεικτών για την αξιολόγηση των εταιρειών	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	56
1. Εξέταση Εμπειρικών ευρημάτων των αποδόσεων σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο διάστημα	
2. Αξιολόγηση – Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων	
3. Αποτελέσματα Ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων	
4. Γενικά συμπεράσματα – επίλογος	
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	85
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι	
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ	
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	Καθορισμός της τιμής κατά το στάδιο της εισαγωγής.....	2
1.1	Κανονισμός του ΧΑΑ.....	2
1.2	Διαδικασία τιμολόγησης και κατανομής των νέων μετοχών.....	2
1.3	Ορισμός δεσμευτικού εύρους τιμών.....	3
1.4	Μέθοδοι Αποτίμησης.....	4
2	Νομοθετικό Πλαίσιο.....	5
2.1	Εισαγωγή μετοχών στις αγορές του ΧΑΑ.....	5
2.1.1	Απόφαση για την εισαγωγή.....	5
2.1.2	Εξειδίκευση προϋποθέσεων εισαγωγής.....	5
2.1.3	Εξειδίκευση προϋποθέσεων εισαγωγής στη ΝΕΧΑ.....	6
2.1.4	Κερδοφορία.....	8
2.1.5	Διασπορά.....	9
2.1.6	Εφαρμογή αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης.....	11
2.1.7	Δημιουργία ομίλου.....	11
2.1.8	Ασφαλιστική κάλυψη.....	12
2.1.9	Αξιολόγηση καταλληλότητας εταιρίας.....	12
2.2	Εισαγωγή μετοχών στην Παράλληλη Αγορά.....	12
2.2.1	Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Απόφαση υπ' αριθμ. 2/305/18.6.2004 του Διοικητικού Συμβουλίου).....	12
3	Κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές και οι μέτοχοι των εισαγόμενων εταιρειών.....	18
3.1	Κίνδυνοι της εταιρείας.....	18
3.1.1	Διαχείριση Ανάπτυξης.....	18
3.1.2	Κίνδυνοι σχετικοί με διεθνείς δραστηριότητες.....	18
3.2	Επενδυτικοί Κίνδυνοι.....	18
3.2.1	Εξάρτηση της επιχείρησης από τα Στελέχη της.....	18
3.2.2	Συναλλαγματικός κίνδυνος.....	19
3.2.3	Κίνδυνος κόστους υλών.....	19
3.2.4	Σχέσεις με προμηθευτές.....	19
3.2.5	Σχέσεις με πελάτες.....	20
3.3	Κίνδυνοι του Κλάδου.....	20
3.3.1	Ανταγωνισμός.....	20
3.3.2	Ζήτηση προϊόντος.....	20

1 Καθορισμός της τιμής κατά το στάδιο της εισαγωγής.

Ο καθορισμός της τιμής κατά το στάδιο εισαγωγής της εταιρείας στο ΧΑΑ είναι μία διαδικασία, η οποία επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Στις επόμενες παραγράφους της παρούσας ενότητας, αναφέρονται οι σημαντικότεροι παράγοντες διαμόρφωσης της τιμής στο στάδιο εισαγωγής μιας επιχείρησης στο ΧΑΑ.

1.1 Κανονισμός του ΧΑΑ

Βασικός παράγοντας για τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής είναι ο περιορισμός που θέτει το άρθρο 221 του κανονισμού του ΧΑΑ, το οποίο θέτει ελάχιστη αξία για διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ. Αναλυτικότερα το άρθρο έχει ως εξής:

Άρθρο 221 Ελάχιστη αξία προς διάθεση μετοχών

Σε περίπτωση δημόσιας εγγραφής, η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών πρέπει να είναι τουλάχιστον 2 εκατομμύρια ΕΥΡΩ.

1.2 Διαδικασία τιμολόγησης και κατανομής των νέων μετοχών

Η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή καθορίζεται το διήμερο μετά το πέρας της περιόδου των εγγραφών και θα ανακοινωθεί μέσω των Μ.Μ.Ε το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της Δημόσιας Εγγραφής. Η Τιμή Διάθεσης είναι κοινή για όλους τους επενδυτές (Θεσμικούς, Ιδιώτες – μη Θεσμικούς) που θα συμμετάσχουν στη Δημόσια Εγγραφή.

Η τιμή διάθεσης προσδιορίζεται με βάση τις προσφορές που υποβάλλουν οι θεσμικοί επενδυτές στο Βιβλίο Υποβολής Προσφορών (διαδικασία Bookbuilding). Η εν λόγω διαδικασία υποβολής των προσφορών ακολουθείται για το μέρος της Δημόσιας Εγγραφής που αφορά τους θεσμικούς επενδυτές και πραγματοποιείται ταυτόχρονα με τις εγγραφές των ιδιωτών επενδυτών.

Οι θεσμικοί επενδυτές υποβάλλουν τις προσφορές τους, μέσω των Αναδόχων, για τις μετοχές της Εκδότριας Εταιρείας εντός δεσμευτικού εύρους τιμών, το οποίο ορίζεται από το συντονιστή κύριο Ανάδοχο, το αργότερο την προηγούμενη ημέρα της έναρξης της περιόδου των εγγραφών και γνωστοποιείται μέσω των ΜΜΕ.

Η ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους δεν μπορεί είναι μεγαλύτερη από 15% από την κατώτατη τιμή του εύρους. Επίσης, η διαδικασία υποβολής των προσφορών θα διαρκέσει από την πρώτη μέχρι και την τελευταία ημέρα της Δημόσιας Εγγραφής.

1.3 Ορισμός δεσμευτικού εύρους τιμών

Απόσπασμα από το ενημερωτικό δελτίο της Alsincο A.E : Ο κύριος ανάδοχος σε συνεργασία κυρίως με θεσμικούς επενδυτές ακολουθεί τη διαδικασία pre-marketing για τον προσδιορισμό του δεσμευτικού εύρους τιμών της μετοχής, το οποίο θα καθορισθεί κατά τη δημόσια εγγραφή της εταιρείας. Για το προσδιορισμό της τιμής διάθεσης της δημόσιας εγγραφής πραγματοποιούνται συναντήσεις με τους βασικούς αναδόχους, θεσμικούς επενδυτές, καθώς και τις χρηματιστηριακές εταιρίες, στις οποίες γίνεται παρουσίαση της Εταιρίας και του φακέλου από τα στελέχη της εκδότριας εταιρείας και του κύριου αναδόχου. Το δικαίωμα για τις παραπάνω εγγραφές εξασκείται είτε κατ' ιδίαν είτε κατά ομάδες.

Οι προσφορές των θεσμικών επενδυτών περιλαμβάνουν:

- Τον αριθμό των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει ο επενδυτής στην τιμή έκδοσης ανά μετοχή που θα προκύψει από τη διαδικασία
- Τη συνολική αξία των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει ανεξαρτήτως τιμής έκδοσης ανά μετοχή που θα προκύψει από τη διαδικασία
- Τον αριθμό μετοχών ή τη συνολική αξία και την ανώτατη τιμή που επιθυμεί να καταβάλει ανά μετοχή και
- Η προσφορά να περιλαμβάνει μέχρι τρεις εναλλακτικούς αριθμούς μετοχών με δύο (κατ'ελάχιστο) ή τρεις (το μέγιστο) ανώτατες τιμές ανά μετοχή μία για κάθε αριθμό μετοχών.

Οι προσφορές που υποβάλουν οι θεσμικοί επενδυτές συγκεντρώνονται στο Βιβλίο Προσφορών που διαχειρίζεται ο συντονιστής κύριος ανάδοχος για το σκοπό του προσδιορισμού της ζητούμενης ποσότητας σε εναλλακτικές τιμές, καθώς και του συνολικού αριθμού των ζητούμενων μετοχών.

Καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας του Βιβλίου Προσφορών, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν δικαίωμα να τροποποιούν τις προσφορές τους. Οι ενδιαφερόμενοι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να πάρουν σχετικές πληροφορίες για τη διαδικασία υποβολής και τροποποίησης προσφορών από τους αναδόχους.

Το βιβλίο προσφορών κλείνει την τελευταία ημέρα της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής και ώρα 16.00 μ.μ οπότε όλες οι προσφορές όπως ισχύουν εκείνη τη στιγμή θεωρούνται οριστικές.

Την επόμενη μέρα της λήξης της Δημόσιας Εγγραφής θα γίνει ο προσδιορισμός της τιμής πώλησης των μετοχών, που θα είναι κοινή για όλους τους συμμετέχοντες στη διαδικασία, καθώς και η κατανομή των μετοχών στους επενδυτές.

Ολοκληρώνουμε, επισημαίνοντας ότι σε κάθε περίπτωση, η τιμή διάθεσης των προσφερόμενων με Δημόσια Εγγραφή μετοχών, θα ορισθεί μεταξύ του ανώτατου (15% αυξημένο από το κατώτατο) και του κατώτατου ορίου του δεσμευμένου εύρους τιμών.

1.4 Μέθοδοι Αποτίμησης

Οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιεί η εταιρεία ανάδοχος για την υπό εισαγωγή εταιρεία είναι οι κοινώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών
- Συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιριών
- Ανάλυση Χρηματιστηριακής Αξίας
- Μέθοδος της Καθαρής Θέσης

Στην πράξη, για την εφαρμογή της εκάστοτε μεθόδου υπολογίζονται οι δείκτες κεφαλαιαγοράς από δείγμα συγκρίσιμων εταιριών, οι οποίες είναι εισηγμένες σε αναγνωρισμένες κεφαλαιαγορές του εσωτερικού ή του εξωτερικού, βάσει των πιο πρόσφατων δημοσιευμένων και διαθέσιμων στοιχείων τους.

Επίσης χρησιμοποιούνται προβλέψεις με προεξόφληση αυτών κατά την ημερομηνία εισαγωγής, βάσει προεξοφλητικού επιτοκίου χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του Ισολογισμού που συντάσσεται για την εισαγωγή της εταιρείας στο ΧΑΑ.

Ο καθορισμός της τελικής εκτίμησης της συγκριτικής αξίας της εταιρείας υπό εισαγωγή, βασίζεται στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των μεγεθών, βάσει της εμπειρίας και της γνώσης του αναδόχου.

Επομένως, με βάση τις παραπάνω μεθόδους προσδιορίζεται στις δημόσιες εγγραφές η τελική τιμή διάθεσης (τιμή εισαγωγής) και στη συνέχεια εφαρμόζεται η μέθοδος τους βιβλίου προσφορών.

2 Νομοθετικό Πλαίσιο

Παρατίθεται το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει για την εισαγωγή των επιχειρήσεων στο ΧΑΑ, σύμφωνα με τον Κωδικοποιημένο Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών, βάσει του άρθρου 3 του ν . 3152/2003 και την υπ ' αριθμ . 1/304/10.6.04 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 900 /16.6.04), λαμβάνοντας υπόψη την από 25/11/04 απόφαση του ΔΣ του ΧΑ που εγκρίθηκε με την υπ ' αριθμ . 4/319/9.12.04 εγκριτική απόφαση της Ε .Κ (ΦΕΚ 1884B/20.12.04).

2.1 Εισαγωγή μετοχών στις αγορές του ΧΑΑ

2.1.1 Απόφαση για την εισαγωγή

Προκειμένου να ληφθεί από το Χρηματιστήριο απόφαση για την εισαγωγή μετοχών για διαπραγμάτευση για πρώτη φορά σε Αγορά του πρέπει, ύστερα από αίτηση της εκδότριας εταιρίας, και κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 10 του ν . 3152/2003,

α) να διαπιστωθεί η συνδρομή των προϋποθέσεων εισαγωγής στην οικεία αγορά σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία , ήτοι ενδεικτικά σύμφωνα με το άρθρο άρθρο 3 π.δ. 350/1985 για την Κύρια Αγορά, την Απόφαση 38/2003 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την Παράλληλη Αγορά, το άρθρο 2 ν. 2733/1999 για τη ΝΕΧΑ και το άρθρο 59 παρ . 21 ν .2396/1996 για την ΕΑΓΑΚ, και με κάθε άλλη τυχόν εφαρμοστέα διάταξη νόμου ή κανονιστικής απόφασης ('βασικές' προϋποθέσεις εισαγωγής)

β) να διαπιστωθεί η συνδρομή των πρόσθετων όρων και προϋποθέσεων του παρόντος κεφαλαίου

γ) να εγκριθεί και δημοσιευθεί ενημερωτικό δελτίο σύμφωνα με τα π.δ. 52/1992 και 348/1985, όπως ισχύουν .

2.1.2 Εξειδίκευση προϋποθέσεων εισαγωγής

Ως προς τις κατά την προηγούμενη παράγραφο 'βασικές' προϋποθέσεις εισαγωγής, ισχύουν ειδικότερα και τα εξής:

α) Ορισμός ιδίων κεφαλαίων: Ως προς τα ίδια κεφάλαια για την εισαγωγή στην Κύρια, Παράλληλη και ΝΕΧΑ λαμβάνονται τα υφιστάμενα κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής ίδια κεφάλαια της αιτούσας εταιρίας, αναμορφωμένα (εφόσον η εταιρία δύναται να προβεί σε αναμορφώσεις) μετά τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών.

β) Φορολογικός έλεγχος : Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρίας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά. Τα αποτελέσματα δύνανται να μην είναι οριστικά , στις ακόλουθες περιπτώσεις: αα) εφόσον έχουν διατυπωθεί επιφυλάξεις που αφορούν εκκρεμείς

δικαστικές αποφάσεις ή την ρύθμιση ειδικών θεμάτων ή τη συμμετοχή της εταιρίας σε άλλες εταιρίες για τις οποίες δεν προβλέπεται υποχρέωση φορολογικού ελέγχου και ββ) εφόσον συντρέχει άλλος λόγος που προβλέπεται σε ειδική διάταξη ή απόφαση του Χ.Α.

Αν η εταιρία υποχρεούται να καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις , η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου επεκτείνεται και στις εταιρίες που όφειλαν να περιληφθούν στην τελευταία πριν την υποβολή της αίτησης ενοποίησης, με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν οικονομικές καταστάσεις . Η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου περιλαμβάνει και τις εταιρίες που ενοποιούνται με τη μέθοδο ολικής ενσωμάτωσης μέσω ενοποιημένων καταστάσεων θυγατρικής της εκδότριας. Η εταιρία δύναται πάντως να ζητήσει από το Χ.Α. την απαλλαγή της από την υποχρέωση αυτή , σε περίπτωση που η συμμετοχή της υπόχρεης εταιρίας στην ενοποίηση δεν είναι σημαντική. Εφόσον η εταιρία υπάγεται ως προς την ενοποίηση σε ειδικές διατάξεις δυνάμει των οποίων υποχρεούται να ενοποιεί εταιρίες με συγκεκριμένη μέθοδο, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου περιλαμβάνει και τις εταιρίες που ενοποιούνται με βάση τη μέθοδο αυτή. Σε περίπτωση κατά την οποία η ενοποιούμενη εταιρία δεν εμπίπτει στις διατάξεις της παρ. 5 του άρθρου 42ε του ν. 2190, δεν υποχρεούται στη διενέργεια του φορολογικού ελέγχου.

γ) Οικονομικές καταστάσεις . Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της , εφόσον υφίστανται , δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση , για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση . Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις , οι καταστάσεις αυτές , καθώς και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης , σύμφωνα με τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης , πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή . Η υποχρέωση αυτή εκτείνεται και σε όλες τις χρήσεις που περιλαμβάνονται στο τελικό Ενημερωτικό Δελτίο που θα εγκριθεί εφόσον η εταιρία διατηρεί τις εν λόγω συμμετοχές .

2.1.3 Εξειδίκευση προϋποθέσεων εισαγωγής στη NEXA

1. Για την εισαγωγή μετοχών στην NEXA η εταιρία συντάσσει με τον ανάδοχο επενδυτικό σχέδιο (ΕΣ), το οποίο συνεκτιμάται από το Χ.Α. κατά την εξέταση των προϋποθέσεων εισαγωγής στη NEXA. Για την ακρίβεια του περιεχομένου του ΕΣ και τη νομιμότητά του ευθύνονται η εταιρία και ο ανάδοχος . Η εταιρία που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής στη NEXA πρέπει επίσης να χαρακτηρίζεται ως δυναμική ή καινοτόμος .

2. Για την αξιολόγηση του επενδυτικού σχεδίου συνεκτιμώνται τα εξής :

α) ολοκληρωμένος χαρακτήρας : Ολοκληρωμένο θεωρείται το ΕΣ εφόσον με αυτό προβλέπονται δράσεις πέραν των παγίων επενδύσεων , και σε άλλα βασικά τμήματα , ιδίως , στην οργάνωση , στις πωλήσεις , στο ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης .

β) Ο καινοτόμος χαρακτήρας : Καινοτόμο θεωρείται το ΕΣ εφόσον με αυτό εισάγονται ή αναπτύσσονται νέες μέθοδοι παραγωγής ή /και διάθεσης προϊόντων ή /και υπηρεσιών .

γ) Η δεσμευτικότητα : Δεσμευτικό θεωρείται το ΕΣ εφόσον , κατά την διάρκεια υλοποίησής του , προβλέπει κατ ' έτος συγκεκριμένους και εφικτούς ποσοτικούς στόχους .

δ) Η βιωσιμότητα : Βιώσιμο θεωρείται το ΕΣ εφόσον , κατά την επόμενη τριετία από την έναρξη υλοποίησής του αναμένεται αύξηση της κερδοφορίας της εταιρίας , της αποδοτικότητας ιδίων και συνολικών κεφαλαίων και των θέσεων εργασίας .

ε) Η συνεκτικότητα : Συνεκτικό θεωρείται το ΕΣ εφόσον η υλοποίησή του προκύπτει με σαφήνεια ως αποτέλεσμα της αλληλουχίας των προβλεπόμενων ενεργειών .

στ) Σε σχέση με την υλοποίηση του υποβαλλόμενου Επενδυτικού Σχεδίου (ΕΣ), συνεκτιμώνται:

- Ο βαθμός ιδίας χρηματοδότησης της εταιρίας για την υλοποίηση του ΕΣ
- Η σχέση του κύκλου εργασιών της εταιρίας και των εταιριών που συνδέονται με αυτήν ή τους βασικούς μετόχους της , με το συνολικό κόστος του ΕΣ
- Η σχέση της υλοποίησης του ΕΣ με τυχόν χρηματοδότηση επιχειρήσεων που συνδέονται είτε με την εταιρία είτε με τους βασικούς μετόχους της .

3. Ο χαρακτηρισμός της εταιρίας ως «δυναμικής», γίνεται από τον ανάδοχο με βάση , ενδεικτικά , τα ακόλουθα κριτήρια:

α) Τον ρυθμό ανάπτυξης των μεγεθών της εταιρίας και την τάση βελτίωσης της αποδοτικότητας των ιδίων και συνολικών κεφαλαίων της , κατά την τελευταία πριν την εισαγωγή τριετία (σε περίπτωση μεγαλύτερης διάρκειας της εταιρίας , πριν την εισαγωγή τριετία)

β) προβλεπόμενο ρυθμό αύξησης των οικονομικών αποτελεσμάτων , στην επόμενη μετά την εισαγωγή τριετία

γ) προβλεπόμενη τάση βελτίωσης των τεχνικοοικονομικών στοιχείων , στην επόμενη μετά την εισαγωγή τριετία

δ) σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης από την εφαρμογή του οποίου ενισχύεται η αποτελεσματικότητα της οργάνωσης της επιχείρησης και η στρατηγική καθοδήγησή της , ιδίως , με την πρόβλεψη συμμετοχής στο Διοικητικό Συμβούλιο μελών τα οποία έχουν επαρκή ανεξαρτησία από τους μετόχους που κατέχουν την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρίας

ε) Την κατάρτιση , τα προσόντα και το βαθμό εξειδίκευσης του ανθρώπινου δυναμικού

4. Ο χαρακτηρισμός μίας εταιρίας ως «καινοτόμου» γίνεται από τον ανάδοχο με βάση , ενδεικτικά , τα ακόλουθα επιπλέον κριτήρια :

α) Τη δραστηριοποίησή της στην ανάπτυξη νέων αγορών προϊόντων ή /και υπηρεσιών

β) Την εισαγωγή ή /και χρήση προηγμένων συστημάτων ή /και τεχνολογιών

γ) Την παραγωγή νέων προϊόντων ή /και την παροχή νέων υπηρεσιών . Νέο θεωρείται το προϊόν , μέθοδος ή υπηρεσία που υπερέχει ή διαφοροποιείται επαρκώς από τα καθιερωμένα κατά την εμφάνισή του πρότυπα της σχετικής αγοράς .

5. Το Χ.Α αξιολογεί τα κριτήρια που αναφέρονται στις προηγούμενες παραγράφους καθώς και κάθε άλλο που τυχόν χρησιμοποιείται από τον Ανάδοχο , μπορεί δε να λαμβάνει υπ ' όψιν οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνει πρόσφορο για τον χαρακτηρισμό της εταιρίας ως δυναμικής ή καινοτόμου .

2.1.4 Κερδοφορία

1. Κερδοφορία : Η εταιρία πρέπει να παρουσιάζει κέρδη για μία ελάχιστη χρονική διάρκεια πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής .

2. Η ελάχιστη απαιτούμενη κερδοφορία σύμφωνα με την παρ . 1 ορίζεται ανά Αγορά ως εξής :

α) Για την Κύρια Αγορά : η εταιρία πρέπει να παρουσιάζει είτε αα) συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις , τουλάχιστον δώδεκα εκατομμύρια ΕΥΡΩ και τουλάχιστον τρία εκατομμύρια ΕΥΡΩ για κάθε μία εξ αυτών , είτε ββ) συνολικά αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων , τόκων και αποσβέσεων για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις , τουλάχιστον δεκαέξι εκατομμύρια ΕΥΡΩ και τουλάχιστον τέσσερα εκατομμύρια ΕΥΡΩ για κάθε μία εξ αυτών ,

β) Για την Παράλληλη Αγορά : η εταιρία πρέπει να παρουσιάζει είτε αα) συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις , τουλάχιστον τέσσερα εκατομμύρια ΕΥΡΩ και τουλάχιστον ένα εκατομμύριο ΕΥΡΩ για κάθε μία εξ αυτών , είτε ββ) συνολικά αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων ,

τόκων και αποσβέσεων για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις , τουλάχιστον έξη εκατομμύρια ΕΥΡΩ και κέρδη τουλάχιστον ενάμιση εκατομμύριο ΕΥΡΩ για κάθε μία εξ αυτών ,

γ) Για την ΝΕΧΑ : η εταιρία πρέπει να πρέπει να παρουσιάζει μετά την αναμόρφωση κερδοφορία για κάθε μία από τις δύο χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής . Ως αναμορφωμένα νοούνται τα κέρδη μετά το συνυπολογισμό των τυχόν παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών στις αντίστοιχες οικονομικές καταστάσεις .

3. Εξαιρέσεις :

α) Το παρόν δεν εφαρμόζεται στις εταιρίες οι οποίες δυνάμει ειδικών διατάξεων υποχρεούνται να υποβάλουν αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος .

β) Η προϋπόθεση των παρ . 1 – 2 δεν ισχύει για τις εταιρίες με κεφαλαιοποίηση (εκτιμώμενη τιμή εισαγωγής επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή κατά το χρόνο λήψης απόφασης επί της αίτησης), τουλάχιστον ίση με το μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης των τριών εισηγμένων εταιριών με τη μικρότερη συμμετοχή -βάρους στον δείκτη FTSE ASE 20.

2.1.5 Διασπορά

1. Η εταιρία πρέπει να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της στο κοινό , το αργότερο κατά τον χρόνο λήψεως της απόφασης εισαγωγής στο ΧΑ .

2. Σε περιπτώσεις που οι μετοχές της εταιρίας έχουν ήδη εισαχθεί και διαπραγματεύονται σε χρηματιστήριο ενός ή περισσότερων μελών της Ε.Ε., ή τρίτων κρατών , για την εκπλήρωση του κριτηρίου της επαρκούς διασποράς των μετοχών της , όπως ορίζεται κατωτέρω , λαμβάνεται υπόψη και η υφιστάμενη διασπορά στο άλλο ή άλλα χρηματιστήρια .

3. Σε κάθε περίπτωση , η εταιρία θα πρέπει να αποκτήσει και μία ελάχιστη διασπορά εντός της ελληνικής επικράτειας , τόσο όσον αφορά ποσοστό του μετοχικού της κεφαλαίου , όσο και το πλήθος μετόχων .

4. Σε περιπτώσεις που οι μετοχές της εταιρίας πρόκειται να εισαχθούν παράλληλα στο ΧΑ και σε άλλο χρηματιστήριο , Μέλους Ε.Ε. ή τρίτου κράτους , για την εκπλήρωση του κριτηρίου της επαρκούς διασποράς στην ελληνική επικράτεια , συνυπολογίζεται και η διασπορά των μετοχών που θα επιτευχθεί στο άλλο χρηματιστήριο.

5. Διασπορά στις αγορές του ΧΑ : Για την επίτευξη επαρκούς διασποράς ισχύουν τα ακόλουθα ως προς τις επιμέρους αγορές αξιών του ΧΑ :

α) Κύρια Αγορά : Στην Κύρια Αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής , εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό κατά τα παραπάνω, απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο ΧΑ, σε δύο χιλιάδες (2000) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

β) Παράλληλη Αγορά: Στην Παράλληλη Αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό , σε ποσοστό τουλάχιστον τριάντα τοις εκατό (30%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας . Σε κάθε περίπτωση , για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών , των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑ , σε χίλια (1000) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο .

γ) NEXA : Στη NEXA η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό , σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας . Σε κάθε περίπτωση , για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών , των οποίων ζητείται η εισαγωγή στη NEXA , σε πεντακόσια (500) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο .

δ) Διασπορά στην ΕΑΓΑΚ : για την επάρκεια της διασποράς στην ΕΑΓΑΚ εφαρμόζεται η περίπτωση (β) της παρούσας παραγράφου καθώς και κάθε διάταξη περί διασποράς που αναφέρεται στην Παράλληλη Αγορά .

6. Εξαιρέσεις ως προς τα συνυπολογιζόμενα στη διασπορά πρόσωπα :

Για την αξιολόγηση της επάρκειας της διασποράς σε κάθε μία από τις αγορές του ΧΑ , δεν λαμβάνονται υπ ' όψιν τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν : α) Μέλη ΔΣ , β) οι διευθυντές και το προσωπικό της εταιρίας γ) συγγενείς μέχρι α ' βαθμού των υφιστάμενων βασικών μετόχων και του διευθυντικού προσωπικού της εταιρίας δ) προμηθευτές ή συνεργαζόμενα με την εταιρία πρόσωπα , ε) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές το

προηγούμενο της υποβολής της αίτησης ημερολογιακό έτος , εκτός αν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές , ή εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών .

7. Εξαιρέσεις ως προς τα ποσοτικά μεγέθη επάρκειας της διασποράς στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά : Η διασπορά δύναται να κριθεί από το αρμόδιο όργανο του ΧΑ επαρκής και όταν , λόγω του μεγέθους της εταιρίας , του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό , διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό , ως ακολούθως:

α) Για εταιρίες με κεφαλαιοποίηση (όπως ορίστηκε ανωτέρω) τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της πρώτης δεκάδας εταιριών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς δύναται να είναι τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών και 10.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ Α.

β) Για εταιρίες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της δεύτερης δεκάδας των εταιριών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς δύναται να είναι τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών και 5.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.

γ) Στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά επιτρέπεται κατ ' εξαίρεση η εισαγωγή μετοχών στο ΧΑ χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής κατά τα ανωτέρω διασπορά των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό κατά το χρόνο λήψεως της αποφάσεως για την εισαγωγή τους , εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του πέντε τοις εκατό (5%) και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή , χρησιμοποιηθεί η διαδικασία που περιγράφεται στα άρθρα 92 και 121.

2.1.6 Εφαρμογή αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης

Η εκδότρια εταιρία οφείλει να συμμορφώνεται προς τις διατάξεις για την εταιρική διακυβέρνηση σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία.

2.1.7 Δημιουργία ομίλου

Για την έγκριση εισαγωγής μετοχών , το Χ. Α. μπορεί, αν κρίνει ότι η δραστηριότητα εταιρίας που έχει υποβάλει αίτηση εισαγωγής μετοχών της δεν παρουσιάζει συνοχή και πληρότητα , με αποτέλεσμα να δημιουργείται κίνδυνος για το επενδυτικό κοινό , να ζητήσει την εξαγορά συνδεδεμένων κατά την έννοια του άρθρου 42 ε του κ.ν. 2190/1920 εταιρειών ή και εταιριών που έχουν την ίδια μετοχική σύνθεση , από την εκδότρια ή την απορρόφηση συγκεκριμένων εταιριών ή κλάδων των συνδεδεμένων κατά τα άνω με την εταιρία που υπέβαλε την αίτηση εταιριών ή

ακόμη πρόσθετες διασφαλίσεις που θεωρεί απαραίτητες για τη προστασία του συμφέροντος του επενδυτικού κοινού . Για την πραγματοποίηση των ενεργειών αυτών , το ΧΑ μπορεί να τάσσει εύλογη προθεσμία , μετά την άπρακτη πάροδο της οποίας θα απορρίπτεται η αίτηση εισαγωγής .

2.1.8 Ασφαλιστική κάλυψη

Η εταιρία που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής πρέπει να έχει επαρκή ασφαλιστική κάλυψη για τους κινδύνους που συνδέονται άμεσα με την δραστηριότητά της και η επέλευση των οποίων μπορεί να επηρεάσει ουσιωδώς την οικονομική της κατάσταση . Σε κάθε περίπτωση , πρέπει να διαθέτει επαρκή ασφαλιστική κάλυψη για την αξία των ενσώματων ακινητοποιήσεων και των αποθεμάτων της .

