



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

«Η Διερεύνηση Της Επίδρασης Ψυχικών,
Επενδυτικών Παραγόντων Στην Αποτίμηση Της Αξίας
Της Επιχείρησης. Μια Μελέτη Περίπτωσης.»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΣΑΒΒΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ

2007



«Η Διερεύνηση Της Επίδρασης Ψυχικών, Επενδυτικών Παραγόντων Στην Αποτίμηση Της Αξίας Της Επιχείρησης. Μια Μελέτη Περίπτωσης»

Η εργασία υποβάλλεται για την μερική κάλυψη των
απαιτήσεων με στόχο την απόκτηση του διπλώματος

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ**

Από

ΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Σαββοπούλου Ευαγγελία

Επιβλέπων Καθηγητής : Χρήστος Αλεξιάκης

Αθήνα 2007



ΠΑΝΕ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΑΡ. ΕΙΣ.	56959 + CD
COMP	38470
ΤΑΞΗ	332 6019 ΣΑΒ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	



Περιεχόμενα

1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση: Βασικές Αρχές Θεμελιώδους–Τεχνική Ανάλυσης	5
I. Θεμελιώδης Ανάλυση	9
Α) Ποιοτικοί Παράγοντες	11
2 Η Εταιρία	11
2.1 Η Αποστολή Και Οι Αξίες	13
2.2 Τα 4 Βασικά στοιχεία	14
2.3 Προϊοντική Γκάμα	16
2.4 Οι Άνθρωποι	17
2.5 Εταιρική κουλτούρα	17
2.6 Διοικητικό Μοντέλο	18
3 Ο Κλάδος	20
3.1 Ανταγωνισμός και Εμπόδια Εισόδου	21
3.2 Το Κόστος Των Πρώτων Υλών – Ζάχαρη	23
3.3 Το Επιχειρηματικό Περιβάλλον	24
3.4 Πορεία Ζήτησης Και Προοπτικές	26
3.5 Μεταστροφή και Προσαρμογή	28
Β) Επενδυτικοί Παράγοντες	32
4 Ανάλυση Λογιστικών καταστάσεων	32
5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών	43
5.1 Δείκτες Ρευστότητας	44
5.2 Δείκτες Δραστηριότητας	48
5.3 Δείκτες Αποδοτικότητας	51
5.4 Δείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων	56
II. Τεχνική Ανάλυση	62
Α) Θεωρητικό Πλαίσιο	64
6 Ψυχολογία του επενδυτή	64
6.1 Τουλιτομανία και η Ελληνική Πραγματικότητα	65
6.2 Ο Charles Dow Και Η θεωρία των Κυμάτων του Elliott	67
Β) Πρακτικό Πλαίσιο	71
7 Ειδήσεις Και Η Επίπτωση Στη Χρηματιστηριακή τιμή	71
7.1 Τρομοκρατικό χτύπημα στη Νέα Υόρκη 11/09/2001.	71
7.2 Τρομοκρατικό χτύπημα στο Λονδίνο 8/7/2005.	74
7.3 Το Πρόστιμο Της Επιτροπής Ανταγωνισμού 25/1/2002.	76
Συμπεράσματα	81
Βιβλιογραφία	84

Εισαγωγή

Η παρούσα μελέτη έχει σκοπό να διερευνήσει την σχέση και την αλληλεπίδραση των επενδυτικών αλλά και ψυχικών παραγόντων στην αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης.

Οι καθημερινές εφημερίδες και τα ειδικά περιοδικά δημοσιεύουν πολύ τακτικά προβλέψεις για την πορεία των τιμών του Χρηματιστηρίου και συγκεκριμένων εταιριών. Οι προβλέψεις αυτές όμως, δεν βασίζονται σε κάποια ιδέα για την αξία των επιχειρήσεων, αλλά κυρίως σε ειδήσεις που αναμένεται να βελτιώσουν ή να επιβαρύνουν την κερδοφορία τους. Εύλογα μπορεί να αναρωτηθεί κανείς: οι τιμές των μετοχών, πριν γίνουν γνωστές οι σχετικές ειδήσεις, ήταν άραγε «αντικειμενικές» και πόση αύξηση στην τιμή μιας μετοχής δικαιολογεί μια καλή είδηση;

Τα ερωτήματα αυτά μένουν αναπάντητα από τον καθημερινό Τύπο. Η τεχνική ανάλυση που γίνεται από πολλούς αναλυτές είναι μια τεχνική πρόβλεψης που βασίζεται σε ψυχολογικούς παράγοντες και δεν έχει καμία σχέση με την αξία των επιχειρήσεων. Ο τεχνικός αναλυτής προσπαθεί να μαντέψει πως θα αντιδράσει ο κόσμος στις ενδεχόμενες εξελίξεις, σαν ένα είδος ψυχολογικού παιχνιδιού και ποια θα είναι η ψυχολογία της μάζας.

Έτσι απομένουν ελάχιστοι επενδυτές και κυρίως οι θεσμικοί, που μελετούν σε βάθος τα στοιχεία που συνθέτουν την αξία της επιχείρησης και είναι σε θέση να κάνουν εκτιμήσεις αξίας. Αυτοί οι επενδυτές άλλωστε, διαμορφώνουν τις τιμές των μετοχών σε μακροχρόνιο επίπεδο.

Όμως, όπως θα αποδειχθεί από την παρούσα μελέτη και οι δύο παράγοντες, τόσο οι επενδυτικοί όσο και οι ψυχολογικοί, παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο...

Κεφάλαιο 1ο

Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

“One of the soundest rules to remember when making forecasts in the field of economics is that whatever is to happen is happening already”.

Sylvia Porter

1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση: Βασικές Αρχές Θεμελιώδους-Τεχνική Ανάλυσης

Ο «πατέρας» της Θεμελιώδους Ανάλυσης είναι ο Benjamin Graham (1894-1976), ο οποίος πίστευε ότι το κλειδί για την επιτυχημένη επένδυση είναι η αγορά αξιόγραφων που διαπραγματεύονται σε τιμές μικρότερες από την πραγματική, θεωρητική ή εσωτερική (ταυτόσημοι όροι) αξία της επιχείρησης.. Σύμφωνα με τον Graham, ο σκοπός της θεμελιώδους ανάλυσης είναι ο προσδιορισμός της πραγματικής ή θεωρητικής αξίας της εταιρίας και της μετοχής της.¹

Αφού ο επενδύτης προσδιορίσει την πραγματική αξία της μετοχής το επόμενο βήμα είναι να την συγκρίνει με την τρέχουσα χρηματιστηριακή της αξία. Αν η πραγματική είναι μεγαλύτερη από την χρηματιστηριακή αξία, τότε η μετοχή είναι υποτιμημένη και πρέπει να αγοραστεί. Εάν η πραγματική είναι μικρότερη από την χρηματιστηριακή αξία, τότε η μετοχή είναι υπερτιμημένη και πρέπει να πωληθεί. Τέλος αν η πραγματική είναι ίση ή κοντά στη χρηματιστηριακή τότε η μετοχή είναι σωστά τιμολογημένη.

Ο Graham τέλος έλεγε ότι η πραγματική αξία είναι αυτή που δικαιολογείται από πραγματικά γεγονότα, σε αντιδιαστολή με την αξία που δημιουργείται από ψυχολογικούς παράγοντες και περιλαμβάνονται στην τεχνική ανάλυση.¹ Τα θεμελιώδη αυτά μεγέθη είναι τα στοιχεία του

¹ Σπύρος Ι. Σπύρου, “ Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου” , σελ. 99-100

ενεργητικού, τα μερίσματα, και οι πραγματικές μελλοντικές προοπτικές. Όλα αυτά προσδιορίζουν την αξία η οποία όταν συγκριθεί με την τρέχουσα χρηματοπιστηριακή αξία της επιχείρησης θα μας δείξει αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

Από την άλλη πλευρά η Τεχνική Ανάλυση είναι μία μέθοδος πρόβλεψης των μελλοντικών ιστοτιμιών των μετοχών, νομισμάτων ή των τιμών των ομολόγων ή άλλων χρηματοοικονομικών μέσων και γενικά των τάσεων της αγοράς που χρησιμοποιεί διαγράμματα (charts) τα οποία βασίζονται σε ιστορικά και τρέχοντα στοιχεία από τη δραστηριότητα της αγοράς όπως όγκος συναλλαγών, τιμές και επιτόκια. Σε αντίθεση με τη θεμελιώδη ανάλυση δεν επιχειρεί να μετρήσει την εσωτερική αξία των χρεογράφων ούτε λαμβάνει υπόψη τη χρηματοοικονομική κατάσταση ή τις άλλες επιδόσεις της επιχείρησης. Οι τεχνικοί αναλυτές πιστεύουν ότι μπορούν να προβλέψουν με ακρίβεια τις μελλοντικές τιμές μέσω της παρακολούθησης της συμπεριφοράς αυτών στο παρελθόν. Η τεχνική ανάλυση είναι απλά η μελέτη των τιμών όπως αντανακλάται στα διαγράμματα τιμών (price charts). Οι τιμές δεν αντανακλούν μόνο πραγματικά γεγονότα αλλά και τα ανθρώπινα συναισθήματα, τη διάχυτη ψυχολογία των μαζών και τη διάθεση της στιγμής. Οι τιμές είναι τελικά μία λειτουργία της ζήτησης και της προσφοράς. Εν τούτοις, τα ανθρώπινα συναισθήματα όπως ο φόβος, η πλεονεξία, ο πανικός, η υστερία κλπ επηρεάζουν σημαντικά τις τιμές. Ένας τεχνικός αναλυτής επιχειρεί να παραβλέψει το συναισθηματικό στοιχείο της διαπραγμάτευσης και αποφασίζει μόνο με το σχηματισμό χαρτών έχοντας σαν προϋπόθεση ότι οι τιμές αντανακλούν και γεγονότα και συναισθήματα.²

² www.ine.otoe.gr/UplDocs/ekdoseis/leksiko/lexiko_T.pdf, σελ.12

Η τεχνική ανάλυση έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τη γενικώς παραδεκτή θεωρία συμπεριφοράς των τιμών η οποία αναφέρει ότι οι μεταβολές των τιμών των μετοχών είναι ουσιαστικά απρόβλεπτες. Σύμφωνα με τον Fama (1970) και την Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis), σε μια αποτελεσματική αγορά, οι τιμές των χρεογράφων προσαρμόζονται ταχύτατα σε κάθε νέα πληροφορία που αναδύεται στο επενδυτικό περιβάλλον και συνεπώς ανά πάσα χρονική στιγμή, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που υπάρχουν (ή που ενδεχομένως θα δημοσιοποιηθούν στην αγορά).

Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς αποτελεί ένα πεδίο ακαδημαϊκής έρευνας που εμφανίζει τα πιο αντικρουόμενα συμπεράσματα και τις πιο ιδιόρρυθμες απόψεις. Οι προϋποθέσεις ύπαρξης μιας αποτελεσματικής αγοράς έχουν ως ακολούθως:

1. Υπάρχουν πολλοί συμμετέχοντες οι οποίοι – ο καθένας ανεξάρτητα από τον άλλο – αναλύουν και αποτιμούν μετοχές.
2. Κάθε νέα πληροφορία για μία εταιρία ή μετοχή της, εμφανίζεται στην αγορά εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από άλλα γεγονότα.
3. Οι επενδυτές μέσω κινήσεων αγοραπωλησιών προσαρμόζουν τις αποτιμήσεις των μετοχών, ώστε οι τελευταίες να αντανακλούν σε κάθε χρονική στιγμή όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις κάλλιστα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών πρέπει να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από την εμφάνιση

οποιοδήποτε γεγονός που αφορά τις εισηγμένες εταιρίες. Άρα κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες σχετικά με τη μετοχή και να επιτύχει υπερβολικές (μη κανονικές αποδόσεις). Και αυτό γιατί αυτές οι πληροφορίες έχουν ήδη προεξοφληθεί και είναι ενσωματωμένες στην τιμή του αξιόγραφου. Οι επενδυτές θα επιτύχουν μόνο κανονικές αποδόσεις, ανάλογες δηλαδή του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν. Στην πραγματικότητα όμως κάτι τέτοιο δεν ισχύει ούτε σε απόλυτους ούτε σε συγκριτικούς όρους.³

³ «Η Θεωρία Της Αποτελεσματικότητας Στην Ελληνική Αγορά μετοχών», www.biz-analyst.com/library/efficiency.pdf

I. Θεμελιώδης Ανάλυση

Για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης η θεμελιώδης ανάλυση εξετάζει πολλούς παράγοντες τόσο επενδυτικούς όσο και ποιοτικούς. Η σωστή αποτίμηση προϋποθέτει σφαιρική προσέγγιση. Συγκεκριμένα είναι απαραίτητο σε μια ανάλυση να ελέγχεται εκτός από την ίδια την εταιρία, και ο κλάδος, γιατί εάν ο αναλυτής αναγνωρίσει το στάδιο στο οποίο βρίσκεται ο κλάδος θα μπορέσει να εκτιμήσει και την πιθανή μελλοντική ανάπτυξη του κλάδου αλλά και τη θέση της εταιρίας μέσα στο κλάδο. Αναπόσπαστο μέρος της ανάλυσης πρέπει να αποτελούν, ο ανταγωνισμός, το κόστος των πρώτων υλών, το επιχειρηματικό περιβάλλον της οικονομίας αλλά και τα ιστορικά στοιχεία για την ζήτηση καθώς μελλοντικές τάσεις της συγκεκριμένης αγοράς. Μετά την παραπάνω ανάλυση ο επενδυτής έχει ήδη σχηματίσει μια εικόνα οπότε είναι πιο εύκολο να εξηγηθούν τα αποτελέσματα της αποτίμησης της εταιρίας και να καταλήξει σε συμπεράσματα.

Κεφάλαιο 2°

A) Ποιοτικοί Παράγοντες

“It's the first company to build the mental position that has the upper hand, not the first company to make the product. IBM didn't invent the computer; Sperry Rand did. But IBM was the first to build the computer position in the prospect's mind”.

Al Ries

A) Ποιοτικοί Παράγοντες

2 Η Εταιρία⁴

Η Coca-Cola Τρία Έψιλον (CCHBC) είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες εμφιάλωσης μη αλκοολούχων αναψυκτικών στην Ευρώπη, με δραστηριότητες που εκτείνονται σε 28 χώρες και με συνολικό πληθυσμό άνω των 550 εκατομμυρίων. Η εταιρεία, στη σημερινή της μορφή, δημιουργήθηκε τον Αύγουστο του 2000 μετά τη συγχώνευση της Ελληνικής Εταιρείας Εμφιαλώσεως Α.Ε., με έδρα την Αθήνα, και της Coca-Cola Beverages plc (CCB). Ο Όμιλος έχει ως μοναδικό αντικείμενο εργασιών την εμφιάλωση και την διανομή μη αλκοολούχων ποτών

Η σειρά των προϊόντων της Coca-Cola Τρία Έψιλον περιλαμβάνει ανθρακούχα (και μη-ανθρακούχα) αναψυκτικά, χυμούς, νερά, αναψυκτικά για αθλητές (sport drinks), αναψυκτικά υψηλής ενέργειας (energy drinks) και ροφήματα έτοιμα προς πόση, όπως τσάι και καφές. Η Coca-Cola Τρία Έψιλον αποτελεί έναν από τους βασικούς εμφιαλωτές της The Coca-Cola Company. Παράγει, πωλεί και διανέμει την Coca-Cola, που είναι το κορυφαίο παγκοσμίως μη-αλκοολούχο αναψυκτικό, βάσει πωλήσεων και το πλέον αναγνωρίσιμο σήμα στον κόσμο. Η γκάμα των υπόλοιπων προϊόντων περιλαμβάνει την Coca-Cola light (Diet Coke), τη Coca-Cola Zero τη Sprite και τη Fanta, τα οποία μαζί με την Coca-Cola αποτελούν τα τέσσερα μη-αλκοολούχα αναψυκτικά με τις μεγαλύτερες πωλήσεις.

⁴ Όλα τα δεδομένα για την εταιρία έχουν αντληθεί από το επίσημο site της, www.coca-colahbc.com/aboutus/index.php

Με γεωγραφική κάλυψη που εκτείνεται από την Ιρλανδία μέχρι το ανατολικότερο άκρο της Δημοκρατίας της Ρωσίας, και από την Εσθονία έως τη Νιγηρία, η Coca-Cola Τρία Έψιλον στοχεύει στην πλήρη κάλυψη των αναγκών και των τοπικών προτιμήσεων των καταναλωτών στις αγορές όπου δραστηριοποιείται.

Η Coca-Cola Τρία Έψιλον δραστηριοποιείται σε τρία επιχειρηματικά πεδία, που αποτελούνται από χώρες με παρεμφερή οικονομικά χαρακτηριστικά και προοπτικές ανάπτυξης:

- Ανεπτυγμένες Αγορές: Αυστρία, Βόρεια Ιρλανδία, Δημοκρατία της Ιρλανδίας, Ελβετία, Ελλάδα, Ιταλία (Βόρεια και Κεντρική), Κύπρος.
- Αναπτυσσόμενες Αγορές: Εσθονία, Κροατία, Λετονία, Λιθουανία, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβακία, Σλοβενία, Τσεχία.
- Αναδυόμενες Αγορές: Αρμενία, Βοσνία και Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Λευκορωσία, Μαυροβούνιο, Μολδαβία, Νιγηρία, Ουκρανία, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας, Ρουμανία, Ρωσία, Σερβία.

Το βασικό συστατικό επιτυχίας της εταιρίας είναι η αφοσίωση, ο ενθουσιασμός και η απόλυτη προσήλωση όλων των στελεχών και των 41.000 εργαζομένων της σε παγκόσμιο επίπεδο και 2.337 (στοιχεία 2006) εργαζομένων για τα Ελληνικά δεδομένα. Η Coca-Cola Τρία Έψιλον επιδιώκει και δεσμεύεται να δημιουργεί μια εταιρική κουλτούρα, που ενισχύει την ποιότητα της προέλευσης των εργαζομένων και την επιβράβευση των προσπαθειών τους, ενθαρρυνοντάς τους να αναπτύξουν στο έπακρο τις ικανότητες τους.

2.1 Η Αποστολή Και Οι Αξίες

(a) Οργάνωση Πωλήσεων Παγκοσμίου Επιπέδου

Από τη συγχώνευση της Ελληνικής Εταιρείας Εμφιαλώσεως με την Coca-Cola Beverages τον Αύγουστο του 2000, έχουν τεθεί γερά θεμέλια, που διασφαλίζουν την επιτυχία του Ομίλου. Η άριστη σχέση της Coca-Cola Τρία Έψιλον με την The Coca-Cola Company και η στενή συνεργασία των δύο εταιρειών τόσο για την υλοποίηση επενδύσεων σε αγορές με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης, όσο και για τη δημιουργία προβολών στα σημεία πώλησης και παρουσιάσεων εντός των καταστημάτων με αποτελεσματικά μηνύματα που «αγγίζουν» και συγκινούν τους καταναλωτές, παρέχουν τη δυνατότητα και στις δύο εταιρείες να επικεντρωθούν σε δραστηριότητες στις οποίες διαπρέπουν.

(b) Αποδοτικές επενδύσεις κεφαλαίων

Η εστίαση των επενδύσεων σε τομείς υψηλής κερδοφορίας της βιομηχανίας ποτών, όπως ο εξοπλισμός κρύων ποτών, επιτρέπει στην Coca-Cola Τρία Έψιλον να ελαχιστοποιεί τις ταμειακές εκροές για πάγια στοιχεία, βελτιώνοντας παράλληλα την απόδοση των υφιστάμενων παγίων. Σημαντική υποδομή έχει δημιουργηθεί στις παραγωγικές εγκαταστάσεις σε περισσότερα από 78 σημεία στις χώρες όπου η Coca-Cola Τρία Έψιλον δραστηριοποιείται. Δεν είναι τυχαίο ότι απέσπασε σημαντικές διακρίσεις στον τομέα Επενδυτικών Σχέσεων, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έγκυρης, ανεξάρτητης έρευνας Extel της Thomson. Συγκεκριμένα, εξελέγη για το 2004 ως η «Καλύτερη Εταιρία στον τομέα των Επενδυτικών Σχέσεων στην Ελλάδα» ενώ σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ανακηρύχθηκε ως η «10η Καλύτερη Επιχείρηση σε θέματα Επενδυτικών Σχέσεων» ανάμεσα σε 22 ευρωπαϊκές επιχειρήσεις του κλάδου ποτών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ίδιας έρευνας, η Coca-Cola Τρία Έψιλον

βρέθηκε, σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, στην 1η θέση όσον αφορά στη «Συνέπεια και Διαφάνεια» στις Επενδυτικές Σχέσεις.

