



**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ( Σ.Δ.Ο. )**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

## **ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

# **Εκτίμηση ισχύος του υποδείγματος CAPM σε τραπεζικές μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

**ΕΙΣΗΓΗΤΕΣ: ΜΑΜΦΡΕΔΑΣ ΑΝΤΩΝΙΟΣ**

**ΡΑΠΤΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΦΛΩΡΟΣ ΧΡΗΣΤΟΣ**

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ 2016**

## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>**

#### **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	8
1.2 ΑΙΤΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	8
1.3 ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ .....	10
1.4 ΤΟ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ .....	11

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

#### **ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

##### **ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	12
2.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	12
2.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	15
2.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	17
2.4.1 ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΠΟ ΑΠΟΣΤΑΣΗ. 18	
2.4.2 ΛΟΙΠΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	20
2.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΟΙΝΩΝΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	23
2.6 ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ .....	25
2.6.1 ΛΟΓΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ.....	25
2.6.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ.....	25
2.6.3 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ .....	26
2.7 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΡΙΣΗ .....	28

2.7.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ .....	29
2.7.2 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ .....	30
2.7.3 ΔΑΝΕΙΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ .....	34
2.7.4 <<ΚΟΥΡΕΜΑ>> ΟΜΟΛΟΓΩΝ - PSI .....	35
2.8 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ .....	37
2.9 ΤΑΣΕΙΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ .....	37
2.10 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ .....	40

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	41
3.2 Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α .....	41
3.2.1 1870-1876 .....	41
3.2.2. 1876 - ΣΗΜΕΡΑ.....	42
3.3 Η ΑΝΟΔΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ....	42
3.4 Η ΑΠΟΤΟΜΗ ΠΤΩΣΗ ΤΟΥ 1999 .....	43
3.5. Χ.Α.Α. ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ .....	44
3.6. ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΟΥ Χ.Α.Α.....	45

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>**

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

4.1

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup></b> .....	<b>13</b>
<b>ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ</b> .....	<b>13</b>
<b>ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ</b> .....	<b>13</b>
<b>2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>13</b>
<b>2.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	<b>13</b>
<b>2.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	<b>16</b>
<b>2.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	<b>18</b>
<b>2.4.2 ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΠΟ ΑΠΟΣΤΑΣΗ</b> <b>19</b>	
<b>2.4.3 ΛΟΙΠΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	<b>21</b>
<b>2.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΟΙΝΩΝΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ</b> .....	<b>24</b>
<b>2.7.4 &lt;&lt;ΚΟΥΡΕΜΑ&gt;&gt; ΟΜΟΛΟΓΩΝ - PSI</b> .....	<b>36</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup></b> .....	<b>42</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ</b> .....	<b>42</b>
<b>4.3 ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b> .....	<b>49</b>
<b>4.4 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</b> .....	<b>50</b>
<b>4.5 ΕΠΕΝΔΥΣΗ</b> .....	<b>50</b>
<b>4.6 ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ</b> .....	<b>52</b>
<b>4.7 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ</b> .....	<b>52</b>

<b>4.11 ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....</b>	<b>57</b>
--	-----------

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup> .....</b>	<b>59</b>
-------------------------------------	-----------

<b>ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ( C.A.P.M. ) .....</b>	<b>59</b>
---	-----------

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>**

### **ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ – C.A.P.M.**

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	59
--------------------	----

5.2 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ .....	60
------------------------------------	----

5.3 ΟΡΙΣΜΟΣ CAPM ( CAPITAL ASSET PRICING MODEL ).....	62
---	----

5.4 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ CAPM.....	65
-------------------------	----

5.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ $\beta$ ΣΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ C.A.P.M.....	66
---	----

5.6 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ.....	69
--	----

5.7 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΟΥ ΕΧΕΙ ΑΣΚΗΘΕΙ ΣΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ C.A.P.M. ....	70
--	----

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>**

6.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	73
---------------------------------	----

6.2 ΕΠΙΛΟΓΗ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	73
---	----

6.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	92
-----------------------	----

6.3.1 ALPHA BANK.....	92
-----------------------	----

6.3.2 ΑΤΤΙΚΑ BANK .....	92
-------------------------	----

6.3.3 EUROBANK .....	93
----------------------	----

6.3.4 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ.....	93
-----------------------------------	----

6.3.5 ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ .....	93
---------------------------------	----

6.3.6 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ.....	94
-----------------------------	----



## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία που θα σας παρουσιάσουμε έχει σκοπό να αποτιμήσουμε το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (C.A.P.M , Capital Asset Pricing Model) καθώς και να αξιολογήσουμε την αποτελεσματικότητα του από την περίοδο 2002-2008 (προ κρίσης) και 2008-2014 (μετά κρίσης) σε μετοχές των εισηγμένων ελληνικών τραπεζών στο Χ.Α.Α.

Η αποτίμηση μας γίνεται με την μέθοδο της γραμμική παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας το Microsoft Excel 2007. Τα δεδομένα της έρευνας αυτής είναι τα καθημερινά κλεισίματα του Γενικού Δείκτη τιμών του Χ.Α.Α και τα καθημερινά κλεισίματα τιμών των τραπεζών.

Στην πρώτη ενότητα σας παρουσιάζουμε την οικονομική κρίση στην Ελλάδα τα αίτια, τις συνέπειες και την επίδραση που είχε στην ελληνική οικονομία και συγκεκριμένα στις τράπεζες που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.

Στη δεύτερη ενότητα θα παρουσιαστεί το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα η δομή του, ποιες τράπεζες το συγκροτούν, η πορεία των τραπεζών πριν την κρίση και μετά την κρίση, ο ρόλος τους στην ελληνική κοινωνία εν καιρώ κρίσης και πως αντιμετώπισε την κρίση.

Στη Τρίτη ενότητα κάνουμε μια ιστορική αναδρομή του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 1870-2014.

Στη τέταρτη ενότητα αναλύουμε το όρο χαρτοφυλάκιο το πόσο χρήσιμος είναι για τους επενδυτές, τους κινδύνους που περιέχει, αναλύουμε τις κατηγορίες του και καταλήγουμε στη χρησιμότητα του για το υπόδειγμα C.A.P.M.

Στη Πέμπτη ενότητα αναλύουμε το υπόδειγμα C.A.P.M. και τη σχέση του με την αποτελεσματικότητα της αγοράς, αλλά και θα δώσουμε πληροφορίες για τα προβλήματα που προκύπτουν από τις παραβιάσεις της απλής γραμμικής παλινδρόμησης.

Τέλος θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα μας για τις μετοχές των τραπεζών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α την περίοδο από το 2002-2014.

## **ABSTRACT**

SUMMARY the work that we will present to you has the aim to value the Model of Assessment of Financial Elements (C.A.P.M , Capital Asset Pricing Model) as well as to evaluate his effectiveness from the period 2002-2008 (pre crisis) and 2008-2014 (after crisis) in action of proposed Greek banks in the CH.A.A.

Our assessment becomes with the method of linear regression using Microsoft Excel 2007. The data of this research are the daily closures of General Indicator of prices of SE.A.A and the daily closures of prices of banks.

In the first unit we present you the economic crisis in Greece, the reasons, the consequences and the effect that it had in the Greek economy and specifically in the banks that are proposed in the SE.A.A.

In the second unit there will be presented the Greek banking system, his structure, which banks constitute it, the course of banks before the crisis and after the crisis, their role in the Greek society during crisis and how it faced the crisis.

In the Third unit we make a historical retrospection of the Stock Market of Athens from 1870-2014.

In the fourth unit we analyze the term portfolio how useful it is for the investors, the dangers that it contains, we analyze his categories and we lead to his usefulness for the model C.A.P.M.

In the Fifth unit we analyze the model C.A.P.M. and his relation with the effectiveness of market, but also we will give information on the problems that result from the violations of simple linear regression.

Finally we will present the results and our conclusions on the action of banks that are proposed in the SE.A.A during the period 2002-2014.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο

### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

#### 1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Οικονομική κρίση είναι το φαινόμενο κατά το οποίο η οικονομία βρίσκεται σε μια συνεχή κάθοδο. Η πολυπλοκότητα του φαινομένου ανάλογα με την περίοδο που εμφανίζεται της έχει χαρίσει πολλούς ορισμούς.

Σύμφωνα με τους Rosenthal, Charles και Hard η κρίση είναι <<μια σοβαρή απειλή κατά της υφιστάμενης δομής των θεμελιωδών αρχών και κανόνων του κοινωνικού συστήματος, η οποία επιβάλλει τη λήψη κρίσιμων αποφάσεων εντός περιορισμένου χρόνου και υπό συνθήκες αβεβαιότητας>> (Rosenthal, Charles & Hard, 1989)

Κατά τον Sharpe, η κρίση είναι μία χρονική περίοδος κατά την οποία υπάρχει μια πτωτική κίνηση στην αγορά (Sharpe, 1963).

Ένας άλλος ορισμός για την οικονομική κρίση προκύπτει από την διατάραξη της οικονομικής ισορροπίας και την μείωση όλων των οικονομικών παραγόντων λόγω ξαφνικών και μη προβλέψιμων, γεγονότων που εμφανίζονται είτε σε τοπικές αιτίες είτε σε παγκόσμιες (Erol, Apak, Atmaca 2011).

#### 1.2 ΑΙΤΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η πρόσφατη οικονομική κρίση δεν ήταν ένα ανεξάρτητο και απρόσμενο φαινόμενο. Τα αίτια, η φύση και τα χαρακτηριστικά της συνδέονται με την όλη ιστορία της μεταπολεμικής διαδικασίας συσσώρευσης του κεφαλαίου στον ανεπτυγμένο καπιταλισμό και συγκεκριμένα τη «χρυσή εποχή» της συσσώρευσης του κεφαλαίου, την κρίση της δεκαετίας του 1970, τον τρόπο με τον οποίο «λύθηκε» ή αντιμετωπίστηκε η κρίση αυτή, την εμπειρία της «νεοφιλελεύθερης» περιόδου και ιδίως της τελευταίας της φάσης, όταν και εντάθηκε το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης της καπιταλιστικής οικονομίας (Υπουργείο Οικονομικών, 2010).

Τα αίτια της κρίσης πρέπει να αναζητηθούν αφενός στα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα και τις πολιτικές που εφαρμόστηκαν αλλά και στη διεθνή συγκυρία της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης που τα ανέδειξε με εντονότερο και οξύτερο τρόπο. Κυρίαρχο χαρακτηριστικό της οικονομίας μας είναι ύπαρξη διαρθρωτικών προβλημάτων πολύ πριν την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης, τα οποία διογκώθηκαν τα τελευταία χρόνια με την εμμονή στην άσκηση πολιτικών στη κατεύθυνση των αυτορυθμιζόμενων αγορών (**Μπούρας & Λυκούρας, 2011**).

Η κρίση στη χώρα μας αναμένεται να έχει μεγαλύτερο βάθος και διάρκεια από ότι σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ακριβώς γιατί η δομή και τα διαρθρωτικά της προβλήματα όχι μόνο είναι διαφορετικά, αλλά διατηρούνται και καθημερινά γίνονται μεγαλύτερα και οξύτερα, αντί να αμβλύνονται, κάτω και από τις συνθήκες της διεθνούς κρίσης (**Busch, 1985**).

Η παραγωγική βάση της Ελληνικής Οικονομίας είναι ισχνή καθώς στηρίχθηκε, σε αντίθεση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, σε τομείς όπως ο τουρισμός, η ναυτιλία και η οικοδομή, κλάδοι που πλήττονται πρώτοι και με ιδιαίτερη ένταση από την κρίση. Ακόμη, οι Τράπεζες το πιο ισχυρό τμήμα του ελληνικού κεφαλαίου, οι οποίες λειτούργησαν με πρωτόγνωρους ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, με την επέκταση τους στα Βαλκάνια και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη, μαζί με άλλες μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις, είναι εκτεθειμένες στην διεθνή κρίση με την ανάληψη υψηλών κινδύνων, καθώς η κρίση αυτή πλήττει με ιδιαίτερη σφοδρότητα τις χώρες αυτές (**Τσουλφίδης 2010**).

Η οικονομική κρίση προκαλεί δραματικές επιπτώσεις στην κοινωνική ζωή, δεδομένου ότι η μείωση ή και η απουσία εισοδήματος προκαλεί απώλειες στην ευημερία και ωθεί μεγάλα τμήματα του πληθυσμού στη φτώχεια. Το διεθνές εμπόριο, ο ρυθμός της οικονομικής ανάπτυξης και η απασχόληση αντανακλούν σε μεγάλο βαθμό την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η διεθνής οικονομία (**Marmot και Bell, 2009**).

Οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης διαφοροποιούνται όχι μόνο μεταξύ των χωρών, όπου οι χώρες χαμηλής και μέσης ανάπτυξης πλήττονται σε μεγαλύτερο βαθμό από τις αναπτυγμένες χώρες, αλλά και στο εσωτερικό των χωρών, έτσι ώστε οι χειρόνακτες εργάτες και τα άτομα με χαμηλή εκπαίδευση να υφίστανται τις πλέον δυσμενείς επιπτώσεις σε σχέση με τα άτομα υψηλής εκπαίδευσης της μεσαίας και ανώτερης τάξης (**Stiglitz, 2006**).

Σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου (World Trade Organization, WTO 2009), της ζήτησης εισαγωγών είχε ήδη παρατηρηθεί από το 2007. Ωστόσο, οι προβλέψεις για το 2012 είναι ιδιαίτερα δυσοίωνες, καθώς προβλέπεται πτώση 10% σε ποσοτικούς όρους. Η μείωση αυτή αναμένεται να πλήξει περισσότερο τις αναπτυγμένες από τις αναπτυσσόμενες χώρες (Lary, 2009).

Η παρούσα κρίση κινεί σε μηδενικό ή και αρνητικό ρυθμό την ανάπτυξη στην παγκόσμια οικονομία, με εξαίρεση την Κίνα, την Ινδία και μερικές άλλες νέες βιομηχανικές χώρες. Η παγκόσμια οικονομία αναμένεται να συρρικνωθεί το 2012 σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα. Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) προβλέπεται να μειωθεί στις χώρες του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ, 2010). Η οικονομική κρίση, σε παγκόσμια κλίμακα, θέτει σε καθεστώς ευπρόσβλητης εργασίας το ήμισυ σχεδόν των εργατών, οι οποίοι βρίσκονται σε κίνδυνο απώλειας της εργασίας και συνεπώς σε κατάσταση εργασιακής ανασφάλειας. Από τα τέλη του 2008 η ανεργία άρχισε να αυξάνεται. Ο αριθμός των φτωχών εργαζομένων θα αυξηθεί παγκόσμια κατά 200 εκατομμύρια και θα ανέλθει στο επίπεδο των 700–800 εκατομμυρίων.

### **1.3 ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ**

Η οικονομική κρίση οδηγεί σε επισφαλή εργασία, ανεργία, και τελικά φτώχεια που οδηγούν στον κοινωνικό αποκλεισμό όλο και περισσότερων ομάδων πράγμα που αποτελεί πηγή για διάφορες ψυχικές διαταραχές. Η ανεργία σχετίζεται επίσης με αύξηση της ημερήσιας κατανάλωσης αλκοόλ, αύξηση στις αυτοκτονίες, στην ενδοοικογενειακή βία, αλλά και μείωση των θανάτων από τροχαία κατά 1,4%. Ειδικότερα η φτώχεια σχετίζεται με την εμφάνιση ασθενειών καθώς τα άτομα αναγκάζονται να διαβιώνουν σε υποβαθμισμένο περιβάλλον, να τρέφονται ανεπαρκώς και να εργάζονται σε επικίνδυνα και ανθυγιεινά περιβάλλοντα (Λιαρόπουλος, 2010).

Τα αποτελέσματα της οικονομικής κρίσης ήταν ορατά ήδη από το 2008. Κατά το 2008, οι καθαρές συνολικές επενδύσεις υποχώρησαν στο 8% περίπου του ΑΕΠ, δηλαδή κατά 4,5 εκατοστιαίες μονάδες έναντι του 2007. Αυτό σηματοδοτεί αφενός τη συρρίκνωση των εισοδημάτων και αφετέρου την αναβολή της υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων του ιδιωτικού τομέα ενόψει της μείωσης της ζήτησης που χαρακτηρίζει την οικονομική κρίση.

Επιπλέον η κάμψη των επενδύσεων αντικατοπτρίζει τις δυσκολίες πρόσβασης στον δανεισμό που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις. Κατά την πρώτη περίοδο της κρίσης, μέχρι τα μέσα του 2009, όταν οξυνόταν η κρίση των τραπεζών, όλες οι κυβερνήσεις των αναπτυγμένων καπιταλιστικών χωρών χρηματοδότησαν τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με αποτέλεσμα τη μεγάλη διόγκωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους. Στην Ελλάδα διατέθηκαν συνολικά 28 δις ευρώ για την άμεση στήριξη του τραπεζικού συστήματος και για εγγυήσεις. Με άλλη διατύπωση, λόγω της κρίσης ένα μέρος του ιδιωτικού χρέους μετατράπηκε σε δημόσιο (Savas, 2012).

#### **1.4 ΤΟ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ**

Η Χρηματοοικονομική κρίση οδήγησε σε πανικό τον τραπεζικό κλάδο με τις τεράστιες απώλειες στον οικονομικό και παραγωγικό τομέα. Αυτό συνέβη όταν χρηματοπιστωτικά ή επενδυμένα κεφάλαια σε χρηματοοικονομικά κεφάλαια χάνουν μέρος της αξίας τους. Στη συνέχεια οι επενδυτές απέσυραν τις καταθέσεις και τις επενδύσεις τους από την Ελλάδα διότι για αυτούς η Ελλάδα ήταν μία αβέβαιη χώρα που πληγόταν από κρίση και τα μετέφεραν σε άλλες χώρες που ενέπνεαν περισσότερο εμπιστοσύνη τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο για τις επενδύσεις τους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την οικονομική κρίση στον τραπεζικό τομέα της χώρας, την κατάρρευση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή Real Estate (Belka, 2009).

Η χρηματιστηριακή αξία στην Ελλάδα το 2007 είναι το 25% του πλούτου της χώρας ενώ στην ευρωζώνη το ποσοστό αυτό φτάνει το 70%, ενώ οι ρευστοποιήσεις των ελληνικών μετοχών σε ξένα επενδυτικά χαρτοφυλάκια επιδεινώνουν την κατάσταση (Naftemporikh, 2010).

Το δυσμενέστερο σημάδι για την πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι ο τραπεζικός κλάδος ο οποίος έχει απαξιωθεί από τους επενδυτές και αυτό στερεί από τις ελληνικές επιχειρήσεις την άντληση κεφαλαίων τα οποία θα τους έδιναν τη δυνατότητα να επενδύσουν και να δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

### **ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

#### **ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

##### **2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα πραγματοποιηθεί παρουσίαση των βασικών πτυχών του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος. Συγκεκριμένα, θα πραγματοποιηθεί ιστορική αναδρομή του διεθνούς και ελληνικού τραπεζικού συστήματος, θα παρουσιαστεί η διάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, ο ρόλος των τραπεζών στην ελληνική κοινωνία και οικονομία ενώ θα αναλυθούν βασικοί οικονομικοί δείκτες των ελληνικών τραπεζών και τέλος, θα παρουσιαστούν ο ρόλος των ελληνικών τραπεζών στην τρέχουσα οικονομική κρίση, οι προκλήσεις του τραπεζικού συστήματος, οι τάσεις συγκέντρωσης και ο ρόλος της Τράπεζας της Ελλάδος.

##### **2.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

Ο μετασχηματισμός της ρευστότητας μιας χώρας αποτελούσε από αρχαιοτάτων χρόνων ένα από τα βασικότερα ζητούμενα των οργανωμένων κοινωνιών. Σήμερα, η ανωτέρω διαδικασία πραγματοποιείται μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο φέρνοντας σε επαφή τους αποταμιευτές και τους επενδυτές επιτυγχάνει την μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες μιας οικονομίας στις ελλειμματικές. Ο διαμεσολαβητικός αυτός ρόλος, επί της ουσίας, πραγματοποιείται από ένα δομημένο δίκτυο πιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτό το δίκτυο απαρτίζει το τραπεζικό σύστημα.