2.1.9 Αξιολόγηση καταλληλότητας εταιρίας

Προκειμένου να εγκρίνει την αίτηση εισαγωγής , το ΧΑ δύναται να ζητά και αξιολογεί πρόσθετα στοιχεία ως προς την καταλληλότητα των κινητών αξιών της υποψήφιας εταιρίας για εισαγωγή στη συγκεκριμένη αγορά , ιδίως ως προς την οικονομική κατάστασή της , την προσδοκώμενη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων , τον κλάδο δραστηριότητας και την πορεία του , τη διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων και την ποιότητα των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης . Η αξιολόγηση αυτή γίνεται με βάση τα δεδομένα που γνωστοποιούνται στο ΧΑ με το ερωτηματολόγιο καταλληλότητας και το έντυπο του εταιρικού προφίλ τα οποία υποβάλλονται σύμφωνα με σχετική απόφαση του Δ .Σ. του Χ Α, κατά την έναρξη της διαδικασίας εισαγωγής .

2.2 Εισαγωγή μετοχών στην Παράλληλη Αγορά

Η εισαγωγή μετοχών εταιρείας στην παράλληλη αγορά ρυθμίζεται από τις διατάξεις του άρθρου 32 του Νόμου 1806/1988 (ΦΕΚ Α' 207). Αναφέρεται στην συνέχεια το πλήρες κείμενο της απόφασης της Κεφαλαιαγοράς για την εισαγωγή των εταιρειών.

2.2.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Απόφαση υπ' αριθμ. 2/305/18.6.2004 του Διοικητικού Συμβουλίου)

Αφού έλαβε υπόψη:

1. Τις διατάξεις του άρθρου 32, παράγραφος 2 και παράγραφος 4 του Ν. 1806/1988 (ΦΕΚ Α/207/20.9.1988), όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 4, παράγραφος 3 του Ν. 3152/2003 (ΦΕΚ Α/152/19.6.2003).

2. Τις διατάξεις του άρθρου 29Α του Ν. 1558/1985 (ΦΕΚ Α/137/26.7.1985) «Κυβέρνηση και κυβερνητικά όργανα» όπως ισχύει.
3. Την υπ' αριθμ. 38/279/29.8.2003 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
4. Την ανάγκη επαναπροσδιορισμού ορισμένων εκ των προϋποθέσεων που απαιτούνται για την εισαγωγή εταιριών σε παράλληλη αγορά χρηματιστηρίου του άρθρου 32 του Νόμου 1806/1988.

ΑΠΟΦΑΣΙΖΕΙ ΟΜΟΦΩΝΑ

A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Προκειμένου μία ανώνυμη εταιρεία να εισαγάγει προς διαπραγμάτευση τις μετοχές της στην παράλληλη αγορά χρηματιστηρίου του άρθρου 32 του Νόμου 1806/1988 (στο εξής αναφερόμενη ως «Παράλληλη Αγορά») πρέπει να πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

1. Η νομική κατάσταση της εκδότριας εταιρείας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους Νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, όσον αφορά την ίδρυση και την καταστατική της λειτουργία.
2. Τα ίδια κεφάλαια της εκδότριας εταιρείας κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον σε τρία εκατομμύρια (3.000.000) Ευρώ.
3. Η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει, σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρεία, για δύο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
4. Οι οικονομικές καταστάσεις της εκδότριας εταιρείας πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή. Αν η εκδότρια εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές καθώς επίσης και οι καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή.
5. Με απόφασή της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει την εισαγωγή μετοχών εταιρείας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μία τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον των επενδυτών και της εκδότριας εταιρείας και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε αυτό να είναι σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εκδότρια

εταιρεία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά. Υπό τις προϋποθέσεις αυτές η ανωτέρω παρέκκλιση επιτρέπεται ιδίως στην περίπτωση που η αιτούσα εταιρεία έχει προκύψει από συγχώνευση, διάσπαση ή απόσχιση κλάδου και τουλάχιστον μία από τις εταιρείες που συγχωνεύθηκαν ή η εταιρεία που διασπάστηκε ή η εταιρεία από την οποία έγινε η απόσχιση κλάδου πληρούσε τις προϋποθέσεις των παραπάνω εδαφίων κατά τον χρόνο της συγχώνευσης, διάσπασης ή απόσχισης κλάδου.

6. Η εκδότρια εταιρία που υποβάλλει αίτηση προκειμένου να εισαγάγει για πρώτη φορά μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

7. Κατά το χρόνο χορήγησης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς άδειας για τη διενέργεια δημόσιας εγγραφής, η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις από την λήξη των οποίων έχει παρέλθει χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των δέκα μηνών. Εάν μετά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής των μετοχών της στην Παράλληλη Αγορά, παρέλθει χρονικό διάστημα δέκα μηνών από την τελευταία ανέλεγκτη χρήση χωρίς να έχει χορηγηθεί άδεια δημόσιας εγγραφής, η εκδότρια εταιρία υποχρεούται να υποβάλει νέα αίτηση για την εισαγωγή των μετοχών της στην Παράλληλη Αγορά και να καταθέσει επικαιροποιημένο ενημερωτικό δελτίο συνοδευόμενο από τα φύλλα φορολογικού ελέγχου. Εάν η εκδότρια εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου των προηγούμενων εδαφίων εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση. Αν η εταιρεία που, κατά τα προηγούμενα εδάφια, πρέπει να ελεγχθεί φορολογικά δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό όικο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της.

8. Η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών εταιρίας στην Παράλληλη Αγορά λαμβάνεται από το χρηματιστήριο.

9. Διάθεση μετοχών

9.1. Η εκδότρια εταιρία της οποίας οι μετοχές δεν έχουν εισαχθεί στην Παράλληλη Αγορά ή σε χρηματιστήριο άλλου κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης και υποβάλλει αίτηση για εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά, διαθέτει με δημόσια προσφορά στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της.

9.2. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει στην περίπτωση εισαγωγής Ελληνικών Πιστοποιητικών (ΕΛΠΙΣ) στην Ελληνική Αγορά Αναδυομένων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) κατά την οποία η εκδότρια των παριστώμενων μετοχών εταιρία δεν υποχρεούται να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

9.3. Μέρος των εκδιδομένων νέων ή των υφιστάμενων μετοχών μπορεί να μην διατίθεται με δημόσια προσφορά υπό τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- i) Οι μετοχές που δεν διατίθενται με δημόσια προσφορά δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν ποσοστό πέντε τοις εκατό (5%) των μετοχών που διατίθενται με δημόσια προσφορά.
- ii) Η τιμή διάθεσης των μετοχών που δεν διατίθενται με δημόσια προσφορά, εξαιρουμένων αυτών που διατίθενται στους εργαζομένους της εταιρείας, δεν επιτρέπεται να είναι κατώτερη της τιμής διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με δημόσια προσφορά.
- iii) Η ανάληψη ή η μεταβίβαση των μετοχών που δεν διατίθενται με δημόσια προσφορά, η καταβολή του ποσού της τυχόν αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας ή του τιμήματος των μεταβιβαζομένων μετοχών και η πιστοποίηση καταβολής σε περίπτωση αύξησης, πρέπει να έχουν ολοκληρωθεί το αργότερο κατά τη λήψη της απόφασης εισαγωγής των μετοχών από χρηματιστήριο.
- iv) Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο χρηματιστήριο κατάλογο των προσώπων που ανέλαβαν τις μετοχές που δεν διατέθηκαν με δημόσια προσφορά και κατέβαλαν την αξία τους. Ο κατάλογος αυτός πρέπει να περιλαμβάνει για όλους τους εγγραφέντες το ονοματεπώνυμο, τη διεύθυνση κατοικίας, τον αριθμό αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου, τον αριθμό των μετοχών που αποκτήθηκαν και την καταβληθείσα αξία τους.

9.4. Με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 4 του Ν. 876/1979 (ΦΕΚ 48Α'), η εκδότρια εταιρεία που εισάγει για πρώτη φορά μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά επιτρέπεται να διαθέσει με δημόσια προσφορά προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου μετοχές μόνον εάν είχε εκδώσει τέτοιες μετοχές δύο έτη πριν από την υποβολή της αίτησης εισαγωγής. Η αναλογία των κοινών μετοχών που διατίθενται σε δημόσια προσφορά προς τις προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου μετοχές που διατίθενται σε δημόσια προσφορά δεν επιτρέπεται να είναι σε βάρος των κοινών μετοχών ως προς την αναλογία τους προς τις προνομιούχες μετοχές της εταιρίας πριν από την ημερομηνία της δημόσιας προσφοράς.

9.5. Οι διατάξεις της παραγράφου 6 εφαρμόζονται και για τις μετοχές εταιρειών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο ενός ή περισσότερων κρατών μη μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι διατάξεις της παραγράφου 6 δεν εφαρμόζονται προκειμένου: α) περί εισαγωγής στην

Παράλληλη Αγορά μετοχών εταιρίας που οι μετοχές της είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο άλλων κρατών μελών, β) περί σύστασης εταιρείας δια συγχώνευσης εταιριών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο και γ) περί απορρόφησης εταιρίας της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες, από εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο.

10. Διασπορά των μετοχών.

Το χρηματιστήριο οφείλει να διασφαλίζει την επαρκή διασπορά των μετοχών που πρόκειται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στο ευρύ κοινό.

11. Η δημόσια προσφορά μετοχών με σκοπό την εισαγωγή τους στην Παράλληλη Αγορά πραγματοποιείται μόνο μέσω Τραπεζών ή επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2396/1996, οι οποίες εγγυώνται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση με δημόσια προσφορά κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας. Οι ανάδοχοι ευθύνονται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3α του Π.Δ. 350/1985 όπως ισχύει.

12. Η εκδότρια εταιρία πρέπει να δημοσιεύσει πριν την έναρξη της δημόσιας προσφοράς ενημερωτικό δελτίο, το περιεχόμενο του οποίου πρέπει να είναι σύμφωνο με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985, όπως ισχύει. Η τιμή διάθεσης των μετοχών καθορίζεται από τον ανάδοχο της έκδοσης και είτε αναγράφεται στο ενημερωτικό δελτίο είτε αναγγέλλεται κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 21 του Π.Δ. 348/1985, το αργότερο την προηγούμενη της έναρξης της δημόσιας προσφοράς και γνωστοποιείται στο χρηματιστήριο και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πριν την έναρξη της δημόσιας προσφοράς. Στις περιπτώσεις που εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών η τιμή διάθεσης καθορίζεται από τον ανάδοχο, σύμφωνα με τα οριζόμενα στην παράγραφο 2 και στην παράγραφο 3 του άρθρου 4 του Π.Δ. 348/1985.

13. Νομική Κατάσταση των Μετοχών

Η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους Νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.

10. Οι μετοχές της εκδότριας εταιρίας πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

10.1. Οι μετοχές της εκδότριας εταιρίας πρέπει να είναι πλήρως αποπληρωμένες.

10.2. Η αίτηση εισαγωγής πρέπει να αφορά όλες τις μετοχές της αυτής κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση της κατηγορίας των κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή άλλων κατηγοριών μετοχών στην Παράλληλη Αγορά.

10.3. Μετοχές σε προσωρινούς τίτλους δεν γίνονται δεκτές, εκτός αν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κρίνει ότι ο εκδότης τους παρέχει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών.

10.4 Στην περίπτωση εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά μετοχών εταιρείας με έδρα ένα Κράτος-Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η εμφάνιση των μετοχών αυτών πρέπει να είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν σε αυτό το Κράτος - μέλος. Αν αυτές διαφέρουν από τις ισχύουσες στην Ελλάδα διατάξεις, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς γνωστοποιεί αυτό στο κοινό. Σχετικά με την εμφάνιση των μετοχών εταιρείας με έδρα τρίτο κράτος εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, πρέπει η εταιρεία να δίνει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα. Το χρηματιστήριο θα απορρίπτει αίτηση εισαγωγής στο χρηματιστήριο μετοχών που έχουν εκδοθεί από εταιρία με έδρα σε τρίτο Κράτος, εφόσον κατά το έτος που προηγείται της αίτησης έχει απορριφθεί αίτηση εισαγωγής των παραπάνω μετοχών σε Χρηματιστήριο Αξιών της χώρας της έδρας της εταιρείας ή της χώρας κύριας κυκλοφορίας αυτών.

11. Η απόφαση για την μετάταξη των μετοχών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά χρηματιστηρίου λαμβάνεται από το χρηματιστήριο, ύστερα από αίτηση της εταιρείας και εφόσον η εταιρεία:

- i) Πληροί τις προϋποθέσεις και τους όρους εισαγωγής μετοχών στην Κύρια Αγορά.
- ii) Έχει παραμείνει στην Παράλληλη Αγορά τουλάχιστον δύο (2) έτη από την εισαγωγή της.
- iii) Έχει κάνει χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από προηγούμενες της αίτησης μετάταξης αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών σύμφωνα με τα αναφερόμενα στα σχετικά Ενημερωτικά Δελτία. Σε περίπτωση διαφοροποίησης της χρήσης των κεφαλαίων από τα αναφερόμενα στα Ενημερωτικά Δελτία, η εταιρεία πρέπει να έχει ενημερώσει το επενδυτικό κοινό για τις αποκλίσεις στη χρήση των κεφαλαίων ή στο χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των επενδύσεων της σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία.
- iv) Δεν έχει υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της νομοθεσίας της Κεφαλαιαγοράς.

Εφόσον η εταιρία δεν πληροί τουλάχιστον μία εκ των προϋποθέσεων (iii) και (iv), παραμένει στην Παράλληλη Αγορά χωρίς να υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας επιπλέον χρόνο, τον οποίο ορίζει κατά περίπτωση το χρηματιστήριο με την επί της αίτησης μετάταξης απόφασή του, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 2 του άρθρου 8 του Π.Δ. 350/1985 που εφαρμόζεται αναλογικά.

3 Κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές και οι μέτοχοι των εισαγόμενων εταιρειών.

3.1 Κίνδυνοι της εταιρείας

3.1.1 Διαχείριση Ανάπτυξης

Σημαντικοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις μετά τη Δημόσια Εγγραφή είναι οι εξής:

- Η ανεύρεση των αναγκαίων διοικητικών και λειτουργικών πόρων.
- Η δέσμευση της επιχείρησης να ολοκληρώσει τα επενδυτικά της σχέδια με βάση το ενημερωτικό δελτίο κατά την εισαγωγή της επιχείρησης στο ΧΑΑ.
- Η εκπαίδευση του νέου προσωπικού
- Η επέκταση των συστημάτων διοικητικού και οικονομικού ελέγχου της Εταιρείας ώστε να επηρεαστούν θετικά τα αποτελέσματα της επιχείρησης στο μέλλον.
- Η προσαρμογή των διαδικασιών, των μεθόδων λειτουργίας και του χρόνου εκτέλεσης των εργασιών του προσωπικού και γενικότερα της επιχείρησης εντός του νέου πλαισίου της χρηματιστηριακής αγοράς, τα οποία ενέχουν κινδύνους προσαρμοστικότητας και εύρυθμης λειτουργίας.

3.1.2 Κίνδυνοι σχετικοί με διεθνείς δραστηριότητες

Η Εταιρεία που δραστηριοποιείται σε αγορές του εξωτερικού και έχει ως στρατηγική την εδραίωση και την επέκταση της σε καινούργιες αποτελεί αντιμετωπίζει έναν αριθμό λειτουργικών κινδύνων όπως μεταβολές στο εκάστοτε κανονιστικό / νομικό περιβάλλον, στην τιμολογιακή πολιτική, στους συναλλαγματικούς περιορισμούς, καθώς και στην πολιτική, κοινωνική και οικονομική αστάθεια.

3.2 Επενδυτικοί Κίνδυνοι

3.2.1 Εξάρτηση της επιχείρησης από τα Στελέχη της

Η διοίκηση της εταιρίας εξαρτάται από μια ομάδα στελεχών υψηλής στάθμης, πολλά από τα οποία εργάζονται σε αυτήν συνήθως από την ίδρυσή της. Η ενδεχόμενη αποχώρηση μόνιμου προσωπικού θα μπορούσε να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ομαλή διεξαγωγή των εργασιών της εταιρίας τόσο σε επίπεδο λειτουργίας όσο και σε επίπεδο διοικητικής μέριμνας.

Επίσης, η διαχρονική εξέλιξη της εταιρίας βασίζεται σε συγκεκριμένους μετόχους και διευθυντικά στελέχη, γεγονός που εγκυμονεί κινδύνους στην περίπτωση που κάποιο από αυτά αναπτύξει δραστηριότητα ανταγωνιστική προς την Εταιρία.

Οι επιπλέον δεσμεύσεις που θα έχουν οι επιχειρήσεις από το προσωπικό της επιχείρησης θα είναι ιδιαίτερα επιβαρυντικές για την κάθε είδους επιχείρηση που εισάγεται στο ΧΑΑ.

3.2.2 Συναλλαγματικός κίνδυνος

Εφόσον υπάρχουν προμηθευτές του εξωτερικού σε ξένο νόμισμα το κόστος των αγορών που διενεργεί η Εταιρεία από χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από τη συναλλαγματική ισοτιμία του Ευρώ έναντι ξένων νομισμάτων.

3.2.3 Κίνδυνος κόστους υλών

Οι βιομηχανίες που αγοράζουν υλικά τα οποία αποτελούν χρηματιστηριακά είδη (Commodities) αντιμετωπίζουν έναν επιπλέον κίνδυνο λόγω της αυξομείωσης της αξίας των υλικών που αγοράζουν.

3.2.4 Σχέσεις με προμηθευτές

Ο κίνδυνος από τη σχέση με τους προμηθευτές εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το μέγεθος και την ικανότητα των επιχειρήσεων αυτών. Συνεπώς η διατήρηση της σχέσεως είναι ιδιαίτερα σημαντική για την ίδια την επιχείρηση.

Επιπλέον οι οίκοι του εξωτερικού συνεργάζονται με την Εταιρεία στα πλαίσια αλλοδαπού δικαίου. Το γεγονός αυτό αποτελεί πρόσθετο παράγοντα αβεβαιότητας υπό την έννοια ότι υπάρχει μικρότερη ευχέρεια στην παρακολούθηση πιθανών αλλαγών στο νομικό πλαίσιο άλλων χωρών που διέπει αυτές τις συμβάσεις.

Εξάλλου στα πλαίσια αυτά ο Νομικός Έλεγχος δεν εκφράζει άποψη επί της νομιμότητας και δέσμευσης των συμβάσεων ξένου δικαίου. Οπότε, η ύπαρξη συμβάσεων αντιπροσώπευσης στο εξωτερικό, δεν αποτελεί διασφάλιση της διατήρησης της συνεργασίας με επωφελείς για την εταιρεία όρους.

3.2.5 Σχέσεις με πελάτες

Οι πελάτες που αφορούν την επιχείρηση εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, δεσμεύοντάς την ως προς την τιμολογιακή και πιστωτική της πολιτική. Η ανάπτυξη μακρόχρονων σχέσεων με τους πελάτες μειώνει σε σημαντικό βαθμό τον κίνδυνο των πελατών.

3.3 Κίνδυνοι του Κλάδου

3.3.1 Ανταγωνισμός

Το επίπεδο του ανταγωνισμού εξαρτάται από το μέγεθος των μεγάλων εταιρειών του κλάδου και από το μέγεθος των λοιπών επιχειρήσεων του κλάδου. Σημαντικό επίσης είναι η ευκολία εισόδου στον κλάδο των νεοεισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ και το μέγεθος των επενδύσεων των επιχειρήσεων του κλάδου. Το μέγεθος των επενδύσεων των επιχειρήσεων του κλάδου επηρεάζει σημαντικά τις επενδύσεις και τα επενδυτικά σχέδια της εταιρείας που εισάγεται στο ΧΑΑ.

3.3.2 Ζήτηση προϊόντος

Η ζήτηση των προϊόντων που παράγει η επιχείρηση είναι σημαντικός κίνδυνος για τις πωλήσεις της επιχείρησης και γενικότερα για τη λειτουργία και διάρκεια της επιχείρησης. Υπάρχουν πολλές εταιρείες, οι οποίες παρότι εισήχθησαν στο ΧΑΑ και επένδυσαν αρκετά χρήματα στις δραστηριότητές τους, υπέστησαν ζημιές από την αλλαγή των προτιμήσεων των καταναλωτών και από την αύξηση του κόστους των υλών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

1	Δεδομένα.....	22
1.1	Εταιρείες εισαγωγής με δημόσια εγγραφή.....	22
1.1.1	Έτος 2001	22
1.1.2	Έτος 2002	23
1.1.3	Έτος 2003	24
1.1.4	Συνολικά στοιχεία ετών 2001 έως 2003	25
1.1.5	Σχέση Υπερέκλυσης και Απόδοσης εισαγωγών έτους 2001.....	26
1.1.6	Σχέση Υπερέκλυσης και Απόδοσης εισαγωγών έτους 2002.....	27
1.1.7	Σχέση Υπερέκλυσης και Απόδοσης εισαγωγών έτους 2003.....	28
1.1.8	Σχέση Υπερέκλυσης και Απόδοσης εισαγωγών ετών 2001 – 2003	29

1 Δεδομένα

Το δείγμα της παρούσας εργασίας αφορά τις Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) εταιρειών τα έτη 2001, 2002 και 2003. Ως δεδομένα για την ανάλυσή μας θα χρησιμοποιηθούν οι Λογιστικές Καταστάσεις των εταιρειών, καθώς και επιστημονικές εργασίες, άρθρα και δημοσιεύσεις διακεκριμένων καθηγητών και στελεχών.

Εξαιρέθηκαν από την παρούσα εργασία οι νέες εισαγωγές με Δημόσια Εγγραφή του έτους 2000 λόγω της επίδρασης που ασκήθηκε στο Χρηματιστήριο από την άνοδο των τιμών των μετοχών του έτους 1999 και ο λόγος είναι ότι δεν θα μπορούσαμε να εξάγουμε αντικειμενικά συμπεράσματα.

1.1 Εταιρείες εισαγωγής με δημόσια εγγραφή

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται οι εταιρείες που εισήχθησαν στην Κύρια και Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α κατά την περίοδο 2001 έως 2003.

1.1.1 Έτος 2001

ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ 2001

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΑΓΟΡΑ	Τιμή Εισαγωγής (ευρώ)	Απόδοση κατά τις 3 πρώτες συνεδριάσεις	Φορές Υπερκάλυψης	Αντλούμενα Κεφάλαια (Ευρώ)	Σύνολο Έκδοσης Νέων Μετοχών	Σύνολο μετοχών μετά τη Δημόσια εγγραφή	Έναρξη Διαπραγμάτευσης
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2001								
ΠΕΤΡΟΛΑ	ΚΥΡΙΑ	6,16	2,27%	1,50	132.658.680	21.535.500	82.035.500	15-Μαρ-01
ΜΑΡΤΙΟΣ-ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2001								
FITCO	ΠΑΡ	2,94	282,31%	9,10	2.205.000	750.000	5.750.000	24-Απρ-01
ΒΑΡΑΑΣ	ΠΑΡ	5,70	35,09%	1,80	4.672.860	819.800	5.940.000	23-Απρ-01
ΟΠΑΠ	ΚΥΡΙΑ	5,50	14,91%	0,55	94.203.962	30.305.000	319.000.000	25-Απρ-01
UNIBRAIN	ΝΕΧΑ	6,50	300,00%	7,70	5.200.000	800.000	3.800.000	30-Απρ-01
ΝΕΣΤΟΣ	ΚΥΡΙΑ	3,52	184,00%	11,50	6.670.400	1.895.000	7.575.000	31-Μαϊ-01
ΜΑΙΟΣ-ΙΟΥΝΙΟΣ 2001								
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΟΒΟΣ	ΚΥΡΙΑ	9,62	5,41%	1,80	70.501.200	3.930.000	33.930.000	30-Μαϊ-01
MLS LASERLOCK AE	ΠΑΡ	15,82	59,28%	25,00	5.188.960	328.100	2.395.300	13-Ιουν-01
MEDICON	ΠΑΡ	8,80	28,41%	9,40	5.318.720	604.400	3.453.600	11-Ιουλ-01
BETANET	ΠΑΡ	3,86	7,77%	6,00	8.723.600	2.260.000	9.677.025	12-Ιουλ-01
ΙΟΥΛΙΟΣ-ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2001								
MOTOR OIL	ΚΥΡΙΑ	10,30	-11,47%	0,325	184.116.414	5.275.380	110.782.980	6-Αυγ-01
ΟΛΘ	ΚΥΡΙΑ	6,74	17,80%	1,00	16.176.000	2.400.000	10.080.000	27-Αυγ-01
ΕΥΑΘ	ΚΥΡΙΑ	3,94	8,12%	2,50	16.154.000	1.500.000	16.500.000	21-Σεπ-01
ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΕΕΧ	ΚΥΡΙΑ	2,62	-20,60%	3,50	1.480.300	565.000	7.650.000	5-Οκτ-01
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2001								
DOMUS ΑΕΕΧ	ΠΑΡ	2,96	60,81%	2,50	2.368.000	800.000	3.800.000	4-Δεκ-01
INTRACOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	ΚΥΡΙΑ	3,30	77,58%	12,00	23.100.000	7.000.000	28.000.000	30-Νοε-01
RAINBOW COMPUTERS	ΠΑΡ	6,00	291,33%	38,00	2.250.000	375.000	1.875.000	18-Δεκ-01
ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΑ	ΚΥΡΙΑ	2,90	8,11%	2,50	2.960.000	1.000.000	11.000.000	19-Δεκ-01
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2001								
ΔΕΗ	ΚΥΡΙΑ	12,70	-8,66%	1,80	463.683.052	37.320.000	463.683.052	12-Δεκ-01
ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	ΝΕΧΑ	4,20	195,20%	68,20	2.646.000	630.000	2.646.000	07-Ιαν-02

ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡ	5,28	39,40%	48,90	8.606.400	1.630.000	8.130.000	09-Ιαν-02
ARROW INVEST	ΚΥΡΙΑ	2,55	-12,90%	2,20	4.080.000	1.600.000	4.080.000	11-Ιαν-02
NEXUS	ΚΥΡΙΑ	2,01	33,30%	5,00	1.507.500	750.000	1.507.500	23-Ιαν-02
ΜΥΛΟΙ ΚΕΦΕΝΟΥ	ΠΑΡ	3,30	120,60%	31,88	4.422.000	1.340.000	6.700.000	08-Ιαν-02
ΣΥΝΟΛΑ			1718,07%		1.068.893.048	125.413.180	1.149.990.957	

Από τον παραπάνω πίνακα εξάγονται τα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Εισήχθησαν 24 συνολικά εταιρείες το έτος 2001 με δημόσια εγγραφή των μετοχών τους.
- Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν το έτος 2001 ανήλθαν στα 1.068.893.048€ το οποίο αποτελεί δεύτερο υψηλότερο ποσό των εισαγωγών των ετών 2001 έως 2003.
- Το συνολικό ποσοστό απόδοσης των δημοσίων εγγραφών ανήλθε στο 1.718%, το οποίο αποτελεί και το υψηλότερο ποσό των τριών ετών που ερευνώνται. Ωστόσο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι το ποσοστό αυτό απόδοσης θα μπορούσε να επιτευχθεί εφόσον ένας επενδυτής θα συμμετείχε σε όλες της Δημόσιες εγγραφές πουλώντας τα τεμάχια των μετοχών του στη δεδομένη απόδοση του διαστήματος των τριών ημερών της εισαγωγής.

1.1.2 Έτος 2002

ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ 2002								
ΕΤΑΙΡΙΑ	ΑΓΟΡΑ	Τιμή Εισαγωγής (ευρώ)	Απόδοση κατά τις 3 πρώτες συνεδριάσεις	Φορές Υπερκάλυψης	Αντλούμενα Κεφάλαια (Ευρώ)	Σύνολο Εκδόσης Νέων Μετοχών	Σύνολο μετοχών	Έναρξη Διαπρα- γμάτευσης
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2002								
ΔΙΑΣ	ΠΑΡ	5,20	167,31%	50	3.541.200	681.000	3.243.500	18-Φεβ-02
ALSINCO	ΠΑΡ	2,53	160,87%	45	2.605.900	1.025.000	5.025.000	14-Μαρ-02
ΓΑΛΑΞΙΑΙ ΘΑΛΑΣΣ. ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	ΠΑΡ	3,72	80,11%	53	3.920.843	1.003.800	4.692.120	20-Μαρ-02
ΜΑΡΤΙΟΣ- ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2002								
COMPUCON	NEXA	9,6	59,38%	85	6.144.000	640.000	3.060.000	2-Απρ-02
Π&Κ ΕΠΕΝΔ. ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ Α.Ε.	ΚΥΡΙΑ	1,2	-18,33%	2	1.800.000	1.500.000	25.000.000	19-Απρ-02
ΥΓΕΙΑ	ΚΥΡΙΑ	4,82	-16,18%	2	18.785.767	3.897.462	42.800.000	07/06/2002
ΙΟΥΝΙΟΣ - ΙΟΥΛΙΟΣ 2002								
ΖΗΝΩΝ	ΠΑΡ	5,9	4,41%	14	5.740.523	972.970	4.636.026	19-Ιουλ-02
ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Ε	ΠΑΡ	3,1	7,74%	16	3.875.000	1.250.000	6.250.000	18-Ιουλ-02
ΛΙΒΑΝΗ	ΠΑΡ	4,84	-79,25%	4	7.163.684	1.480.100	7.048.100	26-Ιουλ-02
ΝΤΕΣΠΕΚ	ΠΑΡ	4,8	22,08%	10	3.189.600	664.500	3.164.500	2-Αυγ-02
ΟΠΑΠ	ΚΥΡΙΑ	8,44	18,01%	5	508.700.000	60.300.000	N/A	3-Αυγ-02
ALTIUS Επενδυτική	ΚΥΡΙΑ	2,02	-16,82%	2	1.454.000	720.000	4.800.000	16-Αυγ-02
ΗΙΤΕCH	NEXA	5,98	65,22%	8	3.429.052	572.840	2.727.840	4-Σεπ-02
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ - ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2002								
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ	NEXA	4,2	22,88%	15	7.980.000	1.900.000	9.500.000	24-Σεπ-02
ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	ΠΑΡ	5,5	33,82%	3	7.507.665	1.365.030	6.825.030	10-Οκτ-02
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2002								
EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	ΚΥΡΙΑ	2,05	-25,85%	1	1.569.480	765.600	9.570.000	11-Δεκ-02
NEW MILLENNIUM INV.	ΚΥΡΙΑ	1,6	-40,62%	1	1.453.600	908.500	18.310.000	18-Δεκ-02
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2002								
ΔΕΗ	ΚΥΡΙΑ	12,4	7,58%	6	357.600.000	30.600.000	N/A	2-Ιαν-03
FASHION BOX ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡ	4,7	26,81%	24	3.078.500	655.000	3.125.000	3-Ιαν-03
NEWS PHONE	ΠΑΡ	6,2	-33,23%	4	9.064.000	1.462.000	6.962.000	27-Ιαν-03

ΣΥΝΟΛΑ	445,94%		958.602.814	112.363.802	166.739.116
--------	---------	--	-------------	-------------	-------------

Με βάση τα στοιχεία του πίνακα:

- Εισήχθησαν 18 εταιρείες με δημόσια εγγραφή και δύο επανεισήγαγαν τις μετοχές τους
- Το σύνολο των αντληθέντων μετοχών του έτους 2002 ανήλθε σε 958.602.814€
- Η συνολική απόδοση περιορίστηκε σε σχέση με το προηγούμενο έτος στο ποσοστό του 445,94%.

