



**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ  
ΑΠΟ ΤΗΝ ΙΔΡΥΣΗ ΤΟΥ ΕΩΣ ΣΗΜΕΡΑ**

**ΤΩΜΑΔΑΚΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ Α.Μ. 3472**

**ΛΙΓΓΟΣ ΑΓΓΕΛΟΣ Α.Μ. 3370**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΒΑΡΔΑΣ ΙΩΑΝΝΗΣ**

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ, ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2012**

Copyright © Τωμαδάκης Κωνσταντίνος , Λίγγος Άγγελος , 2012

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. Allrightsreserved.

Η έγκριση της πτυχιακής εργασίας από το Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων του ΤΕΙ Κρήτης δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος

*Αρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου, που είναι δίπλα μου και με στηρίζουν σε κάθε μου προσπάθεια γιατί χωρίς τη βοήθειά τους δεν θα τα είχα καταφέρει. Επίσης, ένα μεγάλο ευχαριστώ στον επιβλέποντα καθηγητή μου για τη συνεχή ενθάρρυνση και καθοδήγηση που μου προσέφερε κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της εργασίας μας καθώς και όλους όσους βοήθησαν με τις γνώσεις τους για την συλλογή των πληροφοριών.*

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα χρηματιστήρια ιδρύθηκαν μέσα από τις συγκεκριμένες ιστορικές ανάγκες των εκάστοτε κοινωνιών και αναπτύχθηκαν διαμέσου των αιώνων χάρη στην πρόοδο των αντίστοιχων οικονομιών. Καταλυτικός παράγοντας σε αυτήν την πορεία υπήρξε η αισθητή βελτίωση του παγκόσμιου οικονομικού περιβάλλοντος κατά το δεύτερο ήμισυ του 20ού αιώνα όπου δημιουργήθηκε παράλληλα το σύγχρονο πλαίσιο λειτουργία τους, με καθοριστική τη συνεισφορά των τεχνολογικών και επικοινωνιακών μέσων.

Η θεωρία των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών κρίσεων έχουν ως κύρια τους αιτία την απότομη και ξαφνική απώλεια μεγάλου μέρους της αξίας του ενεργητικού, δηλαδή των παγίων, των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Όλες οι πρόσφατες κρίσεις είναι συνδεδεμένες με τους Χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και κυρίως με τις Τράπεζες και τον πανικό που τις διακατέχει σε περιόδους οικονομικής ύφεσης. Άλλες αιτίες είναι τα χρηματιστηριακά κραχ και οι χρηματοοικονομικές και συναλλαγματικές φούσκες (κερδοσκοπίες) αλλά και πρόσφατα η φούσκα στα ακίνητα.

Στην εργασία που ακολουθεί θα παρουσιάζεται αναλυτικά ο τρόπος με τον οποίο διαμορφώνονται οι διάφορες επενδύσεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Στη συνέχεια θα αναλύονται οι διεθνείς αγορές κεφαλαίου και ο ρόλος που διαδραματίζουν στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επιπλέον αναλύεται η εξέλιξη του χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς επίσης και η δομή του και τα στοιχεία που το απαρτίζουν. Στη συνέχεια αναλύονται τα χαρακτηριστικά των σύγχρονων χρηματιστηριακών αγορών και τη διάκριση τους. Τέλος παρατίθενται τα συμπεράσματα τα οποία προέκυψαν από τη μελέτη του συγκεκριμένου θέματος.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....	9
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> Επενδύσεις και Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου .....	10
1. Επενδύσεις .....	10
1.1. Διάκριση Επενδύσεων.....	10
1.1.1. Ιδιωτικές Επενδύσεις .....	10
1.1.2. Δημόσιες Επενδύσεις.....	10
1.2. Οι Αγορές .....	11
1.3. Χρηματοοικονομικές Αγορές .....	11
1.4. Ιδιότητες χρηματοοικονομικών αγορών.....	13
1.5. Η αποτελεσματικότητα .....	15
1.5.1. Προϋποθέσεις που οδηγούν στην αποτελεσματικότητα .....	15
1.6. Αποτελεσματική χρηματοπιστωτική αγορά .....	16
1.6.1. Επίπεδα αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς .....	17
1.7. Ανοιχτές και κλειστές αγορές.....	18
1.8. Ταξινόμηση χρηματοπιστωτικών αγορών .....	18
1.9. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές .....	22
1.10. Μετοχές.....	23
1.10.1. Διακρίσεις μετοχών σύμφωνα με τα δικαιώματα των μετόχων .....	23
1.11. Τιμολόγηση των μετοχών.....	26
1.12. Διάκριση μετοχών ανάλογα με τον τρόπο μεταβίβασης.....	26
1.13. Άλλη διάκριση των μετοχών .....	27
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> Οι διεθνείς αγορές και ο ρόλος τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	28
2.1. Οι διεθνείς αγορές κεφαλαίου .....	28
2.2. Διεθνοποίηση των αγορών .....	30

2.3.	Ο ρόλος του Χρηματιστηρίου στη διεθνοποίηση του κεφαλαίου και η Διεθνής χρηματιστηριακή αγορά .....	31
2.4.	Ο ρόλος του Χρηματιστηρίου στο οικονομικό περιβάλλον.....	31
2.5.	Ιστορική αναδρομή στους κύκλους του Χρηματιστηρίου .....	32
2.6.	Ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών .....	34
2.7.	Η εταιρία Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. συμμετοχών (Ε.Χ.Α.Ε.) .....	36
2.8.	Η λειτουργία του Χρηματιστηρίου σε παγκόσμιο πλαίσιο .....	37
2.9.	Οι χειρότερες οικονομικές καταστροφές .....	38
2.9.1.	Μαύρη Τρίτη .....	38
2.9.2.	Η κρίση όλων των εποχών .....	39
2.10.	Το Ελληνικό Χρηματιστήριο μέσα από τις κρίσεις.....	39
2.11.	Ο σκοπός και η σημασία των χρηματιστηριακών αξιών .....	40
2.12.	Το Ελληνικό Χρηματιστήριο και το Κραχ του 1929.....	41
Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup>	Η εξέλιξη του χρηματιστηρίου αθηνών και η δομή του.....	43
3.1.	Η διαχρονική εξέλιξη του Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 2000-2004 .....	43
3.2.	Ο όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια .....	50
3.3.	Λειτουργικοί σκοποί της Ε.Χ.Α.Ε. ....	51
3.4.	Διοίκηση και μετοχική σύνθεση τηςΕ.Χ.Α.Ε. ....	52
3.5.	Οργάνωση .....	53
3.6.	Ο τρόπος λειτουργίας του Χ.Α.Α. και ο ρόλος των θυγατρικών εταιριών.....	55
3.7.	Θεσμικό πλαίσιο .....	57
Κεφάλαιο 4 <sup>ο</sup>	Χαρακτηριστικά των Χρηματιστηριακών αγορών .....	58
4.1.	Αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών .....	58
4.2.	Χαρακτηριστικά αγοράς αξιών .....	59
4.3.	Ποιότητα χρηματιστηριακών αγορών .....	59
4.4.	Κατηγορίες διαπραγμάτευσης μετοχών .....	61
4.5.	Δικαιώματα απόκτησης μετοχών.....	62
4.6.	Ώρες συναλλαγών .....	62

4.7.	Μέγιστα όρια ημερήσιας διακύμανσης των χρηματοπιστωτικών μέσων .....	63
4.8.	Η διαδικασία εισαγωγής κινητών αξιών στην αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	63
4.9.	Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.	65
4.9.1.	Η κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης .....	65
4.9.2.	Η κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης .....	68
4.9.3.	Η κατηγορία Επιτήρησης .....	68
4.10.	Η έννοια των χρηματιστηριακών δεικτών .....	69
4.11.	Δείκτες στην Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά .....	71
4.12.	Χρησιμότητα των Χρηματιστηριακών δεικτών.....	73
4.13.	Ο δείκτης Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.Α.....	74
4.14.	Η Επίδραση της πορείας των Τραπεζών στον δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης ..	87
4.15.	Η ανασυγκρότηση του τραπεζικού συστήματος προϋπόθεση για την ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας.....	94
	Κεφάλαιο 5 <sup>ο</sup> .....	95
	Συμπεράσματα.....	95
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	95

## ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b>Εικόνα 1:</b>	Πηγή: <a href="http://www.euretirio.com/2010/06/ependysi.html#ixzz2031dahvo">http://www.euretirio.com/2010/06/ependysi.html#ixzz2031dahvo</a> .....	11
<b>Εικόνα 2.1:</b>	Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ «Dow Jones» ΑΠΟ ΤΟ 1902 ΕΩΣ ΤΟ 2010 / ΠΗΓΗ ΧΑΑ.....	33
<b>Εικόνα 3:</b>	Η ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΧΑΕ / ΠΗΓΗ ΧΑΑ.....	36
<b>Εικόνα 4:</b>	Οργανόγραμμα λειτουργίας του ΧΑΑ / Πηγή ΧΑΑ .....	54
<b>Εικόνα 5:</b>	Η σχέση μεταξύ των διαφόρων φορέων της κεφαλαιαγοράς .....	57
<b>Εικόνα 6:</b>	Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά την περίοδο 2000-2011 .....	78
<b>Εικόνα 7:</b>	Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2000/Πηγή: capital.gr.....	78
<b>Εικόνα 8:</b>	Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2003 / Πηγή: capital.gr.....	79
<b>Εικόνα 9:</b>	Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2006 / Πηγή: capital.gr.....	80

<b>Εικόνα 10:</b> Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2008 /Πηγή: capital.gr.....	81
<b>Εικόνα 11:</b> Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2009 / Πηγή: capital.gr.....	82
<b>Εικόνα 12:</b> Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2010 /Πηγή: capital.gr.....	84
<b>Εικόνα 13:</b> Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2011 / Πηγή: capital.gr.....	85
<b>Εικόνα 14:</b> Η πορεία του Δείκτη των Τραπεζών κατά την περίοδο 2009 έως 2012 / Πηγή capital.gr .....	88

<b>Πίνακας 1:</b> Η διάρθρωση του Ομίλου Ελληνικά Χρηματιστήρια / Πηγή: Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια (2012) .....	51
<b>Πίνακας 2:</b> Μετοχική Σύνθεση EXAE / Πηγή: Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια (2012) .	52
<b>Πίνακας 3:</b> Οι εταιρείες του Δείκτη FTSE/Athex 20/Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012.....	75
<b>Πίνακας 4:</b> Η συμμετοχή των κλάδων των εταιρειών στην διαμόρφωση του Δείκτη FTSE/Athex 20/Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012 .....	76
<b>Πίνακας 5:</b> Οι εταιρείες του Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης το 2012 / Πηγή: capital.gr .....	90
<b>Πίνακας 6:</b> Οι τράπεζες του Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης το 2012 / Πηγή: capital.gr.....	91
<b>Πίνακας 7:</b> Δείκτες αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών / Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών 2012.....	92



## Εισαγωγή

Για την ελληνική οικονομία το 2010 αποτέλεσε έτος ιδιαίτερα αρνητικών εξελίξεων. Η εξαιρετικά επιβαρυμένη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας οδήγησε σε σημαντική μείωση της πιστοληπτικής της ικανότητας, αδυναμία πρόσβασης στις διεθνείς αγορές και συγκέντρωση του διεθνούς ενδιαφέροντος γύρω από τον τρόπο διαχείρισης του υψηλού δημόσιου χρέους. Για την αντιμετώπιση των μεγάλων οικονομικών ανισορροπιών αποφασίστηκε η λήψη έκτακτων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής από τις αρχές του 2010, ενώ τον Μάιο του 2010 συμφωνήθηκαν δύο προγράμματα οικονομικής στήριξης από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), το Διεθνές Νομισματικό ταμείο (ΔΝΤ) και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), τα οποία περιλαμβάνουν όχι μόνο μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής, αλλά και μια σειρά από διαρθρωτικές αλλαγές. Στόχος του συνολικού προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής είναι ο περιορισμός των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και η σταδιακή αποκλιμάκωση του υψηλού δημόσιου χρέους, η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και η ανάκτηση της εμπιστοσύνης των αγορών.

Οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης είναι πολλαπλές τόσο σε δημοσιονομικό, πολιτικό, επιχειρηματικό επίπεδο όσο και σε κοινωνικό. Η παρούσα εργασία επιχειρεί να παρουσιάσει την σημασία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και να αναδείξει πόσο αυτή σχετίζεται άμεσα με την γενική πορεία της εθνικής οικονομίας. Το Χρηματιστήριο είναι ένα μέσω άντληση κεφαλαίων προς χρηματοδότηση αναπτυξιακών σχεδιασμών των επιχειρήσεων. Το Χρηματιστήριο, ως οργανωμένη αγορά που συγκεντρώνει τους βασικούς επενδυτικούς συντελεστές (εταιρείες, επενδυτές, επιχειρηματίες) συνιστά ένα βασικότατο μοχλό ανάπτυξης των επιχειρήσεων και της οικονομίας ευρύτερα, και είναι ένας μηχανισμός που υποβοηθά συνολικά στην περαιτέρω ανάπτυξη. Οι δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών, μεταξύ των οποίων και ο Δείκτης Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης που συγκεντρώνει και παρακολουθεί την πορεία των 20 εισηγμένων εταιρειών με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση, είναι δείκτες που καταγράφουν άμεσα τις χρηματιστηριακές και συνεπώς και τις χρηματοοικονομικές επιπτώσεις της ευρύτερης ελληνικής οικονομικής αγοράς.

# Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Επενδύσεις και Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου

## 1. Επενδύσεις

Επένδυση θεωρείται κάθε υλικό, διαρκές, παραγωγικό αγαθό που δεν καταναλώνεται με τη χρησιμοποίησή του, αλλά συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής υποδομής μιας χώρας/επιχείρησης.

Συμβάλλει δηλαδή στη δημιουργία νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού (νέα κτίρια, νέες εγκαταστάσεις, νέος μηχανολογικός εξοπλισμός, επεκτάσεις του προϋπάρχοντος κεφαλαιουχικού εξοπλισμού).

### 1.1. Διάκριση Επενδύσεων

Οι επενδύσεις σε μια οικονομία διακρίνονται σε ιδιωτικές και δημόσιες ανάλογα με το φορέα (ιδιωτικό ή δημόσιο) και το σκοπό (κέρδος ή κοινωνική ωφέλεια).

#### 1.1.1. Ιδιωτικές Επενδύσεις

Οι ιδιωτικές επενδύσεις χρηματοδοτούνται συνήθως με αυτοχρηματοδότηση, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δανεισμό και περιλαμβάνουν δαπάνες για κατοικίες, πάγιες εγκαταστάσεις των επιχειρήσεων και αύξηση των αποθεμάτων των επιχειρήσεων.

Οι ιδιωτικές επενδύσεις παγίων κεφαλαιουχικών αγαθών είναι εκείνες οι οποίες έχουν μεγάλη σημασία για την ανάπτυξη και τη διεύρυνση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας.

#### 1.1.2. Δημόσιες Επενδύσεις

Οι δημόσιες επενδύσεις (δρόμοι, σχολεία, νοσοκομεία, έργα υποδομής κλπ) χρηματοδοτούνται με εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό, φορολογίες και αυτοχρηματοδότηση (από τις κατασκευαστικές εταιρείες οι οποίες εισπράττουν τέλη από τους χρήστες των έργων υποδομής, π.χ. αεροδρόμια, μετρό, εθνικούς δρόμους, για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που καθορίζεται από τη σύμβαση με το δημόσιο).

Συνήθως διακρίνονται σ' εκείνες της κεντρικής διοίκησης (Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων) και των ΔΕΚΟ. (Ευρετήριο Οικονομικών Όρων <http://www.euretirio.com/2010/06/ependysi.html>)



Εικόνα 1 Πηγή: <http://www.euretirio.com/2010/06/ependysi.html#ixzz2031dahvo>

Σε ορισμένες περιπτώσεις όμως, στις δημόσιες επενδύσεις, περιλαμβάνονται μόνον εκείνες της κεντρικής διοίκησης, ενώ οι επενδύσεις των ΔΕΚΟ θεωρούνται ιδιωτικές επενδύσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδύσεις των ΔΕΚΟ υποτίθεται ότι αποφασίζονται με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια όπως οι ιδιωτικές επενδύσεις, ενώ εκείνες της κεντρικής διοίκησης (κρατικός προϋπολογισμός) με κοινωνικά και πολιτικά κριτήρια.

Οι επενδύσεις, επίσης, διακρίνονται σε καθαρές και ακαθάριστες επενδύσεις. Οι τελευταίες περιλαμβάνουν και τις αποσβέσεις, ενώ οι καθαρές επενδύσεις την καθαρή προσθήκη στο κεφάλαιο και τα αποθέματα προϊόντων στην οικονομία. (Ευρετήριο Οικονομικών Όρων <http://www.euretirio.com/2010/06/ependysi.html>)

## 1.2. Οι Αγορές

Όπως ακριβώς, η αγορά για ένα αγαθό είναι ο χώρος όπου οι ζητούντες και προσφέροντες ένα αγαθό προβαίνουν σε διαπραγμάτευση τιμών και ποσοτήτων μέχρι να υπάρξει συμφωνία. Έτσι αντίστοιχα και για κάθε μορφής χρηματοπιστωτικές Αγορές αποτελούν τους χώρους όπου οι ελλειμματικές και οι πλεονασματικές έρχονται σε επαφή για την αγορά και πώληση <<χρήματος>>. Ο όρος αναφέρεται στις αγορές όπου οι συμμετέχοντες πωλούν και αγοράζουν χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις οικονομικών οργανισμών. Αυτές οι απαιτήσεις διαφέρουν ως προς τους εκδότες τους, ως προς την ημερομηνία λήξης τους, τον κίνδυνο αθέτησής τους καθώς την φορολογική μεταχείριση τους και διαπραγματευσιμότητά τους. (Ζαχούρης, 2008)

## 1.3. Χρηματοοικονομικές Αγορές

### 1.Φυση

Ενώ σε όλους είναι γνωστός ο όρος αγοράς (market), με την πολυχρησία του ίσως διαφεύγουν ορισμένα βασικά σημεία που αφορούν τη φύση της αγοράς, το θεσμικό υπόβαθρο και το μηχανισμό της. Κατά συνέπεια, απαραίτητο είναι να γνωρίζουν οι επενδυτές μερικά πρακτικά πράγματα όπως κατά πόσο η αγορά υπηρετεί τους βασικούς στόχους της κοινωνίας, αν υπάρχει ανταγωνιστικότητα της αγοράς, ποια είναι ειδικότερα η σύσταση και οι ιδιαιτερότητες των χρηματοοικονομικών αγορών, ποιά σχέση έχει η μορφή των αγορών με την απόδοση των επενδύσεων, το κόστος

δανεισμού, κ.λπ. Η ανάλυση των προβλημάτων της χρηματοδοτικής και επενδυτικής επιλογής του επενδυτή στα πλαίσια των αγορών ακολουθεί στο υπόλοιπο του έργου αυτού. (Ζαχούρης, 2008)

Εν τούτοις, παρ' όλο που οι χρηματοοικονομικές αγορές αποτελούν βασικό στοιχείο του χρηματοοικονομικού συστήματος, η ανάλυση του αυτή καθαυτή δεν είναι επαρκής για την πλήρη αντίληψη της συγκρότησης, της οργάνωσης και λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών. Διότι, οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν κοινωνική αποστολή και μια σειρά από ιδιότητες, οι οποίες είναι σχετικές με την άσκηση του ρόλου τους ως διανεμητή των αποταμιευτικών πόρων «resources allocators».

Κατά βάση ο όρος χρηματοοικονομική αγορά εμπίπτει με στην έννοια της αγοράς, ως θεσμικής συγκρότησης και λειτουργίας, στην οποία γίνεται η διαπραγμάτευση και ανταλλαγή συγκεκριμένων προϊόντων ή υπηρεσιών. Επισημαίνεται ότι μια συγκροτημένη αγορά, δεν σημαίνει απαραίτητα ορισμένη χωροταξική εγκατάσταση, όσο ένα τεχνικό, οργανωτικό, θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο ρυθμίσεων και κανόνων, με βάση τους οποίους γίνονται διαπραγματεύσεις, συνάπτονται συμβάσεις και πραγματοποιούνται συναλλαγές. Ορισμένες αγορές, ιδιαίτερα σήμερα, κινούνται εξ αποστάσεως με το τηλέφωνο και λοιπά επικοινωνιακά μέσα, όπως συμβαίνει ιδίως με τις σύγχρονες διεθνείς χρηματαγορές στις οποίες διεξάγονται συναλλαγές τεραστίων χρηματοοικονομικών ποσών και μάλιστα σε συντομότερο χρόνο και για βραχεία διάρκεια, μέχρι για μια μέρα, οι οποίες μπορούν να αναστραφούν την επόμενη.

Στο στάδιο αυτό χρήσιμο είναι να αναφερθούμε σε μερικές βασικές ιδιοτυπίες, που χαρακτηρίζουν τις χρηματοοικονομικές αγορές: (Ζαχούρης, 2008)

1. Ένα ΧΣ μπορεί να ομοιάζει τυπικά, ως προς τα εξωτερικά χαρακτηριστικά του, με ένα άλλο και παρ' όλα αυτά να υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ τους στην πράξη, σε όρους επιπέδου ανάπτυξης, βαθμού λειτουργικότητας και αποτελεσματικότητας των αγορών. Για το λόγο αυτό είναι απαραίτητο, η εξωτερική τυπική περιγραφή των χρηματοοικονομικών αγορών να εκληφθεί σαν μέσο για την βαθύτερη ανάλυση και αντίληψη τους, σε τρόπο ώστε να είναι δυνατή η περαιτέρω επικέντρωση του επενδυτή σε κάποια από τις επιμέρους χρηματοοικονομικές αγορές.
2. Η επαρκής κατανόηση των ουσιαστικών χαρακτηριστικών των χρηματοοικονομικών αγορών, ενδιαφέρει ευρύτερα τις κεφαλαιακές συναλλαγές και άμεσα τους επενδυτές και τις επιχειρήσεις, στις επιλογές του ανάμεσα στις διάφορες χρηματοοικονομικές και υλικές επενδύσεις.
3. Η ιδιοσυγκρασία των χρηματοοικονομικών αγορών υποβοηθάει την χάραξη των κατάλληλων στρατηγικών από τους φορείς της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής, με σκοπό την επιτάχυνση της ανάπτυξης και της έγκαιρης προσαρμογής στις απαιτήσεις της σύγχρονης τεχνολογίας και του νέου επιχειρηματικού περιβάλλοντος.
4. Οι χρηματοοικονομικές αγορές δημιουργούνται όπως είπαμε, αρχικά ως αγορές νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, διευρύνουν τις προθεσμίες κλπ δυνατότητες επενδύσεων και παράλληλα τις πηγές χρηματοδότησης των σχεδίων επιχειρηματικών έργων.

Διότι αντίστοιχα με τη διάρκεια των επενδύσεων, οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν διάφορες προθεσμίες και μέσα στην κάθε μια καθορίζονται οι τιμές των τίτλων που συναλλάσσονται, τα επιτόκια και οι αποδόσεις. Ακόμη με την συγκρότηση και την αλληλεξάρτηση των χρηματοοικονομικών αγορών,

διαχέονται και μειώνονται οι κίνδυνοι που αναπόφευκτα συνοδεύουν τις επενδύσεις.

5. Στις χρηματοοικονομικές αγορές δημιουργούνται και ανταλλάσσονται χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα και υποχρεώσεις, μέσω των οποίων διευκολύνονται ποικιλοτρόπως οι συναλλαγές και η προμήθεια διαρκών καταναλωτικών αγαθών και φυσικών στοιχείων πάγιων επενδύσεων. Τα χρηματιστηριακά περιουσιακά στοιχεία που συναλλάσσονται στις αγορές αυτές δημιουργούν διάφορες σχέσεις εμπράγματος και ενοχικού χαρακτήρα και έχουν διαφορετικές ιδιότητες από τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που προσφέρουν άμεση χρησιμότητα στην ικανοποίηση ανθρώπινων, φυσικών ή κοινωνικών αναγκών.
6. Υψηλό επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος δεν συνεπάγεται τέλει χρηματοοικονομικές αγορές, λόγω των εγγενών ατελειών τους, που συνδέονται με την αβεβαιότητα και το κατ' αρχήν άγνωστο μέλλον. Η ύπαρξη και η λειτουργία μιας χρηματοοικονομικής αγοράς, ακόμη και αν αυτή είναι καλά οργανωμένη και λειτουργεί ομαλώς, δεν αποτελεί απαραίτητα δείκτη του επιπέδου ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Για παράδειγμα, στις αποικίες στο παρελθόν και ακόμη και σε πρώην αποικίες σήμερα υπάρχουν εγκαταστημένες σύγχρονα οργανωμένες εμπορικές τράπεζες με την μορφή αυτοτελών εταιρειών ή θυγατρικών τραπεζών.
7. Οι αγορές τίτλων και γενικότερα οι χρηματοοικονομικές αγορές και οι διάφοροι «ενδιάμεσοι» χρηματοπιστωτικοί φορείς, προσφέρουν δυνατότητα άμεσης πρόσβασης των επενδυτών, πολλοί από τους οποίους μπορεί να διαθέτουν σχετικά μικρά χρηματικά ποσά, των οποίων η συγκέντρωση και η ανακατανομή διευκολύνει την εκτέλεση μεγάλων παραγκών έργων.
8. Οι χρηματοοικονομικές αγορές συγκροτούνται σε τρόπον ώστε να προσφέρουν ένα απλό μηχανισμό για την μεταφορά δανειακών κεφαλαίων και προσαρμόζονται στους συγκεκριμένους επενδυτές που απευθύνονται η καθεμία, με σκοπό να ελαχιστοποιείται διαχειριστική προσπάθεια, οι δυσχέρειες και το κόστος των συναλλασσόμενων με αυτές.
9. Οι χρηματοοικονομικές αγορές επιτρέπουν την χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων έργων με κεφάλαια, την τοποθέτηση των οποίων επιθυμούν οι δανειστές μόνο για μικρή χρονική περίοδο, καθότι έχουν δυνατότητα ρευστοποίησης όποτε το θελήσουν. (Ζαχούρης, 2008)

#### **1.4. Ιδιότητες χρηματοοικονομικών αγορών**

Η αποστολή των χρηματοοικονομικών αγορών είναι να διευκολύνουν την ομαλή διεξαγωγή των τρεχουσών και κεφαλαιακών συναλλαγών των νοικοκυριών, των επενδυτών και των παραγωγικών επιχειρήσεων.

Η κοινωνικό-οικονομική αποστολή των χρηματοοικονομικών αγορών υλοποιείται μέσα από ένα μηχανισμό ανταπόκρισης και προσαρμογής στις μεταβολές των συνθηκών, της τεχνολογίας, του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, των προτιμήσεων των τελικών καταναλωτών και ακόμη ευρύτερα της λεγόμενης κοινωνικής προτίμησης. «Social preference»

Ο μηχανισμός των αγορών λειτουργεί ως αυτόματος «δέκτης» και «πομπός» μηνυμάτων από όλους τους φορείς που σχετίζονται με τις συναλλαγές. Όλες αυτές οι μεταβολές αποτυπώνονται στις μεταβολές των τιμών των τίτλων των χρηματοοικονομικών επενδύσεων και κατ' επέκταση των αποδόσεων και των επιτοκίων. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις με αυτοτελή και υπεύθυνη διοίκηση είναι σε θέση να σταθμίζουν έγκαιρα και πιθανόν να προλαμβάνουν την επέλευση τυχόν δυσμενών εξελίξεων ή να αξιοποιούν επενδυτικές ευκαιρίες που αναδύονται, προτού σπεύσουν ίσως άλλοι να εκμεταλλευτούν (αρκεί να υπάρχει επαρκής πληροφόρηση και να γίνεται σωστή στάθμιση και αξιολόγηση ότι οι συνθήκες πρόκειται πράγματι να μεταβληθούν ουσιαδώς). (Ζαχούρης, 2008)

Η αποτελεσματική εκτέλεση της κοινωνικό-οικονομικής αποστολής των χρηματοοικονομικών αγορών είναι ευρύτερα θέμα σωστής αξιολόγησης και προβλέψεων της μελλοντικής πορείας και των τάσεων των αγορών αυτών από επενδυτές, επιχειρήσεις και φορείς της νομισματικής πολιτικής. Η αξιολόγηση αυτή θα πρέπει να στηρίζεται σε σταθερά και αξιόπιστα κριτήρια και διαδικασίες εφαρμογής τους

Η χρηματοοικονομική ανάλυση στηρίζεται στην ταξινόμηση των αγορών με βάση τα διαρθρωτικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά τους, προκειμένου να βοηθηθεί ο επενδυτής στην επενδυτική και χρηματοδοτική του επιλογή. Εν τούτοις, χρήσιμο είναι ο επενδυτής να αποκτήσει μια βαθύτερη αντίληψη για τη θεσμική συγκρότηση των χρηματοοικονομικών αγορών. Σ' αυτό θα διευκολυνθεί με την αναφορά σε κάποιο πρότυπο, που είναι λεγόμενη «τέλεια αγορά» «perfect market», σε τρόπο ώστε να κατανοήσει τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά των αγορών τα οποία παρουσιάζουν έντονη αλληλεξάρτηση μεταξύ τους.

Με το τρόπο αυτό ο επενδυτής θα διευκολυνθεί να αποκτήσει πιο ολοκληρωμένη αντίληψη των χρηματαγορών ,που θα συμπληρωθεί με την ανάλυση της αποτελεσματικής αγοράς «efficient market», σε όρους εισροών «inputs» ,πληροφοριών και αποτελεσμάτων «outputs» ή σχέσεων εισροών-εκροών, κτλ. Η αξιολόγηση των επιμέρους χρηματοοικονομικών αγορών ανάλογα με το επίπεδο και το βαθμό ανάπτυξης και ανταγωνιστικότητας γίνεται με ορισμένα κριτήρια:

Ελαστικότητα και ευελιξία «elasticity/ flexibility», δηλαδή ο βαθμός προσαρμογής στις νέες συνθήκες και καταστάσεις του επιχειρηματικού και τεχνολογικού περιβάλλοντος. Μπορούν να μεταβληθούν ακόμη και οι μορφές χρηματοδότησης με προσαρμογή τους τις νέες συνθήκες. (Συριόπουλος Κ, «Διεθνείς Κεφαλαιαγορές», Ανικούλα, Θεσσαλονίκη 1999)

Σταθερότητα «stability», δηλαδή σε συνδυασμό με την ευελιξία, ώστε αφομοιώνονται ταχέως οι μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης χρηματοοικονομικών τίτλων και να αποφεύγονται απότομες μεταβολές στις τιμές (πρόληψη δημιουργίας ψυχολογικού κλίματος πανικού στην αγορά και μαζικών πωλήσεων των μετοχών). Η σταθερότητα των χρηματοοικονομικών αγορών προϋποθέτει οργάνωση και ευαισθησία στις μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης των τίτλων και σωστή εποπτεία και έλεγχο της κατάστασης, ο οποίος διεξάγεται από τις κεντρικές τράπεζες, το χρηματιστήριο, κτλ.

Το συναλλακτικό κόστος, που είναι απαραίτητο για την συγκέντρωση και ανακατανομή των πόρων και την διενέργεια των συναλλαγών μετατροπής τίτλων σε μετρητά, περιλαμβανομένων και των προμηθειών για παράδειγμα, τα έξοδα παροχής στεγαστικών δανείων είναι σχετικά υψηλά λόγω γραφειοκρατικών διατυπώσεων και υποχρεωτικής παράστασης δικηγόρων, οι εμπορικές τράπεζες έχουν υψηλές προμήθειες, κτλ.

Διαφάνεια «transparency», δηλαδή οι εναλλακτικές δυνατότητες τοποθετήσεων και δανειοδοτήσεων πρέπει να είναι ορατές και σαφείς σε όλους, ώστε να μπορεί να

διασφαλίζεται η αξιοπιστία τους, στην οποία στηρίζεται η προσέλκυση του ενδιαφέροντος των επενδυτών.

## 1.5. Η αποτελεσματικότητα

Αποτελεσματικότητα «efficiency». Η αποτελεσματικότητα ως κριτήριο αξιολόγησης των αγορών χρειάζεται αποσαφήνιση, με κατάταξη σε τρεις κατηγορίες (α) τη λειτουργική αποτελεσματικότητα «operational efficiency», που αφορά στο κατά πόσον μια αγορά πετυχαίνει τον σκοπό της. Σκοπός της αποτελεί η δυνατότητα να διεκπεραιώνει τις συναλλαγές της με το μικρότερο δυνατό συναλλακτικό κόστος με άλλα λόγια να δώσει τις κατάλληλες τιμές ώστε μέσω του μηχανισμού των τιμών να διοχετεύονται τα κεφάλαια στον κατάλληλο χρήστη. Όμως η λειτουργική αποτελεσματικότητα δεν περιλαμβάνει τον στόχο αλλά στέκεται στην αγορά και στον τρόπο λειτουργίας της και σχετίζεται στενά με την ελαχιστοποίηση δύο πραγμάτων που είναι :

- ❖ Η ελαχιστοποίηση του κόστους.
- ❖ Η ελαχιστοποίηση του χρόνου διεκπεραίωσης των συναλλαγών από την στιγμή που θα εκφραστεί η προσφορά ή η ζήτηση σε μια χρηματοοικονομική απαίτηση. Όσο πιο σύντομο είναι το χρονικό διάστημα τόσο πιο υψηλή απόδοση που συνεπάγεται. (β) την κατανομητική αποτελεσματικότητα «allocational efficiency», που αφορά στο κατά πόσο υπάρχουν μηχανισμοί που διασφαλίζουν την κατανομή των διαθέσιμων σε ανεπάρκεια πόρων, στις πιο παραγωγικές χρήσεις και γ) την αποτελεσματικότητα τιμών «pricing efficiency», όπου ο επενδυτής αναμένει από μια επένδυση απόδοση που θα περιλαμβάνει μόνο την αποζημίωση για τον κίνδυνο από τις μεταβολές της τιμής. Ειδικότερα η αποτελεσματικότητα απόδοσης τιμών επικεντρώνεται άμεσα στον στόχο. Η αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών εκφράζεται κατά βάση με το κατά πόσο πληροφοριακό υλικό είναι διαθέσιμο ή μπορεί να περιέλθει με σχετικά μικρό κόστος σε όλους αδιακρίτως τους επενδυτές, που ενδιαφέρονται, και το κατά πόσο οι εξακριβωμένες πληροφορίες έχουν αποτυπωθεί στις τιμές των τίτλων που συναλλάσσονται. Διότι εφόσον υπάρχει σχετικά μεγάλος αριθμός πωλητών και αγοραστών και μη σύμπραξη μεταξύ τους, σχετικά χαμηλό κόστος της πληροφορίας και των ανταλλαγών και ειδικοί διαπραγματευτές «dealers», είναι δυνατόν να διαμορφώνονται τιμές, που μπορούν να χαρακτηριστούν ως αληθείς τιμές «true prices», με την έννοια ότι έχουν στηριχτεί σε όλο το διαθέσιμο πληροφοριακό υλικό κατά τη στιγμή που συνάπτονται οι συμφωνίες των συναλλαγών. (Συριόπουλος Κ, «Διεθνείς Κεφαλαιαγορές», Ανικούλα, Θεσσαλονίκη 1999)

### 1.5.1. Προϋποθέσεις που οδηγούν στην αποτελεσματικότητα

Συνοπτικά θα μπορούσαμε να επισημάνουμε τις εξής:

Πρέπει να συμμετέχουν πολλοί επενδυτές στόχος των οποίων πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση της αξίας του χαρτοφυλακίου τους.

Να μην υπάρχουν διακρίσεις στην πληροφόρηση καθώς επίσης, η πληροφόρηση που διαχέεται να διακρίνεται από εγκυρότητα και αξιοπιστία.

Πρέπει να υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός ειδημόνων, εμπειρογνομόνων με πλήρη πληροφόρηση ως προς τις προοπτικές. Ρόλος αυτών να φιλτράρουν τις πληροφορίες

και να συμβάλλουν στην σωστότερη και αποδοτικότερη λειτουργία τύπου συστήματος χρηματοπιστωτικών αγορών.

Να υπάρχει διαφάνεια στις συναλλαγές.

Ν' ασκείται εποπτεία στους κανόνες και στην εφαρμογή τους και έτσι ν' αποφεύγονται οι αυθαιρεσίες.

Να γίνεται εφαρμογή της ελαχιστοποίησης του κόστους των συναλλαγών γιατί στην οικονομία είναι γνωστό ότι δεν υπάρχουν περιθώρια για σπατάλες. Να επιδιώκεται επίστευση των διαδικασιών και να υπάρχει αποτελεσματικότητα τιμών. (Συριόπουλος Κ, «Διεθνείς Κεφαλαιαγορές», Ανικούλα, Θεσσαλονίκη 1999)

## **1.6. Αποτελεσματική χρηματοπιστωτική αγορά**

### **1. Φύση και σημασία**

Όπως αναφέραμε ήδη, μια από τις ιδιότητες των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι ο βαθμός της αποτελεσματικότητας τους. Σύμφωνα με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς το κύριο χαρακτηριστικό της του βαθμού αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η πληροφορία, δηλαδή η ισότητα στην πληροφόρηση και την ενημέρωση. Υποθέτει δηλαδή ότι οι υπόλοιποι παράγοντες της τέλει ανταγωνιστικής αγοράς (μεγάλος αριθμός συναλλασσομένων, ομοιογένεια προϊόντος και ισότητα όρων των συναλλαγών) για να επικρατήσουν πρέπει να υπάρχουν σε ένα ελάχιστο βαθμό. Η κινητήρια δύναμη όλων των υπόλοιπων παραγόντων και των χρηματοπιστωτικών αγορών θεωρείται η πληροφορία. Αν δηλαδή υπάρχει διαφοροποίηση των επιτοκίων δανεισμού, εφόσον οι δανειζόμενοι έχουν πλήρη γνώση των δυνατοτήτων εξεύρεσης χρηματοδοτικών πόρων με μικρότερο επιτόκιο (κόστος χρήματος) θα προσφύγουν στο χρηματοπιστωτικό φορέα που το προσφέρει, σε τρόπον ώστε να εξαλειφθεί η διαφοροποίηση των πιστωτικών επιτοκίων. (Ζαχούρης, 2008)

### **2. Έκταση χρήσης**

Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς έχει ευρεία χρήση ως βάση ανάλυσης και αξιολόγησης κάθε χρηματοπιστωτικής αγοράς. Με τι ίδιο κριτήριο υποτίθεται ότι κάθε μια χρηματοπιστωτική αγορά επικοινωνεί με τις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές αγορές, μέσω των τιμών και των επιτοκίων ως αμοιβής των επενδυτών και επιβάρυνσης των δανειζόμενων. Έτσι, με επαρκή γνώση των συνθηκών, σε όρους αμοιβών και επιβαρύνσεων, οι επενδυτές (δανειστές) στρέφονται στις αγορές που προσφέρουν υψηλότερες αμοιβές και δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις των επενδύσεων και οι χρηματοδοτούμενοι (δανειζόμενοι) στρέφονται σε δανειακές πηγές που παρέχουν χορηγήσεις με χαμηλότερο επιτόκιο.

Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι τιμές και οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων δεν είναι δυνατόν να παρεκκλίνουν για σημαντικό χρονικό διάστημα από την οικονομική αξία που εκτιμάται γι' αυτές από τους επενδυτές. Σε γενικότερο περισκόπιο, οι οικονομικές αξίες των τίτλων που ανταλλάσσονται, καθορίζονται από τις οικονομικές αξίες που δίνουν σ' αυτούς οι επενδυτές, με βάση τις προοπτικές που διαμορφώνουν για τις αποδόσεις κι τους κινδύνους που τις συνοδεύουν. Αν σημειωθεί παρέκκλιση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου από την εκτιμώμενη οικονομική του αξία, θα κινηθούν οι επενδυτές για κάρπωση της διαφοράς σε τρόπον ώστε να γεφυρωθεί το κενό που ανέκυψε μεταξύ των δύο τιμών.



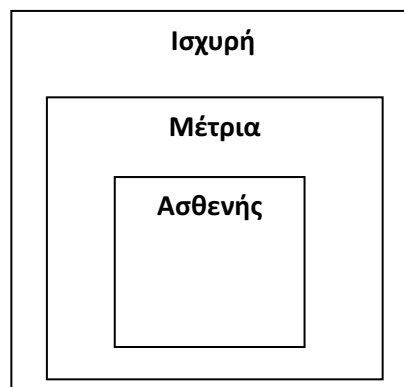
Καθώς εισρέει νέα πληροφορία, που είναι αρκετή για να υπάρξει επαναθεώρηση της

οικονομικής αξίας ενός τίτλου, σημειώνεται αναπροσαρμογή της επιλογής των επενδυτών και της τιμής του στη νέα πληροφορία και μάλιστα γρήγορα και κατά κανόνα σωστά.

Μια αγορά δεν είναι αναγκαίο να είναι πλήρως αποτελεσματική, με την τεχνική έννοια του όρου. Το κριτήριο που χρησιμοποιείται είναι κατά πόσο μια αγορά είναι οικονομικά αποτελεσματική «economically efficient». Δηλαδή ο επενδυτής μετά από την λήψη και την αξιολόγηση της πληροφορίας για αλλαγή των συνθηκών και αφαίρεση των επιβαρύνσεων (όπως του συναλλακτικού κόστους, της φορολογίας, κτλ.) μπορεί να προβεί σε βελτίωση της οικονομικής του θέσης με μια απλή ανταλλαγή (αγοραπωλησία).