Βιβλιογραφικά, ως πρόγονος του σύγχρονου τραπεζικού συστήματος αναγνωρίζεται το τραπεζικό σύστημα των εμποροτραπεζιτών των ιταλικών πόλεων κρατών του 12<sup>ου</sup> και 13<sup>ου</sup> αιώνα. Μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα εμφανίζονται εκείνη την περίοδο, με το μεγαλύτερο από αυτά να το κατέχει η οικογένεια των Μεδίκων. Τα ανωτέρω ιδρύματα δεν είχαν μόνο τοπική δραστηριότητα αλλά και διεθνή αφού διατηρούσαν υποκαταστήματα σε πολλές χώρες. Οι κύριες δραστηριότητες αυτών των ιδρυμάτων ήταν η χρηματοδότηση των

εισαγωγών και των εξαγωγών, ο δανεισμός της παπικής εκκλησίας και των πριγκιπάτων, όπως και η ίδρυση επιχειρήσεων. Η εξελικτική πορεία τους συνεχίστηκε μέχρι τα τέλη του 15<sup>ου</sup> αιώνα, όπου οδηγούνται σε παρακμή. Οι βασικότερες αιτίες της παρακμής τους είναι η χορήγηση επισφαλών δανείων, η κακοδιαχείριση και η ελλιπής οργάνωση των υποκαταστημάτων τους (**Smith and Walker, 2003**).

Η βιομηχανική επανάσταση του 16<sup>ου</sup> αιώνα δίνει νέα ώθηση στο τραπεζικό σύστημα. Η μαζική προσφορά αγαθών και η κατανάλωση αυτών αποτελεί βασικό παράγοντα της ανάπτυξης του τραπεζικού τομέα. Η ανάγκη για την επίτευξη μεγάλων επενδύσεων και κεφαλαίων σε παραγωγικές μονάδες που κυρίως έδρευαν στην Κεντρική και Δυτική Ευρώπη αποτελεί το μέγα ζήτημα αυτής της εποχής. Έτσι, το τραπεζικό σύστημα είχε τον κυρίαρχο ρόλο στην ικανοποίηση αυτής της ανάγκης. Δυο σημαντικές μεταβολές χαρακτηρίζουν αυτήν την περίοδο. Πρώτον, το κέντρο των εξελίξεων του τραπεζικού συστήματος, μετατοπίζεται από τις μεσογειακές χώρες στην Κεντρική και την Δυτική Ευρώπη, με χαρακτηριστικά παραδείγματα την Γερμανία και το Βέλγιο, αφού σε αυτές τις περιοχές καταγράφονται οι μεγαλύτερες παραγωγικές μονάδες της εποχής. Αξίζει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι η εμπορική δραστηριότητα, δηλαδή η δραστηριότητα σε όρους πραγματικής οικονομίας, μεταβάλλει και την τραπεζική δραστηριότητα, δηλαδή την δραστηριότητα του χρήματος. Δεύτερον, οι ραγδαίες οικονομικές εξελίξεις είχαν σαν αποτέλεσμα τον μετασχηματισμό του μέχρι τότε χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι τράπεζες χάνουν το τοπικό τους χαρακτήρα και αποκτούν ένα διεθνές χαρακτήρα με μεγάλα κεφάλαια που ως στόχο έχουν την απόκτηση κέρδους. Θα λέγαμε ότι το χρήμα πλέον δεν θεωρείται ως ένα μέσο ανταλλαγής αλλά λαμβάνει τα χαρακτηριστικά «προϊόντος» το οποίο μπορεί να αποφέρει κέρδος. Αυτή η διαπίστωση είχε σαν αποτέλεσμα πολλοί οικονομολόγοι αυτής της περιόδου να εστιάσουν το ενδιαφέρον τους στο τραπεζικό τομέα (**Smith and Walker, 2003**).

Ο 18<sup>ος</sup> αιώνας και μέχρι τη μεγάλη κρίση του κραχ το 1929 χαρακτηρίζεται από πολλούς επιστήμονες ως περίοδος του χρηματοοικονομικού καπιταλισμού. Πράγματι, οι εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα αυτή την περίοδο είναι ραγδαίες και καθοριστικές. Μια χαρακτηριστική εξέλιξη είναι η δημιουργία εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών. Οι τελευταίες είχαν τις βασικές εργασίες χορήγησης μακροπρόθεσμων επιχειρηματικών δανείων και της διατήρησης μεγάλων χαρτοφυλακίων μετοχών και ομολόγων. Οι εμπορικές πάλι χορηγούσαν ενυπόθηκα δάνεια. Η επέκταση των εργασιών των τραπεζών

αποτελεί ένα από τα χαρακτηριστικότερα στοιχεία της εξέλιξής τους. Μέχρι τις αρχές του 18<sup>ου</sup> αιώνα οι τράπεζες ως κύριο ρόλο είχαν την χρηματοδότηση επιχειρήσεων, την διασφάλιση και την συσσώρευση των καταθέσεων και των κεφαλαίων. Η απόκτηση του εκδοτικού προνομίου από ένα μέρος των τραπεζών, το οποίο σήμερα είναι προνόμιο των Κεντρικών Τραπεζών, είχε ως αποτέλεσμα τη μετατροπή τους σε φορείς διαμόρφωσης πιστωτικής πολιτικής. Τέλος, η τάση συγκέντρωσης του τραπεζικού κεφαλαίου και η εξαγορά μικρών τραπεζών από μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα είναι ένα ακόμα βασικό χαρακτηριστικό της εποχής (**Στεργιώτης, 1989**).

Η ακμή του διεθνούς τραπεζικού συστήματος διακόπτεται κατά την διάρκεια του Α' Παγκοσμίου Πολέμου. Κατά την περίοδο του πολέμου πολλές τράπεζες της Ευρώπης πτωχεύουν αφού οι καταθέτες αποσύρουν τις καταθέσεις τους και οι δανειολήπτες αδυνατούν να αποπληρώσουν δάνεια που τους είχαν χορηγηθεί. Θα πρέπει να τονιστεί σε αυτό το σημείο ότι η ανάγκη χρηματοδότησης των τεράστιων πολεμικών δαπανών οδήγησε στην εγκατάλειψη του «χρυσού κανόνα» με αποτέλεσμα να εκτυπώνεται χρήμα χωρίς αντίκρισμα σε χρυσό. Η συγκεκριμένη κίνηση ενώ ξεκίνησε από το τραπεζικό σύστημα της Ευρώπης, επεκτάθηκε αργότερα και στις Η.Π.Α. Στα χρόνια που ακολουθούν, έγιναν προσπάθειες επαναφοράς του «χρυσού κανόνα», μέχρι το 1971, όπου και καθιερώθηκε το «Σύστημα των Κυμαινόμενων Ισοτιμιών». Σε αντίθεση με τα γεγονότα στην Ευρωπαϊκή ήπειρο, στην άλλη μεριά του Ατλαντικού, στις Η.Π.Α., ο τραπεζικός τομέας ανθεί λόγω της ανάπτυξης της βιομηχανίας και της τεχνολογίας. Με τον τερματισμό του Α' Παγκοσμίου Πολέμου έγιναν προσπάθειες ανασυγκρότησης των τραπεζών, όμως, η προσπάθεια αυτή ανακόπηκε από την έναρξη του Β' Παγκοσμίου. Οι τράπεζες των Η.Π.Α. εξακολουθούν και παίζουν το κυρίαρχο ρόλο στο διεθνές τραπεζικό σύστημα. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι μεγάλα χρηματικά κεφάλαια εκταμιεύονται από το τραπεζικό σύστημα των Η.Π.Α. με σκοπό την ανασυγκρότηση της Δυτικής Ευρώπης, η οποία κατεχοχόν είχε πληγεί από τον πόλεμο. Τέλος, θα πρέπει να υπογραμμιστεί η επικράτηση του δολαρίου στο διεθνές οικονομικές συναλλαγές (**Smith and Walker, 2003**).

Ραγδαίες εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα σημειώνονται στα τέλη του 20<sup>ου</sup> αιώνα και στις αρχές του 21<sup>ου</sup>. Η χρήση της τεχνολογίας και η συσπείρωση των ευρωπαϊκών κρατών, μέσα στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σηματοδοτούν μια νέα περίοδο. Οι νέες τεχνολογίες είχαν σαν αποτέλεσμα να αυξηθεί η κυκλοφορία του χρήματος στην αγορά μέσω των πιστωτικών καρτών και χρεωστικών καρτών, τις online συναλλαγές και την

χορήγηση επενδυτικών και καταναλωτικών δανείων. Με την δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης δημιουργήθηκε ένα κοινό νομοθετικό πλαίσιο για το τραπεζικό σύστημα των χωρών-μέλη αυτής. Στόχος των ευρωπαϊκών τραπεζών είναι η αποτελεσματική διεξόδυσή τους σε νέες αγορές (Smith and Walker, 2003).

### 2.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία η τραπεζική λειτουργία στην Ελλάδα διακρίνεται σε τέσσερις περιόδους.

Η πρώτη περίοδος εκτείνεται από την δημιουργία του ελληνικού κράτους (1828) έως και την ίδρυση της Τραπέζης της Ελλάδος (μέσα 19<sup>ου</sup> αιώνα). Ο κεντρικός στόχος του τραπεζικού συστήματος της εποχής είναι η αντιμετώπιση των οικονομικών αναγκών του νεοσύστατου Ελληνικού κράτους. Η προσπάθεια αυτή πραγματοποιήθηκε με (Στεργιώτης, 1989):

- Την ίδρυση της Εθνικής Χρηματιστηριακής Τράπεζας από τον Ιωάννη Καποδίστρια, η οποία ήταν κατεξοχήν κρατική τράπεζα με κύριο προσανατολισμό την δανειοδότηση.
- Η ίδρυση της Ιονικής Τράπεζας, της τράπεζας Ηπείρου- Θεσσαλίας και της Κρήτης, στις οποίες είχε παραχωρηθεί το εκδοτικό προνόμιο.
- Η ίδρυση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, το 1841, η οποία όχι μόνο είχε το εκδοτικό προνόμιο, αλλά ήταν και η κύρια πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αυτής της εποχής.

Η δεύτερη περίοδος εκτείνεται από το 1887 έως το 1945, χρονολογία λήξης τους Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Κατά την αναφερομένη περίοδο δύο σημαντικές εξελίξεις ήταν στο επίκεντρο του τραπεζικού τομέα. Η πρώτη, αφορά τις νομοθετικές ρυθμίσεις που σαν στόχο είχαν την οργάνωση του τραπεζικού συστήματος καθώς στα τέλη της δεκαετίας του 1920 (1928) ιδρύθηκε η Τράπεζα της Ελλάδος και διαμορφώθηκε για πρώτη φορά ένα κανονιστικό πλαίσιο για την λειτουργία των τραπεζών. Η χαρακτηριστικότερη των ρυθμίσεων αυτών είναι ότι οι τράπεζες από το 1931 μπορούσαν να λειτουργήσουν μόνο με την μορφή της Ανώνυμης Εταιρίας. Η δεύτερη σημαντική εξέλιξη, είναι οι συγχωνεύσεις



πολλών τραπεζών και το πέρασμα πολλών μεγάλων τραπεζών στον κρατικό έλεγχο (κρατικοποίηση) **(Στεργιώτης, 1989)**.

Η τρίτη περίοδος αφορά το χρονικό διάστημα από το 1946 έως το 1992. Στο διάστημα αυτό ο κρατικός παρεμβατισμός στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος ήταν αρκετά έντονος τόσο στον Ελλαδικό χώρο, όσο και σε ολόκληρη την Ευρώπη. Ορόσημο του κρατικού παρεμβατισμού είναι η επαναλειτουργία της Νομισματικής Επιτροπής. Οι εργασίες της ανωτέρω Επιτροπής ήταν η άσκηση κατασταλτικών ελέγχων που αφορούσαν την λειτουργία των εμπορικών τραπεζών, τον καθορισμό των επιτοκίων χορήγησης δανείων, αλλά και των επιτοκίων καταθέσεων, και τον καθορισμό του πλαισίου χορήγησης και διάθεσης των τραπεζικών υπηρεσιών **(Στεργιώτης, 1989)**.

Τέλος, κατά την τέταρτη περίοδο, που εκτείνεται από το 1992 έως και σήμερα, το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα αποκτά ένα σύγχρονο πρόσωπο. Το 1992 ήταν χρονιά ορόσημο λόγω της μείωσης της υποχρέωσης τοποθετήσεων των τραπεζών σε έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, η οποία καταργήθηκε τελείως το 1993. Καθοριστικός παράγοντας για τον εκσυγχρονισμό του τραπεζικού συστήματος είναι η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Οι Ελληνικές τράπεζες από εδώ και πέρα θα έπρεπε για να μπορέσουν να επιβιώσουν, να ενσωματωθούν και να ανταποκριθούν, στο πλαίσιο λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με άλλα λόγια, θα έπρεπε πλέον οι Ελληνικές τράπεζες από εσωστρεφείς να γίνουν εξωστρεφείς. Η δημιουργία μίας ενιαίας τραπεζικής και χρηματοπιστωτικής αγοράς στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτέλεσε τον βασικότερο μεταρρυθμιστικό παράγοντα των Ελληνικών Τραπεζών. Τα στοιχεία που διαφοροποιούσαν τις Ελληνικές τράπεζες από τις Ευρωπαϊκές ήταν: η μεγάλη συγκέντρωση και ο κρατικός παρεμβατισμός, το μεγάλο ποσοστό δέσμευσης κεφαλαίων από την Τράπεζα της Ελλάδος, το χαμηλό ποσοστό χορήγησης δανείων, η μεγάλη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων, οι υψηλές λειτουργικές δαπάνες του τραπεζικού συστήματος και το χαμηλό ποσοστό κεφαλαίων που υπήρχαν προς διάθεση στην διατραπεζική αγορά. Οι μεταρρυθμίσεις που σημειώθηκαν στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέσα στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι οι εξής: ελευθερία στη ρύθμιση του ύψους του επιτοκίου καταθέσεων και χορηγήσεων δανείων, άρση της υποχρέωσης των τραπεζών τοποθέτησης μεγάλου μέρους των κεφαλαίων τους σε χαμηλότοκους τίτλους του δημοσίου, ελευθερία διάθεσης των τραπεζικών υπηρεσιών, δανειοδότηση των Ελλήνων από το εξωτερικό **(Στεργιώτης, 1989)**.

## 2.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Λόγω της παγκοσμιοποίησης της τραπεζικής αγοράς, της ελεύθερης κυκλοφορίας ανθρώπων, επιχειρήσεων και κεφαλαίων και των δυνατοτήτων που παρέχει η σύγχρονη τεχνολογία επικοινωνιών, οι Έλληνες συναλλασσόμενοι μπορούν σήμερα να αναζητούν και να επιλέγουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες από έναν πολύ μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων και τους ανά τον κόσμο ανταποκριτές ή συνεργάτες τους. Στοιχεία για τις κατηγορίες φορέων παροχής τραπεζικών υπηρεσιών στην Ελλάδα δημοσιεύει τακτικά η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ). Οι πιο πρόσφατες σχετικές δημοσιεύσεις περιέχουν πίνακες και καταλόγους, σύμφωνα με τους οποίους στα τέλη του 2012 προσφέρονταν τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες στην Ελλάδα από 487, έναντι 466 το 2011, πιστωτικούς οργανισμούς. Τους οργανισμούς αυτούς η ΤτΕ ταξινομεί ως εξής (**ΕΕΤ, 2013**):

(Α) 52 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα

(Β) 374 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ), που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες χωρίς επί τόπου παρουσία τους, και

(Γ) 61 λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

### 2.4.1 ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ ΜΕ ΕΔΡΑ Ή ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ, τον Νοέμβριο του 2012 ήταν στην Ελλάδα εγκατεστημένα και λειτουργούσαν 52 πιστωτικά ιδρύματα (έναντι 62 τον Νοέμβριο του 2011), εκ των οποίων (**ΕΕΤ, 2013**):

- 29 πιστωτικά ιδρύματα (16 εμπορικές και 13 συνεταιριστικές τράπεζες) που έχουν καταστατική έδρα στην Ελλάδα, έχουν αδειοδοτηθεί και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος και υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 3601/2007,
- 18 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και, επίσης, υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας

αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) του Ν. 3601/2007, εποπτευόμενα από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής των πιστωτικών ιδρυμάτων,

- 4 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς δεν υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης, και
- 1 πιστωτικό ίδρυμα που έχει εξαιρεθεί από την εφαρμογή του Ν. 3601/2007, δηλαδή το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

Έως το τέλος Νοεμβρίου 2012 αποχώρησαν από τη χώρα τέσσερα υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ένα υποκατάστημα πιστωτικού ιδρύματος με έδρα σε κράτος εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ πέντε πιστωτικά ιδρύματα (2 εμπορικές και 3 συνεταιριστικές τράπεζες) έπαψαν τη λειτουργία τους μετά την ολοκλήρωση της διευθέτησής τους (resolution), σύμφωνα με τα οριζόμενα στον Ν. 3601/2007, όπως ισχύει (ΕΕΤ, 2013).

#### **2.4.2 ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΠΟ ΑΠΟΣΤΑΣΗ**

Επιπλέον των παραπάνω πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν μόνιμη εμπορική παρουσία στην Ελλάδα, τραπεζικές υπηρεσίες (πληρωμών ή χρηματοδότησης) προς Ελληνικά φυσικά ή νομικά πρόσωπα δύνανται, επίσης, να παρέχουν, και παρέχουν, 374 πιστωτικά ιδρύματα (έναντι 350 τον Νοέμβριο του 2011), τα οποία εδρεύουν σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ). Τα εν λόγω πιστωτικά ιδρύματα εποπτεύονται από τις αρμόδιες αρχές της χώρας καταγωγής τους και, κατά τα προβλεπόμενα από τον Ν. 3601/2007, έχουν απλώς γνωστοποιήσει στην Τράπεζα της Ελλάδος «ενδιαφέρον παροχής υπηρεσιών χωρίς εγκατάσταση». Η κατανομή τους αναλόγως χώρας προέλευσης ήταν, τον Νοέμβριο 2012, η περιγραφόμενη στον Πίνακα 2.1 (εντός παρενθέσεων οι αντίστοιχοι αριθμοί για τον Νοέμβριο 2011).

**Πίνακας 2.1:** Πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ'αποστάσεως

Χώρα προέλευσης	Αριθμός ιδρυμάτων	Χώρα προέλευσης	Αριθμός ιδρυμάτων
Αυστρία	32 (28)	Λιχτενστάιν	5 (3)
Βέλγιο	6 (6)	Λετονία	1 (0)
Γαλλία	44 (40)	Λουξεμβούργο	38 (33)
Γερμανία	50 (46)	Μάλτα	7 (7)
Γιβραλτάρ	5 (6)	Νορβηγία	3 (2)
Δανία	4 (4)	Ολλανδία	26 (26)
Εσθονία	1 (1)	Ουγγαρία	2 (2)
Ηνωμένο Βασίλειο	81 (79)	Πολωνία	1 (1)
Ιρλανδία	30 (30)	Πορτογαλία	3 (3)
Ισλανδία	2 (1)	Σουηδία	3 (3)
Ισπανία	5 (6)	Τσεχία	1 (1)
Ιταλία	11 (8)	Φινλανδία	6 (7)
Κύπρος	7 (7)		
<b>Σύνολο: 374 (350)</b>			

Πηγή: ΕΕΤ, 2013, σελ. 14

Στο χρονικό διάστημα Νοέμβριος 2011 - Νοέμβριος 2012 ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων αυτής της κατηγορίας αυξήθηκε κατά 7%, με σημαντικότερη συμβολή στην ανωτέρω αύξηση να παρουσιάζουν τα πιστωτικά ιδρύματα από Λουξεμβούργο, Αυστρία, Γερμανία και Γαλλία. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι, το 71% (Νοέμβριος 2011: 70%) των πιστωτικών ιδρυμάτων που παρέχουν στην Ελλάδα εξ αποστάσεως χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες είναι εγκατεστημένα και λειτουργούν σε κράτη μέλη της Ευρωζώνης. Μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωζώνης μόνο πιστωτικά ιδρύματα εγκατεστημένα στη Σλοβενία και Σλοβακία δεν έχουν γνωστοποιήσει μέχρι σήμερα σχετικό ενδιαφέρον στην Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΕΤ, 2013).