1.1.3 Έτος 2003

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΑΓΟΡΑ	Τιμή Εισαγωγής (ευρώ)	Απόδοση κατά τις 3 πρώτες συνεδριάσεις	Φορές Υπερκάλυψης	Αντλούμενα Κεφάλαια (Ευρώ)	Σύνολο Έκδοσης Νέων Μετοχών	Σύνολο μετοχών	Έναρξη Λαπρα- γμάτευσης
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΜΑΡΤΙΟΣ 2003								
ΟΡΤΙΜΑ	ΠΑΡ	2,28	57,89%	3,00	1.482.000	650.000	3.225.000	27-Φεβ-03
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	ΠΑΡ	1,05	-40,00%	5,40	1.387.575	1.321.500	6.606.500	13-Μαρ-03
Logismos-Μηχανολογιστική	ΠΑΡ	1,82	-45,60%	1,20	1.802.177	990.207	4.740.000	14-Μαρ-03
ΑΠΡΙΛΙΟΣ-ΙΟΥΝΙΟΣ 2003								
ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	ΠΑΡ	5,5	12,73%	1,20	10.175.000	415.000	1.765.000	20-Μαϊ-03
ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	NEXA	6,7	37,31%	3,18	3.762.184	561.520	2.673.920	30-Μαϊ-03
ΕΜΦΑΣΙΣ	ΠΑΡ	5,16	22,09%	3,00	6.897.888	1.336.800	6.897.888	07-Ιουλ-03
ΙΡΙΡΟΤΙΚΙ SOFTWARE	ΠΑΡ	5,82	23,02%	2,85	8.502.729	1.392.200	8.502.729	10-Ιουλ-03
ΙΟΥΛΙΟΣ-ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2003								
ΟΠΑΠ	ΚΥΡΙΑ	9,44	15,47%	8,00	723.000.000	723.000.000	723.000.000	17-Ιουλ-03
INTERFISH	ΠΑΡ	4,7	55,32%	8,00	3.525.000	715.000	3.525.000	30-Ιουλ-03
ΑΣΤΡΑ	ΠΑΡ	1,54	-18,83%	-18,83	1.540.000	1.000.000	1.540.000	31-Ιουλ-03
ΚΡΙ- ΚΡΙ	ΠΑΡ	6,3	46,98%	17,00	5.938.254	897.700	5.938.254	06-Αυγ-03
ΟΑΠ	ΚΥΡΙΑ	8,8	39,54%	16,50	56.100.000	6.375.000	56.100.000	08-Αυγ-03
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ- ΟΚΤ. 2003								
MARAK	ΠΑΡ	1,82	40,11%	16,00	3.123.320	1.634.510	3.123.320	14-Οκτ-03
PROFILE	NEXA	3,2	25,63%	22,00	5.018.368	1.568.240	7.835.000	29-Οκτ-03
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ- ΔΕΚ. 2003								
ΔΕΗ	ΚΥΡΙΑ	15,75	6,51%	6,00	636.000.000	36.500.000	N/A	31-Οκτ-03
REVOIL A.E.E.Π	ΠΑΡ	6,7	14,03%	8,40	9.179.000	1.314.500	5.570.000	07-Ιαν-04
ΣΥΝΟΛΑ			292,20%		1.477.433.495	779.672.177	841.042.611	

Με βάση τον παραπάνω πίνακα:

- Εισήχθησαν 16 εταιρείες με δημόσια εγγραφή και δύο επανεισήγαγαν τις μετοχές τους
- Το σύνολο των αντληθέντων μετοχών του έτους 2003 ήταν το υψηλότερο και ανήλθε στο ποσό των 1.477.433.495€
- Η συνολική απόδοση περιορίστηκε ακόμα περισσότερο σε σχέση με τα προηγούμενα έτη στο ποσοστό του 292,20%.

1.1.4 Συνολικά στοιχεία ετών 2001 έως 2003

Συνοπτικά, τα στοιχεία των δημοσίων εγγραφών για τα έτη 2001 έως 2003 έχουν ως εξής:

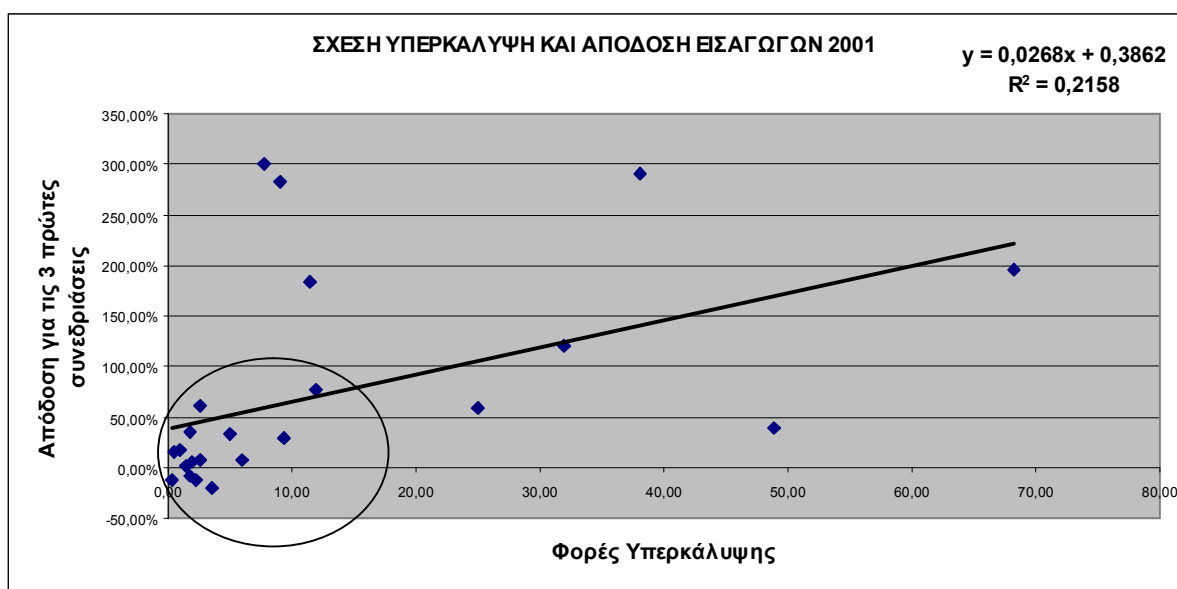
Έτος	Αριθμός Εταιρειών	Μέση Τιμή Εισαγωγής	Μέση Τιμή Φορών Υπερκάλυψης	Μέση απόδοση	Διάμεσος αποδόσεων	Αντλούμενα Κεφάλαια
2001	24	6,08	12,28	71,59%	30,86%	1.068.893.048
2002	18	4,94	17,30	23,35%	14,91%	958.602.814
2003	16	5,41	6,43	19,05%	23,02%	1.477.433.495
	58	5,48	12,00	38,00%	22,93%	3.504.929.357

- Η μέση τιμή εισαγωγής διαμορφώνεται στα 5,48€ σε δείγμα 58 δημοσίων εγγραφών. Οι συνολικές αποδόσεις φθάνουν στο ποσό των 2.455% και τα συνολικά αντλούμενα κεφάλαια στο ποσό των 3.504.929.357€.
- Παρατηρείται μείωση του αριθμού των δημοσίων εγγραφών από το έτος 2001 έως το 2003 και επιπλέον μείωση της απόδοσης - των αρχικών τριών ημερών – από το έτος 2001 έως το 2003.
- Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν την παραπάνω περίοδο παρουσιάζουν μέγιστο το έτος 2003 το οποίο είναι σημάδι του γενικού κλίματος ρευστότητας. Ωστόσο το έτος 2003 οι δημόσιες εγγραφές ανήλθαν μόλις σε δεκαέξι (16), το οποίο σημαίνει συσσώρευση πλούτου σε λίγες εταιρείες.
- Η μέση τιμή των φορών υπερκάλυψης ανήλθε στο επίπεδο των 12 φορών, με χαμηλότερη την μέση τιμή του έτους 2003 που είναι 6,43 και υψηλότερη αυτή του 2002 με 17,30 φορές υπερκάλυψη των δημοσίων εγγραφών.
- Η μέση απόδοση έφτασε στο 38% και η διάμεσος των αποδόσεων στο ποσοστό 22,93%. Ποσοστά ικανοποιητικά σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό κλίμα της οικονομίας για την συγκεκριμένη περίοδο που ερευνούμε.

1.1.5 Σχέση Υπερκάλυψης και Απόδοσης εισαγωγών έτους 2001

Από το παρακάτω διάγραμμα της απόδοσης και των φορών υπερέκλυσης εξάγουμε τα εξής συμπεράσματα:

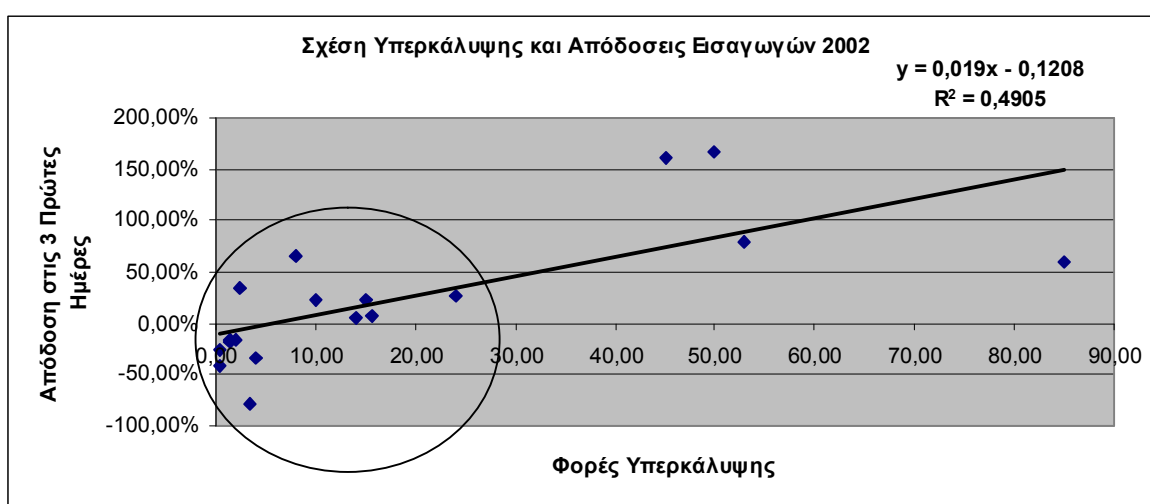
- Υπάρχει θετική συσχέτιση της απόδοσης και της κάλυψης της εισαγωγής.
- Κάθε φορά που καλύπτεται η δημόσια εγγραφή, η μεταβολή στην απόδοση είναι της τάξεως του 2,68% και η απόδοση επηρεάζεται από τις φορές υπερέκλυσης σε ποσοστό 21,58%.
- Επίσης, παρατηρούμε μία συγκέντρωση των τιμών των αποδόσεων και των τιμών υπερέκλυσης στα επίπεδα του 50% ποσοστού απόδοσης και μέχρι 10 φορές υπερέκλυση.



1.1.6 Σχέση Υπερκάλυψης και Απόδοσης εισαγωγών έτους 2002

Αντίστοιχα για το διάγραμμα της απόδοσης και των φορών υπερκάλυψης του έτους 2002 εξάγουμε τα εξής συμπεράσματα:

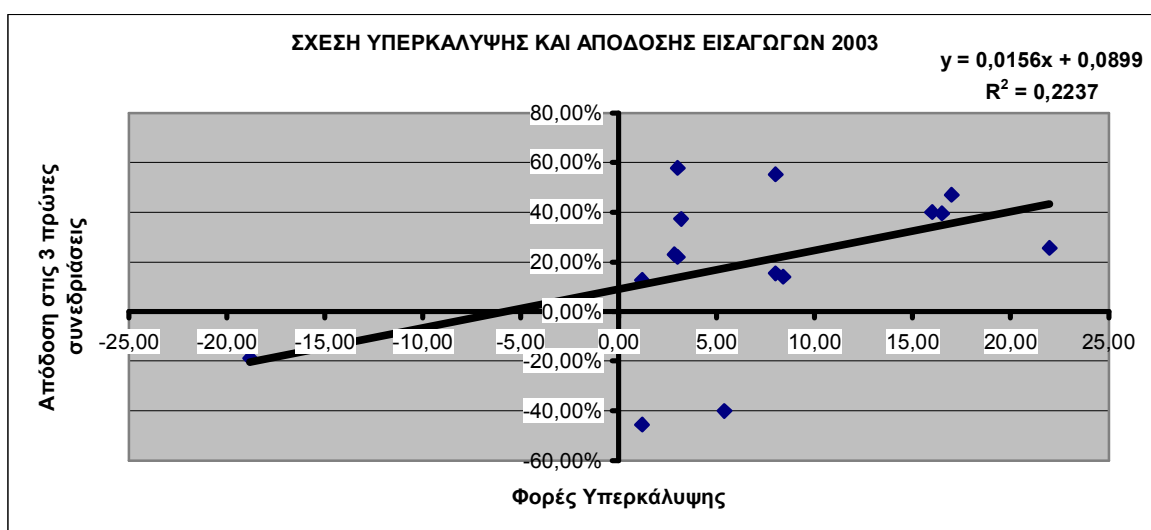
- Υπάρχει θετική συσχέτιση της απόδοσης και της κάλυψης της εισαγωγής.
- Για μεταβολή της δημόσιας εγγραφής κατά μία μονάδα η μεταβολή στην απόδοση είναι της τάξεως του 1,9% και η απόδοση επηρεάζεται από τον παράγοντα κάλυψης σε ποσοστό 49,05%.
- Επίσης, παρατηρούμε ότι υπάρχει μία συγκέντρωση των τιμών των αποδόσεων και των τιμών υπερκάλυψης στα επίπεδα του 50% ποσοστού απόδοσης και μέχρι 25 φορές υπερκάλυψη.



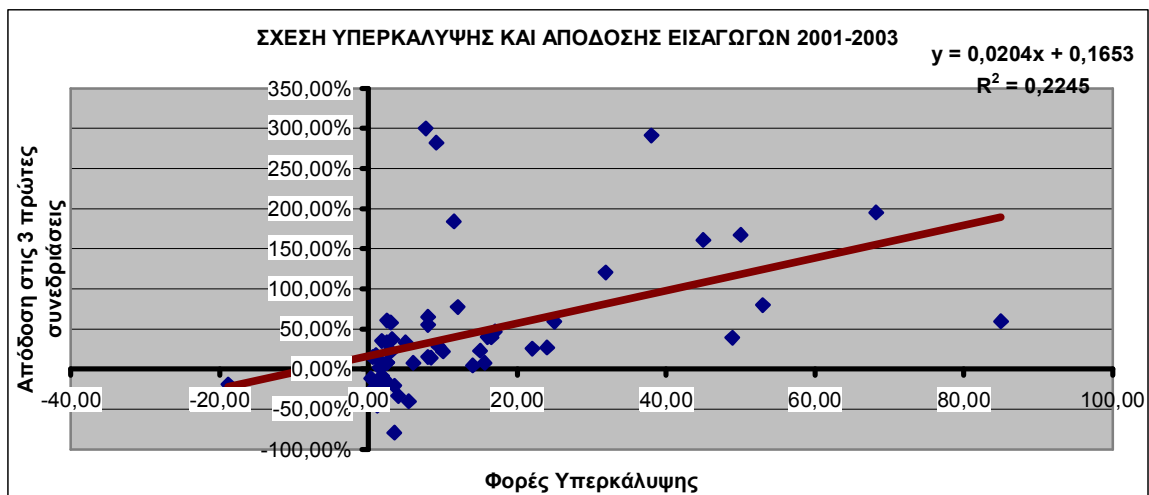
1.1.7 Σχέση Υπερκάλυψης και Απόδοσης εισαγωγών έτους 2003

Το διάγραμμα της απόδοσης και των φορών υπερέκλυσης του έτους 2003 δίνει τα εξής συμπεράσματα:

- Υπάρχει θετική συσχέτιση της απόδοσης και της κάλυψης της εισαγωγής.
- Η μεταβολή της δημόσιας εγγραφής κατά μία μονάδα, μεταβάλλει την απόδοση κατά 1,56% και η απόδοση επηρεάζεται από τον παράγοντα της υπερέκλυσης σε ποσοστό 22,37%.
- Παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει συγκέντρωση των τιμών των αποδόσεων και των φορών υπερέκλυσης.



1.1.8 Σχέση Υπερκάλυψης και Απόδοσης εισαγωγών ετών 2001 – 2003



Η παλινδρόμηση των δύο παραγόντων - για την περίοδο 2001 έως 2003 που εξετάζονται - οδηγεί σε συμπεράσματα που αναφέρθηκαν για την κάθε περίοδο ξεχωριστά. Αυτό που πρέπει να προσθέσουμε είναι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης στο στάδιο εισαγωγής το οποίο εξετάζεται στην επόμενη ενότητα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	Αρχικές αποδόσεις των Δημοσίων Εγγραφών	31
1.1	Θεωρίες Επεξήγησης Φαινομένου Υποτιμολόγησης	31
1.2	Φαινόμενο Υποτιμολόγησης στο επιλεγμένο δείγμα	33
1.3	Εξέταση σχέσης τιμής και αποδόσεων	35
1.4	Εξέταση σχέσης τιμής και αριθμού μετοχών	36
1.5	Ευκαιρίες για τους επενδυτές από το Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης.....	36

1 Αρχικές αποδόσεις των Δημοσίων Εγγραφών

1.1 Θεωρίες Επεξήγησης Φαινομένου Υποτιμολόγησης

Σαν υποτιμολόγηση (under pricing) ορίζουμε τη θετική απόδοση της τιμής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο, δηλαδή όταν η τιμή των νέων μετοχών (αμέσως μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους) διατηρείται σε επίπεδα υψηλότερα της τιμής διάθεσης (ή τιμής εισαγωγής).

Αυτό σημαίνει ότι, οι νέες εταιρίες εισάγουν τις μετοχές τους καθορίζοντας μέσω των αναδόχων τους μία τιμή διάθεσης χαμηλότερη της πραγματικής τους αξίας - έτσι όπως τουλάχιστον προκύπτει από την αντίληψη της χρηματιστηριακή αγοράς - μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης των αντίστοιχων μετοχών.

Το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των τιμών των νεοεισαγόμενων στο χρηματιστήριο εταιρειών έχει παρατηρηθεί τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό σε διεθνείς αγορές. Επιπλέον το φαινόμενο της υποτιμολόγησης – όπως έχει παρατηρηθεί - συνεχίζει να υφίσταται και τους πρώτους μήνες μετά το στάδιο της εισαγωγής.

Οι βασικοί λόγοι του φαινομένου της υποτιμολόγησης αναφέρονται εν συντομία είναι:

- Η ελκυστικότητα της τιμής της μετοχής. Που σημαίνει ότι όταν εισάγεται μία εταιρεία σε χαμηλή τιμή τότε είναι ιδιαίτερα ελκυστική στο κοινό.
- Η περίοδος της εισαγωγής. Συνήθως οι εταιρείες επιλέγουν ως χρόνο εισαγωγής την στιγμή που η επιχείρηση βρίσκεται σε υψηλό επίπεδο ανάπτυξης με αποτέλεσμα καθώς οι προοπτικές της αποκορυφώνονται, να ενισχύεται ακόμη περισσότερο η μετοχή της στην αμέσως μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης περίοδο.
- Η δυσκολία της εταιρείας αναδόχου να προσεγγίσει την τιμή και τα τεμάχια τα οποία είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να πληρώσουν και να αποκτήσουν. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο σχεδόν όλες οι νέες εισαγωγές – εκτός από ελάχιστες εξαιρέσεις – εισήχθησαν με ανώτερη τιμή σε σχέση με το διάστημα τιμών που είχε καθορίσει αρχικά η εταιρεία ανάδοχος. Π.χ για την εταιρεία ΝΤΕΣΠΕΚ το διάστημα των τιμών κυμαινόταν μεταξύ 4,38€ και 4,80€, η τελική τιμή διάθεσης ορίστηκε στα 4,80€.

- Επίσης οι εταιρείες ανάδοχοι προκειμένου να αποφύγουν την μη διάθεση των μετοχών της δημόσιας εγγραφής, επιλέγουν χαμηλές τιμές για να προσελκύσουν τους επενδυτές ούτως ώστε να καλύψουν την δημόσια εγγραφή διαθέτοντας όλα τα τεμάχια των μετοχών.

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες για την επεξήγηση του φαινομένου της υποτιμολόγησης, οι οποίες παρουσιάζονται συνοπτικά στις επόμενες παραγράφους.

Σύμφωνα με τον Rock (1986), υπάρχουν δύο κατηγορίες επενδυτών: οι πληροφορημένοι επενδυτές που θα αγοράσουν μόνο υποτιμολογημένες μετοχές και οι απληροφόρητοι που δεν μπορούν να διακρίνουν τις υπερτιμολογημένες από τις υποτιμολογημένες μετοχές. Οι τελευταίοι συνήθως λαμβάνουν μικρή ποσότητα υποτιμολογημένων μετοχών, με συνέπεια να αποσύρονται από την αγορά νέων μετοχών, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε μη πλήρη κάλυψη μιας δημόσιας εγγραφής. Συνεπώς, ο Rock υποστήριξε ότι μια μετοχή θα πρέπει να είναι υποτιμολογημένη τόσο όσο να είναι δυνατή η συμμετοχή των απληροφόρητων επενδυτών στη δημόσια εγγραφή, ώστε να απολαμβάνουν μια απόδοση τουλάχιστον ίση με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Σύμφωνα με τους Benveniste και Spindt (1989), ο Ανάδοχος μπορεί να αξιοποιήσει την τιμή και τη δυνατότητα κατανομής των τίτλων της έκδοσης σε επενδυτές που έχουν υποβάλλει εντολές αγοράς, προκειμένου να «ανταμείψει» τους επενδυτές που παρείχαν πληροφορίες ως προς τη διαμόρφωση της ζήτησης. Συγκεκριμένα, όσο πιο ευνοϊκές είναι οι πληροφορίες, τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτιμολόγηση.

Σύμφωνα με τους Mauer και Senbet (1992), η υποτιμολόγηση οφείλεται σε αναποτελεσματικότητα της αγοράς, λόγω ύπαρξης τμηματοποιημένων αγορών (segmented markets), όπου υπάρχει ελλιπής πρόσβαση και βάθος, καθώς και υψηλό επίπεδο κινδύνου για τους επενδυτές.

Επίσης, άλλες θεωρίες που αιτιολογούν την υποτιμολόγηση κατά τη δημόσια εγγραφή τίτλων αναφέρουν ότι:

- Οι Ανάδοχοι αποστρέφονται τον κίνδυνο (Mandelker & Raviv – 1977) και για να προστατέψουν τη φήμη τους, υποτιμολογούν τους νέους τίτλους (Beatty & Ritter – 1986).
- Οι Ανάδοχοι είναι ιδιαίτερα καλά πληροφορημένοι σχετικά με τη ζήτηση κάθε έκδοσης με συνέπεια να υποτιμολογούν τις μετοχές (Baron – 1982).

- Οι Ανάδοχοι υποτιμολογούν τις νέες εκδόσεις τίτλων, ώστε να τους προτιμήσουν οι επενδυτές σε μελλοντικές εκδόσεις που πρόκειται να καλύψουν (Ibbotson -1975).
- Η εκδότρια εταιρία, οι ανάδοχοι και οι επενδυτές έχουν διαφορετική ποιοτική και ποσοτική πληροφόρηση για την πραγματική αξία μιας δημόσιας εγγραφής, γεγονός που αποτελεί κίνητρο για υποτιμολόγηση (Allen & Faulhaber – 1989). Δηλαδή, η εκδότρια εταιρία και οι ανάδοχοι έχουν πολύ καλύτερη πληροφόρηση για τις μελλοντικές ταμειακές ροές από ότι οι επενδυτές (Welch- 1989).
- Η υποτιμολόγηση δίνει χρήσιμες πληροφορίες για την εταιρία που μπορούν να αξιοποιηθούν σε μελλοντικές προσπάθειες άντλησης κεφαλαίων (Spriess & Pettway – 1997).
- Η υποτιμολόγηση θεωρείται αίτημα των επενδυτών διότι μετά τη δημόσια εγγραφή οι βασικοί μέτοχοι της εκδότριας εταιρίας έχουν συνήθως σημαντικά προσωπικά κέρδη (Ritter - 1984).
- Όταν η τιμή διάθεσης διαμορφώνεται πολλές ημέρες πριν από το κλείσιμο των προσφορών από τους επενδυτές, μπορεί πληροφορίες σχετικά με τη συνολική ζήτηση να διαρρεύσουν, πριν την ολοκλήρωση της διαδικασίας των εγγραφών. Συνεπώς, οι επενδυτές μπορεί να ξέρουν εκ των προτέρων ότι η τιμή διάθεσης είναι χαμηλή, προκαλώντας υπερκάλυψη της έκδοσης (Chowdhry & Sherman – 1996).
- Οι εκδότριες εταιρίες επιδιώκουν τη μεγαλύτερη δυνατή διασπορά των μετοχών τους, επιδιώκοντας να εξασφαλίσουν τη μεγαλύτερη δυνατή ρευστότητα και εμπορευσιμότητα μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Συνεπώς, οι μετοχές θα πρέπει να είναι υποτιμολογημένες για να δελεαστούν όσο το δυνατόν περισσότεροι επενδυτές (Booth & Chua – 1996).
- Οι Ανάδοχοι πραγματοποιούν το μεγαλύτερο μέρος της συναλλακτικής δραστηριότητας για ένα χρονικό διάστημα 3 μηνών μετά την έκδοση, ώστε να σταθεροποιηθεί η τιμή. Συνεπώς, τα κέρδη από τις αγοραπωλησίες είναι μεγαλύτερα, όσο μεγαλύτερη είναι η υποτιμολόγηση στη δημόσια εγγραφή (Ellis, Michaely & ο Hara – 2000).

1.2 Φαινόμενο Υποτιμολόγησης στο επιλεγμένο δείγμα

Στην προηγούμενη ενότητα εξετάσαμε την σχέση των αρχικών αποδόσεων και των φορών υπερκάλυψης κατά το στάδιο της εισαγωγής των εταιρειών του δείγματος στην αγορά του ΧΑΑ. Από την παραπάνω ανάλυση αναδεικνύεται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης κατά την εισαγωγή νέων εταιρειών μέσω δημόσιας εγγραφής στην αγορά του ΧΑΑ.

Σχετικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης και την ανάλυση που προηγήθηκε στην παράγραφο 1.1 ως προς τη σχέση υπερκάλυψης και απόδοσης, παραθέτουμε τον παρακάτω πίνακα ο οποίος θα μας οδηγήσει σε χρήσιμα συμπεράσματα:

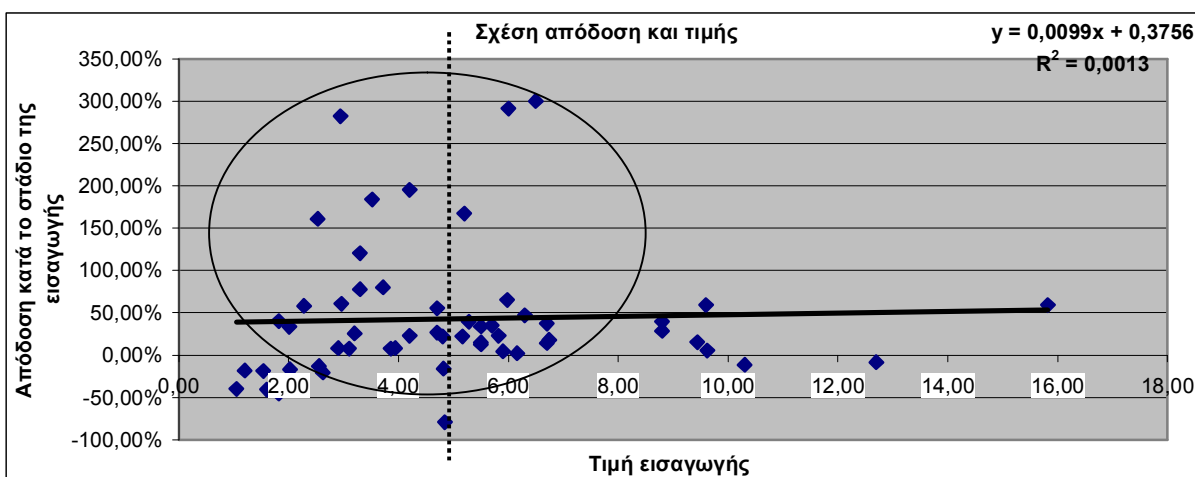
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΒΑΣΕΙ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΠΡΩΤΩΝ ΣΥΝΕΔΡΙΑΣΕΩΝ				ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΒΑΣΕΙ ΦΟΡΩΝ ΥΠΕΡΚΑΛΥΨΗΣ			
ΕΤΑΙΡΙΑ	ΑΓΟΡΑ	Απόδοση	Φορές Υπερκάλυψης	ΕΤΑΙΡΙΑ	ΑΓΟΡΑ	Απόδοση	Φορές Υπερκάλυψης
1 UNIBRAIN	NEXA	300,00%	7,70	1 COMPUCON	NEXA	59,38%	85,00
2 RAINBOW COMPUTERS	ΠΑΡ	291,33%	38,00	2 ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	NEXA	195,20%	68,20
3 FITCO	ΠΑΡ	282,31%	9,10	3 ΓΑΛΑΞΙΑΙ	ΠΑΡ	80,11%	53,00
4 ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	NEXA	195,20%	68,20	4 ΔΙΑΣ	ΠΑΡ	167,31%	50,00
5 ΝΕΣΤΟΣ	ΚΥΡΙΑ	184,00%	11,50	5 ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡ	39,40%	48,90
6 ΔΙΑΣ	ΠΑΡ	167,31%	50,00	6 ALSINCO	ΠΑΡ	160,87%	45,00
7 ALSINCO	ΠΑΡ	160,87%	45,00	7 RAINBOW COMPUTERS	ΠΑΡ	291,33%	38,00
8 ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	ΠΑΡ	120,60%	31,88	8 ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	ΠΑΡ	120,60%	31,88
9 ΓΑΛΑΞΙΑΙ	ΠΑΡ	80,11%	53,00	9 MLS LASERLOCK AE	ΠΑΡ	59,28%	25,00
10 INTRACOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	ΚΥΡΙΑ	77,58%	12,00	10 FASHION BOX ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡ	26,81%	24,00
11 HITECH	NEXA	65,22%	8,00	11 PROFILE	NEXA	25,63%	22,00
12 DOMUS AEEX	ΠΑΡ	60,81%	2,50	12 KPI- KPI	ΠΑΡ	46,98%	17,00
13 COMPUCON	NEXA	59,38%	85,00	13 ΟΛΠ	ΚΥΡΙΑ	39,54%	16,50
14 MLS LASERLOCK AE	ΠΑΡ	59,28%	25,00	14 MARAK	ΠΑΡ	40,11%	16,00
15 OPTIMA	ΠΑΡ	57,89%	3,00	15 ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Ε	ΠΑΡ	7,74%	15,60
16 INTERFISH	ΠΑΡ	55,32%	8,00	16 ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ	NEXA	22,88%	15,00
17 KPI- KPI	ΠΑΡ	46,98%	17,00	17 ΖΗΝΩΝ	ΠΑΡ	4,41%	14,00
18 MARAK	ΠΑΡ	40,11%	16,00	18 INTRACOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	ΚΥΡΙΑ	77,58%	12,00
19 ΟΛΠ	ΚΥΡΙΑ	39,54%	16,50	19 ΝΕΣΤΟΣ	ΚΥΡΙΑ	184,00%	11,50
20 ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡ	39,40%	48,90	20 ΝΤΕΣΠΕΚ	ΠΑΡ	22,08%	10,00

Συμπεράσματα:

1. Παρατηρούμε ένα σημαντικό ποσοστό απόδοσης σε διαφορετικού αντικειμένου εταιρείες όπως του κλάδου της πληροφορικής από τις εταιρείες Unibrain με απόδοση 300% και Rainbow Computers με απόδοση 291,33%, του κλάδου των μετάλλων από την εταιρεία Fitco με απόδοση 282,31%, του κλάδου των υπηρεσιών από την εταιρεία Ευρωσύμβουλοι με απόδοση 195,20%.
2. Στην κατάταξη βάσει των φορών υπερκάλυψης, τα αποτελέσματα είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικά για τα έτη 2001 έως 2003, με την μεγαλύτερη υπερκάλυψη να σημειώνεται στην εταιρία Compucon με 85 φορές, η οποία όμως ήταν και μία από τις πιο μικρές εκδόσεις με 630.000 μετοχές και συνολική άντληση κεφαλαίων ποσού των 6.144.000€ και με τιμή διάθεσης 9,6€, η οποία είναι ιδιαίτερα υψηλή για το έτος συγκρινόμενη με τη μέση τιμή η οποία διαμορφώθηκε στο ποσό των 4,94€.

3. Υπάρχει θετική συσχέτιση των αποδόσεων των νέων εισαγωγών και του αριθμού των φορών υπερκάλυψης της εταιρείας.
4. Σημαντικό ρόλο στην υπερκάλυψη έχει ο κλάδος στον οποίο βρίσκεται η νεοεισαγόμενη εταιρεία. Κλάδοι όπως η πληροφορική και οι κατασκευές παρουσίασαν **ικανοποιητικές αποδόσεις**, ενώ αντίθετα κλάδοι όπως τα διυλιστήρια και οι εταιρίες επενδύσεων δεν είχαν τα ανάλογα αποτελέσματα.

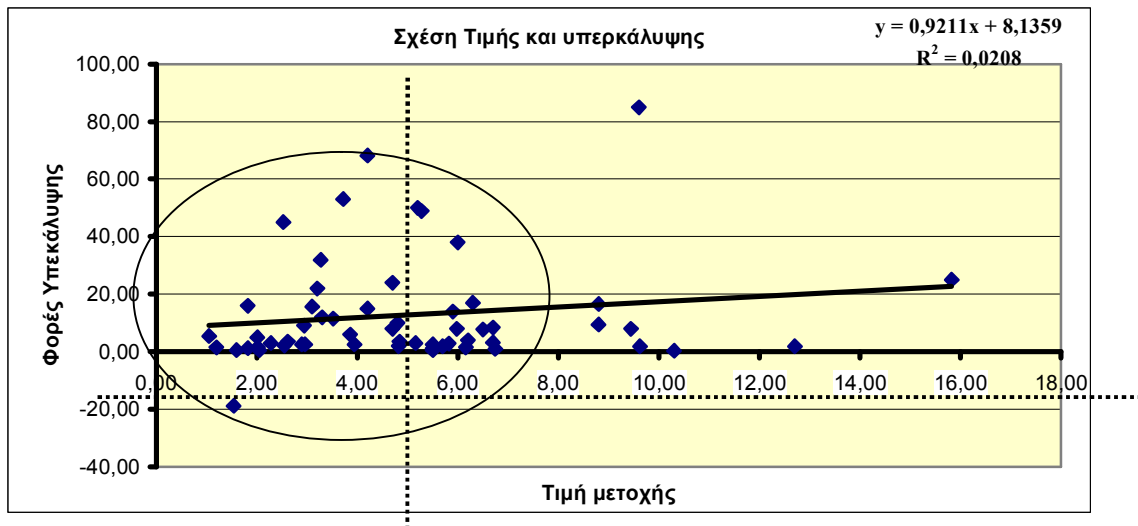
1.3 Εξέταση σχέσης τιμής και αποδόσεων



Από την ανάλυση παλινδρόμησης προκύπτει ότι η τιμή συσχετίζεται ασθενώς θετικά με την απόδοση. Επιπλέον οι αποδόσεις που βρίσκονται από την μέση τιμή της εισαγωγής 5,48€ και ανωτέρω παρουσιάζουν υψηλές αποδόσεις, αλλά όχι τόσο όσο αυτές που βρίσκονται στην τιμή του μέσου και χαμηλότερα.

Επομένως για την περίοδο 2001 έως 2003 προκύπτει ότι η τιμή δεν είναι καθοριστικός παράγοντας της απόδοσης των τριών πρώτων ημερών της εισαγωγής, σε τέτοιο βαθμό που να μπορούμε να πούμε ότι είναι αδιάφορος παράγοντας. Ωστόσο συσχετίζεται ασθενώς θετικά με τις αρχικές αποδόσεις των μετοχών των δημοσίων εγγραφών.

1.4 Εξέταση σχέσης τιμής και αριθμού υπερκάλυψης των μετοχών



Οι τιμές των νέων εισαγωγών που κινούνται στην περιοχή της μέσης τιμής και χαμηλότερα έχουν υψηλό αριθμό υπερκάλυψης χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι και υψηλές τιμές δεν έχουν υψηλή υπερκάλυψη (π.χ. η εταιρεία MLS Πληροφορική με τιμή εισαγωγής 15,82€ υπερκαλύφθηκε 25 φορές).

Υπάρχει ασθενής θετική συσχέτιση μεταξύ της τιμής εισαγωγής και του αριθμού των υπερκαλύψεων.

1.5 Ευκαιρίες για τους επενδυτές από το Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης

Σε συνέχεια των ανωτέρω τίθεται το ερώτημα αν οι νέες εισαγωγές είναι επικερδείς για τους βραχυχρόνιους επενδυτές στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Στην πράξη παρατηρούνται έντονες διακυμάνσεις στις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης, όπου το όριο διακύμανσης είναι απεριόριστο, μέχρι να σταθεροποιηθεί η περιοχή διακύμανσης για την τιμή της μετοχής. Όσον αφορά στον όγκο των συναλλαγών, αυτός φαίνεται να είναι αρκετά υψηλός κατά την περίοδο έναρξης διαπραγμάτευσης, επιτρέποντας τη λήψη σημαντικών θέσεων αγοραπωλησίας από τους βραχυχρόνιους επενδυτές.

Ο κίνδυνος όμως για τους επενδυτές μάλλον παραμένει υψηλός σε σύγκριση με τα δυνητικά οφέλη που αποκομίζουν από τόσο βραχυχρόνιες πράξεις αγοραπωλησιών – ιδιαίτερα όταν οι ευρύτερες συνθήκες της χρηματιστηριακής αγοράς δεν κρίνονται ευνοϊκές.

Ωστόσο σε γενικές γραμμές, οι ευκαιρίες υπάρχουν – και βεβαίως δεν μπορούν να παραβλεφθούν – για τον ενδιαφερόμενο επενδυτή που αναζητεί υψηλότερες δυνητικές αποδόσεις μέσω της ανάληψης ενός σημαντικά μεγαλύτερου κινδύνου.

Η αποκόμιση κερδών μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης μιας μετοχής δεν μπορεί να προβλεφθεί, αλλά πρέπει ο κάθε ενδιαφερόμενος επενδυτής θα πρέπει να εστιάζει στα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία μιας εταιρίας, στην έκθεση των επενδυτικών κινδύνων – η οποία πλέον αναγράφεται σε όλα ενημερωτικά δελτία εισαγωγής - στον κλάδο στον οποίο η κάθε εταιρία δραστηριοποιείται, αλλά και στην αποτίμηση βάσει της οποίας εισάγεται η μετοχή της.

Σε ότι αφορά την κατοχή ενός υψηλού αριθμού τεμαχίων (θέση), ο επενδυτής μπορεί να μην κατορθώσει να αποκτήσει την επιθυμητή ποσότητα τίτλων από τη δημόσια εγγραφή, λόγω πολλαπλής υπερκάλυψης. Στη συνέχεια, μπορεί να αποκτήσει μια σημαντική θέση αγοράζοντας τίτλους από τη δευτερογενή αγορά, αλλά τίθεται το ερώτημα αν οι αποδόσεις (κέρδη) που θα επιτύχει ο επενδυτής για τη συνολική του θέση, θα καλύψουν τον κίνδυνο που ανέλαβε.

Συνήθως οι μετοχές εταιριών με θεωρητικά ευνοϊκές προοπτικές ανάπτυξης, οι οποίες εισέρχονται με «λογικούς» πολλαπλασιαστές κερδών παρέχουν αρκετές φορές – αλλά όχι πάντα - τη δυνατότητα για ένα δεύτερο γύρο ανόδου στις τιμές τους, αμέσως μετά την αρχική αύξηση που ακολουθεί την έναρξη διαπραγμάτευσής τους. Ο δεύτερος όμως γύρος προκειμένου να εκπληρωθεί, θα πρέπει να συνοδεύεται από ομαλές ή σχετικά ευνοϊκές χρηματιστηριακές συνθήκες..

Συνεπώς, η συμμετοχή στις δημόσιες εγγραφές με την επιλογή των κατάλληλων μετοχών αποτελεί έναν τρόπο μεγέθυνσης των επενδυτικών κεφαλαίων, καθώς ο ενδιαφερόμενος επενδυτής με τις κατάλληλες αγοραπωλησίες (είτε στη δημόσια εγγραφή, είτε μετά την αρχική διαπραγμάτευση), μπορεί υπό προϋποθέσεις να επιτύχει σημαντικά οφέλη.

Συμπερασματικά για την περίοδο που ερευνούμε το φαινόμενο της υποτιμολόγησης ευνόησε τους επενδυτές οι οποίοι συμμετείχαν στις δημόσιες εγγραφές της περιόδου 2001 έως 2003. Αυτό το οποίο πρέπει να διερευνηθεί εκτενέστερα – πραγματοποιείται στις επόμενες ενότητες – είναι η διάρκεια των αποδόσεων των νέων εισαγωγών και η δίκαιη αποτίμηση της αξίας τους για τα επόμενα έτη της διαπραγμάτευσης τους στην αγορά του ΧΑΑ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	Αποτίμηση Δίκαιης Τιμής.....	39
1.1	Παράγοντες επηρεασμού της δίκαιης αποτίμησης.....	40
2	Μοντέλα αποτίμησης Αξίας Επιχειρήσεων – Μετοχών	41
2.1	Αποτίμηση με μοντέλα ταμειακών ροών	41
2.1.1	Gordon’s Model.....	41
2.1.2	Discounted Dividend Valuation (Dividend Discount Model)	46
2.1.3	Free Cash Flow to Equity.....	47
2.2	Συντελεστής Beta.....	48
2.2.1	Η Ερμηνεία του Συντελεστή.....	48
2.2.2	Μέτρηση και Εξαγωγή του Συντελεστή.....	49
2.2.3	Προβλήματα στην Εξαγωγή του “Beta”	50
2.2.4	Μια αυστηρότερη προσέγγιση του συντελεστή «beta»	50
2.3	Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου.....	51
2.4	Κριτική μοντέλων αποτίμησης	52
3	Αναφορά δεικτών για την αξιολόγηση των εταιρειών	54

1 Αποτίμηση Δίκαιης Τιμής

Στις χρηματιστηριακές αγορές δεν υπάρχει δυνατότητα ακριβούς πρόβλεψης της καθημερινής κίνησης της τιμής μίας μετοχής. Από εμπειρικές παρατηρήσεις έχει εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η ανοδική κίνηση της τιμής μίας μετοχής κάποια ημέρα δεν διασφαλίζει την άνοδο της επόμενης ημέρας. Αυτή η μεταβλητότητα στις τιμές και συνεπώς στις αποδόσεις των μετοχών, αποτελεί σημαντική αιτία κινδύνου για τις βραχυπρόθεσμες χρηματιστηριακές θέσεις.

Η έντονη μεταβλητότητα στις αποδόσεις των μετοχών στο βραχυχρόνιο διάστημα οδηγεί τους επενδυτές στο να απαιτήσουν μία πρόσθετη απόδοση από αυτή, που δίνει ετησίως ένα κρατικό ομόλογο, δηλαδή ένα «πριμ» κινδύνου, για να τοποθετηθούν στο χρηματιστήριο. Σε περιόδους ευημερίας το πρόσθετο αυτό «πριμ» κινδύνου μειώνεται με αποτέλεσμα να αυξάνει η ζήτηση για μετοχές και να ανεβαίνουν οι τιμές τους. Αντίθετα σε περιόδους ύφεσης, οι επενδυτές απαιτούν μεγαλύτερο «πριμ» κινδύνου για να τοποθετηθούν σε μετοχές, λόγω χαμηλής ρευστότητας. Όμως εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης οι εταιρείες δεν μπορούν να το προσφέρουν και γι' αυτό οι τιμές των μετοχών πέφτουν.

Ανεξάρτητα όμως από το πώς καθορίζεται η αγοραία αξία κάθε μετοχής, έχουν γίνει προσπάθειες ώστε να υπολογισθεί, η «δίκαιη» τιμή για κάθε μετοχή, λαμβάνοντας υπόψη ότι όταν αγοράζουμε τη μετοχή μίας εταιρείας αγοράζουμε ένα μέρος από τα περιουσιακά της στοιχεία και τα μελλοντικά της κέρδη.

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα τα οποία υπολογίζουν τη «δίκαιη» τιμή της μετοχής μίας εταιρείας, τα οποία διαφοροποιούνται ανάλογα με το είδος της εταιρείας. Επειδή αυτά τα μοντέλα βασίζονται σε προβλέψεις για το μέλλον της εταιρείας αλλά και των επιτοκίων, δεν μπορούν να δώσουν μία μόνο τιμή, αλλά αντίθετα δίνουν ένα εύρος τιμών με ανώτατη και κατώτατη «δίκαιη» τιμή για την εξεταζόμενη μετοχή.

Η διαδικασία υπολογισμού της «δίκαιης» τιμής της μετοχής κάθε εταιρείας είναι μία δύσκολη διαδικασία, όπου απαιτούνται εκτιμήσεις για την πορεία των κερδών της επιχείρησης, την πορεία των επιτοκίων, αλλά και το βαθμό «κινδύνου» που αναλαμβάνουν οι επενδυτές.

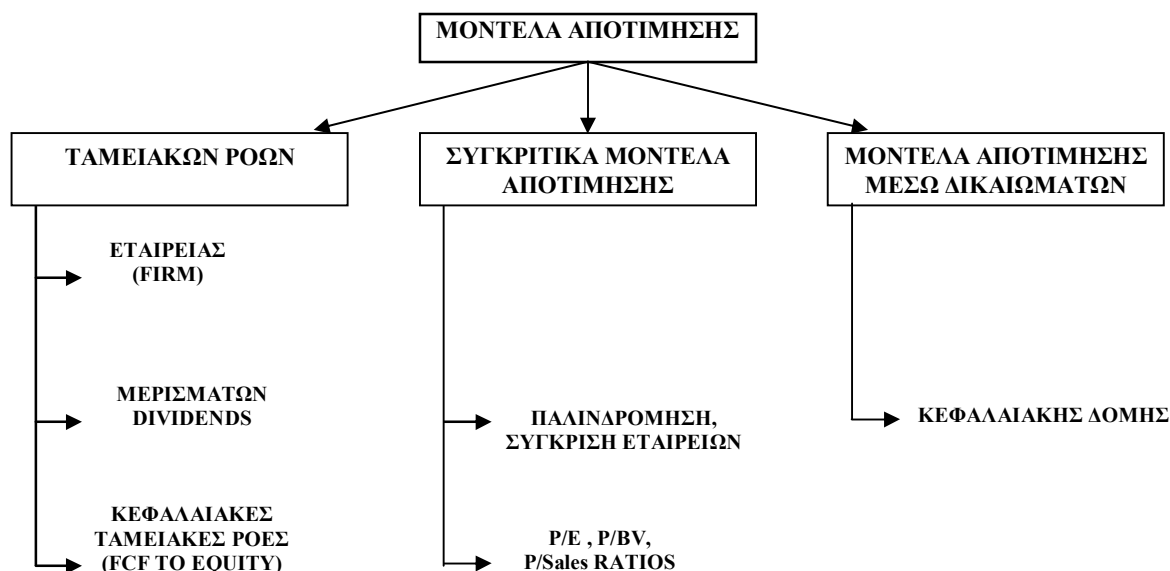
1.1 Παράγοντες επηρεασμού της δίκαιης αποτίμησης

Η πρόβλεψη της κερδοφορίας και η αποτύπωση των «πραγματικών» ιδίων κεφαλαίων των εισηγμένων εταιριών με βάση τα νέα λογιστικά δεδομένα και πρότυπα κάνουν ιδιαίτερα δύσκολη τη «δίκαιη» αποτίμηση των εταιριών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Συγκεκριμένα, η πρόβλεψη της μελλοντικής κερδοφορίας των εισηγμένων επιχειρήσεων και η ανεύρεση ενός δίκαιου μέσου δείκτη αποτίμησης είναι σχεδόν μη εφικτή για τους εξής λόγους:

- Απαιτείται επανεξέταση των λογιστικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιριών λόγω τόσο των σύγχρονων απαιτήσεων για ακρίβεια των οικονομικών στοιχείων όσο και της εισαγωγής των διεθνών λογιστικών προτύπων (Δ.Λ.Π.).
- Τα Δ.Λ.Π. αναμένεται να επηρεάσουν σε πολλές περιπτώσεις την ιστορική και τη μελλοντική κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων, καθώς θα εφαρμοσθούν πιο αυστηροί κανόνες σε ότι αφορά την έννοια της πραγματικής αξίας, επηρεάζοντας αρνητικά τα κέρδη και το κόστος λειτουργίας των εταιριών.
- Οι συγχωνεύσεις που παρατηρούνται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά τα τελευταία χρόνια δημιουργούν αβεβαιότητα για τα τελικά οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων (π.χ. χειρισμός δημιουργούμενης «υπεραξίας», αποσβέσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων κ.λπ.).
- Με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, η θετική υπεραξία από τις τιμές των ακινήτων εκτιμάται ότι θα αντισταθμίσει τις υποαξίες από τις αγοραπωλησίες χρεογράφων ή από τις συμμετοχές των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο. Ωστόσο τόσο οι επενδυτές όσο και οι αναλυτές δεν μπορούν να προβλέψουν με σχετική ασφάλεια τις τελικές ισορροπίες αυτής της πιθανής αντιστάθμισης.
- Οι επιρροές της χρηματιστηριακής αγοράς επί της τιμής της μετοχής είναι παράγοντας που επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την δίκαιη αποτίμηση της τιμής της επιχείρησης.
- Το μοντέλο αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί είναι συνήθως καθοριστικός παράγοντας για τον καθορισμό της δίκαιης τιμής της αξίας της μετοχής.
- Οι υποθέσεις που θα χρησιμοποιηθούν για το μοντέλο δίκαιης αποτίμησης θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικές ούτως ώστε να οδηγούν σε διακριτά και σαφή συμπεράσματα.

2 Μοντέλα αποτίμησης Αξίας Επιχειρήσεων – Μετοχών

Για την αποτίμηση της αξίας της κάθε εταιρείας θα χρησιμοποιηθούν τα παρακάτω μοντέλα αποτίμησης:



Τα βασικότερα μοντέλα προς αποτίμηση των εταιρειών είναι τα μοντέλα αποτίμησης των ταμειακών ροών και τα συγκριτικά μοντέλα αποτίμησης. Το μοντέλο αποτίμησης μέσω δικαιωμάτων (option pricing model). Στην παρούσα ερευνητική εργασία θα χρησιμοποιηθούν τα μοντέλα των ταμειακών ροών καθώς και συγκριτικά μοντέλα αποτίμησης για τον προσδιορισμό της τιμής της δίκαιης τιμής της μετοχής.

2.1 Αποτίμηση με μοντέλα ταμειακών ροών

2.1.1 Gordon's Model

Βασικό μοντέλο για την παρούσα ερευνητική εργασία θα είναι το “Gordon Growth Model” το οποίο και εξηγούμε αναλυτικότερα.

Μία βασική μεθοδολογία αποτίμησης μετοχών είναι το λεγόμενο μοντέλο ανάπτυξης “Gordon” (“Gordon Growth Model”), όπου εξάγεται η «δίκαιη» τιμή μιας μετοχής, βάσει της σχέσης μεταξύ των παραμέτρων:

- α) “δίκαιος” δείκτης τιμής προς λογιστική αξία (“price / book value”), και
- β) κερδοφορία ως προς το κόστος κεφαλαίου, προσαρμοσμένου με το ρυθμό ανάπτυξης (κερδών ή μερισμάτων) της αντίστοιχης εταιρίας.

Η προαναφερθείσα μεθοδολογία παρουσιάζεται στην ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{“Δίκαιος” Δείκτης P / BV} = (\text{ROE} - g) / (\text{CoE} - g)$$

όπου:

P = Τιμή μετοχής,

BV = Λογιστική αξία ανά μετοχή,

ROE = Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων,

CoE = Κόστος (μετοχικού) κεφαλαίου,

g = Μακροπρόθεσμος ρυθμός ανάπτυξης

Η εξίσωση αυτή – η οποία είναι γνωστή και ως “Προσέγγιση της Καθαρής Θέσης” (“Net Asset Value Approach”) – αποτέλεσε και εξακολουθεί να αποτελεί εδώ και χρόνια μία σχετικά απλή στη χρήση της μέθοδο για την αποτίμηση της “δίκαιης” αξίας μιας εταιρίας και τιμής της αντίστοιχης μετοχής της. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η εν λόγω μέθοδος δεν διακρίνεται από ιδιαίτερη πολυπλοκότητα, καθώς εφαρμόζεται με τη βοήθεια σχετικά απλών παραμέτρων.

Επίσης, μέσω της μεθόδου, μπορεί να υπολογιστεί η Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων («καθαρά κέρδη μετά από φόρους / σύνολο ιδίων κεφαλαίων»), που αποτελεί έναν πολύ σημαντικό δείκτη όταν η σκέψη μιας εταιρίας “στρέφεται” προς τους μετόχους της. Όπως αναφέρει και ο Warren Buffet ο σημαντικότερος δείκτης για την αξιολόγηση μίας εταιρείας είναι ο δείκτης της αποδοτικότητας των Ιδίων κεφαλαίων.

Ο υπολογισμός του Κόστους (Μετοχικού) Κεφαλαίου εξάγεται μέσω του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (“risk free rate”), στο οποίο προστίθεται ο προσαρμοσμένος - βάσει του δείκτη “beta” - κίνδυνος της αγοράς μετοχών. Στη διεθνή βιβλιογραφία η εξίσωση αυτή είναι γνωστή ως ακολούθως:

$$\text{CoE} = \text{Rf} + \text{Rp} \times \text{Beta}$$

Τέλος, για τον προσδιορισμό του πραγματικού ρυθμού ανάπτυξης – “g” ή growth που αφορά σε μελλοντικά κέρδη ή μερίσματα – οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές αξιολογούν τόσο την ιστορική επίδοση μιας εταιρίας όσο και τις προοπτικές της, χρησιμοποιώντας τις περισσότερες φορές το ένστικτό τους και σε μικρότερο βαθμό επιστημονικά κριτήρια.

Βέβαια, η πιθανότητα ομοφωνίας μεταξύ της αναλυτικής κοινότητας ως προς τη «δίκαιη» τιμή (ή τιμή «στόχο») μιας μετοχής είναι μάλλον ανέφικτη, τόσο λόγω των πολλών παραμέτρων που υπεισέρχονται στο υπόδειγμα όσο και λόγω της υποκειμενικής κρίσης του κάθε χρηματοοικονομικού αναλυτή.

Σε ότι αφορά την ορθότερη εκτίμηση των παραμέτρων του Μοντέλου, προτείνονται τα εξής:

- **“g”**: Η παράμετρος αυτή αντανακλά την προσδοκώμενη μακροχρόνια ανάπτυξη μιας εταιρίας. Στην εκτίμησή της βοηθά η γνώση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης (ΑΕΠ) που αφορά σε περίοδο τόσο με ιστορικά όσο και με προβλεπόμενα έτη. Για τον υπολογισμό του $G = \text{growth}$ χρησιμοποιήθηκε ο αλγεβρικός τύπος

$$g = \text{beta} * (\text{ROA} + \text{D/E} * (\text{ROA} - i - t))$$

όπου:

beta = ο συστηματικός κίνδυνος της μετοχής

ROA = Αποδοτικότητα ενεργητικού

D/E = Ποσοστό πληρωμής μερισμάτων έναντι των κερδών

i = Ποσοστό δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης

t = συντελεστής φόρου

Σε όλες τις περιπτώσεις που τα αποτελέσματα του παραπάνω τύπου για τον υπολογισμό του growth g ήταν μεγαλύτερα του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ λήφθηκε υπόψη το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ και όχι τα αποτελέσματα του παραπάνω τύπου. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για τα έτη που ερευνούμε ήταν:

2000: 4,4%

2001: 4%

2002: 3,9%

2003: 4,2%

Επίσης έγινε η υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης (growth) θα είναι ο αναμενόμενος ρυθμός για την επόμενη 5ετία της πορείας της εκάστοτε εταιρείας.

Επίσης σε εταιρείες ιδιαίτερα μεγάλου μεγέθους ο ρυθμός ανάπτυξης προσαρμόστηκε με βάση εκτιμήσεις οι οποίες είναι περισσότερο αντικειμενικές των υπολογισμών και του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ.

- **Κόστος Κεφαλαίου**: Υπολογίζεται ως το άθροισμα του επιτοκίου άνευ κινδύνου και του λεγόμενου “market risk premium”, προσαρμοσμένου βάσει του δείκτη “beta”. Το “market risk premium” εκτιμάται βάσει του επιπέδου διαφάνειας μιας χρηματιστηριακής αγοράς, της ελεύθερης διασποράς της μετοχής και της κεφαλαιοποίησης της αντίστοιχης εταιρίας. Για παράδειγμα, όταν μία εταιρία διακρίνεται στο παρελθόν από συνεχείς αρνητικές εκπλήξεις κερδοφορίας, τότε αυτό πρέπει να είναι υψηλότερο.

Στην παρούσα εργασία για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου χρησιμοποιήθηκε ο τύπος

$$\text{Cost of Equity} = R_f + b \cdot R_p$$

R_f = επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

b = beta

R_p = κίνδυνος της αγοράς (market risk premium)

Η παραπάνω σχέση υπολογίζεται από το μοντέλο capital asset pricing model το οποίο υπολογίζεται:

$$\text{CAPM} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Το R_p υπολογίστηκε ως η διαφορά της αναμενόμενης απόδοσης της αγοράς με τον πληθωρισμό ή με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο – ανάλογα ποιο από τα δύο ήταν μικρότερο στο υπό εξέταση έτος αυτό και λαμβανόταν υπόψη – πλέον μίας ορισμένης απόδοσης αναμενόμενης απόδοσης που προσαρμόστηκε με βάση τα στοιχεία των χρηματιστηριακών αγορών περίπου στην 1 ποσοστιαία μονάδα δηλαδή στο 1%.

Η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς προσδιορίστηκε ως το άθροισμα του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο πλέον το ποσοστό του πληθωρισμού του εκάστοτε έτους που ερευνήθηκε.

- **Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου:** Συνήθως αντιπροσωπεύει την απόδοση στη λήξη του μακροχρόνιου κρατικού ομολόγου. Για την παρούσα εργασία ως Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου λήφθηκε υπόψη η απόδοση του ομολόγου 5ετούς διάρκειας, οι οποίες αποδόσεις για κάθε έτος είναι:

2000: 4,99%

2001: 4,49%

2002: 3,42%

2003: 3,48%

- **Δείκτης “Beta”:** Μεγάλος αριθμός εταιρικών πράξεων (όπως αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κ.λ.π.) τείνουν να κλονίζουν την αξιοπιστία του εν λόγω δείκτη (βλ. αναλυτικότερα επόμενη παράγραφο)
- **Διατηρήσιμη ή Επιτεύξιμη Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (“ROE”):** Στην περίπτωση αυτήν, η εκτίμηση του χρηματοοικονομικού αναλυτή μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα υποκειμενική. Πάντως, ο συγκεκριμένος δείκτης αντανακλά την ικανότητα μιας εταιρίας να αποδώσει αξία στους μετόχους υπό τη μορφή κερδών, και ειδικότερα μερισμάτων, υπό ομαλές συνθήκες αγοράς στο μακροχρόνιο ορίζοντα. Προς αυτήν την κατεύθυνση, οι αναλυτές εξετάζουν συνήθως τις ιστορικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις της εκάστοτε εταιρίας.