(c) Κοινωνική ευθύνη

Το περιβάλλον αποτελεί βασικό μέλημα κάθε κοινότητας σε κάθε μέρος του κόσμου. Η Coca-Cola Τρία Έψιλον εκφράζει το ενδιαφέρον της θέτοντας την περιβαλλοντική προστασία στο επίκεντρο όλων των δραστηριοτήτων της σε όλες τις αγορές και στις 28 χώρες και για αυτό έχει ορίσει συγκεκριμένη περιβαντολογική πολιτική. Αλλά η κοινωνική της ευθύνης δεν περιορίζεται μόνο στο περιβάλλον. Συγκεκριμένα έχει αναπτύξει πολιτικές και για τα κάτωθι θέματα:

- ✓ για την ισότητα
- ✓ για το HIV/AIDS
- ✓ για τα ανθρώπινα δικαιώματα
- ✓ για την υγιεινή και την ασφάλεια της εργασίας
- ✓ για την ποιότητα για κατευθυντήριες αρχές προμηθευτών

2.2 Τα 4 Βασικά στοιχεία

Με το συνδυασμό των βασικών στοιχείων – Διαθεσιμότητα, Προσιτές Τιμές, Αποδοχή και Ενεργοποίηση – για τη δημιουργία μίας οργάνωσης πωλήσεων παγκοσμίου επιπέδου, η Coca-Cola Τρία Έψιλον διασφαλίζει την κατάλληλη θέση για να διατηρήσει σταθερή και αυξανόμενη ζήτηση στις αγορές όπου λειτουργεί.

«Διαθεσιμότητα»

Η Coca-Cola Τρία Έψιλον προσεγγίζει τους καταναλωτές όχι μόνο την πλήρη ποικιλία των προϊόντων της εύκολα διαθέσιμη με το άπλωμα του χεριού, αλλά παρέχοντας τη σωστή συσκευασία, στη σωστή τοποθεσία, το σωστό χρόνο.

«Προσιτές Τιμές»

Παρέχοντας μεγάλη ποικιλία ελκυστικών ποιοτικών προϊόντων, σε συσκευασία κατάλληλη για τις ανάγκες κάθε αγοράς και περίπτωσης στην κατάλληλη τιμή, η Coca-Cola Τρία Έψιλον επιδιώκει να παρέχει οικονομικά προσιτές επιλογές στους καταναλωτές.

«Αποδοχή»

Ο αυστηρός ποιοτικός έλεγχος η ουσιαστική εξυπηρέτηση των καταναλωτών, η αποτελεσματικότητα και η μελετημένη προσέγγιση της αγοράς σε συνδυασμό με τη σε βάθος γνώση και κατανόηση των αναγκών των καταναλωτών, διασφαλίζουν την αποδοχή των προϊόντων της Coca-Cola Τρία Έψιλον από τους καταναλωτές σε κάθε αγορά.

«Ενεργοποίηση»

Η προτίμηση των καταναλωτών για τα προϊόντα της Coca-Cola Τρία Έψιλον πηγάζει από την προσφορά των προϊόντων αυτών στην κατάλληλη τιμή ανάλογα με το προϊόν, στην κατάλληλη τοποθεσία. Τοποθετώντας τα προϊόντα σε ενδιαφέρουσες και ελκυστικές προβολές, διατηρώντας τα σε ειδικά διαμορφωμένα ψυγεία, αυτόματους πωλητές, ράφια, πρατήρια και συσχετίζοντάς τα με τη ζωή των αγοραστών, η Coca-Cola Τρία Έψιλον ενισχύει τη ζήτηση των καταναλωτών.

2.3 Προϊοντική Γκάμα

Προκειμένου να ικανοποιήσει τις ανάγκες των περιοχών όπου λειτουργεί, συνεχίζει να λανσάρει νέες γεύσεις, συσκευασίες και προωθητικές δραστηριότητες που ενισχύουν και συμπληρώνουν τα κύρια εμπορικά της σήματα την Coca-Cola, την Coca-Cola light, τη Fanta και τη Sprite. Αυτό συνεπάγεται αφενός την προσθήκη νέων προϊόντων και αφετέρου την ανανέωση και παρουσίαση του υφιστάμενου χαρτοφυλακίου προϊόντων με τους πελάτες και καταναλωτές της.

Το προϊόν της Coca-Cola αντιπροσωπεύει πάνω από το 50% των πωλήσεων της εταιρίας και παραμένει η κεντρική πηγή κέρδους για την Coca-Cola Τρία Έψιλον. Παράλληλα, καθεμία από τις επιχειρήσεις έχει το περιθώριο να διαχειρίζεται τις δικές της δραστηριότητες και να πωλεί τα σωστά για την περιοχή της προϊόντα. Παραδείγματος χάριν στην Ουκρανία και τη Ρωσία, τα εκεί παραγόμενα τοπικά προϊόντα Fruktime και Sparletta, που με τη (χαμηλή) τιμή τους συμπληρώνουν τα βασικά εμπορικά σήματα και είναι προσαρμοσμένα στις τοπικές γευστικές προτιμήσεις γνωρίζουν σημαντική επιτυχία. Οι χυμοί της Amita έχουν «αναζωογονήσει» την ελληνική αγορά χυμών με πιο συναρπαστικές συσκευασίες, συμπεριλαμβανομένης της Amita Fun για μικρότερους στην ηλικία καταναλωτές.

Εστιάζοντας στον προσδιορισμό και την ανάπτυξη ευκαιριών για καινοτομικά προϊόντα, αλλά και στην ενδυνάμωση της θέσης της στην κατηγορία των χυμών, των energy και sports ποτών, καθώς και στην ταχέως αναπτυσσόμενη αγορά του εμφιαλωμένου νερού, η Coca-Cola

Τρία Έψιλον ενισχύει περαιτέρω τη θέση της ως ο κορυφαίος Όμιλος μη αλκοολούχων ποτών στην Ευρώπη.

2.4 Οι Άνθρωποι

Ως εταιρία που δρα και λειτουργεί με πυρήνα τον άνθρωπο, η Coca-Cola Τρία Έψιλον δίνει μεγάλη σημασία στην ανάπτυξη των ικανοτήτων των ανθρώπων της και στην παρακίνησή τους για επαγγελματική εξέλιξη. Οι στρατηγικές που εφαρμόζει για να προσελκύσει, εξελίξει επαγγελματικά και να διατηρήσει τη συνεργασία με τους καλύτερους επαγγελματίες, έχουν συμβάλει στην ανάπτυξη μίας εταιρίας που είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις μελλοντικές προκλήσεις της αγοράς. Αυτή η δραστηριότητα και προσπάθεια αναδεικνύουν μία από τις θεμελιώδεις αξίες: τη φροντίδα για τους ανθρώπους της. Από την Ελλάδα στην Ιρλανδία και από τη Ρωσία στη Νιγηρία, η Coca-Cola Τρία Έψιλον είναι ένας σημαντικά διαφοροποιημένος οργανισμός όσον αφορά στις αγορές που εξυπηρετεί και τους ανθρώπους που απασχολεί

2.5 Εταιρική κουλτούρα

Η Coca-Cola Τρία Έψιλον είναι μία εταιρία που χαρακτηρίζεται από μεγάλη ποικιλία όσον αφορά στις αγορές που δραστηριοποιείται και στην προέλευση των ανθρώπων που απασχολεί. Οι εργαζόμενοι της Coca-Cola Τρία Έψιλον προέρχονται από διαφορετικές φυλές, εθνικότητες και κουλτούρες. Για την Coca-Cola Τρία Έψιλον η ποικιλία των ανθρώπων της δεν αποτελεί αυτοσκοπό, αλλά μέσο για την επίτευξη ενός απώτερου στόχου. Σε αντίθεση με μερικές εταιρίες όπου η ποικιλία της προέλευσης των εργαζομένων αποτελεί στόχο προς εκπλήρωση, στην Coca-Cola Τρία Έψιλον είναι κεντρικό στοιχείο στην εκπλήρωση των εταιρικών στόχων.

2.6 Διοικητικό Μοντέλο

Στην Coca-Cola Τρία Έψιλον, σημαντικό χαρακτηριστικό της διοίκησης θεωρείται η ικανότητα ενθάρρυνσης της ανθρώπινης προσπάθειας προς την επίτευξη εξαιρετικών στόχων. Οι διοικητικές ικανότητες αποτελούν σημαντικό εταιρικό στοιχείο. Ο Όμιλος προωθεί την αρχή της προσπάθειας για υψηλή επίδοση σε όλες τις αγορές, όπου δραστηριοποιείται, προκειμένου να ικανοποιήσει, αλλά και να υπερβεί τις προσδοκίες των πελατών και των καταναλωτών και να προσφέρει υπεραξία στους μετόχους της εταιρίας.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κεφάλαιο 3^ο

“Don't overlook the importance of worldwide thinking. A company that keeps its eye on Tom, Dick and Harry is going to miss Pierre, Hans and Yoshio”.

Al Ries

3 Ο Κλάδος

Η βιομηχανία τροφίμων-ποτών κατέχει **κυρίαρχη θέση** στην ελληνική μεταποίηση. Αποτελεί τον κλάδο με την υψηλότερη συμβολή σε όλα τα βασικά μεγέθη της μεταποίησης, όπως οι πωλήσεις, η προστιθέμενη αξία, ο αριθμός επιχειρήσεων και η απασχόληση. Καλύπτει το 25% του κύκλου εργασιών, κατέχει το 25% των συνολικών κεφαλαίων, παράγει το 24% της συνολικής προστιθέμενης αξίας και απασχολεί πάνω από το 22% των απασχολουμένων στο σύνολο του μεταποιητικού τομέα.

Στον κλάδο, δραστηριοποιούνται περίπου 1.400 επιχειρήσεις (24% περίπου του συνόλου της μεταποίησης) και κατά μέσο όρο εργάζονται 61 άτομα ανά επιχείρηση. Η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων αυτών είναι μικρές, με προσωπικό μέχρι 50 άτομα, ωστόσο η συμμετοχή τους στις συνολικές πωλήσεις και στα καθαρά αποτελέσματα είναι μικρή.

Η παραγωγή του κλάδου τροφίμων-ποτών φαίνεται να ακολουθεί γενικά τις τάσεις του αντίστοιχου ευρωπαϊκού κλάδου. Σε σχέση με το σύνολο της ελληνικής μεταποίησης ο κλάδος αναπτύσσεται ταχύτερα: Από το 1995 έως το 2005 η παραγωγή του κλάδου αυξήθηκε κατά 20,6% σε σύγκριση με άνοδο 11,7% του συνόλου της βιομηχανίας. Το 2005 η πορεία της παραγωγικής δραστηριότητας ήταν πτωτική, όπως άλλωστε και στο σύνολο της μεταποίησης. Το 2006 όμως ο κλάδος φαίνεται να ανακάμπτει, ενώ βελτιώνονται και οι προσδοκίες των επιχειρήσεων.⁵

Οι πωλήσεις της κατηγορίας κατανέμονται μεταξύ της "ζεστής" αγοράς (σούπερ Μάρκε και λοιπά σημεία πώλησης) και της "κρύας" (μπαρ, εστιατόρια κλπ). Η "ζεστή" αγορά υπερिσχύει της "κρύας", πραγματοποιώντας περίπου το 70% των πωλήσεων ή κατ' άλλες εκτιμήσεις το 60% των πωλήσεων. Η διαφορά των σημείων πώλησης της "ζεστής" αγοράς έναντι της "κρύας" συνίσταται στο ότι εκεί ο καταναλωτής έχει τη δυνατότητα επιλογής μάρκας προτίμησης.⁶

⁵ "Συνοπτική Επισκόπηση Του κλάδου Τροφίμων Και ποτών"
www.bep.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=876&Itemid=85

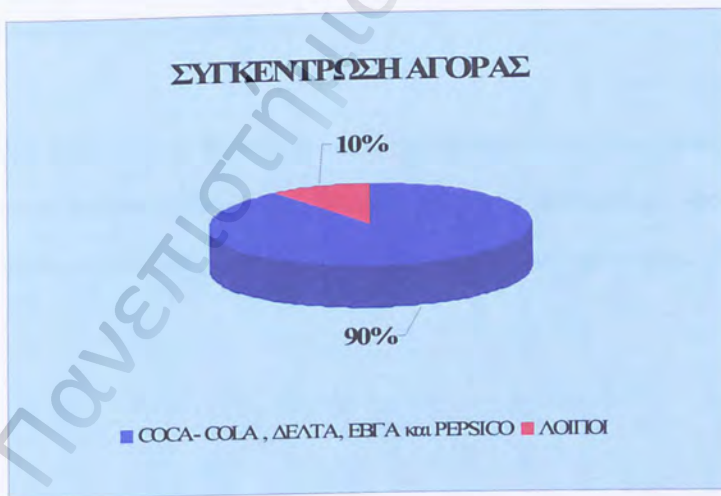
⁶ «Εμφιαλωμένο νερό: Αναμένεται αύξηση πωλήσεων φέτος», www.greekretail.gr/articles/1816/index.html

3.1 Ανταγωνισμός και Εμπόδια Εισόδου

Ο κλάδος των χυμών και των αναψυκτικών χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, καθώς ελέγχεται από μικρό αριθμό επιχειρήσεων, παρόλα αυτά μεταξύ των επιχειρήσεων υπάρχει έντονος ανταγωνισμός για την κατάληψη μεριδίου της αγοράς. Ο ανταγωνισμός οξύνεται περαιτέρω στην αγορά των αναψυκτικών, λόγω της μείωσης που παρουσιάζει η συνολική εγχώρια κατανάλωση. Το γεγονός αυτό αποδίδεται σε αλλαγές στις διατροφικές συνήθειες.⁷

Συγκεκριμένα το συντριπτικά μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, ύψους περίπου 90%, κατέχουν παραδοσιακά οι COCA COLA 3E, ΔΕΛΤΑ, ΕΒΓΑ και PEPSICO.

Γράφημα 1



7 «Logistics που...μας ξεδιψούν», www.logistics-management.gr/article.php?ID=491

Στα αναψυκτικά η κατάσταση στην αγορά έχει παγιωθεί εδώ και χρόνια. Coca Cola Τρια Εψίλον και Pepsico Ivi κυριαρχούν με συντριπτική διαφορά μεριδίου υπέρ της πρώτης. Επιπρόσθετα, δραστηριοποιούνται πολλές μικρότερες εταιρείες, με περιορισμένα δίκτυα διανομής κυρίως στις τοπικές αγορές, και δη μόνο κατά την περίοδο αιχμής της ζήτησης του προϊόντος. Έτσι, οι νέες εταιρείες που επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν στον κλάδο, αντιμετωπίζουν σημαντικά εμπόδια εισόδου. Στο συμπέρασμα αυτό, του αυξημένου ανταγωνισμού, οδηγεί και το γεγονός ότι οι μεγαλύτερες κυρίως εταιρείες προχωρούν σε κινήσεις συνεργασιών, επεκτάσεων και συγχωνεύσεων.⁸

Επίσης ο υψηλός βαθμός εξάρτησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις πολυεθνικές, η εποχικότητα του προϊόντος αλλά και οι νέες μεταρρυθμίσεις του θεσμικού πλαισίου (συστήματα ελέγχου, αυστηροί υγειονομικοί έλεγχοι κ.ά.) απαιτούν ένα κρίσιμο μέγεθος κλίμακας παραγωγής άρα και υπερεπενδύσεις γεγονός που αποθαρρύνει νέες εταιρίες να δραστηριοποιηθούν στον κλάδο αυτό.

Ένας ακόμη λόγος είναι η «πίστη» που έχει δημιουργηθεί στους καταναλωτές για ορισμένα προϊόντα του κλάδου, η οποία προκύπτει από τη διαφοροποίηση των προϊόντων και τις μεγάλες διαφημιστικές εκστρατείες των μεγάλων επιχειρήσεων (brand loyalty)⁹.

⁸ «Αύξηση μεγεθών για τις βιομηχανίες χυμών, αναψυκτικών και εμφιαλωμένου νερού», www.infoloponnisos.gr/pelop_market_watch.aspx?sect=oin&artid=769&page=9 «Η Αγορά των Φυσικών Χυμών στην Ελλάδα», http://www.iobe.gr/index.asp?a_id=92&news_id=78

3.2 Το Κόστος Των Πρώτων Υλών – Ζάχαρη

Σημαντικό πρόβλημα της βιομηχανίας τροφίμων-ποτών σε ευρωπαϊκό επίπεδο είναι το υψηλό κόστος των συντελεστών παραγωγής και ειδικότερα των πρώτων υλών, των προϊόντων δηλαδή της αγροτικής παραγωγής. Συνεπώς, κάθε αλλαγή στην ποιότητα, ποσότητα και τιμή των γεωργικών προϊόντων επηρεάζει σημαντικά τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στα τρόφιμα.

Οι εξελίξεις που αναμένονται, σε ό,τι αφορά την προμήθεια φθηνότερων πρώτων υλών, είναι ευνοϊκές για τις βιομηχανίες τροφίμων και ποτών. Η Ε.Ε. έχει ήδη αρχίσει να αναπροσαρμόζει την τιμολογιακή της πολιτική, ενόψει του επερχόμενου ανταγωνισμού από χώρες εκτός των ευρωπαϊκών συνόρων. Στόχος είναι η αύξηση της ανταγωνιστικότητας τόσο των γεωργικών προϊόντων, όσο και των τροφίμων και ποτών. Επιδιώκεται η δημιουργία συνθηκών που θα εξασφαλίζουν τη διαθεσιμότητα γεωργικών πρώτων υλών σε ανταγωνιστικές τιμές. Γιατί σε διαφορετική περίπτωση η ευρωπαϊκή βιομηχανία δε θα είναι πλέον ικανή να ανταγωνιστεί τις διεθνείς αγορές στο νέο επιχειρηματικό περιβάλλον που θα διαμορφωθεί με το άνοιγμα των αγορών.¹⁰

Η ζάχαρη αποτελεί την βασικότερη πρώτη ύλη για την Coca-Cola. Παρακάτω παρατίθεται μια συνοπτική ανάλυση της πορείας της για την περίοδο 2003-2007 σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στη διάρκεια του 2004, η τιμή του εμπορεύματος εμφάνισε μία ανοδική τροχιά, έπειτα από μικτή συμπεριφορά το 2003. Για την περίοδο του 2005, η τιμή κινήθηκε έντονα μέχρι τα επίπεδα των 15 σεντς ανά λίμπρα, ενώ για το 2006 η τιμή του εμπορεύματος εκτοξεύτηκε έως το επίπεδο των 20 σεντς ανά λίμπρα, σημείο το οποίο αποτέλεσε και turning point για την πορεία της αγοράς. Για το 2007, η τιμή κινείται πτωτικά γύρω στα 10 σεντς. Παρά το γεγονός ότι οι διακυμάνσεις των τιμών επηρεάζονται μέγιστα από τις θεμελιώδεις δυνάμεις της αγοράς της ζάχαρης και λιγότερο από τις τεχνικές της όψεις, την παρούσα χρονική στιγμή η τεχνική εικόνα του εμπορεύματος «ευνοεί» την πτώση. Ιστορικά, περίοδοι υψηλών σχετικά

¹⁰ «Μεταρρύθμιση της ΚΑΠ του 2002», http://ec.europa.eu/fisheries/cfp/2002_reform_el.htm

τιμών έχουν συνδυασθεί με σχετικά χαμηλά αποθέματα εμπορεύματος στις παγκόσμιες αγορές, σε συνδυασμό με υψηλότερες αυξήσεις της ζήτησης έναντι της παραγωγής. Για το 2007, τα τελικά αποθέματα θα κινηθούν υψηλότερα, επηρεάζοντας την ισορροπία των θεμελιακών δυνάμεων στην αγορά της ζάχαρης και σε μεγάλο βαθμό η τρέχουσα εικόνα της αγοράς οφείλεται στο εν λόγω στοιχείο. Τέλος, αρνητικό στοιχείο αποτελεί το γεγονός ότι η συνολική προσφορά θα είναι αυξημένη σε ετήσια βάση.¹¹

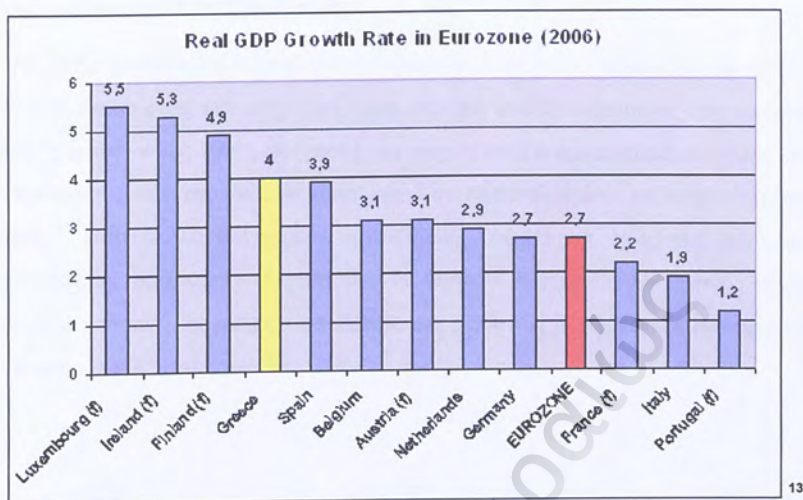
3.3 Το Επιχειρηματικό Περιβάλλον

Τους τελευταίους μήνες παρατηρείται σημαντική βελτίωση του οικονομικού κλίματος σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Η βελτίωση αυτή οφείλεται αφενός, στο συνεχιζόμενο δυναμισμό της κατανάλωσης και την ανάκαμψη των επενδύσεων, που οδηγούν σε ταχεία άνοδο του ΑΕΠ και αφετέρου, στα σημαντικά βήματα της οικονομικής πολιτικής τόσο στο δημοσιονομικό της σκέλος, όσο και στις διαρθρωτικές αλλαγές. Μπορεί συνεπώς βάσιμα να υποστηριχθεί ότι το επιχειρηματικό περιβάλλον είναι σαφώς βελτιωμένο και δημιουργεί μια θετική δυναμική ανόδου. Η μείωση των φορολογικών συντελεστών νομικών προσώπων αποτελεί επίσης θετικό βήμα.¹²

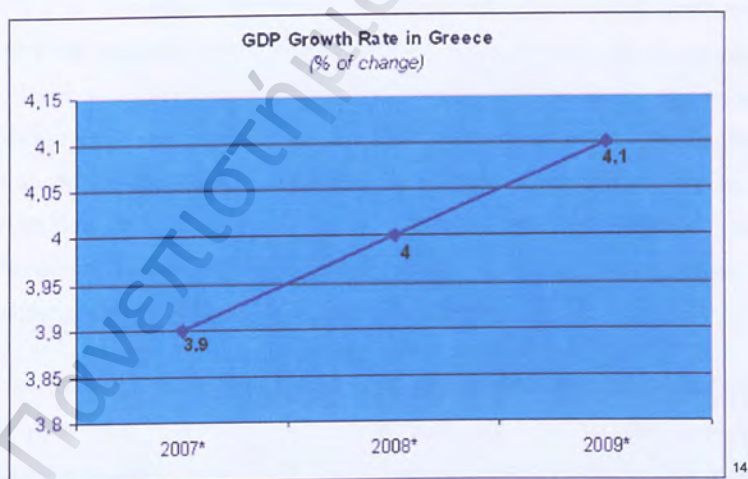
Επίσης βάσει στοιχείων της ΕΛΚΕ (Ελληνικό Κέντρο Επενδύσεων) το ποσοστό ανάπτυξης στην Ελλάδα βρίσκεται στο 4% για το 2006 ενώ αναμένεται να φτάσει το 4,1% μέχρι το 2009. Οι παρακάτω πίνακες δείχνουν την συγκριτική ανάπτυξη της Ελλάδας σε σχέση με άλλες χώρες της ευρωζώνης και την δυναμική ανάπτυξη των επόμενων ετών.