### 2.4.3 ΛΟΙΠΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Επιπλέον των προαναφερθέντων δυο κατηγοριών, στην Ελλάδα λειτουργούν άλλες 61 εταιρείες (έναντι 54 τον Νοέμβριο του 2011) του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι οποίες εξειδικεύονται στην παροχή συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (εκτός της αποδοχής καταθέσεων από το κοινό, υπηρεσία που σύμφωνα με τη νομοθεσία επιτρέπεται να παρέχεται μόνον από τα πιστωτικά ιδρύματα) και εποπτεύονται, επίσης, από την Τράπεζα της Ελλάδος. Η κατανομή τους, ανά κατηγορία επιχειρήσεων, παρουσιάζεται στον Πίνακα 2.2.

**Πίνακας 2.2:** Λοιπές εταιρίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος

<b>Αριθμός εταιρειών</b>	
Ανταλλακτήρια Συναλλάγματος	11 (10)
Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	12 (12)
Εταιρείες Πρακτορείας Επιχειρηματικών Απαιτήσεων	5 (5)
Εταιρείες Παροχής Πιστώσεων	4 (4)
Ιδρύματα Ηλεκτρονικού Χρήματος (χωρίς εγκατάσταση)	13 (11)
Χρηματοδοτικά Ιδρύματα (χωρίς εγκατάσταση)	1 (2)
Ιδρύματα Πληρωμών	11(7)
Αντιπρόσωποι/Υποκαταστήματα Ιδρυμάτων Πληρωμών του ΕΟΧ που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα	4 (3)
Σύνολο: 61 (54)	

Πηγή: Πηγή: **ΕΕΤ, 2013, σελ. 14**

Με εξαίρεση τα χρηματοδοτικά ιδρύματα χωρίς εγκατάσταση στην Ελλάδα, ο αριθμός των εταιρειών λοιπών κατηγοριών παρουσιάστηκε αυξητικός ή αμετάβλητος ως προς τους απόλυτους αριθμούς των δραστηριοποιούμενων εταιρειών. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει το συνεχιζόμενο έντονο ενδιαφέρον διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών για την ελληνική αγορά και τον έντονο ανταγωνισμό στην παροχή εξειδικευμένων

χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί πως, τον Αύγουστο του 2012, δεκατέσσερις (14) τράπεζες, από οκτώ ευρωπαϊκές χώρες και τις ΗΠΑ, διατηρούσαν στη χώρα μας γραφεία αντιπροσωπείας (**ΕΕΤ, 2013**).

Η τάση αύξησης του αριθμού των τραπεζικών καταστημάτων στην Ευρωζώνη διακόπηκε κατά τη διάρκεια του 2009, παρουσίασε σταθεροποιητικές τάσεις το 2010 και επιδεινώθηκε σημαντικά το 2011 (Πίνακας 2.3). Ειδικότερα, σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ο αριθμός των καταστημάτων των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα ανήλθε, στο τέλος του 2011, στα επίπεδα του 2007 (3.845 τραπεζικά καταστήματα). Η τάση στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Ευρωζώνη ήταν, αντίθετα με την Ελλάδα, αρνητική (-4,35% και -3,78%, αντίστοιχα). Ωστόσο, η τάση συρρίκνωσης του δικτύου των τραπεζικών καταστημάτων το 2011, έναντι του 2010, ήταν υψηλότερη στην Ελλάδα (-3,99%) έναντι της Ευρωπαϊκής Ένωσης (-3,12%) και της Ευρωζώνης (-3,08%).

Η τάση συρρίκνωσης του δικτύου των τραπεζικών καταστημάτων στην Ελλάδα αναμένεται να συνεχιστεί την επόμενη διετία (2012 και 2013), κυρίως ως αποτέλεσμα της διαδικασίας συγκέντρωσης του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος μετά την επικείμενη ολοκλήρωση μιας σειράς συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αρχές του 2013 (περισσότερες πληροφορίες δίνονται στην τελευταία ενότητα του κεφαλαίου).

**Πίνακας 2.3:** Αριθμός καταστημάτων τραπεζών, 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011	Μεταβολή % (2011- 2007)	Μεταβολή % (2011- 2010)
Ελλάδα	3.850	4.098	4.078	4.005	3.845	0	-3,99
Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ- 27)	233.333	237.647	232.424	230.387	223.188	4,35	3,12
Ευρωζώνη (ΕΕ-17)	183.673	186.256	183.608	182.350	176.722	-3,78	-3,08

Πηγή: ΕΕΤ, 2013, σελ. 16

Κατά τη διάρκεια του 2011, συστηματική υπήρξε η προσπάθεια των εγκατεστημένων στη χώρα μας τραπεζών να αναπτύξουν εναλλακτικά δίκτυα διανομής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, όπως αυτόματες ταμειολογιστικές μηχανές (ΑΤΜ), τηλεφωνική τραπεζική (phone banking) και ηλεκτρονική τραπεζική (e-banking και m-banking). Η προσπάθεια αυτή είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του αριθμού των ΑΤΜ σε ποσοστό αντίστοιχο με αυτό των τραπεζικών καταστημάτων (2011: 7.277, 2010: 7.580), όσο και την αναβάθμιση και διεύρυνση των υπηρεσιών που παρέχονται μέσω αυτών, καθώς, πέραν των παραδοσιακών υπηρεσιών κατάθεσης και ανάληψης μετρητών και ερώτησης υπολοίπου, είναι πλέον δυνατή η πραγματοποίηση ποικίλων τραπεζικών συναλλαγών, όπως η μεταφορά κεφαλαίων σε λογαριασμούς τρίτων, η πληρωμή οφειλών από πιστωτικές κάρτες, καθώς και η πληρωμή λογαριασμών λοιπών επιχειρήσεων (π.χ. κοινής ωφέλειας) (ΕΕΤ, 2013).

Εντυπωσιακή υπήρξε, τέλος, λαμβανομένων υπόψη των αναλογιών, η συνεχιζόμενη αύξηση των εγγεγραμμένων χρηστών στις υπηρεσίες ηλεκτρονικής τραπεζικής (e-banking) που έχουν αναπτύξει οι Ελληνικές τράπεζες. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΕΤ, στο πρώτο εξάμηνο του 2012, περισσότερα από 2.761.654 (2010: 2.400.805) φυσικά και νομικά πρόσωπα ήταν εγγεγραμμένοι χρήστες σε υπηρεσίες ηλεκτρονικής τραπεζικής, σημειώνοντας ετήσια αύξηση 15% (έναντι ετήσιας αύξησης 12% μεταξύ Α' εξαμήνου 2011 και Α' εξαμήνου 2010).

Η αξία των εγχρημάτων συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων των ενδοτραπεζικών, διατραπεζικών και χρηματιστηριακών συναλλαγών, παρουσίασε, σε ετήσια βάση, θεαματική αύξηση της τάξης του 45% (Α' εξάμηνο 2012: 23,3 δισ. ευρώ, Α' εξάμηνο 2011: 15,9 δισ. ευρώ).

Τέλος, εξαιρετική απήχηση στο συναλλακτικό κοινό εμφάνισαν και οι υπηρεσίες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μέσω φορητών τηλεφώνων (m-banking) με περισσότερους από 115.000 χρήστες και αξία εγχρημάτων συναλλαγών περίπου 50 εκατ. ευρώ το Α' εξάμηνο του 2012 (ΕΕΤ, 2013).

## **2.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΟΙΝΩΝΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

Σύμφωνα με παλαιότερη έρευνα της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, προκύπτει το αβίαστο συμπέρασμα ότι το τραπεζικό σύστημα συμβάλει άμεσα και θετικά στην ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας και κοινωνίας. Τα κυριότερα επιχειρήματα προς υποστήριξη της άποψης αυτής είναι τα ακόλουθα (ΕΕΤ, 2008):

- Οι ελληνικές τράπεζες παρέχουν ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών σε ιδιώτες, επιχειρήσεις αλλά και το ελληνικό Δημόσιο, στο πλαίσιο της διαμεσολαβητικής τους λειτουργίας, στο πλαίσιο παροχής υπηρεσιών πληρωμών και στο πλαίσιο παροχής του συνόλου των επενδυτικών υπηρεσιών στις κεφαλαιαγορές, ικανοποιώντας τη ζήτηση που εκδηλώνει η πελατεία τους.

- Ειδικά στον τομέα της χρηματοδότησης ιδιωτών και επιχειρήσεων, η συμβολή αυτή είναι σημαντική όχι μόνο γιατί καθιστά εφικτή τη χρηματοδότηση των επενδύσεων και της κατανάλωσης (και συνεπώς συνεισφέρει στην αύξηση του Α.Ε.Π. της χώρας), αλλά και γιατί περιορίζει τη προσφυγή στην παραοικονομική δραστηριότητα, που «άνθιζε» κατά τη διάρκεια των προηγούμενων δεκαετιών.

- Η χρηματοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών στην Ελλάδα (εγχώριων και αλλοδαπών) συνέβαλε επιπλέον στην προώθηση του εκσυγχρονισμού των επιχειρήσεων - κυρίως των μικρομεσαίων - και συνακόλουθα στη δημιουργία προϋποθέσεων για ανάπτυξη δυναμικών κλάδων της οικονομίας.

- Οι τράπεζες της Ελλάδας παρέχουν στους θετικούς αποταμιευτές της οικονομίας ένα ευρύ φάσμα εναλλακτικών επιλογών, όσον αφορά τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους, είτε με την προσφορά εναλλακτικών τραπεζικών, επενδυτικών,



- ασφαλιστικών προϊόντων που ανταποκρίνονται στις εκάστοτε ανάγκες της πελατείας τους, είτε με επενδύσεις που γίνονται στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

- Στον τομέα των μαζικών πληρωμών, μέσω των υπηρεσιών πληρωμών που προσφέρουν οι τράπεζες σε διμερή ή διατραπεζική βάση, έχουν μειωθεί δραστικά τα συναφή κόστη του Δημοσίου και κυρίως των μεγάλων επιχειρήσεων. Τα κόστη αυτά αφορούν συνήθως την είσπραξη απαιτήσεων (π.χ. είσπραξη εργοδοτικών εισφορών) και την πληρωμή οφειλών (π.χ. καταβολή μισθών, συντάξεων και μερισμάτων).

- Απασχολούν ένα μεγάλο αριθμό εργαζομένων και προβαίνουν σε σημαντικές παροχές προς αυτούς, αυξανόμενες μάλιστα την τελευταία πενταετία. Πιο συγκεκριμένα, λόγω του συνεχώς επεκτεινόμενου δικτύου των τραπεζών και λόγω προγραμμάτων εθελούσιας εξόδου κατά το 2004, έκτοτε προέκυψαν πολλές νέες θέσεις εργασίας σε τράπεζες. Έτσι, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ο αριθμός εργαζομένων ανά κατάστημα είναι ιδιαίτερα υψηλός στη Ελλάδα, 17 εργαζόμενοι ανά κατάστημα το 2006, έναντι 14 και 12 στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωζώνη αντίστοιχα. Όσον αφορά τις παροχές προς τους εργαζομένους, παρουσιάζουν αυξητική τάση λόγω της αύξησης των εργαζομένων, των μισθών, των ημερομισθίων, των επιδομάτων καθώς και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης.

- Οι τράπεζες καταβάλλουν υψηλά ποσά φορολογίας στο Ελληνικό Δημόσιο. Βέβαια, ο συντελεστής φόρου εισοδήματος μειώθηκε για πρώτη φορά σε 25% από την εταιρική χρήση 2007, ωστόσο εξακολουθεί να είναι υψηλός σε σχέση με τον αντίστοιχο συντελεστή σε ξένες χώρες όπου δραστηριοποιούνται οι ελληνικές τράπεζες (Τουρκία - 20%, Βουλγαρία - 10%). Επιπλέον, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 3634/2008, τόσο οι εγχώριες όσο και οι ξένες τράπεζες προκαταβάλλουν το συνολικό ποσό του φόρου εισοδήματος.

- Διανέμουν υψηλά μερίσματα στους μετόχους, που κυμαίνονται από 45% ως 50% των καθαρών κερδών μετά τη φορολογία.

- Συμμετέχουν ενεργά σε δράσεις Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, κυρίως μέσω χορηγιών προς αθλητικά, πολιτιστικά, εκπαιδευτικά και περιβαλλοντικά γεγονότα.

Ακόμη, προσφέρουν ευνοϊκή μεταχείριση σε κοινωνικές ομάδες που περιέρχονται σε δυσχερή θέση λόγω εκτάκτων συνθηκών (π.χ. πυρόπληκτοι Ηλείας 2007).

## **2.6 ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικές επιδόσεις των Ελληνικών τραπεζών σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία της **(ΕΕΤ 2013)**.

### **2.6.1 ΛΟΓΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ**

Οι τράπεζες συνέχισαν να αντιμετωπίζουν σημαντικού ύψους εκροή καταθέσεων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (35 δισ. ευρώ συνολικά για το έτος 2011, επιπλέον των 40 δισ. ευρώ συνολικά για το έτος 2010). Η μη ισορροπημένη ανάπτυξη των χρηματοδοτικών και καταθετικών εργασιών συνέβαλε στη διατήρηση του δείκτη δανείων προς καταθέσεις άνω του 100%. Συγκεκριμένα, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις, τον Σεπτέμβριο του 2011, κυμάνθηκε στο 130,1% (116,8%, Δεκ. 2010) για τις τράπεζες και 132,7% (120,9%, Δεκ. 2010) για τους τραπεζικούς ομίλους.

### **2.6.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ**

Οι εποπτικοί δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας υποχώρησαν το 2011 σε σχέση με το 2010, ωστόσο διατηρήθηκαν άνω του ελάχιστου αποδεκτού ορίου. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Σεπτεμβρίου του 2011 ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας και ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων διαμορφώθηκαν για τις τράπεζες στο 11,7% (13,9% Δεκ. 2010) και 10,7% (12,5% Δεκ. 2010) αντιστοίχως, για τους δε τραπεζικούς ομίλους στο 10,1% (12,3% Δεκ. 2010) και 9,2% (11,2% Δεκ. 2010) αντιστοίχως. Όσον αφορά τον Δείκτη Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Core Tier 1), αυτός διαμορφώθηκε στο 8,9% (10,6% Δεκ. 2010) για τις τράπεζες και 8,2% (9,9% Δεκ. 2010) για τους τραπεζικούς ομίλους.

### 2.6.3 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Μικρή θετική επίδραση στα οργανικά αποτελέσματα του τραπεζικού κλάδου είχε η υποχώρηση που εμφάνισαν τα λειτουργικά έξοδα το πρώτο εννεάμηνο του 2011 κατά 7,1% σε επίπεδο τραπεζών και 5,4% σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων. Ωστόσο, λόγω των έντονων και αυξανόμενων πιέσεων που δέχτηκε ο κλάδος κατά τη διάρκεια του 2011 συμπεριλαμβανομένης και της επιβάρυνσης της απομείωσης της αξίας των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου, οι τράπεζες εμφάνισαν ζημιές ύψους 7,4δισ. ευρώ και οι τραπεζικοί όμιλοι ζημιές ύψους 7,3 δισ. ευρώ. Οι πιέσεις παρέμειναν έντονες και τους πρώτους μήνες του 2012. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες βάσει των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων της περιόδου Ιανουαρίου-Μαρτίου 2012 εμφάνισαν ζημιές (μετά από φόρους) ύψους 808 εκατ. ευρώ και οι τραπεζικοί όμιλοι ζημιές ύψους 654 εκατ. ευρώ.

Ειδικότερα, όπως συνοψίζονται και στον Πίνακα 2.4 κατωτέρω:

- ο **δείκτης αποτελεσματικότητας** (λειτουργικά έξοδα προς λειτουργικά έσοδα) διαμορφώθηκε σε 58,6% (63,9%, 1.1-30.9.2010) σε επίπεδο τραπεζών και σε 58,2% (56,5%, 1.1-30.9.2010) σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων,
- το **καθαρό επιτοκιακό περιθώριο** παρέμεινε κάτω του 3% και συγκεκριμένα σε επίπεδο τραπεζών 2,0% (1,9%, 1.1-30.9.2010), ενώ σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων 2,6% (2,7%, 1.1-30.9.2010),
- ο **λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο ύψος ενεργητικού**
- διαμορφώθηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2011 στο -2,1% (-0,5%, 1.1-30.9.2010) για τις τράπεζες και στο -1,9% για τους τραπεζικούς ομίλους (-0,3%, 1.1-30.9.2010)

**Πίνακας 2.4:** Βασικοί οικονομικοί δείκτες των Ελληνικών εμπορικών τραπεζών και ομίλων

%	Τράπεζες	Τραπεζικοί όμιλοι		Δεκ. 2010	Σεπτ. 2011	Δεκ. 2010 Σεπτ. 2011
	▶ Λόγος δάνειων προς καταθέσεις			116,8	130,1	120,9 132,7
	▶ Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (Δ.Κ.Ε.)			13,9	11,7	122 10,1
	▶ Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (Tier 1)			12,5	10,7	11,2 92
	▶ Δείκτης Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Core Tier 1)			10,6	8,9	9,9 8,2
				Ιαν.-Σεπτ. 2010	Ιαν.-Σεπτ. 2011	Ιαν -Σεπτ. 2010 Ιαν.-Σεπτ. 2011
	▶ Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (μετά από φόρους)			7),5	-2,1	-0,3 -X9
	▶ Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους)			-8,6	-342	-3,8 -28,2
	▶ Κοθαρό επιτοκιακό περιθώριο			1,9	2,0	217 2,6
	▶ Δείκτης αποτελεσματικότητας			63,9	58,6	582 56,5

Πηγή: ΕΕΤ, 2013, σελ. 16

## 2.7 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΡΙΣΗ

Ο ρόλος των τραπεζών στην κρίση, που ταλανίζει τη χώρα από τα τέλη του 2009, αναμένονταν να είναι η υποστήριξη των οικονομιών και των επιχειρήσεων που λειτουργούν σε αυτές. Αυτό θα γινόταν μέσω διαμεσολάβησης, μέσω χρηματοδοτήσεων, ελκυστικών επιτοκίων ακόμη και μέσα από άντληση κεφαλαίων από τις ίδιες τις τράπεζες. Ιδιαίτερα στη χώρα μας οι τράπεζες ως βασικός κινητήριος μοχλός της ελληνικής οικονομίας αναμένονταν να στηρίξει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους ιδιώτες. Αντιθέτως, αυτό που παρατηρήθηκε είναι τα υπέρογκα σε σχέση με τα ευρωπαϊκά επιτόκια δανεισμού και σε πολλές περιπτώσεις η παύση των δανειοδοτήσεων.

Η απόκλιση που σε ορισμένες κατηγορίες τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών, παρότι συρικνούμενη, εξακολουθεί να παρατηρείται στην Ελλάδα, σε σύγκριση με τον αντίστοιχο μέσο όρο στα υπόλοιπα κράτη μέλη της ευρωζώνης, οφείλεται κυρίως στους διαρθρωτικούς παράγοντες που διαμορφώνουν διαφορετικές συνθήκες ζήτησης και προσφοράς. Η προσδοκώμενη σύγκλιση θα εξαρτηθεί από την ταχύτητα και την έκταση άμβλυνσης των αιτίων στα οποία αυτή αποδίδεται. Εν προκειμένω, οι κατωτέρω παράγοντες κρίνονται καθοριστικής σημασίας (ΕΕΤ, 2010):

- **Η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας και των ελληνικών τραπεζών:** Η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας είχε μεν τα τελευταία χρόνια βελτιωθεί, αλλά παρέμενε χαμηλότερη από τα περισσότερα κράτη μέλη της ευρωζώνης, κυρίως λόγω του σχετικά υψηλού δημοσίου χρέους.