Η «δίκαιη» τιμή μιας μετοχής μπορεί συμπερασματικά να εξαχθεί μέσω της ακόλουθης εξίσωσης:

$$\text{«Δίκαιη» Τιμή} = \text{«Δίκαιος» Δείκτης } P / BV \times \text{Τρέχουσα Λογιστική Αξία ή BV}$$

Το μεγαλύτερο μέρος της κριτικής που ασκείται στο εν λόγω μοντέλο επικεντρώνεται στις υποθέσεις (ή υποθετικά σενάρια) που λαμβάνουν χώρα για την εξαγωγή του τελικού αποτελέσματος, και ειδικότερα για την αξιοπιστία ή «ανθεκτικότητα» αυτών των υποθέσεων στο μακροχρόνιο ορίζοντα. Μάλιστα η «ευαισθησία» αυτού μοντέλου σε αρκετές παραμέτρους και υποθέσεις, δημιουργεί εκ των πραγμάτων μια μεγάλη μόχλευση μεταξύ των στοιχείων που εισάγονται στην εν λόγω εξίσωση και του εξαγόμενου αποτελέσματος. Για παράδειγμα, παρατηρείται το φαινόμενο όπου πολύ μικρές αλλαγές στις υποθέσεις του μοντέλου τείνουν να οδηγούν σε ιδιαίτερα μεγάλες αποκλίσεις στον τελική αποτίμηση της μετοχής, επιτρέποντας ουσιαστικά την εξαγωγή οποιασδήποτε επιθυμητής τιμής από τον αναλυτή.

Επιπρόσθετα, πολλές από τις υποθέσεις που πρέπει να εισαχθούν παραμένουν άκρως υποκειμενικές και επακόλουθα δεν μπορούν ούτε να επιβεβαιωθούν ούτε να απορριφθούν. Είναι ενδεικτικό ότι ένα εύρος υποθετικών τιμών μεταξύ 8% - 9% στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (“ROE”) μπορεί να «προκαλέσει» ένα εύρος μεταβολών μεταξύ 0% - 20% στη δυνητική απόδοση (“upside potential” ή διαφορά μεταξύ «δίκαιης» και τρέχουσας τιμής) μιας μετοχής, όταν όλες οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές.

Παράλληλα, εξίσου σημαντικές αδυναμίες που θα πρέπει να επισημανθούν σε επίπεδο λειτουργίας του προαναφερθέντος μοντέλου αποτίμησης είναι και οι ακόλουθες:

α) Το μοντέλο θεωρείται «μεροληπτικό» όσον αφορά στην επίδραση που «του ασκεί» η πρόβλεψη κερδοφορίας για βραχυχρόνια και μεσοχρόνια διαστήματα. Ειδικότερα, όταν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές εισάγουν πρόβλεψη ως προς το ρυθμό ανάπτυξης βραχυχρόνιων περιόδων, ο εν λόγω ρυθμός τείνει να είναι υψηλότερος, με αποτέλεσμα να παράγονται υψηλότερες αποτιμήσεις για την εξεταζόμενη μετοχή (αυτό ισχύει όταν ικανοποιείται η σχέση $ROE > CoE$).

β) Το μοντέλο αυτό δεν θεωρείται ως ιδανικό για τις εταιρίες που δραστηριοποιούνται στις αναδυόμενες αγορές ή σε περιοχές, στις οποίες δεν υπάρχουν στη διάθεση των αναλυτών μεγάλης χρονικής διάρκειας ιστορικά στοιχεία. Το γεγονός αυτό καθιστά με τη σειρά του ιδιαίτερα δύσκολο ή ακόμη και χωρίς σημασία τον υπολογισμό ορισμένων παραμέτρων (όπως του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου και του δείκτη “beta”).

γ) Η τελική αποτίμηση της μετοχής τείνει να υπερεκτιμάται, καθώς η εξίσωση του μοντέλου προσαρμόζεται βάσει του “g” – ρυθμός ανάπτυξης κερδών ή μερισμάτων (επίσης αυτό ισχύει όταν ικανοποιείται η σχέση $ROE > CoE$).

Λόγω των ανωτέρω αδυναμιών, όταν οι αναλυτές χρησιμοποιούν το εν λόγω μοντέλο στις αναλύσεις τους, εκπονούν παράλληλα μία ανάλυση «ευαισθησίας», υποδηλώνοντας τον τρόπο βάσει του οποίου η «δίκαιη» τιμή (η τιμή «στόχος») μιας μετοχής μπορεί να μεταβάλλεται λόγω μικρών /μεγάλων μεταβολών στο “g” ή στο “ROE.”

Από την άλλη πλευρά όμως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η εξεταζόμενη μεθοδολογία εξαγωγής της «δίκαιης» τιμής μιας μετοχής εμφανίζει ορισμένα πλεονεκτήματα, τα σημαντικότερα εκ των οποίων είναι τα ακόλουθα:

- α) Το μοντέλο λαμβάνει υπόψη του τις πιο σημαντικές παραμέτρους ή χρηματοοικονομικούς δείκτες μιας εταιρίας (όπως για παράδειγμα τα στοιχεία ROE, CoE, g, BV).
- β) Επικεντρώνεται στην απόδοση της αξίας για τους μετόχους.
- γ) Ενσωματώνει την παράμετρο του κινδύνου.
- δ) Ενσωματώνει τις προσδοκίες ανάπτυξης κερδών ή μερισμάτων στο μέλλον.

2.1.2 Discounted Dividend Valuation (Dividend Discount Model)

Το συγκεκριμένο μοντέλο αποτίμησης χρησιμοποιήθηκε κατά περίπτωση για την αποτίμηση των μετοχών της περιόδου 2001 και 2003. Για τον υπολογισμό της τιμής της μετοχής από το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιείται η σχέση:

$$P = (DPS_1 * (1+g) * (1 - (1+g)^n / (1+r)^n) / (r - g) + DPS_2 / (r - g_n) * (1+r)^n$$

DPS = μέρισμα ανά μετοχή

g = ο επιπλέον ρυθμός ανάπτυξης των κερδών για τα επόμενα 5 έτη

g_n = ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης των κερδών

r = κόστος κεφαλαίου όπως αυτό υπολογίζεται με τους τύπους που προαναφέραμε

$$\text{Cost of Equity} = R_f + b * R_p$$

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι κατάλληλο για εταιρείες οι οποίες έχουν ρυθμό ανάπτυξης μεγαλύτερο από αυτόν της οικονομίας (του ΑΕΠ) οι οποίες έχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα τόσο σε φήμη και πελατεία αλλά και σε μέγεθος.

Επίσης είναι κατάλληλο για επιχειρήσεις οι οποίες έχουν σταθερή μόχλευση και μερισματική τους πολιτική αποδίδει υψηλά μερίσματα στους μετόχους.

Ως αδυναμίες του υποδείγματος καταγράφονται είναι ότι γίνεται η υπόθεση ότι η απόδοση των μερισμάτων (μερισματική πολιτική) παραμένει σταθερή ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών αυξάνεται.

2.1.3 Free Cash Flow to Equity

Το συγκεκριμένο μοντέλο αποτιμά την τιμή της μετοχής της εταιρείας με την σχέση:

$$P = \text{FCFE} / r - g_n$$

Όπου:

g_n = ρυθμός ανάπτυξης όπως υπολογίστηκε με τον τύπο

$$g = \text{beta} * (\text{ROA} + D/E * (\text{ROA} - (i - t)))$$

r = κόστος κεφαλαίου όπως αυτό υπολογίζεται με τους τύπους που προαναφέραμε

$$\text{Cost of Equity} = R_f + b * R_p$$

FCFE = Οι Αδέσμευτες κεφαλαιακές ταμειακές ροές προκύπτουν ως η διαφορά των κερδών μετά φόρων μείον τις κεφαλαιουχικές δαπάνες και μείον την μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης.

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι κατάλληλο όταν ο ρυθμός ανάπτυξης είναι μικρότερος από τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας (ΑΕΠ).

Όταν οι αδέσμευτες ταμειακές ροές είναι σημαντικά διαφορετικές από την απόδοση των μερισμάτων.

Όταν υπάρχει σταθερότητα στην χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας.

Παρόλα αυτά θα πρέπει να αναφέρουμε ότι στην πράξη, κατά την εφαρμογή της μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, χρησιμοποιούνται οι προβλέψεις που παρέχουν οι Διοικήσεις των προς αποτίμηση εταιριών, οι οποίες αναπροσαρμόζονται ανάλογα από τους αναλυτές, βάσει της υποκειμενικής τους κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, οι παραδοχές αυτές σχετίζονται με τα ακόλουθα μεγέθη:

- Ρυθμός αύξησης κύκλου εργασιών περιόδου προβλέψεων (%)
- Μεικτό Περιθώριο Κέρδους προ Αποσβέσεων (%)
- Ημέρες Πελατών
- Ημέρες Προμηθευτών
- Ημέρες Αποθεμάτων
- Κεφαλαιουχικές Δαπάνες
- Συντελεστής φορολογίας
- Ρυθμός ανάπτυξης εταιρίας

2.2 Συντελεστής Beta

2.2.1 Η Ερμηνεία του Συντελεστή

Ένας από τους κυριότερους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή μιας μετοχής είναι ο κίνδυνος που περικλείεται σε αυτήν. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να διακριθεί σε συστηματικό και σε μη συστηματικό κίνδυνο. Ο συντελεστής “beta” (beta coefficient) βοηθά στη μέτρηση του συστηματικού (μη διαφοροποιήσιμου) κινδύνου μιας μετοχής, δηλαδή του κινδύνου του αξιόγραφου που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς και ο οποίος δεν εξουδετερώνεται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Ο μη συστηματικός (διαφοροποιήσιμος) κίνδυνος προκύπτει από γεγονότα και δεδομένα που αφορούν στην ίδια την εταιρία και τα οποία μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της βραχυχρόνια ή μακροχρόνια.

Ο συντελεστής “beta” μετράει τον βαθμό στον οποίο οι αποδόσεις μιας μετοχής συνδιακυμαίνονται με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αγοράς M , την απόδοση δηλαδή μιας μετοχής σε σύγκριση με την απόδοση της αγοράς, που ορίζεται από την πορεία του γενικού δείκτη του κάθε χρηματιστηρίου. Ο γενικός δείκτης - ο οποίος μετρά την επίδοση της συγκεκριμένης αγοράς - έχει εξ’ ορισμού συντελεστή “beta” ίσο με τη μονάδα. Απαραίτητη προϋπόθεση βέβαια για την ορθή εξαγωγή του “beta”, είναι ένας αντιπροσωπευτικός γενικός δείκτης.

Η διαφοροποίηση του κινδύνου (diversification effect) σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών επιτυγχάνεται όταν συνδυάζοντας μετοχές διαφορετικού κινδύνου και προσδοκώμενης απόδοσης - όπως π.χ. μετοχές από διαφορετικούς κλάδους - καταφέρουμε να περιορίσουμε το μη συστηματικό (διαφοροποιήσιμο) κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Όσο μικρότερος είναι δηλαδή ο συντελεστής συσχέτισης “ r ” μεταξύ των μετοχών, τόσο μικρότερος είναι και ο συνολικός κίνδυνος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι τυχαίες μεταβολές στην απόδοση του ενός αξιόγραφου αντισταθμίζονται από τις τυχαίες μεταβολές στην απόδοση του άλλου αξιόγραφου, έτσι ώστε να διασπείρεται ο κίνδυνος για το συνολικό χαρτοφυλάκιο. Ο συντελεστής αυτός είναι ο συντελεστής συσχετισμού των αποδόσεων των αξιόγραφων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο και μπορεί να λάβει τιμές από -1 έως 1. Όταν δε ο συντελεστής αυτός έχει θετική συσχέτιση μονάδας (είναι δηλαδή ίσος με 1), τότε ο κίνδυνος δεν εξουδετερώνεται, καθώς οι τυχαίες μεταβολές στις αποδόσεις των αξιόγραφων του χαρτοφυλακίου συγκλίνουν στην πορεία τους μέσα στο χρόνο.

2.2.2 Μέτρηση και Εξαγωγή του Συντελεστή

Η εξαγωγή του συντελεστή “beta” για μία μετοχή μπορεί να γίνει είτε διαγραμματικά, είτε με στατιστικές παρατηρήσεις πάνω στην απόδοση (π.χ. ημερήσια ή σε βάση 5 συνεδριάσεων) ενός αξιόγραφου σε σχέση με την απόδοση (στην αντίστοιχη χρονική βάση) της αγοράς (δηλαδή του Γενικού Δείκτη) για μια συγκεκριμένη περίοδο. Στην συγκεκριμένη εργασία αρχική εκτίμηση του “beta” πραγματοποιείται βάσει των στατιστικών παρατηρήσεων επί των αποδόσεων των μετοχών και του γενικού δείκτη σε εβδομαδιαία βάση για βάθος χρόνο από 2 έως 4 έτη.

Μετοχές με υψηλό συντελεστή “beta” θεωρούνται ως πιο ευαίσθητες στις απότομες μεταβολές της αγοράς, και τούτο διότι όσο εύκολα μπορούν να αποκομίσουν κέρδη, τόσο εύκολα (και πολλαπλασιαστικά του Γενικού Δείκτη) μπορούν να τα απολέσουν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι εν λόγω μετοχές να λογίζονται ως μετοχές υψηλού κινδύνου. Οι συντελεστές “beta” μπορούν να λάβουν είτε θετική είτε αρνητική τιμή, αλλά ως επί το πλείστον η τιμή τους είναι θετική. Το εύρος δε της διακύμανσής τους είναι τις περισσότερες φορές μεταξύ του 0,5 και του 2,0.

Ο συντελεστής “beta” ενός χαρτοφυλακίου μπορεί να υπολογιστεί παρομοίως είτε με στατιστικές παρατηρήσεις (μέθοδος παλινδρόμησης), είτε ως σταθμικός μέσος όρος των “beta” των επιμέρους μετοχών που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο. Ο συντελεστής “beta” χαρτοφυλακίου ερμηνεύεται κατά τον ίδιο τρόπο με τον οποίο ερμηνεύεται και ο συντελεστής “beta” μιας μετοχής. Μετρά δηλαδή την ευαισθησία της απόδοσης του χαρτοφυλακίου στις μεταβολές της αγοράς.

Επίσης, έχουν παρατηρηθεί τα ακόλουθα:

- Κυκλικές εταιρίες χαρακτηρίζονται από υψηλότερο συντελεστή “beta” (ή κίνδυνο) σε σύγκριση με τις μη κυκλικές εταιρίες.
- Εταιρίες με μεγαλύτερη γκάμα προϊόντων διακρίνονται επίσης από υψηλότερο “beta” έναντι εταιριών με περιορισμένη γκάμα προϊόντων.
- Όσο μεγαλύτερη είναι η ευαισθησία της ζήτησης για τα προϊόντα μιας εταιρίας τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος και ο δείκτης “beta”. Ανάπτυξη Α.Ε.Π. έναντι Πωλήσεων.
- Εταιρίες στις οποίες είναι σημαντική η συμμετοχή του σταθερού κόστους στο συνολικό κόστος, χαρακτηρίζονται από υψηλότερο “beta”.
- Το “beta” είναι επίσης υψηλότερο σε εταιρίες που διακρίνονται από σημαντικό τραπεζικό δανεισμό έναντι επιχειρήσεων που βασίζονται σε μικρότερο βαθμό στη χρηματοοικονομική μόχλευση. Τα λειτουργικά κόστη και ο τραπεζικός δανεισμός αυξάνουν την έκθεση της εταιρίας στον επιχειρηματικό κίνδυνο ή στον κίνδυνο της αγοράς.

2.2.3 Προβλήματα στην Εξαγωγή του “Beta”

Στη διαδικασία προσδιορισμού του συντελεστή beta, προκύπτουν ορισμένα προβλήματα.

Ειδικότερα:

- Το πρώτο πρόβλημα συνδέεται με τη διαχρονική σταθερότητα του συντελεστή “beta”. Το γεγονός ότι δεν έχουμε τη δυνατότητα απ’ ευθείας παρατήρησης, καθιστά απαραίτητη τη στατιστική εκτίμηση, που προϋποθέτει ότι το μη παρατηρούμενο μέγεθος παραμένει αμετάβλητο. Ο συντελεστής “beta” όμως μπορεί να μεταβληθεί διαχρονικά, σε περιπτώσεις, όπου για παράδειγμα η εταιρία η οποία εκδίδει τις μετοχές επεκτείνει τις δραστηριότητές της σε τομείς των οποίων οι αποδόσεις συν-διακυμαίνονται διαφορετικά με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για αυτόν το λόγο ο συντελεστής “beta” πρέπει να υπολογίζεται για σχετικά μικρά χρονικά διαστήματα, έτσι ώστε να μην περικλείει μέσα στο εκάστοτε διάστημα τις τυχόν αλλαγές στις δραστηριότητες της εταιρίας.
- Το δεύτερο πρόβλημα - το οποίο συνήθως παρουσιάζεται όταν υπολογίζουμε το συντελεστή “beta” μεμονωμένων αξιόγραφων, είναι το λεγόμενο πρόβλημα της εμπορευσιμότητας για μια συγκεκριμένη μετοχή. Αυτό γίνεται όταν δεν πραγματοποιούνται σημαντικές συναλλαγές σε ορισμένες μετοχές για κάποια χρονικά διαστήματα, με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατό να καταγραφούν οι αποδόσεις αυτών των αξιόγραφων. Παράλληλα, αυτό είναι συνήθως πρόβλημα των εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης, των οποίων οι μετοχές δεν έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα με αποτέλεσμα να μην “κινούνται” στους ευρύτερους ρυθμούς της αγοράς, καθώς και «υποανάπτυκτων» αγορών όπου μακροχρόνια η ζήτηση για μετοχές είναι χαμηλή και υπάρχει μικρός αριθμός δραστηριοποιούμενων επενδυτών.

2.2.4 Μια αυστηρότερη προσέγγιση του συντελεστή «beta»

Μια πιο αυστηρή προσέγγιση, που θα χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση του δείγματος της παρούσας εργασίας, είναι το “Bottom-up Beta” ή “Levered Beta”, το οποίο υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Beta} / (1 + (1 - \text{tax rate})(\text{Debt/Equity Ratio}))$$

όπου B (Unlevered) είναι το “beta” της γνωστής παλινδρόμησης.

Η συγκεκριμένη εκδοχή του “beta” έχει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Είναι χαμηλότερο του παραδοσιακού συντελεστή “beta”,
- Υπηρετεί την αρχή της συντηρητικότητας στην αποτίμηση μιας εταιρίας,
- Εξάγει μία ρεαλιστικότερη «δίκαιη τιμή», ενσωματώνοντας παράλληλα την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη χρηματοοικονομική μόχλευση μιας εταιρίας.

Τον παραπάνω τύπο θα χρησιμοποιήσουμε στην παρούσα εργασία για τον υπολογισμό του κόστους του κεφαλαίου (cost of equity), του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών (g) και του σταθμισμένου κόστους του κεφαλαίου (WACC).

2.3 Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου

Στη παρούσα ενότητα αναφέρουμε τους τρόπους υπολογισμού του Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου (CAPM) και του Μέσου Σταθμισμένου Κόστους Κεφαλαίου (WACC) της εταιρίας χρησιμοποιώντας τις εξής σχέσεις:

$$\text{CAPM} = R_f + \beta * (R_m - R_f) \text{ και}$$

$$\text{WACC} = K_e * (E / (E + D)) + K_d * (1 - t) * (D / (D + E))$$

Όπου:

K_e = κόστος κεφαλαίου

K_d = μετά φόρων κόστος υποχρεώσεων

D = υποχρεώσεις

E = ίδια κεφάλαια

Για το κόστος κεφαλαίου αναφερθήκαμε σε προηγούμενη ενότητα, στην παρούσα ενότητα θα αναλύσουμε το μέσο σταθμισμένο κόστος του κεφαλαίου. Το σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου είναι δείκτης ο οποίος χρησιμοποιεί περισσότερους παράγοντες για να προσδιορίσει το κόστος του κεφαλαίου όπως είναι οι υποχρεώσεις και το κόστος του χρέους.

Ο συγκεκριμένος δείκτης θα χρησιμοποιηθεί για την εξαγωγή της οικονομικής αξίας της εταιρείας η οποία εξετάζεται στην ενότητα της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων.

2.4 Κριτική μοντέλων αποτίμησης

Κατά καιρούς έχει ασκηθεί έντονη κριτική για τη θεωρητική αξία μιας μετοχής όσον αφορά στην καταλληλότερη μεθοδολογία και τις ρεαλιστικότερες υποθέσεις αποτίμησης που πρέπει να υιοθετούνται για την εξαγωγή της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης και της αντίστοιχης μετοχής της. Στην πράξη, έχουν δημιουργηθεί ορισμένοι «μύθοι» γύρω από τα μοντέλα αποτίμησης – συμπεριλαμβανομένων και των μοντέλων Discounted Cash Flow Model (DCF) και Dividend Discount Model (DDM)- οι οποίοι παρουσιάζονται συνοπτικά στις επόμενες παραγράφους:

- Η αποτίμηση αποτελεί μία αντικειμενική εκτίμηση της εταιρικής αξίας. Στην πράξη, δεν μπορεί να υπάρξει αντικειμενική αποτίμηση, διότι μοντέλα όπως το DCF ή το DDM περιλαμβάνουν μία μεγάλη σειρά υποθέσεων αποτίμησης, πολλές από τις οποίες δεν μπορούν να εκτιμηθούν αντικειμενικά λόγω της φύσης των παραμέτρων, αλλά και λόγω της έλλειψης επαρκούς πληροφόρησης. Συνεπώς, η αποτίμηση αποτελεί μία υποκειμενική προσέγγιση της εταιρικής αξίας, καθώς το αποτέλεσμα της εξαρτάται από τις υποθέσεις τις οποίες πραγματοποιεί ο εκάστοτε αναλυτής. Επίσης, ο βαθμός της “μεροληψίας” εξαρτάται και από εκείνον το φορέα που πληρώνει εκάστοτε την εταιρική ανάλυση ή αποτίμηση.
- Η αποτίμηση προσφέρει ακριβή εκτίμηση της εταιρικής αξίας – παράγοντας της μόχλευσης. Η διαδικασία αποτίμησης τείνει να παρουσιάζει υψηλή μόχλευση, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι μεταβάλλοντας σε μικρό βαθμό μία υπόθεση του αντίστοιχου μοντέλου, ο αναλυτής μπορεί να φθάσει σχετικά εύκολα στο οποιοδήποτε επιθυμητό αποτέλεσμα. Συνεπώς όταν η εταιρική αποτίμηση αποτελεί κριτήριο επενδυτικών αποφάσεων – αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής – τότε είναι προτιμότερο και ασφαλέστερο να λαμβάνεται υπόψη ένα εύρος δίκαιων αξιών γύρω από την εξαγόμενη αποτίμηση και το εν λόγω εύρος να συγκρίνεται με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, οι επενδυτικές αποφάσεις πρέπει να λαμβάνονται όχι μόνο βάσει ενός εύρους τιμών, αλλά και μέσω μιας ανάλυσης ευαισθησίας όπου εξάγονται δίκαιες αξίες για την ίδια την επιχείρηση με διαφορετικό κάθε φορά συνδυασμό παραμέτρων.

- Τα πολύπλοκα μοντέλα αποτίμησης είναι ανώτερα των απλών μοντέλων. Για αρκετούς αναλυτές η εφαρμογή πολύπλοκων χρηματοοικονομικών μοντέλων με πολλές παραδοχές και υποθέσεις αποτελεί ικανή ή / και αναγκαία συνθήκη για την εξαγωγή ενός ρεαλιστικού αποτελέσματος αποτίμησης. Όμως υπάρχει μία άλλη ομάδα παρατηρητών, η οποία υποστηρίζει ότι αποστολή του εκτιμητή ή του αναλυτή πρέπει να αποτελεί η δημιουργία «ισορροπημένων» και «καθαρών» μοντέλων.

Με άλλα λόγια, μέσω των μοντέλων αυτών πρέπει να επιτυγχάνεται το επιθυμητό αποτέλεσμα χωρίς όμως τα ίδια να χάνουν την ευελιξία τους. Τέτοια χρηματοοικονομικά μοντέλα υφίστανται όταν για παράδειγμα, δεν εισάγονται υπερβολικές σε αριθμό υποθέσεις αποτίμησης και όταν ξεχωρίζουν με διακριτό τρόπο οι προβλέψεις του εν λόγω μοντέλου από τα υπόλοιπα ιστορικά (πραγματοποιηθέντα) στοιχεία.

- Η αποτίμηση εφαρμόζεται μόνο σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες. Η πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών μοντέλων αποτίμησης (όπως τα μοντέλα DCFM και DDM) εφαρμόζεται τόσο σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις όσο και σε μη εισηγμένες εταιρίες. Το γεγονός ότι η απαιτούμενη πληροφόρηση – η οποία είναι κάθε φορά αναγκαία για τη δημιουργία ενός εξειδικευμένου μοντέλου – προσφέρεται ευκολότερα και πιο οργανωμένα από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες σε σύγκριση με τις μη εισηγμένες, είναι φυσικό να καθιστά τις αντίστοιχες αποτιμήσεις εισηγμένων εταιριών ρεαλιστικότερες και φαινομενικά πιο αξιόπιστες. Όμως στην πράξη, αποτιμήσεις βάσει τέτοιων μοντέλων γίνονται και για μη εισηγμένες επιχειρήσεις και μάλιστα με αρκετά μεγάλη συχνότητα, ιδιαίτερα σε χρονικές περιόδους όπου παρατηρείται σημαντική ζύμωση ή κινητικότητα σε επίπεδο εξαγορών και συγχωνεύσεων.

3 Αναφορά δεικτών για την αξιολόγηση των εταιρειών

Στα πλαίσια των συγκριτικών μοντέλων αξιολόγησης των εταιρειών αναφέρουμε τους δείκτες οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων στην επόμενη ενότητα για την αξιολόγηση των εταιρειών των νέων εισαγωγών στο ΧΑΑ της περιόδου 2001 έως 2003.