11 «Διεθνείς Αγορές Εμπορευμάτων - Η αγορά της Ζάχαρης», www.hrima.gr/article.asp?view=172&ref=165

12 «Συνοπτική επισκόπηση του κλάδου τροφίμων και ποτών», www.bep.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=876&Itemid=85



Τέλος αναφέρεται ότι ο κλάδος τροφίμων-ποτών έχει διπλάσιο ποσοστό ανάπτυξης συγκριτικά με τον υπόλοιπο μεταποιητικό τομέα .



3.4 Πορεία Ζήτησης Και Προοπτικές

Το μεγαλύτερο ποσοστό των πωλήσεων εξακολουθούν να καταλαμβάνουν τα ανθρακούχα αναψυκτικά τύπου cola, παρατηρείται όμως στροφή των προτιμήσεων των καταναλωτών σε φυσικούς χυμούς -ιδίως 100% φυσικούς και στην αγορά εμφιαλωμένου νερού στα πλαίσια της μεταστροφής και της ευαισθητοποίησης των καταναλωτών σε υγιεινότερους τρόπους διατροφής.¹⁵ Παράλληλα συνεχίζεται η αυξημένη ζήτηση για ισοτονικά ποτά, κυρίως από νεαρές ηλικιακές ομάδες. Η αύξηση των πωλήσεων εμφιαλωμένου νερού, εκτός από την στροφή στην υγιεινή διατροφή, οφείλεται και στην αυξητική τάση που παρατηρείται στη θερμοκρασία τα τελευταία χρόνια..

3.4.1 Αυξάνεται η ζήτηση των χυμών εις βάρος των αναψυκτικών

Τα συμπεράσματα αυτά προκύπτουν από τη σχετική κλαδική μελέτη την οποία εκπόνησε η ICAP A.E. το 2004.¹⁶

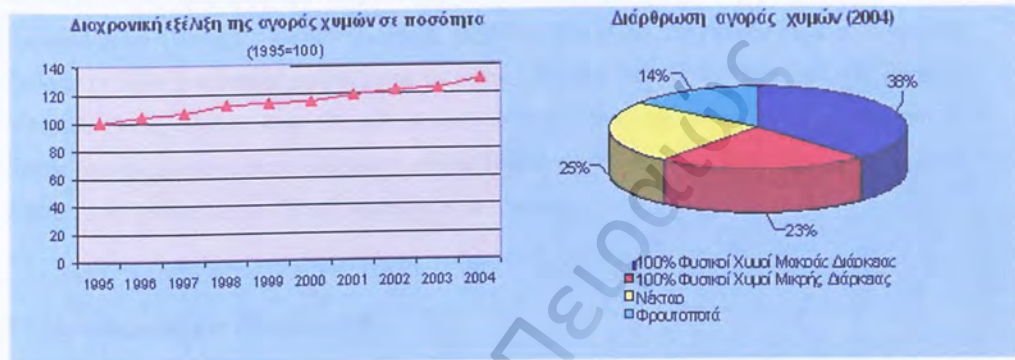
Οι αλλαγές στις διατροφικές συνήθειες και τα νέα πρότυπα υγιεινής διατροφής τα οποία υιοθετούνται από αρκετούς καταναλωτές ευνοούν τη ζήτηση των χυμών και εμφιαλωμένου νερού εις βάρος των αναψυκτικών. Εξάιρεση αποτελούν τα ισοτονικά-ενεργειακά ποτά, τα οποία εξακολουθούν να αναπτύσσονται. Επίσης, η πορεία του εξεταζόμενου κλάδου εξαρτάται άμεσα από τις κλιματολογικές συνθήκες οι οποίες επικρατούν κυρίως μεταξύ των μηνών Απριλίου και Οκτωβρίου κάθε έτους, κατά τη διάρκεια των οποίων πραγματοποιούνται οι υψηλότερες πωλήσεις χυμών, νερού και αναψυκτικών, γεγονός το οποίο αποδίδεται και στην αύξηση της τουριστικής κίνησης.

Το συνολικό μέγεθος της εγχώριας αγοράς χυμών εμφάνισε ανοδική πορεία την περίοδο 1995-2004, με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της τάξης του 3%. Το 2004 η αγορά αυξήθηκε κατά 5% περίπου σε σχέση με το 2003. Το μεγαλύτερο μερίδιο (38%) στην κατανάλωση

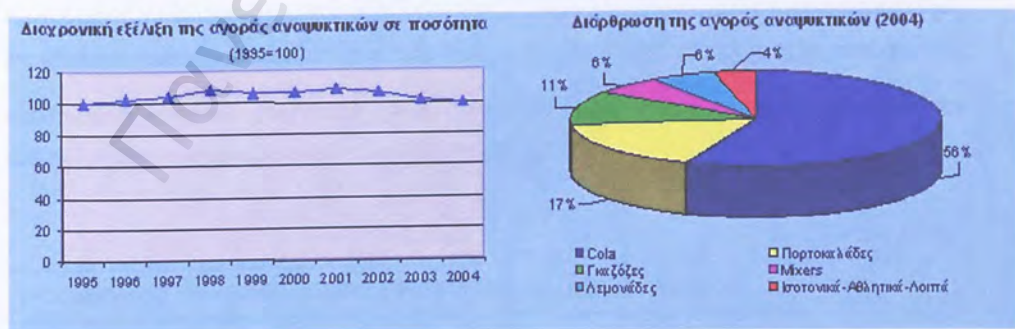
15 «Αναψυκτικά - Χυμοί - Εμφιαλωμένα Νερά: Η υψηλή συγκέντρωση εμπόδιο για τους νέους παραγωγούς», www.economics.gr/articleData/IS/2006/KL_TROFIMA.htm

16 «Αυξάνεται η ζήτηση των χυμών εις βάρος των αναψυκτικών», www.icap.gr/services/consulting/financial_studies/finrep_kladikes_base_gr_7162.asp

χυμών για το 2004 κατέλαβε η κατηγορία των 100% φυσικών χυμών μακράς διάρκειας και ακολουθούν με μικρότερα μερίδια οι υπόλοιπες κατηγορίες (νέκταρ: 25%, 100% φυσικοί χυμοί μικρής διάρκειας: 23% και φρουτοποτά: 14%).



Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της κλαδικής μελέτης, το συνολικό μέγεθος της εγχώριας αγοράς αναψυκτικών εμφάνισε διακυμάνσεις κατά το χρονικό διάστημα 1995-2004. Το 2004 η αγορά μειώθηκε κατά 2% περίπου σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Εκτιμάται ότι η κατηγορία αναψυκτικών τύπου cola απέσπασε μερίδιο 56% το 2004 και ακολούθησαν οι πορτοκαλάδες με 17%, οι γκαζόζες με 11%, τα mixers και οι λεμονάδες με 6% αντίστοιχα και η κατηγορία ισοτονικά-αθλητικά-λοιπά με 4%.



Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η εγχώρια αγορά εμφιαλωμένου νερού, καθώς η κατανάλωση συνεχώς αυξάνεται τα τελευταία χρόνια. Από τη συνολική κατανάλωση, περί το 60% αφορά στα φυσικά μεταλλικά νερά, το 34,5% στα επιτραπέζια και το υπόλοιπο 5,5% στα ανθρακούχα, όπου και σημειώνονται οι υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης τα τελευταία τρία χρόνια, φθάνοντας μέχρι και το 15% ετησίως. Στην κατηγορία του εμφιαλωμένου νερού κυριαρχούν οι εταιρείες Τρία Έψιλον (Αύρα), Χήτος (Ζαγόρι), Ηπειρωτική Βιομηχανία Εμφιαλώσεων (Βίκος), Nestle (Κορπή), Pepsico-Ηβη (Ηβη Λουτρακίου), και Αθηναϊκή Ζυθοποιία (Ιόλη), οι οποίες μοιράζονται άνω του 65% των πωλήσεων της συνολικής αγοράς. Η Nestle Ελλάς παράγει στην Ελλάδα το φυσικό μεταλλικό νερό με την επωνυμία Κορπή. Η Nestle διανέμει επίσης στην ελληνική αγορά διεθνή προϊόντα του ομίλου και ειδικότερα τα Perrier, San Pellegrino και Vittel, καθώς και το Contrex.¹⁷

3.5 Μεταστροφή και Προσαρμογή

Κατά την αρχική περίοδο μεταστροφής των προτιμήσεων των καταναλωτών (γύρο στο 1998) η COCA COLA 3E, αλλά και η Πεπσι αντιμετώπιζαν σοβαρά προβλήματα καθώς μέχρι τότε είχαν επικεντρωθεί κυρίως στην αγορά των αναψυκτικών.¹⁸ Το Μάρτιο του 2001, η Coca-Cola ανακοίνωσε ένα καινούργιο προϊόν της, ένα φυσικό χυμό πορτοκαλάδας. Το προϊόν αυτό μαζί με μια πλειάδα άλλων μη ανθρακούχων αναψυκτικών αποτέλεσαν την απαρχή της επιχείρησης αυτής, ταυτισμένης με το αναψυκτικό τύπου κόλας, να ξεφύγει από τα στενά πλαίσια των αναψυκτικών αυτών που δεν παρουσίαζαν πλέον τους ρυθμούς ανάπτυξης του παρελθόντος.

Γενικότερα, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται έντονη κινητικότητα για την πραγματοποίηση επενδύσεων εκσυγχρονισμού. Από το 2000 μέχρι το 2006 αυξάνεται διαρκώς το ποσοστό των επενδυτικών δαπανών των επιχειρήσεων τροφίμων-ποτών που κατευθύνονται προς τον εξορθολογισμό της παραγωγικής τους δραστηριότητας.¹⁹

¹⁷ «Επιχειρήσεις», www.isotimia.gr/default.asp?pid=21&la=1&artid=44248&catid=6

¹⁸ «Κερδισμένοι όσοι μπαίνουν πρώτοι σε μία αγορά», www.bluewavemag.com/blueart15.htm

¹⁹ «Συνοπτική Επισκόπηση Του κλάδου Τροφίμων Και ποτών»,

www.bep.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=876&Itemid=85

Στο κατώφλι αυτών των αλλαγών η leader του κλάδου Coca-Cola 3^E έχει καταφύγει σε στρατηγικές συμμαχίες και κυρίως σε εξαγορά εταιριών. Στοχεύοντας και στη γεωγραφική εξάπλωση των δραστηριοτήτων της, διέθεσε €400 εκ. για την εξαγορά εταιριών του εξωτερικού. Συγκεκριμένα, εξαγόρασε τις εταιρείες εμφιαλωμένου νερού LASINKA (Σερβία) και BANKYA (Βουλγαρία), την εταιρεία παραγωγής χυμών MULTON (Ρωσία), καθώς και την VENDIT (Ιρλανδία), η οποία δραστηριοποιείται στον τομέα των μηχανημάτων αυτόματης πώλησης.²⁰

Η εταιρεία τον Σεπτέμβριο του 2007 (04/09/2007) ανακοίνωσε την ολοκλήρωση της εξαγοράς του 100% της Aquavision, μίας νέας παραγωγικής μονάδας στη Ρωσία. Οι εγκαταστάσεις της εταιρείας που βρίσκονται στη Μόσχα, τη μεγαλύτερη καταναλωτική αγορά της Ρωσίας, καλύπτουν συνολική έκταση 35 εκταρίων και περιλαμβάνουν τέσσερις γραμμές παραγωγής - δύο εκ των οποίων είναι ασηπτικές γραμμές- αποθηκευτικούς χώρους και γραφεία. Η Coca Cola 3E αναμένει ότι η εξαγορά της Aquavision θα ενισχύσει την κερδοφορία του 2008.²¹²²

Η Coca Cola Τρία Έγυλον από τις αρχές του 2007 έχει υλοποιήσει ή έχει ανακοινώσει ότι θα υλοποιήσει επενδύσεις άνω των 350 εκατ. ευρώ, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων κατευθύνεται στις χώρες του πρώην Ανατολικού μπλοκ, με τη Ρωσία να απορροφά τη μερίδα του λέοντος, δηλαδή κεφάλαια κοντά στα 280 εκατ. ευρώ. Επίσης πρόσφατα πραγματοποίησε επένδυση 14,8 εκατ. ευρώ στη Σλοβακία, η οποία αφορά σε νέα γραμμή παραγωγής του εμφιαλωμένου νερού Bonaqua, δυναμικότητας 30.000 μπουκαλιών την ώρα, στο εργοστάσιο της Luka στην περιοχή Τπρανα, ενώ προχωρά στην υλοποίηση νέων επενδύσεων 4 εκατ. ευρώ

20 «Αναψυκτικά - Χυμοί - Εμφιαλωμένα Νερά: Η υψηλή συγκέντρωση εμπόδιο για τους νέους παραγωγούς» www.economics.gr/articleData/IS/2006/KL_TROFIMA.htm

21 «Coca-Cola 3E: Ολοκληρώθηκε η εξαγορά της Aquavision» , www.capital.gr/news.asp?Details=354398

22 «Ολοκλήρωση εξαγοράς νέας παραγωγικής μονάδας στη Ρωσία»,

http://typos.com.cy/nqcontent.cfm?a_id=73866

στη Σερβία με στόχο, όπως αναφέρεται στον τοπικό Τύπο, την εγκατάσταση νέας παραγωγικής γραμμής στη Vlasinka, όπου παράγεται το εμφιαλωμένο νερό "Rosa".²³

από τα ανωτέρω συμπεραίνουμε ότι οι εταιρείες ανταγωνίζονται αφενός στο επίπεδο εισαγωγής νέων καινοτόμων προϊόντων, αποτελούμενα από φυσικά συστατικά και αφετέρου στην προώθηση της προϊοντικής τους γκάμας μέσω έντονης διαφημιστικής προβολής.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

23 «Στην αγορά της Ρωσίας στρέφεται η 3E», <http://www.euro2day.gr/articles/137376/>

Κεφάλαιο 4^ο

Β) Επενδυτικοί Παράγοντες

“It sounds extraordinary but it’s a fact that balance sheets can make fascinating reading”.

Mary Archer

B) Επενδυτικοί Παράγοντες

4 Ανάλυση Λογιστικών καταστάσεων

Βασικός στόχος της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων είναι η διευκόλυνση της λήψης αποφάσεων οι οποίες αφορούν την αποτελεσματική κατανομή των οικονομικών πόρων που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση.

Στη συγκεκριμένη μελέτη η περίοδος αναφοράς για την εξαγωγή συμπερασμάτων είναι από το 2004 έως το 2006. Ίσως θεωρηθεί μικρό διάστημα και ιδιαίτερα ως προς την ερμηνεία βάσει των δεικτών (ακολουθούν στην επόμενη ενότητα) να κριθεί επιπόλαιη λόγω ανεπάρκειας στοιχείων. Όμως η συγκεκριμένη επιλογή έγινε γιατί λόγω της υποχρεωτικής εισαγωγής των ΔΛΠ το 2005 υπάρχουν αλλαγές στις καταστάσεις της εταιρίας που θα προκαλούσαν σημαντική αλλοίωση στη διαχρονική ανάλυση. Έτσι λοιπόν έχει επιλεγεί η τριετία 2004-2006 η οποία βρίσκεται κάτω από το ίδιο πρίσμα αρχών. Παρακάτω παραθέεται συγκριτική ανάλυση βάσει των πληροφοριών που μπορούν να εξάγουν από τα κονδύλια του ισολογισμού, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και της κατάστασης ταμειακών ροών. Οι καταστάσεις αυτές βρίσκονται στο τέλος του κεφαλαίου.

Καθαρά κέρδη

Τα καθαρά κέρδη της εταιρίας το 2006 αυξήθηκαν κατά 14% και ανήλθαν στα 91,1 εκατ. Ευρώ. Το 2005 η αύξηση ήταν της τάξεως του 38,24% και 79,9 εκατ. ευρώ. Τα αποτελέσματα αυτά έχουν επιτευχθεί χάρις στη σταθερή αύξηση των πωλήσεων, που επιτρέπει να αντισταθμιστούν οι συνεχόμενες αυξήσεις του κόστους. Ο λόγος της μείωσης

του ποσοστού της αύξησης των κερδών από το 2005 στο 2006 οφείλεται κυρίως στα κάτωθι γεγονότα :

Το πρώτο γεγονός είναι ότι τα λειτουργικά έξοδα έχουν αυξηθεί πάρα πολύ με τα προηγούμενα χρόνια (31,99%) καθώς ενσωματώνουν ποσό 9,3 εκατ. ευρώ που αντιπροσωπεύουν το πρόστιμο που επιβλήθηκε από την Επιτροπή Ανταγωνισμού με την αιτιολογία πως διαπιστώθηκε κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης που κατέχει στην αγορά (αναλύεται κατωτέρω).

Το δεύτερο, ότι το Μάιο του 2006 έκλεισαν οι αποθήκες της εταιρίας στο Μεσολόγγι, Κέρκυρα και Ρόδο²⁴, με αποτέλεσμα να σημειωθεί σημαντική αύξηση των εξόδων διάθεσης (25,25%,) λόγω χρησιμοποίησης εξωτερικών συνεργατών.

Τέλος η εταιρία πραγματοποίησε πρόσθετα έξοδα αναδιάρθρωσης λόγω του εκσυγχρονισμού της οργάνωσης σε λειτουργίες διοικητικής υποστήριξης και διαχείρισης αποθήκης ύψους € 22,1 εκατ. τα οποία καταχωρήθηκαν στη χρήση 2006.

Τα έξοδα διάθεσης λογικά θα μειωθούν μόλις ολοκληρωθεί η ανέγερση της νέας υπερσύγχρονης μονάδας, σε χώρο που βρίσκεται στη ΒΙΠΕ Ηρακλείου στο Ηράκλειο Κρήτης. Αν δεν υπήρχαν οι παραπάνω επενδυτικές αλλαγές και το πρόστιμο της επιτροπής ανταγωνισμού τότε τα καθαρά κέρδη θα είχαν αύξηση άνω του 50% για το 2006.

²⁴ «Ετήσιο Δελτίο 2006», σελ..80

Λειτουργικά Έξοδα

Οι παραπάνω λόγοι δικαιολογούν και την υπερβολική αύξηση των **λειτουργικών εξόδων** που αποτυπώνεται στο παρακάτω διάγραμμα. Αναλυτικότερα το 2006 τα λειτουργικά έξοδα ανήλθαν σε €238,5 εκατ. έναντι του 2005 €180,7 εκατ., δηλαδή αύξηση του 31,99% ενώ τον προηγούμενο χρόνο, 2004 ανέρχονταν σε €181,1 εκατ. δηλαδή μείωση της τάξεως του 0,22%. Η διαφορά είναι συντριπτική, άλλα δικαιολογείται λόγω των παραπάνω επενδυτικών, αλλά και απρόσμενων καταστάσεων.