Εύλογο είναι ότι η υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς «Efficient Market», έχει σημαντικές επιπτώσεις για τους επενδυτές και για την χρηματοδότηση. Οι επενδυτές που ακολουθούν την υπόθεση αυτή, μπορούν να εφαρμόσουν διάφορες επενδυτικές στρατηγικές, ανάλογα με τον βαθμό που πιστεύουν ότι είναι σε θέση να βρουν υποτιμημένες τιμές ή και να πετύχουν ελαχιστοποίηση του συναλλακτικού κόστους και της φορολογίας και του χρόνου που χρειάζονται για την ανάλυση και την αξιοποίηση των νέων πληροφοριών. (Ζαχούρης, 2008)

#### 1.6.1. Επίπεδα αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς



Όπως φαίνεται και σχηματικά διακρίνουμε τρεις μορφές αποτελεσματικότητας της Αγοράς σύμφωνα με όσα ειπώθηκαν από τον FAMA.

- Η αγορά ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας όπου σημαίνει έλλειψη δυνατότητας προβλέψεων για διαμόρφωση μελλοντικών τιμών, από τις ήδη πραγματοποιηθείσες ιστορικές τιμές όπου δεν μπορούν να μας παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για προβλέψεις, αφού οι μελλοντικές τιμές είναι ανεξάρτητες από τις ιστορικές. Συνεπώς το γεγονός αυτό αποκλείει κάθε δυνατότητα πραγματοποίησης υπερκερδών.
- Η ημι-ισχυρή μορφή αγοράς θεωρείται ότι είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή της μορφή. Διαμορφώνεται από όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες που σχετίζονται έμμεσα ή άμεσα απ' τα χρεόγραφα και οι οποίες είναι δυνατό να διεξαχθούν από τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για την εταιρία. Είναι βέβαιο όμως ότι η μελέτη και η ανάλυση των διαθέσιμων πληροφοριών δεν πρόκειται να αποφέρουν υπερκέρδη.
- Στην της ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όχι μόνο τις διαθέσιμες πληροφορίες αλλά το πλήρες σύνολο

πληροφοριών ΔΗΜΟΣΙΩΝ=ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΩΝ και ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ=ΜΗ ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΩΝ. Επιπλέον, ν' αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη μορφή αποτελεσματικότητας αναφέρεται σ' ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα και συγκεκριμένα ως προς τον τρόπο διοχέτευσης πληροφοριών στην αγορά, γι' αυτό δεν πρέπει να αναφερόμαστε ποτέ μεμονωμένα στην αποτελεσματικότητα της αγοράς αξιόγραφων. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2009)

### **Κατά την θεωρία του JENSEN:**

Οι συνέπειες της αποτελεσματικότητας της αγοράς για ένα συμμετέχοντα δεν θα είναι μεγαλύτερες σε ωφέλεια από αυτές που προβλέπονται από ένα υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων συμπεριλαμβανομένου το κόστος των συναλλαγών. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2009)

#### **1.7. Ανοιχτές και κλειστές αγορές**

Ανάλογα με το βαθμό ανοίγματος και επικοινωνίας των αγορών, αυτές διακρίνονται σε:

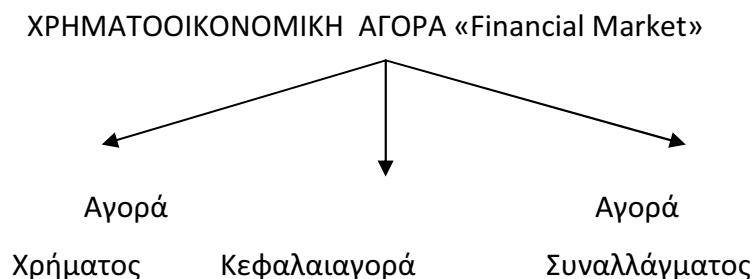
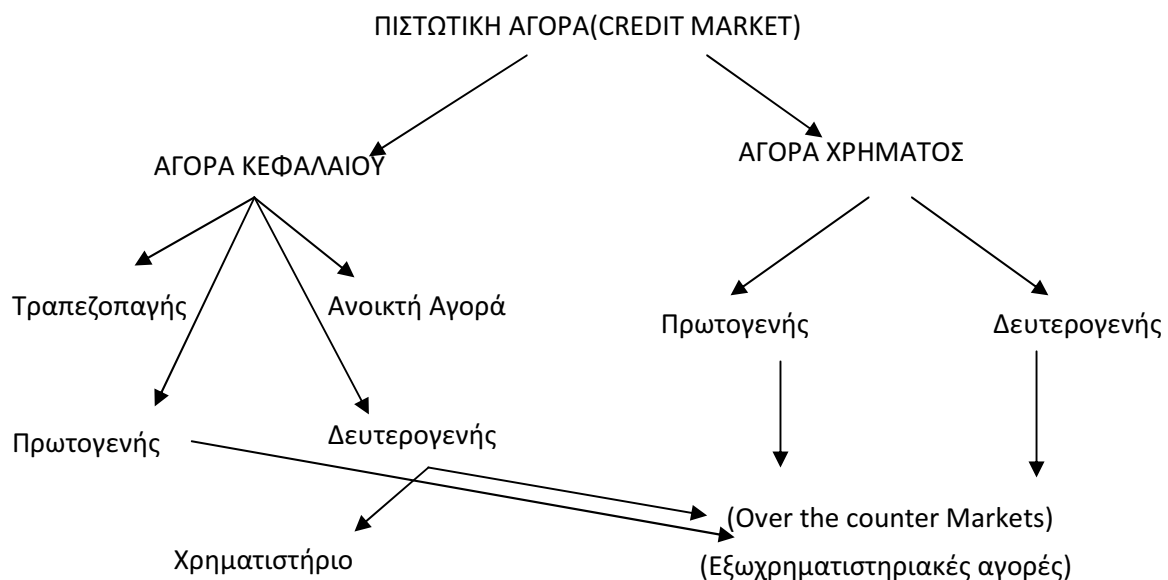
- Τραπεζοκεντρικές αγορές «bankoriented markets». Στις αγορές αυτές δανειστές είναι κυρίως οι εμπορικές τράπεζες κλπ. ενδιάμεσοι πιστωτικοί φορείς και δανειζόμενοι οι επιχειρήσεις, επιχειρηματίες και επαγγελματίες, που διαπραγματεύονται σε προσωπικό επίπεδο τους όρους της επένδυσης, του δανείου ή της πιστοδότησης.
- Ανοικτές αγορές (open markets). Οι αγορές αυτές είναι κατά βάση απρόσωπες αγορές, όπου πωλούνται και αγοράζονται τυποποιημένα αξιόγραφα (π.χ. ομολογίες, μετοχές). (Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, 2002)

#### **1.8. Ταξινόμηση χρηματοπιστωτικών αγορών**

Στα πλαίσια της σύγχρονης τάσης για υπερξιδείκευση των χρηματοοικονομικών αγορών και πολλαπλασιασμό των διαθέσιμων μορφών και όρων επενδύσεων, ενδιαφέρον έχει για τους επενδυτές να κατανοήσουν τη διαφοροποίηση των επιμέρους επενδυτικών αγορών και των ειδικών συνθηκών, όρων, διαδικασιών, επιβαρύνσεων, ειδικών ωφελειών, κτλ. Διότι, με βάση τους παράγοντες αυτούς, οι επενδυτές θα είναι σε θέση να προβαίνουν σε συνεχή επαναξιολόγηση και αναπροσαρμογές, σε τρόπο ώστε να επιτυγχάνουν την καλύτερη δυνατή επιλογή του χαρτοφυλακίου τους διαχρονικά. Σημειωτέων ότι λόγω της υψηλής αλληλεξάρτησης που χαρακτηρίζει τις αγορές αυτές, η διάκριση και αξιολόγηση των επί μέρους χαρακτηριστικών τους και η διατύπωση έγκυρων προβλέψεων είναι κατά κανόνα δυσχερής. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές που επιθυμούν βοήθεια, προτρέχουν σε ειδικούς συμβούλους επενδύσεων ή επιλέγουν εξειδικευμένους χρηματοοικονομικούς φορείς στους οποίους αναθέτουν τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων τους, ανάλογα με τους στόχους που έχουν επιλέξει (π.χ. ελαχιστοποίηση του κινδύνου, μεγιστοποίηση της απόδοσης, απολαβή ενός σταθερού εισοδήματος για ορισμένη ή αόριστη χρονική διάρκεια στο μέλλον.

Σε πρώτη προσέγγιση, ο όρος «χρηματοοικονομική αγορά» «financial market» αντιστοιχεί στον όρο «χρηματοοικονομικό σύστημα» «financial system», με την έννοια ότι είναι ο ευρύτερος δυνατός ορισμός και περιλαμβάνει την κεφαλαιαγορά «capital market», την αγορά χρήματος «money market» και την αγορά συναλλάγματος «foreign exchange market». Μια σχετικά στενότερη έννοια είναι η πιστωτική αγορά «credit market».

Αυτή ορίζεται ότι περιλαμβάνει την κεφαλαιαγορά και την αγορά χρήματος και νοείται επίσης ως ενιαία αγορά. (Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, 2002)



Οι χρηματοοικονομικές Αγορές χωρίζονται κατά παράδοση και για λόγους παρουσίασης και κατανόησης όχι επειδή είναι σαφώς διαχωρισμένες σε δύο μεγάλες κατηγορίες (όπως φαίνεται και στο σχήμα).

Βασικό κριτήριο της συμβατικής διάκρισης είναι η χρονική διάρκεια σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις και χρηματοδότηση. Με βάση το κριτήριο αυτό γίνεται

ταξινόμηση σε αγορά χρήματος ή Χρηματαγορά (Money market) και σε αγορά κεφαλαίου ή Κεφαλαιαγορά «Capital market». Ειδικότερα η χρηματαγορά, καλύπτει τη δημιουργία και τη διαπραγμάτευση απαιτήσεων που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος.

Στην χρηματαγορά εκδίδονται και συναλλάσσονται τίτλοι που έχουν βραχυπρόθεσμη διάρκεια (μέχρι ενός έτους), όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά κλπ αποδεικτικά καταθέσεων, κλπ. Οι τίτλοι της χρηματαγοράς είναι καταρχήν εύκολα ρευστοποιήσιμοι και χωρίς μεγάλες απώλειες απόδοσης, ιδιαίτερα εφόσον υπάρχουν αναπτυγμένες δευτερογενείς αγορές.

Στην κεφαλαιαγορά γίνεται διαπραγμάτευση και ανταλλαγή μέσο-και μακροπρόθεσμων απαιτήσεων. Σ' αυτήν προσφεύγουν οι επιχειρήσεις και το δημόσιο, προκειμένου να αποκτήσουν κεφάλαια μακροπρόθεσμης διάρκειας. Η άντληση κεφαλαίων από την αγορά αυτή πραγματοποιείται μέσω της έκδοσης και διάθεσης στο επενδυτικό κοινό, μετοχών και ομολογιών των επιχειρήσεων και μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών του δημοσίου ή με μακροπρόθεσμη τραπεζική δανειοδότηση. Κατά συνέπεια στην αγορά κεφαλαίου πωλούνται και αγοράζονται αξιόγραφα μακροχρόνιας διάρκειας. Η Χρηματαγορά και η Κεφαλαιαγορά απαρτίζονται από δυο επιμέρους κατηγορίες αγορών:

#### – Πρωτογενής Αγορά «Primary Markets»

Είναι η αγορά από την οποία πραγματοποιείται η μακροπρόθεσμη άντληση κεφαλαίων, με σκοπό οι χρηματικοί πόροι που συγκεντρώνονται να επενδυθούν σε παραγωγικά κεφάλαια. Με άλλα λόγια είναι η δημιουργία ενός μηχανισμού διευκόλυνσης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επιχειρηματικών έργων παγίων επενδύσεων με παράλληλη ικανοποίηση της επιθυμίας των επενδυτών για υψηλές αποδόσεις και χαμηλό κίνδυνο των τοποθετήσεων τους. Ο βαθμός συνεπίτευξης των παραπάνω εξαρτάται από την δημιουργία ανταγωνιστικών συνθηκών και αποτελεί κριτήριο ανάπτυξης και αποτελεσματικότητας του θεσμού της κεφαλαιαγοράς. Αντλούνται κεφάλαια από τους εκδότες με πώληση μετοχών και ομολογιών και μέσης διάρκειας με πώληση ομολόγων. Οι κύριοι πρωταγωνιστές στην αγορά αυτή είναι οι εκδότριες εταιρίες (ιδιωτικές ή δημόσιες), οι ανάδοχοι και οι επενδυτές. Οι επενδυτές ή αγοραστές αξιόγραφων, αγοράζουν τις νέες αξίες από τους αντιπρόσωπους των εταιριών που τα έχουν εκδώσει. Οι αντιπρόσωποι συνήθως είναι οι ανάδοχοι, οι Τράπεζες και το χρηματιστήριο Αξιών. Τα χρήματα από την πώληση νέων αξιογράφων εισπράττονται από τον εκδότη των αξιογράφων.

Κύριες πηγές και μορφές (ροές) κεφαλαίων για μακροχρόνιες επενδύσεις, είναι οι παρακάτω:

- οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών
- οι αποταμιεύσεις των ασφαλιστικών εταιριών και των ασφαλιστικών ταμείων
- οι αποταμιεύσεις από τα αδιάθετα κέρδη των επιχειρήσεων
- οι αποταμιεύσεις του κράτους (όταν τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τα έξοδα).

Στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά γίνεται έκδοση, διάθεση και πώληση νέων εκδόσεων τίτλων από τις επιχειρήσεις. Αυτό μπορεί να γίνει και μέσω ειδικών τραπεζών (Investment Bank) με κάποιο κέρδος (πωλούν δηλαδή τα αξιόγραφα σε υψηλότερη τιμή). Η πώληση αξιόγραφων μπορεί να γίνει μέσω:

- i. Αναδοχής «underwriting», όπου ένας ανάδοχος «underwriter», αναλαμβάνει να οπισθογραφήσει τα αξιόγραφα.

- ii. Ιδιωτικών τοποθετήσεων «private placements» όπου ο εκδότης των αξιόγραφων τα πουλάει απευθείας στο κοινό (χωρίς μεσάζοντα)

Στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά εναπλωούνται και επαναγοράζονται τα αξιόγραφα. Κυριότερος φορέας της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς είναι το Χρηματιστήριο Αξιών «Stock Exchange». Το χρηματιστήριο αξιών αποτελεί εθελουσία ένωση προσώπων, που συγκεντρώνονταν συμβατικά σε συγκεκριμένο τόπο, με σκοπό την αγορά και πώληση χρηματιστηριακών τίτλων, κυρίως για λογαριασμό των επενδυτών. Το χρηματιστήριο έχει πολύ μεγάλη σημασία για την οικονομία, γιατί αυξάνει την ρευστότητα και αποδεσμεύει την μακροχρόνια δέσμευση, δηλαδή μεταβάλλει τη μακροχρόνια χρηματοδότηση σε βραχυχρόνια, (πώληση μετοχών). (Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, 2002)

Εξωχρηματιστηριακές αγορές «over the counter markets» είναι αγορές όπου γίνονται συναλλαγές σε μετοχές εταιριών, που δεν είναι εισηγμένες στο κύριο χρηματιστήριο.

Στη δευτερογενή αγορά πέραν των αγοραπωλησιών κυκλοφορούντων ήδη τίτλων, γίνεται και διάθεση νέων εκδόσεων πολυετών ιδίως τίτλων με τη διαδικασία των δημοπρασιών. Με την διαδικασία αυτή επιτυγχάνεται άμεση επικοινωνία και κατευθείαν διαπραγμάτευση με τους επενδυτές και σφυγμομετροούνται οι συνθήκες της αγοράς, οι οποίες δεν είναι έκδηλες, ιδιαίτερα με συνθήκες χαμηλού επιπέδου ανάπτυξης.

Στην μετοχική και ομολογιακή αγορά χρησιμοποιείται απαραίτητως αντιπρόσωπος/μεσάζων, γνωστός ως ανάδοχος «underwriter», οποίος αναλαμβάνει και επιμελείται την έκδοση. Στις υποχρεώσεις του κυρίως περιλαμβάνονται:

1. Συμβουλές βασική του αρμοδιότητα είναι ο ορισμός των χαρακτηριστικών της έκδοσης (τιμή, διασπορά, χρόνος έκδοσης κ.λπ.)
2. Ανάλυση κινδύνου αγοράζει ολόκληρη την έκδοση ή μέρος αυτής
3. Πώληση της έκδοσης (έναντι προμήθειας)
4. Σταθεροποίηση της τιμής στο χρηματιστήριο με εντολές που έχει κάνει γνωστές στη διοίκηση του χρηματιστηρίου.

#### – Δευτερογενής Αγορά «Secondary Markets» – Χρηματιστηριακή Αγορά

Πρόκειται για την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα (μετοχές, ομολογίες, κτλ) που δεν προσφέρονται στους επενδυτές για πρώτη φορά. Εκεί γίνεται η άμεση διαπραγμάτευση των τίτλων μετά την ολοκλήρωση διαδικασιών της Πρωτογενής Αγοράς. Δηλαδή στα χρηματιστηριακά πωλούνται και αγοράζονται αξίες οι οποίες αποκτήθηκαν στην προηγούμενη αγορά (κεφαλαιαγορά) είτε δημιουργήθηκαν σε άλλες αγορές. Ο βασικός σκοπός ύπαρξης της δευτερογενής αγοράς είναι η παροχή δυνατότητας στους κατόχους των διαπραγματευόμενων μετοχών, να πουλούν τους τίτλους τους σε επενδυτές που ενδιαφέρονται να το αγοράσουν σε μια συγκεκριμένη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις ζήτησης και προσφοράς. Με άλλα λόγια δίνει στους επενδυτές πρόσθετες δυνατότητες για άμεση ρευστοποίηση των επενδύσεων τους, στην περίπτωση που ενσκήψουν απρόβλεπτα γεγονότα και ανακύψουν έκτακτες ανάγκες, το «προληπτικό κίνητρο». Παρόμοια οι επενδυτές έχουν δυνατότητες επαναθεώρηση και αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου το οποίο είχαν επιλέξει στο παρελθόν, αφ' ότου διαπιστώσουν ότι έχει επέλθει ολική μεταβολή των συνθηκών των αγορών και το χαρτοφυλάκιο δεν ανταποκρίνεται πλέον στους στόχους που έχουν θέσει. Η ύπαρξη και η αποτελεσματική λειτουργία μιας δευτερογενούς αγοράς(ων) συνεπάγεται μείωση του κινδύνου των επενδυτών και μειωτική επίδραση στην ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης, μείωση του «κόστους του χρήματος» για τις επιχειρήσεις και θετική επίδραση στην ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και της οικονομίας.

Οι αγοραπωλησίες των αξιών γίνονται μεταξύ των επενδυτών, μέσω των υπηρεσιών των εκπροσώπων των χρηματιστηριακών εταιριών.

Στη δευτερογενή αγορά οι συναλλαγές με αξιόγραφα δε δημιουργούν νέα, απλά τα υπάρχοντα αξιόγραφα αλλάζουν ιδιοκτήτες. Οι συναλλαγές δεν επηρεάζουν άμεσα την εταιρεία που τα έχει εκδώσει. Ο εκδότης δεν εισπράττει χρήματα. Τα χρήματα εισπράττονται από τον πωλητή και καταβάλλονται από τον νέο αγοραστή. Η εκδότρια εταιρία επηρεάζεται έμμεσα (αλλά σημαντικά), με την έννοια ότι οι μεταβολές στις τιμές των αξιόγραφων στην δευτερογενή αγορά επηρεάζουν την αγοραία αξία (χρηματιστηριακά) της εταιρείας. Οι δυο αγορές αξιών, η πρωτογενής και δευτερογενής δεν είναι ανεξάρτητες η μια από την άλλη. Η υγιής λειτουργία της μιας συντελεί στην αποτελεσματικότητα της άλλης.

Τα Χρηματιστηριακά Αξιών παρέχουν το χώρο, ορίζουν τους κανόνες και εφαρμόζουν τους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών. Ειδικότερα σ' αυτά:

- Ρευστοποιούνται εύκολα οι αξίες
- Εξασφαλίζεται η ομαλή εκτέλεση των πράξεων και κάθε είδους συναλλαγής
- Ορίζεται η δίκαιη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις της αγοράς, προσφορά και ζήτηση.
- Μεταφέρονται ή καλύπτονται κίνδυνοι χρηματοδότησης και συναλλαγών.
- Βοηθείται έμμεσα η χρηματοδότηση εταιρειών .
- Παρέχεται πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και υποβοηθείται η προστασία του. (Ζαχούρης, 2008)

## 1.9. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές

Οι Χρηματοπιστωτικές αγορές μεταφοράς κεφαλαίων διακρίνονται σε :

- 1) **Χρηματαγορά ή Αγορά Χρήματος**
  - τραπεζική
  - βραχυπρόθεσμων χρεογράφων
  - συναλλάγματος
- 2) **Κεφαλαιαγορά**
  - Αγορά Μακροπρόθεσμων Δανειακών Τίτλων (Ομολόγων)
  - Αγορά Μετοχικών Κεφαλαίων
  - Αγορές μεταφοράς Κινδύνου – Προθεσμιακές Αγορές και Αγορές Παραγώγων
- 3) **Αγορά Options**
  - μετοχών
  - νομισμάτων
  - δεικτών
  - future options πάνω σε:
    - εμπορεύματα
    - νομίσματα
    - επιτόκιο
    - δείκτες

#### 4) Αγορά Futures

- εμπορευμάτων
- δεικτών
- επιτοκίων
- συναλλάγματος

#### 5) Swaps και forwards. (Ζαχούρης, 2008)

### 1.10. Μετοχές

Οι μετοχές αποτελούν διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα που προσδίδουν απαίτηση πάνω στο μετοχικό κεφάλαιο μιας Ανωνύμου Εταιρίας. Οι μετοχές χωρίζονται σε δυο κατηγορίες, τις κοινές και τις προνομιούχες, οι οποίες μπορεί να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες. Οι κοινές μετοχές είναι περισσότερο χρησιμοποιούμενες στην αγορά. Είναι οι πιο εύκολες στην μεταβίβαση και στις συναλλαγές.

Οι επενδυτές συνήθως προσπαθούν να κατανέμουν το χαρτοφυλάκιο τους σε Όλες τις κατηγορίες μετοχών (σε όλους τους κλάδους) για να επιμερίζουν τον κίνδυνο, να ικανοποιούν όλες τις ανάγκες του πελατειακού κοινού και να αποκομίζουν οικονομικά οφέλη από την απόδοση όλων των ειδών των μετοχών.

Σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου των μετοχών παίζει η ύπαρξη ή μη του κινδύνου, η διασπορά του ανάμεσα στα είδη των μετοχών και η δυνατότητα διαχείρισης του. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου, Εγχειρίδιο Επενδύσεων)

#### 1.10.1. Διακρίσεις μετοχών σύμφωνα με τα δικαιώματα των μετόχων

- ❖ Κοινές Μετοχές
- ❖ Προνομιούχες Μετοχές
- ❖ Μετοχές Επικαρπίας

#### Κοινές Μετοχές

Οι κοινές μετοχές είναι πιστοποιητικά έγγραφα που αντιπροσωπεύουν κατά κάποιο τρόπο, μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Οι κοινές μετοχές εκδίδονται από τις επιχειρήσεις για άντληση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου. Είναι μια μορφή δανείου από την κεφαλαιαγορά, όπως είναι τα μακροπρόθεσμα δάνεια ή τα χρεόγραφα δανείων με πολύ χαμηλό κόστος. Οι κοινές μετοχές στην επιχείρηση κατέχουν 60%. Όμως, όσοι αγοράζουν κοινές μετοχές γίνονται μέρος της ιδιοκτησίας – μέτοχοι – της επιχείρησης και όχι απλά ένας πιστωτής. Αλλά αν και ο εκδότης των δεν είναι υποχρεωμένος να ξαναγοράσει τις μετοχές, πολλές φορές, όμως συμβαίνει και αυτό. Οι κάτοχοι των μετοχών μπορούν να τις ξαναπουλήσουν στον εκδότη ή και σε άλλον ενδιαφερόμενο τρίτο επενδυτή (φυσικό ή νομικό πρόσωπο) μέσω της χρηματιστηριακή αγοράς. Οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν πολλά δικαιώματα σε σχέση με την εκδότρια επιχείρηση.

Ένα από τα βασικότερα δικαιώματά τους είναι η ψηφοφορία στις γενικές συνελεύσεις. Το δικαίωμα της ψηφοφορίας μπορεί να γίνει μέσω αντιπροσώπου για να διευκολύνονται οι μέτοχοι σε περίπτωση κωλύματος. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου, Εγχειρίδιο Επενδυτών)

Ένα άλλο δικαίωμα είναι η συμμετοχή των μετόχων στην διαδικασία εκλογής του Διοικητικού Συμβουλίου. Ακόμα μπορούν να συμμετέχουν στις αποφάσεις για την αύξηση νέων μετοχών – μετοχικό κεφάλαιο, να εγκρίνουν μια σειρά από αποφάσεις της εταιρίας για αναπτυξιακά προγράμματα κ.α. Η γνώμη των επενδυτών «μετράει» ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής του στην επιχείρηση – αριθμό των μετοχών σε σχέση με τον σύνολο των μετοχών της επιχείρησης.

Ακόμη, μέτοχοι που εκπροσωπούν το 5% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου έχουν δικαίωμα να απαιτήσουν από το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρίας το διορισμό ελεγκτών, ειδικά για τον έλεγχο της εταιρίας. Επίσης, η εκπροσώπηση του 5% συνεπάγει την δυνατότητα στους μετόχους να ζητήσουν την σύγκλιση έκτακτης γενικής συνέλευσης των μετόχων. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου)

Πάντως, εάν οι επενδυτές – κάτοχοι των μετοχών – δεν είναι ικανοποιημένοι από την απόδοση της εταιρίας μπορούν να εγκαλέσουν το Διοικητικό Συμβούλιο και να οδηγήσουν τα πράγματα σε γενική συνέλευση όπου θα αποφασισθεί το μέλλον της εταιρίας.

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα Ασφαλιστικά Ταμεία, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι Ασφαλιστικές Εταιρίες, οι Τράπεζες κ.α. μερικές φορές διατηρούν ένα μεγάλο μέρος των μετοχών των εταιριών και μπορούν να επηρεάσουν τις πολιτικές και τις αποφάσεις των.

**ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ:** Οι κοινές μετοχές παρέχουν τέσσερα βασικά δικαιώματα.

- Δικαίωμα συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων της επιχείρησης σε περιορισμένο βαθμό μόνο μέσω της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων που μπορεί να ψηφίσει ή να καταψηφίσει αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Εξασφαλίζεται το δικαίωμα συμμετοχής στο οικονομικό αποτέλεσμα της χρήσης μέσω διανομής μερισμάτων. Εκτός αν υπάρχει απόφαση της διοίκησης να μην προβεί σε διανομή μερισμάτων αλλά να κρατήσει τα μερίσματα για αυτοχρηματοδότηση.
- Δικαίωμα συμμετοχής και προτίμησης στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Το δικαίωμα αυτό είναι σε θέση να απολάβουν κατά σειρά προτεραιότητας, οι παλαιοί μέτοχοι και κατόπιν οι νέοι. Σε περίπτωση απόφασης των παλαιών μετόχων να μην εξασκήσουν έστω για περιορισμένο χρονικό διάστημα το συγκεκριμένο δικαίωμα που τους παρέχεται υπάρχει το περιθώριο να πωλήσουν αυτό το δικαίωμα στους επόμενους ενδιαφερόμενους.
- Δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν εκκαθάρισης της Ανώνυμης Εταιρίας. Σε περίπτωση σκόπιμης λύσης της επιχείρησης είτε αναγκαστικής λύσης λόγω πτώχευσης ή συγχώνευσης, ακολουθεί η διαδικασία εκκαθάρισης δηλαδή ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, των παγίων, των αποθεμάτων της επιχείρησης, με γρήγορη διαδικασία και αφού φυσικά, πρώτα καλυφθούν όλες οι υποχρεώσεις προς: ΠΙΣΤΩΤΕΣ, ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ, ΠΡΟΣ ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΠΡΟΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ, το υπολειπόμενο ποσό μοιράζεται σε μετοχές. (Ανδριανόπουλος, 2011)

### **Προνομιούχες Μετοχές**

Οι προνομιούχες μετοχές, όπως και οι κοινές, αντιπροσωπεύουν ένα μέρος της περιουσίας της επιχείρησης. Αλλά συνήθως οι κάτοχοι αυτών – οι μέτοχοι – δεν έχουν δικαίωμα ψήφου. Συνήθως οι μέτοχοι με προνομιούχες μετοχές, μοιράζονται την



ιδιοκτησία με τους κατέχοντες κοινές μετοχές και απολαμβάνουν κέρδη μόνο εάν έχουν προκύψει (δημιουργηθεί). Έτσι εάν η εταιρία δεν έχει αρκετά κέρδη από τα οποία θα πρέπει να πληρώσει τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών μπορεί να τις παραλείψει χωρίς το φόβο να πιεσθούν ή να εξαναγκασθούν για πτώχευση.

Επιπλέον, οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών προηγούνται στο προϊόν εκκαθάρισης. Κατά την διάλυση της εταιρίας αποδίδεται πρώτα στους κατόχους προνομιακών μετοχών στο κεφάλαιο που έχουν καταβάλλει και παράλληλα συμμετέχουν ισότιμα με τους κατόχους κοινών μετοχών.

Ένα προνόμιο που έχουν οι προνομιούχοι μέτοχοι είναι ότι εάν συσσωρεύονται προνομιούχες μετοχές μπλοκάρουν να πληρώσουν τα μερίσματα των κοινών μετοχών μέχρι που να πληρωθούν τα μερίσματα όλων των προνομιούχων μετοχών. Ακόμα οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών συνήθως δεν συμμετέχουν στα κέρδη των επιχειρήσεων πέραν αυτών που προβλέπονται από τους διακανονισμούς της επιχείρησης ετησίως.

Το αρνητικό είναι ότι οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στην Γενική Συνέλευση.

Οι προνομιούχες μετοχές είναι λιγότερο επιθυμητές ως πηγή άντλησης κεφαλαίων από τις κοινές μετοχές. Ακόμη τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών τεχνικά αποζημιώνουν τους ιδιοκτήτες των εταιριών, αλλά τα μερίσματα φορολογούνται σε όλες τις περιπτώσεις. Δεν τυγχάνουν φορολογικής απαλλαγής.

Κατάργηση του προνομιακού δικαιώματος εισέρχεται μόνο μετά από απόφαση των προνομιούχων μετόχων και με πλειοψηφία 75% του εκπροσωπούμενου κεφαλαίου.

- ✓ ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ: Οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν επιπλέον προνόμια, τα εξής:
- ✓ Προηγούνται έναντι των κοινών στην λήψη πρώτου μερίσματος. Εξασφαλίζουν κατώτατο υποχρεωτικό μέρισμα που αντιστοιχεί στο 5%, το ποσοστό κυμαίνεται ανάλογα με τα έσοδα της επιχείρησης.
- ✓ Προηγούνται στο προϊόν εκκαθάρισης. Σε περίπτωση διαδικασίας εκκαθάρισης και εφόσον υπάρχει προϊόν μετά την εξόφληση των απαιτούμενων υποχρεώσεων, προηγούνται οι προνομιούχοι μέτοχοι, εννοείται βέβαια μέχρι ενός ορίου, ενός προκαθορισμένου ύψους.
- ✓ Εξασφαλίζουν το ελάχιστο εγγυημένο μέρισμα ή αλλιώς την ελάχιστη εγγυημένη απόδοση. Σε περίπτωση όπου υπάρχει ένα μέρος του μερίσματος σε κάθε χρήση προορίζεται για τους προνομιούχους μετόχους. Δικαιούνται ένα ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας. Όμως πρέπει να σημειωθεί ότι από την στιγμή που ισχύει αυτό το δικαίωμα και γίνεται άσκηση του από τους μετόχους αφαιρείται το επίσης κατοχυρωμένο δικαίωμα ψήφου γιατί εφόσον επωμίζονται το δικαίωμα της εγγυημένης απόδοσης βρίσκονται μεταξύ δανειστή και μετόχου.
- ✓ Δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος, λήψη αυτού του μερίσματος εκ παραδρομής. Το δικαίωμα αυτό έχει χαρακτήρα αναδρομικό. Μέρισμα που στις προηγούμενες περιόδους δεν δινόταν καθόλου ή δεν δινόταν επαρκώς δικαιούται να δίνεται αναδρομικά στις επόμενες περιόδους. (Ανδριανόπουλος, 2011)

### 1.11. Τιμολόγηση των μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στην χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζονται από μια σειρά από παράγοντες όπως:

- Το διεθνές περιβάλλον
- Το μακροοικονομικό περιβάλλον της χώρας (ρυθμοί ανάπτυξης, πληθωρισμός, επιτόκια, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κ.α.)
- Η εξέλιξη της τεχνολογίας
- Η πορεία του κλάδου της επιχείρησης
- Η ψυχολογία της αγοράς

Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη όλων των πιο πάνω παραγόντων και τα πραγματικά στοιχεία της επιχείρησης που εμφανίζονται στους ισολογισμούς, διαμορφώνονται τιμές σε διαφορετικά επίπεδα, όπως:

- Η τιμή που γράφεται πάνω στην μετοχή είναι η ονομαστική της αξία και είναι η ονομαστική της τιμή.
- Η τιμή με την οποία αγοράζεται η μετοχή κατά την έκδοσή της είναι η τιμή έκδοσης
- Η τιμή διάθεσης των μετοχών όταν γίνεται σε τιμή μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία, είναι η τιμή έκδοσης στο άρτιο.
- Η τιμή διάθεσης των μετοχών μικρότερη από την ονομαστική αξία είναι η τιμή έκδοσης υπό το άρτιο.
- Η τιμή που διαμορφώνεται από την προσφορά και ζήτηση των μετοχών είναι η χρηματιστηριακή τιμή.
- Η τιμή της μετοχής υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε την καθαρή περιουσία της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών είναι η πραγματική τιμή. (Ανδριανόπουλος, 2011)

### 1.12. Διάκριση μετοχών ανάλογα με τον τρόπο μεταβίβασης

- 1) Ανώνυμες Μετοχές
- 2) Ονομαστικές Μετοχές

(οι ανώνυμες και οι ονομαστικές είναι μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ)

- 3) Σε διαταγή Μετοχές
- 4) Δεσμευμένες Μετοχές

**ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ :**

- 1) Μεταβιβάζονται χωρίς συμβολαιογραφική πράξη. Ανώνυμες μετοχές είναι οι μετοχές που δεν γράφονται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου στο σώμα της μετοχής είτε σε κάποιο άλλο επίσημο έγγραφο της επιχείρησης Είναι μετοχές ανώνυμες στον κομιστή. Που σημαίνει ότι ο κάτοχος είναι όποιος τις κομίζει. Το θέμα της ανωνυμίας ίσχυε περισσότερο παλαιότερα όπου η μορφή της μετοχής ήταν έντυπη αντίθετα, σήμερα είναι σε ηλεκτρονική μορφή και το χαρακτηριστικό αυτό μας επιτρέπει να γνωρίζουμε τα στοιχεία του ιδιοκτήτη-κομιστή.

Η μεγάλη πλειοψηφία των μετοχών των εμπορικών και βιομηχανικών επιχειρήσεων, εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν ανώνυμες πριν από τον Νόμο

2214/94. Έτσι οι Ανώνυμες Μετοχές μεταβιβάζονται από χέρι σε χέρι με απλή παράδοση τίτλου. Οι μετοχές αυτές φέρουν το κύριο σήμα και μια σειρά από αποδείξεις που ονομάζονται μερισματαποδείξεις ή αλλιώς κουπόνια.

- 2) Ονομαστικές μετοχές είναι οι μετοχές που στο σώμα των οποίων αναγράφονται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου εκτός από τα στοιχεία της εταιρείας. Κυρίως ονομαστικές εκδίδονται οι μετοχές μεγάλων δημόσιων οργανισμών, τραπεζών κ.α. όπως ΔΕΗ, ΟΤΕ, κ.α. Η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών είναι πιο δύσκολη, απαιτείται ακριβής ενημέρωση γι' αυτήν. Απαραίτητη είναι η συμβολαιογραφική πράξη ειδικά για τις μη εισηγμένες μετοχές στο ΧΑΑ, ενώ για τις εισηγμένες στο ΧΑΑ η συμβολαιογραφική πράξη έχει απλοποιηθεί αρκετά αυτό γιατί οι ονομαστικές μετοχές, οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, καταχωρούνται στην Ανώνυμη Εταιρία αποθετηρίων Τίτλων και αντί αυτών κυκλοφορούν αποθετήρια έγγραφα.
- 3) Η χρήση τους είναι σπάνια. Τα αν θα εφαρμόζεται από την εταιρεία αυτός ο συγκεκριμένος τρόπος μεταβίβασης μετοχών καθορίζεται εκ των προτέρων και αναγράφεται στο καταστατικό της επιχείρησης Α.Ε. Σε κάποιες περιπτώσεις υπάρχει ρητή απόφαση Υπουργείου.
- 4) Το κύριο χαρακτηριστικό τους είναι ότι απαιτείται να υπάρχει προέγκριση από την Γενική Συνέλευση των μετόχων για να μεταβιβασθούν σ' άλλο νομικό ή φυσικό πρόσωπο. Αυτό γίνεται για να εξασφαλίζεται μ' αυτόν τον τρόπο ο έλεγχος από την πλειοψηφία. (Ανδριανόπουλος, 2011)

### 1.13. Άλλη διάκριση των μετοχών

#### 1) Ονομαστική Αξία

Είναι η αξία η οποία αναγράφεται στο σώμα της μετοχής. Διαμορφώνει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου, το άθροισμα των ονομαστικών όλων των μετοχών μας δίνει την ονομαστική αξία. Η τιμή που διατίθεται στο επενδυτικό κοινό και ίσως να είναι απόθεμα έκδοσης μετοχής υπέρ το άρτιο.

#### 2) Αξία Έκδοσης

Περιλαμβάνει την τιμή της μετοχής καθώς και το πριμ που προστίθεται σ' αυτή. Αποτελεί το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων προς τον αριθμό των μετοχών. Η αξία αυτή δίνεται άμεσα ή έμμεσα στους μετόχους

#### 3) Λογιστική Αξία

Εδώ συμπεριλαμβάνονται άυλες αξίες όπως η φήμη, το εμπορικό σήμα, η πελατεία, όλα όσα συμβάλλουν στην αύξηση της λογιστικής αξίας της μετοχής. Επίσης αποτελεί την διαπραγμάτευση της αξίας της προσφοράς στην αναμενόμενη ζήτηση. Η αγοραία αξία > λογιστικής αξίας = Η σχέση ισχύει σε περίπτωση υγιούς επιχείρησης. Αγοραία αξία αποτελεί την προσδοκία για μελλοντική ανάπτυξη.

Η λογιστική αξία σχετίζεται με ιστορικά δεδομένα. Έτσι η αγοραία αξία πρέπει να είναι μεγαλύτερη από την λογιστική, με την σειρά της η λογιστική πρέπει να είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης, καθώς η τιμή έκδοσης πρέπει να είναι μεγαλύτερη ονομαστική αξία.

#### 4) Αγοραία/Τρέχουσα χρηματοοικονομική Αξία

Είναι η αξία που διαμορφώνεται στο ΧΑΑ από την αγορά και την ζήτηση.

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Οι διεθνείς αγορές και ο ρόλος τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα

### 2.1. Οι διεθνείς αγορές κεφαλαίου

Σε μια εποχή που είναι σε πρώτη προτεραιότητα οι οικονομικές δυνατότητες δεν έχει σημασία η κατάκτηση εδαφών αλλά ο έλεγχος αγορών. Η Κίνα κ η Ινδία είναι οι κεντρικοί άξονες της ομάδας BRIK (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα). Μαζί με το Ουζμπεκιστάν κ το Καζακστάν που αποτελούν τις σημαντικότερες χώρες της κεντρικής Ασίας σε οικονομικό επίπεδο, έχουν διατρέξει τα τελευταία δύσκολα χρόνια με σχετικά ελάχιστες οικονομικές απώλειες. Με την συμμετοχή τους στο Shanghai Cooperation Organization (μετεξέλιξη του Shanghai Five) έχουν βάλει τις βάσεις για μια πολύ σημαντική παρουσία στο διεθνές σκηνικό. Ιδιαίτερος δε είναι ο ρόλος αυτών των χωρών στην Παγκόσμια κρίση χρέους. Οι χώρες αυτές διαχειρίζονται τεράστια διαθέσιμα με εντελών αδιαφανή τρόπο και έτσι είναι σε θέση να ταράξουν τις διεθνείς αγορές. Ο δημοσιογράφος Eric Weiner, ο οποίος υπήρξε για 2 χρόνια ανταποκριτής του NPR στο Νέο Δελχί, αποκαλύπτει στο βιβλίο του “The Shadow Market: How Sovereign Wealth Funds Secretly Dominate the Global Economy”(2011) την πραγματική δύναμη των σχετικών κρατικών «σκοτεινών ταμείων» (κυρίως Κίνας, Άμπου Ντάμπι, Σιγκαπούρης, Νότιου Κορέας, Σαουδικής Αραβίας, Νορβηγίας αλλά με εξίσου μεγάλες δυνατότητες της Ρωσίας, του Ουζμπεκιστάν κ του Καζακστάν). Η κατάρρευση των κρατικών ομολόγων και οι συγκλονιστικές ανακατατάξεις στις τιμές των μετάλλων και των αγροτικών προϊόντων στα σχετικά χρηματιστήρια, αντανακλούν κινήσεις και των ταμείων αυτών «Sovereign Wealth Funds». Το EFSF «European Financial Stability Facility» αποκτά την ύπαρξη του από την προθυμία των Ταμείων αυτών να ενεργοποιηθούν και να συμμετάσχουν στον σχηματισμό των κεφαλαίων του. (Βασιλείου Δ, Ηρειώτης Ν, 2008)

#### Ο Ρόλος της Κίνας στις Διεθνείς Εξελίξεις

Κεντρικός είναι ο ρόλος της Κίνας στις διεθνείς εξελίξεις. Η πολυπληθέστερη χώρα στον κόσμο με την πλέον αλματώδη εξέλιξη και ανάπτυξη. Η στροφή στην οικονομία της αγοράς με διατήρηση σφιχτού ελέγχου στην πολιτική από το Κομμουνιστικό Κόμμα δημιούργησε θεαματικές οικονομικές εξελίξεις. Η Κίνα θεωρείται η βιομηχανική καρδιά της γης την στιγμή αυτή. Μέσω «outsourcing», τεράστιες κ πολύ δυνατές επιχειρήσεις έχουν εγκατασταθεί στην Κίνα παράγοντας τα πρωτογενή τους προϊόντα « Made by U.S.A. in China». Η ανάπτυξη δημιούργησε όμως σοβαρά προβλήματα και κοινωνικές εντάσεις. Οι Τράπεζες ζουν πάνω στην αβεβαιότητα μιας και έχουν σαν εγγυήσεις τεράστιων οικονομικά δανείων που διέθεσαν αμφισβητούμενης αξίας περιουσιακά στοιχεία (κυρίως ακίνητα). Η διεθνής οικονομική κρίση μειώνει την ροή των εξαγωγών, άρα και την εισροή συναλλάγματος και η εσωτερική κατανάλωση είναι σε χαμηλά επίπεδα, ενώ οι εισαγωγές εξακολουθούν να είναι υψηλές λόγω της ανάγκης του κράτους να δημιουργήσει έργα υποδομής και να στεριώσει μεγάλα κέντρα στην ενδοχώρα. Ο στόχος σήμερα είναι η δημιουργία εσωτερικής αγοράς ώστε να μην εξαρτάται απόλυτα η χώρα από τις εξαγωγές.