Οι πίνακες που ακολουθούν αναφέρουν τους δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση της δίκαιης αποτίμησης των νέων εισαγωγών:

NCF (Καθαρή ταμειακή ροή)	Κέρδος μετά φόρων + Αποσβέσεις
NOPAT (Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων)	Κέρδος προ φόρων και τόκων * (1 – Συντελεστή Φόρου)
OCF (Λειτουργική Ταμειακή Ροή)	Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων + Αποσβέσεις
NOWC (Καθαρό κεφάλαιο κίνησης)	Κυκλοφορούν ενεργητικό – Βραχ/σμες υποχρεώσεις
TOC (Συνολικό κεφάλαιο κίνησης)	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης + Αναπόσβεστη αξία παγίων
FCF (Αδέσμευτες ταμειακές ροές)	Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων - Επενδύσεις
MVA (Προστιθέμενη αγοραία αξία)	Χρηματιστηριακή Αξία – Ίδια κεφάλαια
EVA (Οικονομική προστιθέμενη αξία)	Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων – (Συνολικό κεφάλαιο κίνησης * WACC)

ΕΣΟΔΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (REVENUES PER SHARE)	Σύνολο λειτουργικών εσόδων / Αριθμό μετοχών
Κέρδη ανά μετοχή (EPS)	Κέρδη μετά φόρων / Αριθμό μετοχών
Μερίσματα ανά μετοχή (DPS)	Μερίσματα / Αριθμό μετοχών
Λογιστική αξία ανά μετοχή (BVPS)	Σύνολο ιδίων κεφαλαίων / Αριθμό μετοχών
Ταμειακή ροή ανά μετοχή (CFPS)	Λειτουργική ταμειακή ροή / Αριθμό μετοχών
Καθ.Ταμειακή ροή ανά μετοχή (FCFPS)	Αδέσμευτες ταμειακές ροές / Αριθμό μετοχών
Οικονομική Αξία ανά μετοχή (EVAPS)	Οικονομική προστιθέμενη αξία / αριθμό μετοχών
Αγοραία Αξία ανά μετοχή (MVAPS)	Προστιθέμενη αγοραία αξία / αριθμό μετοχών

ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	Μικτό κέρδος / Πωλήσεις
Αποδοτικότητα Πωλήσεων	Πωλήσεις / Ενεργητικό
Τιμή προς κέρδη (P/E)	Τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή / Κέρδη μετά φόρων
Τιμή προς Λογ.Αξία (P/BV)	Τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή / Λογιστική Αξία μετοχής
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	Κέρδη μετά φόρων / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	Κέρδη μετά φόρων / Σύνολο Ενεργητικού
Δείκτης Z score	Άθροισμα 5 δεικτών
MV/BV	Προστιθέμενη αγοραία αξία / Λογιστική αξία

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	Εξέταση Εμπειρικών ευρημάτων των αποδόσεων σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο διάστημα	59
1.1	Χρηματιστηριακές Αποδόσεις	59
1.1.1	Απλές Χρηματιστηριακές Αποδόσεις	59
1.1.2	Επιπλέον Χρηματιστηριακές Αποδόσεις	60
1.1.3	Πίνακας Απλών Αποδόσεων	60
1.1.3.1	1 ημέρα έως 6μήνες	61
1.1.3.2	1 ημέρα έως 12μήνες	62
1.1.3.3	1 ημέρα έως 18μήνες	62
1.1.3.4	1 ημέρα έως 24μήνες	62
1.1.3.5	1 ημέρα έως 30μήνες	62
1.1.3.6	1 ημέρα έως 36μήνες	62
1.2	Συμπεράσματα επί των απλών αποδόσεων	62
1.2.1	Επιπλέον Χρηματιστηριακές Αποδόσεις	63
1.2.1.1	Πίνακες Επιπλέον Χρηματιστηριακών Αποδόσεων	63
1.2.1.2	1 ημέρα έως 6μήνες	64
1.2.1.3	1 ημέρα έως 12μήνες	64
1.2.1.4	1 ημέρα έως 18μήνες	64
1.2.1.5	1 ημέρα έως 24μήνες	64
1.2.1.6	1 ημέρα έως 36 μήνες	64
1.2.2	Συμπεράσματα επί των επιπλέον αποδόσεων	65
1.3	Συγκεντρωτικά αποτελέσματα	65
2	Αξιολόγηση – Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων	66
2.1	Σκοπός των Οικονομικών Καταστάσεων	66
2.2	Ευθύνη για τις Οικονομικές Καταστάσεις	66
2.3	Ο Ρόλος του Ελεγκτή των Οικονομικών Καταστάσεων	67
2.4	Ελεγκτικά Θέματα/ Αποκλίσεις βάσει πιστοποιητικών Ορκωτών Ελεγκτών	67
2.4.1	Μέθοδος Απογραφής	67
2.4.2	Μέθοδος Αποσβέσεων	67
2.4.3	Αλλαγή Συντελεστών Απόσβεσης	68
2.4.4	Αναπροσαρμογή Αξίας Ακινήτων	68
2.4.5	Φορολογικός Έλεγχος	68
2.4.6	Προβλέψεις για Όλους τους Κινδύνους	68
2.4.7	Έξοδα πολυετούς απόσβεσης	69
2.4.8	Συμμετοχές σε Εταιρείες μη Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο	70
2.5	Παραδοχές για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων	70
2.5.1	Δεδομένα – Εξαιρέσεις	71
2.5.2	Λογιστικές παραδοχές	71
3	Αποτελέσματα Ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων	72
3.1	Αποτελέσματα ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων περιόδου 2001	72
3.1.1	Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας	73
3.1.2	Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας ανά Μετοχή	74
3.1.3	Δείκτες αποτίμησης της τιμής της μετοχής	75
3.1.4	Δείκτες χρηματιστηριακής αποδοτικότητας	75
3.1.5	Δείκτες Z – Score	76
3.2	Αποτελέσματα ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων περιόδου 2002	77
3.2.1	Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας	78
3.2.2	Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας ανά Μετοχή	79
3.2.3	Δείκτες αποτίμησης της τιμής της μετοχής	79
3.2.4	Δείκτες χρηματιστηριακής αποδοτικότητας	80

3.2.5	Δείκτες Z – Score.....	80
3.3	Αποτελέσματα ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων περιόδου 2003.....	81
3.3.1	Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας.....	82
3.3.2	Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και αποδοτικότητας ανά μετοχής.....	82
3.3.3	Δείκτες αποτίμησης της τιμής της μετοχής.....	83
3.3.4	Δείκτες χρηματιστηριακής αποδοτικότητας.....	83
3.3.5	Δείκτες Z – Score.....	83
3.4	Συμπεράσματα από την ανάλυση των καταστάσεων των ετών 2001 –2003.....	84
4	Γενικά συμπεράσματα – επίλογος.....	85

1 Εξέταση Εμπειρικών ευρημάτων των αποδόσεων σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο διάστημα

1.1 Χρηματιστηριακές Αποδόσεις

Για τον υπολογισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων θα χρησιμοποιηθούν οι τιμές των μετοχών έτσι όπως διαμορφώνονται στο Ημερήσιο Δελτίο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι τιμές αυτές αναμορφώνονται σε περιπτώσεις που υφίσταται αυξήσεις κεφαλαίων με διάσπαση μετοχών, διανομής δωρεάν μετοχών και αυξήσεις κεφαλαίου μέσω δικαιωμάτων προτίμησης. Για τον υπολογισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων θα χρησιμοποιηθούν οι απλές αποδόσεις και οι επιπλέον αποδόσεις της μετοχής από την απόδοση του δείκτη, όπως περιγράφεται στις επόμενες παραγράφους.

1.1.1 Απλές Χρηματιστηριακές Αποδόσεις

Οι απλές Χρηματιστηριακές Αποδόσεις βασίζονται στη σύγκριση μίας τιμής της μετοχής για μία συγκεκριμένη στιγμή, η οποία θα είναι η ημέρα εισαγωγής, και μετέπειτα χρονικών στιγμών έτσι όπως αναφέρονται παρακάτω:

- Ένα μήνα αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (21^η ημέρα)
- Τρεις μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (63^η ημέρα)
- Έξι μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (126^η ημέρα)
- Εννέα μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (189^η ημέρα)
- Δώδεκα μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (250^η ημέρα)
- Δεκαπέντε μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (313^η ημέρα)
- Δεκαοχτώ μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (376^η ημέρα)
- Είκοσι μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (438^η ημέρα)
- Εικοσιτέσσερις μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (500^η ημέρα)
- Είκοσι επτά μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (563^η ημέρα)
- Τριάντα μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (626^η ημέρα)
- Τριάντα τρεις μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (688^η ημέρα)
- Τριάντα έξι μήνες αργότερα από την ημέρα εισαγωγής (750^η ημέρα)

1.1.2 Επιπλέον Χρηματιστηριακές Αποδόσεις

Εκτός από τις απλές αποδόσεις υπολογίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις. Για τον υπολογισμό της επιπλέον απόδοσης αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για την αντίστοιχη χρονική περίοδο υπολογισμού της απλής απόδοσης. Ως απόδοση χρηματιστηριακής αγοράς λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη τιμών του ΧΑΑ:

$$\frac{\Gamma\Delta X_1 - \Gamma\Delta X_0}{\Gamma\Delta X_0} * 100$$

όπου:

ΓΔΧ είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ σε χρονικές στιγμές της περιόδου βάσης και των αντίστοιχων περιόδων που αναφέρονται στην προηγούμενη ενότητα για τις απλές χρηματιστηριακές αποδόσεις.

1.1.3 Πίνακας Απλών Αποδόσεων

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τις απλές αποδόσεις των εταιρειών του ΧΑΑ των δημοσίων εγγραφών της περιόδου 2001 έως 2003.

A-A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	21η	63η	126η	189 ^η	250η	313η	376η	438η	500η	563η	626η	688η	750η
1	ALPHA TRUST ANDROMEDA	-21.03%	-25.86%	-30.34%	-42.07%	-38.28%	-38.28%	-23.79%	-17.24%	-16.55%	-2.76%	-19.31%	-17.93%	-13.79%
2	ALSINCO	33.60%	35.97%	1.19%	8.30%	-25.69%	-18.58%	48.62%	54.94%	-7.51%	-28.06%	-47.04%	-44.66%	-37.15%
3	ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	-9.41%	-13.86%	-38.12%	-40.10%	-25.74%	-28.71%	-19.80%	-24.75%	-34.16%	-36.63%	-31.19%	0.00%	0.00%
4	ARROW ΑΕΕΧ	-28.24%	-34.12%	-35.29%	-33.73%	-30.98%	-33.73%	-22.35%	-15.29%	-16.86%	-5.88%	-3.53%	-6.67%	-5.49%
5	COMPUCON	31.21%	36.38%	-5.35%	0.02%	-28.16%	-0.41%	-22.13%	-26.86%	-48.81%	-63.86%	-71.18%	-69.89%	-72.47%
6	DOMUS	59.12%	78.38%	82.43%	81.42%	71.28%	81.42%	66.22%	60.14%	142.23%	182.77%	248.65%	203.04%	105.74%
7	EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	-28.78%	-28.78%	-16.10%	-5.85%	-24.39%	-20.00%	-20.98%	-21.46%	-28.78%	-31.22%	0.00%	0.00%	0.00%
8	FASHION BOX	-21.28%	-28.51%	5.11%	-8.94%	0.00%	-22.55%	-0.85%	-8.94%	0.43%	4.68%	0.00%	0.00%	0.00%
9	FITCO	340.82%	472.79%	393.88%	196.60%	165.31%	131.97%	75.51%	34.01%	0.68%	22.11%	-31.29%	-52.04%	-18.37%
10	HITECH CONSULTANTS	16.39%	20.07%	-15.72%	-4.35%	39.80%	2.68%	-9.36%	-32.44%	-47.16%	-45.48%	-58.19%	0.00%	0.00%
11	INTERFISH	28.09%	14.47%	-4.26%	-14.47%	-11.06%	-21.28%	-12.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
12	ΠΙΡΟΤΙΚΙ SOFTWARE	55.15%	25.09%	23.28%	2.23%	8.25%	5.24%	5.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
13	ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΣΤΙΚΗ	-22.53%	29.12%	40.66%	4.40%	-22.53%	-22.53%	-36.81%	-33.52%	-48.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
14	MEDICON	30.73%	-22.99%	148.69%	-11.34%	-15.67%	-25.21%	-34.30%	-44.63%	-16.12%	-21.49%	-21.28%	-20.87%	-30.17%
15	MLS ΠΑΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	26.55%	58.03%	94.69%	157.90%	149.05%	97.85%	92.16%	69.41%	78.89%	45.39%	25.16%	3.03%	-32.05%
16	MOTOR OIL	-13.40%	-20.39%	-24.27%	-19.81%	-22.91%	-30.87%	-38.64%	-34.76%	-34.56%	-33.01%	-33.01%	-26.02%	-28.54%
17	NEW MILLENIUM ΑΕΕΧ	-40.00%	-34.38%	-16.88%	-13.75%	-10.63%	4.37%	3.75%	-1.25%	-8.13%	-5.63%	0.00%	0.00%	0.00%
18	NEXUS	-7.96%	-38.31%	-38.31%	-54.73%	-60.70%	-60.70%	-47.26%	-49.25%	-49.75%	-46.77%	-46.27%	-46.77%	-46.77%
19	OPTIMA ΑΕΕΧ	-3.51%	39.47%	38.60%	6.14%	-0.88%	-12.72%	-24.56%	-43.42%	-35.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
20	PROFILE	15.00%	1.25%	-16.88%	-39.38%	-29.06%	-41.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
21	RAINBOW COMPUTER	405.00%	379.33%	120.00%	34.33%	16.67%	-24.33%	-0.33%	22.67%	-14.33%	-23.67%	-23.33%	-47.67%	-43.67%
22	REVOIL	1.49%	-24.18%	-19.70%	-34.33%	-31.94%	-31.04%	-38.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
23	UNIBRAIN	89.85%	73.85%	53.85%	126.46%	56.62%	45.54%	-26.15%	-47.08%	-66.46%	-34.77%	-42.15%	-54.77%	-62.46%
24	ΒΑΡΑΑΣ	45.61%	20.00%	16.49%	24.21%	46.67%	38.25%	41.75%	30.53%	-11.58%	26.32%	19.30%	14.39%	8.07%
25	BETANET	8.29%	-17.62%	21.24%	27.98%	29.02%	24.35%	11.92%	5.70%	14.51%	11.40%	10.88%	13.99%	10.36%
26	ΓΑΛΑΞΙΔΙΑ ΘΑΛΑΣΣ.	4.03%	-1.61%	-18.55%	78.23%	43.55%	12.10%	25.00%	-1.61%	-24.19%	-42.74%	-54.03%	-51.61%	-50.81%
27	ΑΕΗ	-4.09%	7.72%	17.32%	17.95%	-0.47%	12.13%	4.72%	44.72%	45.67%	72.28%	62.52%	49.45%	53.23%
28	ΑΙΑΣ ΙΧΥΟΚΑΛΑΙΕΡΓΕΙΕΣ	55.19%	38.46%	-26.73%	22.88%	2.69%	53.46%	26.92%	29.81%	21.15%	-12.88%	-13.46%	-46.35%	-42.88%
29	ΑΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗΣ	11.43%	29.29%	46.43%	162.14%	258.57%	308.57%	292.86%	328.57%	208.57%	30.71%	0.00%	0.00%	0.00%
30	ΕΙΑΗΣΦΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	-60.03%	-43.77%	18.10%	54.45%	68.00%	26.45%	1.61%	23.29%	49.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
31	ΑΙΒΑΝΗ	-31.82%	-54.34%	-58.26%	-57.44%	-20.66%	-8.68%	-30.17%	-58.88%	-60.74%	-63.22%	-67.77%	0.00%	0.00%

32	ΕΜΦΑΣΙΣ	23,64%	-10,08%	-19,38%	-31,78%	-60,85%	-62,02%	-60,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
33	ΕΥΑΘ	5,08%	27,92%	55,33%	38,58%	40,10%	35,53%	19,80%	27,41%	60,91%	28,93%	31,47%	20,30%	-2,54%
34	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	107,62%	20,24%	10,48%	-28,10%	-26,67%	-53,33%	-39,29%	-28,81%	-38,57%	-44,76%	-54,76%	-60,24%	-56,43%
35	ΖΗΝΩΝ	-27,80%	-46,78%	-50,34%	-53,05%	-31,86%	-44,07%	-36,61%	-38,31%	-33,56%	-38,31%	-40,00%	-40,00%	0,00%
36	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	44,24%	15,76%	20,61%	-25,15%	-39,09%	-58,48%	-48,48%	-18,79%	-33,64%	-47,88%	-58,18%	-73,64%	-74,24%
37	ΚΡΙ-ΚΡΙ	23,81%	1,90%	8,89%	-3,49%	-13,33%	-26,35%	-22,54%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
38	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ	39,01%	22,53%	1,65%	-18,68%	-6,04%	-1,10%	-17,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
39	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	73,96%	80,75%	71,87%	88,06%	115,22%	2,39%	45,22%	14,93%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
40	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	-6,44%	54,47%	79,42%	97,30%	97,30%	91,68%	88,77%	71,31%	76,72%	75,26%	77,34%	72,14%	62,79%
41	ΜΥΛΟΙ ΚΕΡΕΝΟΥ	72,73%	20,00%	1,21%	-9,09%	-33,94%	-63,94%	-40,61%	-12,42%	-27,27%	66,06%	-29,39%	-58,48%	-59,39%
42	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ	-4,87%	146,40%	115,27%	123,42%	116,44%	115,27%	114,11%	14,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
43	ΟΛΠ	34,09%	22,95%	32,95%	31,36%	20,23%	10,91%	28,86%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
44	ΟΠΑΠ	5,82%	9,45%	52,36%	57,09%	77,45%	75,64%	66,55%	44,36%	70,55%	94,91%	107,64%	150,91%	175,64%
45	ΟΛΘ	-16,91%	-2,08%	-8,90%	-14,54%	-8,01%	-24,63%	-48,07%	-17,80%	20,77%	-2,37%	15,43%	-2,08%	-13,65%
46	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	52,84%	22,73%	18,75%	5,68%	28,41%	2,27%	2,27%	9,09%	-6,82%	-38,64%	-46,59%	-68,18%	-72,73%
47	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ	-27,10%	-33,55%	-20,97%	-19,03%	-9,03%	-7,42%	-15,16%	-28,39%	-28,39%	-35,48%	-28,39%	-28,71%	0,00%
48	ΥΓΕΙΑ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ	-14,11%	-27,39%	-33,20%	-65,77%	-58,71%	-34,85%	-53,11%	-53,53%	-61,83%	-70,33%	-72,82%	-69,71%	0,00%
	AVERAGE	28,15%	27,00%	22,77%	16,63%	15,90%	7,51%	5,67%	6,78%	-0,19%	-3,32%	-6,14%	-7,48%	-7,25%

Τα στοιχεία των αποδόσεων του παραπάνω πίνακα αφορούν την απόδοση από την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης (μετά το 3ήμερο των δημοσίων εγγραφών) και ύστερα. Τα χρονικά διαστήματα για τα οποία κατανέμονται οι αποδόσεις είναι από 1 έως 36μήνες, και οι αποδόσεις που λήφθηκαν υπόψη είναι σε εβδομαδιαία βάση.

Παρατηρούμε ότι η μέση απόδοση των απλών αποδόσεων για διάστημα έως 3 μήνες μετά την εισαγωγή παρουσιάζει υψηλό ποσοστό, το οποίο φθίνει κατά το επόμενο χρονικό διάστημα. Ιδιαίτερα, μετά την 250^η ημέρα διαπραγμάτευσης (12μήνες αργότερα), η μέση απόδοση μειώνεται σχεδόν στο μισό για να καταλήξει στο αρνητικό ποσοστό μέσης απλής απόδοσης - 7,25% την 750^η ημέρα, δηλαδή 36 μήνες μετά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης.

Οι παραπάνω αποδόσεις αποδεικνύουν ότι - παρά το φαινόμενο της υποτιμολόγησης το οποίο είναι ιδιαίτερα έντονο όπως αυτό παρουσιάστηκε σε προηγούμενη ενότητα της παρούσας εργασίας - οι μακροπρόθεσμες χρηματιστηριακές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών της περιόδου 2001-2003 είχαν φθίνοντα ρυθμό με κατάληξη αρνητικών αποδόσεων.

Ας δούμε όμως αναλυτικά τα στάδια των απλών αποδόσεων ανά εξάμηνο από την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης μετά τη δημόσια εγγραφή.

1.1.3.1 1 ημέρα έως 6μήνες

Οι αποδόσεις κυμαίνονται από το υψηλότερο μέσο ποσοστό το οποίο προσδιορίστηκε σε 28,15% έως το μέσο ποσοστό του 22,77%. Παρατηρούμε μία σχετική σταθερότητα με ανεπαίσθητη μείωση στη μέση απόδοση των νέων εισαγωγών των ετών 2001 έως 2003.

1.1.3.2 1 ημέρα έως 12μήνες

Για το διάστημα των πρώτων 12 μηνών διαπραγμάτευσης για τις εταιρείες που εισήχθησαν την υπό έρευνα περίοδο, παρατηρούμε ότι η σχετική σταθερότητα αρχίζει και δείχνει κάποια σημάδια φθίνουσας πορείας, με ποσοστό μέσης απόδοσης που προσδιορίζεται στο τέλος των 12 μηνών στο επίπεδο του ποσοστού 15,9%.

1.1.3.3 1 ημέρα έως 18μήνες

Στο τέλος του διαστήματος των 18 μηνών γίνεται αισθητή η μείωση του μέσου ποσοστού των απλών αποδόσεων των εταιρειών της περιόδου 2001 έως 2003. Το ποσοστό μέσης απόδοσης ανέρχεται στο 5,67%, το οποίο είναι ιδιαίτερα χαμηλό σε σχέση με το αρχικό 28,15%.

Αυτή όμως είναι και η περίοδος η οποία έχει θετικά ποσοστά των μέσων απλών αποδόσεων. Από τους 18 μήνες διαπραγμάτευσης και ύστερα οι αποδόσεις όχι μόνο θα μηδενιστούν αλλά και θα γίνουν αρνητικές.

1.1.3.4 1 ημέρα έως 24μήνες

Στο τέλος αυτής της περιόδου οι αποδόσεις γίνονται αρνητικές με μέσο ποσοστό αρνητικής απόδοσης στο επίπεδο του -0,19%.

1.1.3.5 1 ημέρα έως 30μήνες

Τα σημάδια των αρνητικών αποδόσεων γίνονται πλέον εμφανώς αισθητά. Από -0,19% ποσοστού αρνητικής απόδοσης θα μειωθεί το ποσοστό στο -6,14% στο τέλος των 30 μηνών μετά την 1 ημέρα διαπραγμάτευσης.

1.1.3.6 1 ημέρα έως 36μήνες

Οι αποδόσεις παραμένουν αρνητικές και την περίοδο από 30 έως 36 μήνες διαπραγμάτευσης φθάνοντας στο επίπεδο του -7,25% αρνητικού ποσοστού απόδοσης.

1.2 Συμπεράσματα επί των απλών αποδόσεων

Από τον πίνακα που παραθέσαμε γίνεται κατανοητό ότι, για την περίοδο 2001 έως 2003, οι αποδόσεις των εταιρειών ήταν καθοδικές.

Μετά το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, το οποίο εμφανίζεται στο διάστημα των τριών πρώτων ημερών της δημόσιας εγγραφής, στο διάστημα από την πρώτη ημέρα έως τις 700 ημέρες διαπραγμάτευσης παρατηρούμε την καθοδική πορεία των αποδόσεων των μετοχών σε σημείο που οι αποδόσεις γίνονται αρνητικές.

Σε αυτό βασικό ρόλο έχει το καθολικό αρνητικό κλίμα που επικράτησε την περίοδο που ερευνούμε (2001 έως 2003), και ως δεύτερο στοιχείο είναι η «ποιότητα» των εταιρειών που εισήχθησαν στο ΧΑΑ τη συγκεκριμένη περίοδο, οι οποίες όπως θα εξετάσουμε σε επόμενη ενότητα δεν είχαν, λόγω των οικονομικών τους μεγεθών, την ανάλογη εξέλιξη.

1.2.1 Επιπλέον Χρηματιστηριακές Αποδόσεις

Οι επιπλέον αποδόσεις λαμβάνουν την απόδοση του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη του κλάδου για το ίδιο χρονικό διάστημα, ώστε να προσδιοριστεί η επιπλέον απόδοση της μετοχής από την ημέρα εισαγωγής της:

1.2.1.1 Πίνακες Επιπλέον Χρηματιστηριακών Αποδόσεων

Οι επιπλέον χρηματιστηριακές αποδόσεις της περιόδου 2001 έως 2003 παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

A-A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	21η	63η	126η	189η	250η	313η	376η	438η	500η	563η	626η	688η	750η
1	ALPHA TRUST ANDROMEDA	-20,87%	-16,21%	-17,12%	-18,77%	-8,99%	1,64%	9,62%	-3,45%	0,87%	1,10%	-15,52%	-5,89%	-16,59%
2	ALSINCO	41,18%	42,65%	14,50%	32,25%	6,61%	9,80%	51,71%	66,13%	-10,79%	-31,54%	-43,12%	-55,22%	-61,05%
3	ALTUS ΕΠΙΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	-6,36%	0,00%	-17,10%	-20,82%	-22,59%	-27,32%	-36,84%	-40,49%	-43,52%	-49,63%	-61,89%	0,00%	0,00%
4	ARROW ΑΕΕΧ	-26,40%	-19,70%	-20,66%	-3,34%	0,56%	7,32%	3,63%	5,50%	-2,65%	0,13%	1,61%	2,65%	-8,30%
5	COMPUCON	33,65%	38,26%	11,92%	21,46%	5,47%	15,82%	-16,24%	-22,77%	-56,29%	-70,13%	-68,84%	-84,90%	-78,74%
6	DOMUS	61,26%	87,85%	97,47%	102,68%	102,54%	119,27%	101,46%	79,12%	161,06%	192,35%	255,55%	217,27%	114,52%
7	EUROLINE ΕΠΙΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	-26,73%	-13,75%	-10,26%	-27,76%	-41,16%	-55,96%	-57,03%	-45,84%	-74,14%	68,78%	0,00%	0,00%	0,00%
8	FASHION BOX	-16,06%	-15,28%	-1,95%	-21,62%	-24,46%	-55,73%	-35,98%	-40,05%	-49,91%	104,68%	0,00%	0,00%	0,00%
9	FITCO	343,83%	488,82%	409,27%	219,06%	184,24%	156,98%	104,42%	68,54%	40,43%	21,64%	16,95%	1,59%	28,00%
10	HITECH CONSULTANTS	27,95%	32,10%	5,35%	16,23%	36,90%	1,06%	-24,21%	-49,23%	-56,09%	-62,40%	-94,60%	0,00%	0,00%
11	INTERFISH	19,52%	7,85%	-21,24%	-34,45%	-28,05%	-40,34%	-49,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12	PIROTIKI SOFTWARE & PUBLICATIONS	46,58%	18,46%	6,29%	-17,74%	-8,73%	-13,82%	-31,54%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
13	LOGISMOS ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΣΤΙΚΗ	-28,47%	2,92%	-1,12%	-40,08%	-84,46%	-82,63%	-83,94%	-106,79%	-140,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
14	MEDICON	22,42%	-16,28%	139,45%	-3,34%	-8,04%	-2,93%	-8,25%	-9,45%	5,02%	-7,46%	-11,56%	-23,62%	-30,21%
15	MILS ΠΑΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	41,83%	79,40%	100,13%	172,29%	168,71%	123,40%	127,16%	110,64%	117,66%	68,77%	48,40%	17,53%	-20,09%
16	MOTOR OIL	-11,83%	-10,59%	-17,56%	0,90%	1,41%	4,28%	0,64%	8,09%	-3,93%	-7,48%	-11,74%	-9,13%	-12,66%
17	NEW MILLENIUM ΑΕΕΧ	-33,59%	-17,54%	-19,96%	-31,66%	-29,83%	-30,29%	-24,90%	-23,60%	-51,55%	-66,59%	0,00%	0,00%	0,00%
18	NEXUS	-5,18%	-25,09%	-21,80%	-25,32%	-30,08%	-20,90%	-21,54%	-27,44%	-36,11%	-39,17%	-40,02%	-37,73%	-51,07%
19	OPTIMA ΑΕΕΧ	2,45%	33,68%	-4,55%	-25,04%	-53,44%	-65,57%	-66,50%	-106,72%	-118,99%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
20	PROFILE	14,27%	-16,92%	-34,24%	-51,55%	-43,65%	-77,42%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
21	RAINBOW COMPUTER	405,17%	388,98%	133,23%	57,63%	45,95%	15,58%	33,08%	36,46%	3,09%	-19,81%	-19,54%	-35,62%	-46,46%
22	REVOIL	-3,65%	-28,77%	-26,33%	-36,25%	-33,27%	-44,42%	-64,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
23	UNIBRAIN	91,14%	90,24%	82,00%	148,05%	89,12%	80,07%	18,94%	-1,48%	-12,96%	6,98%	-4,62%	-22,49%	-36,59%
24	ΒΑΡΑΑΣ	46,90%	36,39%	44,64%	45,79%	79,17%	72,77%	86,85%	76,12%	41,92%	68,07%	56,83%	46,67%	33,94%
25	BETANET	-0,02%	-10,91%	12,01%	35,98%	36,65%	46,63%	37,96%	40,88%	35,65%	25,43%	20,60%	11,24%	10,32%
26	ΓΑΛΑΞΙΑΙ ΘΑΛΑΣΣΟΚΑΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	11,62%	5,07%	-5,24%	102,17%	75,85%	40,48%	28,09%	9,58%	-27,48%	-46,22%	-50,12%	-62,17%	-75,21%
27	ΔΕΗ	-4,21%	15,01%	28,05%	37,58%	26,70%	49,36%	38,97%	54,88%	61,54%	76,53%	65,84%	60,37%	56,44%
28	ΔΙΑΣ ΙΧΥΟΚΑΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	56,68%	39,40%	-18,59%	45,04%	31,50%	80,63%	34,43%	39,61%	15,53%	-20,14%	-13,73%	-49,34%	-64,05%
29	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗΣ	17,89%	35,67%	63,03%	160,93%	247,96%	291,27%	260,65%	298,86%	185,30%	-9,87%	0,00%	0,00%	0,00%
30	ΕΙΔΙΑΣΕΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	-55,90%	-45,98%	-4,53%	29,59%	19,81%	-20,09%	-36,86%	-19,78%	-15,55%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
31	ΕΚΑΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ	-37,51%	-39,88%	-40,33%	-36,75%	-16,71%	-11,09%	-42,54%	-74,13%	-73,11%	-77,59%	-99,15%	0,00%	0,00%
32	ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΑΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	15,07%	-16,70%	-36,37%	-51,76%	-77,83%	-81,08%	-97,24%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
33	ΕΥΛΘ	4,56%	13,54%	46,45%	36,46%	45,41%	52,24%	45,06%	52,20%	63,47%	32,71%	22,72%	9,72%	-5,69%
34	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	107,69%	18,74%	24,02%	-3,18%	-7,75%	-23,70%	-6,99%	13,95%	5,17%	6,42%	-14,99%	-23,64%	-26,45%
35	ΖΗΝΩΝ ΡΟΜΠΟΤΙΚΗΣ & ΠΑΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	-29,53%	-32,47%	-30,57%	-28,58%	-23,54%	-42,49%	-40,66%	-48,13%	-44,71%	-48,71%	-66,33%	-86,26%	0,00%
36	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	48,05%	27,93%	34,13%	-5,93%	-7,04%	-20,82%	-12,06%	1,51%	-12,37%	-38,17%	-51,81%	-59,84%	-64,15%
37	KPI-KPI	23,84%	-0,32%	-4,41%	-20,75%	-21,50%	-41,24%	-57,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
38	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ	37,19%	5,10%	-13,74%	-28,41%	-16,77%	-32,23%	-53,72%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
39	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	62,60%	51,29%	47,86%	43,68%	70,75%	-29,69%	-9,14%	-55,57%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

40	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	7,09%	69,32%	93,67%	120,06%	125,28%	125,53%	133,67%	119,06%	125,08%	111,19%	111,40%	94,72%	86,70%
41	ΜΥΛΟΙ ΚΕΡΕΝΟΥ	74,57%	34,42%	15,85%	21,29%	-2,40%	-22,90%	-14,63%	8,37%	-13,06%	72,07%	-24,26%	-49,16%	-62,21%
42	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ	-13,99%	121,28%	89,91%	83,77%	72,65%	82,81%	73,22%	48,25%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
43	ΟΛΠ	34,13%	20,73%	19,66%	14,11%	12,07%	-3,98%	-5,63%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
44	ΟΠΑΠ	7,39%	19,26%	59,07%	77,80%	101,78%	110,79%	105,83%	87,21%	101,17%	120,43%	128,90%	167,80%	191,52%
45	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣ-ΚΗΣ	-19,41%	-2,47%	-14,86%	-15,66%	-21,79%	-33,73%	-39,39%	-37,99%	-21,25%	-23,21%	-10,07%	-8,68%	-14,63%
46	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	54,68%	37,15%	33,39%	36,06%	59,95%	43,32%	28,25%	29,88%	7,40%	-32,63%	-41,45%	-58,86%	-75,54%
47	ΣΤΕΛΑΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ	-28,83%	-19,24%	-1,20%	5,44%	-0,71%	-5,84%	-19,21%	-38,22%	-39,54%	-45,88%	-54,71%	71,29%	0,00%
48	ΥΓΕΙΑ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ	-9,84%	-17,41%	-14,77%	-36,07%	-32,36%	-35,49%	-47,34%	-60,78%	-70,12%	-70,11%	-81,24%	-98,37%	0,00%
	AVERAGE	28,81%	31,17%	25,27%	22,53%	20,87%	12,70%	6,69%	9,23%	-0,08%	4,39%	-3,14%	-1,46%	-4,75%

Τα στοιχεία των επιπλέον αποδόσεων του πίνακα αφορούν την απόδοση από την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης (μετά το 3ήμερο των δημοσίων εγγραφών) και ύστερα. Τα χρονικά διαστήματα για τα οποία κατανέμονται οι αποδόσεις είναι από 1 έως 36 μήνες. Επίσης για την κατάρτιση του παραπάνω πίνακα λήφθηκαν υπόψη οι επιπλέον αποδόσεις σε εβδομαδιαία βάση.