Εξέλιξη Λειτουργικών Εξόδων

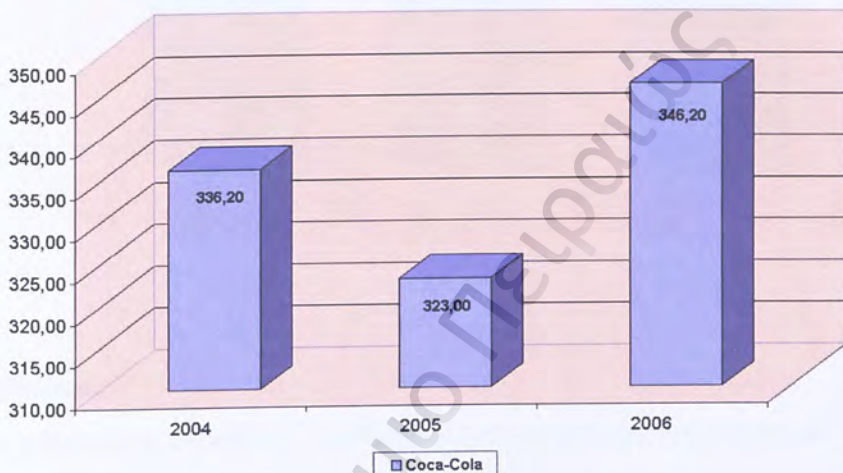


Κόστος Πωληθέντων

Το κόστος πωληθέντων ενώ παρουσίασε μια πτώση κατά την διετία 2004-2006 του επιπέδου 3,93% , το 2006 αυξάνεται κατά 7,18% από €323 εκατ. που ήταν το υπόλοιπο του λογαριασμού στο τέλος του 2005, στα €346,2 εκατ. Η αύξηση οφείλεται κατά μεγάλο βαθμό

στη ανοδική πορεία της ζάχαρης κατά το 2005 και 2006. Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο της πορεία του κόστους των πρώτων υλών η ζάχαρη έφτασε στα μέγιστα επίπεδα το 2006.

Εξέλιξη Κόστους Πωληθέντων

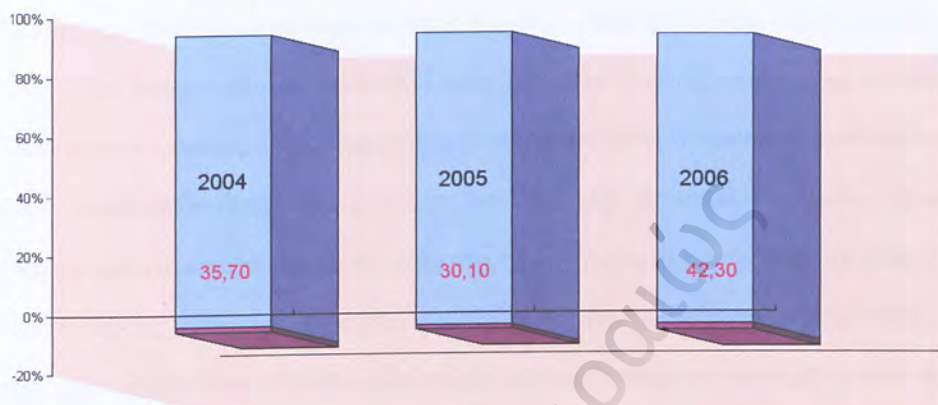


Πάγια & Αποσβέσεις

Από το παρακάτω διάγραμμα και την κατάσταση ταμειακών ροών φαίνεται ότι οι επενδύσεις σε πάγια ακολουθούν μια σταθερή αύξηση και οι ροές αυτές διαθέτονται κυρίως για βελτίωση του εξοπλισμού προώθησης των πωλήσεων καθώς επίσης και του μηχανογραφικού εξοπλισμού των εργοστασίων²⁵. Οι αποσβέσεις κινούνται και αυτές με σταθερό ρυθμό.

²⁵ «Ετήσιο Δελτίο 2006 (σελ. 101) & 2005 (σελ.108)

Διαχρονική Πορεία Επενδύσεων Σε Πάγια



Ίδια Κεφάλαια

Τα ίδια κεφάλαια της Coca-Cola 3^E ακολουθούν μια ετησία διαχρονική αύξηση του 2,5 % , καθώς η εταιρία έχει κάνει 2 συνεχόμενες αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου της με έκδοση νέων μετοχών λόγω άσκησης δικαιωμάτων προαίρεσης. Συγκεκριμένα το 2005 εκδόθηκαν 1.975.914 μετοχές ενώ το 2006 εκδόθηκαν 2.431.873 μετοχές ονομαστικής αξίας € 0,5. Οι εισπράξεις από την έκδοση μετοχών ανήλθαν σε € 36,6 εκατ. για το 2005 και € 22,5 εκατ. για το 2006.(όπως φαίνεται από την κατάσταση ταμειακών ροών). Προφανώς η εταιρία προσπαθεί να βελτιώσει την κεφαλαιακή της διάθρωση αυξάνοντας την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της και να χρηματοδοτηθεί με ιδίους πόρους, καθώς έχει πολύ καλή ρευστότητα.

Δάνεια

Ο συνολικός δανεισμός το 2006 ανήλθε σε € 445,2 εκατ. έναντι €498,9 εκατ. το 2005 και €508,2 εκατ. το 2004. Δύο δάνεια συνολικού υπολοίπου το 2005 €20,5 εκατ. αποπληρώθηκαν μέσα στο 2006, ενώ δάνειο υπολοίπου €445 εκατ. (2005: €478 εκατ.) ανανεώθηκε το Μάιο του 2006 και έχει ημερομηνία αποπληρωμής το Μάρτιο του 2009. Η παραπάνω ανάλυση της πληρωμής των δανείων εξηγεί και την μείωση του δανεισμού της εταιρίας διαχρονικά όπως φαίνεται από την κατάσταση ταμειακών ροών. Το μεγαλύτερο μέρος των δανείων της εταιρίας προέρχεται από τις θυγατρικές επιχειρήσεις και έτσι η Coca-Cola 3^E μπορεί και διατηρεί χαμηλά επιτόκια δανεισμού. Συγκεκριμένα το επιτόκιο από θυγατρικές για το 2006 είναι της τάξεως του 3,99% (2005: 2,79% και 2004: 2,82%) και το μέσο σταθμικό επιτόκιο βραχυπρόθεσμων δανείων από τρίτους ήταν για το 2006 4,08% (2004: 3.07%).²⁶ Γενικά η εταιρία έχει πολλή καλή πιστοληπτική ικανότητα. Αν και οι εταιρίες συμβούλων έχουν διαφορετικά μοντέλα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιριών, αξίζει να σημειωθεί ότι, ο διεθνής οίκος Standards & Poor's την κατατάσσει για μακροπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα στη κατηγορία (A) και στην (A-1) για την βραχυπρόθεσμη που αποτελεί μια πολύ καλή κατάταξη.²⁷

Εμπορικές Απαιτήσεις

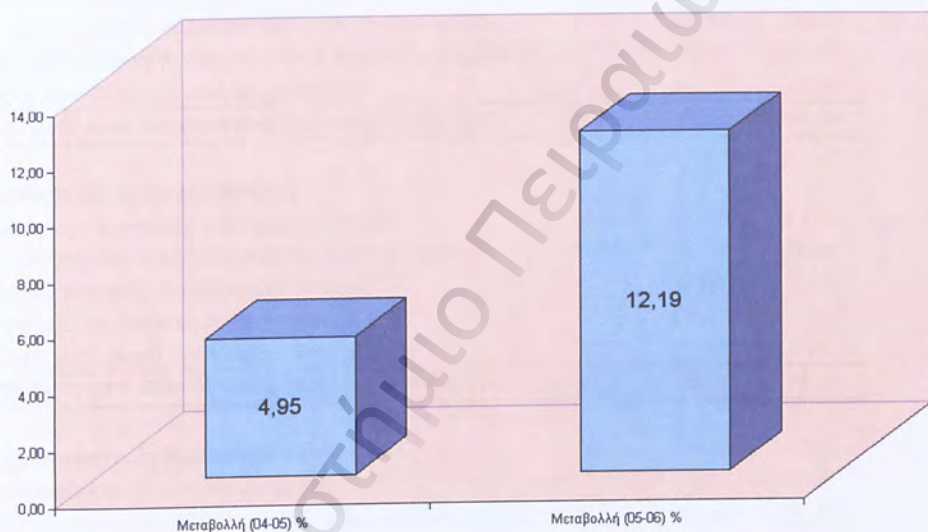
Η εμπορικές απαιτήσεις συνεχώς αυξάνονται. Το 2006 το υπόλοιπο των απαιτήσεων που περιλαμβάνει τους πελάτες μείων τις επισφαλείς απαιτήσεις ανέρχεται σε €109,5 εκατ. έναντι του 2005 με €97,6 εκατ., αύξηση της τάξεως του 12,19%. Το 2004 το υπόλοιπο είναι

²⁶ Ετήσιο Δελτίο 2005 & 2006, σελ 91 και 85 αντίστοιχα

²⁷ « Εταιρικές Ανακοινώσεις», www.pressreleases.gr/news/company/35569987/4284.html

93% και υπάρχει αύξηση σε σχέση με το 2005 4,95%. Ο ανταγωνισμός του κλάδου αλλά και το δυναμικό άνοιγμα πωλήσεων που ακολουθεί η εταιρία δικαιολογούν την αύξηση του συγκεκριμένου λογαριασμού. Οι ποσοστιαίες διαφορές φαίνονται και στο παρακάτω διάγραμμα. Από την άλλη πλευρά τα αποθέματα διατηρούνται σε σχετικά σταθερά επίπεδα.

Ποσοστιαία Μεταβολή Εμπορικών Απαιτήσεων



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Έμμεση μέθοδος

	2004	2005	2006
	σε εκατ.€	σε εκατ.€	σε εκατ.€
Λειτουργικές δραστηριότητες			
Λειτουργικά κερδή	78,70	80,50	40,70
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων	30,80	30,50	33,10
Απομειώσεις ενσώματων παγίων	1,00	-	5,00
Λοιπα μη ταμειακά κονδύλια	0,90	-	-
Παροχές δικαιωμάτων προαίρεσης	0,80	2,10	2,60
	112,20	113,10	81,40
Ζημιες από πώληση μη κυκλοφορούντων περ/κών στ			
Αύξηση / μείωση αποθεμάτων	2,20	3,80	0,30
Αύξηση / μείωση πελατών και λοιπών απαιτήσεων	0,80	13,10	9,00
Αύξηση / μείωση προμηθευτών & λοιπών υποχρεωσε	1,30	3,00	25,70
Φόροι εισοδήματος που πληρωθηκαν	30,70	39,50	36,40
Ταμ. ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	78,60	92,40	65,20
Επενδυτικές δραστηριότητες			
Πληρωμες για αγορες ενσωματων παγίων	35,70	30,10	42,30
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων παγίων	0,30	1,70	0,90
Καθαρές εισπράξεις από επενδύσεις	-	0,80	6,20
Πληρωμες για απόκτηση θυγατρικών	-	29,40	-
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών	9,30	11,20	-
Ταμ. ροές από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	44,70	68,20	35,20
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Επιστροφή κεφαλαίου σε μετόχους	0,40	-	-
Εκδοση μτχ. σε πολλαπλούς από εξάσκηση δικ.Προέξ	19,20	36,60	22,50
Εξοφλήσεις δανείων	4,20	9,10	53,40
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης	0,20	0,20	0,20
Τόκοι καταβληθέντες	16,00	15,10	17,70
Μερίσματα καταβληθέντα	47,40	66,70	72,20
Μερίσματα εισπραχθέντα	21,70	44,00	86,90
Ταμ. ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	27,30	10,50	34,10
(Μείωση)/Αύξηση χρηματικών διαθεσίμων	6,60	13,70	4,10
Μεταβολή χρηματικών διεθεσίμων			
Χρηματικά διαθέσιμα την 1η Ιανουαρίου	0,90	7,50	21,20
(Μείωση)/Αύξηση χρηματικών διαθεσίμων	6,60	13,70	4,10
Χρηματικά διαθέσιμα την 1η Ιανουαρίου	7,50	21,20	17,10

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

	2004	Δ(04-05)	2005	Δ(05-06)	2006
	σε εκατ.€	%	σε εκατ.€	%	σε εκατ.€
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Υπεραξία	7,50	0,00	7,50	0,00	7,50
Ενσώματα πάγια στοιχεία	191,10	4,60	182,30	2,80	177,20
Συμμ/χές σε θυγ/κές επιχ. και κοινοπραξίες	2.306,80	1,83	2.348,90	0,29	2.342,10
Χρηματ/κά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	3,10	19,35	3,70	51,35	5,60
Αναβαλλόμενες Φορολογικές απαιτήσεις	6,90	27,54	8,80	1,14	8,90
Μακροπρόθεσμες Προκαταβολές	1,80	11,11	1,60	0,00	1,60
Σύνολο μη κυκλ/ντων περ. στοιχείων	2.517,20	1,41	2.552,80	0,39	2.542,90
Αποθέματα	37,80	10,05	34,00	9,12	37,10
{ Ετοιμα & Εμπορεύματα	19,30	9,33	17,50	14,29	15,00
{ Υλες & Υλικά	18,50	10,81	16,50	33,94	22,10
Εμπορικές απαιτήσεις	93,00	4,95	97,60	12,19	109,50
Λοιπές απαιτήσεις	37,20	44,62	20,60	26,70	15,10
Περ. στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	-	-	-	-	1,80
Χρηματικά διαθέσιμα	7,50	182,67	21,20	19,34	17,10
Σύνολο κυκλ/ούντων περ. στοιχείων	175,50	1,20	173,40	4,15	180,60
Σύνολο ενεργητικού	2.692,70	1,24	2.726,20	0,10	2.723,50
Υποχρεώσεις					
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	19,70	5,08	20,70	99,03	0,20
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	80,00	7,62	73,90	23,41	91,20
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	33,90	23,01	26,10	74,71	6,60
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	133,60	9,66	120,70	18,81	98,00
Μακροπρόθεσμα δάνεια	488,50	2,11	478,20	6,94	445,00
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	22,90	9,61	25,10	4,38	26,20
Σύνολο Μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	511,40	1,58	503,30	6,38	471,20
Σύνολο υποχρεώσεων	645,00	3,26	624,00	8,78	569,20
Ίδια κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	119,10	1,01	120,30	0,58	121,00
Υπέρ το άρτιο	1.640,30	2,16	1.675,70	1,30	1.697,50
Λοιπά αποθεματικά	267,30	17,70	220,00	11,18	244,60
Αποτελέσματα εις νέον	21,00	310,48	86,20	5,80	91,20
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	2.047,70	2,66	2.102,20	2,48	2.154,30
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχ/σεων	2.692,70	1,24	2.726,20	0,10	2.723,50

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

	2004	Δ(04-05)	2005	Δ(05-06)	2006
	σε εκατ.€	%	σε εκατ.€	%	σε εκατ.€
Καθαρές Πωλήσεις	596,00	1,98	584,20	7,05	625,40
Κόστος Πωλήσεων	336,20	3,93	323,00	7,18	346,20
Μικτό Κέρδος	259,80	0,54	261,20	6,89	279,20
Λειτουργικά Έξοδα	181,10	0,22	180,70	31,99	238,50
Έξοδα Διάθεσης	83,10	2,29	81,20	25,25	101,70
Έξοδα Διανομής	40,40	4,21	42,10	13,54	47,80
Έξοδα Διοίκησης	65,50	6,72	69,90	3,00	67,80
Έξοδα Αναδιόρθωσης	2,50	48,00	1,30	1.600,00	22,10
Έξοδα Πρόστιμου Επιτρ. Ανταγωνισμού	-	-	-	-	9,30
Έξοδα Καταστροφής Φιαλών	-	-	-	-	1,00
Παροχές Δικαιωμάτων Προαίρεσης	0,80	162,50	2,10	23,81	2,60
Αποσβέσεις Ασώματων Παγίων	1,00	-	-	-	-
Έσοδα από Υπηρεσίες Διοικ. Υποστήριξης	12,20	30,33	15,90	13,21	13,80
Λειτουργικά κέρδη	78,70		80,50		40,70
Χρεωστικοί τόκοι	16,20	6,79	15,10	19,87	18,10
Από Τρίτους	0,80	50,00	0,40	0,00	0,40
Από Θυγατρικές	15,40	4,55	14,70	20,41	17,70
Έσοδα από Μερισίματα	30,10	108,97	62,90	84,58	116,10
Σύνολο Αποσβέσεων	33,50		32,60		40,70
Μείον : Αποσβ. μέσα στο Κόστος Πωληθέντων	33,50		32,60		40,70
Κέρδη προ Φόρων	92,60	38,55	128,30	8,11	138,70
Φόροι Εισοδήματος	34,80		48,40		47,60
Καθαρό Κέρδος	57,80	38,24	79,90	14,02	91,10

Κεφάλαιο 5^ο

“What is high finance? It’s knowing the difference between one and ten, multiplying, subtracting and adding. You just add noughts. It’s no more than that”.

John Bentley

5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει την ανάλυση αριθμοδεικτών. Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πιο διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Η πρακτική τους χρησιμότητα έγκειται στο ότι αποτελούν απλές σχέσεις ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης προς ένα άλλο, εκφραζόμενα με απλή μαθηματική μορφή, δίνοντας έτσι άμεσα την πραγματική αξία και τη σπουδαιότητα των απόλυτων μεγεθών, ξεπερνώντας το πρόβλημα της σύγκρισης ανόμοιων εκ πρώτης όψεως μεγεθών. Δεδομένης της μορφής τους, ο σκοπός της χρήσης τους είναι να επιτρέπουν άμεση σύγκριση, αφενός με αντίστοιχους δείκτες παλαιότερων οικονομικών δεδομένων των λογιστικών καταστάσεων της ίδιας επιχείρησης (διαχρονική ανάλυση), αφετέρου με αντίστοιχους δείκτες ανταγωνιστικών επιχειρήσεων ή το μέσο όρο δεικτών του κλάδου που ανήκει η προς μελέτη επιχείρηση (διαστρωματική ανάλυση). Αυτό παρέχει τόσο στους επενδυτές όσο και στα διοικητικά στελέχη μια εικόνα της επιχείρησης σχετικά με τις οικονομικές της δραστηριότητες, αλλά κυρίως τη δυνατότητα πρόβλεψης μελλοντικών κερδών, μερισμάτων, της σχετικής της θέσης στην αγορά, και λοιπών χρηματοοικονομικών ενεργειών. Ωστόσο, η χρήση των δεικτών ως εργαλείο ανάλυσης υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς: πρώτον, δεν υπάρχει κάποια ιδανική τιμή για τους δείκτες και δεύτερον είναι αρκετά δύσκολο να βρεθεί συγκρίσιμη επιχείρηση ακόμα και στον ίδιο κλάδο καθώς διαφέρουν στο μέγεθος, στην ηλικία, στις λογιστικές μεθόδους που χρησιμοποιούν (αποτίμηση αποθεμάτων και μέθοδος αποσβέσεων) και στον βαθμό διαφοροποίησης των λειτουργιών τους. Τρίτο και τελευταίο, οι δείκτες είναι προϊόν λογιστικών υπολογισμών από λογαριασμούς που περιλαμβάνουν ποσά υπολογισμένα με διαφορετικούς τρόπους.

Υπογραμμίζεται ότι τα στοιχεία για τον κλάδο και την ανταγωνίστρια εταιρία Pepsι που χρησιμοποιούνται για τη διαστρωματική ανάλυση, έχουν αντληθεί από την βάση δεδομένων της Icar που βρίσκεται στο Ο.Π.Α.

Οι κυριότερες κατηγορίες οικονομικών δεικτών που υπάρχουν στη σχετική βιβλιογραφία είναι οι δείκτες ρευστότητας, δείκτες δραστηριότητας, δείκτες αποδοτικότητας, δείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίου.

Κατωτέρω παρατίθεται ο σχολιασμό των βασικών δεικτών της εταιρίας ενώ πίνακας όλων των δεικτών παρατίθεται στο τέλος της ενότητας.

5.1 Δείκτες Ρευστότητας

Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και της ικανότητάς της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τις.