Οι εσωτερικές εντάσεις δοκιμάζουν τις αντοχές του Κομμουνιστικού Κόμματος( ΚΚ) για την επιβολή πολιτικών. Τα 2/3 της Κινεζικής κοινωνίας( πάνω από 1 δις 100 εκατ. άνθρωποι) ζουν κάτω από τις συνθήκες υπανάπτυξης. Ιστορικά, η αντίθεση αυτή ανάμεσα σε κέντρο και περιφέρεια έχει προκαλέσει μεγάλες αναστατώσεις στην Κίνα, ανατρέποντας ιστορικές πορείες κ εξελίξεις (Μάο: «Να Περικυκλώσουμε το Κέντρο από την Περιφέρεια»).

Ιδανικό της δυναστείας των Τανγκ για αποτελεσματική διοίκηση και κεντρικό έλεγχο. Ο μύθος του Όρους Νέρου. Τα μεγάλα Κινέζικα συναλλαγματικά διαθέσιμα προκαλούν αγωνία στην διεθνή οικονομική πραγματικότητα και γίνεται για την υπερτίμηση του Γιουαν. Δύσκολη πάντα είναι η εξωτερική θέση της Κίνας. Δεν μπορεί ποτέ, λόγω μεγέθους αλλά και ιστορικής κληρονομιάς, να αισθάνεται ισότιμη. Είτε επικυρίαρχος θα είναι είτε αντίπαλος. Έτσι βλέπει η ίδια τον εαυτό της, έτσι την βλέπουν και οι γύρω της.

Από τις τελευταίες δυσκολίες είναι ο ανταγωνισμός για πρώτες ύλες της Κεντρικής Ασίας (αέριο του Τουρκμενιστάν, πετρέλαιο του Καζακστάν), το υπέδαφος της Νότιας Θάλασσας της Κίνας και οι σχετικοί ανταγωνισμοί με το Βιετνάμ, τις Φιλιππίνες και την Ιαπωνία. Βαθιά καχυποψία επικρατεί επίσης για κάθε κίνηση της Ινδίας και τον Η.Π.Α. Εύθραυστες αλλά και καλές είναι οι σχέσεις αυτήν την εποχή με Πακιστάν και Αφγανιστάν. (Βασιλείου Δ, Ηρειώτης Ν, 2008)

### **Η Σημασία της Ινδίας**

Ραγδαία είναι η οικονομική ανάπτυξη μετά τη στροφή της χώρας σε μηχανισμούς της αγοράς και έμφαση σε νέες τεχνολογίες. Παρόλο αυτά το δύσκαμπτο κράτος και ο γιγαντιαίος δημόσιος τομέας με ένα σύστημα μεγάλων κρατικών παροχών δυσκολεύει για παραπέρα κινήσεις. Η εξέλιξη στις τεχνολογίες προήλθε από υψηλού επιπέδου ιδιωτικά τεχνολογικά ινστιτούτα με τέλεια καταρτισμένους – και γνώστες της αγγλικής γλώσσας – αποφοίτους. Η υπόλοιπη παιδεία είναι χαμηλού επιπέδου εκτός από τις περιοχές που έχουν επέμβει οι τοπικές κοινότητες – δηλαδή, όπου οι περιφερειακές κυβερνήσεις έχουν πάρει πάνω τους τις ευθύνες. Σκληρές είναι μάχες ανάμεσα σε παραδοσιακούς και μεταρρυθμιστές για την ψυχή της Ινδίας. (Βασιλείου Δ, 2008)

Η Κίνα θεωρείται το σώμα και η Ινδία ο εγκέφαλος της ανάπτυξης της Ασίας. Στην Ινδία όμως υπάρχει σοβαρό κενό ανάμεσα στην ανάπτυξη της υψηλής τεχνολογίας και την σχεδόν πρωτόγονη υπόλοιπη οικονομική δραστηριότητα. Δεν υπάρχει αξιόλογη βιομηχανική υποδομή και η οικονομία κινείται σε επίπεδα ξεπερασμένης γεωργικής παραγωγής και ενός χαμηλού γενικά επιπέδου μεταποίησης.

Το Κόμμα του Κογκρέσου είναι υπεύθυνο για τη γενικότερη υπανάπτυξη αλλά ταυτόχρονα είναι και ο μοχλός για τις καινούριες αναπτυξιακές κατακτήσεις. Στο εσωτερικό του γίνονται ζυμώσεις για την Ινδία.

Η Ινδία στη διεθνή πολιτική σκηνή βρίσκεται κοντά στις Η.Π.Α. και τη Δύση κυρίως λόγω της αντίθεσής της στο ακραίο Ισλάμ. Βρίσκεται σε αντιπαράθεση με το Πακιστάν που ενσωματώνει τους γενικότερους φόβους της Ινδίας. Αυτό συμβαίνει επειδή το Πακιστάν διεκδικεί εδάφη της στο Κασμίρ, έχει αναπτύξει στην περιοχή αντάρτικο και υποθάλπει τρομοκρατικές ενέργειες (Μμπομπάι). Πάντως το επίπεδο των σχέσεων της Ινδίας είναι καλό με το επίσημο καθεστώς του Αφγανιστάν και είναι αντίθετη με τους Ταλιμπάν.

Καλλιεργείται έτσι ένας φυσικός ανταγωνισμός με την Κίνα λόγω σχετικών μεγεθών και των σχέσεων του Πεκίνου με το Πακιστάν. Οικονομικές σχέσεις υπάρχουν με το Ιράν στον τομέα της ενέργειας και είναι γενικά καλές αλλά προσεχτικές οι σχέσεις με χώρες της ΝΑ Ασίας. Επίσης υπάρχει ανταγωνισμός με την Κίνα για τα ενεργειακά προϊόντα της κεντρικής Ασίας. Η σχέση της Ινδίας και της Κίνας με τη Ρωσία είναι ρευστή επειδή το Κρεμλίνο τις βλέπει σαν ανταγωνίστριες δυνάμεις. (Βασιλείου Δ, Ηρειώτης Ν, 2008)

### **Η Κεντρική Ασία**

Η Κεντρική Ασία αποτελείται από τις εξής χώρες: Ουζμπεκιστάν (πρωτεύουσα Τασκένδη), Καζακστάν (Αστάνα), Τατζικιστάν (Ντουςάνμπε), Κιργιστάν (Μπισκέκ), Τουρκμενιστάν (Ασαμπάντ) και για κάποιους, Αζερμπαϊτζάν (Μπακού) όπου όλοι είναι μουσουλμάνοι. Από Τουρκία προς Ανατολάς (Νότιος Καύκασος, Τουρκμενιστάν, Καζακστάν, Ουζμπεκιστάν, Κιργιστάν, Επαρχία Σινγιάνγκ, στην Κίνα) είναι Σουνίτες, με

γλωσσική την Τουρκική διάλεκτο. Νοτιότερη ζώνη (Αζέρι, Ιράν, Κεντρικό Αφγανιστάν, Τατζικιστάν, Χούντζα του Πακιστάν και σε μέρη των βορείων περιοχών της χώρας) είναι Σίτες και Ισμαηλίτες. Πολιτισμός κατά βάση Περσικός και σε πολλές περιοχές μιλούν Φαρσί. Λόγω πρώτων υλών (Ουζμπεκιστάν) και Υδρογονανθράκων (Καζακστάν) οι χώρες αυτές δείχνουν εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Έχουν και οι δύο δημιουργήσει «stabilization funds» και «Sovereign Wealth Funds» που τους δίνει δυνατότητες σοβαρών κινήσεων στο παγκόσμιο οικονομικό σκηνικό. Το Καζακστάν είχε το 2008-2009 κάποια προβλήματα λόγω κυρίως μείωσης των τιμών του πετρελαίου. Τώρα όμως τα πράγματα έχουν ισορροπήσει και η ανάπτυξη έχει και πάλι ξεπεράσει το 6%. Στο Ουζμπεκιστάν, κυρίως λόγω του χρυσού και των άλλων πρώτων υλών, δεν ανακόπηκε η ραγδαία ανάπτυξη. Έχει ενισχύσει ιδιαίτερα τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας και έχει δημιουργήσει σοβαρότατες υποδομές όπως βιομηχανικές ζώνες και περιοχές υψηλής τεχνολογίας, αυτοκινητοδρόμους, σιδηροδρομικές γραμμές, αεροδρόμιο κλπ. (Βασιλείου Δ, Ηρειώτης Ν, 2008)

## **Εξωτερικές Σχέσεις Κεντρικής Ασίας**

Οι μικρότερες χώρες έχουν σοβαρά οικονομικά προβλήματα και στηρίζονται κυρίως στην Ρωσία για την επιβίωσή τους. Το Ουζμπεκιστάν και το Καζακστάν, μετά από διαφορές επιμέρους κινήσεις, βρίσκονται και πάλι κοντά στη Ρωσία την οποία χρειάζονται και για την εξασφάλιση της εσωτερικής τους ισορροπίας. Το Καζακστάν διατηρεί εξαιρετικά στενές σχέσεις με τις Η.Π.Α. αλλά δεν λησμονεί να υπερτονίζει τις σχέσεις του με την Μόσχα. Το Ουζμπεκιστάν μετά από ένα εντυπωσιακό άνοιγμα προς της Η.Π.Α., βρίσκεται και πάλι κοντά στην Ρωσία. Μετά τις ταραχές στο Αμπιτζάν και την κοιλιάδα της Φεργκάνα πάγωσε τις σχέσεις του με την Ουάσινγκτον, έδιωξε τις Μη Κυβερνητικές Οργανώσεις και έκλεισε τις Αμερικανικές Βάσεις στον Νότο που διευκόλυναν τους Αμερικανούς στις επιχειρήσεις τους στο Αφγανιστάν. Γενικά η περιοχή δεν προβάλλει ένα ιδιαίτερα έντονο προφίλ στο διεθνές σκηνικό επιχειρώντας να ταχτοποιήσει εσωτερικές εκκρεμότητες και να εμπεδώσει την πολιτική σταθερότητα. Με όρους βέβαια που δεν ταυτίζονται απόλυτα με τις αντιλήψεις περί δημοκρατίας που κυριαρχούν στη Δύση. (Μιχαηλίδης, 2009)

## **2.2. Διεθνοποίηση των αγορών**

Ο 20<sup>ος</sup> αιώνας χαρακτηρίστηκε από μεγάλα βήματα προόδου όσον αφορά την αύξηση της παγκόσμιας ευημερίας και την μείωση της σχετικής φτώχειας. Στη σημαντική αυτή εξέλιξη για την ανθρώπινη ιστορία, ο ρόλος της διεθνοποίησης θεωρείται καταλυτικής σημασίας. Με τον όρο διεθνοποίηση εννοούμε την διαδικασία ενσωμάτωσης των οικονομιών και κοινωνιών σε μια διεθνή κοινότητα ως αποτέλεσμα της αυξημένης ροής αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίου, ιδεών και ανθρώπων. Η παγκοσμιοποίηση ορίζει το σύνολο των φαινομένων που προκύπτουν από το διαρκώς μεγαλύτερο άνοιγμα των οικονομιών σε εμπορεύματα και κεφάλαια από το εξωτερικό.

Η διεθνοποίηση όμως δεν είχε μόνο θετικά αποτελέσματα. Πολλές χώρες του αναπτυσσόμενου κυρίως κόσμου δεν μπόρεσαν να ωφεληθούν από τους καρπούς της. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση αύξησε την πιθανότητα οικονομικών κρίσεων, με σοβαρές επιπτώσεις στις χώρες που δεν είναι σε θέση να διαχειριστούν αποτελεσματικά την κρίση, στην περίπτωση που η οικονομική τους πολιτική δεν είναι πλήρως προσανατολισμένη προς τη μακροχρόνια νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα και το πολιτικό και κοινωνικό τους οικοδόμημα δεν έχει πλήρως αποδεχτεί πλήρως τους όρους της διεθνοποιημένης οικονομίας.

Η κυκλοφορία μεταξύ των χωρών, σε όλες τις μορφές της, ιδίως υπό τη μορφή επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αναπτύχθηκε σημαντικά από το 1980 και μετά. Με την κατάργηση κάποιων νομικών φραγμών και τη μείωση της κρατικής παρέμβασης

διευκολύνθηκε η είσοδος και έξοδος κεφαλαίων στις διάφορες χώρες. Οι τράπεζες που είναι οι βασικοί χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές αντικαταστάθηκαν εν μέρει, στο ρόλο τους ως συνεισφέρουσες κεφάλαια από τις χρηματοοικονομικές αγορές (χρηματιστήρια). Αυτή η κίνηση διαμεσολάβησης επέφερε προφανή αύξηση του όγκου των συναλλαγών βάση τίτλων μετοχών και τη δημιουργία καινούριων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η εξέλιξη αυτή μεταφράστηκε στον τριπλασιασμό των διασυνοριακών στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών κατά την περίοδο 1973 – 1998 και τον πολλαπλασιασμό των πράξεων στις αγορές συναλλάγματος. Ο ημερήσιος όγκος τους έφτασε από 200 δις δολάρια, στα μέσα της δεκαετίας του 1980 στα 1.400 δις το 2000, δηλαδή τα 9/10 όλων των συναλλαγματικών αποθεμάτων των κεντρικών τραπεζών. (Κιόχος Π, Παπανικολάου Γ, Κιόχος Α, 2001)

Από το 1950 μέχρι τη δεκαετία του 1970, οι διεθνείς επενδύσεις εξαπλασιάστηκαν, ενώ οι ΗΠΑ κατέχουν περίπου το ήμισυ του ξένου κεφαλαίου. Τις δεκαετίες του 1980 και 1990 τα αποθέματα των άμεσων επενδύσεων του εξωτερικού αυξάνεται ταχύτερα από το εμπόριο και την παραγωγή και ανέρχεται στο 5% του παγκόσμιου ΑΕΠ και στο 15% το 1999. Το 1999 οι ΗΠΑ κατέχουν μόλις το ¼ των παγκόσμιων διαθεσίμων ενώ η Ευρώπη περίπου το μισό. (Κιόχος Π, Παπανικολάου Γ, Κιόχος Α, 2001)

### **2.3. Ο ρόλος του Χρηματιστηρίου στη διεθνοποίηση του κεφαλαίου και η Διεθνής χρηματιστηριακή αγορά**

Βασικό ρόλο σε αυτή τη διεθνοποίηση του κεφαλαίου έχουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές δηλαδή τα χρηματιστήρια. Αποτελούν βασικό θεσμό για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων αφού προσφέρουν τη δυνατότητα άντλησης χρηματοοικονομικών πόρων.

Στις ΗΠΑ τα τελευταία χρόνια έχουν σημειωθεί εξελίξεις προς την κατεύθυνση ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο. Σήμερα κυριαρχούν δυο μεγάλα χρηματιστήρια: της Νέας Υόρκης (NYSE) με κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη από όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια μαζί και τον NSDAQ το μεγαλύτερο ηλεκτρονικό χρηματιστήριο που λειτουργεί από το 1970 και προσελκύει ένα πολύ μεγάλο αριθμό πάνω από 6.000, δυναμικών εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης που δραστηριοποιούνται κατά κύριο λόγο σε τομείς υψηλής τεχνολογίας. Στην Ιαπωνία υπάρχουν δυο χρηματιστήρια του Τόκιο και της Οσάκα. Αντίθετα με τις ΗΠΑ, η Ευρωπαϊκή χρηματιστηριακή αγορά είναι κατακερματισμένη σε πολλές χρηματιστηριακές αγορές που λειτουργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους.

Με βάση τη συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων επιχειρήσεων, το χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι το μεγαλύτερο της Ευρώπης και το τέταρτο κατά σειρά μεγέθους στον κόσμο. Ακολουθούν τα χρηματιστήρια του Παρισιού και της Φρανκφούρτης ενώ αρκετά μικρότερα είναι εκείνα του Μιλάνου, του Άμστερνταμ, και της Ζυρίχης που βρίσκονται μεταξύ των δέκα μεγαλύτερων στον κόσμο. Η χρηματιστηριακή αξία του συνόλου των εισηγμένων εταιριών λαμβανομένης ως ποσοστό του ΑΕΠ, αντικατοπτρίζεται στις σημαντικές διαφορές μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών όσον αφορά την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και τον βαθμό προτιμώσεως για επενδύσεις σε μετοχές. (Κιόχος Π, Παπανικολάου Γ, Κιόχος Α, 2001)

### **2.4. Ο ρόλος του Χρηματιστηρίου στο οικονομικό περιβάλλον**

Με τον όρο χρηματιστήριο εννοούμε τις οργανωμένες αγορές, οι οποίες συνήθως είναι επίσημα αναγνωρισμένες από το κράτος, όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για την διενέργεια αγοροπωλησιών κινητών αξιών (όπως μερίδια κεφαλαίου ανωνύμων εταιριών, τραπεζικά, κρατικά ή άλλα ομόλογα) ή/και εμπορευμάτων. Τα χρηματιστήρια αποτελούν ιδιόμορφες αγορές με την έννοια της ταυτόχρονης συνάντησης της προσφοράς και της ζήτησης. Αποτελούν οικονομικό θεσμό που κατά κανόνα

αναγνωρίζεται από τα κράτη όπου λειτουργούν και καθορίζουν με νομοθετικά και διοικητικά μέτρα το πλαίσιο μέσα στο οποίο διαμορφώνονται οι αγορές και θεσπίζουν τις προϋποθέσεις και τους όρους λειτουργίας τους. Τα χρηματιστήρια διακρίνονται σε Αξιών, Εμπορευμάτων και Ναύλων.

Ο οικονομικός ρόλος των Χρηματιστηρίων είναι:

Διευκολύνουν τις συναλλαγές, γιατί επιτρέπουν στους εκπροσώπους της προσφοράς και της ζήτησης να βρίσκονται ταυτόχρονα στον συγκεκριμένο τόπο διαπραγμάτευσης.

Επιτρέπουν την ελεύθερη διαμόρφωση τιμών των αγαθών με βάση τον θεμελιώδη νόμο της προσφοράς και της ζήτησης. Με αυτόν τον τρόπο περιορίζεται ο κίνδυνος της δημιουργίας τεχνητών τιμών.

Δίνουν την ευκαιρία στις επιχειρήσεις να εξεύρουν κεφάλαια αλλά και στους επενδυτές να μπορούν να διαθέσουν τα χρήματα που έχουν στην επένδυσή τους σε τίτλους, με την προσδοκία του κέρδους, συμβάλλοντας έτσι στην τόνωση της παραγωγικότητας και γενικότερα στην ανάπτυξη της χώρας που λειτουργεί το χρηματιστήριο. (Απόσπασμα από τη ομιλία του Ηρακλή Νικ. Γεωργιάδη διευθυντή Καταστήματος “Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος) (Κιόχος Π, Παπανικολάου Γ, Κιόχος Α, 2001)

## **2.5. Ιστορική αναδρομή στους κύκλους του Χρηματιστηρίου**

Και κατά περιόδους ύφεσης αλλά και κατά περιόδους έξαρσης των χρηματιστηριακών αγορών παρουσιάζονται ευκαιρίες στους επενδυτές να βγάλουν κέρδος, εάν και εφόσον αυτοί είναι ικανοί να αναγνωρίσουν τους κύκλους αυτούς. Το παρακάτω διάγραμμα παρέχει μια ενδιαφέρουσα εικόνα για το πως η σημερινή ανοδική αγορά μπορεί να συγκριθεί με πιο παλιές καταστάσεις της αγοράς από το 1900. Επί του παρόντος βιώνουμε την 6η μεγαλύτερη και την 5η ασθενέστερη πορεία, μετρούμενη από τον Dow Jones. Από το 1900 είχαμε 27 ανοδικές πορείες με ενδιάμεσες πτωτικές πορείες.

Αν και από μόνα τους αυτά τα στοιχεία είναι ενδιαφέροντα, θα ήταν χρησιμότερο να μπορούσαμε να κατανοούσαμε πλήρως τους κύκλους αυτούς της αγοράς. Η αγορά, λοιπόν, έχει την τάση να κινείται σε κύκλους τόσο βραχυπρόθεσμους όσο και μακροπρόθεσμους. Οι βραχυπρόθεσμοι κύκλοι μπορούν να διαρκέσουν 2 - 3 χρόνια ενώ οι μακροπρόθεσμοι 10 – 20 χρόνια κατά μέσο όρο. Σκεφτείτε τον μακροπρόθεσμο κύκλο ως την πρωτεύουσα μακροχρόνια τάση, ενώ τον βραχυπρόθεσμο κύκλο ως έναν πιο σύντομο κύκλο μέσα στην πρωτεύουσα τάση.

Ως επενδυτές, πρέπει να γνωρίζουμε που βρισκόμαστε στην τάση αυτή έτσι ώστε να μπορούμε να εκμεταλλευτούμε την κατάσταση και να βγάλουμε το μέγιστο δυνατό κέρδος από αυτήν. Για παράδειγμα, την περίοδο 1982 – 2000 η αγορά ήταν σε μια μακροπρόθεσμη ανοδική πορεία, όπου ο δείκτης «Dow Jones» δεκαπλασιάστηκε (από 800 πήγε 10000). Υπήρξε βέβαια, μέσα σε αυτή την περίοδο και ένας βραχυπρόθεσμος αρνητικός κύκλος το 1987, παρόλα αυτά τα κεφαλαία μεγάλωσαν κατά την μακροχρόνια περίοδο.

Σε αυτό το σημείο λοιπόν είναι που εμφανίζεται ο κίνδυνος. Οι σημερινοί επενδυτές έχουν βιώσει μόνο μια μακροχρόνια ανοδική τάση. Οι περισσότεροι δεν έχουν βιώσει μια μακροχρόνια καθοδική τάση όπου η πρωτεύουσα τάση είναι ελαφρώς αρνητική.

Η τελευταία μεγάλη καθοδική πορεία διήρκεσε 16 χρόνια (1966 - 1982). Απλά για να μπου κάποιον νούμερα σε αυτό που αναφέρουμε ο «Dow Jones» έφτασε τις 1000 μονάδες το 1966 ενώ το 1982 έπεσε στις 800. Με αλλά λόγια ο δείκτης ήταν ελάχιστα καθοδικά σταθερός κατά την περίοδο αυτή. Κατά την περίοδο αυτή τα κεφαλαία δεν αναπτύχθηκαν ούτε μακροχρόνια ούτε βραχυπρόθεσμα, αλλά απλά αναγνωρίζοντας και



επιλέγοντας τις σωστές μετοχές οι οποίες είχαν υποτιμηθεί. Η κατανόηση για το αν βρισκόμαστε σε έναν κύκλο με ανοδική ή καθοδική τάση μας ενισχύει σημαντικά τις πιθανότητες μας για επιτυχία. Το πρόβλημα είναι πως η μακροχρόνια ανοδική πορεία κράτησε από το 1982 και έληξε το 2000. οι συμβουλές λοιπόν των χρηματιστών προς τους επενδυτές να συνεχίσουν να έχουν στην κατοχή τους τις μετοχές ήταν σωστή. Το θέμα είναι όμως πως η τακτική αυτή, του να κρατήσουν δηλαδή οι επενδυτές τις μετοχές τους, είναι τελείως εσφαλμένη όταν πρόκειται να μπούμε σε μια μακροχρόνια καθοδική περίοδο. Η αγορά εισήλθε το 2000 σε μια περίοδο καθοδικής πορείας η οποία σύμφωνα με τους ειδικούς θα διαρκέσει τουλάχιστον μέχρι το 2010 ή και περισσότερο. Η ανοδική πορεία από το 2003 είναι απλά μια βραχυπρόθεσμη ανοδική πορεία μέσα στην πρωτεύουσα καθοδική που ξεκίνησε το 2000.Κρατώντας τις μετοχές δεν θα έχει καλά αποτελέσματα μέσα σε αυτήν την μακροχρόνια καθοδική τάση. (Κιοχος Π, Κιοχος Α)

Ας δούμε λοιπόν τώρα την πορεία του δείκτη «Dow Jones» τα τελευταία 100 χρόνια. Στο διάγραμμα 1 παριστάνεται και γραφικά η πορεία του Δείκτη «Dow Jones» από 1902 έως και το 2010.

Μακροχρόνια ανοδική τάση «bull market» : 2002 - 2007

Μακροχρόνια καθοδική τάση «bear market» : 2000 - 2002

Μακροχρόνια ανοδική τάση «bull market» : 1982 – 2000

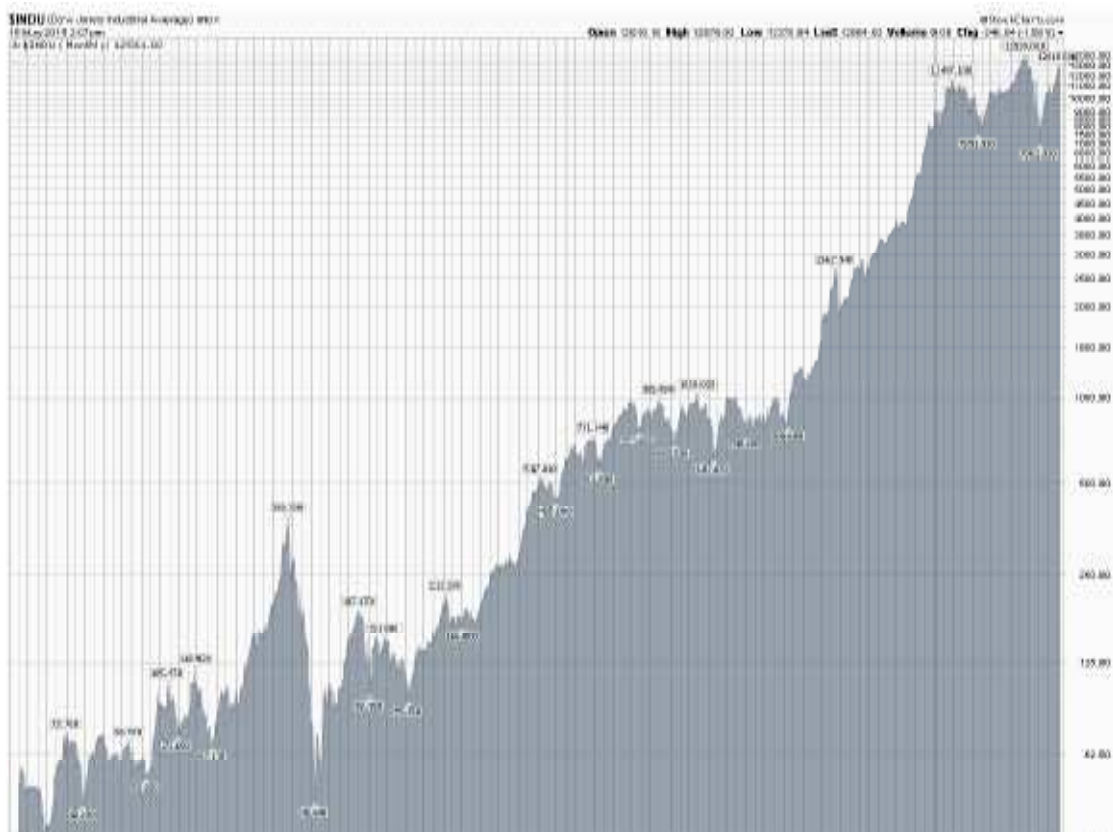
Μακροχρόνια καθοδική τάση «bear market» : 1966 - 1982

Μακροχρόνια ανοδική τάση «bull market» : 1949 – 1966

Μακροχρόνια καθοδική τάση «bear market» : 1929 - 1949

Μακροχρόνια ανοδική τάση «bull market» : 1921 - 1929

Μακροχρόνια καθοδική τάση «bear market» : 1905 – 1921



Εικόνα 2.1: Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ «Dow Jones» ΑΠΟ ΤΟ 1902 ΕΩΣ ΤΟ 2010 / ΠΗΓΗ ΧΑΑ

## 2.6. Ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Χρηματιστήρια Αξιών καλούνται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) τίτλων, π.χ. μετοχών Ανωνύμων Εταιρειών, ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το Δημόσιο, Οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (Ανώνυμες Εταιρείες) καθώς και παράγωγα (π.χ. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/40). (Συριόπουλος Κ, 1999)

Στη Χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών (Χ.Α.Α.) όπου διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογιών, μετοχών) και όχι συναλλάγματος, όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια, καθ' ότι οι συναλλαγές συναλλάγματος, καθώς και των χρυσών νομισμάτων και χρυσών λιρών ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος για λόγους προστασίας του εθνικού νομίσματος.

Από το 1870 στη Λέσχη Εμπόρων Αθηνών, στη διασταύρωση των οδών Αιόλου και Ερμού, οι κολλυβιστές, πρόδρομοι των Ελλήνων χρηματιστών, άρχισαν να ασχολούνται με την ανταλλαγή των νομισμάτων. Τα πρώτα χρεόγραφα που οι έμποροι διαπραγματεύτηκαν μεταξύ τους, ήταν δύο εθνικά δάνεια των δρχ. 60.000.000 και των δρχ. 28.000.000. Από το 1873 στη λέσχη άρχισε πιο συστηματικά η διαπραγμάτευση αξιών, δηλαδή άρχισαν να γίνονται κερδοσκοπικές πράξεις. Τα μέλη της Λέσχης άλλαξαν το όνομά της και την ονόμασαν «χρηματιστήριο». Και μάλιστα έκαναν εκλογές και εξέλεξαν «Πρόεδρο του Χρηματιστηρίου». Η επίσημη όμως σύστασή του έγινε το 1876 [30 Σεπτεμβρίου], όταν Πρωθυπουργός της χώρας ήταν ο Αλέξανδρος Κουμουνδούρος, με την έκδοση Βασιλικού Διατάγματος. Τότε οι αρμόδιοι του Χρηματιστηρίου Αθηνών υπέβαλαν στην Κυβέρνηση προς έγκριση τον Εσωτερικό Κανονισμό, ο οποίος, με τροποποιήσεις, άρχισε να εφαρμόζεται από τα τέλη του 1879.

Το 1880 έγιναν αρχαιρεσίες προς ανάδειξη της πρώτης Διοικούσης Επιτροπής του Χρηματιστηρίου και άρχισε η κανονική λειτουργία του σε νέο χώρο, στο Μέγαρο Μελά, το μετέπειτα ταχυδρομείο, στην πλατεία Κοτζιά και τώρα το πανέμορφο κτίριο της Εθνικής Τράπεζας. Λίγο αργότερα και μέχρι το 1890 το χρηματιστήριο λειτούργησε στην οικία Νοταρά στην οδό Σοφοκλέους, όπου ευρίσκεται σήμερα το Κεντρικό Κατάστημα της Εμπορικής Τράπεζας. Από το 1890 μεταφέρθηκε στην οδό Πεσματζόγλου. Τέλος, το 1934, η Εθνική Τράπεζα οικοδόμησε το Μέγαρο του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στην οδό Σοφοκλέους, όπου συνεχίζει τις εργασίες του. Είναι αναγκαίο να αναφέρουμε, ότι η Ιστορία του Χρηματιστηρίου Αθηνών περικλείει την οικονομική ιστορία της Νεώτερης Ελλάδας, όπου στα μητρώα των Μελών του περιλαμβάνονται ονόματα διαπρεπών Ελλήνων που θεμελίωσαν το οικονομικό οικοδόμημα της χώρας μας. Όλες οι περιπέτειες του Έθνους είχαν άμεσο αντίκτυπο επί του Χρηματιστηρίου και σε πολλές περιπτώσεις επί των μελών του. (Στεργίου Σ, 2011)

Είναι αληθές ότι το χρηματιστήριο σε όλες τις περιόδους ανέπτυξε δραστηριότητα και προσέφερε τις οικονομικές δυνάμεις του για την εξυπηρέτηση των εθνικών σκοπών. Συνέβαλε στην εκβιομηχάνιση της χώρας και προσέφερε εκατοντάδες εκατομμύρια στο Κράτος, στους Δημόσιους Οργανισμούς, στις ιδιωτικές επιχειρήσεις για να φέρουν σε πέρας τα προγράμματά τους. Το χρηματιστήριο, ο Ναός του χρήματος ή σκέτο ο Ναός, όπως το ονομάζουν μερικοί φίλοι, ανέκαθεν πίστευε και διέδιδε την πίστη του στη

ΔΡΑΧΜΗ, με αποτέλεσμα επενδυτές του εξωτερικού να αγοράζουν ελληνικά χρεόγραφα και να το αναγνωρίζουν ως ένα υγιές τμήμα του Ελληνικού Κράτους.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών μέχρι το 1918 είχε το χαρακτήρα ενός πλήρους αυτοδιοικούμενου Σωματείου που λειτουργούσε σύμφωνα με τις αποφάσεις της Διοικούσης Επιτροπής και τον κανονισμό του. (Στεργίου Σ, 2011)

Το 1918 δημοσιεύτηκε ο Νόμος 1308 που καθιέρωσε το χρηματιστήριο ως Ν.Π.Δ.Δ.. Ο Νόμος 3622/1928, ο οποίος μαζί με τον τελευταίο Νόμο 1806 του 1988 και ορισμένες διατάξεις του Β.Δ. του 1909, που βελτίωναν τον τότε κανονισμό, ο οποίος ισχύει και σήμερα, προσδιορίζουν τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών. Χρηματιστές με τους οποίους ήλθαμε σε επαφή, μας δήλωσαν, ότι το Νομικό πλαίσιο του χρηματιστηρίου είναι ακόμα ελλιπές, παρά τις σημαντικές βελτιώσεις που επέφερε ο τελευταίος Νόμος 1806/88.

Το πρώτο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών (ΑΣΗΣ) ξεκίνησε την λειτουργία του το 1991, αντικαθιστώντας την μέθοδο εκφώνησης - αντιφώνησης «Open outcry».

Ο εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς άρχισε το 1995, με την μετατροπή του ΧΑΑ σε ανώνυμη εταιρία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το 1997 το 39,67% του μετοχικού κεφαλαίου του ΧΑΑ διατέθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση σε επιλεγμένους επενδυτές, καθώς και ένα επιπλέον 12% την επομένη χρονιά.

Το 1999 ξεκίνησαν την λειτουργία τους το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και η ΕΤΕΣΕΠ, με την διαπραγμάτευση των πρώτων παράγωγων προϊόντων να γίνεται τον Αύγουστο. Ταυτόχρονα, ξεκίνησε το έργο της απούλοποίησης των μετοχών, με αποτέλεσμα να αντικατασταθούν τα έγχαρτα αποθετήρια έγγραφα με ηλεκτρονικές εγγραφές στο Σύστημα Αυλών Τίτλων (ΣΑΤ). Στο τέλος της χρονιάς τέθηκε σε λειτουργία το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών ΟΑΣΗΣ, αντικαθιστώντας το ΑΣΗΣ (Στεργίου, 2011)

Το 2000 ιδρύθηκε η Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (ΕΧΑΕ) ως εταιρεία συμμετοχών και εισήχθησαν οι μετοχές της στο ΧΑΑ. Τον Απρίλιο του 2001 καταργήθηκε η αίθουσα συνεδριάσεων «trading floor» του ΧΑΑ στην οδό Σοφοκλέους 10. Το 2002 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των θυγατρικών της ΕΧΑΕ, Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων σε Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.(ΧΑ).

Το 2003, το Ελληνικό Δημόσιο αποχώρησε εντελώς από την ΕΧΑΕ, ενώ το ΧΑ μεταβίβασε τις εναπομείνουσες εποπτικές αρμοδιότητες του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. (Στεργίου Σ, 2011)

Στις 30 Οκτωβρίου 2006 τέθηκε σε λειτουργία η Κοινή Πλατφόρμα συναλλαγών και εκκαθάρισης μεταξύ του ΧΑ και του Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου. Με αυτή τη συνεργασία συνδέθηκαν οι δύο αγορές και οι επενδυτές απέκτησαν πρόσβαση και στις δυο μέσω των υφιστάμενων υποδομών τους. Επίσης το 2006 άλλαξε η επωνυμία της ΕΧΑΕ σε «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης», μετά από την συγχώνευση της με τις θυγατρικές ΚΑΑ και ΕΤΕΣΕΠ.

Τον Ιούλιο του 2007 ξεκίνησε η μεταφορά όλων των υπηρεσιών της ΕΧΑΕ στο νέο ιδιόκτητο κτίριο στη Λεωφόρο Αθηνών 110, ενώ τον Δεκέμβριο έκλεισε οριστικά το ιστορικό κτίριο της οδού Σοφοκλέους 10.

Τον Ιανουάριο του 2008 εισήχθη προς διαπραγμάτευση το πρώτο ETF στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, ενώ τον Φεβρουάριο ξεκίνησε η λειτουργία της Εναλλακτικής Αγοράς (ΕΝΑ), ως Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης. (Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια 2012). (Στεργίου Σ, 2011)

## 2.7. Η εταιρία Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. συμμετοχών (Ε.Χ.Α.Ε.)

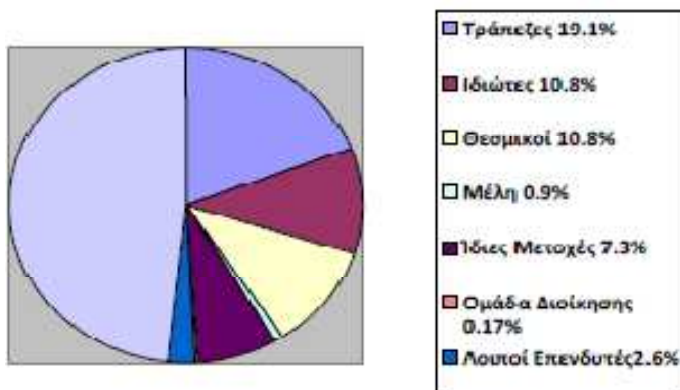
Η εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» (Ε.Χ.Α.Ε.) ιδρύθηκε το 2000.

Είναι εταιρεία συμμετοχών «holding company» και σκοπός της είναι, σύμφωνα με το καταστατικό, η συμμετοχή σε εταιρείες οποιασδήποτε νομικής μορφής που αναπτύσσουν δραστηριότητες σχετικές με την υποστήριξη και λειτουργία οργανωμένων αγορών κεφαλαίου. Η Ε.Χ.Α.Ε. λειτουργεί ως η εταιρεία η οποία χαράσσει τη στρατηγική του Ομίλου και παρακολουθεί την πορεία της υλοποίησής της από τις εταιρείες τις οποίες ελέγχει.

Η Ε.Χ.Α.Ε. αργότερα ελέγχεται κατά ποσοστό 33,4% από το Ελληνικό Δημόσιο μέσω της Δ.Ε.Κ.Α. (Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών). Πολύ σύντομα αναμένεται η μεταβίβαση του πακέτου αυτού σε θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές και η ολοκλήρωση της ιδιωτικοποίησης της Ε.Χ.Α.Ε. Αναλυτικότερα, ο Όμιλος Εταιρειών Ε.Χ.Α.Ε. αποτελείται από τις ακόλουθες εταιρείες ([www.ase.gr](http://www.ase.gr)):

- A) Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.
- B) Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε.
- Γ) Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων Α.Ε.
- Δ) Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε.
- Ε) Ανάπτυξη Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε.
- ΣΤ) Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης Χρηματιστηριακών Υπηρεσιών.
- Ο Ε.Χ.Α.Ε. σήμερα:

- Ο Όμιλος ΕΧΑΕ λειτουργεί την Ελληνική Αγορά μετοχών & παραγώγων
- Πλήρως καθετοποιημένος Όμιλος: Συστήματα διαπραγμάτευσης,
- εκκαθάρισης, διακανονισμού & καταχώρησης
- Πλήρως ιδιωτικοποιημένος Όμιλος (2003)
- ΕΧΑΕ εισηγμένη στο ΧΑ (Αυγ. 2000)
- Κεφαλαιοποίηση ~€300 εκ.
- Κέρδη μετά φόρων 2008 €65 εκ.