- **Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στην Ελλάδα:** Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στην Ελλάδα, μετρούμενος με βάση το γενικό Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Εν.Δ.Τ.Κ.), παραμένει από τους υψηλότερους, αν όχι ο υψηλότερος, της ευρωζώνης.

- **Το λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών:** Το λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών έχει μειωθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών. Εντούτοις, κατά μέσο όρο και σε σύγκριση με τα τραπεζικά συστήματα άλλων κρατών μελών της ευρωζώνης, παραμένει σχετικά υψηλό (ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού τους).

- **Η διαδικασία της απελευθέρωσης της καταναλωτικής πίστης:** Λόγω της πρόσφατης απελευθέρωσης της καταναλωτικής πίστης και της συνακόλουθης ραγδαίας αύξησης της

ζήτησης τραπεζικών δανείων από τα νοικοκυριά, οι ελληνικές τράπεζες είναι εκτεθειμένες σε υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο και σχετικά υψηλότερα από τα μέχρι το 2003 ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων.

- **Το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των ελληνικών τραπεζών:** Το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών στην Ελλάδα, το οποίο πλέον διαμορφώνεται σε πολύ μεγάλο βαθμό υπό την επίδραση του κοινοτικού δικαίου, σε ορισμένους τομείς παραμένει μέχρι και σήμερα συγκριτικά αυστηρότερο από ότι επιβάλλουν οι σχετικές κοινοτικές Οδηγίες. Είναι επίσης, αξιοσημείωτο ότι σε ορισμένες περιπτώσεις, λίγες ευτυχώς, το ελληνικό ρυθμιστικό πλαίσιο δεν έχει ακόμα προσαρμοστεί απόλυτα στις σύγχρονες συνθήκες λειτουργίας των ανεπτυγμένων πιστωτικών αγορών.

### **2.7.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ**

Η πρωτόγνωρη επιδείνωση του παγκόσμιου επενδυτικού κλίματος στα τέλη του 2008 βρήκε τις Ελληνικές τράπεζες με μηδενική έκθεση σε «τοξικά» διεθνή χρηματοοικονομικά προϊόντα ή άλλες επενδύσεις υψηλού ρίσκου που, κατά κοινή ομολογία, αποτέλεσαν τη βασική αιτία της πρόσφατης διεθνούς οικονομικής κρίσης και οδήγησαν στην κατάρρευση πολλών τραπεζών στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη. Αντί αυτού, τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν επικεντρωθεί σε παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες και στη χρηματοδότηση της Ελληνικής οικονομίας. Δεν είναι λοιπόν τυχαίο ότι οι εισροές καταθέσεων παρουσίασαν αύξηση τους πρώτους μήνες μετά την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008. Οι ανωτέρω εξελίξεις υποδηλώνουν την εμπιστοσύνη καταθετών και επενδυτών στη σταθερότητα και την ευρωστία του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ιδιαίτερα πριν την πρόσφατη σοβαρή επιδείνωση της κρίσης χρέους της Ελλάδας (**Eurobank EFG, 2012**).

Ωστόσο, οι παραπάνω θετική εξέλιξη δεν ήταν ικανή συνθήκη για να αναχαιτίσει την είσοδο των Ελληνικών τραπεζών σε μια περίοδο έντονης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, καθώς οι εξελίξεις στο εσωτερικό της χώρας καθώς και οι τοποθετήσεις των Ελληνικών τραπεζών σε τίτλους του Ελληνικού δημοσίου είχαν αρνητικό και καθοριστικό αντίκτυπο (**Eurobank EFG, 2012**).

## 2.7.2 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Σημαντικός παράγοντας της σημερινής δυσπραγίας των ελληνικών τραπεζών είναι ο αυξημένος πιστωτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζουν. Ως πιστωτικός κίνδυνος ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος ορίζεται ο κίνδυνος που προκύπτει από την ανεπαρκή ανταπόκριση του ιδρύματος στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων του προς τους πιστωτές του. Η ανεπαρκής αυτή ανταπόκριση του χρηματοοικονομικού ιδρύματος αφορά την καθυστερημένη αποπληρωμή των υποχρεώσεων του, ή την αποφυγή της αποπληρωμής τους. Κάθε μια από τις περιπτώσεις αυτές μπορεί να οφείλεται είτε στην αδυναμία του χρηματοοικονομικού ιδρύματος να καλύψει τις υποχρεώσεις του (όπως χρηματοοικονομική αποτυχία ή πτώχευση) είτε στη συστηματική αποφυγή της αντιμετώπισης των υποχρεώσεων αυτών από το χρηματοοικονομικό ίδρυμα (**Γκόρτσας και Αλεξιάκης, 2006**).

Ο πιστωτικός κίνδυνος αντανακλά την πιθανότητα ο δανειζόμενος να μην έχει να αποπληρώσει το δάνειο του ή να καθυστερήσει στην εξυπηρέτησή του. Για το λόγο αυτό, οι τράπεζες ακολουθούν διάφορες μεθόδους με τις οποίες έχουν καταφέρει να μετρήσουν την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Η εφαρμογή αυτών των μεθόδων εφαρμόζεται κυρίως σε δανειακά προϊόντα και αφορά τα δάνεια τα οποία χορηγεί τόσο σε επιχειρήσεις όσο και σε ιδιώτες. Οι μέθοδοι αυτοί ονομάζονται συστήματα πιστωτικής βαθμολόγησης (credit scoring systems). Σύμφωνα με αυτές τις μεθοδολογίες, εκτιμάται η πιστοληπτική ικανότητα του κάθε δανειολήπτη ξεχωριστά. Η πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης, μιας τράπεζας ή μιας χώρας προσδιορίζεται από διαβαθμίσεις (credit ratings) που κατασκευάζονται από ειδικούς οίκους πιστοληπτικής διαβάθμισης (credit agencies). Οι τράπεζες χρησιμοποιούν συχνά τις υπηρεσίες τέτοιων εξειδικευμένων οίκων για την βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των υποψήφιων προς δανειοδότηση επιχειρήσεων ή των εταιρειών έκδοσης ομολόγων. Οι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης εκτιμούν τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρείας καθώς και το ιστορικό της και υποδεικνύουν την ποιότητα των ομολογιών της αποδίδοντας σε αυτά τα χρεόγραφα ένα «βαθμό». Αυτός ο βαθμός παρέχει ένα μέτρο σύγκρισης του σχετικού κινδύνου των διαφόρων χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Οι μεγαλύτεροι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης είναι κυρίως η Moody's Investor services, η Fitch IBCA, και η Standard and Poor's.

Ο πιστωτικός κίνδυνος των πιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να λάβει τις ακόλουθες μορφές (Γεωργιάδου, 2009):

- **Κίνδυνος αθέτησης υποχρεώσεων (default risk)**

Ο κίνδυνος αθέτησης υποχρεώσεων αποτελεί ένα βασικό παράγοντα του πιστωτικού κινδύνου. Αναλυτικότερα, ο κίνδυνος αθέτησης αναφέρεται στην πιθανότητα όπου ο δανειζόμενος ή μια ομάδα δανειζομένων αθετούν την υποχρέωσή τους σε ότι αφορά την οφειλή τους προς την τράπεζα. Το μέγεθος εκφράζεται σε όρους ποσοστού.

Πιο συγκεκριμένα, ο κίνδυνος προκύπτει από τα χρήματα που οφείλονται, μέσω του δανεισμού και των επενδύσεων, και ο δανειολήπτης δεν έχει τη δυνατότητα ή είναι απρόθυμος να επιστρέψει το χρηματικό κεφάλαιο που απαιτείται προκειμένου να αποπληρώσει την υποχρέωσή του. Το ποσό που διακυβεύεται είναι η αδυναμία πληρωμής ποσού, μείον κάθε ποσό που μπορεί να ανακτηθεί από το δανειολήπτη. Σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας, το χρονικό διάστημα που απαιτείται να εξοφλείται μια προγραμματισμένη πληρωμή είναι τρεις μήνες ή 90 ημέρες.

Ο κίνδυνος αναξιοπιστίας μετράται από την πιθανότητα εμφάνισης του γεγονότος αυτού και εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζομένου, η οποία, με τη σειρά της, εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως το μέγεθος της εταιρείας, οι παράγοντες ανταγωνισμού, οι συνθήκες της αγοράς, η ποιότητα της διοίκησης της επιχείρησης και οι μέτοχοι. Βασικό μειονέκτημα για κάθε πιστωτικό οργανισμό, αποτελεί η μέτρηση του κινδύνου αφερεγγυότητας ενός δανειολήπτη, καθώς είναι αρκετά δύσκολο να υπολογιστεί. Για αυτό το λόγο, οι τράπεζες θέσπισαν ορισμένους κανόνες προκειμένου να υπολογίσουν αυτή την παράμετρο του πιστωτικού κινδύνου. Η συγκεκριμένη ενέργεια απαιτεί ορισμένα συστήματα αξιολόγησης και ταξινόμησης τα οποία είτε είναι της ίδιας της τράπεζας, είτε χρησιμοποιούν προκατασκευασμένα φύλλα αξιολόγησης, τα οποία δημοσιεύονται κατά καιρούς από εταιρείες αξιολόγησης, όπως είναι η Moody's, η Standard & Poor's (Συριόπουλος, 2000).

Επίσης, χρησιμοποιούνται ιστορικά στατιστικά στοιχεία μέσω ειδικών εταιρειών κατάταξης ή θεσμικών οργανισμών και στατιστικών υπηρεσιών (credit rating agencies). Από αυτές τις στατιστικές πληροφορίες προσδιορίζεται ένας συντελεστής (ratio of defaults) που χρησιμοποιείται για την προσέγγιση της πιθανότητας αφερεγγυότητας. Ο συντελεστής



αυτός για μια δεδομένη χρονική περίοδο, είναι ο λόγος της προς το σύνολο του δείγματος των δανειζόμενων. Συνεπώς, η μέτρηση της πιθανότητας αυτής δεν είναι άμεση.

Άλλος τρόπος προκειμένου να μειωθεί ο πιστωτικός κίνδυνος και πιο συγκεκριμένα η αθέτηση του χρέους από το δανειολήπτη προς την τράπεζα, είναι η δημιουργία μιας σύμβασης, η λεγόμενη **σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (ΣΑΚΑ)**. Η ΣΑΚΑ αποτελεί μία σύμβαση ανταλλαγής (ΣΑ) στην οποία ο αγοραστής πραγματοποιεί σειρά πληρωμών προς τον αντισυμβαλλόμενο πωλητή και σε αντάλλαγμα δέχεται εφάπαξ πληρωμή σε περίπτωση που κάποιο πιστωτικό μέσο (συνήθως ομόλογο ή δάνειο) χαρακτηριστεί από αθέτηση του εκδότη.

- **Κίνδυνος ανάκτησης σε περίπτωση αθέτησης** Όπως είναι γνωστό, σύμφωνα με τις βασικές αρχές δανειοδότησης η καλύτερη εγγύηση για την έγκριση ενός δανείου και στη συνέχεια η ομαλή αποπληρωμή του απαιτεί την καλή οικονομική κατάσταση του δανειζόμενου. Ωστόσο, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη οι διασφαλίσεις που συνοδεύουν μία χρηματοδότηση, αφού κάποιες φορές ο δανειζόμενος δεν είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Από το είδος των εξασφαλίσεων εξαρτάται ο κίνδυνος ανάκτησης, δηλαδή το μέρος της χρηματοδότησης που δεν θα καλυφθεί από τις εξασφαλίσεις στην περίπτωση της αφερεγγυότητας του δανειζόμενου. Οι εξασφαλίσεις οι οποίες απαιτούνται προκειμένου να μειωθεί ο πιστωτικός κίνδυνος από τη δανειοδότηση κάποιου πελάτη χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες: τις ενοχικές και τις εμπράγματατες (**Κοσμίδου και Ζοπουνίδης, 2003**).

- **Ενοχικές εξασφαλίσεις:** Βασικό χαρακτηριστικό τους είναι η ενοχή, δηλαδή η υποχρέωση που δημιουργείται με την υπογραφή της σύμβασης από τον δανειζόμενο και τους εγγυητές. Είναι αρκετά δύσκολο να μετρηθούν οπότε ελαχιστοποιείται ο υπολογισμός της ζημίας στην περίπτωση αφερεγγυότητας. Η ύπαρξη εγγυητών σε ένα δάνειο είναι επιθυμητή για την τράπεζα, καθώς μειώνει τον κίνδυνο αποπληρωμής του χρηματικού ποσού, το οποίο έχει δανειστεί ο εκάστοτε πιστούχος.

- **Εμπράγματατες εξασφαλίσεις:** Είναι οι εξασφαλίσεις επί κάποιων αντικειμένων κινητών ή ακινήτων. Οι εμπράγματατες εξασφαλίσεις διακρίνονται σε ενέχυρα και σε υποθήκες. Η κύρια διαφορά μεταξύ τους είναι ότι το ενέχυρο αναφέρεται σε κινητά αντικείμενα π.χ. επιταγές, συναλλαγματικές, εμπορεύματα, φορτωτικά έγγραφα, τραπεζικές καταθέσεις κ.ά., ενώ η υποθήκη σε ακίνητα ή σε πλοία και αεροπλάνα.

Το σύνολο της ζημίας που υφίσταται η τράπεζα σε περίπτωση αφερεγγυότητας ενός δανειολήπτη είναι δύσκολο να ανακτηθεί. Αυτό οφείλεται κυρίως, από τον τύπο της αφερεγγυότητας και από άλλους παράγοντες, όπως οι εγγυήσεις από τον δανειζόμενο. Το είδος της εγγύησης που προσφέρει ο δανειολήπτης στην τράπεζα σε περίπτωση που αδυνατεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, θα πρέπει να εκποιηθεί για να καλύψει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα τις ζημίες που προέκυψαν από αυτή την αθέτηση. Εκ των προτέρων όμως, ο κάθε πιστωτικός οργανισμός δεν είναι σε θέση να γνωρίζει εάν στο μέλλον θα μπορέσει να πουλήσει και σε ποια τιμή τα στοιχεία που έχει λάβει ως εγγύηση. Για το λόγο αυτό, οι τράπεζες ζητούν ως εγγύηση αντικείμενα ή άλλα περιουσιακά στοιχεία των οποίων η αξία υπερβαίνει το ποσό του δανεισμού σε ποσοστό ανάλογο με το είδος των εγγυήσεων.

Συνεπώς, ο κίνδυνος ανάκτησης σε περίπτωση αθέτησης είναι δύσκολο να προβλεφτεί και να υπολογιστεί η συνολική ζημία. Αυτό εξαρτάται από πολλούς παράγοντες (π.χ. εγγυήσεις από το δανειζόμενο). Άρα, όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να ανακτηθεί το κεφάλαιο που έχει δανειστεί ο πιστούχος τόσο μικρότερος είναι ο πιστωτικός κίνδυνος που έχει να αντιμετωπίσει η τράπεζα.

- **Κίνδυνος ανοίγματος (danger of opening)**

Η έκθεση μιας τράπεζας στον πιστωτικό κίνδυνο προέρχεται κατά κύριο λόγο από τα εγκεκριμένα πιστωτικά όρια και τις πιστοδοτήσεις της επιχειρηματικής πίστης, καθώς αυτά αποτελούν τα μεγαλύτερα μεγέθη χορηγήσεων. Περαιτέρω επηρεάζουν την έκθεση οι πιστοδοτήσεις της ιδιωτικής πίστης, οι επενδυτικές και συναλλακτικές δραστηριότητες καθώς και οι τοποθετήσεις σε χρεόγραφα. Ο βαθμός του κινδύνου που εμπεριέχεται σε κάθε άνοιγμα εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται οι γενικότερες συνθήκες της οικονομίας και της αγοράς, η χρηματοοικονομική θέση των οφειλετών, το ύψος, το είδος και η διάρκεια των ανοιγμάτων καθώς και η ύπαρξη καλυμμάτων και εξασφαλίσεων. Η έκθεση στον κίνδυνο είναι το ποσό που βρίσκεται σε κίνδυνο λόγω του δανεισμού και μελλοντικά, λόγω αφερεγγυότητας, δεν είναι πάντοτε σημαντική. Για μερικές, μάλιστα, δραστηριότητες είναι μηδενική. Για δραστηριότητες για τις οποίες υπάρχει προσδιορισμένος τρόπος εξόφλησης, η έκθεση στον κίνδυνο είναι πολύ μικρή ή και αμελητέα. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι αν ο κίνδυνος αφερεγγυότητας

αποτελεί την ποιοτική πλευρά του πιστωτικού κινδύνου, τότε η έκθεση στον κίνδυνο αποτελεί την ποσοτική του πλευρά (**Τράπεζα Πειραιώς, 2008**).

### **2.7.3 ΔΑΝΕΙΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**

Μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης (και ιδιαίτερα μετά τη σοβαρή επιδείνωση της κρίσης χρέους της Ελλάδας στα τέλη του 2009), οι εγχώριες επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά έχουν αποσύρει περί το 30% των καταθέσεών τους από το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η μεγάλη αυτή εκροή έλαβε χώρα με σκοπό την κάλυψη τρεχουσών αναγκών λόγω της μεγάλης μείωσης των εισοδημάτων, καθώς επίσης και λόγω των εντεινόμενων φόβων για το ενδεχόμενο άτακτης χρεοκοπίας της χώρας. Σημειώνεται ότι η συνολική εκροή καταθέσεων από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα την τελευταία τριετία είναι ακόμη μεγαλύτερη, αν σε αυτή συνυπολογιστεί και η απόσυρση καταθέσεων από κατοίκους του εξωτερικού (**Εφημερίδα «Το Βήμα», 31/5/2012**).

Για την αντιμετώπιση της μεγάλης εκροής καταθέσεων, τη χρηματοδότηση των τοποθετήσεών τους σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου καθώς και την αποπληρωμή δανειακών υποχρεώσεών τους στο εξωτερικό, οι ελληνικές τράπεζες αύξησαν την εξάρτησή τους από τα έκτακτα μέτρα ρευστότητας του Ευρωσυστήματος, παρά τις συνεχείς πιέσεις για σημαντική μείωση της εξάρτησης αυτής. Ωστόσο, οι ελληνικές τράπεζες δε μείωσαν σημαντικά το συνολικό ύψος των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, διατηρώντας τα κοντά στα επίπεδα που ήταν στα τέλη του 2009. Η εξέλιξη αυτή απέτρεψε την περαιτέρω επιδείνωση της ήδη επώδυνης ύφεσης (**Eurobank EFG, 2012**).

Αξίζει να σημειωθεί ότι το Ευρωσύστημα δεν δανείζει απεριόριστα τις τράπεζες, διότι διαχειρίζεται τους κινδύνους και τα ενέχυρα χρηματοδότησης, διαμορφώνοντας ανώτατα όρια έκθεσης ανά τράπεζα και ανά τραπεζικό σύστημα. Απαιτεί τη διάθεση αποδεκτών ενεχύρων ποιότητας, δανείζει κυρίως για βραχυχρόνιες περιόδους εκτός εκτάκτων εξαιρέσεων και θέτει δεσμευτικά όρια χρηματοδότησης. Ως εκ τούτου, το Ευρωσύστημα κάτω από το ισχύον σημερινό καθεστώς δε μπορεί να αποτελέσει μόνιμη πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών και της ελληνικής οικονομίας, υποκαθιστώντας τις καταθέσεις πελατών και τη λειτουργία των διεθνών αγορών. Να επισημανθεί ότι τυχόν διακοπή της χρηματοδότησης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από το Ευρωσύστημα

θα οδηγήσει τις τράπεζες, τις επιχειρήσεις, το διεθνές εμπόριο και την εύρυθμη οικονομική λειτουργία σε θανάσιμη ασφυξία (**Eurobank EFG, 2012**).

Τα ανωτέρω στοιχεία αποδεικνύουν με σαφήνεια ότι την τελευταία διετία δεν υπήρχε πλεονάζουσα ρευστότητα, αλλά σημαντική στενότητα στην τραπεζική αγορά με αποτέλεσμα τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων να ακολουθούν έντονη αυξητική τροχιά και να υστερεί σημαντικά η χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας (**Eurobank EFG, 2012**).