- **Δείκτης Γενικής Ρευστότητας**

Ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας έχει μια πολύ καλή πορεία, καθώς αυξήθηκε από 1,31 σε 1,44 και το 2006 σε 1,84 που σημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι ικανό να καλύψει σχεδόν δύο φορές τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η αντίστοιχη τιμές για τον κλάδο είναι 1,28/1,54/1,69. Υπολογίζεται διαιρώντας τα Κυκλοφορούντα στοιχεία του Ενεργητικού, δια τις Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Βλέπουμε ότι η Coca-Cola υπερτερεί των κλαδικών δεικτών και της βασικής ανταγωνίστριας Pepsi (εκτός του 2004) και έχει επαρκή ρευστότητα για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Πολλές φορές ο συγκεκριμένος δείκτης ελλοχεύει κινδύνους, δεδομένου ότι: α) είναι πιθανό μέσα στα αποθέματα να υπάρχουν μερικά που ρευστοποιούνται δύσκολα και β) μέσα στις απαιτήσεις να υπάρχουν και επισφαλείς απαιτήσεις. Όμως ο παραπάνω κίνδυνος περιορίζεται αρκετά για την Coca-Cola καθώς η επιχείρηση διαπραγματεύεται προϊόντα τα οποία μπορεί μεν η κατανάλωση τους να αυξάνεται τους καλοκαιρινούς μήνες άλλα σε γενικές γραμμές χαρακτηρίζονται από διαρκή ζήτηση, έχουν σχετικά εύκολη αποθήκευση (συσκευασίες pet των 2 lt) και μικρή πιθανότητα να χαλάσουν καθώς τα περισσότερα έχουν μεγάλη διάρκεια ζωής. Επίσης η επιχείρηση αναπροσαρμόζει ετήσια το υπόλοιπο του λογαριασμού των επισφαλών απαιτήσεων. Παρόλο που τα παραπάνω εξασφαλίζουν έναν ποιοτικό δείκτη χρησιμοποιείται συνδυάσθηκα και ο δείκτη ειδικής ρευστότητας που αναλύεται παρακάτω.

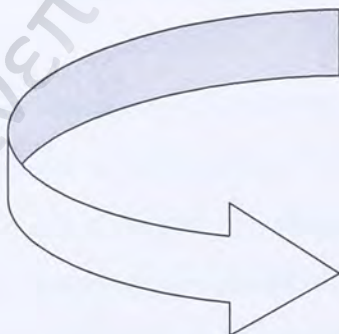
▪ Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας

Και αυτός ο δείκτης έχει αρκετά τιμή αλλά και διαχρονική αύξηση καθώς το 2004 ανέρχεται στο 0,75 το 2005 στο 0,98 και καταλήγει το 2006 στο 1,31. Η αύξηση είναι της τάξεως του 30,67% για την διετία 2004-2005 και 33,67% για το 2005-2006.

Ο δείκτης αυτός καλύπτει την ανεπάρκεια του προηγούμενου και δείχνει τις άμεσες ανάγκες της εταιρίας σε κεφάλαιο κίνησης, καθώς για τον υπολογισμό του λαμβάνονται υπόψη στον αριθμητή μόνο τα χρηματικά διαθέσιμα και οι εμπορικές απαιτήσεις. Η τιμή του κλάδου και της Pepsi κινείται περίπου στις ίδιες τιμές.

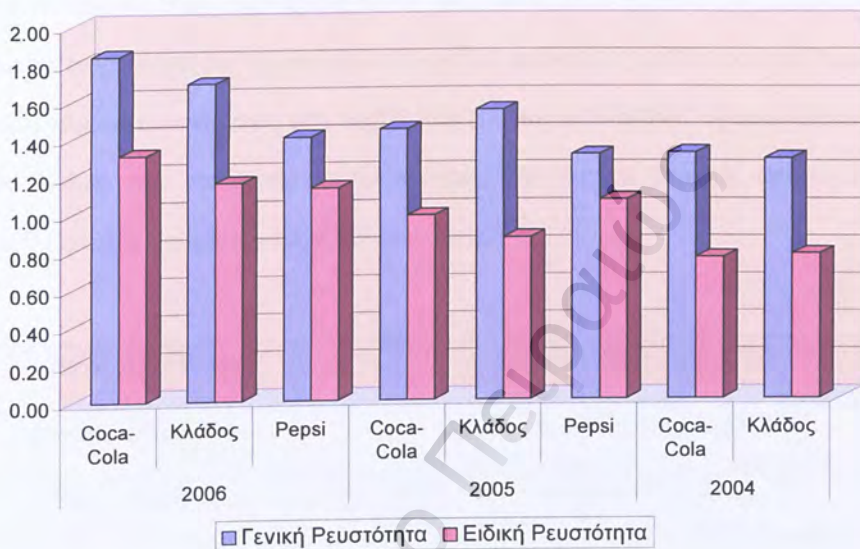
▪ Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

Διαχρονικά οι τιμές είναι 0,06 , 0,18 και 0,17 και θεωρούνται σχετικά χαμηλές. Ο δείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τα χρηματικά διαθέσιμα με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η ερμηνεία του δείκτη είναι ότι για κάθε 1 ευρώ βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων η επιχείρηση διαθέτει 0,18 (για το 2005) ευρώ ρευστών. Αν και δεν υπάρχει η τιμή του κλάδου για να έχουμε μια καλύτερη εικόνα, θεωρούμε ότι η εξήγηση για τη σχετικά χαμηλή τιμή είναι ότι η εταιρία έχει σαν πολιτική να κάνει χρηματοοικονομικές επενδύσεις²⁸. Οπότε ένα μεγάλο μέρος των διαθέσιμων μεταφέρεται σε ομόλογα και μετοχές δημιουργώντας έτσι πρόσθετα κέρδη, χωρίς όμως να φαίνεται σε αυτό το δείκτη καθώς αυτά τα στοιχεία καταγράφονται μεν στο κυκλοφορούν ενεργητικό, δεν θεωρούνται όμως χρηματικά διαθέσιμα. Έτσι μπορεί να δικαιολογηθούν οι υψηλές τιμές για τους δείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας καθώς περιλαμβάνουν αυτές τις άμεσα ρευστοποιήσιμες επενδύσεις ως μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού, αλλά και να δικαιολογήσουν γιατί περιορίζεται ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας καθώς είναι ένα πολύ «σφικτός» δείκτης. Η διαχρονική εξέλιξη των δεικτών γενικής και ειδικής ρευστότητας φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα.



²⁸ «Ετήσιο Δελτίο 2006», σελ. 74

Διαχρονική Εξέλιξη Γενικής & Ειδικής Ρευστότητας



Όλοι οι αριθμοδείκτες που σχετίζονται με τη ρευστότητα μιας επιχείρησης έχουν να κάνουν με τα κεφάλαια κίνησης ή μέρος αυτών διότι το κεφάλαιο κίνησης είναι εκείνο που χρησιμοποιείται για την εξόφληση των υποχρεώσεων της.

Γενικά για να κατανοηθεί πληρέστερα ο κίνδυνος ρευστότητας που αντιμετωπίζει μία εταιρία πρέπει να εξεταστεί ο κύκλος ζωής των λειτουργιών της. Αν μπορεί να ανταποκρίνεται στις καθημερινές απαιτήσεις των βραχυχρόνιων δανειστών της και να είναι σε θέση να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της, τους απαιτητούς τόκους και τα μερίσματα των μετόχων της και γενικά να δέχεται περισσότερες ταμιακές εισροές από ότι εκροές τότε δεν αναμένεται βραχυχρόνια να αντιμετωπίσει πρόβλημα ρευστότητας.

Μια απόδειξη ότι η Coca-Cola δεν αντιμετωπίζει σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας είναι ότι αν συνέβαινε κάτι τέτοιο τότε θα είχε πρόβλημα και στην πιστοληπτική της ικανότητα. Όμως η ICAP την κατατάσσει στην διαβάθμιση (AA), που υποδηλώνει χαμηλότατο κίνδυνο και αποδίδεται σε επιχειρήσεις με εξαιρετική πιστοληπτική ικανότητα (το ίδιο και την Pepsi) . Αντιθέτως ο κλάδος κατατάσσεται στη διαβάθμιση (D) που υποδηλώνει σχετικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο και αποδίδεται σε επιχειρήσεις με σχετικά χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα.²⁹ Γενικά η διαβάθμιση της ICAP είναι ως εξής :

Low Risk Zone	RATING: AA-A-BB
Medium Risk Zone	RATING: B-C-D-E
High Risk Zone	RATING: F-G-H

30

5.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες αυτοί δίνουν συμπληρωματική πληροφόρηση ως προς την ρευστότητα της εταιρίας και δείχνουν την ικανότητα της διοίκησης να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τους πόρους της επιχείρησης.

▪ Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες)

Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι 57/61/64 ημέρες αντίστοιχα για το 2004,2005 και 2006. Ο δείκτης αυτό υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τις εμπορικές απαιτήσεις με τις καθαρές πωλήσεις και πολλαπλασιάσουμε με 365 (ημέρες). Δείχνει πόσες μέρες

²⁹ ICAP DATA : Από τη βάση δεδομένων του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

³⁰ «www.icap.gr/news/index_gr_2676.asp»

χρειάζεται η εταιρία για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από την στιγμή της πώλησης. Παρατηρούμε ότι η υπό εξέταση εταιρία έχει πολύ καλές τιμές σε σύγκριση με την ανταγωνίστρια και τον κλάδο και αυτό δείχνει ότι η ικανότητα της διοίκησης της, στην είσπραξη των απαιτήσεως της υπερτερεί έναντι των άλλων. Όμως διαχρονικά οι ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων αυξάνουν. Αυτό μειώνει την ρευστότητα της εταιρίας και διαχρονικά δείχνει επιδείνωση των συνθηκών είσπραξης των απαιτήσεων της .

Κάτι αντίστοιχο συμβαίνει και στην πορεία των δεικτών της Pepsi και του κλάδου. Θεωρείται ότι ή παραπάνω μεταβολή οφείλονται στην γενικότερη οικονομική κρίση που παρουσιάσθηκε τα τελευταία χρόνια και έχει ως αποτέλεσμα την μείωση της ικανότητας των πελατών να εξοφλούν γρήγορα τις υποχρεώσεις τους. Επίσης όπως έχει ήδη αναφερθεί το 2004 ήταν μια χρόνια συρρίκνωσης της ζήτησης, γενικά για τον κλάδο. Οπότε η πιστοληπτική πολιτική των εταιριών προσαρμόστηκε για να διατηρήσει τους πελάτες της. Το 2006 βλέπουμε ότι μόνο η Coca-Cola συνεχίζει να έχει έναν αυξητικό δείκτη, ενώ τόσο ο κλάδος όσο και η Pepsi μειώνουν τον χρόνο πιστώσεων. Πιστεύεται ότι αυτό συμβαίνει λόγω του σκοπού της εταιρίας για δυναμική αύξηση των πωλήσεων της έστω και αν αυτή προέρχεται με την παροχή μεγαλύτερων πιστώσεων στους πελάτες.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί ότι και ο δείκτης αυτός (όπως της γενικής ρευστότητας) αλλοιώνεται πολύ εύκολα και γίνεται παραπλανητικός από τις επισφαλείς απαιτήσεις. όσο συσσωρεύονται οι επισφαλείς απαιτήσεις, χωρίς να διαγράφονται, τόσο ο δείκτης τείνει να αυξάνεται, χωρίς πραγματικά να αυξάνεται η διάρκεια των εισπράξεων. Η

Coca-Cola όμως αναμορφώνει αυτά τα ποσά καθώς διαχρονικά οι τιμές για επισφαλείς απαιτήσεις είναι 16,6(2004), 14,6(2005) και 14,1(2006).

▪ Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

Ο δείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς το κόστος πωληθέντων και πολλαπλασιάζοντας με 365(ημέρες) και δείχνει κάθε πόσες μέρες πρέπει να πληρωθούν οι υποχρεώσεις της επιχείρησης προς τους προμηθευτές.

Η Coca-Cola πληρώνει κάθε 46 ημέρες για το 2006, 29 για το 2005 και 36 για το 2004, ενώ ο κλάδος πληρώνει μετά από πολύ περισσότερες μέρες, αλλά και η Pepsi κάποιες μέρες αργότερα. Εδώ διακρίνουμε μια αδυναμία της διοίκησης καθώς συγκρίνοντας με το προηγούμενο δείκτη, οι πληρωμές προηγούνται των εισπράξεων. Βέβαια η καθυστέρηση των εισπράξεων μετακυλύετε στους προμηθευτές καθώς αυξάνει και το χρονικό διάστημα των πληρωμών και αυτή η κατάσταση επικρατεί και στον κλάδο και στην ανταγωνίστρια Pepsi.

Ακόμα η μέση διαφορά ημερών εισπραξης-πληρωμής του κλάδου είναι 14 μέρες $(104-99+114-82+108-102)/3$ ενώ για την Coca-Cola 23 μέρες. Βέβαια αν συγκριθεί με την ομοειδή της εταιρία και πάλι υπερτερεί αφού ο μέσος χρόνος για την Pepsi είναι 68 μέρες.

▪ Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (ημέρες)

Σύμφωνα με την τιμή του δείκτη, τα αποθέματα της Coca-Cola πωλούνται και ανανεώνονται κάθε 41, 38 και 39 ημέρες για τα έτη 2004-2006. Συγκρίνοντας με τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου (113,151,93) αλλά και της Pepsi (57,49,49), βλέπουμε ότι η επιχείρηση ανανεώνει τα αποθέματα της πολύ συχνά. Αυτό σημαίνει και σωστή διαχείριση καθώς δε διατηρούνται μεγάλες ποσότητες αποθεμάτων σε σχέση με τις πωλήσεις, γεγονός που είναι αντιπαραγωγικό

διότι υποδηλώνει αυξημένες δαπάνες αποθήκευσης. Βέβαια δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για την καταλληλότητα της σύγκριση αυτού του δείκτη σε σχέση με τους άλλους καθώς οι μεγάλες διαφορές στην ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων μεταξύ επιχειρήσεων του κλάδου οφείλεται σε διαφοροποιήσεις του τρόπου αποτίμησης των αποθεμάτων .

5.3 Δείκτες Αποδοτικότητας

Οι δείκτες αυτοί μετρούν κατά πόσο η επιχείρηση είναι σε θέση να επιτυγχάνει ικανοποιητικά κέρδη. Αυτή η πληροφορία ενδιαφέρει τόσο τους μετόχους της εταιρίας όσο και τους εν δυνάμει επενδυτές. Ακόμα ενδιαφέρει και τους πιστωτές της εταιρίας από την πλευρά που τα κέρδη δημιουργούν ταμειακή ροή. Ως αποδοτικότητα, γενικά εννοούμε το αποτέλεσμα που προκύπτει από μια συγκεκριμένη δραστηριότητα, εκφρασμένο ως ποσοστό των πόρων που χρησιμοποιήθηκαν γι' αυτή. Στα πλαίσια της επιχείρησης, η αποδοτικότητα συνδέεται με την αξιοποίηση του συνόλου των πόρων της. Επομένως, οι αντίστοιχοι δείκτες εκφράζουν το σύνθετο αποτέλεσμα της χρήσης των πόρων αυτών σε όλες τις λειτουργίες της και παρέχουν έμμεσες ενδείξεις για την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων σχετικά με τους επιχειρησιακούς συνδυασμούς των μέσων και λειτουργιών της μονάδας.

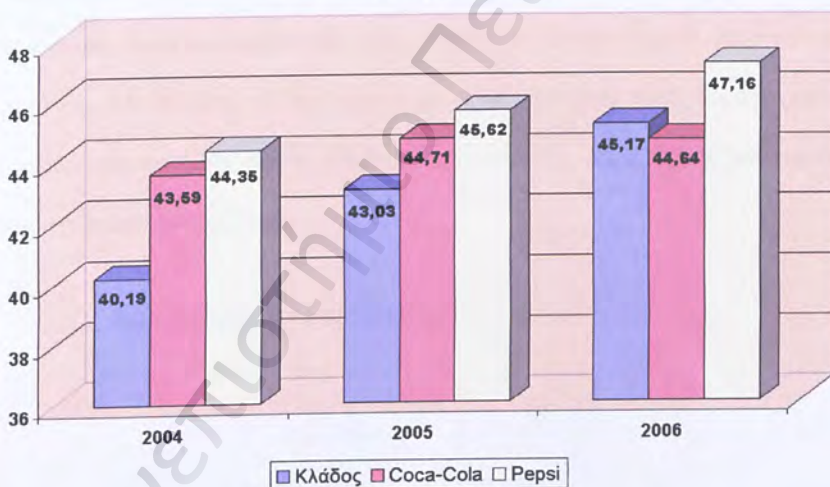
▪ Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης αυτός βρίσκεται διαιρώντας τα μικτά κέρδη προς τις πωλήσεις και δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης, καθώς και την πολιτική τιμών αυτής. Όσο πιο υψηλή τιμή έχει τόσο το καλύτερο, γιατί μπορεί να καλύψει μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους πωληθέντων χωρίς να επηρεάσει υπερβολικά τα αποτελέσματα της.

Παρατηρούμε ότι σε γενικές γραμμές ο κλάδος αλλά και οι άλλες δύο εταιρίες κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα και με αυξητικές τάσεις. Όμως η Coca-Cola υστερεί έναντι της Pepsi για όλη την τριετία και για το 2006 είναι κάτω και από τη τιμή του κλάδου. Το 2006 σημειώνει μια μικρή μείωση του μικτού της κέρδους της τάξεων του 0,16%.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει αν και οι αριθμοδείκτες βοηθούν πολύ στη διαστρωματική ανάλυση έχουν και μειονεκτήματα. Αναλυτικότερα στο συγκεκριμένο δείκτη θεωρούμε ότι είναι καλύτερη η αντιπαράθεση με την Pepsi και όχι τον κλάδο, καθώς οι δύο εταιρίες έχουν σαν πρώτη ύλη τη ζάχαρη που όπως σημειώσαμε ανωτέρω, το 2006 σημείωσε ιστορικά την μεγαλύτερη αύξηση.

Μικτό Περιθώριο Κέρδους



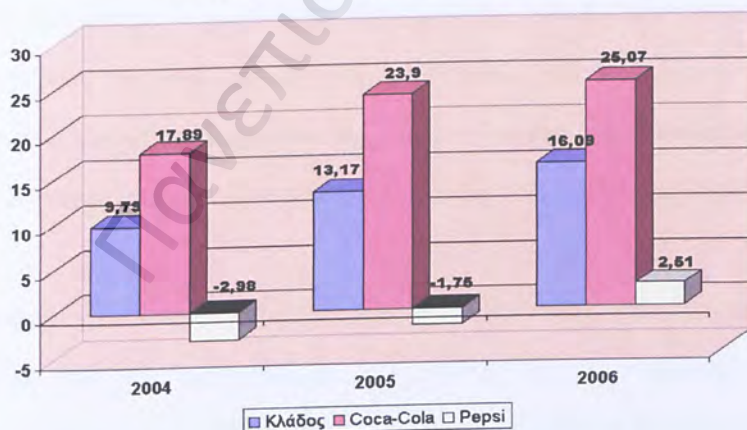
Όμως αυτό που δεν γνωρίζουμε είναι η μέθοδος αποτίμησης της Pepsi. Εφόσον υπήρχε πληθωρισμός η μέθοδος F.I.F.O. (που χρησιμοποιεί Coca-Cola) αυξάνει το κόστος πωληθέντων και μειώνει τα κέρδη μέσω της μείωσης του μικτού περιθωρίου. Επίσης η Coca-Cola έχει ως στόχο την δυναμική παρουσία της στην αγορά και την αύξηση των κερδών της όχι μέσα από μια υψηλή τιμή αλλά από την αύξηση του όγκου πωλήσεων της.

▪ Περιθώριο Καθαρού Κέρδους

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για τη κατάρτιση διαχρονικών σειρών που δείχνουν την δυναμική πορεία της επιχείρησης και την ικανότητα να της διοίκησης να προσαρμόζει την επιχείρηση στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Το περιθώριο καθαρού κέρδους βρίσκεται, αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη μιας περιόδου με το σύνολο πωλήσεων της ίδιας περιόδου και δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της. Από τα παρακάτω διαγράμματα φαίνεται ότι leader είναι η Coca-Cola , με συνεχή αύξηση των πωλήσεων της .

Το 2005 είχε αύξηση της τάξεως του 40,38% στα καθαρά κέρδη προ φόρων (EBT) και 33,59% στα καθαρά κέρδη προ φορών και τόκων (EBIT) ενώ οι τιμές για το 2006 κινήθηκαν πάλι αυξητικά στο +3,74% και +4,9% αντίστοιχα. Η εταιρία είναι πολύ πιο δυναμική στη παραγωγή κερδών ως προς τον κλάδο ενώ η Pepsi βρίσκεται εκτός πεδίου για την διετία 2004-2005 πραγματοποιώντας ζημιές.

Διαχρονική Πορεία Καθαρού Κέρδους



▪ Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

Ο δείκτης αυτός είναι από τους πιο γνωστούς αλλά παράλληλα και πιο σημαντικούς. Ουσιαστικά μετρά την αποδοτικότητα με την οποία τα μετοχικά κεφάλαια χρησιμοποιούνται μέσα στην επιχείρηση.