Εικόνα 3

Η ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΧΑΕ/ΠΗΓΗ ΧΑΑ

## 2.8. Η λειτουργία του Χρηματιστηρίου σε παγκόσμιο πλαίσιο

Ένας τυπικός ορισμός της έννοιας μετοχής είναι το κεφάλαιο που αντλήθηκε από μια εταιρεία, με την έκδοση των μετοχών, το οποίο επιτρέπει το ιδιοκτησιακό ενδιαφέρον - κάποιος κατέχει μερίδιο από τις μετοχές μίας εταιρείας. Οι μετοχές εξηγούνται συνήθως ως συλλογή μεριδίων μιας εταιρείας. Μετοχή είναι ένα έγγραφο το οποίο αποδεικνύει πως κάποιος κατέχει ένα μερίδιο της εταιρείας. Για περαιτέρω όμως επεξήγηση σωστό θα ήταν να δούμε γιατί μια εταιρεία θέλει να έκδοση μετοχές. Μια εταιρεία εκδίδει μετοχές έτσι ώστε να πάρει τα λεφτά από τις αγοραζόμενες μετοχές και με αυτά να αγοράσει εξοπλισμό, να προσλάβει προσωπικό, για διαφήμιση όπως επίσης και για να επέκταση των εγκαταστάσεων της. Ουσιαστικά οι μετοχοποίηση βοηθάει στην ανάπτυξη των εταιρειών. Η αγοροπωλησία μετοχών, βασίζεται κυρίως στην κερδοσκοπία, με βάση τις πληροφορίες της εταιρείας και τους δείκτες απόδοσης της. Υπάρχουν δυο τρόποι ώστε να μάθει κάποιος την αγοραστική αξία μιας μετοχής. Η αξία της μετοχής καθορίζεται από την ρευστότητα της εταιρείας, την περιουσία της εταιρείας και τις πωλήσεις της. Αυτός ο τρόπος εκτίμησης της τιμής της μετοχής βασίζεται σε ιστορικές αναλογίες, σε στατιστικά στοιχεία και αποσκοπεί στο να δώσει αξία σε μια μετοχή με μετρήσιμα στοιχεία. Ένας άλλος, ποιοτικός τρόπος ώστε να δει κάποιος την αξία μιας μετοχής είναι να βρεθούν πόσοι πιθανοί επενδυτές υπάρχουν για την αγορά μιας μετοχής και αντίστοιχα πόσοι είναι αυτοί που κατέχουν μετοχές και είναι διατεθειμένοι να τις πουλήσουν. Με άλλα λόγια, ποια είναι η αναλογία προσφοράς και ζήτησης. Η μορφή αυτή αποτίμησης είναι εξαιρετικά δύσκολο να εκτιμηθεί και να προβλεπτεί.

Το 1865 το NYSE άνοιξε τα πρώτα της γραφεία κοντά στην «Wall Street», στην Νέα Υόρκη. Η ειρωνεία στην χρηματιστηριακή αγορά είναι πως οι εταιρείες αν και ζουν και πεθαίνουν από την τιμή της μετοχής τους, δεν συμμετέχουν ενεργά στις επενδύσεις και στην εμπορία των μετοχών τους (Λιακοπούλου Θ, Εφημερίδα Καθημερινή 18/08/2002)

Οι εταιρείες παίρνουν κάποιο κεφαλαίο από το χρηματιστήριο όταν προσφέρουν τις μετοχές τους στο κοινό. Κατά την δευτερογενή αγορά, όταν πλέον η μετοχή συναλλάσσεται, ο μέσος επενδυτής είναι αυτός ο οποίος βγαίνει κερδισμένος από οποιαδήποτε ανατίμηση της τιμής της μετοχής.

Διακύμανση στην τιμή της μετοχής από αλλαγή ιδιοκτησίας, μεταφράζεται ως κέρδος ή χασούρα για τον κάθε επενδυτή. Οι μεμονωμένοι επενδυτές αποκτούν την πλήρη αξία των κερδών ή των ζημιών της μετοχής. Η εταιρεία που έχει έκδοση τις μετοχές δεν έχει κανένα μερίδιο πάνω στα κέρδη ή τις ζημίες κατά την συναλλαγή της μετοχής, αφού η εταιρεία η ίδια δεν πρέπει να έχει καμία ανάμιξη στις χρηματιστηριακές συναλλαγές που αφορούν τις μετοχές της.

Δεν είναι ανάγκη να εξηγήσουμε πως κάποιος επενδυτής δεν μπορεί να αγοράσει μετοχές από την ίδια την εταιρεία αλλά μόνο μέσω του χρηματιστηρίου. Οι χρηματιστές είναι αυτοί που διευκολύνουν τους μεμονωμένους επενδυτές ώστε να συναλλάσσονται μετοχές. Οι χρηματιστές λοιπόν είναι αυτοί οι οποίοι εκτελούν συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους, οι οποίοι είναι είτε ανήμποροι είτε απρόθυμοι να συναλλάξουν για τον εαυτό τους. (Λιακοπούλου Θ, Εφημερίδα.Καθημερινή,08/2002)

Η τεχνολογία και το διαδίκτυο έχουν καταστήσει πολύ προσιτή την επένδυση στο χρηματιστήριο. Η ηλεκτρονική συναλλαγή μετοχών ξεκίνησε από την δεκαετία του 60' ενώ το 1968 ιδρύθηκε το «National Association Securities Dealers Automatic Quotation System» ή αλλιώς «NASDAQ». Το νέο αυτό πεδίο αγοροπωλησιών έχει γνωρίσει τεραστία εξέλιξη τα τελευταία χρόνια, με την άνθηση της τεχνολογίας, και έχει καταστήσει την συναλλαγή μετοχών κάτι εύκολο. Η νέα τεχνολογία παρέχει τις απαιτούμενες πληροφορίες που χρειάζεται ο κάθε επενδυτής και τον διευκολύνει στις συναλλαγές του.

Η αγορά μπορεί να ανεβαίνει αλλά μπορεί και να πέφτει. Όταν ανεβαίνει αυτό σημαίνει πως οι τιμές των μετοχών συνεχώς μεγαλώνουν, και οι επενδυτές νιώθουν ασφαλής πως αυτή η άνοδος θα συνεχιστεί για κάποιο χρονικό διάστημα. Με άλλα λόγια, όταν η αγορά ανεβαίνει αυτό σημαίνει πως η οικονομία είναι δυνατή και τα επίπεδα εργασίας είναι υψηλά. Η αγορά σε τέτοιες περιόδους ονομάζεται «Bull Market» (Βούλγαρη, 2008)

Από την άλλη μεριά μια αγορά η οποία βρίσκεται σε ύφεση ονομάζεται «Bear Market». Σε μια τέτοια αγορά οι τιμές των μετοχών συνεχώς πέφτουν, οι επενδυτές τρομοκρατούνται και δεν βάζουν κεφαλαίο. Η οικονομία σιγά θα πέσει και η ανεργία θα εκτοξευτεί από την στιγμή που οι εταιρείες για να ελαττώσουν τα λειτουργικά τους έξοδα θα πρέπει να απολύσουν. Σε μια οικονομία ύφεσης, ελαχιστοποιούνται τα κέρδη των εταιριών, αφού οι καταναλωτές δε ξοδεύουν αρκετά, και αυτή η ελάττωση οδηγεί στην υποτίμηση της μετοχής της εταιρείας.

Σε μια «Bull Market» υπάρχει πολύ ζήτηση και μικρή πρόσφορα. Με τον ανταγωνισμό λοιπόν που δημιουργείται οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν και, αφού οι μετοχές των μεγάλων εταιριών που συνθέτουν την οικονομία είναι αυτές που συναλλάσσονται στο χρηματιστήριο, κατ' επέκταση η οικονομία ισχυροποιείται. Κάποιος επενδύοντας σε μια αγορά η οποία βρίσκεται σε ακμή έχει μεγάλες πιθανότητες κέρδους. Το πιο ωφέλιμο είναι κάποιος να επένδυση σε μετοχές όταν αυτές αρχίζουν να ανεβαίνουν και να τις πουλήσει όταν αυτές φτάσουν στη μέγιστη τιμή τους. (Βούλγαρη-Παπαγεργίου, 2008)

Από την άλλη, σε μια αγορά ύφεσης, το καλύτερο που μπορεί να κάνει κάποιος είναι να μην επενδύσει. Αν τώρα όμως θέλει να επενδύσει σε μια τέτοια περίοδο, το πιο φρόνιμο είναι να βάλει το κεφαλαίο του σε μετοχές οι οποίες είναι σταθερές και δεν επηρεάζονται ούτε από μεγάλες πτώσεις αλλά ούτε και από απότομες εκτοξεύσεις τιμών.

## **2.9. Οι χειρότερες οικονομικές καταστροφές**

Συνήθως οι χρηματιστηριακές αγορές βαίνουν ομαλά. Οι κερδισμένοι είναι περισσότεροι από τους χαμένους, αυτός είναι και άλλωστε ο λόγος για τον οποίο επενδύουν στο χρηματιστήριο. Έχουν υπάρξει όμως και μερικές τραυματικές στιγμές για τους επενδυτές τις οποίες δεν πρόκειται να ξεχάσουν ποτέ. Έχουν λοιπόν υπάρξει κάποιες καταστροφικές στιγμές στην ιστορία του χρηματιστηρίου όπου μέσα σε ελάχιστο χρονικό διάστημα τιμές μετοχών έχουν πέσει πάνω από 40%. Ενώ μερικές από αυτές τις πτώσεις έλαβαν χώρα σε ένα διάστημα κάποιων μηνών ή χρόνων, οι περισσότεροι θυμούνται τις μέρες όπου οι τιμές των μετοχών έπιασαν πάτο. Αυτές οι μέρες συχνά αναφέρονται ως 'μαύρες' μέρες. Είναι επίσης άξιο αναφοράς πως οι μεγάλες αυτές πτώσεις ξεκίνησαν τους μήνες Σεπτέμβριο, Οκτώβριο.

### **2.9.1. Μαύρη Τρίτη**

Αν όχι η χειρότερη οικονομική συντριβή, η 29η Οκτωβρίου, 1929, θεωρείται ως η αφετηρία της Μεγάλης Ύφεσης και αναφέρεται συχνά ως Μαύρη Τρίτη. Την Μαύρη Τρίτη συναλλάχθηκαν 16,4 εκατομμύρια μετοχές, αριθμός ρεκόρ, και μόνο την μέρα εκείνη η αγορά έχασε το 12% της αξίας της. Ο πανικός επιδεινώθηκε όταν, λόγω του τεράστιου όγκου των συναλλαγών, οι μηχανές καταγραφής της πορείας των μετοχών υστερούσαν κατά δυο μιση ώρες.

Συνολικά η κρίση στην χρηματιστηριακή αγορά κράτησε 71 ημέρες και από 381.17 μονάδες στις αρχές Σεπτεμβρίου τερματίστηκε περί τα μέσα Νοέμβριου στις 198.69 μονάδες. Σε περίοδο δυο μηνών οι επενδυτές έχασαν τη μιση τους περιουσία. Θεωρείται μία από τις χειρότερες οικονομικές κρίσεις. (www.capital.gr)

### 2.9.2. Η κρίση όλων των εποχών

Η χειρότερη κρίση όλων των εποχών συνέβη την περίοδο 1930-1932 και αποτελείωσε ουσιαστικά ότι είχε απομείνει όρθιο από την κρίση της Μαύρης Τρίτης. Σε αυτή τη περίοδο η αγορά έχασε συνολικά το 86% της αξίας της. Σε συνδυασμό με τις επόμενες δυο κρίσεις του 1937 και 1939, η παγκόσμια οικονομία δεν μπόρεσε να συνέλθει μέχρι και το 1954, 22 χρόνια μετά. ([www.capital.gr](http://www.capital.gr))

### 2.10. Το Ελληνικό Χρηματιστήριο μέσα από τις κρίσεις

Το Χρηματιστήριο Αθηνών γνώρισε κατά καιρούς μεγάλες και απότομες διακυμάνσεις των τιμών, οφειλόμενες είτε στις γνωστές πολεμικές, πολιτικές και οικονομικές περιπέτειες της χώρας, είτε στην οργανωμένη δράση των κερδοσκοπών. Η πρώτη χρηματιστηριακή κρίση στην Ελλάδα ξέσπασε πριν ακόμη υπάρξει οργανωμένο χρηματιστήριο. Ήταν τον Απρίλιο του 1884 με τις μετοχές της εταιρείας μεταλλείων Λαυρίου, η οποία αποτελούσε κατ' εξοχήν, κερδοσκοπικό «χαρτί» και βρέθηκε στο επίκεντρο των κερδοσκοπικών παιχνιδιών κατά τη διετία 1882-1884. Τα πρώτα δείγματα της κρίσης εκδηλώθηκαν τον Ιανουάριο του 1884, με αφορμή ανακοίνωση της εταιρείας για διανομή σημαντικά μειωμένου μερίσματος, οπότε και η μετοχή της ξεκίνησε την κατακόρυφη πτώση, ενώ έγιναν συλλήψεις και προφυλακίσεις τραπεζιτών και μεσιτών. Η μετοχή του Λαυρίου συμπάρεσυρε και τις τιμές των υπόλοιπων μετοχών που κατέρρεαν μέχρι το τέλος του 1885 και πολλές εταιρείες υπέστησαν ζημίες ή χρεοκόπησαν, μεταξύ των οποίων και η ναυτική τράπεζα «Αρχάγγελος» ([www.capital.gr](http://www.capital.gr))

Η ίδια μετοχή, αν και έπεσε από τις 148 δραχμές στις 56, κατά τα επόμενα χρόνια ανακτούσε το χαμένο έδαφος. Σύντομα έφερε αντιμέτωπες τις δύο ομάδες ομογενών τραπεζιτών, εκείνων των τραπεζών Κωνσταντινουπόλεως και Πιστωτικής, με την πρώτη να στηρίζει τη μετοχή προσπαθώντας να καλύψει τις ζημίες που υπέστη το 1884.

Τις εκλογές του 1890 κέρδισε το κόμμα του Θεοδ. Δεληγιάννη που διαδέχθηκε την κυβέρνηση του Χαρ. Τρικούπη (εξέλιξη που αντιμετώπιστηκε με έντονη δυσαρέσκεια από τον ξένο Τύπο). Οι τιμές των μετοχών έμειναν ανεπηρέαστες ως τον Μάιο του 1891, οπότε άρχισε μία ασυγκράτητη πτώση σαν συνέπεια των οικονομικών ελιγμών της κυβέρνησης που διήρκεσε ως τον Φεβρουάριο του 1892. Τότε, η συγκεκριμένη κυβέρνηση παύθηκε κατόπιν πρωτοβουλίας του βασιλιά, ενώ η Πιστωτική Τράπεζα όδευε ολοταχώς προς πτώχευση. Ωστόσο, η μετοχή της Εθνικής Τράπεζας, αν και στο διάστημα αυτό έχασε το μισό περίπου της αξίας της, αντιστάθηκε και ήταν εκείνη που στηρίξε την αγορά στην επόμενη μεγάλη κρίση της τον Σεπτέμβριο του 1912, με αίτιο την επιστράτευση και τελικά το κλείσιμο της αγοράς μέχρι τις 14 Νοεμβρίου. ([www.capital.gr](http://www.capital.gr))

Η επόμενη κρίση εκδηλώθηκε μόλις δύο χρόνια αργότερα, το 1914, λόγω σοβαρών τριγμών στις ελληνοτουρκικές σχέσεις που επισκίασαν τη νικηφόρο έκβαση των δύο βαλκανικών πολέμων. Παρά τη συγκρατημένη αισιοδοξία του χρηματιστηριακού κοινού και τη διακύμανση των τιμών σε φυσιολογικά επίπεδα, αλλά και την απομάκρυνσή τους από κερδοσκοπικές πράξεις, η άρνηση της Τουρκίας να αναγνωρίσει την ελληνική κυριαρχία στα νησιά του Αιγαίου οδήγησε τις μετοχές σε νέα πτώση.

Στις αρχές του 1918 το Χρηματιστήριο έγινε ξανά στέκι κυνηγών πλούτου και η συρροή σε αυτό ήταν μαζικότερη. Οι μετοχές κέρδισαν ξανά ύψος, με το ενδιαφέρον να εστιάζεται στον κλάδο των ατμοπλοϊκών εταιρειών, ενώ με επίσημη απόφαση της χρηματιστηριακής επιτροπής ήταν υποχρεωτική η εξόφληση των αγορών εντός 24 ωρών.

Το 1921 ξεκίνησε ο νέος κύκλος του κερδοσκοπικού πυρετού, με το ενδιαφέρον να εστιάζεται στις διακυμάνσεις του συναλλάγματος και ακολούθως να αποτυπώνεται στις τραπεζικές κυρίως μετοχές που είχαν έως και πενταπλασιασμό της τιμής τους.

Το καλοκαίρι του 1924 εμφανίσθηκαν ξανά τα κρούσματα κερδοσκοπίας που οδήγησαν στη νέα κρίση, που διήρκεσε από το 1925 έως το 1926. Μετά την αλόγιστη και ξέφρενη άνοδο όλων των μετοχών, τον Απρίλιο του 1925 εκδηλώθηκε μία νέα κρίση ανάλογης έντασης και βάθους με εκείνη του Μαΐου του 1923. Στις 13 του μηνός μία ακόμη «Μαύρη Δευτέρα» καταγράφεται στην ιστορία του Χρηματιστηρίου. Υποτιμητικές πωλήσεις έδωσαν τη χαριστική βολή στην αγορά που έκλεισε για πέντε ημέρες. Κατά το 1927 και το 1928, πτώχευσαν πολλές εισηγμένες εταιρείες, πέντε χρηματιστές και δύο ακόμη πολίτες αυτοκτόνησαν και ο δρόμος για τη νέα μεγάλη κρίση της περιόδου 1929-1931 άνοιξε. (www.capital.gr)

## 2.11. Ο σκοπός και η σημασία των χρηματιστηριακών αξιών

Στο σύγχρονο επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον για να δημιουργηθεί μια αξιόλογη επιχείρηση (Βούλγαρη, 2002) χρειάζονται μεγάλα κεφάλαια. Επίσης, οι επιχειρήσεις που ήδη λειτουργούν, χρειάζονται κεφάλαια για να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους ή να εκσυγχρονίσουν τον εξοπλισμό και τις εγκαταστάσεις τους.

Οι επιχειρήσεις για να αυξήσουν τη ρευστότητά τους καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό, που είναι όμως συνήθως βραχυπρόθεσμος, πολλές φορές πολύ πιεστικός και δαπανηρός (τόκοι, διάφορες εγγυήσεις που ζητούν οι τράπεζες) ή στη χρηματιστηριακή αγορά. Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) με τη διάθεση τίτλων (μετοχών ή ομολογιών) στο ευρύ επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνουν, όπως λέγεται, πρωτογενή χρηματοδότηση. Τα κεφάλαια αντλούνται απευθείας από τους επενδυτές, ώστε το χρήμα που πλεονάζει να εξυπηρετεί παραγωγικούς σκοπούς (υλοποίηση επενδυτικών προγραμμάτων). Επίσης η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α. της δίνει κύρος και την κάνει γνωστή στο ευρύ κοινό. Εκτός από τις επιχειρήσεις, μπορούν επίσης να αντλούν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό, μέσω του χρηματιστηρίου, το κράτος, οι δήμοι, οι δημόσιοι οργανισμοί κοινής ωφελείας για την συγκέντρωση σημαντικών κεφαλαίων για την πραγματοποίηση έργων (βασικής υποδομής κτλ.) που συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και κοινωνική πρόοδο της χώρας.

Το Χ.Α.Α. δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στους αποταμιευτές να τοποθετήσουν τις οικονομίες τους σε χρεόγραφα (μετοχές, ομόλογα και ομολογίες) που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα. Είναι μια επενδυτική επιλογή με τεράστια πλεονεκτήματα και συντριπτική υπεροχή στις αποδόσεις, έναντι των καταθέσεων σε τράπεζες, επενδύσεων σε γη, ακίνητα ή συνάλλαγμα.

Στο Χ.Α.Α. η προσφορά και η ζήτηση τίτλων γίνεται καθημερινά και με συνθήκες πλήρους δημοσιότητας. Αν δεν υπήρχε το Χ.Α.Α. θα ήταν δύσκολο να συναντηθούν οι αγοραστές και οι πωλητές τίτλων και να οριστούν οι τιμές στις οποίες θα γίνονταν οι συναλλαγές. Στο Χ.Α.Α. οι τιμές των συναλλαγών διαμορφώνονται από την προσφορά και τη ζήτηση τίτλων και δημοσιεύονται για να γίνουν σε όλους γνωστές. Έμπειροι επαγγελματίες, που είναι τα μέλη του Χ.Α.Α., διενεργούν τις συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους, γεγονός που συμβάλλει στην ταχύτητα της διεκπεραίωσης τους. Οι αγοραπωλησίες των χρεογράφων εκφράζουν μια συγκεκριμένη κρίση για την αξία και τις προοπτικές των διαφόρων εταιρειών. Οι εταιρείες, οι προοπτικές των οποίων έχουν κριθεί ευνοϊκά από τους επενδυτές, καθιστούν εύκολη τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων, πράγμα που προωθεί και τη δυναμική ανάπτυξη τους, για να γίνουν ανταγωνιστικές στο διεθνή χώρο. Συνεπώς στο Χ.Α.Α. επιτυγχάνεται η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και η διάδοση κινητών αξιών



στο ευρύ αποταμιευτικό και γενικότερο επενδυτικό κοινό, πράγμα που συμβάλει στη γρήγορη ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας και στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του λαού της. Ορθά έχει υποστηριχθεί από πολλούς ότι η υγιής ανάπτυξη του Χ.Α.Α. αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και συγχρόνως ένα δείκτη τόσο της οικονομικής ανάπτυξης όσο και της κοινωνικής προόδου μίας χώρας. (Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια 2012).

## 2.12. Το Ελληνικό Χρηματιστήριο και το Κραχ του 1929

Ετεροχρονισμένα έφθασαν στην Ελλάδα οι επιπτώσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 1929. Η οικονομία της χώρας μόλις ένα χρόνο νωρίτερα, κατά το 1928, είχε καταφέρει να αφήσει προσωρινά πίσω της τη νομισματική αστάθεια. Το θετικό αυτό αποτέλεσμα ήταν καρπός της εμμονής της κυβέρνησης Βενιζέλου στην πολιτική υπεράσπισης της δραχμής, που οδήγησε στη νομισματική σταθεροποίηση μέχρι τη στιγμή της αποχώρησης της Βρετανίας από το σύστημα της χρυσής βάσης «gold standard», οπότε έντονος προβληματισμός προκλήθηκε στη χώρα για την πιθανότητα υποτροπής και της ελληνικής οικονομίας. Απόρροια του χρηματιστηριακού «κραχ» της Αμερικής, υπήρξε η ραγδαία επιδείνωση των οικονομικών ολόκληρης της διεθνούς κοινότητας. Στη χώρα μας, αρχικά, προκλήθηκε μία παρατεταμένη πίεση στις τιμές των βιομηχανικών και γεωργικών αξιών. Στο χρηματιστηριακό χώρο, όταν η κατάσταση επιδεινώθηκε, συγκρατήθηκαν προσωρινά τα πράγματα, μόνο χάρη στην απόφαση του Συνδικάτου των Τραπεζών για χορήγηση (αλληλέγγυου) δανείου 70 εκατομμυρίων σε τριάντα επτά μέλη του Χρηματιστηρίου, ώστε να προκύψει ανακούφιση της αγοράς. Συγχρόνως, απαγορεύτηκαν εκ νέου οι προθεσμιακές συναλλαγές.

Τα μέτρα αυτά δεν στάθηκαν ικανά για τη συγκράτηση της κατάρρευσης του Χ.Α.Α. Η Επιτροπή σε έκτακτη επίσκεψή της στον υπουργό Οικονομικών ζήτησε τη σοβαρή, αγοραστική παρέμβαση του κράτους, για την έκτακτη αντιμετώπιση της κατάστασης. Άλλωστε, εκτός από την παγκόσμια οικονομική κρίση, βασικοί λόγοι της καταβάρθρωσης των τιμών στην Ελλάδα θεωρούνταν και οι ακόλουθοι:

- η μαζική έκδοση κρατικών ομολογιών με υψηλό τόκο, που επέφερε παραγκωνισμό των εταιρικών αξιών,
- η στενότητα του χρήματος και
- η βαριά φορολογία των Ανωνύμων Εταιριών.

Πράγματι, η κυβέρνηση, ανησυχώντας σοβαρά για την πτώση του Χ.Α.Α., αποφάσισε τη μείωση της φορολογίας των εταιριών και την ενίσχυση των βιομηχανιών με δάνεια. Στις αρχές του 1930, η μετοχή της Εταιρίας Λιπασμάτων σημείωσε κάθετη και παρατεταμένη πτώση. Για να αποτραπεί τότε η γενίκευση του κακού παρενέβη η Εθνική Τράπεζα με αγορές μεγάλου αριθμού μετοχών, ενέργεια που ανακούφισε την αγορά για λίγες μόνο μέρες.

Στις 22 Ιανουαρίου, σημειώθηκε μεγάλη υποτίμηση σε όλα τα χρεόγραφα. Τα μέλη του χρηματιστηρίου δεν έκρυψαν τους φόβους τους για επικείμενη καταστροφή. Η Εθνική Τράπεζα ήταν αυτή που κλήθηκε και πάλι από την Επιτροπή σε ρόλο σωτήρα για να προλάβει το κακό και τα κατάφερε τελικά προβαίνοντας σε σημαντικές αγορές χρεογράφων. Με αυτό τον τρόπο επήλθε κάποια σταθερότητα, ώστε η Επιτροπή ζήτησε κι επανέφερε τις συναλλαγές μετοχών με προθεσμία.

Όμως, οι ανεπανόρθωτες ζημιές, η απραξία που επικρατούσε στις συναλλαγές και ο δυσανάλογα μεγάλος αριθμός χρηματιστών σε σχέση με τις ανάγκες του χρηματιστηρίου

ώθησαν την Επιτροπή να μελετήσει τρόπο «εθελουσίας εξόδου κάποιων χρηματιστών» από το επάγγελμα για την αποσυμφόρηση του χώρου. Άλλοι τέσσερις χρηματιστές που πτώχευσαν, έχασαν τις θέσεις τους. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .ετήσια έκθεση, 2000)

Συμπερασματικά, η Ελλάδα πρόσκαιρα κατάφερε να αποφύγει το δραματικό κόστος της κρίσης που γνώρισαν άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Η ύφεση και στην Ελλάδα ασφαλώς ήταν αναπότρεπτη αφού η κρίση σοβούσε σε όλη την Ευρώπη. Οι διεθνείς εξελίξεις και η σοβαρή διαταραχή του παγκόσμιου, οικονομικού συστήματος τροφοδότησαν έντονες ανησυχίες για τον αντίκτυπο της ύφεσης και στην Ελλάδα, όπου το χρηματιστήριο βίωσε έντονα τις οδυνηρές συνέπειες, στις αρχές της τελευταίας δεκαετίας του Μεσοπολέμου.

Η είσοδος του 1931, βρήκε, κατ' αρχήν, τις τιμές των μετοχικών αξιών σε σταθερότητα και βαθμιαία ανοδική πορεία. Η μετοχή της Εθνικής είχε ήδη ανέβει στις 80.000 δραχμές. Παρά ταύτα, η αυξημένη ανεργία φαινόταν να ευθύνεται για τη νέα πτώση του δείκτη. Αρκετά μέλη του Χ.Α.Α. τότε, βρέθηκαν στη οδυνηρή ανάγκη να ζητήσουν προσωρινή, οικονομική ενίσχυση από τη Διοικούσα Επιτροπή.

Κατόπιν, επακολούθησε αθρόα και γενικευμένη πτώση των τιμών, που κυριολεκτικά οδήγησε σε ιδιαίτερα κρίσιμη κατάσταση το χρηματιστήριο. Οι αρχές αναγκαστικά επέβαλαν και πάλι αναστολή στις προθεσμιακές συναλλαγές (με εξαίρεση τα χρεόγραφα του Δημοσίου). (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ετήσια έκθεση 2000)



Την ίδια στιγμή, η Επιτροπή αποδύθηκε σ' έναν εξαντλητικό αγώνα ενημέρωσης όλων των φορέων. Με αλλεπάλληλες επισκέψεις σε τραπεζίτες, υπουργεία και αυτόν ακόμη τον πρωθυπουργό Ελ. Βενιζέλο, ζητούσε την άμεση επέμβαση του κράτους διεκτραγωδώντας την κατάσταση. Ο πρωθυπουργός, ωστόσο, αντί για άλλη ενίσχυση, αρκέστηκε μόνο να αναφερθεί στην άριστη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας.

Συνακόλουθα, τα θύματα της ιστορικής αυτής κρίσης πληθύνονταν και σύντομα δύο ακόμη χρηματιστές περιέπεσαν σε αδυναμία εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεών τους. Δυσεπίλυτα, επίσης, προβλήματα προέκυψαν με τις εκκαθαρίσεις των συναλλαγών. Οι χρηματιστές, αδυνατώντας να καλύψουν ακόμη και τις στοιχειώδεις, βιοτικές τους ανάγκες, αναγκάστηκαν να ζητήσουν δάνειο από τη Διοίκηση, που θα το εξοφλούσαν με τη μελλοντική εργασία τους. (Κεφαλαιαγορά, ετήσια έκθεση, 2000)

Η υποτίμηση των αξιών συνεχίστηκε και κατά τον Αύγουστο του 1931, οπότε και επικρατούσε σοβαρά η θέση για κλείσιμο του Χρηματιστηρίου ως μέτρο έσχατης ανάγκης. Η κυβέρνηση έχοντας στραμμένη την προσοχή της στο νομισματικό πρόβλημα, που προκλήθηκε με την πτώση της χρυσής λίρας, αγωνιζόταν να επιτύχει κάποια νομισματική σταθεροποίηση.

Η συνεχώς επιδεινούμενη κρίση οδηγούσε με μαθηματική ακρίβεια στο κλείσιμο του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Το έναυσμα, μάλιστα, έδωσαν τα τηλεγραφήματα που ήρθαν από το Λονδίνο, τη νύχτα της 19ης Σεπτεμβρίου «περί εγκαταλείψεως υπό της Αγγλίας της χρυσής βάσεως», ενώ, συγχρόνως «αι δοθείσαι εκ Λονδίνου τιμές των ελληνικών αξιών ήσαν πολύ χαμηλαί».

Μετά από κοινή σύσκεψη του προέδρου του χρηματιστηρίου Γεωργίου Σωτηρόπουλου, του πρωθυπουργού, Ελευθέριου Βενιζέλου, των υπουργών Οικονομικών και των διοικητών των τραπεζών Εθνικής και Ελλάδος, συμφωνήθηκε, περισσότερο για λόγους εντυπώσεων στο εξωτερικό, η απόφαση για το κλείσιμο του χρηματιστηρίου να ληφθεί από την Επιτροπή του και μόνο.

Αμέσως, επιβλήθηκε αναστολή της λειτουργίας του Χ.Α.Α. επ' αόριστον, αφού όλοι, ήδη, είχαν αντιληφθεί πως κάθε επέμβαση για τη συγκράτηση των τιμών και την αντιμετώπιση της καταιγίδας ήταν μάταιη. Ακολούθως, το Χρηματιστήριο παρέμεινε κλειστό για το μακρό διάστημα των δεκαπέντε μηνών, από τις 20 Σεπτεμβρίου 1931 μέχρι τις 16 Δεκεμβρίου, παραμονές Χριστουγέννων του 1932. (Ετήσια έκθεση, 2000)

Τα χρόνια που ακολούθησαν λόγω των αλληπάλληλων πολιτικών κρίσεων εξασθένησαν το χρηματιστηριακό ενδιαφέρον. Το 1975 αναδύθηκε και πάλι η χρηματιστηριακή ευφορία με χαρακτηριστικά αντίστοιχα του πρόσφατου 1999.

Η εμφάνιση των πρώτων ξένων θεσμικών στην Ελλάδα, το 1987-89 οδηγεί σε χρηματιστηριακή άνθηση την αγορά, όμως η απώλεια των Ολυμπιακών Αγώνων από την Ατλάντα το 1989 και η πολιτική αστάθεια έδωσαν την αφορμή για την πτώση. Ακλουθεί ο πόλεμος του Περσικού Κόλπου που έδωσε τη χαριστική βολή, από την οποία διεσώθη μόνον η μετοχή της τσιμεντοβιομηχανίας ΑΓΕΤ Ηρακλής. (ετήσια έκθεση, 2002)

Το 1996 εμφανίζονται τα πρώτα σκάνδαλα σε χρηματιστηριακές εταιρείες, όπως η ΔΕΛΤΑ. Το 1997 εκδηλώθηκε δειλά μία χρηματιστηριακή ευφορία που κορυφώθηκε με πρωτοφανή ένταση το 1999. (Πηγή : Εφημερίδα «Καθημερινή»)

## **Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Η εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και η δομή του**

### **3.1. Η διαχρονική εξέλιξη του Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 2000-2004**

Στις παραγράφους που ακολουθούν αναλύεται η πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανά έτος για την χρονική περίοδο 2000-2004.

#### **Το Έτος 2000**

Το έτος 2000 χαρακτηρίστηκε από έντονες χρηματιστηριακές αντιδράσεις και υποχώρηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) αλλά επίσης από σημαντικό θεσμικό εκσυγχρονισμό και δραστηριότητα στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά μετοχικών τίτλων. Η συρρίκνωση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών δεν αποτέλεσε παράγοντα αποσταθεροποίησης των συστημάτων της αγοράς, καθώς ενισχύθηκε περαιτέρω η ομαλή ανάπτυξη και ασφάλεια των συναλλαγών υπό καθεστώς διαφάνειας.

Κατά το 2000 σημειώθηκε διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών και υποχώρηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στο Χ.Α. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου έκλεισε στο τέλος του 2000 στις 3.388,9 μονάδες παρουσιάζοντας συνολική ετήσια πτώση κατά 38,8% σε σχέση με το κλείσιμο στο τέλος του 1999. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών για το 2000 διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 150 δισ. δρχ. έναντι 240 δισ. δρχ. το 1999 και 75 δισ. δρχ. το 1998. Η συνολική κεφαλαιοποίηση στο Χ.Α.Α. ανήλθε στο τέλος του 2000 σε 40,2 τρις. δρχ. έναντι 67,3 τρις. δρχ. το 1999 σημειώνοντας πτώση κατά 40,3%. Παρά τη μείωση, η συνολική κεφαλαιοποίηση αντιστοιχεί στο 100% περίπου του ΑΕΠ της χώρας, αναδεικνύοντας τον σημαντικό ρόλο της κεφαλαιαγοράς στην εθνική οικονομία. ( Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2001).

Η διορθωτική τάση και οι έντονες διακυμάνσεις του γενικού επιπέδου των τιμών και των σχετικών τιμών των μετοχικών τίτλων στο Χ.Α.Α. κατά το έτος 2000 είναι αποτέλεσμα «διόρθωσης» των συνεχών δυσμενών επιδράσεων του σωρευτικού κύκλου

υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών που σημειώθηκε στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά το τρίτο τρίμηνο του 1999 (Αλεξάκης 2001). Όπως είναι γνωστό, ο κύκλος υπερθέρμανσης οδήγησε σε πρωτόγνωρη για την ελληνική εμπειρία εισροή ρευστότητας στο Χ.Α.Α., η οποία ώθησε απότομα προς τα πάνω τις τιμές. Οι γρήγορες ανατιμήσεις προσέλκυσαν νέο κύκλο ρευστότητας και ο κύκλος αυτοτροφοδοτήθηκε. Ως αποτέλεσμα των ανατιμήσεων αυτών παρατηρήθηκε στρέβλωση στις τιμές των τίτλων σε σχέση με την προσδοκώμενη κερδοφορία των εταιριών, διαμορφώθηκε μια γενική προτίμηση του κοινού στη χρήση των χρηματιστηριακών τίτλων ως τοποθετήσεις βραχείας προθεσμίας και επήλθε μια “αποδιαφοροποίηση” επενδυτικών χαρτοφυλακίων με τη συγκέντρωση των επιλογών των επενδυτών σε ολιγάριθμους τίτλους και την παρεπόμενη έκθεσή τους σε περιττό επενδυτικό κίνδυνο. Επιπλέον, παρατηρήθηκαν έντονα φαινόμενα επενδυτικού μιμητισμού τα οποία δεν προσανατόλισαν τους επενδυτές στη σωστή επιλογή αλλά στη δημοφιλή «τοποθέτηση της στιγμής». Οι επιδράσεις του κύκλου υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών επέβαλλαν στους μήνες που ακολούθησαν μια πορεία σταδιακής διόρθωσης των τιμών λόγω των εκτεταμένων ρευστοποιήσεων χαρτοφυλακίων τόσο από εγχώριους επενδυτές όσο και από αλλοδαπούς θεσμικούς επενδυτές. Οι ρευστοποιήσεις καθόρισαν σε σημαντικό βαθμό τη χρηματιστηριακή συμπεριφορά του τελευταίου τριμήνου του 1999 και του έτους 2000.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι πρόσκαιρες διακυμάνσεις της διεθνούς τιμής του πετρελαίου δεν αναμένονταν να έχουν μακροπρόθεσμα αρνητικές συνέπειες για την πορεία μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας. Παρά τη χρηματιστηριακή κάμψη, η δραστηριότητα στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά του Χ.Α.Α. κατά το 2000 ήταν έντονη. Πράγματι, 48 νέες εταιρίες και μία ήδη εισηγμένη εταιρία προέβησαν στη διάθεση των μετοχών τους μέσω δημόσιας εγγραφής στην κεφαλαιαγορά, αντλώντας 929,9 δις δρχ. Το ίδιο έτος, 103 εισηγμένες εταιρίες προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου αντλώντας 2,96 τρις δρχ. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2002)

Ο αριθμός των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών στο τέλος του 2000 αυξήθηκε σε 342 εταιρίες αντιπροσωπεύοντας αύξηση κατά 10% περίπου σε σχέση με το 1999. Η χρηματιστηριακή κάμψη και οι συνακόλουθες επιφυλάξεις των εταιριών παροχής υπηρεσιών αναδοχής για την καταλληλότητα της χρονικής περιόδου εισαγωγής επέφεραν καθυστέρηση στις διαδικασίες εισαγωγής νέων εταιριών στο Χ.Α.Α. οι οποίες αναμένονταν να έχουν ωστόσο προσωρινό χαρακτήρα.

Οι διαδικασίες εταιρικής και κλαδικής αναδιάρθρωσης στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά το 2000 ήταν έντονες και έλαβαν χώρα κυρίως μέσω του μηχανισμού συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η ένταση των αναδιρθρώσεων αντανακλάται επίσης και στη συνεχιζόμενη πολιτική μετοχοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων των επιχειρήσεων του ελληνικού Δημοσίου μέσω του χρηματιστηρίου, η οποία προχώρησε επίσης κατά το 2000. Η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως είχε μέχρι τότε ιδιωτικοποιηθεί κατά 30% μέσω του χρηματιστηρίου, έχοντας επιπλέον αποφασίσει την περαιτέρω ιδιωτικοποίησή της μέσω της προσέλκυσης στρατηγικού επενδυτή. Η κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών κατά το πρώτο εξάμηνο του 2000 συνέχισε την ανοδική της πορεία. Τα καθαρά κέρδη των εισηγμένων εταιριών με βάση τους δημοσιευμένους ισολογισμούς του 1999 υπερέβησαν τα 2 τρις. δρχ. ενώ τα διανεμηθέντα μερίσματα υπερέβησαν τα 650 δις. δρχ. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ετήσια έκθεση, 2003)

## **Το Έτος 2001**

Η διεθνής οικονομία εισήλθε σε περίοδο επιβράδυνσης κατά το 2001, μετά από μία δεκαετία υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης. Η πραγματική μεταβολή των οικονομικών μεγεθών συνοδεύτηκε από μεταστροφή των προσδοκιών των επενδυτών, οι οποίες για μεγάλο χρονικό διάστημα ήταν αισιόδοξες, ίσως και υπεραισιόδοξες κατά το παρελθόν. Αποτέλεσμα ήταν ότι οι χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς σημείωσαν

μεγάλη κάμψη στις τιμές αλλά και σημαντική μείωση στον όγκο συναλλαγών. Η επενδυτική συμπεριφορά εκδήλωσε το 2001 έντονη προτίμηση για αποφυγή κινδύνων και σαφή προσανατολισμό για τοποθετήσεις σε αξίες μικρής διακύμανσης (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2002). (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ετήσια έκθεση, 2003)

Πράγματι σημειώθηκε διεθνώς αύξηση των σχετικών τιμών των ομολογιών έναντι των μετοχών και αύξηση της ρευστότητας που κατευθύνθηκε σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Αυτά τα φαινόμενα παρατηρήθηκαν και στην Ελληνική κεφαλαιαγορά, η οποία παρακολούθησε πιστά τις εξελίξεις στις διεθνείς και κυρίως στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές.

Η σημαντικότερη εξέλιξη του έτους ήταν η αναβάθμιση της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς και η μετάταξή της από τις αναπτυσσόμενες στις ανεπτυγμένες αγορές, που πραγματοποιήθηκε τον Μάιο του 2001. Στο πλαίσιο της διεθνούς χρηματιστηριακής ύφεσης που επικράτησε όλο το έτος, η μετάταξη έγινε αφορμή για εκροές θεσμικών κεφαλαίων αναπτυσσόμενων αγορών από την Ελληνική αγορά. Το αποτέλεσμα ήταν να αξιολογηθεί η μετάταξη ως δυσμενές γεγονός από την εγχώρια κοινή γνώμη. Στην πραγματικότητα όμως και άσχετα από συγκυριακές μεταβολές, η μετάταξη ήταν σημαντικό σημείο καμπής στην ιστορία της κεφαλαιαγοράς καθώς άνοιξε ο δρόμος για τη συνεργασία του Χρηματιστηρίου Αθηνών με άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και προφυλάχθηκε η ελληνική αγορά από ακραίες διακυμάνσεις που σημειώθηκαν σε αναπτυσσόμενες αγορές λόγω της γενικής ύφεσης αλλά και των κρίσεων στην Τουρκία και την Αργεντινή.

Το έτος 2001 ήταν έτος χρηματιστηριακής κάμψης για τις περισσότερες ώριμες και αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές συμπεριλαμβανομένης και της ελληνικής. Πράγματι κατά το έτος 2001 στην ελληνική κεφαλαιαγορά σημειώθηκε διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών, με σημαντικές διακυμάνσεις και μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας στο χρηματιστήριο.