#### **2.7.4 <<ΚΟΥΡΕΜΑ>> ΟΜΟΛΟΓΩΝ - PSI**

Έχοντας μηδενική έκθεση σε διεθνή «τοξικά» χρηματοοικονομικά προϊόντα και επενδύσεις υψηλού ρίσκου, ισχυρή κεφαλαιακή θέση, ικανοποιητική ρευστότητα και κερδοφορία, οι περισσότερες ελληνικές τράπεζες δε μείωσαν την έκθεσή τους σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου. Αντίθετα, αύξησαν τις τοποθετήσεις τους στους τίτλους αυτούς, όταν το Δημόσιο άρχισε να αντιμετωπίζει προβλήματα χρηματοδότησης στις διεθνείς αγορές το 2008 και εντεύθεν, πρακτική που ακολούθησαν και άλλα τραπεζικά συστήματα στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου (**Eurobank EFG, 2012**).

Σημειώνεται ότι μετά το 2010 οι Ελληνικές τράπεζες συνέβαλαν καθοριστικά στην αντιμετώπιση της κρίσης ρευστότητας του Δημοσίου, απορροφώντας, σχεδόν πλήρως, όλες τις εκδόσεις των εντόκων γραμματίων, καθώς το ενδιαφέρον από άλλους επενδυτές ήταν μηδενικό και η έλλειψη ρευστότητας έθετε σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία του δημόσιου τομέα, της οικονομίας και τελικά και του τραπεζικού συστήματος. Αλλά ακόμα και στην κορύφωση της κρίσης, το ποσοστό των τίτλων του Δημοσίου στα χαρτοφυλάκια των ελληνικών τραπεζών κυμαινόταν μεταξύ 10% και 12% (**Eurobank EFG, 2012**).

Η πρακτική αυτή δεν είναι ασυνήθης, καθώς οι τράπεζες και άλλων ευρωπαϊκών χωρών διατηρούν σημαντικές τοποθετήσεις στα ομόλογα των χωρών τους. Για να υπάρξει μία σύγκριση με άλλες χώρες του ευρωπαϊκού Νότου οι οποίες αντιμετωπίζουν ανάλογα προβλήματα, το αντίστοιχο ποσοστό στην Ιταλία εκτιμάται σήμερα 11%, στην Πορτογαλία 6% και στην Ισπανία 10%. Να τονιστεί ότι τα κρατικά ομόλογα αξιολογούνται από τις εποπτικές αρχές ως επενδύσεις μηδενικού κινδύνου και υψηλής ρευστότητας και συνεπώς, δεν υφίστανται κεφαλαιακές επιβαρύνσεις. Επιπλέον, συνιστάται στις τράπεζες να διατηρούν χαρτοφυλάκιο ομολόγων του Δημοσίου για την αντιμετώπιση κρίσεων

ρευστότητας στις αγορές. Άλλωστε, για μακρά περίοδο μετά την ένταξη της χώρας στην Ευρωζώνη, τα ελληνικά ομόλογα, όπως και όλα τα κρατικά ομόλογα των χωρών της Ευρωζώνης, θεωρούνταν απολύτως ασφαλείς τοποθετήσεις. Συγκεκριμένα, το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, όπως αυτό αποτιμάται από τη διαφορά των αποδόσεων (spreads) των ελληνικών κρατικών ομολόγων από αντίστοιχα ξένα, κυμαινόταν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα π.χ. σημαντικά κάτω από 0,50% σε σχέση με το κόστος δανεισμού της Γερμανίας για τους δεκαετείς τίτλους, έναντι 25% και πλέον που είναι σήμερα (**Eurobank EFG, 2012**).

Σημειώνεται επίσης ότι οι ελληνικές τράπεζες συμμετείχαν στο εθελοντικό πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων με ποσό ομολόγων και ομολογιακών δανείων περίπου €50 δις, δηλαδή 25% της συνολικής περιμέτρου του προγράμματος, γεγονός που βοήθησε καθοριστικά στην επιτυχία του PSI και στο υψηλό τελικό ποσοστό συμμετοχής σε αυτό 96.6%. Τέλος, οι τράπεζες προσέφεραν στη Δημοκρατία της Φινλανδίας τις απαραίτητες εγγυήσεις για τη συμμετοχή της τελευταίας στο 2ο χρηματοδοτικό πακέτο για την Ελλάδα, προϋπόθεση απαραίτητη για την ομαλή εξέλιξη του PSI και του συνολικού προγράμματος δανεισμού (**Eurobank EFG, 2012**).

Οι τοποθετήσεις των Ελληνικών τραπεζών σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου αποδείχθηκαν, εκ των υστέρων, ασύμφωρες για τις τράπεζες και τους μετόχους τους λόγω της δημοσιονομικής κρίσης και του PSI. Από το 2007 έως σήμερα οι μέτοχοι - μεταξύ αυτών περί τους 500.000 ιδιώτες επενδυτές και ασφαλιστικά ταμεία - απώλεσαν άνω του 95% των επενδύσεών τους σε τραπεζικές μετοχές. Συγκεκριμένα, ενώ στο τέλος του 2007 η χρηματιστηριακή αξία του τραπεζικού κλάδου ανερχόταν στα €80δις περίπου, σήμερα είναι μικρότερη από €3,5 δις. Σημειώνεται, δε, ότι κατά την περίοδο 2007-2011, οι μέτοχοι των τραπεζών δεν εισέπραξαν μέρισμα, ενώ συμμετείχαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου συνολικού ύψους €13,7 δις, στηρίζοντας έμπρακτα το τραπεζικό σύστημα. Επιπλέον, λόγω της μεγάλης οικονομικής ύφεσης, οι ελληνικές τράπεζες έχουν καταγράψει σημαντικές προβλέψεις για επισφαλή δάνεια (σωρευτικά άνω των €20 δις την περίοδο 2007 - 2011), μειώνοντας ισόποσα τα τραπεζικά τους αποτελέσματα (**Eurobank EFG, 2012**).

## 2.8 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Σύμφωνα με εκτιμήσεις ειδικών του κλάδου, η μεγαλύτερη πρόκληση σήμερα για το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι η ανάκτηση των χρηματοδοτικών του επιλογών και η αναμόρφωση του επιχειρηματικού μοντέλου των τραπεζών. Τα παραπάνω μπορούν να επιτευχθούν μέσω των ακόλουθων κατευθύνσεων (Μιχαλόπουλος, 2011):

- Ισορροπία στην ανάπτυξη μεγεθών Ενεργητικού-Παθητικού με οριοθέτηση της χονδρικής χρηματοδότησης και αύξηση των ρευστών διαθεσίμων, Έμφαση στη διεύρυνση της καταθετικής βάσης και των σταθερών πηγών χρηματοδότησης,
  - Διατήρηση ισχυρής λειτουργικής και επαρκούς δυνητικής ρευστότητας,
  - Ανάπτυξη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης και άντλησης κεφαλαίων,
  - Ενσωμάτωση κριτηρίων καταλληλότητας για την αυτοχρηματοδότηση- τιτλοποίηση των στοιχείων του Ενεργητικού,
    - Πρόβλεψη χρηματοδοτικών αναγκών και γραμμική κατανομή τους χρονικά,
    - Εξωστρέφεια μέσω ενδυνάμωσης των επαφών τους με τους συμμετέχοντες στις αγορές και παροχή επαρκούς πληροφόρησης,
      - Επιμήκυνση του ορίζοντα χονδρικής χρηματοδότησης με μικρή συγκέντρωση υποχρεώσεων σε μικρά χρονικά διαστήματα,
        - Διενέργεια αυστηρών ασκήσεων προσημείωσης κρίσεων σε θέματα ρευστότητας.

## 2.9 ΤΑΣΕΙΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Το πρώτο “κύμα” Εξαγορών και Συγχωνεύσεων που λαμβάνει χώρα στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο κατά την περίοδο 1996-1999, αποτέλεσε την έμπρακτη προσπάθεια των εγχώριων τραπεζών να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις της περιόδου είχαν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν τόσο την τάξη των εταιρικών μεγεθών, όσο και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Στην παγκόσμια οικονομία, το πεδίο των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων επιδεικνύει ένα μακρινό παρελθόν, που για την Ελληνική πραγματικότητα θα πρέπει να αποτελέσει ένα υπόδειγμα λειτουργίας για επιτυχείς Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, αλλά και

ταυτόχρονα ένα μοντέλο στο οποίο θα μπορούσαν να βασιστούν οι εγχώριες επιχειρήσεις, για τη μεγιστοποίηση των θεσμικών, οικονομικών και άλλων ωφελειών τους από παρόμοιες κινήσεις.

Ανατρέχοντας στη βιβλιογραφία, εντοπίσαμε κατά την περίοδο 1996-2007 εικοσιπέντε (25) περιπτώσεις Συγχωνεύσεων και Εξαγορών που διαμόρφωσαν έτσι όπως ήταν μέχρι τα τέλη του 2012 το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα (Πίνακας 2.5). Απ' αυτές αξίζει να σημειώσουμε τις μαρκαρισμένες, διότι μέσω αυτών προέκυψαν τα μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας μας: Marfin Egnatia Bank, EFG Eurobank Ergasias και Τράπεζα Πειραιώς. Επιπλέον, πρέπει να αναφέρουμε και τις αρκετές προσπάθειες για εξαγορά του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, που όμως δεν είχαν τελεσφορήσει έως τα τέλη του 2012.

**Πίνακας 2.5:** Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην ελληνική τραπεζική αγορά για την περίοδο 1996-2010

Έτος	Αγοραστής	Συγχωνευθείσα
2006-07	<b>Marfin Popular Bank</b>	<b>Marfin Bank, Εγνατία Τράπεζα και Λαϊκή Τράπεζα</b>
2006	Credit Agricole	Εμπορική Τράπεζα
	Proton Bank	Ωμέγα Τράπεζα
2005	Marfin Bank	10% της Εγνατίας Τράπεζας
2004	Εμπορική Τράπεζα	Τράπεζα Επενδύσεων
2002	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	ΕΤΕΒΑ
	EFG Eurobank Ergasias	Unit Bank
	<b>Τράπεζα Πειραιώς</b>	<b>ΕΤΒΑ</b>
2001	EFG Eurobank Ergasias	Telesis Τράπεζα Επενδύσεων
2000	Credit Agricole	6,7% της Εμπορικής Τράπεζας και 50% της NovaBank
1999	Alpha Τράπεζα Πίστεως	Ιονική Τράπεζα
	<b>EFG Eurobank</b>	<b>Τράπεζα Εργασίας</b>
	Deutsche Bank	10% της EFG Eurobank
	Τράπεζα Πειραιώς	National Westminster Bank
	Telesis AXE	Δωρική Τράπεζα
1998	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος
	EFG Eurobank	Τράπεζα Κρήτης
	EFG Eurobank	Τράπεζα Αθηνών
	<b>Τράπεζα Πειραιώς</b>	<b>Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης</b>
	<b>Τράπεζα Πειραιώς</b>	<b>Xios Bank</b>
	Τράπεζα Πειραιώς	Credit Lyonnais
	Εγνατία Τράπεζα	Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος
1997	Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος	Εθνική Στεγαστική Τράπεζα
	Τράπεζα Πειραιώς	Εθνικό δίκτυο Chase Manhattan
1996	EFG Eurobank	Interbank



Κατά το τελευταίο έτος (Ιανουάριος 2013 - Ιανουάριος 2014), η συγκέντρωση της Ελληνικής τραπεζικής αγοράς αυξήθηκε κατακόρυφα, με εξαιρετικά επιθετικό τρόπο, καθώς τα τέσσερα μεγαλύτερα σε μέγεθος εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, απορρόφησαν την πλειοψηφία των μικρότερων τραπεζών με έδρα την Ελλάδα. Έτσι, η συντριπτική πλειοψηφία των τραπεζικών εργασιών έχει συσσωρευτεί γύρω από τις επονομαζόμενες «συστημικές» τράπεζες και τους πολυπρόσωπους πλέον ομίλους τους: Τράπεζα Πειραιώς, Εθνική Τράπεζα, Eurobank EFG και Alpha Bank.

## **2.10 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ο θεσμός της ΤτΕ ως εποπτική αρχή έχει αναβαθμιστεί και αποτελεί ένα αξιόπιστο φορέα παρακολούθησης των μακροοικονομικών μεγεθών, της οικονομίας και των τραπεζών. Η ΤτΕ έχει αναδειχθεί ένας από τους πλέον αξιόπιστους φορείς και θεσμούς στην αντίληψη της κοινωνίας.

Το τελευταίο έτος ήταν ιδιαίτερα δύσκολο για τον τραπεζικό κλάδο στην Ελλάδα. Ο χειρισμός αυτής της δύσκολης περιόδου από την κεντρική τράπεζα της χώρας έχει κριθεί ικανοποιητικός από τα στελέχη των εμπορικών τραπεζών και το επενδυτικό κοινό και έτσι παρά τις συνεχείς δυσκολίες του χρηματοοικονομικού τομέα το κλίμα που επικρατεί θεωρείται καλό. Η ΤτΕ πέραν τις ενισχυμένης εποπτείας των τραπεζών προσπάθησε να καλύψει τις ανάγκες σε ρευστότητα των εγχώριων χρηματοπιστωτικών φορέων και να παρέχει ένα δίκτυο ασφάλειας στο επενδυτικό κοινό. Το έργο της Τράπεζας της Ελλάδος είναι εξαιρετικά δύσκολο αν αναλογιστεί κανείς την σημαντική φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό την δυσπιστία των επενδυτών και το πάγωμα των μεγάλων επενδύσεων από το εξωτερικό (Παπακωνσταντίνου, Γ. Υπουργός Οικονομικών Ελλάδος).

Με την έλευση των μέτρων από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο η Τράπεζα της Ελλάδος επεμβαίνει πιο έντονα και δραστικά στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας. Από το ΔΝΤ προβλέπεται η δημιουργία Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το οποίο θα μπορεί να παράσχει κεφάλαια ή ρευστότητα, εφόσον χρειαστεί, με ποσό της τάξης των 10 δισ. ευρώ. Ο ρόλος του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας είναι να παρέχει στήριξη σε κεφάλαια και ρευστότητα, σε περίπτωση ανάγκης. Είναι πολύ

σημαντικό ότι οι εγγυήσεις που θα παρέχονται στον τραπεζικό κλάδο θα είναι μεγαλύτερες και δεν θα επιβαρύνουν επιπλέον το δημόσιο χρέος. Έτσι σε περίπτωση ανάγκης θα υπάρχει η πρόσθετη βοήθεια από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Τα κεφάλαια θα δοθούν σε δόσεις στο Ταμείο από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Η ΤτΕ θα διορίζει την πλειονότητα των μελών του Ταμείου ([www.kathimerini.gr](http://www.kathimerini.gr)).

Επιπλέον η Τράπεζα της Ελλάδος θα έχει πλέον μια πλήρη και πιο ενισχυμένη εποπτεία όχι μόνο των τραπεζών αλλά και του συνόλου του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Η Κεντρική τράπεζα πέραν της τραπεζικής εποπτείας που θα ασκεί, ενδέχεται μέσα στο 2010 να ελέγχει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την Εποπτεία Ασφαλιστικών εταιριών.<sup>11</sup> Οι δύο αυτοί θεσμικοί φορείς θα έχουν ανεξάρτητη οντότητα αλλά η ΤτΕ θα αποτελεί την ομπρέλα εποπτείας και ελέγχου. Δεν θα υιοθετηθεί μοντέλο συγχώνευσης αλλά η ΤτΕ θα αποτελεί το ανώτατο όργανο εποπτείας. Οπότε η ενδυνάμωση της ΤτΕ με νέο και εμπειρότερο στελεχιακό δυναμικό κρίνεται απαραίτητη ([www.kathimerini.gr](http://www.kathimerini.gr)).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

#### **3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα πραγματοποιηθεί παρουσίαση και ανάλυση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα, θα παρουσιαστεί η ιστορία του Χ.Α.Α. ενώ στη συνέχεια θα παρουσιαστεί η ανοδική και απότομη πτώση του Χ.Α.Α. που πραγματοποιήθηκε το 1999.

#### **3.2 Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α**

##### **3.2.1 1870-1876**

Κύριο αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην «ανεπίσημη» χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων. Διαπραγματεύονταν όμως και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Μετά το 1873,

άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της «Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου», των ασφαλιστικών εταιριών «Φοίνιξ» και «Άγκυρα» και της «Ανωνύμου Εταιρίας Αερίοφωτος Αθηνών». Στη συνέχεια, με την έξαρση της «μεταλλομανίας» και την ίδρυση πολλών μεταλλευτικών εταιριών, σημειώνονται διαπραγματεύσεις των μεταλλευτικών εταιριών «Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρεία», «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», «Νικίας», «Ο Περικλής» και «Η Κάρυστος» (**Wikipedia**).

### **3.2.2. 1876 - ΣΗΜΕΡΑ**

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αθηνών ξεκίνησε στις 30 Σεπτεμβρίου του 1876 όταν επί κυβερνήσεως του Αλέξανδρου Κουμουνδούρου, δόθηκε η κυβερνητική έγκριση για τη σύσταση του. Αιτία ήταν η αναγκαιότητα να βρεθεί κατάλληλο μέρος για την συναλλαγή διαφόρων μετοχικών και ομολογιακών τίτλων. Πριν την ίδρυση του οι λίγοι επενδυτές που υπήρχαν εκείνη την εποχή συγκεντρώνονταν σε μικρά καφενεία ή σε τυχόν λέσχες. Η τότε εικόνα της Ελληνικής οικονομίας και κοινωνίας «καθρεπτιζόνταν» μέσα από την χρηματιστηριακή αγορά. Ακόμα και όταν οι εξελίξεις ήταν δυσοίωνες λόγω των αναταραχών μέσα από κρίσεις και πολέμους, το Χρηματιστήριο Αθηνών κατάφερε να εξελισσεται, ώσπου καταξιώθηκε στις αρχές του 20ου αιώνα.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών παίζει μεγάλο ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη της Ελλάδας στο τελευταίο μισό του 20ου αιώνα. Γεγονότα τα οποία επηρέασαν ο Χρηματιστήριο είναι η ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική και Οικονομική Ενοποίηση (ΟΝΕ) και το Χρηματιστηριακό κραχ του 1999, το οποίο σημάδεψε τις ζωές πολλών ελληνικών οικογενειών.

### **3.3 Η ΑΝΟΔΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.**

Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 1999 πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το χρηματιστήριο. Ακόμη και σε μικρά χωριά υπήρχαν γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών και πολλές μικρές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ έφτασαν το 1,5 εκατ. περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι υπολογίζονται σε περίπου 4,5 εκατ. Με τον γενικό δείκτη να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ, πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της ζωής τους. Το 1999, όταν ακόμα το ΧΑΑ

είχε ανοδική πορεία έδινε τη δυνατότητα στο δημόσιο τομέα να πωλεί μετοχές ΔΕΚΟ και να εισπράττει ρευστό. Μέσω αυτής της διαδικασίας εξαγοραζόταν οι ΔΕΚΟ και μειωνόταν το χρέος.