Παρατηρούμε ότι η τιμή του δείκτη για την Coca-Cola διαχρονικά αυξάνεται έστω και με φθίνοντα ρυθμό. Αυτό συμβαίνει λόγω των γεγονότων που αναπτύξαμε στο κεφάλαιο της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων, όπου αναφέρθηκε το πρόστιμο της Επιτροπής Ανταγωνισμού και η σημαντική αύξηση των λειτουργικών εξόδων. Αναλυτικότερα ο δείκτης έχει τιμές 4,52% , για το 2004, 6,10% για το 2005 και 6,44% για το 2006. Οι αντίστοιχες τιμές του κλάδου είναι σχετικά υψηλότερες για την διετία 2004-2005 με μέση διαφορά του 0,5%, ενώ για το 2006, εξαιτίας των παραπάνω αιτιών η διάφορα φτάνει στο 2,04%. Από την άλλη πλευρά ως προς την Pepsi, η υπό εξέταση εταιρία έχει συγκριτικό πλεονέκτημα καθώς η μέση διαφορά για την τριετία είναι της τάξεως του 10,29%.

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η τιμή δείκτη για την Coca-Cola αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί είτε λόγω της επιτυχημένης διοίκησης της, ή λόγω την εύστοχης χρησιμοποίησης των κεφαλαίων της. Επίσης οι μέτοχοι έχουν ωφεληθεί από το γεγονός ότι τα ξένα κεφάλαια κοστίζουν στην επιχείρηση λιγότερο από ό,τι αυτά αποδίδουν σ' αυτή.

Δεδομένου ότι ο αριθμητής δεν περιλαμβάνει τους τόκους, η ΑΙΚ εκφράζει το συνδυασμένο αποτέλεσμα της αποδοτικότητας των απασχολημένων κεφαλαίων, της κεφαλαιακής διάρθρωσης και του κόστους (Κδ) του ξένου κεφαλαίου (ΞΚ). Όσο μεγαλύτερη η διαφορά

ΑΑΚ-Κδ και η σχέση $\Xi K / IK$, τόσο μεγαλύτερη η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, σύμφωνα με τη σχέση που ακολουθεί:

$$AIK = AAK + (\Xi K / IK) \times (AAK - K\delta) \quad (1)$$

Δηλαδή, όταν το κόστος δανεισμού είναι κατώτερο της αποδοτικότητας των απασχολούμενων κεφαλαίων, τότε η αποδοτικότητα των Ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται με τη διεύρυνση της συμμετοχής των Ξένων Κεφαλαίων στην επιχείρηση. Όμως, ο περιορισμός των Ιδίων Κεφαλαίων είναι πιθανό να οδηγήσει σε χαμηλότερο δείκτη ΑΑΚ, λόγω των προβλημάτων ρευστότητας που δημιουργούνται, αλλά και της μεταβολής του επιπέδου κινδύνου της επιχείρησης, το οποίο με τη σειρά του προκαλεί αύξηση του κόστους δανεισμού ($K\delta$). Γι' αυτό δεν επιδιώκεται η μεγιστοποίηση της σχέσης $\Xi K / IK$, αλλά η αριστοποίησή της.

▪ Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη προς τα απασχολούμενα κεφάλαια. Είναι σημαντικός, διότι εξετάζει τις δυνατότητες της επιχείρησης για αξιοποίηση των κεφαλαίων που της έχουν χορηγήσει οι μέτοχοι, οι δανειστές και γενικότερα οι πιστωτές (=συνολικά κεφάλαια). Η αμοιβή των κεφαλαίων αυτών είναι τα καθαρά κέρδη και οι τόκοι, γι' αυτό χρησιμοποιούνται ως αριθμητής. Τονίζεται ότι, ο δείκτης εκφράζει την αποδοτικότητα της επιχείρησης, ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή της δομή. Έτσι, αποκτά ιδιαίτερη σημαντικότητα για το σχεδιασμό της μελλοντικής δράσης της μονάδας, την εξαγορά της κλπ. Συγκεκριμένα η Coca-Cola βρίσκεται σχετικά κοντά στους κλαδικούς δείκτες και πολύ πιο υψηλά από αυτούς της Pepsi. Αυτό που έχει όμως μεγαλύτερη σημασία είναι ότι ο δείκτης

παρουσιάζει συνεχόμενα αυξητική τάση, πράμα που σημαίνει ότι η εταιρία τοποθετεί τα χρηγματοα της και επενδύει σε

5.4 Δείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης επηρεάζει την αποδοτικότητα, τη ρευστότητα, την ανάπτυξη, το επίπεδο κινδύνου της κλπ. Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για να εκτιμηθεί τόσο ο βαθμός στον οποίο η επιχείρηση έχει χρηματοδοτηθεί με δανεικά κεφάλαια όσο και η μακροχρόνια ικανότητα της να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της. Παράλληλα, με την βοήθεια αυτών των αριθμοδεικτών, ελέγχεται και ο βαθμός της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης όσον αφορά τους πιστωτές της.

▪ Δείκτης Ξένων Προς Ιδίων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδεικτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας τα ξένα κεφάλαια (σύνολο υποχρεώσεων) προς τα ίδια κεφάλαια και μετρά σε μια επιχείρηση τη διάρθρωση των κεφαλαίων της και τη δανειακή της επιβάρυνση με το να δείχνει το ποσό στοιχείων το οποίο χρηματοδοτείται από τους πιστωτές, σε σχέση με τα κεφάλαια που παρέχουν οι μέτοχοι.

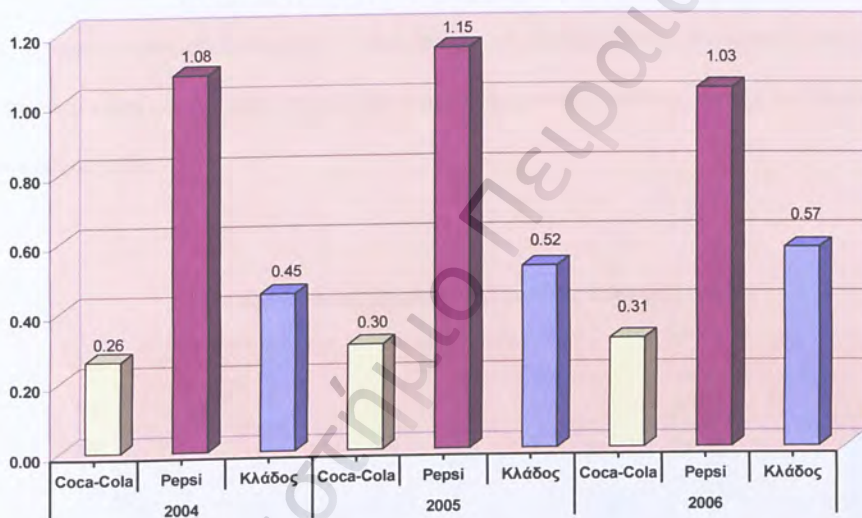
Παρατηρούμε ότι η εταιρία παρουσιάζει σχετική σταθερότητα του δείκτη. Σε σχέση με τον κλάδο και την Pepsi, η Coca-Cola έχει πολύ περισσότερα ίδια κεφάλαια ως προς τα δανειακά. Η διαφορά αυτή φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα.

Γενικά δεν υπάρχει μια άριστη σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια. Συγκριτικά η εταιρία δεν αντιμετωπίζει κίνδυνο μακροπρόθεσμα καθώς χρηματοδοτείται περισσότερο από ίδια

κεφάλαια. Έτσι ακόμα σε μια έκτακτη μείωση των πωλήσεων της ή σε μεγάλη αύξηση των επιτοκίων ή του κόστους πωληθέντων δεν θα έχει πρόβλημα να καλύψει τις υποχρεώσεις της.

Για να καταλήξουμε με μεγαλύτερη σιγουριά στο παραπάνω, εξετάζεται και ο δείκτης κάλυψης τόκων.

Κεφαλαιακή Διάρθρωση : Ξένα Προς Ίδια Κεφάλαια



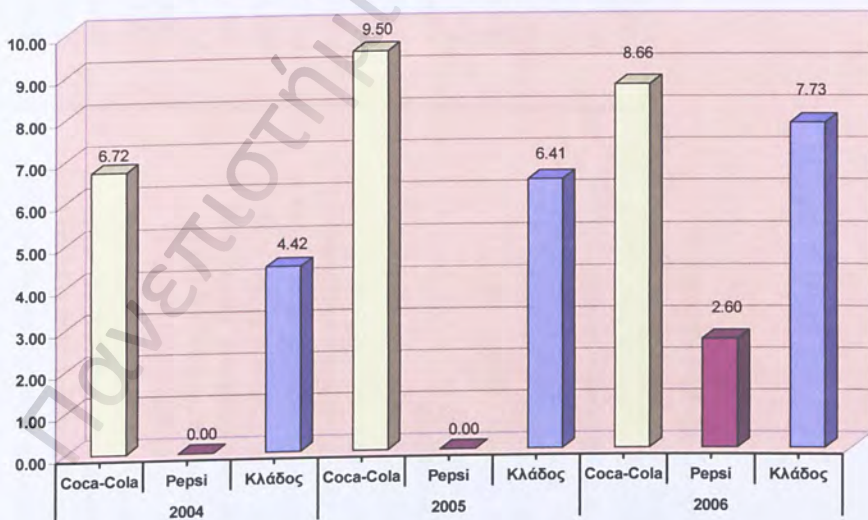
▪ Δείκτης Κάλυψη Χρηματοοικονομικών Δαπανών ή Κάλυψης Τόκων

Ο δείκτης κάλυψης των τόκων δείχνει την ικανότητα ανταπόκρισης της επιχείρησης στα χρηματοοικονομικά έξοδα. Αποτελεί δηλαδή ένα μέτρο της δανειακής κατάστασής της σε σχέση με τη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητά της να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Ο δείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) με τους χρεωστικούς τόκους της εταιρίας.

όπως φαίνεται και από το διάγραμμα η Coca-Cola έχει ένα υψηλότερο δείκτη έναντι του κλάδου και της Pepsi, ο οποίος μάλιστα διαχρονικά αυξάνεται. Αυτό μας δείχνει ότι η επιχείρηση έχει διαχρονικά μεγαλύτερη ικανότητα να πληρώνει τους τόκους της και τόσο μικρότερος ο κίνδυνος αθέτησης στην εξόφληση των υποχρεώσεών της.

Ο εξεταζόμενος αριθμοδείκτης, σε συνδυασμό με τον αριθμοδείκτη δανειακών κεφαλαίων, παρέχει έναν πολύ καλό βαθμό της αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των ξένων κεφαλαίων από την επιχείρηση.

Κεφαλαιακή Διάρθρωση : Δείκτης Κάλυψης Τόκων



Α/Α	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	2006		2005		2004
		Coca-Cola	05-06%	Coca-Cola	05-06%	Coca-Cola
1	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (1) %	6,44	5,57	6,10	34,96	4,52
2	Αποδοτικότητα Απασχ. Κεφαλαίων (2) %	5,97	8,55	5,50	29,41	4,25
3	Αποδοτικότητα Απασχ. Κεφαλαίων (1) %	5,28	7,32	4,92	35,91	3,62
4	Περιθώριο Μικτού Κέρδους %	44,64	-0,16	44,71	2,57	43,59
5	Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους %	3,61	-66,88	10,90	6,03	10,28
6	Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (2) %	25,07	4,90	23,90	33,59	17,89
7	Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (1) %	22,18	3,74	21,38	40,38	15,23
8	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχ. Κεφ. Χ	0,24	4,35	0,23	-4,17	0,24
9	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίων. Κεφ. Χ	0,29	0,00	0,29	-3,33	0,30
10	Απασχολούμενα Κεφάλαια/Καθ Παγια : 1	14,21	3,50	13,73	6,52	12,89
11	Σχέση Ξένων Προς Ιδίων κεφαλαίων : 1	0,26	-13,33	0,30	-3,23	0,31
12	Κάλυψη Χρηματοοικ. Δαπανών (2) : 1	8,66	-8,84	9,50	41,37	6,72
13	Σχέση Ιδίων Προς Απασχ.Κεφαλαία : 1	0,82	1,23	0,81	1,25	0,80
14	Γενική Ρευστότητα	1,84	27,78	1,44	9,92	1,31
15	Ειδική Ρευστότητα	1,31	33,67	0,98	30,67	0,75
16	Κεφάλαι Κίνησης -σε εκ. ευρώ	82,60	56,74	52,70	25,78	41,90
17	Απασχολ.Κεφάλαιο- σε εκ. ευρώ	2.625,50	0,77	2.605,50	1,81	2.559,10
18	Ταχύτητα Εισπραξης Απαιτήσεων (ημερες)	64,00	4,92	61,00	7,02	57,00
19	Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων (ημερες)	46,00	58,62	29,00	-19,44	36,00
20	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (ημερες)	39,00	2,63	38,00	-7,32	41,00

(1)= Πρό Φόρων (2)= Πρό τόκων & Φόρων

Επεξεργασία από δεδομένα της Icap Data

Α/Α	ΑΡΙΘΜΟΛΕΙΚΤΕΣ	2006		2005		2004	
		Coca-Cola	Κλάδος	Coca-Cola	Κλάδος	Coca-Cola	Κλάδος
1	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (1) %	6,44	8,48	6,10	6,70	4,52	4,92
2	Αποδοτικότητα Απασχ. Κεφαλαίων (2) %	5,97	7,92	5,50	6,27	4,25	5,01
3	Αποδοτικότητα Απασχ. Κεφαλαίων (1) %	5,28	6,90	4,92	5,29	3,62	3,87
4	Περιθώριο Μικτού Κέρδους %	44,64	45,17	44,71	43,03	43,59	40,19
5	Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους %	3,61	7,79	10,90	9,12	10,28	7,24
6	Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (2) %	25,07	16,09	23,90	13,17	17,89	9,79
7	Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (1) %	22,18	14,01	21,38	11,12	15,23	7,57
8	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχ. Κεφ. Χ	0,24	0,49	0,23	0,48	0,24	0,51
9	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίων. Κεφ. Χ	0,29	0,61	0,29	0,60	0,30	0,65
10	Απασχολούμενα Κεφάλαια/Καθ Παγια : 1	14,21	4,42	13,73	3,97	12,89	3,84
11	Σχέση Ξένων Προς Ιδίων κεφαλαίων : 1	0,26	0,45	0,30	0,52	0,31	0,57
12	Κάλυψη Χρηματοοικ. Δαπανών (2) : 1	8,66	7,73	9,50	6,41	6,72	4,42
13	Σχέση Ιδίων Προς Απασχ.Κεφαλαία : 1	0,82	0,81	0,81	0,79	0,80	0,79
14	Γενική Ρευστότητα	1,84	1,69	1,44	1,54	1,31	1,28
15	Ειδική Ρευστότητα	1,31	1,16	0,98	0,86	0,75	0,77
16	Κεφάλαι Κίνησης -σε εκ. ευρώ	82,60	462,24	52,70	425,05	41,90	244,79
17	Απασχολ.Κεφάλαιο- σε εκ. ευρώ	2.625,50	3.680,76	2.605,50	3.919,07	2.559,10	3.613,51
18	Ταχύτητα Εισπραξης Απαιτήσεων (ημερες)	64,00	104,00	61,00	114,00	57,00	108,00
19	Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων (ημερες)	46,00	99,00	29,00	82,00	36,00	102,00
20	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (ημερες)	39,00	93,00	38,00	151,00	41,00	113,00

(1)= Πρό Φόρων (2)= Πρό τόκων & Φόρων
Επεξεργασία από δεδομένα της Icap Data.

Α/Α	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	2006		2005		2004	
		Coca-Cola	Pepsi	Coca-Cola	Pepsi	Coca-Cola	Pepsi
		1	6,44	4,47	6,10	-7,60	4,52
2	5,97	6,33	5,50	-4,41	4,25	-7,10	
3	5,28	3,89	4,92	-6,64	3,62	-9,44	
4	44,64	47,16	44,71	45,62	43,59	44,35	
5	3,61	0,24	10,90	-1,08	10,28	-2,89	
6	25,07	2,51	23,90	-1,75	17,89	-2,98	
7	22,18	1,54	21,38	-2,63	15,23	-3,96	
8	0,24	2,52	0,23	2,52	0,24	2,38	
9	0,29	2,90	0,29	2,89	0,30	2,70	
10	14,21	1,49	13,73	1,36	12,89	1,40	
11	0,26	1,08	0,30	1,15	0,31	1,03	
12	8,66	2,60	9,50	0,00	6,72	0,00	
13	0,82	0,87	0,81	0,87	0,80	0,88	
14	1,84	1,40	1,44	1,30	1,31	1,36	
15	1,31	1,13	0,98	1,06	0,75	1,05	
16	82,60	14,05	52,70	10,85	41,90	12,54	
17	2.625,50	43,34	2.605,50	41,51	2.559,10	44,37	
18	64,00	132,00	61,00	135,00	57,00	128,00	
19	46,00	69,00	29,00	66,00	36,00	57,00	
20	39,00	48,00	38,00	49,00	41,00	57,00	

(1)= Πρό Φόρον (2)= Πρό τόκων & Φόρων
 Επεξεργασία από δεδομένα της Icar Data.

II. Τεχνική Ανάλυση

Η τεχνική ανάλυση είναι ένας από τους πιο αμφισβητούμενους τομείς της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Μάλιστα πολλοί οικονομολόγοι αρνούνται να δεχτούν ότι αυτού του είδους η ανάλυση μπορεί να θεωρηθεί επιστήμη. Για παράδειγμα ο Malkiel το 1996, στο βιβλίο του “A Random Walk Down Wall Street”, παραλληλίζει την τεχνική ανάλυση με αλχημεία, ενώ έχει εκφραστεί και η άποψη ότι η διαφορά της θεμελιώδους ανάλυσης με την τεχνική είναι ανάλογη με την διαφορά της αστρονομίας με την αστρολογία.³¹

Για την τεχνική ανάλυση, η κινητήρια δύναμη της αγοράς είναι η ψυχολογία των επενδυτών η οποία επηρεάζει την προσφορά και τη ζήτηση για μετοχές. Γενικά η τεχνική ανάλυση αποτελείται από διάφορους δείκτες , βάση των οποίων και ερμηνεύονται και προβλέπονται οι επερχόμενες αλλαγές . Αυτοί είναι εκτός του πλαισίου της παρούσας μελέτης. Αυτό που ενδιαφέρει, είναι καθαρά το πώς οι ψυχικοί παράγοντες, που είναι κομμάτι της τεχνικής ανάλυσης, επηρεάζουν την αξία της μετοχής . Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου θα παραθέσουμε την θεωρία για την ψυχολογία των επενδυτών και στη συνέχεια θα δούμε κατά πόσο αυτή εφαρμόζεται πρακτικά.

³¹ Σπύρος Ι. Σπύρου, “ Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου” , σελ. 145-146

Κεφάλαιο 6^ο

A) Θεωρητικό Πλαίσιο

“Some day, on the corporate balance sheet, there will be an entry which reads, "Information"; for in most cases, the information is more valuable than the hardware which processes it.”

Grace Murray Hopper

Α) Θεωρητικό Πλαίσιο

6 Ψυχολογία του επενδυτή

Η ψυχολογία του επενδυτή είναι ένα βασικό στοιχείο που επηρεάζει την πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη, κάποτε ανοδικά και κάποτε καθοδικά. Πολλοί ερευνητές πιστεύουν ότι η μελέτη, από πλευράς ψυχολογίας και άλλων κοινωνικών επιστημών, μπορεί να ρίξει αρκετό φως στην αποτελεσματικότητα των χρηματιστηρίων καθώς και να εξηγήσει πολλές ανωμαλίες στη λειτουργία τους, τις λεγόμενες «φούσκες» του χρηματιστηρίου αλλά και τις καταρρεύσεις.

Ένα μεγάλο μέρος των οικονομικών θεωριών βασίζεται στην πεποίθηση ότι τα μεμονωμένα άτομα δρουν κατά τρόπο λογικό και λαμβάνουν υπόψη τους όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων. Αυτό αναμένεται από όλους τους «καλούς» επενδυτές, δηλαδή να είναι ενημερωμένοι για τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις, να ξέρουν ότι κάθε επένδυση συνδέεται με ένα ορισμένο βαθμό κινδύνου, να ζητούν συμβουλές από εγκεκριμένους επαγγελματίες όπως ΕΠΕΥ (Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών) και χρηματοοικονομικούς συμβούλους και να γνωρίζουν τα βασικά δικαιώματα και υποχρεώσεις τους.