Οι εξελίξεις αυτές συνοδεύτηκαν ωστόσο από σημαντικό θεσμικό εκσυγχρονισμό και δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά μετοχικών τίτλων. Συνεπώς, η συρρίκνωση της αξίας των συναλλαγών και της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας δεν αποτέλεσαν παράγοντες αποσταθεροποίησης των συστημάτων της αγοράς, καθώς ενισχύθηκε περαιτέρω η ομαλή ανάπτυξη και η ασφάλεια των συναλλαγών υπό καθεστώς διαφάνειας. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ετήσια έκθεση, 2003)

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών (Γ.Δ.) του Χ.Α. έκλεισε στο τέλος του 2001 στις 2591,6 μονάδες παρουσιάζοντας συνολική μείωση κατά 23,5% σε σχέση με το κλείσιμο του Δείκτη στο τέλος του προηγούμενου έτους. Κατά το 2001, η ημερήσια αξία συναλλαγών στο Χ.Α. διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 162,1 εκατ. ευρώ σημειώνοντας μείωση κατά 63,2%. Η συνολική χρηματιστηριακή αξία στο χρηματιστήριο ήταν στο τέλος του έτους 97,2 εκατ. ευρώ σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 7,8%. Παρά τη μείωση αυτή, η συνολική χρηματιστηριακή αξία στο χρηματιστήριο αντιστοιχούσε στο 73,1% περίπου του ΑΕΠ της χώρας, αναδεικνύοντας το σημαντικό ρόλο της κεφαλαιαγοράς στην εθνική οικονομία.

Ο Γ.Δ. του Χ.Α. κατά τους αρχικούς πέντε μήνες του 2001 παρέμεινε σε σταθερό επίπεδο χαρακτηριζόμενος από μικρές διακυμάνσεις. Η σταθερότητα αυτή οφείλεται στην επίδραση εγχώριων και διεθνών παραγόντων. Η ομόφωνη έγκριση στην αρχή του έτους του προγράμματος σταθερότητας της ελληνικής οικονομίας από το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και η ανακοίνωση των θετικών προοπτικών για την ελληνική οικονομία από τον ΟΟΣΑ συνέβαλε στην αποδυνάμωση του κλίματος αβεβαιότητας στην κεφαλαιαγορά.

Επίσης, οι θεσμικές εξελίξεις στην Ευρώπη, με σημαντικότερες την έγκριση του κειμένου της επιτροπής «Lamfalussy» από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την ανάπτυξη εναρμονισμένης εποπτείας των αγορών κεφαλαίων, η εμφάνιση συνεργασιών μεταξύ

χρηματιστηρίων και η ένταση των διασυνοριακών συναλλαγών με την Ευρωπαϊκή Ένωση συνέβαλαν στην εμπέδωση κλίματος αισιοδοξίας. Ωστόσο, οι απαισιόδοξες προβλέψεις της περιόδου εκείνης για την πορεία ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας, παρά τις ευνοϊκές νομισματικές εξελίξεις και των επιπτώσεών τους στις ευρωπαϊκές οικονομίες συνέβαλαν στην εμφάνιση ιδιαίτερα συγκρατημένης επενδυτικής δραστηριότητας στα ευρωπαϊκά και το ελληνικό χρηματιστήριο. (Κεφαλαιαγορά, 2004)

## **Το Έτος 2002**

Το έτος 2002 ήταν άλλο ένα έτος χρηματιστηριακής δυσπραγίας στις ανεπτυγμένες αγορές και την Ελλάδα. Στην πλειονότητα των αγορών οι επενδυτές επέλεξαν ασφαλείς τοποθετήσεις και απέφυγαν ή ρευστοποίησαν τοποθετήσεις σε μετοχικούς τίτλους. Το φάσμα της οικονομικής ύφεσης, τα μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα που εκδηλώθηκαν κυρίως στις Η.Π.Α., η διάψευση των υπεραισιόδοξων προσδοκιών που είχαν γαλουχηθεί τη δεκαετία του 1990, αποτέλεσαν παράγοντες που κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε μετοχικούς τίτλους. Ωστόσο το έτος αυτό χαρακτηρίστηκε από σημαντικά γεγονότα διεθνώς κυρίως θεσμικών ρυθμίσεων με σκοπό τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και την ανάκτηση της χαμένης εμπιστοσύνης από τους επενδυτές, και γενικά την απομάκρυνση της γενικής χρηματιστηριακής ύφεσης.

Συγκεκριμένα, οι διεθνείς Οργανισμοί, οι κυβερνήσεις και οι εποπτικές αρχές προχώρησαν αποφασιστικά σε θεσμικές ρυθμίσεις και μέτρα που αποσκοπούσαν στην αποκατάσταση και ενίσχυση της εμπιστοσύνης στις αγορές. Στις Η.Π.Α. οι ρυθμίσεις εστιάσθηκαν στην αξιοπιστία των λογιστικών καταστάσεων λόγω και της μεγάλης έκτασης και έντασης των λογιστικών παραποιήσεων στις περιπτώσεις εταιρικών σκανδάλων. Στην Ευρώπη, όπου μάλιστα τα εταιρικά σκάνδαλα ήταν περιορισμένα, οι ρυθμίσεις κάλυψαν ένα ευρύτερο φάσμα θεμάτων: διεθνή λογιστικά πρότυπα, καταπολέμηση της κατάχρησης της αγοράς, εταιρική διαφάνεια και διακυβέρνηση. Στην Ελλάδα θεσπίστηκε κανονισμός συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιριών, εφαρμόστηκαν ρυθμίσεις για την εταιρική διακυβέρνηση και προετοιμάστηκε η εισαγωγή των διεθνών λογιστικών προτύπων. Μια πολύ σημαντική πρωτοβουλία που αναπτύχθηκε το 2002 ήταν η διαδικασία πιστοποίησης στελεχών της κεφαλαιαγοράς. Σύμφωνα με τη διαδικασία αυτή, και με βάση τις προβλέψεις του αντίστοιχου νόμου, οι ειδικότητες που ασκούνται στην κεφαλαιαγορά και αφορούν την παροχή υπηρεσιών στο επενδυτικό κοινό υπόκεινται πλέον σε πιστοποίηση μέσω εξετάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2003).

Σε γενικές γραμμές, κατά το έτος 2002 συνεχίστηκε, για τρίτο συνεχές έτος, η χρηματιστηριακή κάμψη στις περισσότερες ώριμες και αναπτυσσόμενες αγορές, συμπεριλαμβανομένου και της ελληνικής. Ο παγκόσμιος δείκτης MSCI παρουσίασε ετήσια μείωση κατά 20% και επέδειξε τη χειρότερη συμπεριφορά από το 1974 και οι σωρευτικές κεφαλαιακές ζημιές του παγκόσμιου δείκτη FTSE από το 2000 ανήλθαν σε 43%, επιφέροντας κατά γενική ομολογία σημαντικό πλήγμα στην επενδυτική εμπιστοσύνη διεθνώς.

Οι κεφαλαιακές ζημιές των τριών συνολικά ετών αντιπροσωπεύουν τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή κάμψη από την περίοδο της κρίσης του 1929. Η κάμψη αυτή αποτέλεσε πρωτοφανή εμπειρία για τους νέους σχετικά επενδυτές.

Ο Γ.Δ. του Χ.Α. έκλεισε στο τέλος του 2002 στις 1748,4 μονάδες, παρουσιάζοντας συνολική ετήσια μείωση 32,5%. Κατά το 2002, η ημερήσια αξία των συναλλαγών διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 100,3 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση 38,1%.

Η συνολική χρηματιστηριακή αξία ήταν στο τέλος του έτους 65.759,7 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 32,2%. Παρά τη μείωση αυτή, η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών αντιστοιχεί στο 47% περίπου του ΑΕΠ της χώρας.

Ο Γ.Δ. του Χ.Α. σημείωσε πτωτική πορεία κατά το 2002, χωρίς υψηλές διακυμάνσεις. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην επίδραση εγχώριων και διεθνών παραγόντων. Βασικότεροι εξ αυτών είναι τα σκάνδαλα εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς και κυρίως στις ΗΠΑ, οι διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου και η συνεχιζόμενη επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος στις ανεπτυγμένες αγορές.

Ο δείκτης σημείωσε πτώση στην αρχή του έτους και κατόπιν μικρή άνοδο κατά το δεύτερο μισό του Ιανουαρίου. Η πορεία του Δείκτη επηρεάστηκε αρνητικά από την αναθεώρηση των προβλέψεων για την οικονομική ανάκαμψη και την απασχόληση της Εξαμηνιαίας Έκθεσης του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών και τη ματαίωση της συγχώνευσης μεταξύ Εθνικής Τράπεζας και «Alpha» Τράπεζας. Την ίδια περίοδο, σύμφωνα με την Τράπεζα Ελλάδος, η αξία των συναλλαγών σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στον δείκτη FTASE20 αυξήθηκε. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2003)

Όπως επίσης και η αξία συναλλαγών σε κρατικά ομόλογα στην Η.Δ.Α.Τ (Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων) συνοδευόμενη από μείωση της διαφοράς απόδοσης μεταξύ ελληνικών και γερμανικών ομολόγων κάτω του 0,4%. Σημαντική εξέλιξη της περιόδου αυτής ήταν η απόφαση του Ελληνικού Δημοσίου να αυξήσει το ποσοστό επενδύσεων των διαθεσίμων των ασφαλιστικών ταμείων σε μετοχές από 20% σε 23%.

Ακολουθώντας στη συνέχεια νέα ανοδική περίοδο μέχρι το τέλος του ίδιου μήνα, ο Γ.Δ. συνέχισε την πτωτική του πορεία μέχρι το τέλος του Ιουλίου. Η αξία των συναλλαγών στο χρηματιστήριο αξιών σημείωσε πτώση ενώ η αξία συναλλαγών στο χρηματιστήριο παραγώγων σημείωσε άνοδο. Οι επιδρώντες παράγοντες είχαν κυρίως διεθνή χαρακτήρα. Η Έκθεση του «World Economic Forum» υποβάθμισε την ανταγωνιστικότητα της Ελλάδας, ενώ ο δείκτης επιχειρηματικής εμπιστοσύνης του IOBE σημείωσε πτώση. Η έρευνα της «Scroeder Salomon» «Smith Barney» υποβάθμισε το Χρηματιστήριο Αθηνών στην 16η θέση μεταξύ των 23 ανεπτυγμένων αγορών. Η χρεοκοπία της γερμανικής εταιρίας μέσω μαζικής ενημέρωσης «Kirh» συνοδεύτηκε από σημαντικές απεργιακές κινητοποιήσεις στη Γερμανία με αρνητικές συνέπειες για τις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Το επενδυτικό κλίμα επιδεινώθηκε από τη δημοσίευση έκθεσης του Ο.Ο.Σ.Α. που αναδείκνυε τις αδυναμίες αντίδρασης των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων στο κλίμα απαισιοδοξίας, την περαιτέρω υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ιαπωνίας και αύξηση του εμπορικού ελλείμματος των ΗΠΑ. Η νέα λογιστική απάτη της «WorldCom» στις ΗΠΑ και η προσδοκία χρεοκοπίας της συνέβαλε στην περαιτέρω χειροτέρευση του διεθνούς επενδυτικού κλίματος.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου Ιουλίου – Αυγούστου, ο Δείκτης κυμαινόταν γύρω από το επίπεδο των 2.200 περίπου μονάδων, ενώ η αξία των συναλλαγών έμενε στάσιμη, παρά τη μείωση της βιομηχανικής παραγωγής. Το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών ανακοίνωσε την ταχεία υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων από τις εισηγμένες εταιρίες. Το διεθνές κλίμα παρέμεινε απαισιόδοξο, τροφοδοτούμενο από τη συνεχή αποκάλυψη επιχειρηματικών σκανδάλων στις ΗΠΑ και την Ευρώπη και την απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να επιβάλλει κυρώσεις στις χώρες-μέλη που υπερέβησαν το όριο 3% για το δημόσιο έλλειμμα. Οι συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα συνέχιζαν την ανοδική τους πορεία, όπως επίσης και οι συναλλαγές σε ομόλογα, διατηρώντας ωστόσο τη μικρή διαφορά στην απόδοση με τα αντίστοιχα γερμανικά. Οι προβλέψεις διεθνών οργανισμών για την οικονομία και την απασχόληση στις ΗΠΑ παρέμειναν απαισιόδοξες, αλλά οι αγορές κινήθηκαν ανοδικά με βάση την προσδοκία για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων από την FED και την απόφαση του

Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου να χορηγήσει δάνεια 30 δισ. δολαρίων στην Βραζιλία για την αποτροπή της περιφερειακής μετάδοσης της οικονομικής κρίσης της Αργεντινής.

Η δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά το 2002 ήταν, λόγω της χρηματιστηριακής κάμψης, μικρή. Πράγματι, 18 νέες επιχειρήσεις προέβησαν στη διάθεση των μετοχών τους μέσω δημόσιας εγγραφής στην κεφαλαιαγορά, αντλώντας 92,5 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας συνολική ετήσια μείωση του αριθμού των δημόσιων εγγραφών κατά 91,4%. Το ίδιο έτος 5 εισηγμένες εταιρίες προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου αντλώντας 257,7 εκατ. ευρώ.

Ο συνολικός αριθμός των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών μειώθηκε στο τέλος του 2002 σε 350 εταιρίες, αντιπροσωπεύοντας μικρή μείωση κατά 0,85% περίπου σε σχέση με το 2000. Η κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών κατά το 2002 επέδειξε πτωτική τάση. Με βάση τους δημοσιευμένους ισολογισμούς του 2001, τα καθαρά μετά φόρων κέρδη των εισηγμένων εταιριών ανήλθαν σε 4,3 δισ ευρώ σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 22,6% σε σχέση με το 2000, ενώ τα διανεμηθέντα μερίσματα ήταν 2,3 δισ ευρώ σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 13,4%. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2004)

### **Το Έτος 2003**

Σε γενικές γραμμές, κατά το 2003, ύστερα από τριετή συνεχή κάμψη που συνολικά ήταν η μεγαλύτερη των τελευταίων 70 ετών, παρατηρήθηκε σημαντική άνοδος των χρηματιστηριακών τιμών στις περισσότερες αναδυόμενες και ώριμες κεφαλαιαγορές, περιλαμβανομένης και της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ο παγκόσμιος δείκτης «MSCI» πραγματοποίησε ετήσια άνοδο κατά 27,7% και επέδειξε την καλύτερη συμπεριφορά των τελευταίων 17 ετών, υπερβαίνοντας ακόμα και την κατά 25% άνοδο του 1999, επιβεβαιώνοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών διεθνώς στις αγορές.

Η πορεία του Γ.Δ. και των κλαδικών χρηματιστηριακών τιμών του Χ.Α. χαρακτηρίστηκε από διακυμάνσεις. Στην αρχή του 2003, η αδυναμία βελτίωσης των μακροοικονομικών μεγεθών και το ενδεχόμενο πολεμικής σύρραξης στο Ιράκ συντέλεσαν στην εμφάνιση διακυμάνσεων των χρηματιστηριακών τιμών διεθνώς και στην Ελλάδα. Τον Ιανουάριο, ο Γ.Δ. σημείωσε πτώση κατά 3,7% έναντι πτώσης κατά 4,5% των λοιπών ευρωπαϊκών αγορών. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2004)

Η υποβολή του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης για την περίοδο 2003-2006 από την ελληνική κυβέρνηση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το οποίο προέβλεπε μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης κατά 3,8% τα επόμενα τέσσερα έτη, πλεονασματικό ισοζύγιο το 2005 και υποχώρηση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 90% το 2006, δεν συνέβαλλε στην αλλαγή κλίματος και οι διακυμάνσεις συνεχίστηκαν.

Η χαμηλή συναλλακτική δραστηριότητα συνεχίστηκε και τον Φεβρουάριο λόγω συνεχιζόμενης αβεβαιότητας που τροφοδοτήθηκε επίσης από τη μικρή άνοδο του πληθωρισμού και της τιμής του πετρελαίου, οδηγώντας σε πτώση κατά 7,7% από την αρχή του έτους. Παρατηρήθηκαν σημαντικές ρευστοποιήσεις τίτλων στον τραπεζικό κλάδο και τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, με σημαντικότερη την ρευστοποίηση μετοχών του ΟΤΕ λόγω των προβλημάτων με τις θυγατρικές του στο εξωτερικό. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2004).

Τον Μάρτιο ο Γ.Δ. σημείωσε νέα πτώση κατά 9,1% επηρεαζόμενος από την πτώση των τιμών των μετοχών εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης, με αποτέλεσμα η συνολική πτώση από την αρχή του έτους να διαμορφωθεί στο 16%. Η επικείμενη έναρξη του πολέμου στο Ιράκ και η αβεβαιότητα σχετικά με την επίπτωση του πολέμου στη διεθνή τιμή του πετρελαίου αλλά και η αδυναμία της παγκόσμιας οικονομίας να επιτύχει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης συντήρησαν το κλίμα αβεβαιότητας. Οδήγησαν τους



επενδυτές στην απαίτηση υψηλότερου ασφαλιστρου κινδύνου και σε μικρότερες τοποθετήσεις σε μετοχικούς τίτλους παρά το γεγονός ότι οι τιμές τους παρέμεναν σε χαμηλά επίπεδα.

Η έναρξη τελικά του πολέμου στο Ιράκ στις αρχές Μαρτίου συνοδεύτηκε από μερική μεταστροφή του επενδυτικού κλίματος που οδήγησε τις διεθνείς αγορές σε ανοδική πορεία. Η λήξη της αβεβαιότητας σχετικά με την έναρξη των πολεμικών επιχειρήσεων αλλά και η επιβεβαίωση των προσδοκιών για τη σύντομη διάρκεια του συνέβαλαν σε αυτό με αποτέλεσμα και ο Γ.Δ. να σημειώσει άνοδο τον Απρίλιο κατά 15,3%.

Η σταδιακή βελτίωση του διεθνούς και ελληνικού επενδυτικού κλίματος οδήγησε σε άνοδο των τιμών των τραπεζικών μετοχών τον Απρίλιο, που ενισχύθηκε επίσης από την βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων των τραπεζών κατά το πρώτο τρίμηνο και αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα της πορείας της ελληνικής αγοράς κατά τη διάρκεια του Μαΐου. Πράγματι, συνεχίστηκε η εισροή κεφαλαίων σε τραπεζικούς μετοχικούς τίτλους με αποτέλεσμα ο κλαδικός δείκτης να πραγματοποιήσει άνοδο κατά 4,2% έναντι ανόδου μόνο 0,9% του Γ.Δ. του Χ.Α., πτώσης του κλαδικού δείκτη των τηλεπικοινωνιών κατά 4,5% και μικρής πτώσης των ευρωπαϊκών δεικτών. Οι εξελίξεις αυτές ήταν το αποτέλεσμα των ανησυχιών των επενδυτών σχετικά με την ικανότητα των οικονομιών της ευρωζώνης να επιτύχουν τους προβλεφθέντες ρυθμούς ανάπτυξης, παρά την σημαντική ανάπτυξή στις ΗΠΑ. Στο μεταξύ, οι προσδοκίες ότι με το τέλος των πολεμικών επιχειρήσεων στο Ιράκ, οι ευρωπαϊκές οικονομίες θα ανέκαμπταν σημαντικά δεν επιβεβαιώθηκαν. Σε αυτό συνέβαλλε επίσης η συνεχιζόμενη ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.

Η ανακοίνωση ικανοποιητικών αποτελεσμάτων εννιαμήνου από τις εισηγμένες εταιρίες οδήγησε σε μηνιαία άνοδο κατά 2,3% του Γ.Δ. τον Νοέμβριο, σημειώνοντας πορεία ανάλογη με την πορεία των ευρωπαϊκών δεικτών. Οι αλλαγές στη σύνθεση των δεικτών «FSE/ASE» και «MSCI Greece», που τέθηκαν σε ισχύ από την 1η Δεκεμβρίου, αποτέλεσε κίνητρο για την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων.

Η δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά κατά το 2003 ήταν περιορισμένη, λόγω των αρνητικών επιπτώσεων της χρηματιστηριακής κάμψης των προηγούμενων τριών ετών. Πράγματι, 14 νέες επιχειρήσεις προέβησαν στη διάθεση των μετοχών τους μέσω δημόσιας εγγραφής στην κεφαλαιαγορά αντλώντας 118,4 εκατ. ευρώ και 12 εισηγμένες εταιρίες προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου αντλώντας 275,4 εκατ. ευρώ. Ο συνολικός αριθμός των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιριών αυξήθηκε στο τέλος του 2003 σε 356 εταιρίες. Τέλος, η κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών επέδειξε ανοδική τάση. Με βάση τους ισολογισμούς του 2002, τα καθαρά μετά φόρων κέρδη ανήλθαν σε 3,1 δισ. ευρώ σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 27,5% σε σχέση με το 2001, ενώ τα διανεμηθέντα μερίσματα ήταν 1,7 δισ. ευρώ σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 26,5%.

## **Το Έτος 2004**

Το 2004 χαρακτηρίστηκε από άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών στην ελληνική κεφαλαιαγορά, η οποία πραγματοποιήθηκε σε ένα μέτρια ευνοϊκό διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ετήσια έκθεση, 2005)

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του χρηματιστηρίου έκλεισε στο τέλος του 2004 στις 2.786,2 μονάδες, σημειώνοντας συνολική ετήσια άνοδο κατά 23,1%. Κατά το 2004, η ημερήσια αξία συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 140,9 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας μικρή ετήσια αύξηση κατά 1,5%. Η συνολική αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 35,7 δισ. ευρώ σημειώνοντας ετήσια αύξηση (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2005) κατά 2,3%. Στο τέλος του 2004 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιριών ήταν 92,1 δισ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 9,0% και αντιπροσωπεύοντας το 56% περίπου του ΑΕΠ της χώρας.

Η πορεία του Γ.Δ. και των κλαδικών χρηματιστηριακών δεικτών χαρακτηρίστηκε από άνοδο και διακυμάνσεις. Τον Ιανουάριο, ο Γ.Δ. σημείωσε άνοδο κατά 8,3% η οποία υπερέβη την άνοδο των δεικτών στην ευρωζώνη, και κυμάνθηκε σε επίπεδα 2400-2500 μονάδων, ενώ η μέση αξία των συναλλαγών ανήλθε σε 215,3 εκατ. ευρώ. Στη διαμόρφωση του θετικού επενδυτικού κλίματος συνέβαλαν η μείωση του πληθωρισμού σε 2,9%, οι δυναμικές πολιτικές εξελίξεις της περιόδου και η ανακοίνωση από τον Ο.Ο.Σ.Α. εκτιμήσεων για ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης στην Ελλάδα, ο οποίος για την περίοδο 2006-2009 αναμενόταν να είναι κατά 3,1% υψηλότερος του μέσου ρυθμού ανάπτυξης της ευρωζώνης.

Τον Φεβρουάριο η κίνηση των δεικτών διαμορφώθηκε με βάση τις προσδοκίες σχετικά με τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιριών του 2003 αλλά και τις πολιτικές εξελίξεις. Συγκεκριμένα, η αβεβαιότητα σχετικά με το αποτέλεσμα των εθνικών εκλογών της 7ης Μαρτίου επηρέασε τις εξελίξεις στην αγορά και σε ορισμένες περιπτώσεις οδήγησε σε ρευστοποιήσεις.

Τα εταιρικά αποτελέσματα που ανακοινώθηκαν δεν απέφεραν αρνητικές εκπλήξεις, ενισχύοντας τις θετικές προσδοκίες των επενδυτών για περαιτέρω αύξηση της κερδοφορίας των εταιριών. Το αποτέλεσμα των ανωτέρω σχετικά αντίρροπων δυνάμεων ήταν ο Γ.Δ. να σημειώσει άνοδο κατά 0,78%. Τα μακροοικονομικά νέα της περιόδου ήταν θετικά, δείχνοντας οριακή άνοδο του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών αλλά μικρή ετήσια πτώση σε 5,7% το 2003 έναντι 6,1% το 2002. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή

ενέκρινε το Αναθεωρημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας της Ελληνικής Οικονομίας 2003-2006 επισημαίνοντας την προσδοκία υψηλού ρυθμού ανάπτυξης κατά τα επόμενα έτη αλλά και την προβληματική κατάσταση στα δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας. Υποστηρίζοντας την ανάγκη μεγαλύτερης εναρμόνισης της οικονομικής πολιτικής της χώρας, προς τις βασικές ευρωπαϊκές οικονομικές κατευθύνσεις. (Κεφαλαιαγορά, 2005)

Η άνοδος των χρηματιστηριακών δεικτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2004 συνοδεύτηκε από διακυμάνσεις του γενικού επιπέδου των τιμών και των σχετικών τιμών των μετοχικών τίτλων. Οι διακυμάνσεις αυτές οφείλονται σε σημαντικό βαθμό στις δυσμενείς επιδράσεις από τις διεθνείς και εγχώριες χρηματοοικονομικές εξελίξεις των προηγούμενων ετών. Οι εξελίξεις αυτές αποτελούν βασική απόρροια του μεγάλου κύκλου διεθνούς και εγχώριας χρηματιστηριακής ανόδου και καθόδου των παρελθόντων ετών αλλά και της αβεβαιότητας του υπό διαμόρφωση διεθνούς χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος.

Η εκδοτική δραστηριότητα στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρέμεινε κάμψης των προηγούμενων ετών. Πράγματι, 10 νέες εταιρίες προέβησαν στη διάθεση των μετοχών τους μέσω αρχικής δημόσιας εγγραφής στην κεφαλαιαγορά αντλώντας 95,4 εκατ. ευρώ και 11 εισηγμένες εταιρίες προέβησαν σε αύξηση του.

### **3.2. Ο όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια**

Η εταιρεία «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης» είναι η μητρική του ομίλου των εταιριών που υποστηρίζουν την οργάνωση και λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ιδρύθηκε το 2000. Οι εταιρείες του ομίλου λειτουργούν τις οργανωμένες αγορές αξιών και παραγώγων, διενεργούν την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών, προμηθεύουν με ολοκληρωμένες λύσεις πληροφορικής την ελληνική κεφαλαιαγορά και προωθούν την ανάπτυξη της χρηματιστηριακής παιδείας μέσω εκπαιδευτικών σεμιναρίων. Στον Πίνακα 1 παρουσιάζεται η σύγχρονη δομή του ομίλου. (Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια 2012)

Εταιρεία		Δραστηριότητα
Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ	Μητρική	Εταιρικές λειτουργίες. Εκκαθάριση και διακανονισμός αγορών Αξιών και Παραγώγων.
Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ	Θυγατρική	Συναλλαγές αγορών Αξιών και Παραγώγων
Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης	Θυγατρική	Marketing στην Β. Ελλάδα. Προώθηση αναδυόμενων κεφαλαιαγορών.

**Πίνακας 1 Η διάρθρωση του Ομίλου Ελληνικά Χρηματιστήρια / Πηγή: Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια (2012)**

### 3.3. Λειτουργικοί σκοποί της Ε.Χ.Α.Ε.

Συμφώνα με το καταστατικό της εταιρείας οι λειτουργικοί σκοποί της ΕΧΑΕ είναι:

- ✚ Η παροχή υπηρεσιών υποστήριξης της λειτουργίας οργανωμένων αγορών.
- ✚ Η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των συναλλαγών επί κινητών αξιών που συνάπτονται στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών.
- ✚ Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί άυλων τίτλων του Δημοσίου που συνάπτονται στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών.
- ✚ Η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των εξωχρηματιστηριακών μεταβιβάσεων επί κινητών αξιών.
- ✚ Η παροχή υπηρεσιών καταγραφής, εκκαθάρισης και διακανονισμού επί άυλων τίτλων εισηγμένων ή μη στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών.
- ✚ Η καταχώρηση των απουλοποιημένων, εισηγμένων ή μη στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών, των επ' αυτών συντελουμένων μεταβιβάσεων, δεσμεύσεων και βαρών, από οποιαδήποτε αιτία και κάθε άλλη συναφής με τις άυλες αξίες εργασία.
- ✚ Η παροχή υπηρεσιών σε θέματα: διανομής μερισμάτων, εξόφλησης τοκομεριδίων, διανομής αξιογράφων, μεσολάβησης στη μεταβίβαση δικαιωμάτων προτιμήσεως ή δικαιωμάτων σε λήψη μετοχών χωρίς αντάλλαγμα και η άσκηση κάθε συναφούς με τα πιο πάνω δραστηριότητας.
- ✚ Η παροχή υπηρεσιών σε θέματα μεταβολών που προκύπτουν στις καταχωρημένες στο μηχανογραφικό της σύστημα αξίες ή στα πρόσωπα των δικαιούχων αξιών, είτε λόγω εκκαθάρισης είτε επειδή έλαβαν Χώρα εταιρικά γεγονότα ή διενεργήθηκαν πράξεις από το δικαιούχο των αξιών.
- ✚ Η έκδοση, τροποποίηση, ακύρωση ή αντικατάσταση αποθετηρίων εγγράφων, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα που είναι συναφής προς το σκοπό αυτό.
- ✚ Η ανάπτυξη, διαχείριση και εκμετάλλευση του μηχανογραφικού και λειτουργικού συστήματος καταχώρησης των άυλων κινητών αξιών.
- ✚ Η μελέτη, ανάπτυξη, παραγωγή, διάθεση, παρακολούθηση λειτουργίας, συντήρηση και εμπορική εκμετάλλευση εξειδικευμένου λογισμικού και προϊόντων της εταιρείας και η σύνταξη προδιαγραφών υλοποίησης εξειδικευμένων έργων τεχνολογικού εκσυγχρονισμού.

- ✚ Η συμμετοχή της σε άλλες επιχειρήσεις που έχουν ίδιο ή παρεμφερή σκοπό και, γενικά, επιδιώκουν σκοπούς συναφείς ή υποβοηθητικούς της δραστηριότητας της εταιρείας καθώς και η συνεργασία με τις παραπάνω επιχειρήσεις, εφόσον προωθείται με τον τρόπο αυτό ο σκοπός της. (Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια 2012)

### 3.4. Διοίκηση και μετοχική σύνθεση της Ε.Χ.Α.Ε.

Η Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο που απαρτίζεται από έντεκα μέλη τα οποία εκλέγονται με μυστική ψηφοφορία από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων, ενώ η θητεία τους είναι πενταετής.

Διευθύνων Σύμβουλος της ΕΧΑΕ και Πρόεδρος του Δ.Σ. του ΧΑ είναι ο Σπύρος Καπράλος.

Τα ποσοστά μετοχικής σύνθεσης της ΕΧΑΕ ανά κατηγορία και κράτους προέλευσης μετόχου παρουσιάζονται στον Πίνακα 2

Μετοχική Σύνθεση ΕΧΑΕ ανά κατηγορία μετόχου	
Τράπεζες	19,1%
Ιδιώτες επενδυτές	10,8%
Θεσμικοί επενδυτές	10,8%
Μέλη ΧΑ	0,9%
Ίδιες μετοχές	7,3%
Ομάδα Διοίκησης	0,17%
Λοιποί επενδυτές	2,6%
Αλλοδαποί επενδυτές	48,2%
Μετοχική Σύνθεση ΕΧΑΕ ανά κράτος προέλευσης	
Ελλάς	51,8%
ΗΠΑ	15,1%
Ολλανδία	9,0%
Ηνωμένο Βασίλειο	6,1%
Λουξεμβούργο	4,3%
Γαλλία	3,9%
Γερμανία	1,2%
Άλλα κράτη	8,6%

**Πίνακας 2: Μετοχική Σύνθεση ΕΧΑΕ / Πηγή: Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια (2012)**

### 3.5. Οργάνωση

Το ΧΑΑ, μέσω της πρωτογενούς αγοράς, προσφέρει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αντλήσουν τα κεφάλαια που χρειάζονται με την έκδοση χρεογράφων, και στους επενδυτές να διαθέσουν τα αποταμιευτικά τους κεφάλαια σε αυτά τα χρεόγραφα. Προσφέρει επίσης οργανωμένες δευτερογενείς αγορές για τη διαπραγμάτευση των εισηγμένων χρεογράφων, δίνοντας τη δυνατότητα στους επενδυτές να τα ρευστοποιήσουν άμεσα και με μικρό κόστος συναλλαγής, έχοντας παράλληλα ένα σημείο αναφοράς για την τρέχουσα αξία των επενδύσεών τους. (Ο Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια, 2012)

Ταυτόχρονα, το ΧΑΑ διασφαλίζει την απρόσκοπτη και άμεση πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού για τις συναλλαγές που πραγματοποιούν οι χρηματιστηριακές εταιρίες.

Ειδικότερα στις αρμοδιότητες του ΧΑΑ περιλαμβάνονται:

- ✚ Η έγκριση εισαγωγής κινητών αξιών, τόσο νεοεισαγόμενων όσο και ήδη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών, βάσει των προβλεπόμενων προϋποθέσεων και διαδικασιών.
- ✚ Η έγκριση του διορισμού αντικριστών.
- ✚ Η επιμέλεια της ομαλής διεξαγωγής των συναλλαγών.
- ✚ Η παρακολούθηση των συναλλαγών των μελών του ΧΑΑ κατά τη διάρκεια της ημερήσιας διαπραγμάτευσης των μετοχών.
- ✚ Η παρακολούθηση των περιοδικών εκθέσεων και ανακοινώσεων στον τύπο των εισηγμένων εταιριών, αναφορικά με τις εξελίξεις και προοπτικές τους και τον τρόπο χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων.
- ✚ Η έγκριση νέων εκδόσεων χρηματιστηριακών τίτλων (αυξήσεων μετοχικού εφλαίου και εκδόσεων ομολογιακών τίτλων ) των εισηγμένων εταιριών και η παρακολούθηση των προβλεπόμενων διαδικασιών.
- ✚ Η επιβολή ποινών στα μέλη του για παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.
- ✚ Η αναστολή διαπραγμάτευσης κινητών αξιών ή η θέση σε καθεστώς επιτήρησης εταιριών, εφόσον συντρέχουν οι προβλεπόμενοι λόγοι.

Το ΧΑΑ διοικείται από εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο εκπροσωπεί το ΧΑΑ, φροντίζει για την ομαλή εκτέλεση των εργασιών του και έχει όλες τις αρμοδιότητες που παρέχει η κείμενη νομοθεσία. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν τριετή θητεία. Ο Πρόεδρος ορίζεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας, ενώ τα υπόλοιπα μέλη αποτελούν εκπροσώπους των μελών του ΧΑΑ, των εισηγμένων εταιριών, της Τράπεζας της Ελλάδος, των θεσμικών επενδυτών, των εργαζομένων του ΧΑΑ και του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.

Ανώτατη εξουσία στο Διοικητικό Συμβούλιο ασκεί ο Πρόεδρος του ΧΑΑ. Ο Πρόεδρος του ΧΑΑ μπορεί να διακόψει τη διαπραγμάτευση κινητών αξιών, σε περίπτωση που εκτιμά ότι ζημιώνονται τα συμφέροντα των επενδυτών.

Το οργανόγραμμα του ΧΑΑ τροποποιήθηκε το 1997, βάσει νέου Κανονισμού Εσωτερικής Οργάνωσης και Λειτουργίας, καθώς και Γενικού Κανονισμού Προσωπικού, οι οποίοι συντάχθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίθηκαν από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

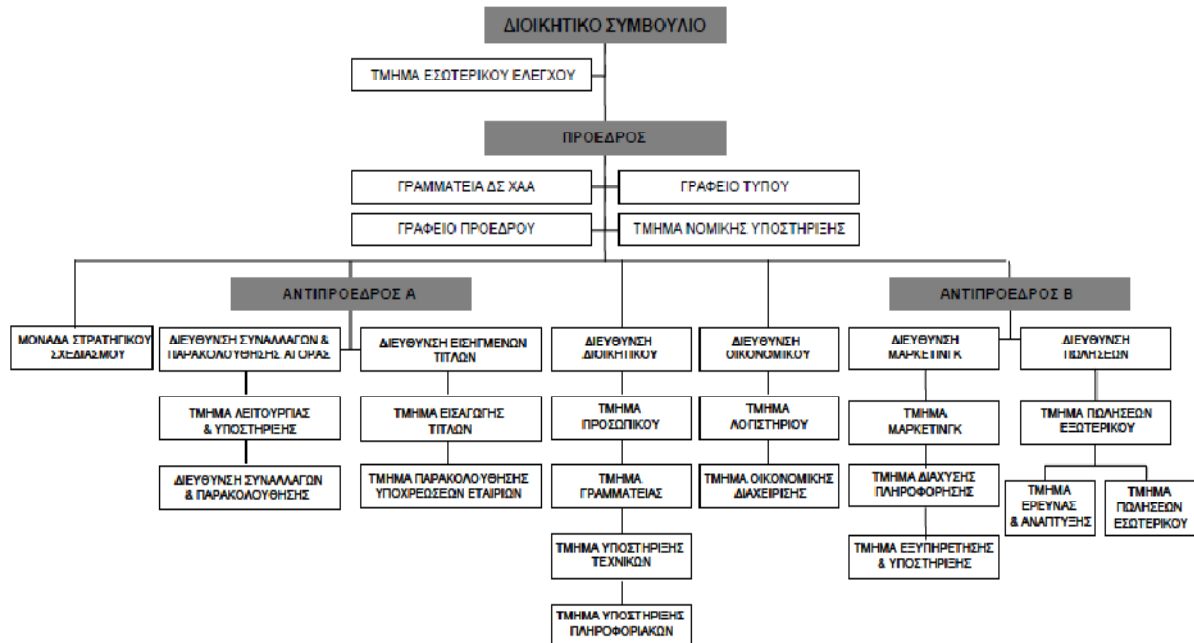
Ο νέος κανονισμός περιελάμβανε τρεις λειτουργικές διευθύνσεις και τέσσερις επιτελικές οργανωτικές μονάδες (Ο Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια, 2012) :

- ✚ Διεύθυνση Συναλλαγών και Παρακολούθησης της Αγοράς
- ✚ Διεύθυνση Διοικητικού και Οικονομικού
- ✚ Διεύθυνση Πληροφορικής
- ✚ Τμήμα Δημοσίων και Διεθνών Σχέσεων και Προβολής
- ✚ Γραφείο Νομικών Υποθέσεων
- ✚ Γραμματεία Προέδρου και Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑΑ
- ✚ Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου.

Η μεταβολή αυτή σηματοδότησε, μετά από επίπονες προσπάθειες τριών χρόνων, την ουσιαστική διαφοροποίηση της λειτουργίας του ΧΑΑ από ανώνυμης εταιρίας του δημοσίου σε εταιρίας που μπορούσε, έστω μερικώς, να λειτουργεί με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια αποτελεσματικότητας και απόδοσης και να προσλαμβάνει προσωπικό ιδιωτικού δικαίου, σύμφωνα με τις ανάγκες της.

Έτσι, οι 42 παλαιοί υπάλληλοι, που εξομοιώνονται με Δημόσιους υπαλλήλους, ήδη έχουν πλαισιωθεί με 60 περίπου υπαλλήλους ως ειδικό επιστημονικό προσωπικό, που λόγω αυξημένων προσόντων έχουν καταλάβει όλες σχεδόν τις θέσεις ευθύνης. Οι προβλεπόμενες θέσεις ανέρχονται σε 150, από τις οποίες 100 είναι ειδικό επιστημονικό προσωπικό. Επίσης, προβλέπονται πέντε θέσεις Νομικών Συμβούλων με σχέση έμμισθης εντολής. Στα μέσα του 2000 η εταιρία απασχολούσε 56 υπαλλήλους με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου αορίστου χρόνου.

Στο τέλος του 2000 η οργανωτική δομή μεταβλήθηκε με την προσθήκη λειτουργιών μάρκετινγκ και πωλήσεων. Οι νέες διευθύνσεις καλύπτουν δραστηριότητες που πρόσφατα θεωρήθηκαν αναγκαίες για τα χρηματιστήρια, ώστε να προβάλλουν το έργο και τις δυνατότητες των αγορών και να προσελκύουν επενδυτές και εταιρίες προς εισαγωγή. Στο ακόλουθο διάγραμμα παρουσιάζεται το οργανόγραμμα λειτουργίας του ΧΑΑ. (Γαλιάτσος Κ, 2012)



**Εικόνα 4: Οργανόγραμμα λειτουργίας του ΧΑΑ / Πηγή ΧΑΑ**

### **3.6. Ο τρόπος λειτουργίας του Χ.Α.Α. και ο ρόλος των θυγατρικών εταιριών.**

Το ΧΑΑ αποτελεί όμιλο εταιριών που φροντίζουν για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς:

α) Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ): Ιδρύθηκε το 1992 και είναι αρμόδιο για την εκκαθάριση των συναλλαγών στο ΧΑΑ.

β) Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης (ΧΚΘ): Ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο 1995 από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο, το Σύνδεσμο Βιομηχανιών Βορείου Ελλάδος, την Εθνική Τράπεζα, την Εμπορική Τράπεζα, την «Alpha» Τράπεζα Πίστεως, την Ιονική Τράπεζα, την Τράπεζα Εργασίας, την Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης και σχεδόν από όλα τα μέλη του ΧΑΑ.

Το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης αποτελεί κέντρο εισαγωγής εντολών από τη Βόρεια Ελλάδα στο κεντρικό σύστημα συναλλαγών του ΧΑΑ.

Πρωθείται, έτσι, η αποκέντρωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, μέσω της ανάπτυξης μιας περιφερειακής αγοράς. Η ενότητα της ρευστότητας της αγοράς διασφαλίζεται με τη συνεχή ηλεκτρονική σύνδεση με το ΟΑΣΗΣ. Άλλοι σκοποί του Κέντρου είναι:

Η προσέλκυση νέων δυναμικών εταιριών από τη Βόρεια Ελλάδα, παρέχοντας έτσι τη δυνατότητα σε μεσαίες επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων και για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους στην Ελλάδα και τα Βαλκάνια.