Το πρώτο εξάμηνο του 1999 ήταν μια καλή περίοδος για το ΧΑΑ. Εισέπραξε μεγάλα ποσά, εξαγόρασε χρέος, αλλά και βρέθηκε με πολλά διαθέσιμα που θα χρησιμοποιούσε αργότερα. Χαρακτηριστικό της εποχής ήταν το ότι ακόμα και τα ασφαλιστικά ταμεία είχαν επενδύσει στο χρηματιστήριο τα περιουσιακά τους στοιχεία. Η ρευστότητα της αγοράς είχε ενισχυθεί μέσω της δραστηριοποίησης των ασφαλιστικών ταμείων στην κεφαλαιαγορά και από τη μείωση του ποσοστού υποχρεωτικών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος. Αυτό ίσχυε και για όλους τους Έλληνες οι οποίοι ήθελαν να επενδύσουν, να τοποθετήσουν τα χρήματά τους, να κάνουν σχέδια για το αύριο. Υποτίθεται ότι βρισκόμασταν σε μια καλή συγκυρία και αυτή η συγκυρία ευνοούσε πρωτοβουλίες. Το υπουργείο Εθνικής Οικονομίας θεωρούσε ότι όταν τα επιτόκια αρχίσουν το 2000 να υποχωρούν τότε το σύνολο των αποταμιευτών θα αναζητούσε νέες διεξόδους και το πιθανότερο είναι να κατευθυνθεί προς τη Σοφοκλέους, με αποτέλεσμα η ζήτηση μετοχών να φθάσει σε υψηλά επίπεδα. Ακόμη υπολόγιζε σε αύξηση της ζήτησης των μετοχών και από το εξωτερικό, πράγμα που θα σημειώνονταν με την αναβάθμιση της Σοφοκλέους από αναδυόμενη αγορά σε κύρια. Όλα τα στοιχεία βεβαιώνουν πως τη στιγμή που θα συμβεί αυτό θα εισρεύσουν στη χώρα περίπου 3 δισ. δολάρια. Ο συνδυασμός των δύο αυτών παραγόντων μπορεί μεσοπρόθεσμα να ωθήσει το γενικό δείκτη μέχρι τις 7.500 μονάδες.

### **3.4 Η ΑΠΟΤΟΜΗ ΠΤΩΣΗ ΤΟΥ 1999**

Το σημείο που αρχίζουν τα πράγματα να πηγαίνουν ανάποδα εστιάζεται στα μέσα Σεπτεμβρίου 1999, όταν ο δείκτης του ΧΑΑ «αντιλαμβάνεται» ότι βρίσκεται πάνω σε μια τεράστια «φούσκα» των 6.400 μονάδων και αρχίζει να καταρρέει.

Αυτό που σήμερα μπορεί να ειπωθεί με βεβαιότητα, είναι ότι το καλοκαίρι του 1999, όταν ο δείκτης έτρεχε σαν τρελός, οι ειδικοί εκτιμούσαν ότι στο τέλος του ίδιου χρόνου θα διαμορφωνόταν στις 5.500 μονάδες. Οι εξελίξεις διέψευσαν τις εκτιμήσεις και όσοι είχαν διαβάσει για τα κερδοσκοπικά παιχνίδια που είχαν συμβεί πάμπολλες φορές στο παρελθόν, κυριολεκτικά τρόμαξαν. Η κάθοδος του δείκτη στην αρχή δεν τρόμαζε τους

επενδυτές, που πίστευαν ότι ήταν προσωρινή. Αλλά και όσοι είχαν τη γνώση ή την εμπειρία από την κυβέρνηση ή την αγορά μάλλον δεν μιλούσαν ή έλεγαν πολύ λίγα σε σχέση με αυτά που θα μπορούσαν να συμβούν στο μέλλον.

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σηματοδεύτηκε από το κραχ του '99, στο οποίο ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Έχει εκτιμηθεί ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια, μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές.

Η απότομη πτώση του Χρηματιστηρίου ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών που κορυφώθηκε το 1999 και συνδέθηκε με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και την προοπτική ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας του 2004. Ανάλογη πορεία ακολουθούσαν και τα χρηματιστήρια διεθνώς, λόγω της αισιοδοξίας περί νέας οικονομίας, δηλαδή μόνιμη και σημαντική άνοδος της παραγωγικότητας χάριν στις επαναστάσεις της πληροφορικής. Η πτώση ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου και συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν «φούσκες», δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρίες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο (Wikipedia).

Θεωρείται από πολλούς το μεγαλύτερο οικονομικοπολιτικό σκάνδαλο της μεταπολεμικής Ελλάδας, καθώς αποτέλεσε την αφορμή για σημαντικού μεγέθους αναδιανομή πλούτου. Πιστεύεται ότι το χρηματιστήριο χειραγωγήθηκε αθέμιτα από διάφορους παράγοντες. Πολλοί επιρρίπτουν ευθύνες κυρίως στην τότε κυβέρνηση, καθώς υπάρχουν καταγεγραμμένες δηλώσεις υψηλών στελεχών ότι οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζουν την κατάσταση της οικονομίας της εποχής. Επίσης, η δικαστική διερεύνηση της υπόθεσης αποδείχτηκε εκ των υστέρων ότι κάλυψε ευθύνες, πράγμα που οδήγησε σε δεύτερο σκάνδαλο στο δικαστικό κύκλωμα.

### **3.5 Χ.Α.Α. ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ**

Οι τραπεζικές μετοχές αποτελούν τον πυρήνα του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών και όπως είναι φυσικό επηρεάζουν πολύ την πορεία του ΧΑΑ. Συμβαίνει όμως και το αντίθετο αφού οποιαδήποτε μεταβολή στο Χρηματιστήριο της Αθήνας επηρεάζει άμεσα τις ελληνικές τράπεζες. Δυστυχώς στις μέρες μας τα ελληνικά στατιστικά στοιχεία αντιμετωπίζονται ακόμα με δυσπιστία και αυτό είναι κάτι που επηρεάζει άμεσα και το

Χρηματιστήριο της Αθήνας, στο βαθμό που εντείνει την αβεβαιότητα για την κατάσταση που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι ελληνικές εισηγμένες εταιρίες και κυρίως οι τράπεζες.

### **3.6 ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΟΥ Χ.Α.Α.**

Στις μικρότερες χρηματιστηριακές αγορές της Ευρώπης συγκαταλέγεται το ελληνικό χρηματιστήριο που σταθερά χάνει θέσεις σε όρους χρηματιστηριακής αξίας τόσο από ώριμες όσο και από αναδυόμενες αγορές της περιοχής. Αυτό το γεγονός έχει δύο ερμηνείες. Η πρώτη αυταπόδεικτη: Η ελληνική κεφαλαιαγορά φθίνει σαν μέγεθος και σαν σημασία. Η δεύτερη ότι η σημερινή συρρίκνωση δεν αντανακλά την πραγματική αξία κάποιων εταιριών και κάποια στιγμή στο μακρινό μέλλον θα αλλάξουν οι σχετικές αξίες υπέρ του ΧΑ (**Reporter.gr, 21/4/2010**).

Παρά τα θετικά νέα και τις εγκρίσεις για την παροχή βοήθειας στην Ελλάδα ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου συνέχισε την καθοδική του πορεία με σημαντικές απώλειες. Οι επενδυτές δεν θέλουν να πάρουν κανένα ρίσκο ενόψει των αποφάσεων για την οικονομική ενίσχυση της Ελλάδας. Κανείς δεν γνωρίζει το μέλλον του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Αναλυτές και παράγοντες της αγοράς σε μια προσπάθεια ανάγνωσης των μεταβολών του χρηματιστηρίου, εκφράζουν τον προβληματισμό τους ότι η όλη ιστορία του μηχανισμού στήριξης παραμένει εντελώς θολή, χωρίς να έχει ξεκαθαριστεί το επιτόκιο που θα δοθεί, χωρίς να έχουν εξειδικευτεί οι όροι, γενικώς χωρίς να υπάρχουν ακριβή χρονοδιαγράμματα. Η προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης ανοίγει μια νέα περίοδο προσέγγισης της Ελληνικής αγοράς στην οποία επιβάλλεται μια πιο προσεκτική εξέταση των μετοχικών τοποθετήσεων μέχρι να διευκρινισθεί πλήρως η στάση των ξένων κεφαλαίων. Η χαμηλή κερδοφορία των εταιριών, τα μειωμένα μερίσματα, το εχθρικό φορολογικό περιβάλλον και οι ελκυστικότερες περιπτώσεις σε άλλες μετοχικές αγορές πιθανότατα θα αποτρέψουν ζωηρές τοποθετήσεις στο άμεσο μέλλον με ότι αυτό συνεπάγεται για μια αγορά που δεν έχει συστηματικές εισροές.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

#### 4.1 ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ

Χαρτοφυλάκιο ονομάζεται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που έχει ένας επενδυτής στην κατοχή του πχ ( μετοχές, ομόλογα και τίτλοι ιδιοκτησίας κτλ). Η απόφαση για το ποια στοιχεία θα έχει στη κατοχή του και πόση ποσότητα ονομάζεται επιλογή χαρτοφυλακίου και μπορεί να είναι περίπλοκη. Ωστόσο τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων που βαραίνουν στην επιλογή χαρτοφυλακίου είναι τρία :

#### 4.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ως κίνδυνο ορίζουμε την απόκλιση του αποτελέσματος από μια μέση αναμενόμενη αξία. Κίνδυνος θεωρείται επίσης να υπάρξει ζημιά ή κέρδος από την επένδυση σε κάποιο συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο. Ο βαθμός κινδύνου μεταβάλλεται σύμφωνα με την επένδυση. Κάθε επένδυση στηρίζεται στη προσδοκία της απόδοσης. Η απόδοση από τη μεριά της μπορεί να είναι είτε πραγματοποιούμενη απόδοση είτε αναμενόμενη. Ο κίνδυνος εκφράζει την αβεβαιότητα ότι η πραγματοποιούμενη απόδοση δεν θα είναι ίση με την αναμενόμενη απόδοση, γιατί αν δεν υπήρχε αβεβαιότητα δεν θα υπήρχε και κίνδυνος. Τα χαρακτηριστικά του κινδύνου είναι ο χρόνος και η μεταβλητότητα. Ο κίνδυνος είναι μια αυξανόμενη συνάρτηση του χρόνου. Όσο είναι μεγαλύτερο το κεφάλαιο που θα επενδυθεί, τόσο είναι μεγαλύτερος και ο κίνδυνος το κεφάλαιο να υποστεί ζημιά. Οι επενδύσεις που δεν έχουν σταθερές αποδόσεις στο χρόνο θεωρούνται ότι είναι και οι πιο επικίνδυνες. Κάθε επενδυτική απόφαση συνεπάγεται μια ανταλλαγή μεταξύ της απόδοσης και του κινδύνου, ή θα μπορούσε πιο παραστατικά να ειπωθεί ότι η απόδοση και ο κίνδυνος είναι οι αντίθετες πλευρές του ίδιου νομίσματος. Οι επενδυτές πρέπει να υπολογίζουν πολύ σοβαρά τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και να είναι έτοιμοι να αντιμετωπίσουν και τις συνέπειες που αυτός συνεπάγεται. Ως κίνδυνος μπορεί να οριστεί η διαφορά μεταξύ του πραγματικού αποτελέσματος μιας επένδυσης από το αναμενόμενο/προσδοκώμενο. Σύμφωνα με αυτό τον ορισμό όσο περισσότερα είναι τα πιθανά αποτελέσματα μιας επένδυσης (ή όσο περισσότερο ευμετάβλητο είναι το αποτέλεσμα της) τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος που ενέχεται. Ένα μέγεθος για τη μέτρηση του

κινδύνου που χρησιμοποιείτε και από τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου είναι η Τυπική Απόκλιση δηλαδή η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Αν η διακύμανση είναι μικρή θεωρείται ότι η κατανομή συγκεντρώνεται γύρω από τη μέση τιμή άρα και ο κίνδυνος είναι μικρός που αυτό σημαίνει ότι η πρόβλεψη για το τελικό κέρδος γίνεται με μεγαλύτερη ακρίβεια. Ο επενδυτικός κίνδυνος γνωστός και ως ρίσκο έχει γενικές κατηγορίες στις οποίες ο διαχωρισμός κινδύνου γίνεται ανάλογα με τη θεμελιώδη φύση του. Για να διαχωριστούν όλοι οι επενδυτικοί κίνδυνοι έτσι ώστε να μπορέσουν να αντιμετωπιστούν και να μειωθούν πρέπει πρώτα ο επενδυτής να κατανοήσει ότι ο κάθε κίνδυνος διαφοροποιείται ανάλογα με την πηγή προέλευσης του. Μπορούμε λοιπόν να διακρίνουμε δύο βασικές κατηγορίες κινδύνων, τους συστηματικούς κινδύνους επενδύσεων και τους μη συστηματικούς κινδύνους επενδύσεων (**Συριόπουλος Κ.**).

- **Συστηματικός επενδυτικός κίνδυνος (Systematic Investment Risk) :**

Ο κίνδυνος απρόσμενων εξελίξεων στο μακροοικονομικό περιβάλλον μιας επένδυσης που κάνει εξαιρετικά δύσκολη τη μείωση και τη διαχείριση του. Στη συγκεκριμένη κατηγορία κινδύνων περιλαμβάνονται για παράδειγμα απρόσμενες νομοθετικές αλλαγές με περιεχόμενο που επηρεάζει σημαντικά μια επένδυση, ακόμα και σε πιο υπερβολικό βαθμό το ενδεχόμενο πολεμικής σύρραξης. Έτσι ο Συστηματικός κίνδυνος γνωστός και ως μη διαφοροποιήσιμος κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς αντιπροσωπεύει και αντανακλά την γενική κατάσταση της οικονομίας, τις πληθωριστικές τάσεις που υπάρχουν, τις δραστηριότητες των εταιριών γενικά, τα επίπεδα των επιτοκίων και της φορολογίας. Επομένως ο Συστηματικός κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει και υγιείς επιχειρήσεις.

- **Μη Συστηματικός επενδυτικός κίνδυνος (Unsystematic Investment Risk) :**

Ο επενδυτικός κίνδυνος που δύναται να μετρηθεί και να διαχειριστεί μέσα από την εφαρμογή μιας σειράς τεχνικών διαχείρισης του κινδύνου και μέσα από την χρήση μιας σειράς χρηματοοικονομικών επενδυτικών εργαλείων όπως για παράδειγμα μέσα από την αγορά παραγώγων προϊόντων. Ο μη Συστηματικός ή ειδικός κίνδυνος προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν αποκλειστικά τη συγκεκριμένη επιχείρηση ή τον κλάδο στον οποίο αυτή ανήκει και για αυτό το λόγο μπορεί να εξαλειφθεί με διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.



### 4.3 ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Ως απόδοση αποδίδεται το κέρδος που αποκομίζει ένας επενδυτής σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο μεταξύ του χρόνου  $t-1$  και του χρόνου  $t$ . Τα στοιχεία που αποτελούν την απόδοση είναι η διαφορά της τιμής που παρουσιάζεται μεταξύ των δύο περιόδων και το μέρισμα που καταβάλλεται στη περίοδο  $t$ . Το χρονικό διάστημα δεν είναι συγκεκριμένο και μπορεί να θεωρηθεί από μια ημέρα, μία εβδομάδα, ένα μήνα κτλ. Υπολογίζοντας την απόδοση δύο χρεογράφων η σύγκριση τους είναι αντικειμενικότερη όταν αυτή βασίζεται σε ποσοστά πάνω στην αρχική επένδυση μέσα στην χρονική περίοδο. Η σχέση που μας δώσει την απόδοση σχηματίζεται ως εξής:

$$R = P - P + D$$

Το πρώτο τμήμα της σχέσης είναι γνωστό ως κεφαλαιακή απόδοση και προέρχεται από τη διαχρονική εξέλιξη της τιμής του χρεογράφου. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να είναι θετική, αρνητική ή και μηδέν. Το δεύτερο τμήμα είναι γνωστό ως μερισματική απόδοση, η οποία εξαρτάται από την πολιτική της κάθε εταιρίας η οποία δεν είναι γνωστή εκ των προτέρων. Από τη μελέτη της σχέσεως είναι φανερό ότι η απόδοση του χρεογράφου δεν είναι βέβαιη. Για την μέση απόδοση ενός χρεογράφου χρησιμοποιούμε τον τύπο :

$$R = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + R_4 + R}{T}$$

#### **4.4 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ**

Ως ρευστότητα στα οικονομικά εννοούμε την ικανότητα της ταχείας μεταπώλησης ενός στοιχείου με αμελητέα μεταβολή στην τιμή του και με ελάχιστη απώλεια στην αξία του. Το πιο διαδεδομένο στοιχείο ρευστότητας είναι το χρήμα. Το χρήμα μπορεί να χρησιμοποιηθεί άμεσα ανά πάσα ώρα και στιγμή για την πραγματοποίηση οικονομικών συναλλαγών, όπως οι αγορές, οι πωλήσεις και οι πληρωμές οφειλών κτλ.

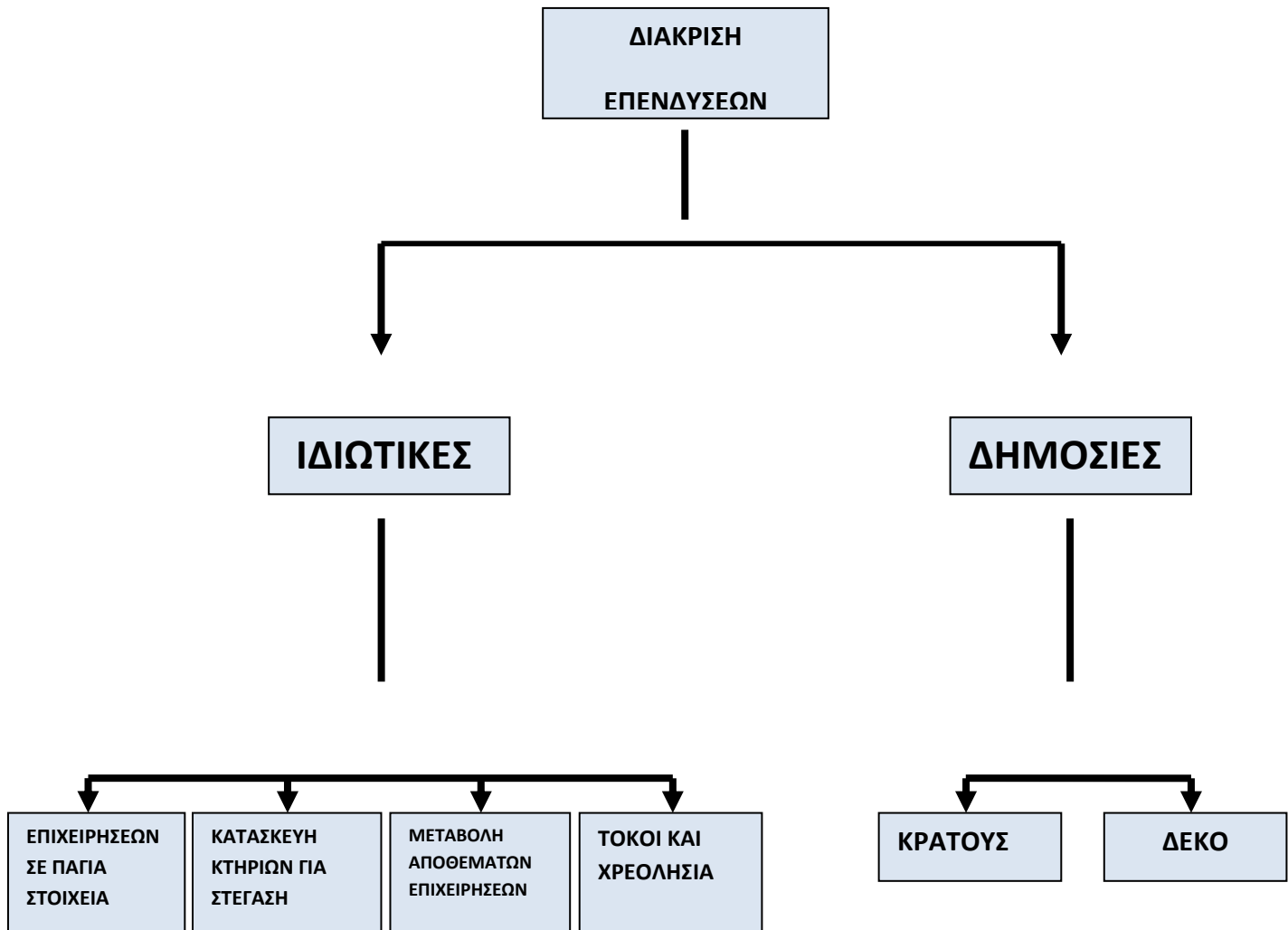
Για να ελέγξουμε την οικονομική δυνατότητα ενός φυσικού προσώπου ή μιας επιχείρησης για το αν μπορούν να πραγματοποιούν πληρωμές και να καλύπτουν τις άμεσες υποχρεώσεις τους πρέπει να γνωρίζουμε τα ρευστά διαθέσιμα τους, δηλαδή το σύνολο των στοιχείων που μπορούν άμεσα να χρησιμοποιηθούν ως πληρωμές όπως χαρτονομίσματα, χρεόγραφα, συναλλαγματικά γραμμάτια, τραπεζικοί λογαριασμοί κ.α. Η ρευστότητα κάνει τις συναλλαγές ευκολότερες και φθηνότερες παρέχοντας ευελιξία στον κάτοχο του χαρτοφυλακίου, γιατί ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί εύκολα και γρήγορα να μετατραπεί σε χρήμα αν προκύψει μια καλή επενδυτική ευκαιρία.