1.2.1.2 1 ημέρα έως 6 μήνες

Παρατηρούμε μία σχετική σταθερότητα με μία μικρή αύξηση στο μέσο της περιόδου για την μέση επιπλέον απόδοση των νέων εισαγωγών των ετών 2001 έως 2003. Το ποσοστό ξεκινά από τα επίπεδα του 28,81% και καταλήγει στα επίπεδα του 25,27%.

1.2.1.3 1 ημέρα έως 12 μήνες

Για το διάστημα των πρώτων 12 μηνών διαπραγμάτευσης παρατηρούμε ότι η σχετική σταθερότητα παρουσιάζει μία ελαφρά φθίνουσα πορεία φθάνοντας στο ποσοστό 20,87% στο τέλος των 12 μηνών διαπραγμάτευσης.

1.2.1.4 1 ημέρα έως 18 μήνες

Στο διάστημα των 12 έως τους 18 μήνες πραγματοποιείται η μεγάλη μεταβολή – μείωση - του ποσοστού των επιπλέον αποδόσεων σε σημείο που φθάνει στο ποσοστό των 6,69% από 28,81% που ήταν αρχικά.

1.2.1.5 1 ημέρα έως 24 μήνες

Στο τέλος αυτής της περιόδου οι αποδόσεις γίνονται αρνητικές προσδιορίζοντας το μέσο ποσοστό απόδοσης στο επίπεδο του -0,08%.

1.2.1.6 1 ημέρα έως 36 μήνες

Τα σημάδια των αρνητικών αποδόσεων εξακολουθούν να βαίνουν με φθίνοντα ρυθμό ο οποίος κυμαίνεται από το -0,08% ποσοστό αρνητικής απόδοσης των 24 μηνών στο ποσοστό του -3,14% στο τέλος των 30 μηνών και στο -4,75% στο τέλος των 36 μηνών.

1.2.2 Συμπεράσματα επί των επιπλέον αποδόσεων

Αντιλαμβανόμαστε ότι, όπως ήταν φυσιολογικό άλλωστε, ότι οι επιπλέον αποδόσεις των εταιρειών της περιόδου 2001 έως 2003, είχε την ίδια πορεία με τις απλές αποδόσεις λόγω του γενικότερου αρνητικού κλίματος το οποίο και προαναφέραμε.

1.3 Συγκεντρωτικά αποτελέσματα

Ο παρακάτω πίνακας περιέχει τις Χρηματιστηριακές Αποδόσεις (με βάση την Χρηματιστηριακή Τιμή από την πρώτη ημέρα μετά την εισαγωγής) από Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών της περιόδου 2001 έως 2003

Μήνας μετά την εισαγωγή	Αριθμος εταιριών	Απλές αποδόσεις	Επιπλέον αποδόσεις
1	48	28,15%	28,81%
3	48	27,00%	31,17%
6	48	22,77%	25,27%
9	48	16,63%	22,53%
12	48	15,90%	20,87%
15	48	7,51%	12,70%
18	47	5,67%	6,69%
21	38	6,78%	9,23%
24	37	-0,19%	-0,08%
27	35	-3,32%	4,39%
30	31	-6,14%	-3,14%
33	28	-7,48%	-1,46%
36	27	-7,25%	-4,75%
Μέση τιμή	40,85	8,16%	11,71%
Τυπική απόκλιση		0,13	0,13
Διάμεσος		0,07	0,09

Ο παραπάνω πίνακας ωστόσο δείχνει ότι η μέση απόδοση κυμαίνεται στο 8,16% το οποίο είναι ένα ικανοποιητικό ποσοστό απόδοσης, έχοντας όμως μεγάλη τυπική απόκλιση της τάξεως του 13%.

Επίσης η διάμεσος ορίζεται σε ελαφρώς μικρότερο ποσό απόδοσης από τον μέσο. Γενικά τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα δείχνουν ότι εφόσον κατείχες την μετοχές του δείγματος από την πρώτη ημέρα μετά την Δημόσια εγγραφή οι αποδόσεις θα κυμαίνονταν στα παραπάνω επίπεδα τα οποία σαφώς και αξιολογούνται ως ικανοποιητικά.

2 Αξιολόγηση – Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων

2.1 Σκοπός των Οικονομικών Καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις είναι μία δομημένη οικονομική παρουσίαση της οικονομικής θέσης, των συναλλαγών και των οικονομικών δραστηριοτήτων που αναπτύσσει μία επιχείρηση. Η επιδίωξη των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν οικονομικές πληροφορίες, οι οποίες είναι σχετικές με την οικονομική θέση, την απόδοση και την οικονομική κατάσταση, ώστε να είναι χρήσιμες σε μια ευρεία ομάδα χρηστών προκειμένου με την αξιοποίησή τους να λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις. Οι ομάδες αυτές μπορεί να ανήκουν στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης είτε στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης π.χ εργαζόμενοι , τράπεζες, επενδυτές κλπ.

Για την πραγματοποίηση των παραπάνω σκοπών και για την αποτελεσματικότερη λήψη αποφάσεων, οι οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν πληροφορίες σχετικά με:

- Τα περιουσιακά στοιχεία,
- Τις υποχρεώσεις,
- Τα ίδια κεφάλαια,
- Τα έσοδα και τα έξοδα, συμπεριλαμβανομένων των κερδών και ζημιών και,
- Τις ταμιακές ροές.

Οι παραπάνω πληροφορίες συνοψίζονται με βάση τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα σε τρεις βασικές Οικονομικές καταστάσεις οι οποίες είναι:

- Ο Ισολογισμός
- Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- Ο Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων

2.2 Ευθύνη για τις Οικονομικές Καταστάσεις

Τόσο ο Κ.Ν. 2190/1920, όσο και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα και οι αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης αναγνωρίζουν ότι την ευθύνη κατάρτισης και παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης φέρει το Διοικητικό Συμβούλιο ή/και κάποιο άλλο όργανο της διοίκησής της.

2.3 Ο Ρόλος του Ελεγκτή των Οικονομικών Καταστάσεων

Το αντικείμενο του ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων είναι η έκφραση γνώμης του ελεγκτή για το αν οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα και την κείμενη νομοθεσία, απεικονίζοντας την περιουσιακή διάρθρωση και οικονομική θέση της εταιρίας, βάσει των σχετικών διατάξεων και λογιστικών αρχών που έχουν γίνει γενικά παραδεκτές.

2.4 Ελεγκτικά Θέματα/ Αποκλίσεις βάσει πιστοποιητικών Ορκωτών Ελεγκτών

Οι κυριότερες παρατηρήσεις που αναφέρονται συχνά σε πιστοποιητικά ελέγχου μπορούν να ομαδοποιηθούν στις ακόλουθες κατηγορίες:

2.4.1 Μέθοδος Απογραφής

Η αλλαγή μεθόδου απογραφής θεωρείται ότι είναι παρέκκλιση από τη θεμελιώδη προϋπόθεση της πάγιας εφαρμογής των ίδιων λογιστικών αρχών και μεθόδων. Η αλλαγή της μεθόδου αποτίμησης από FIFO σε LIFO ή Μέσο Σταθμικό σημαίνει ότι το τελικό απόθεμα εκτιμάται σε χαμηλότερες τιμές οπότε και τα κέρδη εμφανίζονται μειωμένα. Το αντίστροφο συμβαίνει σε περίπτωση που η επιχείρηση αλλάξει τη μέθοδο αποτίμησης από Μέσο Σταθμικό, η LIFO σε FIFO.

2.4.2 Μέθοδος Αποσβέσεων

Η αλλαγή από σταθερή μέθοδο αποσβέσεων σε φθίνουσα, θεωρείται ότι είναι μια αλλαγή που επηρεάζει τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων και την περιουσιακή τους διάρθρωση. Συγκεκριμένα αυτή η μεταβολή σημαίνει ότι οι αποσβέσεις που υπολογίζονται είναι μεγαλύτερες με τη φθίνουσα μέθοδο (υπολογίζεται σε 3πλάσιο του συντελεστή απόσβεσης της σταθερής - Π.Δ. 299/2003 και Π.Δ. 100/1998) οπότε το ενσώματο πάγιο εμφανίζεται με μικρότερη αναπόσβεστη αξία και τα αποτελέσματα της χρήσης είναι μειωμένα. Αντίστροφα αποτελέσματα έχουμε σε περίπτωση αλλαγής της μεθόδου απόσβεσης από φθίνουσα σε σταθερή.

Ωστόσο τονίζεται ότι με βάση τα προαναφερθέντα διατάγματα η φθίνουσα μέθοδος απόσβεσης επιτρέπεται σε ορισμένα πάγια της κατηγορίας των μηχανημάτων.

2.4.3 Αλλαγή Συντελεστών Απόσβεσης

Η αλλαγή των συντελεστών απόσβεσης μεταβάλλει την εκτίμηση που έχει σχηματίσει η διοίκηση και η οικονομική διεύθυνση της εταιρείας για τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής ενός παγίου.

Αν η εταιρεία εκτιμήσει ότι τα πάγια στοιχεία της πρέπει να αποσβένονται πιο γρήγορα, αυτό θα έχει ως συνέπεια μείωση των κερδών και ταχύτερη απόσβεση των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων αυτών.

Βέβαια στην ελληνική πραγματικότητα, η αλλαγή των συντελεστών απόσβεσης θεσμοθετήθηκε πρόσφατα, με το Π.Δ. 299/2003, το οποίο έδωσε στις επιχειρήσεις την δυνατότητα να επιλέξουν από ένα εύρος συντελεστών απόσβεσης. Η επιλογή του εκάστοτε συντελεστή πραγματοποιείται με βάση τη δραστηριότητα της επιχείρησης και τη χρησιμοποίηση των παγίων περιουσιακών της στοιχείων.

2.4.4 Αναπροσαρμογή Αξίας Ακινήτων

Η αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων πραγματοποιείται κάθε τέσσερα χρόνια με βάση το νόμο 2065/1992 και δεν θεωρείται ενέργεια μη σύννομη με τις διατάξεις των νόμων. Ωστόσο επιφέρει την αύξηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και την αύξηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων.

2.4.5 Φορολογικός Έλεγχος

Όταν το πιστοποιητικό του Ορκωτού Ελεγκτή αναφέρει ότι δεν έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για τη χρήση στην οποία παρέχεται το πιστοποιητικό έλεγχου, σημαίνει ότι σε ενδεχόμενο φορολογικό έλεγχο η επιχείρηση θα αντιμετωπίσει πιθανές φορολογικές διαφορές οι οποίες θα εμφανιστούν στις οικονομικές καταστάσεις ως «διαφορές φορολογικού ελέγχου».

Οι συγκεκριμένες διαφορές θα επηρεάσουν τη δυνατότητα για διανομή κερδών μειώνοντας τα κέρδη προς διανομή. Οπότε θα πρέπει να ληφθεί η συγκεκριμένη πληροφορία υπόψη για τον καθορισμό των μελλοντικών κερδών και μερισμάτων της επιχείρησης.

Στην περίπτωση που περιλαμβάνονται στη χρήση διαφορές φορολογικού ελέγχου αυτές εμφανίζονται στον Πίνακα Διάθεσης των Αποτελεσμάτων αφαιρετικά από τα Κέρδη προς Διάθεση. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να αφαιρεθούν για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, οι οποίες θα ληφθούν υπόψη για την αποτίμηση των συγκεκριμένων εταιρειών.

2.4.6 Προβλέψεις για Όλους τους Κινδύνους

Σύμφωνα με επιμέρους διατάξεις των άρθρων 42ε και 43 του Κ.Ν.2190/1920, οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πρέπει να εμφανίζουν με απόλυτη σαφήνεια την αντικειμενική και ειλικρινή οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Για το λόγο αυτό στο πιστοποιητικό του Ορκωτού Ελεγκτή αναφέρονται συχνά παρατηρήσεις που αφορούν ενδεχόμενες ως βέβαιες καταστάσεις κινδύνων τους οποίους αντιμετωπίζει η επιχείρηση και θα τη ζημιώσουν στο άμεσο μέλλον. Οι περιπτώσεις αυτές συνοψίζονται σε πέντε σημαντικές κατηγορίες προβλέψεων τις οποίες παραθέτουμε:

- Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω συνταξιοδότησης
- Προβλέψεις για υποτιμήσεις ενσώματων περιουσιακών στοιχείων
- Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις
- Προβλέψεις για συναλλαγματικές διαφορές προκύπτουσες κατά την αποτίμηση απαιτήσεων/ υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα
- Προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα

Στις περιπτώσεις που αναφέρονται παρατηρήσεις για τις παραπάνω πέντε κατηγορίες προβλέψεων, οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών των νέων εισαγωγών της περιόδου 2001 έως 2003 θα προσαρμόζονται – αναμορφώνονται με βάση τις παρατηρήσεις αυτές.

2.4.7 Έξοδα πολυετούς απόσβεσης

Τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης είναι έξοδα τα οποία επιμερίζονται λογιστικά σε περισσότερες από μία χρήσεις. Αυτό σημαίνει ότι είναι έξοδα τα οποία έχουν κεφαλαιοποιηθεί και εμφανίζονται στο ενεργητικό της επιχείρησης ως περιουσιακά στοιχεία. Τέτοιου είδους έξοδα είναι:

- Έξοδα κατά το στάδιο της ίδρυσης ή μετεγκατάστασης: Τα έξοδα που υλοποιούνται κατά το στάδιο της ίδρυσης της επιχείρησης ή μετεγκατάστασης, μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν και να επιβαρύνουν περισσότερες από μία χρήσεις.
- Έξοδα κτήσης ακινητοποιήσεων: Τα έξοδα που πραγματοποιούνται για την κτήση ακινήτων, οικοπέδων και κτιρίων, είναι έξοδα τα οποία κεφαλαιοποιούνται και αποσβένονται σε περισσότερες από μία χρήσεις.
- Έξοδα τόκων και χρηματοοικονομικών πράξεων: Τόκοι κατασκευαστικής περιόδου, έξοδα έκδοσης ομολογιακών δανείων, συναλλαγματικές διαφορές από πιστώσεις και δάνεια κτήσεως παγίων σε ξένο νόμισμα, είναι έξοδα που κεφαλαιοποιούνται και επιβαρύνουν περισσότερες από μία χρήσεις.
- Απόσβεση Ζημιών Αποτίμησης Συμμετοχών: Με φορολογική διάταξη (άρθρο 37, Ν.2874/2000), η ζημιά από αποτίμηση μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο ή η ζημιά από

πώληση αυτών επιτρέπεται να καταχωρηθεί στα έξοδα πολυετούς απόσβεσης και να εκπέσει ισόποσα σε πέντε χρήσεις.

- Απόσβεση Χρεωστικών Διαφορών: Σε δύο πρόσφατες περιπτώσεις, η ανατίμηση των ισοτιμιών των ξένων νομισμάτων (δολάριο και ιαπωνικό γεν) ήταν τέτοια, ώστε οι προκύπτουσες συναλλαγματικές διαφορές ήταν σημαντικές και με φορολογικές διατάξεις επιτράπηκε η απόσβεση των προκύπτουσών συναλλαγματικών διαφορών σε τρία χρόνια.

Στη συγκεκριμένη εργασία, όλα τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης θα αφαιρούνται από το ενεργητικό, με ισόποση μείωση των ιδίων κεφαλαίων. Οι λόγοι είναι ότι τα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία δεν έχουν ιδιότητες περιουσιακών στοιχείων και σε περίπτωση ρευστοποίησης δεν έχουν καμία αξία.

2.4.8 Συμμετοχές σε Εταιρείες μη Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο

Στις περιπτώσεις όπου η εταιρεία έχει συμμετοχή σε εταιρείες οι οποίες δεν είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο, η αποτίμησή τους πρέπει να γίνεται με βάση τον πιο πρόσφατα συνταγμένο Ισολογισμό. Για το σκοπό αυτό, ο ισολογισμός αυτός θα πρέπει να αναμορφώνεται με βάση τις παρατηρήσεις που έχει διατυπώσει ο ελεγκτής. Ωστόσο οι συμμετοχές σε τέτοιου είδους εταιρείες δεν θα επηρεάσουν τις καταστάσεις των εταιρειών των νέων εισαγωγών λόγω του ότι είναι αδύνατο να αναμορφωθούν οι λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών αυτών.

2.5 Παραδοχές για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων

Βασικός στόχος της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων για την παρούσα εργασία είναι να αποτελέσουν το υλικό το οποίο θα τροφοδοτήσει τα μοντέλα αποτίμησης – τα οποία αναφέρθηκαν σε προηγούμενη ενότητα – ούτως ώστε να προσδιοριστεί μια αντικειμενική «δίκαιη» τιμή της μετοχής των νέων εισαγωγών των εταιρειών της περιόδου 2001 έως 2003. Δηλαδή, θα χρησιμοποιηθούν οι λογιστικές καταστάσεις με τέτοιο τρόπο ώστε να δώσουν αποτελέσματα για την αξιολόγηση της τιμής της μετοχής κατά το έτος της εισαγωγής.

2.5.1 Δεδομένα – Εξαιρέσεις

Ως δεδομένα θα ληφθούν υπόψη οι οικονομικές καταστάσεις όλων των εταιρειών των νέων εισαγωγών τις περιόδου 2001 έως 2003, όπως αυτές δημοσιεύτηκαν στο ΦΕΚ και σε οικονομικές εφημερίδες. Επιπλέον τα στοιχεία αυτά αναμορφώθηκαν με βάση τις λογιστικές παραδοχές που αναφέρουμε στην επόμενη ακριβώς ενότητα.

Από την ανάλυσή μας θα εξαιρεθούν οι οικονομικές καταστάσεις των επενδυτικών και των εταιρειών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Επίσης δεν θα ληφθούν υπόψη οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών οι οποίες δεν έχουν ιδιαίτερη σημασία για την έκβαση των αποτελεσμάτων των εταιρειών που διερευνούμε π.χ η εταιρεία Ευρωσύμβουλοι, καθώς και εκείνες που δεν ήταν εφικτό να συγκεντρωθούν τα αναγκαία στοιχεία.

Τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων καθώς και αντίγραφα των δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων, επισυνάπτονται στο σχετικό παράρτημα στο τέλος της εργασίας.

2.5.2 Λογιστικές παραδοχές

Οι συγκεκριμένες λογιστικές παραδοχές - οι οποίες έχουν σκοπό την αντικειμενικότερη παρουσίαση και αναμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων – που λήφθηκαν υπόψη είναι:

- Τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης θα αφαιρούνται από το ενεργητικό με ισόποση μείωση των ιδίων κεφαλαίων.
- Οι μεταβατικοί λογαριασμοί του ενεργητικού θα μεταφέρονται σε λογαριασμούς απαιτήσεων και οι μεταβατικοί λογαριασμοί του παθητικού θα μεταφέρονται σε λογαριασμούς βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- Οι σημαντικότερες παρατηρήσεις των πιστοποιητικών των Ορκωτών Ελεγκτών θα λαμβάνονται υπόψη για την αναμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων των υπό διερεύνηση εταιρειών.

3 Αποτελέσματα Ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων

Παρακάτω παραθέτουμε τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των εταιρειών που εισήχθηκαν τα έτη 2001 έως 2003 για κάθε περίοδο ξεχωριστά.

3.1 Αποτελέσματα ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων περιόδου 2001

ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΟΥΣ 2001			
	ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	
	2001	2001	
1	NCF	389.234.496	383.909.357
2	NOPAT	60.354.181	57.259.656
3	OCF	401.284.974	397.667.285
4	NOWC	45.348.585	46.796.454
5	TOC	625.947.018	601.226.520
6	FCF	-38.916.587	-28.026.703
7	MVA	390.718.220	409.324.797
8	EVA	33.449.100	31.654.168
9	ΕΞΟΔΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (REVENUES PER SHARE)	4,57	4,61
10	Κέρδη ανά μετοχή (EPS)	0,45	0,44
11	Μερίσματα ανά μετοχή (DPS)	0,24	0,24
12	Λογιστική αξία ανά μετοχή (BVPS)	2,79	2,65
13	Ταμειακή ροή ανά μετοχή (CFPS)	2,10	1,82
14	Καθ.Ταμειακή ροή ανά μετοχή (FCFPS)	-0,37	-0,34
15	Οικονομική Αξία ανά μετοχή (EVAPS)	0,23	0,23
16	Αγοραία Αξία ανά μετοχή (MVAPS)	6,39	6,54
17	Κόστος Κεφαλαίου	0,08	0,09
18	Τιμή μετοχής GORDONS	2,40	6,78
19	Τιμή μετοχής DDM	1,80	1,65
20	Τιμή μετοχής FCFE	6,91	2,63
21	Τρέχουσα τιμή	9,20	9,20
22	Απόκλιση GORDONS	6,80	2,42
23	Απόκλιση DDM	7,40	7,55
24	Χαρακτηρισμός απόκλισης τιμής GORDONS	ΒΛ. ΠΑΡΑΚΑΤΩ ΠΙΝΑΚΑ	
25	Χαρακτηρισμός απόκλισης τιμής DDM		
26	ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΑΟΣ	0,23	0,30
27	Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,97	0,98
28	Τιμή προς κέρδη (P/E)	27,96	30,40
29	Τιμή προς Λογ.Αξία (P/BV)	5,64	5,86
30	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	0,31	0,28
31	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	0,11	0,10
32	Κεφάλαιο κίνησης / Ενεργητικό	0,27	0,28
33	Αποτελέσματα εις νέο / Ενεργητικό	0,37	0,35
34	Κέρδη προ φόρων & Τόκων / Ενεργητικό	0,17	0,17
35	Χρηματιστηριακή αξία / Συνολικές υποχρεώσεις	7,14	5,23
36	Πωλήσεις / Ενεργητικό	0,97	0,98
37	Δείκτης Z score	8,91	7,02
38	Αξιολόγηση Z score	ΒΛ. ΠΑΡΑΚΑΤΩ ΠΙΝΑΚΑ	
39	MV/BV	4,72	4,86

ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗ Z - SCORE			
		ΑΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	11
ΥΠΟΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	2,00	ΕΠΙΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	1
ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	10,00	ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ ΘΕΣΗ	0
ΣΥΝΟΛΑ	12,00	ΣΥΝΟΛΑ	12
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗ Z - SCORE ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗ			
		ΑΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	10
ΥΠΟΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	3,00	ΕΠΙΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	2
ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	12,00	ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ ΘΕΣΗ	0
ΣΥΝΟΛΑ	12,00	ΣΥΝΟΛΑ	12
<p>Σημαντική Σημείωση: Υπάρχει περίπτωση για μία εταιρεία να είναι ταυτόχρονα η μετοχή της υπερτιμημένη και υποτιμημένη επειδή αποτιμάται με διαφορετικά μοντέλα αποτίμησης τα οποία δίνουν και διαφορετικά αποτελέσματα. Αυτός είναι και ο λόγος που στους παραπάνω πίνακες το άθροισμα του πλήθους των υπερτιμημένων και υποτιμημένων μετοχών είναι μεγαλύτερο από το ολικό άθροισμα του πλήθους των μετοχών.</p>			

Στους παραπάνω πίνακες παρουσιάζεται συνοπτικά ο απλός μέσος των αποτελεσμάτων των τριάντα εννέα (39) δεικτών που υπολογίστηκαν για δώδεκα (12) επιλεγμένες εταιρείες που εισήχθησαν με δημόσια εγγραφή το έτος 2001, βάσει των αναμορφωμένων λογιστικών τους καταστάσεων.

Στη συνέχεια θα σχολιάσουμε και θα αναλύσουμε τους παραπάνω δείκτες, ώστε να καταλήξουμε σε συμπεράσματα ως προς τη δίκαιη αποτίμησης των εταιρειών βάσει των λογιστικών τους καταστάσεων.

3.1.1 Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας

Οι τρεις πρώτοι δείκτες επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τα κέρδη των εταιρειών και τις αποσβέσεις. Δεδομένου ότι το έτος 2001 πραγματοποιήθηκαν οι εισαγωγές εταιριών μεγάλου μεγέθους όπως ΔΕΗ, MOTOR OIL, INTRACOM CONSTRUCTIONS, ΟΠΑΠ, ΟΛΘ, ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ, FITCO, ΒΑΡΔΑΣ, ΖΗΝΩΝ, UNIBRAIN, MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ και MEDICON είναι φυσιολογικό να είναι ιδιαίτερα αυξημένο το μέσο αποτέλεσμα των δεικτών αυτών.

Αυξημένοι παρουσιάζονται και οι δείκτες του κεφαλαίου κίνησης (NOWC) και του συνολικού κεφαλαίου κίνησης (TOC), οι οποίοι επηρεάζονται από την αύξηση του κεφαλαίου λόγω της δημόσιας εγγραφής μιας και ερευνούμε το έτος για το οποίο η επιχείρηση εισήχθη στο ΧΑΑ.

Σε όλες τις δημόσιες εγγραφές ο δείκτης αδέσμευτων ταμιακών ροών (FCF) είναι ιδιαίτερα αυξημένος λόγω της εισροής κεφαλαίων από τη δημόσια εγγραφή. Αυτό είναι φυσιολογικό επειδή ο δείκτης υπολογίζεται αφαιρώντας από το καθαρό κέρδος μετά φόρων, το συνολικό ποσό των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν. Επειδή εξετάζουμε το έτος εισαγωγής ο συγκεκριμένος δείκτης θα είναι αρνητικός και στο συγκεκριμένο έτος παρουσιάζει το μεγαλύτερο ποσοστό λόγω του μεγέθους των εταιρειών που εισήχθησαν.

Ιδιαίτερα αυξημένη είναι η αγοραία και οικονομική αξία των εταιρειών των νέων εισαγωγών της περιόδου 2001. Η αγοραία αξία είναι το γινόμενο της αξίας της μετοχής με τον αριθμό των μετοχών, που είναι ιδιαίτερα αυξημένη λόγω της αξίας της μετοχής – επειδή εξετάζουμε το έτος εισαγωγής των εταιρειών – και των τεμαχίων των μετοχών των δημοσίων εγγραφών του συγκεκριμένου έτους.

Η οικονομική αξία εμφανίζεται και αυτή αυξημένη λόγω του ότι υπολογίζεται ως η διαφορά των κερδών μετά φόρων από το γινόμενο του συνολικού κεφαλαίου κίνησης με το μετά φόρων κόστος κεφαλαίου.

3.1.2 Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας ανά Μετοχή

Υψηλός είναι ο δείκτης κερδών ανά μετοχή για τις εταιρείες των εισαγωγών του έτους 2001 και αυτό εξηγείται από τον κύκλο εργασιών των επιχειρήσεων, το οποίο είναι το βασικό μέγεθος και των άλλων χρηματοοικονομικών εσόδων.

Οι εταιρείες του έτους 2001 που εξετάζονται παρουσίασαν μέσο όρο κερδών ανά μετοχή 0,45€, το οποίο προσεγγίζει το 10% των εσόδων ανά μετοχή, ποσό ιδιαίτερα σημαντικό για την κερδοφορία των εταιρειών αυτών.

Το μέσο ποσό των μερισμάτων ανά μετοχή ανήλθε στο ποσό των 0,24€, το οποίο προσεγγίζει το 53% του ποσού των κερδών ανά μετοχή και το 5,2% του ποσού των εσόδων ανά μετοχή.

Ικανοποιητικοί θεωρούνται και οι δείκτες της λογιστικής αξίας ανά μετοχή, της ταμειακής ροής, της αγοραίας αξίας και της οικονομικής αξίας ανά μετοχή, γεγονός που επισημάνθηκε στην προηγούμενη παράγραφο και όπως φαίνεται δεν επηρεάζεται από τα τεμάχια των μετοχών. Δηλαδή οι δείκτες συνεχίζουν να δείχνουν καλά αποτελέσματα ακόμα και μετά τη διαίρεση με τα τεμάχια των μετοχών των εταιρειών αυτών.

3.1.3 Δείκτες αποτίμησης της τιμής της μετοχής

Οι τιμές που προσδιορίζονται με τα μοντέλα αποτίμησης, τα οποία αναλύσαμε σε προγενέστερη ενότητα της παρούσας εργασίας, εμφανίζουν τιμές χαμηλότερες της τρέχουσας. Αυτό εξηγείται επειδή ερευνούμε το έτος εισαγωγής των εταιρειών, οπότε και η τρέχουσα τιμή θα είναι υψηλότερη σε σχέση με την τιμή, όπως αυτή προσδιορίζεται από τα μοντέλα αποτίμησης των εταιρειών που αναφέρουμε. Οπότε και η απόκλιση των τιμών των τρεχουσών τιμών και των τιμών των μοντέλων θα χαρακτηρίζουν την μετοχή ως υπερτιμημένη. Ως τρέχουσες τιμές λαμβάνονται οι τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές κατά την ημερομηνία σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων.

Με βάση τα αποτελέσματα για την αποτίμηση των τιμών των μοντέλων που χρησιμοποιήθηκαν δικαιολογείται, επιπλέον, η μείωση της χρηματιστηριακής τιμής από την ημέρα εισαγωγής και για τα επόμενα τρία έτη όπως αυτά προσδιορίστηκαν στην ενότητα των χρηματιστηριακών αποδόσεων.

Από τις συνολικά 12 εταιρείες, οι 10 έχουν υπερτιμημένη την μετοχή τους και μόλις 2 υποτιμημένη. Ενώ τα αποτελέσματα μετά τη λογιστική αναμόρφωση δείχνουν ότι 12 από τις εταιρείες έχουν υπερτιμημένη τη μετοχή τους και μόλις 3 μπορεί να θεωρηθούν ότι έχουν υποτιμημένη τη μετοχή τους εφόσον ληφθεί υπόψη διαφορετικό μοντέλο αποτίμησης.