Η αίτηση εισαγωγής στην Παράλληλη αγορά μπορεί να υποβάλλεται και στο ΧΚΘ, το οποίο εισηγείται στο ΧΑΑ για την έγκριση ή όχι της αίτησης.

Η ανάπτυξη πολιτικών και οικονομικών δεσμών με τις βαλκανικές χώρες.

Το ΧΚΘ παρέχει τις υπηρεσίες του στους ακόλουθους οικονομικούς παράγοντες:

- Υποκατάστημα χρηματιστηριακών εταιριών στη Θεσσαλονίκη: σύνδεση με το σύστημα συναλλαγών του ΧΑΑ (ΟΑΣΗΣ), θέσεις διενέργειας συναλλαγών, τεχνολογική υποδομή και τηλεπικοινωνίες.
- Επενδυτές: πληροφόρηση για την κεφαλαιαγορά και τις εισηγμένες εταιρίες.
- Ενδιαφερόμενες για εισαγωγή εταιρίες: εξέταση των ενημερωτικών δελτίων, αναφορά των ωφελειών που θα προκύψουν από την εισαγωγή τους, ανεύρεση εταιριών της Βόρειας Ελλάδας που πληρούν τα κριτήρια εισαγωγής, παροχή πληροφοριών σχετικά με θέματα αναδοχής.
- Συμμετέχοντες στην αγορά: οργάνωση επισκέψεων του επενδυτικού κοινού στο ΧΚΘ, παρουσίαση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε πόλεις της Βόρειας Ελλάδας, συμμετοχή σε συνέδρια για την ελληνική κεφαλαιαγορά, οργάνωση σεμιναρίων.

γ) Χρηματιστήριο Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΧΠΑ): Ιδρύθηκε το 1997, με στόχο τη διαπραγμάτευση παράγωγων προϊόντων

δ) Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ): Ιδρύθηκε το 1997, με στόχο την εκκαθάριση συναλλαγών επί παράγωγων προϊόντων

ε) Ανώνυμη Εταιρία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς (ΑΣΥΚ): Η εταιρία ιδρύθηκε το 1995 και έχει ήδη ολοκληρώσει αρκετές μελέτες για τη βελτίωση της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Αποτελεί, επίσης, σύμβουλο μηχανοργάνωσης του ΧΑΑ.

Βασικοί στόχοι της εταιρίας είναι:

- ✚ Η υποστήριξη της κεφαλαιαγοράς σε θέματα υπολογιστικής τεχνολογίας και χρηματοοικονομικών θεμάτων.
- ✚ Η ανάπτυξη, διάθεση και υποστήριξη προϊόντων και λύσεων υψηλής τεχνολογίας για εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον χώρο των κεφαλαιαγορών.

Οι τομείς δραστηριοποίησης της εταιρίας είναι:

- ✚ Μελέτες για την εισαγωγή νέων χρηματοοικονομικών καινοτομιών, για τον εκσυγχρονισμό της τεχνολογικής υποδομής του ΧΑΑ, καθώς και προτάσεις κανονιστικού και θεσμικού πλαισίου.
- ✚ Ανάπτυξη πληροφοριακών συστημάτων και παραγωγή λογισμικού για την κάλυψη των αναγκών του ΧΑΑ, ΧΠΑ και ΑΧΕ, καθώς και για την ολοκλήρωση συστημάτων συγκέντρωσης και διαχείρισης πληροφοριών.
- ✚ Συντονισμός και επίβλεψη σημαντικών έργων τεχνολογικού εκσυγχρονισμού της κεφαλαιαγοράς.
- ✚ Ανάληψη της εκτέλεσης και λειτουργίας εξειδικευμένων εργασιών υψηλής τεχνολογίας, που εντάσσονται στην παραγωγική δραστηριότητα των κεντρικών φορέων της αγοράς.

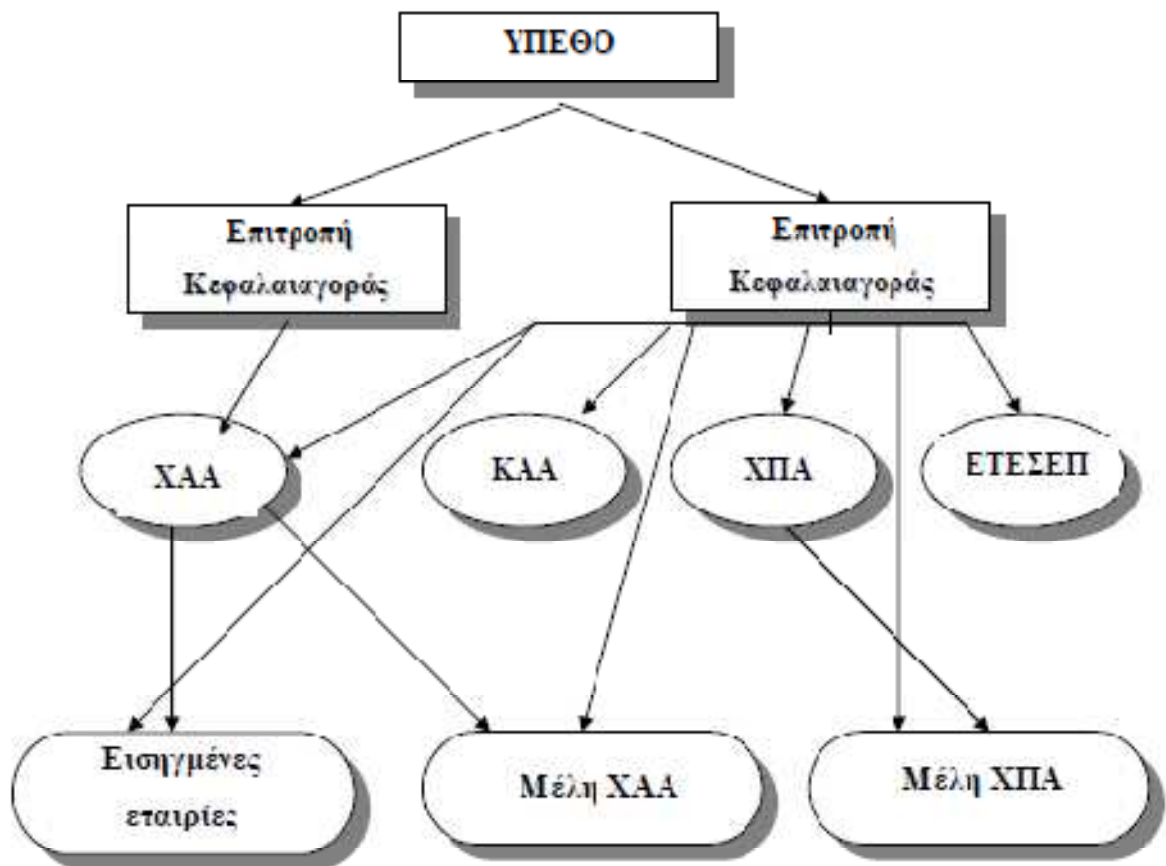
στ) Κέντρο Επαγγελματική Κατάρτισης (ΚΕΚ): Ιδρύθηκε το 1995, με στόχο την παροχή εκπαίδευσης στους παράγοντες της αγοράς. Το ΧΑΑ συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας με ποσοστό 40% μαζί με τον ΣΜΕΧΑ και την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. Δημιουργήθηκε για να καλύψει τη σημαντική έλλειψη εκπαίδευσης στα χρηματιστηριακά θέματα των στελεχών του χώρου, αλλά και αποφοίτων οικονομικών, κυρίως, σπουδών. (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2009)



### 3.7. Θεσμικό πλαίσιο

Το ΧΑΑ υπάγεται στην εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Εκπρόσωπος του Υπουργείου, ο Κυβερνητικός Επόπτης, είναι παρών στις συνεδριάσεις του ΧΑΑ και ελέγχει τη νομιμότητα των συναλλαγών.

Η διαφύλαξη των συμφερόντων των επενδυτών και η εξασφάλιση επαρκούς πληροφόρησης για την ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και την εφαρμογή των σχετικών διατάξεων ρυθμίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που είναι ανεξάρτητο Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου και τελεί υπό την εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Η σχέση μεταξύ των διαφόρων φορέων της κεφαλαιαγοράς διαμορφώνεται διαγραμματικά ως ακολούθως (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2009) :



Εικόνα 5: Η σχέση μεταξύ των διαφόρων φορέων της κεφαλαιαγοράς

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Χαρακτηριστικά των Χρηματιστηριακών αγορών

### 4.1. Αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Αθηνών αποτελείται από δύο οργανωμένες αγορές

- ✚ Αγορά Αξιών
- ✚ Αγορά Παραγώγων
- ✚ και από ένα πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)

#### Εναλλακτική Αγορά

Οργανωμένη αγορά ονομάζεται ένα πολυμερές σύστημα το οποίο τελεί υπό τη διεύθυνση ή την διαχείριση ενός διαχειριστή αγοράς και επιτρέπει τη διενέργεια συναλλαγών σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την εποπτική αρχή της χώρας όπου λειτουργεί.

Από τον ορισμό της οργανωμένης αγοράς προκύπτουν τρία βασικά στοιχεία

Τελεί υπό τη διεύθυνση ενός διαχειριστή. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει κάποιος φορέας που έχει την ευθύνη όλων των θεμάτων που αναφέρονται στην καλή και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Διαχειριστής των αγορών αξιών και παραγώγων είναι η ΕΧΑΕ, μέσω της θυγατρικής Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ.

Λειτουργεί με βάση συγκεκριμένους κανόνες. Οι κανόνες αυτοί συγκεντρώνονται στο λεγόμενο Κανονισμό του Χρηματιστηρίου. Στον κανονισμό αναφέρονται θέματα που αφορούν τις προϋποθέσεις για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους του χρηματιστηρίου, τους τύπους των εντολών και γενικά τους όρους διαπραγμάτευσης, καθώς και τους όρους εισαγωγής των εταιρειών και τα θέματα που αφορούν τις εταιρικές πράξεις. Ο κανονισμός υπόκειται σε περιοδικές τροποποιήσεις και μεταβολές. Ο τελευταίος κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών τέθηκε σε ισχύ από τις 22.7.2008 και έκτοτε έχουν γίνει δύο τροποποιήσεις, με τελευταία την 3η έκδοση του κανονισμού (Σύμφωνα με τις από 29.1.2009, 12.2.2009 και 3.3.2009 αποφάσεις του Δ.Σ. του Χ.Α. που εγκρίθηκε με την υπ' αριθμ.1/502/6.3.2009 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς).

Λαμβάνει άδεια λειτουργίας και εποπτεύεται από την εποπτική αρχή της χώρας στην οποία λειτουργεί. Το Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. (Γαλιάτσος Κ, Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής)

Πολυμερές μηχανισμός διαπραγμάτευσης ονομάζεται ένα πολυμερές σύστημα το οποίο τελεί υπό τη διεύθυνση ή τη διαχείριση μιας εταιρείας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) ή ενός πιστωτικού ιδρύματος ή ενός διαχειριστή αγοράς και επιτρέπει τη διενέργεια συναλλαγών, για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η κύρια διαφορά του ΠΜΔ με την οργανωμένη αγορά είναι ότι διαχειριστής μπορεί να είναι μία ΕΠΕΥ ή πιστωτικό ίδρυμα και όχι αποκλειστικά ένας διαχειριστής αγοράς. Άλλη διαφορά είναι ότι στον ΠΜΔ η εισαγωγή των μετοχών των εταιρειών δεν έχει τους αυστηρούς κανόνες και προϋποθέσεις που ισχύουν στην περίπτωση των οργανωμένων αγορών. Επίσης μετά την εισαγωγή, δεν υφίστανται οι αυστηροί κανόνες σχετικά με τη δημοσίευση στοιχείων, τη διαφάνεια κ.λπ., που ισχύουν στην οργανωμένη αγορά. (Γαλιάτσος Κ, 2012)

## 4.2. Χαρακτηριστικά αγοράς αξιών

Η αγορά αξιών είναι μία οργανωμένη αγορά η οποία λειτουργεί από το 2002 με διαχειριστή αγοράς την εταιρεία Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) ΑΕ. Η αγορά εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στην Αγορά Αξιών διαπραγματεύονται τα εξής χρηματοπιστωτικά μέσα:

- ✚ Μετοχές
- ✚ Δικαιώματα απόκτησης μετοχών
- ✚ Τίτλοι σταθερού εισοδήματος – Ομόλογα
- ✚ Ελληνικά Πιστοποιητικά (ΕΛΠΙΣ.) και γενικότερα τίτλοι παραστατικοί μετοχών
- ✚ Μεριδία διαπραγματέυσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων
- ✚ Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα

Όλες οι κινητές αξίες που έχουν εισαχθεί στο ΧΑ έχουν ως μονάδα διαπραγμάτευσης το ένα τεμάχιο. (Γαλιάτσος Κ, 2012)

## 4.3. Ποιότητα χρηματιστηριακών αγορών

Οι παράμετροι που προσδιορίζουν την αποτελεσματικότητα της δομής μιας χρηματιστηριακής αγοράς είναι οι εξής:

- α) το κόστος συναλλαγών
- β) ο προσδιορισμός των τιμών
- γ) ο βαθμός διαφάνειας
- δ) η μεταβλητότητα των τιμών.

### α) Κόστος συναλλαγών

Το ύψος των προμηθειών επί των συναλλαγών, συγκρινόμενο με τις τιμές των μετοχών, μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι σχετικά χαμηλό και επομένως δεν έχει μεγάλη σημασία για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η σύγκριση όμως του κόστους συναλλαγών με τις αποδόσεις των επενδύσεων σε μετοχικές αξίες φανερώνει ότι το ύψος του είναι σημαντικό και έχει κατ' επέκταση επίδραση στις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές και συνεπώς στις αποφάσεις τους. Αποτελεί, έτσι, ένα από τους παράγοντες που επηρεάζουν τον προσδιορισμό των τιμών, καθώς και τη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των τιμών.

### β) Προσδιορισμός τιμών

Ο προσδιορισμός των τιμών αναφέρεται σε μια δυναμική διαδικασία με την οποία προσδιορίζονται οι τιμές ισορροπίας των μετοχών, όταν οι συναλλαγές πραγματοποιούνται σε ένα περιβάλλον χωρίς κόστη, ενώ τα συστήματα συναλλαγών που χρησιμοποιούνται κάθε φορά επηρεάζουν την όλη διαδικασία προσδιορισμού της τιμής. Ο προσδιορισμός των χρηματιστηριακών τιμών είναι μια σύνθετη διαδικασία, δεδομένου ότι οι τιμές ισορροπίας δεν είναι δυνατόν να παρατηρηθούν, διότι είναι θεωρητικές. Επομένως, τυχόν αποκλίσεις από το σημείο ισορροπίας δεν γίνονται άμεσα αντιληπτές από τους συμμετέχοντες επενδυτές ή από τις εποπτικές αρχές.

### γ) Διαφάνεια

Το θέμα της διαφάνειας προ και μετά την κατάρτιση των χρηματιστηριακών συναλλαγών έχει ιδιαίτερη επίπτωση στον τρόπο προώθησης των εντολών από τους αντισυμβαλλόμενους και στον αποτελεσματικό προσδιορισμό της τιμής. Η γνωστοποίηση των τιμών προσφοράς και ζήτησης, καθώς και η άμεση δημοσιοποίηση των τιμών των συναλλαγών, αποτελεί μια ερμηνεία που δίνεται στον όρο της διαφάνειας. Με την ευρύτερη έννοια αποτελεί την αποκάλυψη των αγοραστών και πωλητών που προτίθενται να προβούν στη σύναψη συναλλαγών. Το ζήτημα που προκύπτει εδώ είναι ότι η αποκάλυψη της πρόθεσης για συναλλαγή μπορεί να είναι επιβλαβής για τον επενδυτή, δεδομένου ότι, μόλις γίνει γνωστό ότι επίκειται μια μεγάλη εντολή αγοράς ή πώλησης, η αντίδραση των υπόλοιπων επενδυτών θα είναι να αυξήσουν τις τιμές πώλησης ή να μειώσουν τις τιμές αγοράς, αντίστοιχα. Γι' αυτό τον λόγο οι επενδυτές που επιχειρούν να αποκρύψουν τις προθέσεις τους, προχωρούν σε σταδιακή αποκάλυψη των εντολών τους, τις οποίες διασπούν σε μικρά κομμάτια και τις διοχετεύουν στο σύστημα συναλλαγών σε μεγάλη χρονική περίοδο. Η σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών γίνεται εφικτή, μόνο εάν έχει εισαχθεί στο σύστημα διαπραγμάτευσης ένας αξιόλογος αριθμός εντολών. Έτσι, οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν κίνητρο να αποκαλύπτουν τις εντολές τους στην αγορά. Η στάση των διαπραγματευτών, οι οποίοι δεν επιθυμούν να προβούν σε γνωστοποίηση των μεγάλων συναλλαγών που έχουν συνάψει, είναι παρόμοια με τον δισταγμό που επιδεικνύει οποιοσδήποτε επενδυτής σχετικά με την αποκάλυψη των συναλλακτικών του προθέσεων.

Η επέμβαση των εποπτικών αρχών είναι δυνατόν να υποχρεώσει τους διαπραγματευτές στην αποκάλυψη των συναλλαγών τους, με την υποχρεωτική θέσπιση συγκεκριμένων κανόνων δημοσιοποίησης.

Ανάλογα με το πόσο αυστηροί είναι αυτοί οι κανόνες, οι διαπραγματευτές μπορεί να επιλέξουν τη σύναψη λιγότερων συναλλαγών. Η υποχρέωση γρήγορης δημοσιοποίησης των συναλλαγών εκ μέρους των ειδικών διαπραγματευτών θα επηρεάσει τη συμμετοχή τους σε συναλλαγές, στις οποίες θα συμμετέχουν μόνο στον βαθμό που απορρέουν οικονομικά οφέλη από τη συμμετοχή τους. Στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, όπου ισχύει η δυνατότητα καθυστερημένης δημοσιοποίησης των συναλλαγών, οι διαπραγματευτές επενδύουν τα κεφάλαιά τους στην αγορά. Αντίθετα, στις ΗΠΑ, όπου επιβάλλεται άμεση δημοσιοποίηση των συναλλαγών, τα κεφάλαια των διαπραγματευτών χρησιμοποιούνται λιγότερο εντατικά. Ιδιαίτερα στην περίπτωση μεγάλων συναλλαγών, οι διαπραγματευτές αποφεύγουν να προβούν σε άμεση διεκπεραίωση της συναλλαγής, αλλά συμφωνούν στη σύναψή της, μόνο αν βρεθεί αντισυμβαλλόμενος.

### δ) Μεταβλητότητα τιμών

Η μεταβλητότητα των ενδοσυνεδριακών συναλλαγών «intra-day» εξαρτάται από το κόστος συναλλαγών. Βραχυπρόθεσμα, οι τιμές της καλύτερης προσφοράς και ζήτησης αποτελούν τα όρια μέσα στα οποία βρίσκονται οι τιμές των συναλλαγών, οι οποίες επηρεάζονται από τη ροή των μεγάλων εντολών αγοράς και πώλησης (Γαλιάτσος Κ. 2012).

#### 4.4. Κατηγορίες διαπραγμάτευσης μετοχών

Οι μετοχές που είναι εισηγμένες στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες με βάση συγκεκριμένα κριτήρια και περιπτώσεις.

- 1) Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης
- 2) Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης
- 3) Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς, Εμπορευσιμότητας, Ειδικών Χαρακτηριστικών
- 4) Κατηγορία Επιτήρησης

Οι κατηγορίες Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης και Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης θεωρούνται οι βασικές και σε αυτές εντάσσονται οι μετοχές εκδοτών που δεν παρουσιάζουν προβληματική εικόνα ή δεν συντρέχουν συγκεκριμένοι λόγοι για την ένταξη τους σε μια από τις άλλες δύο κατηγορίες.

Πιο συγκεκριμένα τα κριτήρια ένταξης των δύο βασικών κατηγοριών έχουν σχέση με την κεφαλαιοποίηση, τη διασπορά και την εμπορευσιμότητα. Επιπλέον, η ένταξη των μετοχών στις δύο βασικές κατηγορίες υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση. Για την αναθεώρηση απαιτείται απόφαση του ΧΑ που λαμβάνεται εντός των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου. (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2009)

Στην κατηγορία Χαμηλής Διασποράς, Εμπορευσιμότητας, Ειδικών Χαρακτηριστικών εντάσσονται μετοχές που πληρούν έστω ένα από τα ακόλουθα κριτήρια:

- Η διασπορά των μετοχών είναι μικρότερη του δεκαπέντε τοις εκατό (15%) του συνόλου των κοινών μετοχών.
- Η εμπορευσιμότητά τους είναι μικρότερη του πέντε τοις εκατό (5%).
- Η τιμή διαπραγμάτευσής τους είναι μικρότερη των τριάντα λεπτών (0,30).
- Από έκτακτα γεγονότα που ανακοινώνονται από τον εκδότη, όπως ενδεικτικά δημόσια πρόταση ή άλλες αποκτήσεις συμμετοχών, προκύπτει μείωση της διασποράς των μετοχών κατά ποσοστό μικρότερο του δέκα τοις εκατό (10%).
- Τα ετήσια συνολικά έσοδα του εκδότη από την παραγωγική του δραστηριότητα είναι μικρότερα των τριών εκατομμυρίων (3.000.000) ευρώ.

Στην κατηγορία Επιτήρησης εντάσσονται οι μετοχές που πληρούν έστω ένα από τα παρακάτω κριτήρια:

- 1) Ο εκδότης έχει αρνητική καθαρή θέση.
- 2) Οι ζημίες του εκδότη κατά την χρήση είναι μεγαλύτερες από το τριάντα τοις εκατό (30%) της καθαρής θέσης χωρίς παράλληλα ο εκδότης να έχει προχωρήσει σε πρόσκληση Γενικής Συνέλευσης για την αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου.
- 3) Ο εκδότης έχει σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές.
- 4) Έχει κατατεθεί αίτηση για την υπαγωγή του εκδότη στα άρθρα 44 έως 46 του ν. 1892/1990.
- 5) Βάσει ανακοινώσεων ή γεγονότων δημιουργούνται σοβαρές αμφιβολίες ή αβεβαιότητα ως προς το αν ο εκδότης μπορεί να συνεχίσει την επιχειρηματική του δραστηριότητα.

Επιπλέον, στον κανονισμό του ΧΑ (§3.2.1.5) ορίζονται ειδικές περιπτώσεις κατά τις οποίες μια μετοχή θα ενταχθεί στην κατηγορία Επιτήρησης.

Για την έξοδο των μετοχών από τις κατηγορίες Χαμηλής Διασποράς, Εμπορευσιμότητας, Ειδικών Χαρακτηριστικών και Επιτήρησης γίνονται τακτικές και έκτακτες αναθεωρήσεις ανάλογα την περίπτωση και σύμφωνα με τον κανονισμό του ΧΑ (§3.2.1.6).

Αναλυτικότερα, ο επιχειρηματικός κίνδυνος συνδέεται με ενδεχόμενα προβλήματα που μπορεί να προκύψουν από την οικονομική δραστηριότητα της επιχείρησης, ενώ ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος από τις χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες.

Ο γενικός κίνδυνος συνίσταται στην πιθανότητα μεταβολής των συνθηκών γενικά στην αγορά, που έχει ως συνέπεια επίσης τη μεταβολή της τιμής της μετοχής. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μεταβολή των συνθηκών στην αγορά, και ιδιαίτερα στη χρηματιστηριακή, μπορεί να έχει την αιτία της σε πραγματικά δεδομένα, όπως η μεταβολή του επιπέδου της οικονομικής δραστηριότητας, ή σε άλλους αστάθμητους παράγοντες όπως αλλαγή του οικονομικού κλίματος, της ψυχολογίας κ.λπ.

Ο πιο σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την τιμή των μετοχών, είναι ο οικονομικός ή επιχειρηματικός κύκλος και η φάση στην οποία ευρίσκεται. Οι οικονομίες της αγοράς αναπτύσσονται μέσω διαδοχικών φάσεων μεγέθυνσης και ύφεσης. Αυτή η κυκλικότητα της οικονομικής δραστηριότητας αποτελεί τη βασική πηγή συστηματικού κινδύνου για τις μετοχές. Ενώ δηλαδή στην περίπτωση των χρεωστικών τίτλων ο γενικός (συστηματικός) κίνδυνος συνδέεται με μια πολύ συγκεκριμένη οικονομική παράμετρο, το επιτόκιο, στην περίπτωση των μετοχών η πηγή του γενικού κινδύνου είναι η κατάσταση ολόκληρης της οικονομίας.

#### **4.5. Δικαιώματα απόκτησης μετοχών**

Σε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών οι υπάρχοντες μέτοχοι της εταιρίας έχουν κατά προτεραιότητα δικαίωμα συμμετοχής στην αύξηση ανάλογα με τον αριθμό μετοχών που κατέχουν. Το δικαίωμα αυτό μπορούν είτε να το ασκήσουν αγοράζοντας τις νέες μετοχές που δικαιούνται σύμφωνα με την προκαθορισμένη αναλογία νέων προς παλαιών μετοχών και στην προκαθορισμένη τιμή (όπως αποφασίζεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρίας), είτε να το μεταβιβάσουν σε άλλους έναντι κάποιας τιμής που προσδιορίζεται μέσω της προσφοράς και της ζήτησης κατά την καθημερινή διαπραγμάτευση του δικαιώματος στο Χρηματιστήριο. Σε περίπτωση που κατά την διάρκεια της αύξησης το δικαίωμα αυτό δεν ασκηθεί και δεν μεταβιβασθεί και εξαντληθεί η προθεσμία άσκησής του το δικαίωμα παύει να έχει οποιαδήποτε αξία. (Κωδικοποιημένος Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004)

#### **4.6. Ώρες συναλλαγών**

Οι συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών διεξάγονται ως εξής :

- ✚ Οι μετοχές που ανήκουν στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης συνεχώς από 10:30 μέχρι 17:00,
- ✚ Οι μετοχές που ανήκουν στην κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης από 10:30 έως 12:00 και από 14:00 έως 17:00
- ✚ Οι μετοχές Χαμηλής Διασποράς, Εμπορευσιμότητας, Ειδικών Χαρακτηριστικών και Επιτήρησης από 12:30 έως 13:30.
- ✚ Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια διαπραγματεύονται από 10:30 έως 17:00
- ✚ Οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος από 10:30 έως 17:00.
- ✚ Η αγορά Εκποίησης λειτουργεί από 10:01 έως 10:28.

#### **4.7. Μέγιστα όρια ημερήσιας διακύμανσης των χρηματοπιστωτικών μέσων**

Τα μέγιστα όρια ημερήσιας διακύμανσης των τιμών των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι τα εξής:

Για τις μετοχές που διαπραγματεύονται στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης το μέγιστο όριο ημερήσιας διακύμανσης των τιμών τους ορίζεται σε  $\pm 30\%$ .

Για τις μετοχές που διαπραγματεύονται στην κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης το μέγιστο όριο ημερήσιας διακύμανσης των τιμών τους είναι κλιμακούμενο. Το πρώτο όριο διακύμανσης της τιμής είναι  $+ 10\%$  ή  $- 10\%$  επί της τιμής εκκίνησης της κινητής αξίας (τιμής αναφοράς). Εφόσον εντολές αγοράς στο ανώτατο όριο ή εντολές πώλησης στο κατώτατο όριο παραμείνουν ανεκτέλεστες στις καλύτερες τιμές αγοράς ή πώλησης «Best Bid Offer BBO» επί δεκαπέντε (15) λεπτά της ώρας, το όριο ημερήσιας διακύμανσης επεκτείνεται στο  $\pm 20\%$  αντίστοιχα.

Για τις μετοχές που διαπραγματεύονται στην κατηγορία Χαμηλής Διασποράς, Εμπορευσιμότητας και Ειδικών Χαρακτηριστικών και στην κατηγορία Επιτήρησης το μέγιστο όριο ημερήσιας διακύμανσης των τιμών τους είναι κλιμακούμενο. Το πρώτο όριο διακύμανσης της τιμής είναι  $\pm 10\%$  επί της τιμής εκκίνησης της κινητής αξίας (τιμής αναφοράς). Εφόσον εντολές αγοράς στο ανώτατο όριο ή εντολές πώλησης στο κατώτατο όριο παραμείνουν ανεκτέλεστες στις καλύτερες τιμές αγοράς ή πώλησης «Best Bid Offer BBO» επί δεκαπέντε (15) λεπτά της ώρας, το όριο ημερήσιας διακύμανσης επεκτείνεται στο  $\pm 20\%$  αντίστοιχα.

- Δικαιώματα επί μετοχών των ανωτέρω κατηγοριών κυμαίνονται απεριόριστα.
- Για τους τίτλους σταθερού εισοδήματος που διαπραγματεύονται στην Κατηγορία Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος τα ημερήσια όρια διακύμανσης τιμών είναι απεριόριστα.
- Για τα μερίδια που διαπραγματεύονται στην Κατηγορία ΔΑΚ το μέγιστο όριο ημερήσιας διακύμανσης των τιμών τους ορίζεται σε  $\pm 30\%$ . (Κωδικοποιημένος Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004).

#### **4.8. Η διαδικασία εισαγωγής κινητών αξιών στην αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κινητών αξιών (οι οποίες εκδίδονται από ανώνυμες εταιρείες, ημεδαπές ή αλλοδαπές, το Ελληνικό Δημόσιο, νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης πρώτου και δεύτερου βαθμού ή από άλλα κράτη ή οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης αυτών ή από διεθνή οργανισμό δημόσιου χαρακτήρα) αποφασίζεται από την οικεία οργανωμένη αγορά.

🚧 Η διαδικασία εισαγωγής κινητών αξιών σύμφωνα με το ν. 3371/2005 είναι η εξής:

Ο εκδότης υποβάλλει αίτηση στο ΧΑ για την εισαγωγή των κινητών αξιών και παράλληλα υποβάλλει αίτηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και τη χορήγηση άδειας για διενέργεια δημόσιας εγγραφής, εφόσον απαιτείται.

✚ Το ΧΑ διαπιστώνει την κατ' αρχήν συνδρομή των εξής προϋποθέσεων εισαγωγής:

(i) εάν πληρούνται οι ελάχιστες προϋποθέσεις εισαγωγής που προβλέπονται στα άρθρα 3 έως 10 του ν. 3371/2005, και

(ii) εάν πληρούνται οι όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής που τίθενται από τον Κανονισμό του.

Στη συνέχεια ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για να προχωρήσει στον έλεγχο του ενημερωτικού δελτίου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει και εγκρίνει το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου και παρέχει την άδεια για τη διενέργεια δημόσιας εν/ραφής, εφόσον ζητείται. Στη συνέχεια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κοινοποιεί τις αποφάσεις της στο ΧΑ για να προχωρήσει στην έκδοση της σχετικής απόφασης περί εισαγωγής. Σημειώνεται ότι η απόφαση του ΧΑ για την εισαγωγή πρέπει να εκδοθεί το αργότερο μέσα σε ένα μήνα από την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου ή σε περίπτωση δημόσιας εγγραφής από την ολοκλήρωσή της. Η απόφαση αυτή κοινοποιείται στον εκδότη και δημοσιεύεται στο ημερήσιο δελτίο τιμών του ΧΑ.

Για να ληφθεί η τελική απόφαση από το ΧΑ για την εισαγωγή κινητών αξιών για διαπραγμάτευση στις αγορές του πρέπει σωρευτικά:

- να συντρέχουν οι ελάχιστες προϋποθέσεις εισαγωγής που προβλέπονται στα άρθρα 3 έως 10 του ν. 3371/2005,
- να πληρούνται οι όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής που τίθενται στον Κανονισμό του ΧΑ, και
- να έχει εγκριθεί το ενημερωτικό δελτίο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο νόμος ρυθμίζει τις ελάχιστες προϋποθέσεις οι οποίες πρέπει να πληρούνται προκειμένου να εισαχθούν κινητές αξίες σε οργανωμένη αγορά, ενώ ο Κανονισμός του ΧΑ ορίζει πρόσθετες και αυστηρότερες προϋποθέσεις, οι οποίες θεωρούνται αναγκαίες από την εκάστοτε διοίκηση του ΧΑ.

Ο Κανονισμός του ΧΑ προβλέπει σήμερα τις ακόλουθες κατηγορίες στις οποίες υπάγονται οι εισαγόμενες στην Αγορά Αξιών κινητές αξίες. Αυτές είναι:

Ο Κανονισμός του ΧΑ προβλέπει σήμερα τις ακόλουθες κατηγορίες στις οποίες υπάγονται οι εισαγόμενες στην Αγορά Αξιών κινητές αξίες. Αυτές είναι:

- 1) η κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης
- 2) η κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης
- 3) η κατηγορία Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων
- 4) η κατηγορία Σύνθετων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων
- 5) η κατηγορία Χαμηλής Διασποράς, Εμπορευσιμότητας και Ειδικών Χαρακτηριστικών
- 6) η κατηγορία Επιτήρησης

Επισημαίνεται επίσης ότι στον Κανονισμό του ΧΑ προβλέπονται επιπλέον των γενικών και ειδικές προϋποθέσεις, ανάλογα με τους εξής κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας, οι κινητές αξίες της οποίας εισάγονται προς διαπραγμάτευση:

- ασφαλιστικές εταιρείες
- κατασκευαστικές εταιρείες
- εταιρείες εμπορίας αυτοκινήτων.



Ειδικές ρυθμίσεις προβλέπονται τέλος στον Κανονισμό του ΧΑ σε ότι αφορά την εισαγωγή μετοχών αλλοδαπών εκδοτών και εκδοτών με μετοχές εισηγμένες σε άλλο χρηματιστήριο.

Σε κάθε περίπτωση, το ΧΑ (υπό την ιδιότητα του διαχειριστή των Αγορών Αξιών και Παραγώγων) δεν υποχρεούται να εγκρίνει συγκεκριμένη αίτηση εισαγωγής κινητών αξιών εάν κρίνει ότι δεν διασφαλίζονται η ορθή λειτουργία της οργανωμένης αγοράς ή τα συμφέροντα των επενδυτών, ανεξάρτητα από το εάν πληρούνται οι όροι και οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά, οι οποίοι προβλέπονται από τη νομοθεσία ή τον Κανονισμό του ΧΑ. (Κωδικοποιημένος Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004)

#### **4.9. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Οι μετοχές εισάγονται είτε στην κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης είτε στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης, επί τη βάση κριτηρίων που θεσπίζει ο Κανονισμός του ΧΑ. Ωστόσο, εφόσον συντρέξουν οι προβλεπόμενες στον Κανονισμό του ΧΑ προϋποθέσεις, ενδέχεται να ενταχθούν στην Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών ή στην Κατηγορία Επιτήρησης. (Κωδικοποιημένος Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004)

##### **4.9.1. Η κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης**

Για την πρωτογενή εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και την ένταξή τους στην κατηγορία της Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης πρέπει να πληρούνται σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

1) Η νομική κατάσταση του εκδότη πρέπει να είναι σύμφωνη προς τη νομοθεσία και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται όσον αφορά την ίδρυση και την καταστατική του λειτουργία.

2) Τα ίδια κεφάλαια του εκδότη πρέπει να είναι κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής τουλάχιστον τρία εκατομμύρια (3.000.000) ευρώ σε ενοποιημένη ή, σε περίπτωση που δεν ενοποιούνται άλλες εταιρείες, σε ατομική βάση. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει για την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισηγμένες.

3) Ο εκδότης πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει προς δημοσίευση τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της για τις τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο χρηματιστήριο, οι οποίες πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή λογιστή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, ισχύει το ίδιο για τις καταστάσεις αυτές αλλά και για τις καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, της τελευταίας πριν από την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί με απόφασή της να επιτρέπει κατόπιν σχετικού αιτήματος του ΧΑ την εισαγωγή μετοχών εταιρειών που έχουν δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες οικονομικές χρήσεις, εφόσον τούτο προβλέπεται σε ειδικό νόμο ή εφόσον μια τέτοια παρέκκλιση επιβάλλεται από ειδικούς λόγους που αφορούν την εταιρεία και η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε αυτό να είναι σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εταιρεία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή.

4) Η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τη νομοθεσία και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται

5) Οι μετοχές πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες, ενώ η εισαγωγή μετοχών των οποίων η κτήση υπόκειται σε έγκριση επιτρέπεται μόνο αν η εφαρμογή της σχετικής ρήτηρας για την έγκριση δεν διαταράσσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς.

6) Πρέπει να υφίσταται επαρκής διασπορά των μετοχών στο επενδυτικό κοινό, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης για την εισαγωγή των μετοχών στις κατηγορίες της Αγοράς Αξιών. Η διασπορά θεωρείται επαρκής σε δύο περιπτώσεις:

όταν οι μετοχές που πρόκειται να εισαχθούν κατανέμονται στο επενδυτικό κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου μετοχών της ίδιας κατηγορίας και ειδικότερα κατανέμονται σε τουλάχιστον δύο χιλιάδες (2.000) πρόσωπα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή

όταν, λόγω του μεγάλου αριθμού των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο ποσοστό, εφόσον για εκδότες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη του ενός δισεκατομμυρίου (1.000.000.000) ευρώ, κατανέμονται μετοχές κατά ποσοστό τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών σε δέκα χιλιάδες (10.000) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή.

Σημειώνεται ότι για την εκτίμηση της επάρκειας της διασποράς δεν λαμβάνονται υπόψη τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη που κατέχουν:

- μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου του
- διευθυντικά του στελέχη
- συγγενείς πρώτου βαθμού των υφιστάμενων μετόχων, που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα ποσοστό τουλάχιστον 5% του μετοχικού κεφαλαίου του, και των διευθυντικών στελεχών του
- υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές κατά το ημερολογιακό έτος που προηγείται της υποβολής της αίτησης, εκτός εάν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές ή εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών

7) Ο εκδότης πρέπει να εμφανίζει κατ' ελάχιστον κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας τριετίας ύψους τεσσάρων εκατομμυρίων (4.000.000) ευρώ και όχι λιγότερα από ένα εκατομμύριο (1.000.000) ευρώ ανά έτος, ή EBITDA (κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών, αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) τριετίας τουλάχιστον έξι εκατομμυρίων (6.000.000) ευρώ και όχι λιγότερο από ένα εκατομμύριο πεντακόσιες χιλιάδες (1.500.000) ευρώ ανά έτος, σε ενοποιημένη βάση ή σε εταιρική, εφόσον δεν ενοποιεί άλλες εταιρείες.

8) Ο εκδότης πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά, για όλα τα φορολογικά αντικείμενα, για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευτεί, κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης, οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, πλην της τελευταίας. Εφόσον ο εκδότης υποχρεούται να καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου καταλαμβάνει και τις εταιρείες που όφειλαν να περιληφθούν στην τελευταία πριν από την υποβολή της αίτησης ενοποίηση, με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις εκτός της τελευταίας. Αν ο εκδότης ή η εταιρεία που σύμφωνα με τα προαναφερθέντα πρέπει να ελεγχθεί φορολογικά δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο έλεγχος

διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό οίκο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές της υποχρεώσεις.

9) Ο εκδότης πρέπει να συμμορφώνεται προς τις ισχύουσες διατάξεις για την εταιρική διακυβέρνηση.

10) Οι μέτοχοι που κατά το χρόνο έγκρισης της εισαγωγής των μετοχών στην Αγορά Αξιών συμμετέχουν με ποσοστό μεγαλύτερο του 5% στο μετοχικό κεφάλαιο του εκδότη δύνανται να μεταβιβάσουν κατά το πρώτο έτος μετά την εισαγωγή μετοχές που αντιστοιχούν κατ' ανώτατο όριο σε ποσοστό 25% του συνόλου των μετοχών τους.

Ο περιορισμός αυτός δεν εφαρμόζεται σε:

- ✚ μεταβίβαση λόγω κληρονομικής ή οιονεί καθολικής διαδοχής ή κληροδοσίας,
- ✚ μεταβίβαση μεταξύ μετόχων που υπόκεινται στην ως άνω ρύθμιση,
- ✚ μεταβίβαση πακέτου μετοχών σε στρατηγικό επενδυτή, ο οποίος αναλαμβάνει ρητώς την υποχρέωση να μη μεταβιβάσει μετοχές καθ' υπέρβαση όσων ορίζονται σύμφωνα με τα προαναφερθέντα,
- ✚ μεταβίβαση σε μέλος του χρηματιστηρίου που ενεργεί ως Ειδικός Διαπραγματευτής.

11) Ο εκδότης υποχρεούται να ορίσει μέλος της Αγοράς Αξιών με δικαίωμα παροχής υπηρεσιών αναδόχου σε δημόσια προσφορά ως Ειδικό Σύμβουλο (sponsor) της εταιρείας για τα δύο έτη που ακολουθούν την αρχική εισαγωγή στην Οργανωμένη Αγορά. Ο Ειδικός Σύμβουλος οφείλει:

- ✚ να έχει λάβει άδεια Ειδικού Διαπραγματευτή για την εν λόγω μετοχή και να προβαίνει στην εισαγωγή Ζεύγους εντολών αγοράς και πώλησης,
- ✚ να εκδώσει μια ανάλυση για τον εκδότη με τη συμπλήρωση δώδεκα μηνών διαπραγματεύσεως στο ΧΑ, και
- ✚ να προβαίνει σε δύο παρουσιάσεις του εκδότη ετησίως σε επενδυτές στο ΧΑ.