#### **4.5 ΕΠΕΝΔΥΣΗ**

Ως επένδυση θεωρούμε κάθε υλικό, διαρκές, παραγωγικό αγαθό που δεν καταναλώνεται με τη χρησιμοποίησή του, αλλά συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής υποδομής μιας επιχείρησης ή μιας χώρας. Συμβάλει δηλαδή στη δημιουργία νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού ( κτήρια, νέες εγκαταστάσεις, νέος μηχανολογικός εξοπλισμός, επεκτάσεις του ήδη υπάρχοντος κεφαλαιουχικού εξοπλισμού κ.α ). Οι επενδύσεις σε μια οικονομία μπορούμε να την διαχωρίσουμε σε δύο είδη, στις ιδιωτικές επενδύσεις και στις δημόσιες επενδύσεις ανάλογα με το φορέα ( ιδιωτικό ή δημόσιο ) και το σκοπό που αυτές εξυπηρετούν.

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

Οι δημόσιες επενδύσεις ( δρόμοι, σχολεία, νοσοκομεία, έργα υποδομής κλπ ) χρηματοδοτούνται με εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό, φορολογίες και αυτοχρηματοδότηση από τις κατασκευαστικές εταιρίες 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 σε εκείνες της κεντρικής διοίκησης ( Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων ) και των ΔΕΚΟ.



Πίνακας Διακρίσεων ( ιδιωτικές-δημόσιες επενδύσεις )

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 με κοινωνικά και πολιτικά κριτήρια.

#### **4.6 ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

Με τον όρο επένδυση χαρτοφυλακίου μπορεί να οριστεί η δέσμευση κεφαλαίων για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, η οποία μπορεί να αποφέρει πρόσθετα κεφάλαια στον επενδυτή. Κάθε επένδυση μπορεί να αποβεί μοιραία στον επενδυτή της, για το λόγο ότι μπορούν να καταναλωθούν άσκοπα τα κεφάλαια του. Άρα οποιαδήποτε επένδυση συντρέχει κάποιο βαθμό κινδύνου.

Η διαδικασία επενδύσεις χωρίζεται σε δύο μέρη :

##### **I. Ανάλυση χρεογράφων**

Η ανάλυση χρεογράφων ορίζεται η προσπάθεια να καθοριστεί εάν ένα χρεόγραφο έχει αποτιμηθεί σωστά στην αγορά.

##### **II. Χαρτοφυλάκιο**

Ως Χαρτοφυλάκιο ορίζουμε το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που έχει στη διάθεση του ένας επενδυτής όπως ( μετοχές, ομόλογα, τίτλοι ιδιοκτησίας κτλ ). Η απόφαση για το πόση ποσότητα και ποια περιουσιακά στοιχεία θα έχει στη κατοχή του ονομάζεται επιλογή χαρτοφυλακίου και ίσως να είναι περίπλοκη και δύσκολη. Ωστόσο τα χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων που βαραίνουν την επιλογή χαρτοφυλακίου είναι τρία.

#### **4.7 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

Η επένδυση διαχωρίζεται σε τρεις κατηγορίες :

- I. Ομόλογο
- II. Μετοχή
- III. Αμοιβαίο Κεφάλαιο

### 4.7.1 ΟΜΟΛΟΓΟ

Με τον όρο ομόλογο εννοούμε απλώς ένα δάνειο όπου σε αυτή τη περίπτωση ο δανειστής δεν είναι μία τράπεζα ή ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός αλλά και οποιοσδήποτε διαθέτει ρευστό και επιζητά μια καλύτερη απόδοση. Ο εκδότης του ομολόγου είναι ο οφειλέτης ενώ ο κάτοχος ομολόγων είναι ο δανειστής. Εκδότης ενός ομολόγου μπορεί να είναι το κράτος, ένας δημόσιος οργανισμός ή μια εταιρία. Ο εκδότης του ομολόγου αναζητά κεφάλαια είτε για να προβεί σε επενδύσεις που θα του αποφέρουν κέρδη είτε για να καλύψει τα ελλείμματα του. Τα ομόλογα διακρίνονται σε τέσσερα είδη :

- Κρατικά
- Δημοσίων Οργανισμών
- Εταιρικά
- Τραπεζικά

Τα ομόλογα έχουν συγκεκριμένη χρονική διάρκεια, μπορούν να διαρκέσουν από τρία έως δέκα χρόνια αλλά και υπάρχουν και άλλα που μπορούν να διαρκέσουν και περισσότερο. Μετά τη λήξη τους, ο δανειζόμενος πρέπει να επιστρέψει το κεφάλαιο στον κάτοχο του ομολόγου. Όπως συμβαίνει σε κάθε δάνειο ο δανειζόμενος πρέπει να πληρώνει τόκο στο δανειστή του. Έτσι ο κάτοχος του ομολόγου εκτός από το κεφάλαιο του, εισπράττει και τον τόκο σε τακτά χρονικά διαστήματα. Ο τόκος του ομολόγου ονομάζεται και κουπόνι ( COUPON ) γιατί τα προηγούμενα χρόνια τα ομόλογα είχαν φυσική μορφή και ο κάτοχος τους έκοβε το κουπόνι για να εισπράξει τον τόκο του. Όταν δανείζουμε τα χρήματά μας υπάρχει ο κίνδυνος να μην τα πάρουμε ποτέ πίσω. Αυτός είναι και ο βασικότερος κίνδυνος ενός ομολόγου. Ανάλογα με το αξιοπιστία του δανειζόμενου ορίζεται και το επιτόκιο στο οποίο δανείζεται. Επομένως όσο πιο αξιόπιστος είναι ο δανειζόμενος τόσο πιο χαμηλό θα είναι το επιτόκιο που θα πληρώσει.

Τέλος η αγορά ή η πώληση ενός ομολόγου δεν γίνεται μόνο κατά τη σύναψη του δανεισμού. Στα χρηματιστήρια τα ομόλογα διαπραγματεύονται ελεύθερα και η τιμή τους παρουσιάζει διακυμάνσεις.

#### **4.7.2 ΜΕΤΟΧΗ**

Η μετοχή είναι ένα επενδυτικό αξιόγραφο που αποτελεί τίτλο ιδιοκτησίας ενός ποσοστού μιας εταιρίας. Επομένως μπορεί οποιοσδήποτε να γίνει μέτοχος, οποιαδήποτε στιγμή θελήσει σε οποιαδήποτε εταιρία που οι μετοχές τις διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.

Για την ίδρυση μιας εταιρίας απαιτούνται κεφάλαια από τους ιδιοκτήτες της ώστε να μπορέσει να πραγματοποιήσει τα επενδυτικά της σχέδια και να δραστηριοποιηθεί στην αγορά. Ο κάθε μέτοχος σύμφωνα με τα χρήματα που καταβάλει παίρνει και το ανάλογο μερίδιο μετοχών που του αναλογεί μέσα στην εταιρία. Εκείνος που αποφασίσει να αγοράσει μετοχές σε μία εταιρία προσδοκά σε δύο πράγματα. Πρώτον το μέρισμα το οποίο προκύπτει από τη διανομή των κερδών της επιχείρησης και δεύτερον την υπεραξία από τη στιγμή που η εταιρία πάει καλά και μεγαλώνει η αξία της. Επομένως όσο αυξάνονται τα μερίσματα από τα κέρδη μιας εταιρίας τόσο αυξάνεται η αξία της και η τιμή της μετοχής της.

Από την άλλη όμως οι μετοχές δεν προσφέρουν εγγυημένες και σίγουρες αποδόσεις. Η τιμή μιας μετοχής παρουσιάζει σημαντικές και μεγάλες διακυμάνσεις ανάλογα με το οικονομικό περιβάλλον και τις προσδοκίες των επενδυτών. Η αγοροπωλησία των μετοχών γίνεται σε οργανωμένα χρηματιστήρια όπου η προσφορά και η ζήτηση καθορίζει την ημερήσια τιμή τους.

#### **4.7.3 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

Αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια "κοινή" περιουσία η οποία δημιουργείται από την εισφορά κεφαλαίων πολλών επενδυτών οι οποίοι έχουν κοινή επενδυτική φιλοσοφία και στόχους. Ανάλογα με το ποσό που θα καταβάλει ένας επενδυτής γίνεται και κάτοχος του αντίστοιχου μέρους αυτής της περιουσίας με τη μορφή μεριδίων. Την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου αναλαμβάνει να τη διαχειρίζεται εκ μέρους των επενδυτών μια εξειδικευμένη εταιρία διαχείρισης. Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι διεθνώς ένας από τους πιο δημοφιλείς επενδυτικούς θεσμούς και αποτελεί μία από τις πλέον αποδοτικές και αποτελεσματικές μορφές μακροπρόθεσμης επένδυσης.

Ανάλογα με την κατηγορία επένδυσης τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίζονται σε :

- Ομολογιακά ( επενδύουν σε ομόλογα )
- Μετοχικά ( επενδύουν σε μετοχές )
- Διαχείρισης Διαθεσίμων ( τοποθέτηση σε καταθέσεις και προϊόντα χρηματαγοράς )
- Μικτά ( επενδύουν και σε μετοχές και ομόλογα )

#### **4.8 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

Ως διαχείριση χαρτοφυλακίου θεωρούμε τη διαδικασία επιλογής διαφόρων αξιόγραφων ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο δημιουργείται ανάλογα με τις προτιμήσεις και τις ανάγκες του εκάστοτε επενδυτή καθώς επίσης και την αποτίμηση της απόδοσής του.

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στις εκτιμήσεις της απόδοσης και του κινδύνου του χαρτοφυλακίου σύμφωνα με τις προτιμήσεις του επενδυτή. Η θεωρία του χαρτοφυλακίου βασίζεται στη εργασία του H.Markowitz που αφορά τον καθορισμό ενός άριστου χαρτοφυλακίου.

Η διαχείριση Χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τα παρακάτω τρία στάδια δραστηριοτήτων:

##### **I. Ανάλυση αξιόγραφων :**

Σε αυτό το στάδιο εξετάζονται τα διαθέσιμα χρεόγραφα εκ των οποίων προβλέπονται ποια από αυτά θα έχουν τη μεγαλύτερη απόδοση.

##### **II. Ανάλυση Χαρτοφυλακίου :**

Στο στάδιο αυτό προβλέπεται η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου, δηλαδή ο συνδυασμός των χρεογράφων και οι πιθανότητες κινδύνου του.

##### **III. Επιλογή Χαρτοφυλακίου :**

Στο στάδιο αυτό τα χαρτοφυλάκια τα οποία θα επενδυθούν επιλέγονται από τον ίδιο τον επενδυτή και είναι στη κρίση του πόσα χρήματα θα να επενδύσει και για πόσο χρονικό διάστημα.

## 4.9 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε ότι υπάρχουν δύο τύποι Στρατηγικών Χαρτοφυλακίων :

### **I. Παθητική Στρατηγική Χαρτοφυλακίου**

Με την στρατηγική αυτή συμπεριλαμβάνονται ελάχιστα δεδομένα πρόβλεψης και αντίθετα στηρίζεται στη διαφοροποίηση προκειμένου να ισοφαρίσει την απόδοση κάποιου δείκτη της αγοράς. Μια παθητική στρατηγική θεωρεί ότι όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες αντανακλώνται στην τιμή των χρεογράφων.

### **II. Ενεργητική Στρατηγική Χαρτοφυλακίου**

Με την στρατηγική αυτή χρησιμοποιούνται διαθέσιμες πληροφορίες και τεχνικές προβλέψεις για να πετύχει μια καλύτερη απόδοση από ένα χαρτοφυλάκιο που είναι απλώς ευρέως διαφοροποιημένο.

Επιπλέον υπάρχουν και τρεις τύποι χαρτοφυλακίου :

### **I. Το Υπομονετικό Χαρτοφυλάκιο :**

Αυτός ο τύπος επενδύει σε γνωστές μετοχές. Οι περισσότερες από αυτές διανέμουν μερίσματα και είναι υποψήφιας για να αγοραστούν και να διατηρηθούν για μεγάλη χρονική περίοδο.

### **II. Το Επιθετικό Χαρτοφυλάκιο :**

Αυτό το χαρτοφυλάκιο επενδύει σε ακριβές μετοχές που προσφέρουν μεγαλύτερες ανταμοιβές αλλά διατρέχουν και μεγαλύτερους κινδύνους. Συλλέγει δηλαδή μετοχές όλων των μεγεθών οι οποίες στα επόμενα χρόνια αναμένεται να παρουσιάσουν ταχεία αύξηση στα ετήσια κέρδη τους.

### **III. Το συντηρητικό Χαρτοφυλάκιο :**

Στο χαρτοφυλάκιο αυτό επιλέγονται μετοχές με κριτήρια την απόδοση καθώς και την αύξηση των κερδών και ένα ιστορικό σταθερού μερίσματος.



#### **4.10 ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

Σύμφωνα με την παραδοσιακή διαχείριση χαρτοφυλακίου, ένα χαρτοφυλάκιο πρέπει να απαρτίζεται από μια ευρεία ποικιλία χρεογράφων. Οι διαχειριστές παραδοσιακών χαρτοφυλακίων αποστρέφονται τον κίνδυνο για αυτό και επιθυμούν να επενδύουν σε γνωστές εταιρίες για τρεις λόγους :

I. Μια επένδυση σε γνωστές εταιρίες θεωρείται λιγότερο επικίνδυνη από την επένδυση σε λιγότερο γνωστές

II. Οι έμπειροι διαχειριστές επιδιώκουν να επενδύσουν σε μεγάλες εταιρίες επειδή τα χρεόγραφα αυτών των επιχειρήσεων είναι περισσότερο ρευστά και διατίθενται σε μεγαλύτερες ποσότητες.

III. Οι διαχειριστές προτιμούν να επενδύσουν σε γνωστές εταιρίες προς το ευρύ κοινό γιατί είναι πιο εύκολο να πείσουν τους πελάτες τους να επενδύσουν σε αυτές.

#### **4.11 ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

Σύμφωνα με το σύγχρονη θεωρία ένας επενδυτής έχει τη δυνατότητα να επιλέξει το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο που θα μεγιστοποιήσει την απόδοση του. Για να πραγματοποιηθεί αυτό πρέπει να γνωρίζει τις καμπύλες αδιαφορίας και το σύνολο των δυνατών χαρτοφυλακίων. Επειδή κάτι τέτοιο είναι πολύ δύσκολο να πραγματοποιηθεί πρέπει να επιλέξει μέσα από ένα σύνολο αποδοτικών χαρτοφυλακίων που αντιστοιχούν σε εφικτά χαρτοφυλάκια που είναι πιο αποδοτικά. Ως αποδοτικό χαρτοφυλάκιο εννοούμε το χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει την μεγαλύτερη απόδοση σε σχέση με άλλα, αλλά με τον ίδιο κίνδυνο και με την ίδια απόδοση. Επίσης άξιο αναφοράς είναι η σημαντικότητα του συντελεστή συσχέτισης των αποδόσεων των χρεογράφων, ο οποίος αποτελεί ένα μέγεθος για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

Η διαφοροποίηση των επενδύσεων απαιτεί τη γνώση της σχέσης ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο και στα χρεόγραφα που το αποτελούν. Η εφαρμογή σε ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από δύο ομάδες περιουσιακών στοιχείων χωρίζεται σε τρεις κανόνες :

I. Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι ο μέσος σταθμικός των αναμενόμενων αποδόσεων των συνιστωσών επενδύσεων με στάθμιση τις αναλογίες αυτών

II. Η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι η μέση σταθμική απόδοση των συνιστωσών επενδύσεων με στάθμιση τις αναλογίες συμμετοχής αυτών.

III. Η διακύμανση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου δύο περιουσιακών στοιχείων περιέχει το συντελεστή συσχέτισης μεταξύ τους. Αν ο συντελεστής συσχέτισης είναι μικρός ή αρνητικός υπάρχει μια τάση για μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ( C.A.P.M. )

#### 5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα μεγαλύτερα ερωτήματα για την Χρηματοοικονομική Επιστήμη υπήρξε το «πώς ο κίνδυνος επηρεάζει την αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης». Η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου εξετάζει τις ιδιότητες των περιουσιακών στοιχείων που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο και μεγιστοποιούν την απόδοση. Οι βάσεις της τέθηκαν το 1952 από τον οικονομολόγο H. Markowitz. Στο άρθρο του ο αμερικανός οικονομολόγος εξετάζει τη σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου.

Πιστεύει ότι τόσο η αναμενόμενη απόδοση, όσο και ο κίνδυνος είναι ανάλογα των ποσοστών συμμετοχής των χρεογράφων που περιλαμβάνει ένα χαρτοφυλάκιο. Ακόμη θεωρεί ότι προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η απόδοση ή να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου οι επενδυτές μπορούν να κάνουν χρήση της «διαφοροποίησης» δηλαδή να αναδιοργανώσουν το χαρτοφυλάκιο τους προσθέτοντας ή αφαιρώντας χρεόγραφα ( **Markowitz, Portfolio Selection. 1952** ).

Το (C.A.P.M.) αναπτύχθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1960 από τους Sharpe (1964), Treynor (1962), Lintner (1965) και Mossin (1966) και αποτελεί την επέκταση της Θεωρίας του Markowitz. Εισάγει τις έννοιες του κεφαλαιακού στοιχείου ελεύθερου κινδύνου (risk free asset) και του συντελεστή β και περιγράφει τη σχέση αναμενόμενης απόδοσης ενός περιουσιακού στοιχείου και του συντελεστή βήτα (κινδύνου) αυτού. Θέτει ότι όλοι οι επενδυτές κατασκευάζουν αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια αφού λάβουν υπόψη τους τη σχέση απόδοσης - κινδύνου. Αξίζει να σημειωθεί ότι το υπόδειγμα αυτό πήρε το βραβείο Nobel το 1990.

Σημαντικό μέγεθος του CAPM θεωρείτε ο συντελεστής βήτα και με τη βοήθειά του αποτιμάται ο συστηματικός ( ή διαφοροποιήσιμος ) κίνδυνος, ενός χρεογράφου ή χαρτοφυλακίου.

Η παρούσα ενότητα χωρίζεται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος θα προσπαθήσουμε να ελέγξουμε την ισχύ της θεωρίας του CAPM στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2002-2014. Θα προσεγγίσουμε θεωρητικά την έννοια του CAPM κάνοντας μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας προκειμένου να γνωρίσουμε καλύτερα από ερευνητική

σκοπιά το αντικείμενο που εξετάζουμε. Στη συνέχεια θα παρουσιάζουμε το υπόδειγμα και τις υποθέσεις κάτω από τις οποίες ισχύει. Αναφερόμαστε στο ρόλο του συντελεστή βήτα και τα προβλήματα που προκύπτουν από την εφαρμογή του μοντέλου. Τέλος αναφερόμαστε στην κριτική που έχει ασκηθεί στο CAPM, αλλά και τους λόγους για τους οποίους αποτελεί έως σήμερα ένα ευρέως χρησιμοποιημένο εργαλείο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων.

Στο δεύτερο μέρος γίνεται προσπάθεια, εμπειρικής προσέγγισης του CAPM. Παρουσιάζεται το μοντέλο για την αναμενόμενη απόδοση του τραπεζικού κλάδου που εξετάζουμε και στη συνέχεια αναφέρονται οι υποθέσεις τις οποίες ελέγχουμε για να διαπιστώσουμε την ισχύ του μοντέλου. Παραθέτουμε τα δεδομένα με τα οποία γίνεται η εφαρμογή του υποδείγματος καθώς και τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε.