3.1.4 Δείκτες χρηματιστηριακής αποδοτικότητας

Πολύ ικανοποιητικοί θεωρούνται οι δείκτες αποδοτικότητας για τις εταιρείες του έτους 2001. Ο δείκτης χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη μετά φόρων (P/E) παρουσιάζεται ιδιαίτερα αυξημένος και οι λόγοι είναι ότι οι εταιρείες που εισάγονται στο συγκεκριμένο έτος είναι «ποιοτικές» εταιρείες μεγάλου μεγέθους με υψηλή κερδοφορία, οπότε και αναμένουμε στο μέλλον υψηλά κέρδη, συνεπώς καθίστανται ελκυστικές για τους επενδυτές με συνέπεια να παρουσιάζουν υψηλή χρηματιστηριακή τιμή.

Η υψηλή χρηματιστηριακή τιμή λόγω της ελκυστικότητας των μετοχών και η οικονομική κατάσταση των εταιρειών κατά το έτος εισαγωγής, μας δίνει υψηλό δείκτη χρηματιστηριακής τιμής προς λογιστική αξία.

Ιδιαίτερα υψηλοί είναι και οι δείκτες της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων σε ποσοστό 31%, το οποίο εκτός των άλλων αποδεικνύει ότι το έτος χαρακτηρίζεται από εισαγωγή «ποιοτικών» μετοχών με υψηλούς δείκτες, οι οποίες εισάγονται και σε κατάλληλη χρονική στιγμή.

Στα ίδια επίπεδα κυμαίνεται και ο δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού ο οποίος προσδιορίζεται σε ποσοστό 11%. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που οι εταιρείες που εισήχθησαν το έτος 2001, έχουν υψηλό δείκτη ανάπτυξης (G = growth) επειδή ο συγκεκριμένος δείκτης υπολογίζεται με βασική παράμετρο την αποδοτικότητα του ενεργητικού.

Τέλος, ο δείκτης της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία δείχνει ότι η αγοραία αξία είναι μεγαλύτερη κατά περίπου 5 φορές από την λογιστική. Αυτό οφείλεται στο ότι αξιολογείται ο συγκεκριμένος δείκτης στο έτος εισαγωγής των συγκεκριμένων εταιρειών.

3.1.5 Δείκτες Z – Score

Η μέση τιμή των δεικτών κυμαίνεται σε μέτρια επίπεδα με εξαίρεση το δείκτη της χρηματιστηριακής αξίας, ο οποίος είναι ιδιαίτερα υψηλός (παρουσιάζει τιμή ίση με 7,14). Ο δείκτης δείχνει ότι η χρηματιστηριακή αξία εξασφαλίζει στις συγκεκριμένες εταιρείες το χαρακτηρισμό τους ως «ασφαλής» από την αξιολόγηση του δείκτη Z-score. Συγκεκριμένα, οι εταιρείες που βρίσκονται σε ασφαλή θέση είναι 11 από τις 12 που επιλέχθηκαν, ενώ μόλις μία βρίσκεται σε επισφαλή θέση και καμία σε επικίνδυνη.

Τα προηγούμενα αποτελέσματα δεν αλλάζουν μετά την αναμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων, σε ασφαλή θέση βρίσκονται 10 εταιρείες και σε επισφαλή 2 από τις 12 που επιλέχθηκαν.

3.2 Αποτελέσματα ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων περιόδου 2002

ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΟΥΣ 2002			
		ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ
		2002	2002
1	NCF	2.823.809	2.522.231
2	NOPAT	1.713.708	1.713.708
3	OCF	3.026.367	3.026.367
4	NOWC	4.465.270	4.501.430
5	TOC	14.876.457	14.263.723
6	FCF	-483.325	-447.695
7	MVA	12.845.225	13.109.500
8	EVA	845.607	880.195
9	ROIC	0,14	0,15
10	ΕΣΟΔΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (REVENUES PER SHARE)	1,66	1,71
11	Κέρδη ανά μετοχή (EPS)	0,16	0,16
12	Μερίσματα ανά μετοχή (DPS)	0,05	0,05
13	Λογιστική αξία ανά μετοχή (BVPS)	1,45	1,42
14	Ταμειακή ροή ανά μετοχή (CFPS)	0,32	0,32
15	Καθ.Ταμειακή ροή ανά μετοχή (FCFPS)	-0,28	-0,26
16	Οικονομική Αξία ανά μετοχή (EVAPS)	0,11	0,11
17	Αγοραία Αξία ανά μετοχή (MVAPS)	1,18	1,22
18	Κόστος Κεφαλαίου	0,06	0,06
19	Τιμή μετοχής GORDONS	2,33	2,16
20	Τιμή μετοχής DDM	1,76	1,50
21	Τιμή μετοχής FCFE	N/A	N/A
22	Τρέχουσα τιμή	5,12	4,02
23	Απόκλιση GORDONS	2,30	2,13
24	Απόκλιση DDM	0,33	0,47
25	Χαρακτηρισμός απόκλισης τιμής GORDONS	ΒΛ. ΠΑΡΑΚΑΤΩ ΠΙΝΑΚΑ	
26	Χαρακτηρισμός απόκλισης τιμής DDM		
27	ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	0,27	0,09
28	Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,62	0,71
29	Τιμή προς κέρδη (P/E)	19,37	16,61
30	Τιμή προς Λογ.Αξία (P/BV)	1,86	2,97
31	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	0,11	0,21
32	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	0,06	0,08
33	Κεφάλαιο κίνησης / Ενεργητικό	0,27	0,15
34	Αποτελέσματα εις νέο / Ενεργητικό	0,36	0,24
35	Κέρδη προ φόρων & Τόκων / Ενεργητικό	0,10	0,15
36	Χρηματιστηριακή αξία / Συνολικές υποχρεώσεις	2,06	1,18
37	Πωλήσεις / Ενεργητικό	0,62	0,71
38	Δείκτης Z score	3,41	2,42
39	Αξιολόγηση Z score	ΒΛ. ΠΑΡΑΚΑΤΩ ΠΙΝΑΚΑ	
40	MV/BV	0,86	0,92

ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗ Z - SCORE			
		ΑΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	4
ΥΠΟΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	3,00	ΕΠΙΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	5
ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	7,00	ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ ΘΕΣΗ	0
ΣΥΝΟΛΑ	9,00	ΣΥΝΟΛΑ	9
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗ Z - SCORE ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗ			
		ΑΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	3
ΥΠΟΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	2,00	ΕΠΙΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	3
ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	7,00	ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ ΘΕΣΗ	3
ΣΥΝΟΛΑ	9,00	ΣΥΝΟΛΑ	9
<p>Σημαντική Σημείωση: Υπάρχει περίπτωση για μία εταιρεία να είναι ταυτόχρονα η μετοχή της υπερτιμημένη και υποτιμημένη επειδή αποτιμάται με διαφορετικά μοντέλα αποτίμησης τα οποία δίνουν και διαφορετικά αποτελέσματα. Αυτός είναι και ο λόγος που στους παραπάνω πίνακες το άθροισμα του πλήθους των υπερτιμημένων και υποτιμημένων μετοχών είναι μεγαλύτερο από το ολικό άθροισμα του πλήθους των μετοχών.</p>			

Στους παραπάνω πίνακες εμφανίζονται ο απλός μέσος των αποτελεσμάτων των δεικτών που αναφέρονται για 9 εταιρείες που εισήχθησαν με δημόσια εγγραφή το έτος 2002. Οι εν λόγω εταιρείες που επιλέχθηκαν είναι οι ALSINCO, COMPUCON, HITECH, ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ, ΥΓΕΙΑ, ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ, ΚΑΝΑΚΗΣ ΣΤΕΛΙΟΣ, ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗΣ και ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ.

3.2.1 Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας

Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα οι τρεις πρώτοι δείκτες επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τα κέρδη των εταιρειών και τις αποσβέσεις. Η καλή κατάσταση των δεικτών οφείλεται καθαρά στο πρώτο έτος της εισαγωγής των εταιρειών αυτών παρά στο μέγεθος αυτών. Σε αντιπαράθεση με τις εισαγωγές του έτους 2001, οι εισαγωγές στο ΧΑΑ των εταιρειών για το έτος 2002, δείχνει μικρότερα μεγέθη εταιρειών με χαμηλότερα ποσά εισαγωγών δημοσίων εγγραφών.

Αυξημένοι παρουσιάζονται οι δείκτες κεφαλαίου κίνησης (NOWC) και συνολικού κεφαλαίου κίνησης (TOC), οι οποίοι επηρεάζονται από την αύξηση του κεφαλαίου λόγω της δημόσιας εγγραφής.

Ο δείκτης των αδέσμευτων ταμειακών ροών είναι αρνητικός και σε αυτό το έτος, επειδή αναφερόμαστε στο έτος εισαγωγής και οι επενδύσεις λόγω της εισροής κεφαλαίων, υπερτερούν των κερδών μετά φόρων.

Για τους ίδιους λόγους είναι αυξημένοι και οι δείκτες της αγοραίας αξίας και της οικονομικής αξίας των μετοχών των εταιρειών του έτους 2002.

3.2.2 Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας ανά Μετοχή

Μέτρια ως χαμηλά ποσοστά παρουσιάζουν οι δείκτες των εσόδων ανά μετοχή και κερδών ανά μετοχή. Τα κέρδη ανά μετοχή ανήλθαν σε ποσοστό 9,6% των εσόδων ανά μετοχή και τα μερίσματα σε ποσοστό 3% των εσόδων ανά μετοχή και σε ποσοστό 31% των κερδών ανά μετοχή. Όπως φαίνεται τα παραπάνω ποσοστά είναι ιδιαίτερα χαμηλότερα σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Η λογιστική αξία ανά μετοχή κυμαίνεται στο 1,45€ ανά μετοχή ενώ η μέση τιμή του προηγούμενου έτους είναι ίση με 2,79€. Σε χαμηλά, επίσης, επίπεδα κυμαίνεται και η αγοραία αξία ανά μετοχή, η οποία ισούται με 1,18€ ανά μετοχή, συγκρινόμενη με τη μέση τιμή των 6,39€ του έτους 2001.

Σε χαμηλότερα επίπεδα κυμαίνεται το κόστος κεφαλαίου για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο 2002 σε σχέση με το 2001.

3.2.3 Δείκτες αποτίμησης της τιμής της μετοχής

Οι τιμές που προσδιορίζονται με τα μοντέλα αποτίμησης, τα οποία αναλύσαμε σε προγενέστερη ενότητα της παρούσας εργασίας, εμφανίζουν τιμές ελάχιστα χαμηλότερες από την τρέχουσα τιμή των εταιρειών. Από την ανάλυση προκύπτει ότι οι εταιρείες του έτους 2002 είχαν ως μέση τιμή αποτίμησης κοντά στην τρέχουσα. Ωστόσο οι αποκλίσεις έδειξαν ότι υπάρχουν και υποτιμημένες μετοχές (3 από τις 9) που ερευνήθηκαν και 7 μετοχές έδειξαν υπερτιμημένη τιμή σε σχέση με την τρέχουσα. Επειδή βρισκόμαστε στο στάδιο εισαγωγής θα αναμέναμε περισσότερες εταιρείες να έχουν το χαρακτηρισμό της υπερτίμησης της μετοχής τους.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερες μεταβολές μετά τη λογιστική αναμόρφωση οπότε και δεν γίνεται λόγος για αυτά.

Καταλήγουμε ότι οι εισαγωγές των μετοχών των εταιρειών του έτους 2002 θεωρούνται υπερτιμημένες μετοχές με βάση τα μοντέλα αποτίμησης που επιλέξαμε, για τον προσδιορισμό της δίκαιης τιμής τους.

3.2.4 Δείκτες χρηματιστηριακής αποδοτικότητας

Μέτρια ως καλή κατάσταση εμφανίζουν οι δείκτες αποδοτικότητας για τις εταιρείες του έτους 2002. Ο δείκτης χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη μετά φόρων (P/E) κυμαίνεται σε ποσοστό 19,37 το οποίο σημαίνει ότι οι υπό έρευνα εταιρείες είναι ελκυστικές στο επενδυτικό κοινό και ο λόγος είναι ότι παρουσιάζουν υψηλή κερδοφορία σε σχέση με το μέγεθός τους. Εάν συγκρίνουμε τους δείκτες με αυτούς του έτους 2001, αντιλαμβανόμαστε ότι οι δείκτες του 2002 είναι σαφώς χαμηλότεροι από αυτούς του προηγούμενου έτους.

Σε καλό επίπεδο κυμαίνεται και ο δείκτης αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (11%), ενώ ο δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού (6%) κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που οι εταιρείες που εισήχθησαν το έτος 2002, έχουν χαμηλό ως ρεαλιστικό δείκτη ανάπτυξης (G = growth) σε σχέση με το δείκτη ανάπτυξης των εταιρειών του έτους 2001.

Ο δείκτης της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία δείχνει ότι οι αγοραίες τιμές των μετοχών κυμαίνονται στη λογιστική τους αξία, το οποίο σημαίνει ότι παρότι βρισκόμαστε στο έτος πρώτης εισαγωγής των εταιρειών αυτών, δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερη ελκυστικότητα για τους επενδυτές.

3.2.5 Δείκτες Z – Score

Η μέση τιμή των δεικτών Z-score κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα με εξαίρεση το δείκτη της χρηματιστηριακής αξίας, ο οποίος είναι και αυτός σε χαμηλά επίπεδα, αλλά σε υψηλότερα συγκρινόμενος με τους άλλους δείκτες. Αυτός είναι και ο λόγος που υπάρχουν 5 εταιρείες σε επισφαλή θέση, εκ του συνόλου των 9, ενώ μετά τη λογιστική αναμόρφωση, οι εταιρείες που βρίσκονται σε επικίνδυνη θέση είναι 3, σε επισφαλή 3 και σε ασφαλή 3 από τις 9 εταιρείες που επιλέξαμε.

Αξιολογώντας τα παραπάνω, καταλήγουμε ότι οι εταιρείες που εισήχθησαν το συγκεκριμένο έτος παρουσιάζουν χαμηλή ελκυστικότητα και μικρή αποδοτικότητα.

3.3 Αποτελέσματα ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων περιόδου 2003

ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΟΥΣ 2003			
		ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ
		2003	2003
1	NCF	5.007.938	4.892.406
2	NOPAT	3.474.074	3.455.586
3	OCF	5.185.831	5.168.992
4	NOWC	12.379.016	12.361.834
5	TOC	34.560.069	32.505.726
6	FCF	-4.819.898	-3.989.078
7	MVA	25.507.293	26.727.227
8	EVA	1.288.425	1.391.952
9	ROIC	0,10	0,11
10	ΕΣΟΔΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (REVENUES PER SHARE)	2,53	2,53
11	Κέρδη ανά μετοχή (EPS)	0,28	0,23
12	Μερίσματα ανά μετοχή (DPS)	0,09	0,09
13	Λογιστική αξία ανά μετοχή (BVPS)	2,60	2,45
14	Ταμειακή ροή ανά μετοχή (CFPS)	0,48	0,40
15	Καθ.Ταμειακή ροή ανά μετοχή (FCFPS)	-0,81	-0,71
16	Οικονομική Αξία ανά μετοχή (EVAPS)	0,11	0,12
17	Αγοραία Αξία ανά μετοχή (MVAPS)	1,61	1,76
18	Κόστος Κεφαλαίου	0,06	0,07
19	Τιμή μετοχής GORDONS	3,91	2,77
20	Τιμή μετοχής DDM	2,80	2,14
21	Τιμή μετοχής FCFE	9,50	7,04
22	Τρέχουσα τιμή	4,21	4,21
23	Απόκλιση GORDONS	0,30	1,44
24	Απόκλιση DDM	1,41	2,07
25	Χαρακτηρισμός απόκλισης τιμής GORDONS	ΒΛ. ΚΑΤΩΤΕΡΩ ΠΙΝΑΚΑ	
26	Χαρακτηρισμός απόκλισης τιμής DDM		
27	ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΑΟΣ	0,41	0,41
28	Αποδοτικότητα Πωλήσεων	0,55	0,57
29	Τιμή προς κέρδη (P/E)	31,37	19,74
30	Τιμή προς Λογ.Αξία (P/BV)	1,97	2,11
31	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	0,10	0,08
32	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	0,06	0,05
33	Κεφάλαιο κίνησης / Ενεργητικό	0,32	0,33
34	Αποτελέσματα εις νέο / Ενεργητικό	0,42	0,40
35	Κέρδη προ φόρων & Τόκων / Ενεργητικό	0,10	0,10
36	Χρηματιστηριακή αξία / Συνολικές υποχρεώσεις	4,75	3,89
37	Πωλήσεις / Ενεργητικό	0,55	0,57
38	Δείκτης Z score	6,15	5,29
39	Αξιολόγηση Z score	ΒΛ. ΚΑΤΩΤΕΡΩ ΠΙΝΑΚΑ	
40	MV/BV	0,97	1,11

ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗ Z - SCORE			
		ΑΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	5
ΥΠΟΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	5,00	ΕΠΙΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	5
ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	9,00	ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ ΘΕΣΗ	0
ΣΥΝΟΛΑ	10,00	ΣΥΝΟΛΑ	10
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗ Z - SCORE ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ			
		ΑΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	5
ΥΠΟΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	4,00	ΕΠΙΣΦΑΛΗ ΘΕΣΗ	4
ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	9,00	ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ ΘΕΣΗ	1
ΣΥΝΟΛΑ	10,00	ΣΥΝΟΛΑ	10
Σημαντική Σημείωση: Υπάρχει περίπτωση για μία εταιρεία να είναι ταυτόχρονα η μετοχή της υπερτιμημένη και υποτιμημένη επειδή αποτιμάται με ξεχωριστά μοντέλα αποτίμησης τα οποία δίνουν διαφορετικά αποτελέσματα. Αυτός είναι και ο λόγος που στους παραπάνω πίνακες το άθροισμα του πλήθους των υπερτιμημένων και υποτιμημένων μετοχών είναι μεγαλύτερο από το συνολικό άθροισμα του πλήθους των μετοχών.			

Στους παραπάνω πίνακες εμφανίζονται ο απλός μέσος των αποτελεσμάτων των δεικτών για 10 εταιρείες που εισήχθησαν με δημόσια εγγραφή το έτος 2003. Οι εταιρείες που επιλέξαμε είναι ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ, ΗΠΕΙΡΩΤΙΚΗ, ΚΡΙ-ΚΡΙ, ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ, ΜΠΑΛΛΗΣ, ΟΛΠ, FASHION BOX, MARAK, PROFILE και INTERFISH.

3.3.1 Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και Αποδοτικότητας

Οι συγκεκριμένοι δείκτες κυμαίνονται σε υψηλά επίπεδα για τους λόγους που εξηγήσαμε στις προηγούμενες ενότητες. Ωστόσο συγκρίνοντας τις εταιρείες του έτους 2003 με αυτές που εισήχθησαν το έτος 2001 αντιλαμβανόμαστε ότι οι τιμές των δεικτών βρίσκονται σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα. Ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι δείκτες της αγοραίας αξίας της μετοχής και της οικονομικής αξίας της μετοχής οι οποίοι είναι υψηλότεροι από αυτούς του έτους 2002.

3.3.2 Δείκτες Ρευστότητας, Αξίας και αποδοτικότητας ανά μετοχής

Το μέσο έσοδο ανά μετοχή, των εταιρειών που εισήχθησαν στο ΧΑΑ το έτος 2003, προσδιορίστηκε σε 2,57€ ανά μετοχή, ενώ τα κέρδη ανά μετοχή ανήλθαν στο ποσοστό του 11% των εσόδων ανά μετοχή και το μέρισμα ανά μετοχή προσδιορίστηκε σε 0,09€, το οποίο αντιπροσωπεύει το 32% των κερδών ανά μετοχή και μόλις το 3,5% των εσόδων ανά μετοχή.

3.3.3 Δείκτες αποτίμησης της τιμής της μετοχής

Οι δείκτες αποτίμησης, βάσει των μοντέλων αποτίμησης που επιλέξαμε, δείχνουν ότι οι μετοχές των εταιρειών είναι σχετικά υπερτιμημένες. Συγκεκριμένα, 5 εταιρείες έχουν τις τιμές τους υποτιμημένες βάσει των μοντέλων αποτίμησης, ενώ για 9 εταιρείες οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες. Η ίδια κατάσταση παραμένει και μετά την αναμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων, από την οποία έχουμε 4 υποτιμημένες μετοχές και 9 υπερτιμημένες ανάλογα με το μοντέλο αποτίμησης που επιλέγεται κάθε φορά.

Σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, η αποτίμηση των μετοχών κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα του έτους 2002 ενώ σε διαφορετικά επίπεδα από την αποτίμηση των εταιρειών του 2001.

3.3.4 Δείκτες χρηματιστηριακής αποδοτικότητας

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η υψηλή τιμή του δείκτη χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), ο οποίος είναι ιδιαίτερα υψηλός. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι οι εταιρείες Fashion Box και Νεοχημική Λαυρεντιάδης έχουν ιδιαίτερα υψηλούς δείκτες που σημαίνει ότι επιδρούν σημαντικά επί του δείκτη αυτού.

Σημαντικό είναι να επισημάνουμε ότι ο δείκτης του μικτού κέρδους είναι ο υψηλότερος των ετών που επιλέξαμε να αναλύσουμε, ωστόσο αυτό δεν είναι αρκετό για την κερδοφορία των επιχειρήσεων που εισήχθησαν το έτος 2003 και αυτό φαίνεται από τους δείκτες αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων και αποδοτικότητας του ενεργητικού, οι οποίοι είναι οι χαμηλότεροι για την περίοδο 2001 έως 2003.

3.3.5 Δείκτες Z – Score

Με βάση το δείκτη Z-score, τα αποτελέσματα για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο ΧΑΑ το έτος 2003 είναι καλά ως μέτρια. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα με αυτά του έτους 2002 θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο δείκτης είναι μεγαλύτερος από αυτόν του έτους 2002. Αυτό οφείλεται στον υψηλότερο δείκτη της χρηματιστηριακής αξίας προς τις συνολικές υποχρεώσεις του έτους 2003.

Οι εταιρείες που βρίσκονται σε επισφαλή θέση είναι 5 από τις 10 και μετά τη λογιστική αναμόρφωση έχουμε 4 μετοχές σε επισφαλή θέση και 1 σε επικίνδυνη θέση. Σε ασφαλή θέση βρίσκονται 5 εταιρείες πριν και μετά τη λογιστική αναμόρφωση.

3.4 Συμπεράσματα από την ανάλυση των καταστάσεων των ετών 2001 –2003

Από την προηγούμενη ανάλυση προκύπτουν τα εξής βασικά συμπεράσματα:

- Οι εταιρείες που εισήγαγαν τις μετοχές τους στο ΧΑΑ την περίοδο 2001 ήταν μεγάλου μεγέθους εταιρείες με σημαντικούς δείκτες ανάπτυξης και κερδοφορίας. Η χρηματιστηριακή τους αξία κυμάνθηκε και κυμαίνεται ακόμα και σήμερα σε υψηλά επίπεδα. Οι δείκτες αξιολόγησης για τις συγκεκριμένες εταιρείες ήταν ιδιαίτερα ικανοποιητικοί και δικαιολόγησαν σε μεγάλο βαθμό την υπερτίμηση που εμφάνισαν οι εταιρείες της περιόδου αυτής.
- Οι εταιρείες που εισήγαγαν τις μετοχές τους στο ΧΑΑ την περίοδο 2002 ήταν μικρού σχετικά μεγέθους εταιρείες, οι οποίες δεν έδειξαν κάποια δυναμική στην πορεία τους μετά την εισαγωγή στο ΧΑΑ. Οι δείκτες που παρουσίασαν χαρακτηρίζονται μέτριοι ως χαμηλοί και από τις εταιρείες που επιλέξαμε για ανάλυση καταλήγουμε ότι οι εταιρείες του έτους 2002 ήταν οι δυσμενέστερες εισαγωγές σε σχέση με τις εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ των ετών 2001 και 2003.
- Οι εταιρείες της περιόδου 2003 εμφάνισαν καλούς ως μέτριους δείκτες και σχετικά υπερτιμημένες μετοχές. Ωστόσο παρουσίασαν δείκτες χαμηλής μετά φόρων κερδοφορίας και υψηλούς δείκτες χρηματιστηριακής αξίας.
- Συγκρίνοντας τα των εισαγωγών μεταξύ τους, θεωρούμε ότι για το έτος 2001 πραγματοποιήθηκαν οι καλύτερες εισαγωγές εταιρειών σε σχέση με τις εισαγωγές των δύο άλλων ετών του 2002 και 2003.

4 Γενικά συμπεράσματα – επίλογος

Στηριζόμενοι στην ανάλυση των ενοτήτων που προηγήθηκε και με βάση τη μετέπειτα πορεία των εταιρειών που αξιολογήσαμε για τη δίκαιη αποτίμηση των τιμών των μετοχών τους των νέων εισαγωγών της περιόδου 2001 έως 2003, καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα:

Κατά το στάδιο των τριών πρώτων ημερών της δημόσιας εγγραφής επιβεβαιώθηκε το φαινόμενο της υποτιμολόγησης. Όλες οι νέες εισαγωγές της παραπάνω περιόδου εκτός ελάχιστων εξαιρέσεων (MOTOR OIL, ΔΕΗ, και LOGISMOS) εμφάνισαν σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής τους, η οποία όμως μετά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης δεν είχε ανάλογη πορεία.

Είναι γεγονός ότι, δεν αναμενόταν οι νέες εισαγωγές να συνεχίσουν να έχουν τις αποδόσεις των τριών πρώτων ημερών της δημόσιας εγγραφής για το επόμενο έτος διαπραγμάτευσης. Παρόλα αυτά, η εμφάνιση αρνητικών αποδόσεων μετά τα δύο έτη διαπραγμάτευσης αποδεικνύει την μη ικανοποιητική πορεία των νέων εισαγωγών των εταιρειών της περιόδου 2001 έως 2003.

Τέλος, με βάση την αξιολόγηση της αποτίμησης μέσω των λογιστικών καταστάσεων, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι οι εισαγωγές του έτους 2001 ήταν αντικειμενικά «σωστότερες» εισαγωγές από αυτές των ετών 2002 και 2003.

Οι τιμές των μετοχών των εταιρειών του έτους 2001 εμφανίζονται στην πλειοψηφία τους υπερτιμημένες το οποίο όμως εξηγείται από την ελκυστικότητα που παρουσιάζουν οι μετοχές αυτές από τους υψηλούς δείκτες και ρυθμούς ανάπτυξης τους.

Αντίθετα οι μετοχές των εταιρειών των νέων εισαγωγών των ετών 2002 και 2003 παρουσιάστηκαν μερικές υπερτιμημένες και μερικές υποτιμημένες, το γεγονός αυτό ερμηνεύεται από την μη ελκυστικότητα και τους χαμηλούς δείκτες και ρυθμούς ανάπτυξης των εταιρειών αυτών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

1. Εισαγωγές Έτους 2001
2. Εισαγωγές Έτους 2002
3. Εισαγωγές Έτους 2003
4. Ισολογισμοί Εταιρειών Ετών 2001, 2002 και 2003

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Altman E.I. and V. Kishore 2000 “The Default experience of US bonds”
- Aggarwal, R. and P. Rivoli, 1990 “Fads in the Initial Public Offering Market?”
- Aggarwal, R. and R.Leal and L. Hernandez “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America”
- Allen, F. and G.R. Faulhaber, 1989 “Signalling by Underpricing in the IPO Market”
- Beatty, R. and J. Ritter 1986 “Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public offerings”
- Brealey and Myers 2003 “Principles of Corporate Finance”
- Brigham and Ehrhardt 2002 “Financial Management”
- Chen, Kung H. 1981 “An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios”
- Copeland Tom, Tim Koller and Jack Murrin “Valuation Measuring and Managing the value of companies”
- Comiskey, Eugene E. and James R. Hasselback “Analyzing the Profit and Tax Relationship”
- Damodaran Aswath 1994 “Security Analysis for Investment and Corporate Finance”
- Damodaran Aswath 2002 “Investment Valuation”
- Damodaran Aswath 2001 “Corporate Finance”
- Damodaran Aswath 1999 “Estimating the Equity Risk Premium”
- Davis D. and K. Lee 1997 “A practical approach to capital structure for banks”
- Fama E. F. and K.R. French 1992 “The cross section of expected return”
- Fraser, Lyn M. 1992 “Understanding Financial Statements”
- Gibson, Charles H. and Patricia A. Frishkoff 1986 “Financial statement analysis”
- Gordon, M 1962, “The Investment, Financing and Valuation of the Corporation”
- Hawkins, David F. 1986 “Corporate Financial Reporting and Analysis”
- Ibbotson, R.G. and J.R.Ritter 1995 “Initial Public Offerings”
- Jain, B.A and O. Kini, 1994 “The Post – Issue Operating Performance of IPO Firms”
- Kazantzis, C. and M. Levis 1994 “Price Support and Initial Public Offerings: Evidence from the Athens Stock Exchange”
- Kaplan, R.S. and R. Roll 1972 “Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence”

- Kunz, R.M. and R. Aggarwal 1994, “Why Initial Public Offerings are underpriced: Evidence from Switzerland”
- Miller M. 1977 “Debt and taxes”
- Modigliani F. and M. Miller 1958 “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”
- Myers S.C. and N.S. Majluf 1984 “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”
- Myers S.C. 1976 “Determinants of corporate borrowing”
- Papachristou G. and Panagos V. 1995, “The Greek Hot Issue Market of 1990”
- Ritter, J.R 1991, “The Long – Run Performance of Initial Public Offerings”
- Rock K. 1986 “Why New Issues Are Underpriced”
- Sapiro A. 1989 “Modern corporate finance”
- Sharpe F. William and Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey 1999 “Investments”
- Smith C.W. 1990 “Corporate ownership structure and performance”
- Titman S. 1984 “The effect of capital Structure on a firm’s liquidation decision”
- Τραυλός, Ν.Γ 1995 “Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο”
- Φύλλιπας Δ. Νικόλαος 2000 “Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον”
- Γεωργιάδης Ν. 2004 “Δίκαιη αποτίμηση εταιρειών ΧΑΑ”

Επιλεγμένα άρθρα

- IOBE 2004
- Ένωση Ελληνικών Τραπεζών 2000 έως 2005