Η εν λόγω προϋπόθεση δεν ισχύει σε περίπτωση που οι μετοχές της εταιρείας μεταφερθούν στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

Επισημαίνεται ακόμη ότι για την έγκριση εισαγωγής μετοχών εκδότη, το ΧΑ μπορεί:

αν κρίνει ότι η δραστηριότητα του εκδότη που έχει υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών του δεν παρουσιάζει συνοχή και πληρότητα, με αποτέλεσμα να δημιουργείται κίνδυνος για το επενδυτικό κοινό, να ζητήσει την εξαγορά συνδεδεμένων κατά την έννοια του άρθρου 42ε του κ. ν. 2190/1920 εταιρειών ή και εταιρειών που έχουν την ίδια μετοχική σύνθεση, από τον εκδότη ή την απορρόφηση συγκεκριμένων εταιρειών ή κλάδων των συνδεδεμένων κατά τα άνω με τον εκδότη που υπέβαλε την αίτηση εταιρειών ή ακόμη πρόσθετες διασφαλίσεις που θεωρεί απαραίτητες για την προστασία του συμφέροντος του επενδυτικού κοινού.

Να ζητά και να αξιολογεί πρόσθετα στοιχεία ως προς την καταλληλότητα των μετοχών του εκδότη για εισαγωγή τους στη συγκεκριμένη αγορά, ιδίως ως προς την οικονομική κατάστασή τους, τον κλάδο δραστηριότητας και την πορεία του, τη διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων και την ποιότητα των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης.

Τέλος, ορίζεται ότι σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς, η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο εκατομμύρια (2.000.000) ευρώ, προϋπόθεση που δεν ισχύει όμως σε περίπτωση δευτερογενούς ή παράλληλης εισαγωγής.

Η ένταξη των μετοχών στην κατηγορία της Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση, για την οποία απαιτείται απόφαση του ΧΑ που λαμβάνεται εντός των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, εκτός εάν ορίζεται από το ΧΑ διαφορετική ημερομηνία μετά από σχετική ανακοίνωση. (Κωδικοποιημένος Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004)

#### **4.9.2. Η κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης**

Για την πρωτογενή εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών και την ένταξή τους στην κατηγορία της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης πρέπει να πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις για την ένταξή τους στην κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης και επιπλέον οι ακόλουθες προϋποθέσεις (οι οποίες υπολογίζονται σε ενοποιημένη ή ατομική βάση, ανάλογα με την περίπτωση):

1) τα ίδια κεφάλαια του εκδότη θα πρέπει να ανέρχονται σε τουλάχιστον δεκαπέντε εκατομμύρια (15.000.000) ευρώ κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής

2) τα κέρδη προ φόρων τριετίας θα πρέπει να ανέρχονται σε δώδεκα εκατομμύρια (12.000.000) ευρώ και όχι λιγότερα από τρία εκατομμύρια (3.000.000) ευρώ ετησίως, ή EBITDA τριετίας τουλάχιστον δεκαέξι εκατομμυρίων (16.000.000) ευρώ και όχι λιγότερα από τέσσερα εκατομμύρια (4.000.000) ευρώ ετησίως

3) το ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης του εκδότη πρέπει να ανέρχεται σε τουλάχιστον εκατόν πενήντα εκατομμύρια (150.000.000) ευρώ, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της δημόσιας προσφοράς.

Η ένταξη των μετοχών στην κατηγορία της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση, για την οποία απαιτείται απόφαση του ΧΑ που λαμβάνεται εντός των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, εκτός εάν ορίζεται από το ΧΑ διαφορετική ημερομηνία μετά από σχετική ανακοίνωση. (Κωδικοποιημένος Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004)

#### **4.9.3. Η κατηγορία Επιτήρησης**

Στην κατηγορία Επιτήρησης εντάσσονται οι μετοχές του εκδότη εφόσον συντρέχει ένα από τα ακόλουθα κριτήρια:

ο εκδότης παρουσιάζει αρνητική καθαρή θέση,

ο εκδότης εμφανίζει ζημίες κατά τη χρήση μεγαλύτερες από το τριάντα τοις εκατό (30%) της καθαρής θέσης χωρίς παράλληλα να έχει προχωρήσει σε πρόσκληση Γενικής Συνέλευσης για την αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου,

ο εκδότης έχει σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές,

έχει κατατεθεί αίτηση για την υπαγωγή του εκδότη στις διατάξεις περί υπαγωγής σε καθεστώς πτώχευσης σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 44 έως 46 του ν.1892/1990 βάσει ανακοινώσεων ή γεγονότων δημιουργούνται σοβαρές αμφιβολίες ή αβεβαιότητα ως προς το εάν ο εκδότης μπορεί να συνεχίσει την επιχειρηματική του δραστηριότητα.

Περαιτέρω, στην κατηγορία Επιτήρησης εντάσσονται μετοχές εκδοτών εφόσον διαπιστωθούν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:

ασαφείς ή αρνητικές διατυπώσεις στο πιστοποιητικό του ορκωτού ελεγκτή, ελλείψεις στις περιοδικές ή ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, ελλιπής ή εσφαλμένη εφαρμογή των υποχρεώσεων κατάρτισης ή δημοσιοποίησης της ετήσιας ή εξαμηνιαίας οικονομικής έκθεσης ή των τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων σε σχέση με τα προβλεπόμενα

από την ισχύουσα νομοθεσία μη συμμόρφωση των εκδοτών προς τη νομοθεσία για την εταιρική διακυβέρνηση ή ύπαρξη σοβαρών ελλείψεων κατά την εφαρμογή της.

Η ένταξη στην κατηγορία Επιτήρησης μετά από διαπίστωση των ως άνω λόγων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή μετά από αίτημά της, πραγματοποιείται από το ΧΑ την επόμενη συνεδρίαση από τη γνωστοποίηση σε αυτό της ανωτέρω διαπίστωσης ή αιτήματος.

Κατά τη διαμόρφωση της κρίσης του για την υπαγωγή ή όχι στην κατηγορία Επιτήρησης, το ΧΑ μπορεί να συνεκτιμά στοιχεία που έχουν γνωστοποιηθεί από τον εκδότη και τα οποία αιτιολογούν επαρκώς την πλήρωση ή μη των κριτηρίων ένταξης.

Για την έξοδο των μετοχών από την κατηγορία Επιτήρησης θα πρέπει να πληρούνται σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- 1) να έχουν αρθεί οι λόγοι ένταξης στην κατηγορία αυτή,
- 2) να μη συντρέχει κατά το χρόνο εξέτασης κάποιο από τα κριτήρια ένταξης στη εν λόγω κατηγορία
- 3) το πιστοποιητικό ελέγχου που συνοδεύει τις οικονομικές καταστάσεις να είναι με σύμφωνη γνώμη.

Με την έξοδό τους από την κατηγορία Επιτήρησης, οι μετοχές του εκδότη εντάσσονται στην κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης ή στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης ανάλογα με τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν. Η εν λόγω κατάταξη γίνεται κατά την πρώτη τακτική αναθεώρηση μετά την έξοδο των μετοχών από την κατηγορία Επιτήρησης. Κατά τη διαμόρφωση της κρίσης του για την αναθεώρηση της ένταξης ή μη στην κατηγορία Επιτήρησης, το ΧΑ λαμβάνει υπόψη τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και της προστασίας των επενδυτών. (Κωδικοποιημένος Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004).

#### **4.10. Η έννοια των χρηματιστηριακών δεικτών**

Η δημιουργία των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών επέβαλλε την καθιέρωση κάποιων μέτρων τα οποία έχουν την δυνατότητα να μετράνε τις γενικές τάσεις και διαθέσεις ολόκληρης της αγοράς. Η μέτρηση των μεταβολών των χρηματιστηριακών αγορών γίνεται με την παρακολούθηση των μεταβολών των τιμών των μετοχών, που διαπραγματεύονται σ' αυτή. Αντί να παρακολουθούνται οι μεταβολές του συνόλου των μετοχών παρακολουθείται η μεταβολή ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος μετοχών. Σε ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα συνήθως οι μετοχές που περιλαμβάνονται σ' αυτό παρουσιάζουν μεγάλη συχνότητα συναλλαγών δηλαδή υψηλή εμπορευσιμότητα. Οι τιμές των μετοχών που επιλέγονται συγχωνεύονται σ' ένα μοναδικό αριθμό, ο οποίος δείχνει τη σχετική μεταβολή των τιμών μεταξύ δυο χρονικών σημείων (ημέρες, μήνες, έτη, κτλ.) και ονομάζεται χρηματιστηριακός δείκτης. Αυτά τα μέτρα έχουν σκοπό να αντικατοπτρίζουν όσο το δυνατόν καλύτερα την γενική συμπεριφορά της αγοράς και να συνεισφέρουν στην εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων και των κινδύνων των διαφόρων τίτλων. Ένας χρηματιστηριακός δείκτης δεν είναι τίποτε άλλο παρά ένα καλάθι επιλεγμένων μετοχών από το σύνολο των εταιρειών που είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά όπου σκοπός είναι ύπαρξη ενός αξιόπιστου μέτρου καταγραφής των τάσεων των μετοχών.

Για την κατάρτιση ενός χρηματιστηριακού δείκτη πρέπει να ληφθούν υπόψη τρία πράγματα (Βούλγαρη, 2002):

**Το μέγεθος:** Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μετοχών, που περιλαμβάνονται σ' ένα δείκτη, τόσο πιο αντιπροσωπευτικός είναι ο δείκτης της τάσης της αγοράς.

**Το είδος των μετοχών:** Για να είναι αντιπροσωπευτικός ο δείκτης, πρέπει να περιέχει μετοχές Α.Ε. απ' όλους τους κλάδους, ώστε να μην επηρεάζεται από τις μεταβολές ενός μοναδικού κλάδου. Οι μετοχές πρέπει να είναι υψηλής ποιότητας και να έχουν ικανοποιητική διασπορά. Μετοχές με μικρή διασπορά αποκλείονται, γιατί η τιμή τους εξαρτάται από λίγους μετόχους και όχι από την προσφορά και τη ζήτηση στη χρηματιστηριακή αγορά.

**Η στάθμιση:** Η στάθμιση ενδείκνυται ώστε κάθε μετοχή να συμμετέχει στο δείκτη ανάλογα με τη συμμετοχή της και τη σπουδαιότητα της στη χρηματιστηριακή αγορά.

Συνήθως η στάθμιση γίνεται με βάση τη χρηματιστηριακή αξία κάθε μετοχής.

Οι δείκτες, ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες (Γκλεζάκος, 2007), ανάλογα με τις μετοχές που εκφράζουν και τον τρόπο με τον οποίο υπολογίζονται οι τιμές τους. Ειδικότερα, με βάση το πρώτο κριτήριο κατατάσσονται κυρίως σε κλαδικούς, γενικούς και ειδικούς, ενώ με βάση το δεύτερο κριτήριο διακρίνονται σε σταθμισμένους και απλούς.

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες λοιπόν από την άποψη του τρόπου κατασκευής τους, διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

- ❖ Στους χρηματιστηριακούς δείκτες οι οποίοι είναι απλοί αριθμητικοί μέσοι όροι των τιμών των μετοχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή τους.
- ❖ Στους χρηματιστηριακούς δείκτες οι οποίοι είναι σταθμικοί μέσοι όροι των τιμών των μετοχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή τους, με συντελεστές στάθμισης την κεφαλαιοποίηση της κάθε μετοχής.

Το δεύτερο κριτήριο με βάση το οποίο κατηγοριοποιούνται οι χρηματιστηριακοί δείκτες είναι το είδος των μετοχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή τους. Από αυτήν την άποψη, οι χρηματιστηριακοί δείκτες διακρίνονται σε:

- Κλαδικούς

Σε αυτήν την κατηγορία δεικτών ανήκουν εκείνοι που περιλαμβάνουν μετοχές που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Για παράδειγμα, ο FTSE/XA τραπεζών είναι ένας δείκτης που ανήκει σε αυτήν την κατηγορία και περιλαμβάνει τις μετοχές των τραπεζών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Οι γενικοί δείκτες, αναφέρονται στο σύνολο των εισηγμένων εταιρειών μιας χρηματιστηριακής αγοράς, όπως π.χ. ο Γενικός Δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.).

Οι ειδικοί δείκτες, εκφράζουν το επίπεδο τιμών και τις τάσεις των επιχειρήσεων που κατατάσσονται σε ομάδες με βάση διακλαδικά κριτήρια, όπως το μέγεθος (δείκτες μικρών, μεσαίων κτλ. επιχειρήσεων), την επικινδυνότητα των επιχειρήσεων στις οποίες αναφέρονται (όπως π.χ. ο Δείκτης Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας του Χρηματιστηρίου Αθηνών).

Από τις κατηγορίες των δεικτών που διαμορφώνονται με βάση τον τρόπο υπολογισμού τους, οι κυριότερες είναι οι εξής:

- ✚ Δείκτες σταθμισμένοι με την αξία των μετοχών που μετέχουν σε αυτούς.
- ✚ Δείκτες οι οποίοι υπολογίζονται ως απλοί αριθμητικοί μέσοι των τιμών των μετοχών που μετέχουν σε αυτούς και
- ✚ Δείκτες που σταθμίζονται με βάση τις τιμές των μετοχών που μετέχουν σε αυτούς.

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες με βάση την σύνθεση τους χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες (Κυπριώτης, 2007):

Δείκτες στενής βάσης «Narrow based indexes» που καταρτίζονται με μικρό αριθμό εταιρειών. Ο αντιπροσωπευτικός δείκτης αυτής της κατηγορίας είναι ο γνωστός Αμερικάνικος Δείκτης «Dow Jones» ο οποίος συγκροτείται μόνο από τις 30 μεγαλύτερες βιομηχανικές εταιρείες σε σχέση με τις χιλιάδες που διαπραγματεύονται στην αμερικάνικη χρηματαγορά. Ο γενικός δείκτης του Χ.Α.Α. ο οποίος καταρτίζεται από 60 μετοχές.

Δείκτες που περιλαμβάνουν μετοχές ενός συγκεκριμένου εύρους κεφαλαιοποίησης. Σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν δείκτες που περιλαμβάνουν μετοχές που έχουν παρόμοια κεφαλαιοποίηση. Παραδείγματα δεικτών αυτής της κατηγορίας αποτελούν ο Δείκτης FTSE/ASE 20 (περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση), ο Δείκτης FTSE/ASE Mid Cap 40 (περιλαμβάνει 40 μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης) και FTSE/ASE Small Cap 80 (περιλαμβάνει 80 μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης) του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

#### **4.11. Δείκτες στην Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά**

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν κατασκευαστεί δείκτες από τρεις φορείς:

Από το ίδιο το Χρηματιστήριο Αθηνών

Από το Χρηματιστήριο Αθηνών σε συνεργασία με τον οργανισμό «Financial Times International».

Από την EFG Eurobank Χρηματιστηριακή.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών καταρτίζει τους εξής τέσσερις δείκτες:

- Το Γενικό Δείκτη
- Το Δείκτη Συνολικής Απόδοσης Γενικού Δείκτη
- Το Δείκτη Όλων των Μετοχών
- Το Δείκτη Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Και οι τέσσερις παραπάνω δείκτες ως προς τον τρόπο κατασκευής τους αποτελούν σταθμικούς μέσους όρους.

Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών αποτελείται από 60 μετοχές. Για να συμπεριληφθεί μια μετοχή στο δείκτη λαμβάνονται υπόψη δύο κριτήρια:

- Η μέση χρηματιστηριακή αξία
- Η αξία συναλλαγών

Οι μετοχές που συμμετέχουν στο Γενικό Δείκτη είναι οι μετοχές που έχουν την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση και παράλληλα πραγματοποιούν τον υψηλότερο όγκο συναλλαγών.

Ο Γενικός Δείκτης όσον αφορά τον υπολογισμό του αποτελεί ένα σταθμικό μέσο όρο των τιμών των μετοχών, με συντελεστές στάθμισης την κεφαλαιοποίηση (χρηματιστηριακή αξία) κάθε μετοχής. Η κάθε μετοχή συμμετέχει στο δείκτη με το 100% της χρηματιστηριακής της αξίας. Η βάση του δείκτη είναι η 31.12.1980, και η τιμή βάσης είχε τεθεί στις 100 μονάδες. Αυτό σημαίνει ότι εάν κάποιος είχε τοποθετήσει 100 ευρώ στις 31.12.1980, την 13.2.2009 που ο δείκτης έκλεισε στις 1.727,98 μονάδες θα είχε, εάν ρευστοποιούσε το χαρτοφυλάκιο του 1.727,98 ευρώ, θα είχε δηλαδή μια συνολική απόδοση για όλο το προηγούμενο χρονικό διάστημα 1.627,98 %.

Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η παραπάνω απόδοση δεν λαμβάνει υπόψη τα μερίσματα τα οποία εισπράχτηκαν κατά το χρονικό αυτό διάστημα από τις μετοχές, γιατί όπως είναι γνωστό οι τιμές των μετοχών δεν προσαρμόζονται μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Για την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος έχει κατασκευαστεί ο Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Γενικού Δείκτη. Ο δείκτης αυτός είναι όμοιος με το Γενικό Δείκτη, με τη μόνη διαφορά ότι κάθε φορά που μια μετοχή καταβάλλει μέρισμα, ο δείκτης προσαρμόζεται για να συμπεριλάβει την αξία του μερίσματος. Έτσι ο δείκτης αυτός δείχνει με ακριβέστερο τρόπο τη συνολική απόδοση από την επένδυση σε ένα χαρτοφυλάκιο με τη σύνθεση του Γενικού Δείκτη, απεικονίζοντας όχι μόνο τα κεφαλαιακά κέρδη (όπως γίνεται με το Γενικό Δείκτη) αλλά και το εισόδημα (μερίσματα) που καταβάλλεται περιοδικά από τις μετοχές, καθώς και την επανεπένδυση αυτών των μερισμάτων σε μετοχές του δείκτη, σε ίδια ποσοστά με τη σύνθεσή του.

Στο Δείκτη Όλων των Μετοχών συμμετέχουν όλες οι μετοχές που γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Έτσι, ενώ ο Γενικός Δείκτης δείχνει την απόδοση των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης, ο Δείκτης Όλων των Μετοχών δείχνει την απόδοση όλων των μετοχών (υψηλής, μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης) που γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τέλος, ο Δείκτης Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας περιλαμβάνει μετοχές που παρουσιάζουν υψηλό όγκο συναλλαγών. Τα κριτήρια για τη συμμετοχή στο δείκτη είναι:

Να έχει σταθμισμένη κυκλοφοριακή ταχύτητα άνω του 200%. Η σταθμισμένη κυκλοφοριακή ταχύτητα προσδιορίζεται ως η αξία των συναλλαγών της μετοχής, προς την αξία των μετοχών που ευρίσκονται σε ευρεία διασπορά.

Οι μετοχές που καλύπτουν το προηγούμενο κριτήριο, εισάγονται κατά σειρά, μέχρι να συμπληρωθεί ο αριθμός 20.

Εάν οποιαδήποτε μετοχή που συμμετέχει στο δείκτη κατέχει ποσοστό συμμετοχής μεγαλύτερο του 8% θα υπολογίζεται συντελεστής στάθμισης των μετοχών της, έτσι ώστε το ποσοστό συμμετοχής της να αντιστοιχεί σε 8% της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας του δείκτη. (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012)



#### 4.12. Χρησιμότητα των Χρηματιστηριακών Δεικτών

Οι κύριοι λόγοι ύπαρξης ενός χρηματιστηριακού δείκτη είναι οι εξής (Κίοχος κ.α., 2001):

1. Επιτρέπουν στους επενδυτές να αντιλαμβάνονται άμεσα και καθαρά τις μεταβολές στο επίπεδο τιμών της αγοράς. Οι εκφράσεις «ο δείκτης πήγε πάνω» ή «ο δείκτης έπεσε» είναι ισοδύναμες με διαπιστώσεις ότι η αγορά κινήθηκε ανοδικά ή καθοδικά και επομένως η αξία των χαρτοφυλακίων τους επηρεάστηκε αντίστοιχα.

2. Καταγραφή της πορείας των αποδόσεων της αγοράς (μετοχές, ομολογίες, εμπορεύματα κτλ.).

3. Οι μεταβολές του χρηματιστηριακού δείκτη στο μεσομακροπρόθεσμο διάστημα θα πρέπει να απεικονίζουν το σφυγμό και την πορεία της ελληνικής οικονομίας.

4. Η βοήθεια στην αξιολόγηση και στον έλεγχο μιας σειράς κυβερνητικών και επιχειρηματικών ενεργειών, όπως π.χ. :

i. Οι μεταβολές των επιτοκίων των τίτλων του δημοσίου.

ii. Οι κυβερνητικές αποφάσεις για κλαδικά θέματα.

iii. Η φορολόγηση των αποδόσεων των μετοχών και των αμοιβαίων κεφαλαίων.

iv. Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων κτλ.

5. Οι δείκτες διευκολύνουν τον εντοπισμό και τη μελέτη των παραμέτρων που επηρεάζουν τις τιμές των τίτλων, δεδομένου ότι οι διαδοχικές τιμές τους ποσοτικοποιούν την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και έτσι καθιστούν δυνατή την εφαρμογή μεθόδων ποσοτικής ανάλυσης στα πλαίσια διερεύνησης της σχέσης τους με άλλες ποσοτικοποιημένες παραμέτρους, όπως π.χ. τα επιτόκια, οι ρυθμοί ανάπτυξης των οικονομιών, ο πληθωρισμός, οι ισοτιμίες, τα οικονομικά μεγέθη των εισηγμένων επιχειρήσεων κτλ.

6. Η αξιολόγηση των αποδόσεων των διαφόρων χαρτοφυλακίων. Η αξιολόγηση της απόδοσης ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου κρίνεται ως ικανοποιητική από τη στιγμή που υπερβαίνει την απόδοση του Γενικού Δείκτη. Η σύγκριση αυτή βοηθά τους μεριδιούχους ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τους μετόχους μιας επενδυτικής εταιρείας να αξιολογήσουν τον τρόπο διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των εταιρειών στις οποίες έχουν επενδύσει. Επίσης με τον ίδιο τρόπο βοηθά την αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων που δημιουργούν διάφοροι επενδυτές για δική τους χρήση.

7. Η σύγκριση της μεταβολής του Δείκτη Τιμών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου σε σχέση με τις μεταβολές των δεικτών στα διεθνή χρηματιστήρια. Η σύγκριση αυτή καθίσταται ολοένα και πιο αναγκαία, όσο πιο έντονη γίνεται η κινητικότητα των κεφαλαίων μεταξύ των διεθνών κεφαλαιαγορών.

8. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες δίνουν τη δυνατότητα επένδυσης στην πορεία της αγοράς ως συνόλου, μέσω των χρηματιστηρίων παραγώγων.

Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων χρησιμοποιούνται δείκτες για τις συναλλαγές σε «Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης», «Futures», «Δικαιώματα», «Options» κτλ.

Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. υπάρχουν τα εξής παράγωγα βασισμένα σε χρηματιστηριακούς δείκτες:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/X.A. 20.
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/X.A. Mid 40.

- δικαιώματα Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/X.A. 20.
- Δικαιώματα Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/X.A. Mid 40.

9. Τέλος, μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, η λειτουργία των οποίων βασίζεται σε χρηματιστηριακό δείκτη. Το Χρηματιστήριο Αθηνών με τον Οίκο FTSE στις 13 Σεπτεμβρίου 2007 επέλεξε τον Όμιλο Alpha Bank ανάμεσα από τις 7 υποψήφιες εταιρείες-εκδότες με βάση κάποια βασικά κριτήρια. Έτσι ο Όμιλος Alpha Bank επελέγη για την έκδοση του πρώτου Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου (\*AK) στο δείκτη FTSE/X.A. 20, που έχει εισαχθεί στο Χ.Α.Α. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών ενδιαφέρουν τους επενδυτές, καθότι τους δίνουν πληροφορίες για την απόδοση των χρηματιστηριακών τίτλων σε σχέση με τους επενδυτικούς τους στόχους και το χρονικό ορίζοντα που έχει επιλέξει ο καθένας για την υλοποίησή τους.

#### **4.13. Ο δείκτης Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.Α.**

### **Παρουσίαση του Δείκτη FTSE/Athex 20**

Οι 20 μετοχές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση της κατηγορίας Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης («Big Cap») απαρτίζουν τον Δείκτη FTSE/Athex 20 (δείκτης υψηλής κεφαλαιοποίησης). Ο Δείκτης FTSE/XA 20 δημιουργήθηκε στις 23 Σεπτεμβρίου 1997 με τιμή βάσης 1.000 μονάδες από το διεθνή οργανισμό «FTSE International» και το Χ.Α.Α.

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει με ακρίβεια της κινήσεις τις αγορές και χρησιμοποιείται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων για την αξιολόγηση της απόδοσης των επενδύσεών τους «benchmark», αλλά και για τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, η λειτουργία των οποίων βασίζεται σε χρηματιστηριακό δείκτη. Επίσης, ο δείκτης αυτός σχεδιάστηκε για να υποστηρίξει τη λειτουργία της αγοράς παραγώγων, με την εισαγωγή προϊόντων που θα βασίζονται στο FTSE/ASE-20.

Ο σχεδιασμός και η λειτουργία του βασίζονται σε αυστηρές προδιαγραφές, ώστε να αντικατοπτρίζει με πιστότητα την πορεία 20 εταιρειών από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Οντας ένα πρωτοποριακό επενδυτικό εργαλείο στο χώρο των δεικτών και δεδομένου του μικρού αριθμού μετοχών που τον απαρτίζουν έχει πλέον καθιερωθεί ευρέως ως μέσο για την αξιολόγηση της απόδοσης επενδύσεων, αλλά και ως βάση για τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία στηρίζονται αποκλειστικά σε δείκτες, warrants, καθώς και αμοιβαία κεφάλαια.

Οι εταιρείες που διαμορφώνουν τον δείκτη FTSE/ATHEX 20 είναι «Coca Cola» «HBC», Εθνική Τράπεζα, ΟΠΑΠ, ΟΤΕ, Τράπεζα Κύπρου, ΔΕΗ, «Alpha Bank», «Eurobank EFG», Ελληνικά Πετρέλαια, Τιτάν, Τράπεζα Πειραιώς, «Marfin Popular Bank», Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Μότορ Όιλ, Βιοχάλκο, Αγροτική Τράπεζα, «Jumbo», Ελλάκτωρ, «Marfin Investment Group», Μυτιληναίος. (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012).

	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	ΣΥΜΜΕΤ ΟΧΗ
ΑΛΦΑ	673.179.756,48	4,8
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	333.121.731,97	2,37
ΔΕΗ	439.640.000,00	3,13
ΕΕΕΚ	2.140.636.477,28	15,26
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	177.886.319,57	1,27
ΕΛΠΕ	531.805.221,90	3,79
ΕΤΕ	2.179.886.298,96	15,54
ΕΡΥΩΒ	331.769.056,20	2,37
ΚΥΠΡΟΥ	833.169.484,70	5,94
ΜΑΡΦΙΝ	410.833.192,29	2,93
ΜΙΓ	254.208.301,05	1,81
ΜΟΗ	344.535.067,80	2,46
ΜΠΕΛΑ	360.589.660,50	2,57
ΜΥΤΙΑ	266.568.165,36	1,9
ΟΠΑΠ	1.770.450.000,00	12,62
ΟΤΕ	1.169.008.677,77	8,33
ΠΕΙΡ	377.297.766,12	2,69
ΤΙΤΚ	1.088.137.580,16	7,76
ΤΤ	69.551.928,20	0,5
ΦΦΓΚΡΠ	274.487.661,00	1,96

**Πίνακας 3: Οι εταιρείες του Δείκτη FTSE/Athex 20/Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012**

Ο κλάδος των τραπεζών με την παρουσία των 8 μεγαλύτερων εισηγμένων ελληνικών τραπεζών επηρεάζουν -με συμμετοχή 55,52% στο δείκτη-την πορεία του.

Τράπεζες (8 Εταιρίες)	55,52%
Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (1 Εταιρίες)	5,91%
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών (2 Εταιρίες) 3,61%	3,61%
Ταξίδια & Αναψυχή (2 Εταιρίες) 13,23%	13,23%
Πρώτες Ύλες (1 Εταιρίες) 1,04%	1,04%
Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες (1 Εταιρίες) 0,91%	0,91%
Υπηρεσίες Κοινής φέλειας (1 Εταιρίες) 2,56%	2,56%
Τρόφιμα & Ποτά (1 Εταιρίες) 3,87%	3,87%
Πετρέλαιο & Αέριο (2 Εταιρίες) 2,59%	2,59%
Τηλεπικοινωνίες (1 Εταιρίες) 10,76%	10,76%
ΣΥΝΟΛΟ 100,00	100

**Πίνακας 4: Η συμμετοχή των κλάδων των εταιρειών στην διαμόρφωση του Δείκτη FTSE/Athex 20/Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012**

Παρατηρούμε ότι την μεγαλύτερη επιρροή στον δείκτη την έχουν οι κλάδοι των Τραπεζών, Ταξίδια και Αναψυχή και οι Τηλεπικοινωνίες, αυτοί οι κλάδοι όπως είχαμε δει και προηγουμένως έχουν την μεγαλύτερη επιρροή και στον γενικό δείκτη.

#### **Κριτήρια συμμετοχής στους δείκτες FTSE/Athex 20**

Για την πρωτογενή εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών και την ένταξή τους στην κατηγορία της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης πρέπει να πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις για την ένταξή τους στην κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης και επιπλέον οι ακόλουθες προϋποθέσεις (οι οποίες υπολογίζονται σε ενοποιημένη ή ατομική βάση, ανάλογα με την περίπτωση):

1) τα ίδια κεφάλαια του εκδότη θα πρέπει να ανέρχονται σε τουλάχιστον δεκαπέντε εκατομμύρια (15.000.000) ευρώ κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής

2) τα κέρδη προ φόρων τριετίας θα πρέπει να ανέρχονται σε δώδεκα εκατομμύρια (12.000.000) ευρώ και όχι λιγότερα από τρία εκατομμύρια (3.000.000) ευρώ ετησίως, ή EBITDA τριετίας τουλάχιστον δεκαέξι εκατομμυρίων (16.000.000) ευρώ και όχι λιγότερα από τέσσερα εκατομμύρια (4.000.000) ευρώ ετησίως

3) το ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης του εκδότη πρέπει να ανέρχεται σε τουλάχιστον εκατόν πενήντα εκατομμύρια (150.000.000) ευρώ, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της δημόσιας προσφοράς.

Η ένταξη των μετοχών στην κατηγορία της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση, για την οποία απαιτείται απόφαση του ΧΑ που λαμβάνεται εντός των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, εκτός εάν ορίζεται από το ΧΑ διαφορετική ημερομηνία μετά από σχετική ανακοίνωση. (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012).

### Μέθοδος Υπολογισμού του Δείκτη FTSE/Athex 20

Οι δείκτες θα χρησιμοποιούν τις τελευταίες τιμές κλεισίματος των μετοχών. Οι δείκτες θα υπολογίζονται κάθε λεπτό κατά τις ώρες λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών χρησιμοποιώντας την τρέχουσα τιμή «real time». Η τιμή των δεικτών θα απεικονίζεται με δύο δεκαδικά ψηφία. Οι δείκτες υπολογίζονται με βάση τον παρακάτω μαθηματικό τύπο:

$$1/d \sum(\chi_i * w_i * f_i)$$

όπου :

$$i=1, 2, \dots, 20$$

$\chi_i$  = Η τιμή κλεισίματος της μετοχής την προηγούμενη ημέρα.

$n$  = Ο αριθμός των αξιών που συμπεριλαμβάνονται στον Δείκτη

$w_i$  = Το ποσοστό συμμετοχής για κάθε συμμετέχουσα αξία. (Κάθε αξία αντιστοιχεί σε ποσό κεφαλαίου κοινών μετοχών που έχουν εκδοθεί από την εταιρία)

$d$  = Ο παρονομαστής (ένας αριθμός ο οποίος εκπροσωπεί το σύνολο του εκδοθέντος κεφαλαίου του Δείκτη κατά την ημερομηνία βάσης και ο οποίος μπορεί να προσαρμοστεί για να ενσωματώσει αλλαγές στο εκδοθέν κεφάλαιο συμμετεχουσών μετοχών χωρίς να τροποποιείται η τιμή του Δείκτη.

$f_i$  = Παράγοντας που εφαρμόζεται σε κάθε αξία ώστε να παρέχει μετατροπή στο ποσοστό συμμετοχής (αυτός ο παράγοντας είναι συνήθως 1). Ο Παράγοντας Συγκράτησης του Ποσοστού Συμμετοχής δημοσιεύεται από την εταιρία FTSE. (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 2012)

### Ιστορικές Τιμές του Δείκτη FTSE/Athex 20

Από την γενική εικόνα εξέλιξης του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης κατά την τελευταία 10ετία (Διάγραμμα 1.1.) θα αναλύσουμε τα σημεία ανακάμψεων και μεταβολών, δίνοντας ερμηνείες της συνολικής οικονομικής κατάστασης της ελληνικής οικονομίας μέσα στο ευρωπαϊκό και παγκόσμιο πλαίσιο χρηματοοικονομικών γεγονότων.



Εικόνα 6

Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά την περίοδο 2000-2011



**Εικόνα 7: Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2000/Πηγή: capital.gr**

Το 2000 ήταν για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μια χρονιά ανάπτυξης και ωρίμανσης, στο πλαίσιο μιας εθνικής οικονομίας που πλέον χαρακτηριζόταν από συνεχή σταθερότητα και μακρόχρονη ανάπτυξη. Η υγιής οικονομική και δημοσιονομική πολιτική των τελευταίων ετών οδήγησαν την ένταξη της Ελλάδος στην Ευρωζώνη από την 1η Ιανουαρίου 2001, ύστερα από απόφαση που ελήφθη κατά τη Σύνοδο Κορυφής στη «Feira» στις 19 Ιουνίου 2000. Η ισοτιμία της Δραχμής έναντι του Ευρώ ορίσθηκε στις 340,75 Δρχ.

Το 2000 υπήρξε έτος ανάπτυξης για το ΧΑΑ, κυρίως όσον αφορά την εισαγωγή νέων εταιριών και την άντληση κεφαλαίων από το σύνολο των εισηγμένων.

Το 2000 ήταν έτος κατά το οποίο το ΧΑΑ μετεβλήθη από Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου σε Ανώνυμη Εταιρία.

Οι δείκτες, δεν αποτέλεσαν εξαίρεση σε μια διεθνώς πτωτική αγορά, ακολούθησαν φθίνουσα πορεία, ύστερα από την εξαιρετικά μεγάλη άνοδο του 1999.

Οι δείκτες των μετοχών των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιριών σημείωσαν κατά το 2000 πτώση η οποία επήλθε σταδιακά καθ. όλη τη διάρκεια του έτους.

Η διακυμάνσεις και η εξέλιξη του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 ακολούθησε μια πτωτική πορεία καθ' όλο το 2000. Η Τιμή του δείκτη στην αρχή του έτους ήταν 3000 μονάδες και τέλος του έτους 1980 μονάδες. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2001)

## 2003



**Εικόνα 8: Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2003 /**

**Πηγή: capital.gr**

Οι τιμές των μετοχών στα χρηματιστήρια των χωρών της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να ακολουθούν καθοδική πορεία μέχρι τα μέσα Μαρτίου του 2003, λόγω της αναθεώρησης προς τα κάτω των προσδοκιών της αγοράς για ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Η μείωση των τιμών των μετοχών συνδεόταν επίσης με εξωτερικές επιδράσεις, όπως αβεβαιότητα για την παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη, ανησυχίες για τον πόλεμο στο Ιράκ και επιδράσεις από τις χρηματιστηριακές εξελίξεις στις ΗΠΑ.

Οι εξελίξεις του ΧΑΑ επηρεάστηκαν από ανάλογες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ, όπου οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν πτώση και υψηλή μεταβλητότητα από τις αρχές του χρόνου μέχρι τα μέσα Μαρτίου, κυρίως λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων καθώς και της προς τα κάτω αναθεώρησης των προβλέψεων για την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ το 2003. Στη συνέχεια οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν αξιόλογη ανάκαμψη λόγω της υποχώρησης των γεωπολιτικών εντάσεων. Επιπρόσθετα, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκε ευνοϊκά από την άνοδο της κερδοφορίας (12%) των ελληνικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ. Το θετικό επενδυτικό κλίμα συνετέλεσε ώστε η συναλλακτική δραστηριότητα να παρουσιάσει σημαντική άνοδο. Έτσι, για το έτος 2003, η συνολική αξία των συναλλαγών ανήλθε σε 34,90 δισ. ευρώ, έναντι 24,80 δισ. ευρώ το 2002, σημειώνοντας άνοδο κατά 40,84%.

Η διακυμάνσεις και η εξέλιξη του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 ακολούθησε μια πορεία ανόδου καθ' όλο το 2003. Η Τιμή του δείκτη στην αρχή του έτους ήταν 880 και τέλος του έτους 1169.79. Κατά την διάρκεια του 2003 η τιμή του δείκτη είχε φτάσει σε μικρότερο σημείο ανάκαμψης του, στην τιμή των 700 μονάδων. Η ανάκαμψη οφειλόταν στις γεωπολιτικές εξελίξεις, την προς τα κάτω αναθεώρηση των προβλέψεων για την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2004)

## 2006



**Εικόνα 9: Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2006 /  
Πηγή: capital.gr**

Η χρήση που έληξε την 31/12/2006 είναι η έκτη που λειτούργησε η «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ, ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ & ΚΑΤΑΧΩΡΗΣΗΣ» (ΕΧΑΕ) ως επικεφαλής (μητρική) εταιρεία. Το 2006 υπήρξε μια εξαιρετική χρονιά για τον Όμιλο εταιρειών «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ». Κατά τη διάρκεια του έτους ολοκληρώθηκε μια σειρά ενεργειών, που είχαν ξεκινήσει από το 2005, που απέβλεπαν στη θωράκιση του θεσμικού και κανονιστικού πλαισίου που ρυθμίζει τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου, υπό το πρίσμα των εξελίξεων που έχουν δρομολογηθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το 2006 ήταν διεθνώς μια χρονιά που τα χρηματιστήρια βρέθηκαν στο επίκεντρο των εξελίξεων. Ο χρηματιστηριακός κλάδος βρίσκεται σε μια ζύμωση διεθνών συνεργασιών, εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η συνεχιζόμενη πίεση από την Ευρωπαϊκή Ένωση για διευκόλυνση των συναλλαγών, η διεύρυνση των αμερικανικών Χρηματιστηρίων στην Ευρώπη και στην Ασία εντείνουν τον ανταγωνισμό. Η Διοίκηση της ΕΧΑΕ κινούμενη με γνώμονα την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας του Ομίλου, αποφάσισε τη μείωση των προμηθειών των συναλλαγών κατά 33%, ώστε να μειωθεί το κόστος συναλλαγής για τον τελικό επενδυτή.

Στο τέλος του 2006 οι ξένοι επενδυτές κατείχαν σχεδόν το 47% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑ. Στις εταιρίες του δείκτη FTSE/ATHEX 20, η συμμετοχή τους ξεπέρασε το 52%. Λόγω αύξησης συναλλαγών οι πορεία του δείκτη FTSE/ATHEX 20 ήταν ανοδική από 1980 μονάδες στις αρχές του 2006 έως 2400 μονάδες στο τέλος του 2006. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2008)



## 2008

Το έτος 2008 χαρακτηρίστηκε από σημαντική πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών και της επενδυτικής δραστηριότητας στις περισσότερες διεθνείς κεφαλαιαγορές και την Ελλάδα. Η πτώση ήταν κυρίως το αποτέλεσμα της αβεβαιότητας που διαμόρφωσε η ταχεία διεθνής επέκταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης που αρχικά εμφανίστηκε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ και στη συνέχεια επεκτάθηκε στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες αγορές, προκαλώντας έλλειψη ρευστότητας με συνέπεια την απειλή βιωσιμότητας ή και την κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όπως η αμερικανική επενδυτική τράπεζα «Lehman Brothers».



**Εικόνα 10: Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2008**  
/Πηγή: capital.gr

Στην Ελλάδα, η πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών και της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν σημαντική και ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε ετήσια μείωση κατά 65,5% ως αποτέλεσμα των αυξημένων εγχωρίων ρευστοποιήσεων επενδυτικών τίτλων από αλλοδαπούς και Έλληνες επενδυτές.

Οι αρνητικές διεθνείς εξελίξεις επηρέασαν την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2008 χαρακτηρίστηκε από σημαντική μείωση των χρηματιστηριακών τιμών, μειωμένη συναλλακτική δραστηριότητα στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) και μηδενική δραστηριότητα έκδοσης τίτλων νεοεισερχόμενων στο χρηματιστήριο. Η μείωση της συνολικής αξίας συναλλαγών και της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών συντελέστηκε χωρίς έντονες ανωμαλίες με αποτέλεσμα οι χρηματιστηριακές διακυμάνσεις να μην αποτελούν παράγοντα αποσταθεροποίησης των συστημάτων της αγοράς.

Το 2008 όλοι οι χρηματιστηριακοί δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσαν μείωση. ο δείκτης των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE 20 παρουσίασε ετήσια μείωση κατά 66,12%.