Δυστυχώς όμως τα πράγματα δεν είναι έτσι! Πάρα πολλές ακαδημαϊκές μελέτες καταγράφουν παραδείγματα παράλογης συμπεριφοράς και επαναλαμβανόμενων σφαλμάτων στην κρίση. Ο Peter L. Bernstein στο βιβλίο του «Against The Gods: The Remarkable Story of Risk» δηλώνει ότι οι αποδείξεις «αποκαλύπτουν επαναλαμβανόμενα μοτίβα παραλογοισμού, ασυνέπειας και ανικανότητας στους τρόπους με τους οποίους οι άνθρωποι φτάνουν σε αποφάσεις και επιλογές, όταν αντιμετωπίζουν

το άγνωστο». ³² Χαρακτηριστική είναι η ιστορία με τους βολβούς της τουλίπας, που διαδραματίστηκε στην Ολλανδία (τον 17^ο αιώνα), που αγόραζαν και πωλούσαν με μανία σπάνιους βολβούς τουλίπας σε ένα υποτυπώδες χρηματιστήριο

6.1 Τουλιπομανία και η Ελληνική Πραγματικότητα

Στα μέσα του 17ου αιώνα έφθασαν οι πρώτοι βολβοί τουλίπας στην Ολλανδία. Νέες ποικιλίες επινοήθηκαν και το λουλουδί έγινε ιδιαίτερα αγαπητό στους πλουσίους, όταν οι μεσαίες τάξεις αντιλήφθηκαν το πόσα χρήματα οι ανώτερες τάξεις πλήρωναν για βολβούς τουλίπας και τα τεράστια κέρδη που θα μπορούσαν να αποκομίσουν, το όμορφο λουλουδί μετατράπηκε σε εμπόρευμα που συναλλασσόταν στην αγορά. Πολλοί ήταν εκείνοι που παράτησαν δουλειές, πούλησαν περιουσίες προκειμένου να επιδοθούν στην αγοραπωλησία βολβών. Η «τουλιπομανία» είχε ξεκινήσει. Παραγωγοί και αγοραστές έκλειναν συμφωνίες με προκαταβολές, με σκοπό να αγοράσουν και να πωλήσουν σε μελλοντική ημερομηνία συγκεκριμένους τύπους τουλίπας προκειμένου να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο σε περίπτωση που η συγκομιδή ήταν χαμηλή. Αγόραζαν δηλαδή δικαίωμα αγοράς σε μια συγκεκριμένη τιμή, μια προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία, για να εξασφαλιστούν σε ενδεχόμενη αύξηση των τιμών. Σύντομα δημιουργήθηκε δευτερογενής αγορά με κερδοσκοπικές συναλλαγές που βασιζόνταν στις διακυμάνσεις των τιμών συμβολαίων. Το 1637 η τιμή ενός βολβού τουλίπας έφτασε να αντιστοιχεί με την αντίστοιχη του μεγαλύτερου σπιτιού στο Άμστερνταμ.

³² “Η Ψυχολογία Της Επένδυσης Και Τα Ταμπού Του Παρελθόντος”,
www.cysec.gov.cy/Downloads/Investors/PublicationsCF%82.pdf
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΜΠΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ 2007

Το κραχ, ήταν αναπόφευκτο, η αγορά τουλίπας κατέρρευσε και οι τιμές έχασαν τους επόμενους μήνες και χρόνια το 99% της αξίας τους.³³

Ο λόγος που χρησιμοποιείται συχνά το παραπάνω παράδειγμα είναι ακριβώς παραπεμπτικός στην ψυχολογία της μανίας που κυριεύει το “επενδυτικό πλήθος”, το οποίο οδηγεί τις τιμές του όποιου είδους ανταλλάσσεται σε δυσθεώρητα ύψη. Κάτι ανάλογο συνέβη και στην Ελλάδα αιώνες μετά. Θα ήταν αφελές να πιστεύουμε ότι ξαφνικά το έτος 1999, για παράδειγμα στην Ελλάδα, πέρασε σε όλα σχεδόν τα στρώματα του πληθυσμού η είδηση ότι το Χρηματιστήριο αποτελεί ένα σύγχρονο νομισματοκοπείο και ότι η τοποθέτηση εκεί επιφέρει εξασφαλισμένα κέρδη. Η όποια προετοιμασία-πλύση εγκεφάλου των επενδυτών είχε ήδη γίνει σταδιακά το αμέσως νωρίτερα διάστημα (μέσω τηλεόρασης, εφημερίδων, ψιθύρων, κτλ.). Όμως δεν υπάρχει καμία διαφορά επί της ουσίας μεταξύ των Ολλανδών που αγόραζαν βολβούς τουλίπας το 1636 σε υπερβολικά υψηλές τιμές, έχοντας δει τις τιμές μόνο να ανεβαίνουν (τουλάχιστον στο προηγούμενο διάστημα), και του Έλληνα που αγοράζει μετά μανίας επίσης τον Αύγουστο και στις αρχές Σεπτεμβρίου του 1999 μετοχές που είχαν σημειώσει άνοδο από 100 έως 2000% !

Συνδυάζοντας τις δύο παραπάνω περιπτώσεις, καταλήγουμε ότι υπάρχει ένας κοινός παρονομαστής που δικαιολογεί όλες τις περιπτώσεις: η ανθρώπινη ψυχολογία η οποία αποτυπώνεται με εκπληκτική ομοιότητα και ακολουθεί συγκεκριμένους κανόνες και μορφές (Patterns).

³³ «Η τουλιπομανία απειλεί τους Ολλανδούς», www.enet.gr/online/online_text/c=114,dt=08.12.2003,id=87705244
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΜΠΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ 2007

6.2 Ο Charles Dow Και Η θεωρία των Κυμάτων του Elliott ³⁴

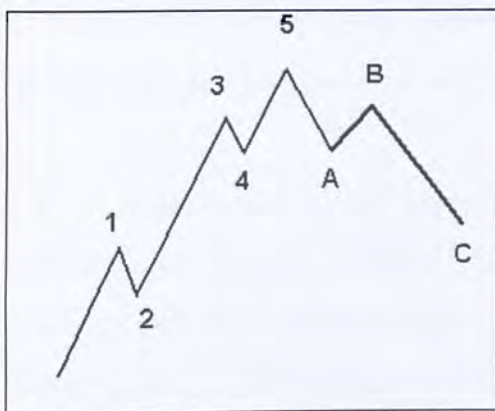
Στις αρχές του αιώνα η κίνηση των μετοχών σε ορατά patterns έγινε λίγο πολύ αντιληπτή στις Η.Π.Α., την πρώτη μεγάλη και οργανωμένη αγορά μετοχών μετά το Λονδίνο. Ο γνωστός εκδότης και ένας εκ των δημιουργών του δείκτη Dow Jones, Charles Dow διατύπωσε τη θεωρία ότι η αγορά ανεβαίνει σε τρεις φάσεις και περιέγραψε τις συνθήκες και τις προϋποθέσεις κατά τις οποίες ο δείκτης Dow Jones ακολουθείται (και επαληθεύεται) από άλλους δείκτες.

Τη θεωρία του Dow ήρθε να συμπληρώσει κατά κάποιο τρόπο, αλλά και να φέρει σε άλλο επίπεδο, η εκδοχή του Ralph Nelson Elliott. Ο Elliott παρατήρησε ότι η αγορά μετοχών ακολουθεί συγκεκριμένα «μονοπάτια» (Patterns), τα οποία υπακούουν κατά κάποιο τρόπο σε μία αρχή που ονόμασε το 1938 ως Αρχή των Κυμάτων (The Wave Principle). Χωρίς να το έχει στην ουσία συνειδητοποιήσει ή αντιληφθεί πλήρως, ο Elliott διατύπωσε ότι πολλά από τα Patterns που παρατήρησε, χρησιμοποιώντας τα στοιχεία πολλών ετών, αντιδρούν ή αλλάζουν τάση και κατεύθυνση σε σημεία και τιμές που οδηγούν σε ένα χρυσό κανόνα-λόγο (Golden Ratio) διαδεδομένο από την αρχαιότητα: το 61.8% ή 0.6183.³⁵

Σύμφωνα με τον Elliott, κατά τη διάρκεια ανοδικής για παράδειγμα τάσης, η αγορά θεωρείται υγιής όταν η άνοδος πραγματοποιείται σε προωθητικά ανοδικά κύματα (Impulsive Waves) τα οποία υποδιαιρούνται σε 3 ανοδικά και 2 καθοδικά (διορθωτικά στην ανοδική τάση) κύματα.

34 «Επενδυτική Ψυχολογία: Αποτιμήσεις Κύματα Elliott & Χρηματιστήρια», www.biz-analyst.com/library/investorpsychology.pdf

35 Ο λόγος αυτός, παρά το γεγονός ότι χρησιμοποιήθηκε στην αρχαιότητα από Αιγυπτίους και Έλληνες, επανήλθε στο προσκήνιο κοντά στο 1200 μ.Χ. από το μαθηματικό Leonardo di Pisa, γνωστός σήμερα ως Fibonacci. Η παρούσα μελέτη βέβαια δεν θα προχωρήσει στην επεξήγηση του παραπάνω.



Τα κύματα 1, 3, 5 είναι τα ανοδικά, ενώ τα κύματα 2 και 4 της διόρθωσης είναι καθοδικά (αντίστροφα δηλαδή στην κύρια τάση). Τα κύματα 2 και 4 παίρνουν τη μορφή zig zag ή τριγώνων, και η εναλλαγή της μορφής των διορθωτικών κυμάτων μας δίνει

πληροφορίες για το τι μπορούμε να περιμένουμε στη συνέχεια. Η σημαντικότερη όμως συμβολή του Elliott σε συνδυασμό με τους λόγους Fibonacci δεν συνδέεται τόσο με την ακριβή πρόβλεψη για το πως θα κινηθούν οι δείκτες με βάση τα προδιαγεγραμμένα patterns ή το που θα φτάσει η διόρθωση. Η συμβολή του Elliott αφορά την άποψη ότι τα κύματα όπως αυτά αποτυπώνονται αριθμητικά ως τιμές μετοχών, και άρα συνολικών δεικτών, δεν είναι τίποτε άλλο από την μεταφορά της ανθρώπινης ψυχολογίας και ειδικότερα της κοινωνικής διάθεσης (Social Mood), στις τιμές που προσδιορίζουν τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Σημειώνω μάλιστα ότι η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί το σημαντικότερο και καθαρότερο καθρέπτη της διάθεσης και ψυχολογίας των πολιτών μιας χώρας και η οποία εκδηλώνεται με τον καλύτερο τρόπο μέσω της αγοράς των μετοχών.

Όταν η οικονομική κατάσταση μιας χώρας βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα και οι πολίτες- επενδυτές αισθάνονται καλά και είναι αισιόδοξοι για το μέλλον, τότε είναι πολύ πιθανό, έως σχεδόν βέβαιο (με βάση τα παραδείγματα του παρελθόντος αιώνα), ότι η καλή αυτή κοινωνική διάθεση θα εκφραστεί με αγορά μετοχών. Η δε αντίστροφη διάθεση, θα οδηγήσει σε πωλήσεις. Η διάθεση λοιπόν η οποία γίνεται εμφανής στη

κοινωνία μέσω πολλών διαφορετικών τάσεων, αποτελεί συνήθως προάγγελο για το πως (πιθανότατα) θα ακολουθήσουν και οι τιμές των μετοχών.

Ενδεχομένως αυτό να ακούγεται κάπως αφηρημένο, όμως η πράξη έχει πιστοποιήσει τη χρησιμότητα των κυμάτων του Elliott για μακροχρόνιες προβλέψεις και αλλαγές τάσεων, σε βαθμό που η βοήθειά τους να είναι άκρως απαραίτητη. Η γνώση της τρέχουσας θέσης των χρηματιστηριακών δεικτών πάνω σε κάποιο από τα κύματα του Elliott είναι υπερβολικά χρήσιμη πληροφορία για το προς τα που θα κινηθεί η αγορά στη συνέχεια. Κάθε κύμα έχει τα δικά του χαρακτηριστικά τα οποία σε συνδυασμό με άλλους δείκτες και εργαλεία τεχνικής ανάλυσης μπορεί να αναγνωρισθεί. Όμως, αυτή η εργασία δεν έχει σκοπό να αναλύσει σε βάθος τις ιδιαιτερότητες και λεπτομέρειες της προσέγγισης του Elliott γιατί κάτι τέτοιο θα απαιτούσε πολύ μεγάλη έκταση και θα ήταν εκτός του πλαισίου αναφοράς. Ο λόγος που αναφέρεται είναι γιατί αποτελεί την πρώτη τεκμηριωμένη και διαχρονική οικονομική άποψη που δείχνει ότι η κοινωνική διάθεση των ανθρώπων και η ψυχολογία είναι αυτή που κινεί τις τιμές όχι μόνο στη αγορά μετοχών, αλλά και σε όλες τις αγορές στις οποίες συμμετέχει ο ανθρώπινος παράγοντας ανεξάρτητα από εάν αυτό συμβαίνει στη δεκαετία του 1930 ή του 2007.

Κεφάλαιο 7^ο

Β) Πρακτικό Πλαίσιο

«The only relevant test of the validity of a hypothesis is comparison of prediction with experience.»

Milton Friedman

“A theory is something nobody believes, except the person who made it. An experiment is something everybody believes, except the person who made it.”

Albert Einstein

B) Πρακτικό Πλαίσιο

7 Ειδήσεις Και Η Επίπτωση Στη Χρηματιστηριακή τιμή

Το δεύτερο κομμάτι αυτού του κεφαλαίου έχει σκοπό να ελέγξει κατά πόσο η θεωρία της ψυχολογίας του επενδυτή ισχύει στην πράξη και πως αυτό επηρεάζει τις τιμές των μετοχών. Για αυτό το λόγο έχουν επιλεγθεί κάποια ειδησεογραφικά νέα και αντίστοιχα εξετάζεται πως έχουν κινηθεί οι τιμές

7.1 Τρομοκρατικό χτύπημα στη Νέα Υόρκη 11/09/2001.

Το τρομοκρατικό χτύπημα έχει μείνει στη μνήμη όλων, ως ένα από τα τραγικότερα συμβάντα τρομοκρατίας. Τα αλληπάλληλα χτυπήματα που συγκλόνισα όλη την υφήλιο δεν θα ήταν δυνατό να μην επηρεάσουν και το Χρηματιστήριο όχι μόνο σε Ελληνικό αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Συγκεκριμένα, «Οι ευρωπαϊκές αγορές σείστηκαν συθέμελα, με τους γενικούς δείκτες τιμών των μετοχών να κλείνουν με απώλειες άνω των 6% και 7%». ³⁶ Ο Ελληνικός «γενικός δείκτης απώλεσε 7,74% της αξίας του». ³⁷ Η αρθρογραφία τις μέρες εκείνες οργιάζε με προβλέψεις, όπως : «αυτό το οποίο φοβάται η διεθνής κοινότητα είναι ότι το τρομοκρατικό ξέσπασμα στις ΗΠΑ θα «παγώσει» την κατανάλωση, τον παράγοντα από τον οποίο «κρεμόταν» η διεθνής οικονομία για να αποφύγει την ολοκληρωτική υποχώρηση σε ύφεση. Τώρα, με τους Αμερικανούς καταναλωτές να χάνουν το βασικό αγαθό, την αίσθηση ασφάλειας, εκτιμάται ότι η ζήτηση ίσως μειωθεί αισθητά –ίσως και να καταρρεύσει–, καθώς ενδεχομένως θα θελήσουν να περιορισθούν στα πιο απαραίτητα, πολύ πιο συντηρητικά, θα αναθεωρήσουν πιθανώς, έστω και για μικρό

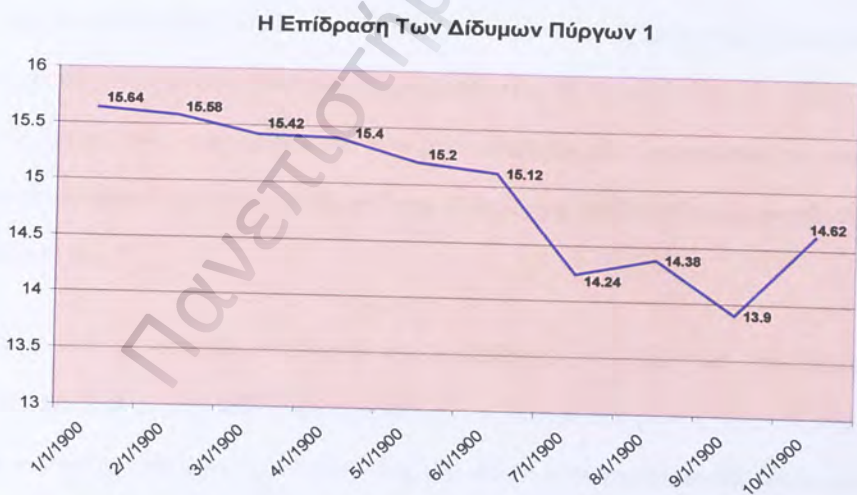
³⁶ «Το πρόσωπο της φρίκης τρομάζει τις αγορές», http://news.kathimerini.gr/4dcegi/w_articles_economy_1_12/09/2001_10081

³⁷ «Ελεύθερη πτώση στη Σοφοκλέους», www.in.gr/news/article.asp?lngEntityID=132347

χρονικό διάστημα ίσως σκέφτονται, την καθημερινή ρουτίνα τους. Το πρόβλημα εστιάζεται στο αν η διεθνής οικονομία διαθέτει αυτό ακριβώς το περιθώριο, είτε από απόψεως χρόνου είτε από απόψεως μείωσης της ζήτησης. Ήδη εκτιμάται ότι δεν θα πληγεί μόνον η βιομηχανία αλλά και ο κλάδος παροχής υπηρεσιών, αρχής γενομένης από τις αερομεταφορές αλλά και τις επενδύσεις»³²

Κάτω από αυτή την βάση, οι επιπτώσεις για την Coca-Cola ήταν καταστροφικές...

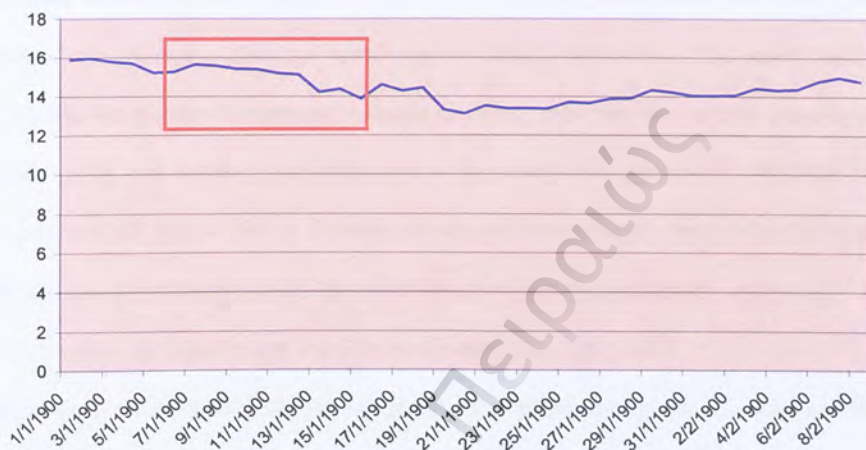
Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα «Η Επίδραση των Δίδυμων Πύργων 1» η αξία της μετοχής έκανε ελεύθερη πτώση στις 12/9, σημειώνοντας απώλειες της τάξεως του 6,18%. Την επόμενη μέρα (13/9), η μετοχή είχε μια μικρή αύξηση που όμως δεν κράτησε για πολύ καθώς, στις 14/9, μια μέρα μετά την αύξηση, σημειώθηκε και πάλι πτώση.



Το σημαντικότερο πλήγμα δέχθηκαν οι μετοχές των ασφαλιστικών εταιρειών, με τον κλαδικό δείκτη τους να υποχωρεί σε ποσοστό άνω του 11%. Αυτό το πάνω -κάτω συνεχίστηκε για αρκετές μέρες έως ότου η αγορά απορρόφησε την είδηση από το

χτύπημα και σταδιακά διορθώθηκε όπως φαίνεται από το διάγραμμα «Η Επίδραση των Δίδυμων Πύργων 2».

Η Επίδραση Των Δίδυμων Πύργων 2



Ίσως τελικά να ισχύει αυτό που υποστήριζαν τότε πολλοί χρηματιστές, δηλαδή ότι «τα πολιτικά γεγονότα είναι αυτά που επηρεάζουν πλέον τις αγορές», ενώ για τη λειτουργία της Σοφοκλέους υποστήριζαν ότι, «ναι μεν εκτονώθηκαν οι ρευστοποιήσεις έστω και με το κραχ που υπέστη η αγορά, από την άλλη, όμως, επιβαρύνθηκε η ψυχολογία των επενδυτών».³⁸

Προς αυτή την κατεύθυνση οδηγούν και οι αντιδράσεις των επενδυτών που στράφηκαν σε επενδύσεις χαμηλού κινδύνου καθώς «...Κατατρομαγμένοι, εγκατέλειψαν τις χρηματιστηριακές αγορές, αναζητώντας καταφύγιο στον παραδοσιακό χρυσό και στα κρατικά ομόλογα».

³⁸ «Στο ναδίρ η ψυχολογία των επενδυτών»,

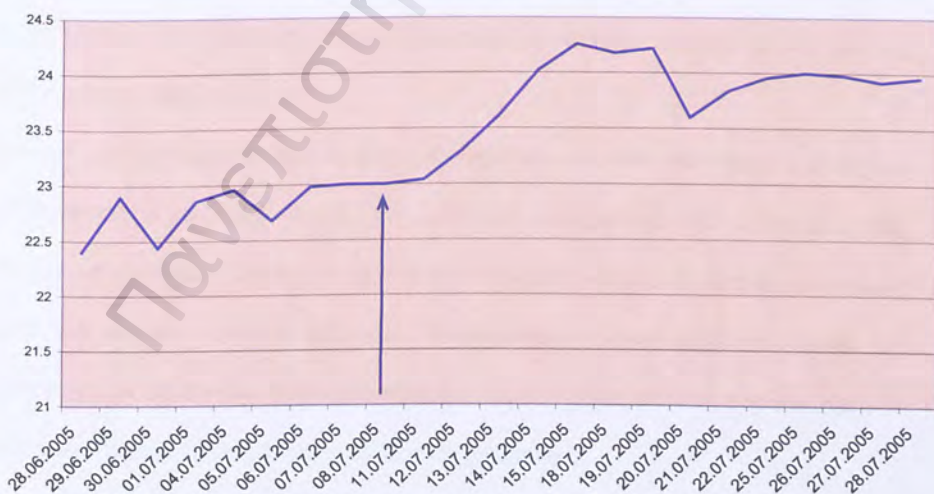
http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_654620_13/09/2001_6061

7.2 Τρομοκρατικό χτύπημα στο Λονδίνο 8/7/2005.