Από τις εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, τις μικρότερες απώλειες σημείωσαν οι μετοχές των 60 εταιριών ΟΠΑΠ (-24,6%), MIG (-47,8%) και «Motor Oil» (34,7%), ενώ τη μεγαλύτερη μείωση σημείωσαν οι μετοχές των εταιριών ΜΡΒ (79%), Τράπεζα Κύπρου (78,6%) και «Intralot» (77,7%). Η συνολική αξία συναλλαγών επί μετοχών της κατηγορίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης ήταν 75.587,8 εκατ. ευρώ το 2008 και αντιστοιχούσε στο 96,7% της συνολικής ετήσιας αξίας συναλλαγών, έναντι 92% το 2007. Στο τέλος 2008, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της κατηγορίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης ήταν 55.278,2 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 66,7%. Η χρηματιστηριακή αξία των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης αντιστοιχούσε σε 81% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑ έναντι 85% στο τέλος του 2007. κλάδος των Τραπεζών στο τέλος του έτους 2008 αντιστοιχούσε στο 32,8% της συνολικής κεφαλαιοποίησης, έναντι 41,6% το 2007. Στο τέλος του 2008 ο ΟΠΑΠ ήταν η εταιρία με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, κατέχοντας μερίδιο 9,7% στη συνολική χρηματιστηριακή αξία της αγοράς μετοχών και ΔΑΚ του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ακολουθεί η Εθνική Τράπεζα με 9,6% της συνολικής κεφαλαιοποίησης, ο ΟΤΕ (8,6%), η «Coca Cola 3E» (5,6%) και η «Eurobank-Ergasias» (4,4%). Η κεφαλαιοποίηση των δέκα μεγαλύτερων εισηγμένων εταιριών ως ποσοστό στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε μικρή υποχώρηση και διαμορφώθηκε στο τέλος του 2008 σε 55,1%, έναντι 56,5% στο τέλος του 2007. Η πτώση μονάδων του δείκτη ήταν κορυφαία από 2780 στην αρχή του έτος έως 980 μονάδες στο τέλος του 2008. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2009)

## 2009



**Εικόνα 11: Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2009 / Πηγή: capital.gr**

Το 2009 ήταν χρονιά ανάκαμψης των διεθνών χρηματιστηρίων μετά τη μεγάλη πτώση του 2008. Ο συνδυασμός της υψηλής ρευστότητας, λόγω των έκτακτων μέτρων που έλαβαν οι κυβερνήσεις, των χαμηλών επιτοκίων και της βελτίωσης των εταιρικών αποτελεσμάτων τροφοδότησαν την άνοδο των χρηματιστηρίων.

Κατά το 2009 οι περισσότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών ακολούθησαν ανοδική πορεία. ο δείκτης των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE 20 με ετήσια άνοδο κατά 20,7%, που όμως υπολείπεται της ανόδου του ΓΔΤ. Από τις εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, τη μεγαλύτερη άνοδο σε σχέση με την τιμή τους στις 31/12/2008 σημείωσαν οι μετοχές των εταιριών Τράπεζα Κύπρου (83%), «Coca Cola 3E» (69%), «Intracom» (64%), ΟΛΠ (52%), Εθνική Τράπεζα (50%) και Ελληνικά Πετρέλαια(50%). Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών επί μετοχών της κατηγορίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης ανήλθε το 2009 σε 48.797,7 εκατ. ευρώ και αντιστοιχούσε στο 95,9% της συνολικής ετήσιας αξίας συναλλαγών του Χ.Α. έναντι 96,7% το 2008 και 92% το 2007.

Την 31 Δεκεμβρίου 2009, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της κατηγορίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης ανήλθε σε 70.440 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 27,4%. Η χρηματιστηριακή αξία των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης αντιστοιχούσε στο 84% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑ έναντι 81% στο τέλος του 2008. Στο τέλος του 2009 ο κλάδος των Τραπεζών αντιστοιχούσε στο 40,5% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου, έναντι 32,8 το 2008 και 41,6% το 2007. Εθνική Τράπεζα ήταν η εταιρία με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, κατέχοντας μερίδιο 13,2% στη συνολική χρηματιστηριακή αξία της αγοράς μετοχών και ΔΑΚ. Ακολουθεί η «Coca Cola» 3E με 7% της συνολικής κεφαλαιοποίησης, ο ΟΤΕ (6%), Ο ΟΠΑΠ (5,9%) και η «Alpha Bank» (5,3%). Η κεφαλαιοποίηση των δέκα μεγαλύτερων εισηγμένων εταιριών ως ποσοστό στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε οριακή αύξηση και διαμορφώθηκε στο τέλος του 2009 σε 55,7%, έναντι 55,1% στο τέλος του 2008. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2010). Η κατώτατη τιμή του έτους του δείκτη ήταν 709,66 μονάδες ενώ η ανώτατη ήταν 1578,69 μονάδες. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2010)

## 2010

Η δημοσιονομική κρίση οδήγησε στη λήψη Ευρωπαϊκών μέτρων έκτακτης ανάγκης. Την 9η Μαΐου 2010, τα 27 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης συμφώνησαν στη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΜΧΣ - EFSF), ως ένα νομικό μέσο που αποβλέπει στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρώπη μέσω της παροχής οικονομικής βοήθειας προς τα κράτη της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικές δυσκολίες.

Η Ε.Κ.Τ. ανακοίνωσε, επίσης, σειρά μέτρων που αποσκοπούν στη μείωση της αστάθειας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στη βελτίωση της ρευστότητας: (α) την έναρξη διενέργειας πράξεων ανοιχτής αγοράς με απορρόφηση κρατικών και εταιρικών χρεογράφων, (β) την εφαρμογή δύο προγραμμάτων πλήρους κατανομής του ποσού μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών και έξι μηνών, και (γ) την ενεργοποίηση των ανταλλαγών «swap» νομίσματος με το δολάριο με την υποστήριξη της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ. Ως αποτέλεσμα, οι τράπεζες-μέλη του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών άρχισαν να αγοράζουν δημόσιο χρέος.

Οι βελτιούμενες διεθνείς εξελίξεις δεν επηρέασαν προς την ίδια κατεύθυνση την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2010 χαρακτηρίστηκε από σημαντική υποχώρηση των χρηματιστηριακών τιμών, ακόμα μεγαλύτερη μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ και μηδενική δραστηριότητα στην εισαγωγή νέων εταιριών στην οργανωμένη αγορά. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2011)



**Εικόνα 12: Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2010**  
/Πηγή: capital.gr

Πιο συγκεκριμένα, ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΤ/ΧΑ) έκλεισε στο τέλος του 2010 στις 1.413,94 μονάδες, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 35,6%. Η εξέλιξη των τιμών χαρακτηρίστηκε από μειωμένες διακυμάνσεις. Η μέση μηνιαία μεταβλητότητα των ημερησίων αποδόσεων του ΓΔΤ/ΧΑ ήταν 2% περίπου το 2010 έναντι 2,05% το 2009 και 2,22% το 2008. Κατά το 2010, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαμορφώθηκε σε €139,42 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια μείωση κατά 32,03% έναντι μείωσης κατά 35,13% το 2009, μείωσης κατά 33,9% το 2008 και αύξησης κατά 40,6% το 2007. Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 35,1 δισ. ευρώ, υποχωρώντας σε ετήσια βάση κατά 31% έναντι μείωσης κατά 35% το 2009 και 35,5% το 2008. Στο τέλος του 2010 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών ήταν 54,3 δισ. ευρώ, μειωμένη κατά 35,4% έναντι αύξησης κατά 22,3% το 2009 και μείωσης κατά 65,1% το 2008. Το ποσοστό της κεφαλαιοποίησης του ΧΑ ως προς το ΑΕΠ υποχώρησε στο 25,8% περίπου του ΑΕΠ της χώρας έναντι 28,5% το 2009, 34,7% το 2008 και 85,2% το 2007

Αρνητική ετήσια μεταβολή εμφάνισαν και οι δείκτες των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE 20 κατά -41,08% (έναντι αύξησης κατά 20,7% το προηγούμενο έτος)

Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών επί μετοχών της κατηγορίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης ανήλθε το 2010 σε 34.235,72 εκατ. ευρώ και αντιστοιχούσε στο 97,5% της συνολικής ετήσιας αξίας συναλλαγών του Χ.Α. έναντι του 48.797,86 εκατ. ευρώ που αντιπροσώπευε το 95,9% το 2009 και 96,7% το 2008.

Το Δεκέμβριο 2010, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της κατηγορίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης αντιστοιχούσε σε 45.591,83 εκατ. ευρώ έναντι 70.440 εκατ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2009, σημειώνοντας ετήσια πτώση κατά 54,5% έναντι αύξησης κατά

27,4% το 2009. Τα αποτελέσματα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Αθήνας εταιριών αντικατόπτριζαν μεταξύ άλλων, την ύφεση της ελληνικής οικονομίας, τη συρρίκνωση της ζήτησης και τα προβλήματα ρευστότητας. Η κατώτατη τιμή του έτους του δείκτη ήταν 662,46 μονάδες ενώ η ανώτατη ήταν 1210 μονάδες (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2011)

## 2011

Η καθοδική πορεία της ελληνικής οικονομίας, λόγω της ύφεσης και των αρνητικών πολιτικο- δημοσιονομικών εξελίξεων, συνεχίστηκαν και το 2011. Η μείωση συναλλαγών στο ΧΑΑ και οι αρνητικές εξελίξεις στην πραγματική οικονομία επέκτειναν περαιτέρω την αρνητική πορεία του ΧΑΑ. Οι δείκτες του ΧΑΑ αποτυπώνουν μεγάλες πτώσεις τιμών.

Ο δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης μειώθηκε περαιτέρω από 740 μονάδες έως 250 μονάδες στο τέλος του έτους 2011. Η μείωση οφείλεται στην αρνητική πορεία των τραπεζών. Η μειωμένη διάθεση των επενδυτών για ανάληψη κινδύνων, οι ρευστοποιήσεις επενδυτών του εξωτερικού εν μέσω κορύφωσης της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και η υποχώρηση της κερδοφορίας είχαν ως αποτέλεσμα αυτή την εξέλιξη.

Από τους δείκτες κατάταξης μετοχών με βάση τη κεφαλαιοποίηση, ο δείκτης FTSE/ΧΑ 20 των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης σημείωσε τη μεγαλύτερη ετήσια πτώση κατά 60,05% έναντι μείωσης 41,08% το 2010, φτάνοντας έως τις 245 μονάδες από την ανώτατη τιμή των 829,25 μονάδων στις αρχές του έτους. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2012).



**Εικόνα 13: Οι τιμές κλεισίματος του Δείκτη FTSE/ATHEX 20 κατά το έτος 2011 / Πηγή: capital.gr**

Από την 10.10.2011, σύμφωνα με το νέο Κανονισμό του ΧΑ και τις σχετικές με αυτόν ισχύουσες αποφάσεις του Δ.Σ. του ΧΑ, η κατηγορία Αξιών Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης και η κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης καταργήθηκαν και οι μετοχές των κατηγοριών αυτών μεταφέρθηκαν στην κατηγορία της Κύριας Αγοράς. Η αξία

συναλλαγών επί μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης έως την 7.10.2011 ήταν 17.348,23 εκατ. ευρώ και αντιστοιχούσε στο 95,1 % της συνολικής αξίας συναλλαγών που είχε διαμορφωθεί έως τότε. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2012).

Το Δεκέμβριο 2011, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της κύριας αγοράς αντιστοιχούσε σε 24.576,97 εκατ. ευρώ έναντι 49.307,54 εκατ. ευρώ της χρηματιστηριακής αξίας μετοχών μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης συνολικά το Δεκέμβριο 2010 Στο τέλος του 2011, η συμμετοχή εισηγμένων εταιριών στην συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν η ακόλουθη: η «Coca Cola 3E» ήταν η εταιρία με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, κατέχοντας μερίδιο 18,13% στην συνολική χρηματιστηριακή αξία της αγοράς μετοχών και ΔΑΚ του Χρηματιστηρίου Αθηνών, έναντι μεριδίου 13,14% στο τέλος του 2010. Ακολουθεί ο Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου ΑΕ με μερίδιο 8,13%, τα Ελληνικά Πετρέλαια ΑΕ (7,27%), η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (5,78%), ο ΟΤΕ ΑΕ (5,27%) και ο TITAN Ανώνυμη Εταιρία Τσιμέντων (3,48%). Οι δέκα μετοχές με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία κατά την 30/12/2011 συμμετείχαν με ποσοστό 58,11% στην συνολική κεφαλαιοποίηση έναντι 59,3% στο τέλος του 2010, καταγράφοντας χρηματιστηριακή αξία 15,6 δις. ευρώ, έναντι 31,9 δις. ευρώ στο τέλος του 2010. Κατά το 2011, η μέση ετήσια ρευστότητα της αγοράς διαμορφώθηκε σε 0,16% έναντι 0,19% το 2010 (Πίνακας 8). Στις επιμέρους κατηγορίες μετοχών, μέχρι να αλλάξει η κατάταξη των μετοχών, η μέση ρευστότητα στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης μειώθηκε στο 0,19% το 2011 από 0,25% το 2010, ενώ στη κατηγορία των εταιριών μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης διαμορφώθηκε στο 0,07%. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 2012).

Το 2011 ήταν η χειρότερη χρονιά για το Χ.Α.Α αναφέρει στην ετήσια έκθεση της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2012).

Η πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά το 2011 χαρακτηρίστηκε από σημαντική υποχώρηση των χρηματιστηριακών τιμών, ακόμα μεγαλύτερη μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές του ΧΑ και υποτονική δραστηριότητα στην εισαγωγή νέων εταιριών στην οργανωμένη αγορά, επισημαίνεται στην ετήσια έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η μείωση των χρηματιστηριακών τιμών, σημειώνεται, οφείλεται στις αρνητικές επιπτώσεις πολλών πολιτικοοικονομικών παραγόντων της περιόδου, όπως τα συνεχή σενάρια χρεοκοπίας της χώρας, η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, η αβεβαιότητα σχετικά με την επίδραση στα μεγέθη των τραπεζών της συμμετοχής τους στο πρόγραμμα ανταλλαγής κρατικών ομολόγων (PSI), αλλά και η γενικότερη επιδείνωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και των επενδυτικών προοπτικών.

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2011 σημείωσε πτώση κατά 51,88%, ενώ υποχώρησε σημαντικά η συναλλακτική και εκδοτική δραστηριότητα στην αγορά.

Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της Επιτροπής, ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΤ/ΧΑ) έκλεισε το 2011 στις 680,42 μονάδες, έναντι 1.413,94 μονάδων στο τέλος του 2010, καταγράφοντας ετήσια μείωση κατά 51,88%. Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 20,7 δις. ευρώ έναντι 35,1 δις. ευρώ το 2010, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 41,08%, έναντι μείωσης κατά 1% το 2010, μείωσης κατά 35% το 2009 και 35,5% το 2008.

Στο τέλος του 2011, η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών ήταν 26,64 δις. ευρώ έναντι 54,3 δις. ευρώ το 2010, σημειώνοντας μείωση κατά 50,6%, έναντι μείωσης κατά 35,4% το 2010, αύξησης κατά 22,3% το 2009 και μείωσης κατά 65,1% το 2008.

Το ποσοστό της κεφαλαιοποίησης του ΧΑ ως προς το ΑΕΠ υποχώρησε στο 12,5% το 2011 έναντι 25,8% το 2010, 28,5% το 2009, 34,7% το 2008 και 85,2% το 2007. Ο εποπτευόμενος κλάδος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών αντιμετώπισε πρωτοφανή συρρίκνωση των εσόδων του.

Η πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς αναμένεται να επηρεαστεί από την αποτελεσματικότητα του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής αλλά και από τις ευρωπαϊκές εξελίξεις, ενώ όπως εκτιμάται, τρεις βασικές τάσεις θα διαμορφώσουν την συμπεριφορά των ευρωπαϊκών αγορών το ερχόμενο έτος: η θέσπιση και υιοθέτηση πολλών νέων ρυθμίσεων, η αποτελεσματικότητα της προστασίας των επενδυτών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Η συμμετοχή των αλλοδαπών επενδυτών στην κεφαλαιοποίηση του ΧΑ, το 2011, αυξήθηκε ελαφρώς στο 50,92% έναντι 50,45% το 2010. Το 2011 οι αλλοδαποί επενδυτές ήταν πωλητές και η συνολική εκροή κεφαλαίων από αλλοδαπούς επενδυτές ανήλθε σε 262,26 εκ ευρώ έναντι 1,09 δις ευρώ το 2010.

Κατά το 2011 μειώθηκε οριακά η συμμετοχή των ημεδαπών επενδυτών και διαμορφώθηκε στο 47,89% έναντι 48,22% το 2010. Οι ημεδαποί επενδυτές εμφανίστηκαν συνολικά αγοραστές με συνολική εισροή 233,09 εκατ. ευρώ.

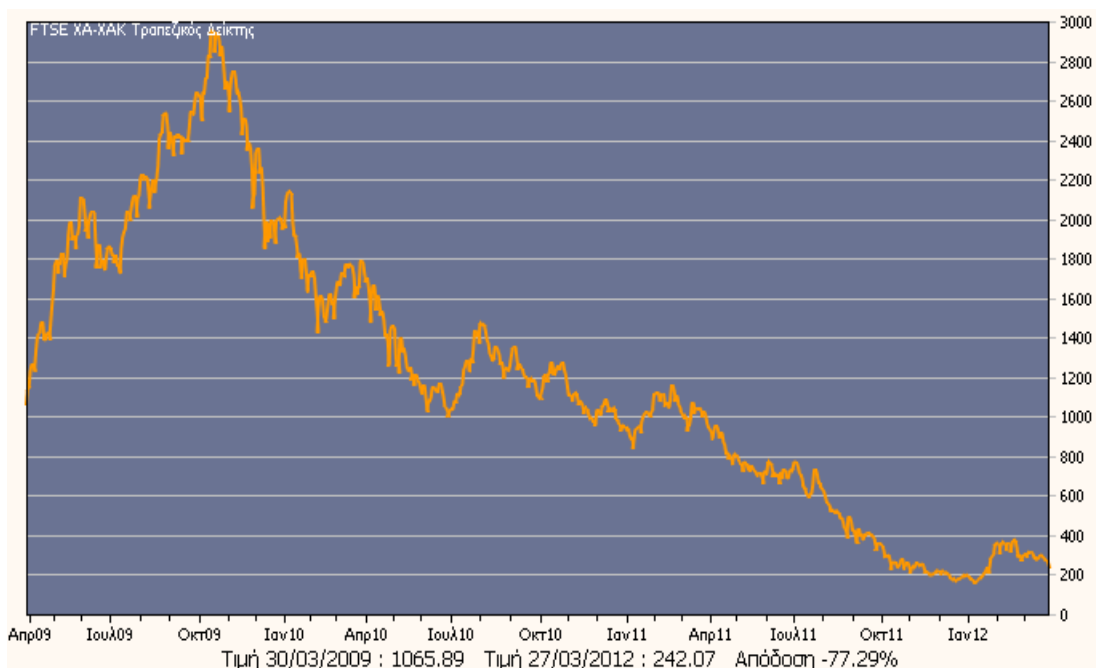
#### **4.14. Η Επίδραση της πορείας των Τραπεζών στον δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης**

Η Ελληνική οικονομία βρίσκεται σε φάση πρωτόγνωρης κρίσεως τόσο για τα δεδομένα της ίδιας, της Ευρώπης όσο της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ιστορίας. Λόγω των ιδιαίτερως δυσμενών οικονομικοπολιτικών συνθηκών και δεδομένων, η Ελλάδα ως κοινοτικός εταίρος στην ζώνη του ευρώ από το 05-2010 αναγκάστηκε λήψη έκτακτων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής υπό την μορφή προγράμματος οικονομικής στήριξης από την ΕΕ, το ΔΝΤ και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), το οποίο περιλαμβάνει όχι μόνο μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής, αλλά και μια σειρά από διαρθρωτικές αλλαγές. Στόχος του προγράμματος είναι ο περιορισμός των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και η σταδιακή αποκλιμάκωση του υψηλού δημόσιου χρέους, η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και η ανάκτηση της εμπιστοσύνης των αγορών.

Σε αυτό το οικονομικό περιβάλλον το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήρθε αντιμέτωπο με πολλές προκλήσεις. Σε αντίθεση με τον τραπεζικό τομέα άλλων χωρών, οι τράπεζες στην Ελλάδα δεν υπήρξαν γενεσιουργός αιτία της οικονομικής κρίσης, αλλά υφίστανται τις συνέπειες των δημοσιονομικών προβλημάτων της χώρας, τις οποίες μπόρεσαν να αντιμετωπίσουν, με επιτυχία, χάρη στην ικανοποιητική κεφαλαιακή τους βάση, τη χαμηλή συγκριτικά μόχλευση και τη συντηρητική πολιτική διαχείρισης ρευστότητας και ποιότητας ενεργητικού.

Η περιορισμένη ρευστότητα και ένα αυξανόμενο μερίδιο μη εξυπηρετούμενων δανείων ασκούν πιέσεις στο τραπεζικό σύστημα. Σύμφωνα με την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και τη συνεχή εκροή τραπεζικών καταθέσεων, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα παραμένει αρνητικός. Η πρόσβαση του ιδιωτικού τομέα σε πίστωση παραμένει περιορισμένη λόγω του υψηλού κόστους της που απορρέει από πιέσεις στην αγορά και από αυξημένες αποκλίσεις αποδόσεων «spreads».

Οι συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών, αποτέλεσμα των αντίστοιχων υποβαθμίσεων της χώρας, ο αποκλεισμός των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς αγορές άντλησης κεφαλαίων, αλλά και ο περιορισμός της ρευστότητάς τους από την έντονη εκροή καταθέσεων που παρατηρήθηκε στην ελληνική αγορά κατά τη διάρκεια του 2010 αντισταθμίστηκαν κυρίως από τα συνδυασμένα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας εκ μέρους του Ελληνικού Δημοσίου και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Επιπλέον, το 2010 σημειώθηκε υποχώρηση της αποδοτικότητας των ελληνικών τραπεζών, με σημαντική άνοδο, της τάξης του 19% σε ετήσια βάση, των προβλέψεων λόγω της χειροτέρευσης των δεικτών ποιότητας των δανειακών χαρτοφυλακίων τους.



**Εικόνα 14: Η πορεία του Δείκτη των Τραπεζών κατά την περίοδο 2009 έως 2012 / Πηγή capital.gr**

Στην Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος (2012) αναφέρεται ότι, οι πιέσεις στα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών τραπεζών συνεχίστηκαν με εντεινόμενο ρυθμό το 2011, αλλά και τους πρώτους μήνες του 2012. Οι ελληνικές τράπεζες συνέχισαν να αντιμετωπίζουν σημαντικού ύψους εκροή καταθέσεων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά (ύψους περίπου 35 δις. ευρώ συνολικά για το έτος), ενώ και οι εξασφαλίσεις μέσω των οποίων αντλούν χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα συνέχισαν να υφίστανται απομείωση της αξίας τους ή και (κάποιες εξ αυτών) να μη γίνονται αποδεκτές μετά τις υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος σε πρώτη φάση και των τραπεζών σε δεύτερη. Στήριξη εν όψει αυτών των πιέσεων παρεχόταν μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, αλλά και μέσω της χορήγησης έκτακτης χρηματοδότησης με ευθύνη της Τράπεζας της Ελλάδος. Θετική επίδραση στη ρευστότητα, μέσω της δημιουργίας αποδεκτών εξασφαλίσεων, είχε και η επέκταση του σκέλους των εγγυήσεων τραπεζικών ομολόγων, στο πλαίσιο των μέτρων για την ενίσχυση της ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας (Ν. 3965/2011).

Παράλληλα, η ένταση της ύφεσης το 2011 επέτεινε τη δυσκολία των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να εκπληρώνουν με συνέπεια τις δανειακές τους υποχρεώσεις, εξέλιξη που επιδείνωσε την ποιότητα των δανείων σε όλες τις κατηγορίες, ιδίως στα καταναλωτικά δάνεια. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων ανήλθε στο τέλος Σεπτεμβρίου 2011 σε 14,7%, από 10,5% στο τέλος



Δεκεμβρίου 2010, ενώ εκτιμάται περαιτέρω άνοδος του στο τέλος Δεκεμβρίου 2011. Επίσης, ο περιορισμός των τραπεζικών εργασιών στο πλαίσιο της οικονομικής ύφεσης οδήγησε σε περαιτέρω υποχώρηση της οργανικής κερδοφορίας των τραπεζών (δηλ. των καθαρών εσόδων τους από τόκους και προμήθειες). Περιορισμένη θετική επίδραση στα αποτελέσματα είχε η μικρή, συγκριτικά με το μέγεθος των προκλήσεων, περιστολή των εξόδων. Τους πρώτους εννέα μήνες του 2011 τα λειτουργικά έξοδα υποχώρησαν κατά 7,4% σε επίπεδο τραπεζών και κατά 5,1% σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2010. Ο περαιτέρω εξορθολογισμός του κόστους λειτουργίας —με δεδομένες τις νέες συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί— αποτελεί επιτακτική ανάγκη.

Ο κλάδος των τραπεζών με την παρουσία των 7 μεγαλύτερων εισηγμένων ελληνικών τραπεζών επηρεάζουν -με συμμετοχή 55,52% στο δείκτη-την πορεία του.

Οι τράπεζες που συμμετέχουν στο δείκτη (2012) μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι:

ΜΕΓΑΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ (Ποσά σε εκατ. ευρώ)						
Α/Α	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΞΙΑ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	P/E ΠΡΟ	P/E ΜΕΤΑ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
				ΦΟΡΩΝ	ΦΟΡΩΝ	
1	<a href="#">COCA - COLA ΤΡΙΑ ΕΨΙΛΟΝ (ΚΟ)</a>	5.314,936	3.674,900	13,9	17,3	2.394,300
2	<a href="#">ΟΠΑΠ (ΚΟ)</a>	2.360,600	2.599,429	5,0	7,5	494,335
3	<a href="#">ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)</a>	2.055,595	1.878,844	2,8	3,6	3.919,659
4	<a href="#">ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)</a>	1.784,909	4.658,489	4,7	6,8	2.224,995
5	<a href="#">ΟΤΕ (ΚΟ)</a>	1.563,580	4.068,200	-	-	4.709,900
6	<a href="#">TITAN (ΚΟ)</a>	1.097,385	994,697	5,0	7,0	866,584
7	<a href="#">ΔΕΗ (ΚΟ)</a>	893,200	3.239,437	3,8	5,8	5.168,265
8	<a href="#">ΚΥΠΡΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)</a>	814,542	531,364	7,5	9,3	1.092,753

9	<a href="#">ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΚΟ)</a>	697,933	2.227,608	4,7	6,8	328,911
10	<a href="#">ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ)</a>	682,201	1.746,977	12,2	22,3	1.480,981
11	<a href="#">ALPHA BANK (ΚΟ)</a>	577,011	1.256,284	1,3	1,6	3.119,306
12	<a href="#">JUMBO (ΚΟ)</a>	482,086	176,057	13,5	20,2	104,419
13	<a href="#">ΜΕΤΚΑ (ΚΟ)</a>	385,993	173,668	9,7	13,7	90,596
14	<a href="#">ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)</a>	385,733	131,671	58,1	98,2	228,399
15	<a href="#">ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)</a>	367,701	590,803	3,1	4,4	1.576,690
16	<a href="#">EUROBANK EFG (ΚΟ)</a>	363,287	1.375,000	0,7	0,9	2.658,000
17	<a href="#">ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)</a>	343,733	541,772	1,4	1,8	634,114
18	<a href="#">ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)</a>	342,998	622,157	1,7	2,0	1.379,732
19	<a href="#">S &amp; B ΒΙΟΜΗΧ. ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)</a>	255,042	321,356	9,3	14,8	177,992
20	<a href="#">FRIGOGLASS (ΚΟ)</a>	252,266	308,452	6,6	10,0	154,421

**Πίνακας 5: Οι εταιρείες του Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης το 2012 / Πηγή: capital.gr**

ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ						
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΞΙΑ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	P/E ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	P/E ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
1	<a href="#">ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</a>	2.055,595	1.878,844	2,8	3,6	3.919,659
2	<a href="#">ΚΥΠΡΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑ</a>	814,542	531,364	7,5	9,3	1.092,753
3	<a href="#">ALPHA BANK</a>	577,011	1.256,284	1,3	1,6	3.119,306
4	<a href="#">ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</a>	385,733	131,671	58,1	98,2	228,399
5	<a href="#">ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</a>	367,701	590,803	3,1	4,4	1.576,690
6	<a href="#">EUROBANK EFG</a>	363,287	1.375,000	0,7	0,9	2.658,000
7	<a href="#">ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΡΑΠΕΖΑ</a>	342,998	622,157	1,7	2,0	1.379,732
	Σύνολο	4.906.867,00				

**Πίνακας 6: Οι τράπεζες του Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης το 2012 / Πηγή: capital.gr**

Στην Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος (2012) αναφέρεται ότι, οι πιέσεις στα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών τραπεζών συνεχίστηκαν με εντεινόμενο ρυθμό το 2011, αλλά και τους πρώτους μήνες του 2012. Οι ελληνικές τράπεζες συνέχισαν να αντιμετωπίζουν σημαντικού ύψους εκροή καταθέσεων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά (ύψους περίπου 35 δισ. ευρώ συνολικά για το έτος), ενώ και οι εξασφαλίσεις μέσω των οποίων αντλούν χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα συνέχισαν να υφίστανται απομείωση της αξίας τους ή και (κάποιες εξ αυτών) να μη γίνονται αποδεκτές μετά τις υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος σε πρώτη φάση και των τραπεζών σε δεύτερη. Στήριξη εν όψει αυτών των πιέσεων παρεχόταν μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, αλλά και μέσω της χορήγησης έκτακτης χρηματοδότησης με ευθύνη της Τράπεζας της Ελλάδος.

### Δείκτες αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών και ομίλων

ποσοστά %	Τραπεζικοί όμιλοι				Τραπέζες			
	2008	2009	α' εξάμηνο 2009	α' εξάμηνο 2010	2008	2009	α' εξάμηνο 2009	α' εξάμηνο 2010
	Δείκτης αποδοτικότητας του σταθμισμένου με βάση τον κίνδυνο ενεργητικού (μετά από φοροές)	0,7	0,2	0,5	-0,3	0,2	-0,1	0,2
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (μετά από φοροές)	9,9	2,4	7,5	-4,5	3,2	-1,5	4,5	-9,7
Κοθαρό επτοκιακό περιθώριο	2,9	2,6	2,5	2,7	2,2	1,9	1,8	1,9
Δείκτης αποτελεσματικότητας	56,1	54,9	52,4	59,0	60,0	57,4	53,4	66,0

**Πίνακας 7: Δείκτες αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών / Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών 2012**

Η ένταση της ύφεσης το 2011 επέτεινε τη δυσκολία των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να εκπληρώνουν με συνέπεια τις δανειακές τους υποχρεώσεις, εξέλιξη που επιδείνωσε την ποιότητα των δανείων σε όλες τις κατηγορίες, ιδίως στα καταναλωτικά δάνεια. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων ανήλθε στο τέλος Σεπτεμβρίου 2011 σε 14,7%, από 10,5% στο τέλος Δεκεμβρίου 2010, ενώ εκτιμάται περαιτέρω άνοδός του στο τέλος Δεκεμβρίου 2011. Επίσης, ο περιορισμός των τραπεζικών εργασιών στο πλαίσιο της οικονομικής ύφεσης οδήγησε σε περαιτέρω υποχώρηση της οργανικής κερδοφορίας των τραπεζών (δηλ. των καθαρών εσόδων τους από τόκους και προμήθειες). Περιορισμένη θετική επίδραση στα αποτελέσματα είχε η μικρή, συγκριτικά με το μέγεθος των προκλήσεων, περιστολή των εξόδων. Τους πρώτους εννέα μήνες του 2011 τα λειτουργικά έξοδα υποχώρησαν κατά 7,4% σε επίπεδο τραπεζών και κατά 5,1% σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2010. Ο περαιτέρω εξορθολογισμός του κόστους λειτουργίας —με δεδομένες τις νέες συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί— αποτελεί επιτακτική ανάγκη.

Ο καταλύτης για την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς πέραν βεβαίως από το μόνιμο πρόβλημα της διάσωσης της Ελλάδος, θα είναι ο τρόπος ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών. (Ένωση Ελληνικών Τραπεζών 2012)

Οι τράπεζες έχουν πρόβλημα ρευστότητας και όχι κεφαλαίων, ενώ παράλληλα η ύφεση επιδεινώνει την ποιότητα των χαρτοφυλακίων, αυξάνει τις προβλέψεις και μειώνει την κερδοφορία.

Το 2012, όπως αναφέρεται στην Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική 2011-2012, εκτιμάται ότι θα αποτελέσει ορόσημο για τη διαμόρφωση της φυσιογνωμίας του τραπεζικού συστήματος στις νέες συνθήκες που έχουν δημιουργηθεί. Οι τράπεζες θα κληθούν να προχωρήσουν σε πλήρη επαναπροσδιορισμό των επιχειρησιακών τους σχεδίων, ώστε να είναι σε θέση να ανταπεξέλθουν στις αυξημένες προκλήσεις που δημιουργεί η ύφεση και να προβούν σε σημαντικού ύψους ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης, μέχρι το τέλος του γ' τριμήνου του 2012.

Οι επιπρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες θα προκύψουν με την ολοκλήρωση της άσκησης ανακεφαλαιοποίησης που διεξάγει η ΤΤΕ, σε συνεργασία με την τριμερή επιτροπή (ΔΝΤ/Ε.Ε./ΕΚΤ), βάσει δύο σεναρίων μακροοικονομικών παραδοχών, ενός βασικού και ενός δυσμενούς. Για τον προσδιορισμό του ελάχιστου ύψους των αναγκαίων πρόσθετων κεφαλαίων θα ληφθούν υπόψη:

(α) η απομείωση της αξίας των χαρτοφυλακίων ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου που κατέχουν οι τράπεζες, η οποία προκύπτει από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα κατ' εφαρμογή της απόφασης του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 26ης Οκτωβρίου 2011,

(β) οι εκτιμηθείσες αναμενόμενες ζημίες στα χαρτοφυλάκια δανείων των τραπεζών,

(γ) οι ήδη σχηματισθείσες προβλέψεις για τις προαναφερθείσες ζημίες και

(δ) η εκτιμώμενη για την προσεχή περίοδο κερδοφορία των τραπεζών.

Το τελικό ύψος των απαιτήσεων σε κεφάλαια θα πρέπει επίσης να είναι επαρκές, ώστε ο Δείκτης Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων «Core Tier 1» να διαμορφωθεί κατ' ελάχιστον σε 9% και 10% μέχρι το τέλος του γ' τριμήνου του 2012 και του β' τριμήνου του 2013 αντίστοιχα. Επίσης, οι εν λόγω απαιτήσεις σε κεφάλαια διασφαλίζουν ότι για κάθε ένα από τα τρία έτη, 2012-2014, ο ανωτέρω δείκτης διαμορφώνεται σε 7% με βάση το δυσμενές σενάριο. Όσον αφορά την κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών, προτεραιότητα πρέπει να δοθεί στην προσέλκυση κεφαλαίων από επενδυτές του ιδιωτικού τομέα. Τυχόν απαιτούμενα πρόσθετα κεφάλαια μπορούν να αντληθούν από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. (Τράπεζας της Ελλάδος 2012).

#### **4.15. Η ανασυγκρότηση του τραπεζικού συστήματος προϋπόθεση για την ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας**

Σύμφωνα με την ΤτΕ (2012) η αυξημένη διαφάνεια, που θα προκύψει μετά την ολοκλήρωση της άσκησης ανακεφαλαιοποίησης και τον προσδιορισμό των αναγκαίων πρόσθετων κεφαλαίων για την εξυγίανση του τραπεζικού τομέα, καθώς και η πραγματοποίηση της ανακεφαλαιοποίησης και της αναδιάρθρωσής του αναμένεται να συμβάλουν - ιδίως αν παράλληλα υπάρξει γενικότερη βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης - σε σταθεροποίηση αρχικά και στη συνέχεια σε σταδιακή επιστροφή των καταθέσεων. Ταυτόχρονα, αποτελούν προϋπόθεση για την προοδευτική άρση του αποκλεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Με την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης και τη βελτίωση των δυνατοτήτων των τραπεζών να προσελκύσουν αποταμιευτικούς πόρους και να αντλήσουν ρευστά διαθέσιμα από τις αγορές είναι εύλογο να υπάρξει ευνοϊκότερη εξέλιξη της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων. Γενικότερα, η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας και η μείωση του δημοσιονομικού κινδύνου θα ενθάρρυνε τις τράπεζες να αυξήσουν την προσφορά δανείων, ενώ ταυτόχρονα θα ενίσχυε τη ζήτηση εκ μέρους του ιδιωτικού τομέα.

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>

### Συμπεράσματα

Οι δύσκολες οικονομικές συνθήκες που παρατηρούνται διεθνώς κατά τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα της παγκόσμιας διεθνούς κρίσης, και η πρόσφατη εγχώρια οικονομική κρίση η οποία οφείλεται στην κακή διαχείριση των δημοσιονομικών επιβάλλουν από τις εταιρείες τη λήψη μέτρων και ενεργειών σε πρακτική μορφή, προς διατήρηση της ανάπτυξής τους και για έξοδο από την κρίση, με το χαμηλότερο δυνατό κόστος. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να διασφαλιστεί η συνέχιση της ανάπτυξης, να μην επηρεαστεί η κατανάλωση και να συγκρατηθεί η ανεργία, ώστε να μην συνεχιστεί η ύφεση.

Οι επιχειρήσεις για να αναπτυχθούν χρειάζονται, μεταξύ άλλων, και πιο φτηνή χρηματοδότηση, γι' αυτό πρέπει να αξιοποιούν τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης και τους μηχανισμούς ανάπτυξης, ώστε να διασφαλίζουν την ανταγωνιστικότητα και τη συνέχειά τους, με αξιώσεις μέσα στο αντίστοιχα δύσκολο και πολύ ανταγωνιστικό περιβάλλον. Εξίσου σημαντικό είναι να προσελκύσουμε, ως χώρα, θεσμικούς και στρατηγικούς επενδυτές από το εξωτερικό που να διοχετεύουν χρήμα στην ελληνική αγορά.

Το Χρηματιστήριο είναι ένα μέσω άντληση κεφαλαίων προς χρηματοδότηση αναπτυξιακών σχεδιασμών των επιχειρήσεων. Το Χρηματιστήριο, ως οργανωμένη αγορά που συγκεντρώνει τους βασικούς επενδυτικούς συντελεστές (εταιρείες, επενδυτές, επιχειρηματίες) συνιστά ένα βασικότατο μοχλό ανάπτυξης των επιχειρήσεων και της οικονομίας ευρύτερα, και είναι ένας μηχανισμός που υποβοηθά συνολικά στην περαιτέρω ανάπτυξη. Έτσι, πέραν της επαρκούς πληροφόρησης και διαφάνειας και της ύπαρξης διαμορφούμενης τιμής βάσει της προσφοράς και ζήτησης στην αγορά, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι παρέχεται μέσω αυτών η ευχέρεια για άμεση είσοδο και έξοδο από την αγορά, μέσα σε ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας.

Η σημαντική υποαπόδοση του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά το 2011 αποτυπώνει την αβεβαιότητα σχετικά με το «δρόμο» για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, την αποτελεσματικότητα των μεταρρυθμίσεων που έγιναν την προηγούμενη χρονιά.

### BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Εκδόσεις : Rossili

Βούλγαρη Ε. – Παπαγεωργίου, 2002. Χρηματιστήριο Αξιών & Χρηματιστήριο

Παραγώγων. Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.

Γαλιάτσος, Κ 2012. Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής. Δ' έκδοση αναθεωρημένη. Ελληνική Ένωση Τραπεζών

Γκλεζάκος Μ., 2007. Συνοπτικές σημειώσεις στην Ανάλυση Επενδύσεων, Τμήμα

Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης, Πανεπιστήμιο Πειραιά.

Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 2004. Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004. ΦΕΚ 900B/16.6.04

- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2001. Ετήσια Έκθεση 2000. Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2004. Ετήσια Έκθεση 2003. Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2007. Ετήσια Έκθεση 2006. Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2009. Ετήσια Έκθεση 2008. Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2010 Ετήσια Έκθεση 2009. Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2011 Ετήσια Έκθεση 2010. Αθήνα
- Καραθανάσης Γ. (1996), Αξιολόγηση επενδύσεων, Χρηματοδοτήσεις και Χρηματιστηριακές Αγορές, τόμος Β. Εκδόσεις: Σμπίλιας.
- Κιόχος Π. – Παπανικολάου Γ.– Κιόχος Α. 2001. Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια. Αθ. Σταματούλης, Αθήνα.
- Κυπριώτης Η., 2007. Κατασκευή δεικτών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, Διπλωματική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιά.
- Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, Χρυσοβαλάντης Γαγάνης, Φώτιος Πασιούρας (2006), 'Συστήματα αξιολόγησης και σύγχρονα θέματα στην οικονομική και χρηματοοικονομική διοίκηση', Εκδόσεις: Κλειδάριθμος
- Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης (2003), 'Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα του χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ'. Εκδόσεις: Κλειδάριθμος
- Μαλινδρέτου Β 2002. 'Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα'. Εκδόσεις Παπαζήση
- Μαργαρίτη Λ. 2012. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΠΟΔΙΔΕΙ ΕΥΚΑΙΡΙΑΚΑ, ΑΝΑΖΗΤΩΝΤΑΣ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ Διαθέσιμο από <http://www.hrima.gr/article.asp?view=1326&ref=1323>
- Φιλιππάτος Γ, Αθανασόπουλος Π., (1986), Κόστος κεφαλαίου-Πολιτική Μερισμάτων και Χαρτοφυλακίου, Εκδόσεις: Παπαζήση.
- Τράπεζα της Ελλάδος, 2011. Νομισματική πολιτική 2011-2012. Αθήνα
- Τράπεζα της Ελλάδος, 2011. Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα. Αθηνά
- Τζωάννος Ι., (1996), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Εκδόσεις: Σμπίλιας
- Τραυλός Ν., (1996), Η Χρηματοδοτική επιστήμη και οι εφαρμογές της στη σύγχρονη χρηματοδοτική διαχείριση επενδυτών και επιχειρήσεων. Εκδόσεις: Επίλογη.
- Ase.gr ,2008. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Κατάταξη εταιρειών σε κλάδους οικονομικής δραστηριότητας - Κλαδικοί Δείκτες, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.ase.gr/content/gr/ann.asp?AnnID=41131>
- Capital.gr, 2008. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.capital.gr/>