Μετά τον πανικό της 11ης Σεπτεμβρίου και τις τρομακτικές επιπτώσεις που είχε πάνω στις τιμές των μετοχών το επόμενο βήμα για αναζήτηση είναι άλλο ένα «διάσημο» τρομοκρατικό χτύπημα, αυτό του Λονδίνου. Ο τύπος έγραφε τότε: “Τα αποτυπώματα της Αλ Κάιντα φέρουν οι τέσσερις φονικές επιθέσεις εναντίον των μέσων μεταφοράς, σε ώρα αιχμής, στο Λονδίνο, που προκάλεσαν το θάνατο τουλάχιστον 37 ανθρώπων και τον τραυματισμό άλλων 700. Η διεθνής τρομοκρατία αποδεικνύει για μία ακόμη φορά με το νέο τυφλό χτύπημά της ότι δρα συντονισμένα χωρίς να υπολογίζει αμάχους.”³⁹ Το λογικό θα ήταν η αγορά να έχει την ίδια αντίδραση. Και όμως όχι !!

Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα όχι μόνο δεν επηρέασε αρνητικά , αλλά και από την επόμενη μέρα η μετοχή άρχισε να κινείται ανοδικά.

Τρομοκρατικό Χτύπημα Στο Λονδίνο



³⁹ “ Ψυχραιμία, ενημέρωση και ο ηγέτης στη θέση

του”,news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_world_1_08/07/2005_149781

εταιρειών –όπως οι μετοχές της British Airways και της γαλλικής Accor– και ο οποίος δέχθηκε την προηγούμενη τις ισχυρότερες πέσεις, κινήθηκε ανοδικά. Βέβαια, επιπτώσεις υπάρχουν και στις αγορές νομισμάτων, αλλά εκεί επικρατούν κι άλλοι παράγοντες. Η πτώση της στερλίνας μπορεί να επιταχύνθηκε με την τρομοκρατική ενέργεια, αλλά είναι πιθανό να οφείλεται περισσότερο στο ενδεχόμενο πτώσης των επιτοκίων ή στην ενίσχυση άλλων νομισμάτων.»⁴⁰

7.3 Το Πρόστιμο Της Επιτροπής Ανταγωνισμού 25/1/2002.

«Το υψηλότερο πρόστιμο που έχει επιβληθεί ποτέ από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, θα κληθεί να πληρώσει η Coca Cola Τρία Έψιλον», έγραφε τότε η Καθημερινή. Και συνέχιζε «Η Επιτροπή Ανταγωνισμού αποφάσισε την επιβολή προστίμου 1 δισ. δρχ., με την αιτιολογία πως διαπιστώθηκε κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης που κατέχει στην αγορά, από τη μεγάλη εταιρεία.

Η απόφαση αυτή εκτιμάται να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην αγορά τροφίμων και ίσως όχι μόνον, αφού η Coca Cola Τρία Έψιλον είναι υποχρεωμένη στο εξής να μην επιβάλλει στους πελάτες της να εφοδιάζονται με δικά της μόνο προϊόντα εφόσον χρησιμοποιούν τα ψυγεία της εταιρείας.

Παρ' όλα αυτά, ο καταγγέλλοντας, δηλαδή ο Πανελλήνιος Σύλλογος Παρασκευαστών Αναψυκτικών, δεν δηλώνει ικανοποιημένος από την απόφαση και πρόκειται να την

⁴⁰ «Οι συνέπειες τρομοκρατικών ενεργειών»

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_09/07/2005_149823

προσβάλει, υποστηρίζοντας ότι το πρόστιμο αντιστοιχεί μόλις σε 0,59 % των ακαθαρίστων εσόδων της.»⁴¹

Το Πρόστιμο της Επιτροπής Ανταγωνισμού Ή Μήπως Όχι?



Το διάγραμμα είναι άξιο απορίας. Πως γίνεται να αυξάνεται η μετοχή μετά από ένα τέτοιο νέο. Πως είναι δυνατόν στις 25 του μήνα, ημέρα Παρασκευή, να σκάει βόμβα του προστίμου και τη Δευτέρα 28 του μήνα η μετοχή να καταγράφει άνοδο 0,16 μονάδες και θετική μεταβολή 1,01%. Είναι δυνατόν να ξεχάστηκε η είδηση εντός δύο ημερών ή μήπως τελικά αυτή η είδηση δεν επηρέασε τους επενδυτές γιατί ήταν κάτι αναμενόμενο και γιατί όπως αναφέρθηκε αποτελούσε μικρό μέρος επί του συνόλου των εσόδων της;

Τελικά η ανασκόπηση της ευρύτερης οικονομικής κατάστασης της περιόδου, μέσα από την αρθρογραφία εκείνων των ημερών απέδωσε καρπούς.

⁴¹ Πρόστιμο 1 δισ. στην Coca Cola Τρία Εψίλον

«Η αγορά έχει τη δική της λογική και αυτή την περίοδο κινείται με υψηλές ταχύτητες προεξοφλώντας θετικά το πρόγραμμα των αποκρατικοποιήσεων, αλλά και της ολοκλήρωσης των ολυμπιακών έργων εντός των χρονικών ορίων που έχουν τεθεί.»⁴²

«Την καταβαράθρωση του Χ.Α. τα προηγούμενα χρόνια ήταν λογικό και αναμενόμενο κάποια στιγμή να διαδεχθεί μια ισχυρή ανάκαμψη μόλις η ψυχολογία και το γενικότερο πλαίσιο το επέτρεπαν. Υπό το πρίσμα αυτό, τονίζουν διαχειριστές θεσμικών χαρτοφυλακίων, η σημαντική άνοδος των τιμών των μετοχών τους τελευταίους μήνες δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ούτε υπερβολική ούτε αδικαιολόγητη»⁴³

«Η πιο ελκυστική ανάμεσα σε δεκαπέντε ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές εμφανίζεται η Σοφοκλέους, με επιδόσεις υπερδιπλάσιες σε σχέση με τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ενώ ο μόνος δείκτης που παρουσιάζει άνοδο ανάλογη του Γενικού Δείκτη είναι ο Nasdaq».⁴⁴

Βάσει των ανωτέρω γίνεται κατανοητό πως αν και υπήρχαν δυσάρεστα νέα για την Coca-Cola σαν μεμονωμένη εταιρία, τα θετικά νέα της οικονομίας και η γενικότερη άνοδος του Ελληνικού Χρηματιστηρίου που εκείνη την εποχή συγκρινόταν με τις μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές απορρόφησε και λειτούργησε διορθωτικά στην είδηση, που

⁴² «Προβληματισμός για το... ξύπνημα του Χ.Α.»

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_20/08/2003_73820

⁴³ «Πρώτη σε απόδοσεις στην Ευρώπη η Σοφοκλέους»,

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_20/08/2003_73821

⁴⁴ « Σοφοκλέους, όπως λέμε ... Nasdaq » ,

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_20/08/2003_73828

τυχών αν γινόταν σε άλλη χρονική στιγμή να είχε αρκετά άσχημα για την μετοχή αποτελέσματα.

Βάση των παραπάνω καταλήγουμε στο ότι οι «αγορές είναι άνθρωποι» και επηρεάζονται από εντυπωσιακές εξελίξεις. Πάντα υπάρχει μια λογική εξήγηση που ερμηνεύει τις αγορές έστω και αν δεν αποτελεί λογική από καθαρά οικονομική άποψη.

Τέλος κλείνοντας αυτό το κεφάλαιο θα παραθέσω αυτούσιο ένα άρθρο⁴⁵ το οποίο θεωρώ ότι αποδίδει όλο το νόημα της σημερινής πραγματικότητας, για το βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο ορίζοντα του χρηματιστηρίου, παρόλο που είναι γραμμένο πριν πέντε περίπου χρόνια :

«Είναι ένα από τα σοβαρά «δομικά» προβλήματα της ελληνικής αγοράς είναι, ότι δεν υπάρχει διαφοροποίηση στην κίνηση των μετοχών. Η ανοδική αλλά και η πτωτική κίνηση της αγοράς σημαίνει ότι έχουν την ίδια πορεία όλες σχεδόν οι μετοχές. Δεν υπάρχουν μετοχές που έχουν κατά συστηματικό τρόπο και διάρκεια, διαφορετική κίνηση από τη γενική τάση. Ακόμα και όταν δεν υπάρχουν γεγονότα που να επηρεάζουν όλες τις εταιρείες, οι μετοχές κινούνται ομαδικά.

Προφανώς, όλες οι μετοχές δεν είναι ίδιες. Υπάρχει η σημαντική διαφοροποίηση του μεγέθους των εταιρειών που αλλάζει και τον ρυθμό με τον οποίο εξελίσσονται τα μεγέθη τους. Διαφέρουν οι κλάδοι στους οποίους δραστηριοποιούνται οι εταιρείες και

⁴⁵ “Η ισοπέδωση των μετοχών της Σοφοκλέους”,

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_26/01/2002_13755

είναι φανερό ότι στο περιβάλλον του ευρώ, ο κλάδος έχει μεγαλύτερη σημασία από τη χώρα στην οποία είναι η έδρα της επιχείρησης. Υπάρχει επίσης η πολύ σημαντική διαφοροποίηση στην εμπορευσιμότητα των μετοχών. Μια μετοχή που έχει υψηλή εμπορευσιμότητα, δεν μπορεί παρά να συγκεντρώνει ισχυρότερο ενδιαφέρον από κάποια άλλη που δεν έχει το χαρακτηριστικό αυτό.

Η Σοφοκλέους έως τώρα δεν φαίνεται να συγκινείται από τα χαρακτηριστικά αυτά. Ούτε όμως και από την ποιοτική αξιολόγηση των προοπτικών και των δυνατοτήτων των εταιρειών. Η στενή σύνδεση όλων των μετοχών με τη συνολική κίνηση της αγοράς, δείχνει πόσο μικρή σημασία δίνεται στην επιλογή συγκεκριμένων μετοχών. Υπάρχει έλλειμμα επιλεκτικότητας. Η αδυναμία αυτή της χρηματιστηριακής αγοράς διευκολύνεται και από τον τρόπο λειτουργίας του Χρηματιστηρίου. Όλες σχεδόν οι μετοχές, με ελάχιστες εξαιρέσεις, βρίσκονται στην ίδια μοίρα. Ίσως ήρθε η ώρα, για ξεκαθάρισμα της αγοράς, να σταματήσει η ισοπέδωση.»

Συμπεράσματα

Όπως πρέπει να έχει γίνει αντιληπτό μέχρι τώρα, η θεμελιώδης ανάλυση προσδιορίζει την πραγματική αξία της μετοχής και άρα βοηθά στο να αποφασίσει κανείς τι να αγοράσει και πού να επενδύσει τα χρήματά του. Ο θεμελιώδης αναλυτής δεν επηρεάζεται από την ψυχολογία της αγοράς αλλά ψάχνει να βρει τα στοιχεία εκείνα που βάση της λογικής προσδιορίζουν την πραγματική αξία μιας εταιρίας. Αφού λοιπόν παρθεί η απόφαση του τι πρέπει να αγοράσει κανείς η τεχνική ανάλυση βοηθά στην απόφαση της χρονικής στιγμής της αγοράς ή της πώλησης. Ο σκοπός του τεχνικού αναλυτή , με άλλα λόγια, δεν είναι ο προσδιορισμός της θεωρητικής τιμής αλλά ο προσδιορισμός του σωστού χρονικού σημείου αγοράς ή πώλησης.

Κατά τη γνώμη μου, τόσο η θεμελιώδης όσο και η τεχνική ανάλυση είναι αναγκαίες και αυτό γιατί η τεχνική λειτουργεί συμπληρωματικά στη θεμελιώδη.

Βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα το χρηματιστήριο είναι κατά 90% ψυχολογία! Δεν επηρεάζουν τα γεγονότα τις τιμές του χρηματιστηρίου, αλλά είναι οι αντιδράσεις του κοινού στα γεγονότα αυτά. Μακροπρόθεσμα, οι θεμελιώδεις αρχές είναι αυτές που παίζουν το μεγαλύτερο ρόλο.

Ο καθοριστικός παράγοντας της βραχυπρόθεσμης τάσης του χρηματιστηρίου είναι "πέραν της ψυχολογίας" η τεχνική δομή της αγοράς. δηλαδή: αν τα αξιόγραφα βρίσκονται σε χέρια επενδυτών με γερά κεφάλαια και γερά νεύρα ή σε χέρια που τρέμουν.

Βραχυπρόθεσμα η κατάσταση της οικονομίας δεν έχει καμιά απολύτως επίδραση στις τιμές των μετοχών, στα επιτόκια και στις τάσεις του οικονομικού κλάδου παρά μόνο ως

προς το ότι μερικοί κερδοσκόποι βγάζουν απ' αυτά τα μεγέθη συμπεράσματα για τις εξελίξεις σε μελλοντικές ημερομηνίες.

Ο καθοριστικός παράγοντας για τη μεσοπρόθεσμη τάση του χρηματιστηρίου είναι "πέραν της ψυχολογίας του κοινού" το επιτόκιο. Ο τόκος, δηλαδή η ρευστότητα στην αγορά κεφαλαίου, αποφασίζει αν θα είναι ισχυρότερη η ζήτηση ή η προσφορά. Ο τόκος έχει άμεση επιρροή στην αγορά των δανείων: όταν η απόδοση των δανείων μικραίνει, προσέρχονται περισσότερα ρευστά διαθέσιμα στο χρηματιστήριο. Όμως αυτή η επίδραση των τόκων πάνω στο χρηματιστήριο γίνεται αντιληπτή μόνον αφού περάσει ένα συγκεκριμένο διάστημα : μεσοπρόθεσμα.

Για τις μακρόχρονες τάσεις, όμως, η ψυχολογία δεν παίζει πια τόσο ουσιαστικό ρόλο. Εκτός από την υπό εξέταση εταιρία, η IBM, η Siemens ή η Mercedes -Benz δεν θα είχαν γίνει ποτέ αυτό που είναι, αν δεν υπήρχαν ουσιαστικοί λόγοι για να πετύχουν. Δεν ήταν η ψυχολογία αυτή που έκανε τις μετοχές αυτών των εταιριών να φτάσουν σ' αυτό το ύψος. Η γενική κατάσταση της οικονομίας και ιδιαίτερα αυτή των επιμέρους κλάδων αποφασίζει για την ποιότητα και τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Όποιος μπορεί να προβλέψει πώς θα εξελιχθεί ένας κλάδος επί σειρά ετών, μπορεί να κερδίσει πολλά.

Βέβαια και η διάθεση του επενδυτή δύσκολα προσδιορίζεται γιατί ακόμα και την απαισιοδοξία ή την αισιοδοξία την καθορίζουν ποικίλοι παράγοντες, ιστορικοί, πολιτικοί, οικονομικοί ή παραδείγματος χάρη η εμπιστοσύνη ή η δυσπιστία έναντι της οικονομικής πολιτικής ακόμα και τα προσωπικά προβλήματα παίζουν ένα ρόλο. Αυτοί οι παράγοντες όμως δεν μπορούν να καταστούν πραγματικά αντικειμενικοί για όλους γιατί ακόμα και ο ίδιος άνθρωπος μπορεί να έχει κάθε μέρα διαφορετική γνώμη για τις προοπτικές και το μέλλον. Και ποιος ισχυρίζεται ότι μπορεί να προβλέψει σήμερα τους

φόβους, τις ελπίδες και τις προκαταλήψεις του αύριο; («Μακροπρόθεσμα είμαστε όλοι νεκροί» είχε πει ο Τζον Μείναρντ Κέινς.)⁴⁶

Ίσως τελικά το παρακάτω απόσπασμα του Γκαίτε από το έργο του «Φάουστ», να δίνει με τον καλύτερο τρόπο, έστω και βραχυπρόθεσμα, την πολυπλοκότητα της όλης κατάστασης.....

«Άκου εδώ εμένα! Στο δέκα φτάσε από το ένα, τα δύο να τ' αφήσεις, απ' τα τρία ν' αρχίσεις, με μιας θα πλουτίσεις. Χάσε τα τέσσερα, κι απ' τα πέντε κι έξι, με μια μόνο λέξη, κάμε τα επτά κι οχτώ. Τώρα πάει πια κι αυτό. Το εννιά είναι ένα, μα το δέκα κανένα. Της στρίγγλας ειν' αυτός κρυφός πολλαπλασιασμός»

⁴⁶ «Η ψυχολογία του χρηματιστηρίου» k-report.gr/article.php?art_id=9

Βιβλιογραφία

Ελληνική

1. Έλλη Βασιλάτου –Θανοπούλου, “Εισαγωγή Στη Χρηματοοικονομική Λογιστική”, Μπένου (1998).
2. Αντώνης Α. Παππάς, “Χρηματοοικονομική Λογιστική”, Μπένου (1998).
3. Γεώργιος Α. Καραθανάσης, “Χρημ/κη Διοίκηση Και Χρηματιστηριακές Αγορές”, Μπένου (1999).
4. Γεώργιος Α. Καραθανάσης, “Χρημ/κα Θέματα”, Μπένου (2000).
5. Ιωάννης Χαλικιάς, “Στατιστική Μέθοδοι Ανάλυσης Για Επιχειρηματικές Αποφάσεις”, Rosili (2003).
6. Γ. Προβόπουλος- Π. Καπόπουλος, “Η Δυναμική Του Χρημ/Κου Συστήματος”, Κριτική (2000).
7. Νικήτας Α. Νιάρχου, “Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων”, Σταμούλη 6η Έκδοση.
8. Δημητρίου Χ. Γκίκα, “Η Ανάλυση Και Οι Χρήσεις Των Λογιστικών Καταστάσεων”, Μπένου (2002).
9. Α. Γεωργόπουλος “Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων”, Πανεπιστημίου Πατρών.
10. Αθιανός Σ., “Αποτίμηση Επενδύσεων & Αξιολόγηση Επιχειρήσεων”, Ηλιάδης Σάββας (2004).
11. Λαζαρίδης Γ., Παπαδόπουλος Δ., “Χρηματοοικονομική Διοίκηση”. Λαζαρίδης- Παπαδόπουλος (2001).
12. Λαζαρίδης, Γ, Παπαδόπουλος Δ., “Χρημ/κή Διοίκηση. Ανάλυση Περιπτώσεων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης”, Λαζαρίδης- Παπαδόπουλος (2005).
13. Παπαδόπουλος, Δ., “Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της Επιχείρησης”, Παρατηρητής, (1986).
14. Παπαδόπουλος, Δ., “Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της Επιχείρησης, Παρατηρητής, (1986).
15. Τζωάννος, Ι., “Χρηματοδοτική Διοίκηση”, Το Οικονομικό, (2000).

16. Τσακλάγκανος Α., “Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων”, Αφοί Κυριακίδη, (2000).
17. Φιλιππάτος, Γ.Κ., Αθανασόπουλος Π. Ι., “Εισαγωγή στη Χρημ/κή Διοικητική”, Παπαζήση. (1985)

Ξένη

18. E. Brigham & Ehrhardt, “Financial Management: Theory And Practice”, 11th edition, Thomson Southwestern, (2005)
19. Antony, R. N., Hawkins, D. F., Merchant, K.A. “Accounting. Text and Cases” 11th Edition. New York : Mc Graw Hill, (2003).
20. Baker, R. E., Lembke, V. C., King, T. E., “Advanced Financial Accounting”. 4th Edition. Burr Ridge, Boston : Mc Graw Hill, (1999).
21. Beams,F.A., Brozovsky, J. A., Shoulders, “Advanced Accounting”. 7th Edition.Upper Saddle River, New Jersey : Prentice Hall, (2000).
22. Eisen, P. S., “Λογιστική”. Κλειδάριθμος, (1997).
23. Groppelli, A. A., Nikbakht, E., “Χρηματοοικονομική”, Κλειδάριθμος, (2002).
24. Meigs, W. B., Meigs, R. F.,“Λογιστική. Η βάση των Επιχειρηματικών Αποφάσεων”. Έβδομη Έκδοση. Παπαζήση, (1998).
25. Pike, R., Neale B., [Corporate Finance and Investment]. 2nd Edition. London : Prentice Hall, (1997).
26. Warren, C. S., Reeves J. M., Fess, P. E. “Financial and Managerial Accounting”. 8th Edition. Mason, Ohio : Thomson, South- Western, (2005).