## **5.2 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

Εξετάζοντας την επίδραση του κινδύνου στην τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων, είναι πράγματι εκπληκτική η διαπίστωση των ελλিপών γνώσεων που διέθεταν για το θέμα αυτό σε όρους θεωρίας και εμπειρικών δεδομένων οι οικονομολόγοι έως τις αρχές της δεκαετίας του 1960. Παρόλο που οι χρηματιστηριακές αγορές είχαν αρχίσει τη λειτουργία τους από το 1602 όταν οι μετοχές της εταιρείας των Ανατολικών Ινδιών ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται στο Άμστερνταμ, μόνο κάτω από την πίεση της πολυπλοκότητας των χρηματιστηριακών συναλλαγών σε παγκόσμιο επίπεδο και την ώθηση από τη ραγδαία ανάπτυξη της επιστήμης των υπολογιστών, αναγκάστηκαν οι οικονομολόγοι να δουν την τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων από διαφορετική οπτική γωνία.

Διάφορες σχετικές θεωρίες σχετικές με τον κίνδυνο και τη λήψη αποφάσεων σε συνθήκες κινδύνου αναδείχθηκαν αρχικώς μέσα από το έργο των John von Neumann («πατέρα της Θεωρίας παιγνίων») και Oskar Morgenstern (1944) οι οποίοι στο βιβλίο τους «Theory of games and economic behavior» μίλησαν για την ανάλυση των αποφάσεων σε καταστάσεις (παιχνίδια) στρατηγικής αλληλεπίδρασης. Στη συνέχεια ο Leonard Savage (1954) αναφέρθηκε στην Υποκειμενική Προσδοκώμενη Χρησιμότητα στις προτιμήσεις των επενδυτών και την λήψη αποφάσεων, υπό συνθήκες σχετικές με τις προσδοκίες τους ως προς το αποτέλεσμα.

Από τα πρώτα υποδείγματα που όρισαν τον κίνδυνο αναπτύχθηκαν από τους Roy (1952) και Markowitz (1952, 1959). Ο Roy ανέδειξε το γεγονός ότι οι επενδυτές ενδιαφέρονται πρωτίστως για την ασφάλεια και πρότεινε την προσέγγιση αυτή ως κριτήριο για την βελτιστοποίηση ενός χαρτοφυλακίου. Ο Markowitz στο μοντέλο του (Μοντέλο Μέσου – Διακύμανσης), επισήμανε ότι το πρόβλημα της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων σε ένα αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο, ανάγεται στην επιλογή του μέσου και της διακύμανσης των αποδόσεων των στοιχείων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο. Σκοπός είναι, διατηρώντας σταθερή τη διακύμανση του χαρτοφυλακίου (τον κίνδυνό του, δηλαδή) να μεγιστοποιηθεί η αναμενόμενη απόδοση και, διατηρώντας σταθερή την αναμενόμενη απόδοση να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος. Η προσέγγιση αυτή οδηγεί σε ένα «αποτελεσματικό σύνορο», στο οποίο βρίσκονται όλα τα χαρτοφυλάκια που ικανοποιούν το θεώρημα. Από τα χαρτοφυλάκια αυτά, ο επενδυτής καλείται να επιλέξει το χαρτοφυλάκιο που επιθυμεί, σύμφωνα με τις προτιμήσεις του και τον κίνδυνο που δέχεται να αναλάβει.

Από τις πρώτες μελέτες αποδόσεων για τις μετοχές που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έγινε από τους Fisher and Lorie (1964). Στην έρευνα αυτή κατέγραψαν τις μέσες αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς σε διαφορετικές περιόδους διακράτησης από το 1926. Δεν κατέγραψαν όμως την τυπική απόκλιση των αποδόσεων αυτών και δεν ερεύνησαν τις αποδόσεις κινδύνου δηλαδή το μέσο ποσό με το οποίο η χρηματιστηριακή αγορά ξεπέρασε τις αποδόσεις των επενδύσεων μηδενικού κινδύνου. Σημαντική παραταύτα υπήρξε η παρατήρησή τους ότι οι αποδόσεις των κοινών μετοχών ήταν υψηλότερες από τις αποδόσεις των ασφαλέστερων εναλλακτικών επενδύσεων.

Πριν το C.A.P.M. ο τρόπος με τον οποίο οι οικονομολόγοι αποτιμούσαν το κόστος κεφαλαίων, είχε να κάνει με τον τρόπο που τα κεφάλαια αυτά χρηματοδοτούνταν. Οι Bierman and Smidt θεωρούσαν ότι το κόστος των κεφαλαίων εξαρτάται από δύο παράγοντες. Από το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων καθώς και από το κόστος των Κεφαλαίων που αποκτώνται με δανεισμό. Δηλαδή ότι το κόστος αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου, (των μερισμάτων που αναμένουν οι επενδυτές) και του δανειζόμενου κεφαλαίου, (του επιτοκίου δανεισμού).

Οι Modigliani and Miller (1958) στο άρθρο τους «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment» εισηγήθηκαν ότι η αξία μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου δεν εξαρτάται από τον τρόπο χρηματοδότησής τους. Ξεκινούν το άρθρο τους με την ερώτηση: « Ποιο είναι το κόστος του κεφαλαίου σε μια επιχείρηση, σε έναν κόσμο στον οποίο τα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων των οποίων οι αποδόσεις είναι αβέβαιες;» και συνεχίζουν «..δεν υπάρχει ικανοποιητική εξήγηση σχετικά με το τι καθορίζει το μέγεθος του κινδύνου και πως μεταβάλλεται, καθώς μεταβάλλονται άλλες μεταβλητές». Είχε ουσιαστικά αρχίσει να προβληματίζει τους οικονομολόγους το ερώτημα, του πως συσχετιζόταν η αναμενόμενη απόδοση με τον κίνδυνο μιας επένδυσης και αναμενόταν μία απάντηση ( **Modigliani and Miller (1958)** ).

Το C.A.P.M. είναι μια θεωρία που αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο τιμολογούνται τα περιουσιακά στοιχεία από την αγορά σε σχέση με τον κίνδυνο που αυτά περικλείουν. Ο Sharpe υιοθέτησε την υπόθεση ότι οι αποδόσεις των υποψήφιων προς επιλογή περιουσιακών στοιχείων αλληλοσχετίζονται μέσω του βαθμού εξάρτησής τους ως προς το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Θεωρεί ότι η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου συνδέεται γραμμικά με τον κίνδυνο που αυτό περικλείει. Όσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος τόσο μεγαλύτερη αναμένεται να είναι και η απόδοση. Ένας επενδυτής αναλαμβάνει τον κίνδυνο μιας συγκεκριμένης επένδυσης και επιθυμεί την ανταμοιβή του, ενώ ταυτόχρονα οι μηχανισμοί της αποτελεσματικής αγοράς διασφαλίζουν ότι γνωρίζει τους κινδύνους που αναλαμβάνει πριν αποφασίσει να τοποθετηθεί σε αυτή ( **Συριόπουλος Κ – Φίλιπας, 2010** ).

### **5.3 ΟΡΙΣΜΟΣ CAPM ( CAPITAL ASSET PRICING MODEL )**

Το υπόδειγμα θεωρεί ότι η προσδοκώμενη απόδοση μιας επένδυσης πάνω από την απόδοση του αξιόγραφου χωρίς κίνδυνο είναι γραμμικά συνδεδεμένη με τον κίνδυνο που περιέχει. Στο C.A.P.M. η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου χωρίζεται σε δύο μέρη: στο μέρος της απόδοσης που οφείλεται στην αγορά, και στο μέρος της απόδοσης που οφείλεται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του. Συγκεκριμένα ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης διαιρείται σε δύο μέρη τον διαφοροποιήσιμο και τον μη διαφοροποιήσιμο.

Ο διαφοροποιήσιμος κίνδυνος είναι μέρος του κινδύνου που συνδέεται με τυχαίες και απρόβλεπτες αιτίες και μπορεί να περιορισθεί. Για παράδειγμα, ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει μία επιχείρηση να απολέσει ένα κρίσιμο πελάτη μπορεί να μετριασθεί με την προσέλκυση νέων πελατών. Ο συστημικός σχετίζεται με τις μεταβολές στο σύνολο της αγοράς και αποτελεί απειλή για τις επενδύσεις. Μόνο αυτός θα πρέπει να σχετίζεται με την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης. Συνδέεται με παράγοντες της αγοράς που επηρεάζουν όλες τις επιχειρήσεις και δεν είναι δυνατό να εξαλειφθεί με διαφοροποίηση. Για παράδειγμα, ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις έχουν αρνητική επίδραση στις τιμές των πρώτων υλών και επιφέρουν περιορισμό της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Στο σημείο αυτό πρέπει να διαχωρίσουμε την έννοια της διαφοροποίησης για την οποία μιλάμε, από την διαφοροποίηση κατά Markowitz που αναφέρθηκε παραπάνω. Στην περίπτωση της διαφοροποίησης που μας ενδιαφέρει, σκοπός είναι να μειωθεί ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου από εξωγενείς παράγοντες που επηρεάζουν όλη την αγορά. Στην διαφοροποίηση κατά Markowitz το ζητούμενο είναι η επιλογή χρεογράφων με αρνητικές συνδιακυμάνσεις μεταξύ τους. Θεωρητικά, είναι πιθανό να μειωθεί ο κίνδυνος κάτω και του μέσου κινδύνου της αγοράς ακόμα και σε ένα χαρτοφυλάκιο δυο περιουσιακών στοιχείων, εάν αυτά έχουν τέλεια αρνητική συσχέτιση.

Όπως αναφέραμε και πριν το C.A.P.M. εστιάζει στο συστημικό κίνδυνο μιας επένδυσης. Οι επενδυτές στην περίπτωση αυτή αναζητούν κάποιο ασφάλιστρο κινδύνου, το οποίο θα τους καλύψει απέναντι στον συστημικό κίνδυνο που απορρέει από την πραγματοποίηση μιας επένδυσης. Το υπόδειγμα υποστηρίζει ότι, σε κατάσταση ισορροπίας, η αναμενόμενη υπερβάλλουσα απόδοση κάθε επικίνδυνου περιουσιακού στοιχείου είναι ανάλογη με την υπερβάλλουσα απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και, η σταθερά της αναλογίας είναι ο συντελεστής βήτα. Δηλαδή το μέγεθος που εκφράζει τον κίνδυνο της συνδιακύμανσης ενός χρεογράφου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς ονομάζεται συντελεστής βήτα.

Χαρακτηριστικό γνώρισμα του CAPM είναι ότι ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου ελαττώνεται, όταν ο αριθμός των επενδύσεων που συμμετέχουν στο χαρτοφυλάκιο αυτό αυξάνεται.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM, η απόδοση μιας επένδυσης δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i$$

Όπου :

$R_i$  , είναι η συνολική απόδοση του τίτλου  $i$  .

$R_M$  , είναι η συνολική απόδοση της αγοράς.

$a_i$  , είναι το τμήμα της συνολικής απόδοσης του τίτλου  $i$  που είναι ανεξάρτητο από την αγορά.

$\beta_i$  , είναι το τμήμα της συνολικής απόδοσης του τίτλου  $i$  που καθορίζεται από τις μεταβολές του  $R_M$  .

$\varepsilon_i$  , είναι ανερμήνευτο κατάλοιπο.

Σύμφωνα με το Sharpe το  $\varepsilon_i$  θα πρέπει να συμπεριφέρεται τυχαία, σύμφωνα με το CAPM. Για την εκτίμηση της παραπάνω σχέσης έχει χρησιμοποιηθεί η μέθοδος της παλινδρόμησης και των ελαχίστων τετραγώνων.



## 5.4 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ CAPM

Το CAPM αποτελεί ένα σύνολο κανόνων που αφορούν κατάσταση ισορροπίας ανάμεσα σε αναμενόμενες αποδόσεις επισφαλών τίτλων, δηλαδή τίτλων με κίνδυνο, και περιγράφει τον ακριβή τρόπο της σχέσης αναμενόμενης απόδοσης και συντελεστή βήτα. Το CAPM, είναι από τα πιο γνωστά μοντέλα της οικονομικής θεωρίας, το οποίο κάτω από ορισμένες απλοποιητικές υποθέσεις γίνεται περισσότερο κατανοητό για τις ανάγκες του επενδυτή.

Οι υποθέσεις αυτές, οι οποίες αποτελούν μια βασική παραλλαγή του CAPM, είναι οι ακόλουθες:

1) Υπάρχουν πολλοί επενδυτές που παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά και διαφοροποιούνται σε σχέση μόνο με τον αρχικό πλούτο και την ανοχή τους απέναντι στον παράγοντα του κινδύνου. Οι αρχικοί πόροι που διαθέτει ένας επενδυτής αποτελούν μικρό ποσοστό των συνολικών πόρων, που διαθέτουν όλοι οι επενδυτές.

2) Οι επενδυτές αποτιμούν τα χαρτοφυλάκια εκτιμώντας τις αναμενόμενες αποδόσεις και τις τυπικές αποκλίσεις των χαρτοφυλακίων αυτών σε μοναδιαία περίοδο επένδυσης, η οποία είναι ίδια για όλους τους επενδυτές. Αυτό σημαίνει ότι μέχρι το τέλος της περιόδου αυτής δεν γίνεται καμία μεταβολή στις επενδυτικές αποφάσεις. Οι περίοδοι αυτές μπορεί να είναι βραχυχρόνιες, μακροχρόνιες ή ενδιάμεσες.

3) Μεταξύ δύο όμοιων χαρτοφυλακίων οι επενδυτές θα επιλέξουν εκείνο με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση και συγχρόνως, μεταξύ δύο όμοιων χαρτοφυλακίων θα επιλέξουν εκείνο με τη μικρότερη τυπική απόκλιση(κίνδυνος).

4) Τα περιουσιακά στοιχεία είναι άπειρα διαιρετά, που σημαίνει ότι κάθε επενδυτής μπορεί να αγοράσει και να πουλήσει οποιαδήποτε ποσότητα.

5) Οι επενδύσεις περιορίζονται σε ένα σύνολο από εμπορεύσιμους χρηματοοικονομικούς τίτλους, όπως μετοχικούς και ομολογιακούς τίτλους και σε ένα περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο. Υπάρχουν ρυθμίσεις της αγοράς σύμφωνα με τις οποίες οι επενδυτές μπορούν να δανείσουν και να δανειστούν χρήματα στο επίπεδο επιτοκίου του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο, το οποίο είναι ίδιο για όλους τους επενδυτές.

6) Οι επενδυτές δεν υποχρεούνται σε φορολογία εισοδήματος των αποδόσεων από τους τίτλους. Επίσης δεν υπάρχει συναλλακτικό κόστος στις ανταλλαγές μεταξύ

εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων, και επιτρέπεται η ανοιχτή πώληση των μετοχών.

7) Η ροή πληροφοριών είναι ελεύθερη και γίνεται συγχρόνως προς όλους τους επενδυτές χωρίς κόστος.

8) Δεν υπάρχει πληθωρισμός, που σημαίνει ότι η αξία του χρήματος δεν μεταβάλλεται ή ο πληθωρισμός είναι αναμενόμενος.

9) Κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επηρεάσει την αγορά προς την κατεύθυνση που θα ήθελε αγοράζοντας ή πουλώντας περιουσιακά στοιχεία.

10) Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και επιθυμούν τη μεγιστοποίηση της συνάρτησης χρησιμότητάς τους.

Σύμφωνα με τις παραπάνω υποθέσεις προκύπτει ότι κάθε επενδυτής θα καταλήξει στο ίδιο άριστο χαρτοφυλάκιο. Επίσης οι επενδυτές ορίζουν το ίδιο αποτελεσματικό σύνολο χαρτοφυλακίων, εφόσον όλοι διαθέτουν και χρησιμοποιούν τα ίδια δεδομένα αναμενόμενων αποδόσεων, διακυμάνσεων και συνδιακυμάνσεων. Έτσι, οι επενδυτές θα καταλήξουν σε διαφορετικά χαρτοφυλάκια, ανάλογα με τη διάθεσή τους απέναντι στην απόδοση και τον κίνδυνο.

Οι παραπάνω υποθέσεις είναι απλοποιητικές και κατά βάσει μη ρεαλιστικές σε σχέση με τον πραγματικό κόσμο γι' αυτό φαίνονται ως εξωπραγματικές και συχνά προκαλούν προβλήματα κατανόησης της σημασίας τους. Παρόλα αυτά βοηθούν στην διεύδυση των συνθηκών ισορροπίας στις αγορές τίτλων.

## 5.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ $\beta$ ΣΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ C.A.P.M.

Το C.A.P.M. προβλέπει ότι ο μοναδικός παράγοντας που επηρεάζει την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου είναι ο συντελεστής βήτα ο οποίος μετράει όπως είδαμε το συστημικό κίνδυνο και δίνεται από τον τύπο :

$$b_1 = \frac{COV(i, M)}{VAR(M)} = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} = \frac{\sigma_i \sigma_M \rho_{iM}}{\sigma_M^2}$$

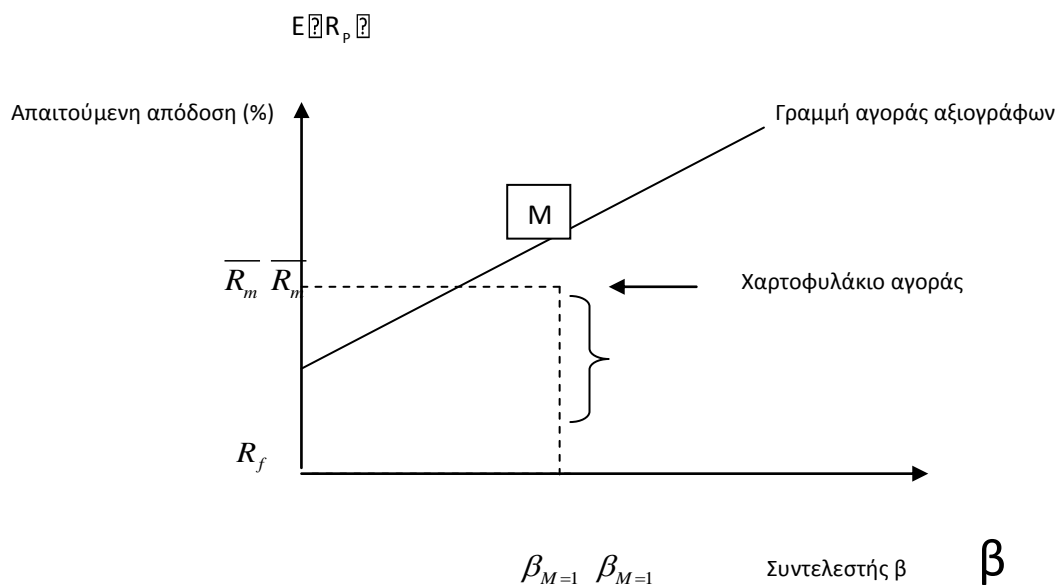
όπου  $\sigma_{iM}$  η συνδιακύμανση και  $\rho_{iM}$  ο συντελεστής συσχέτισης του χρεογράφου  $i$  με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αντίστοιχα. Τα  $\sigma_i$  και  $\sigma_M$  οι τυπικές αποκλίσεις στις αποδόσεις του χρεογράφου  $i$  και του χαρτοφυλακίου της αγοράς και  $\sigma_M^2$  η διακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο συντελεστής βήτα μετρά τη μεταβολή στη τιμή του χρεογράφου για κάθε μεταβολή της τάξεως του 1% που θα συμβεί στην απόδοση της αγοράς, καθώς και τη συνεισφορά ενός μεμονωμένου χρεογράφου στον κίνδυνο ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Σύμφωνα με τον ορισμό του συντελεστή βήτα για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το ακίνδυνο χρεόγραφο ισχύει ότι:

$$b_M = \frac{\sigma_{MM}}{\sigma_M^2} = \frac{\sigma_M^2}{\sigma_M^2} = 1$$

Και

$$b_{rf} = \frac{\sigma_{rf} \sigma_M \rho_{rfM}}{\sigma_M^2} = \frac{0 \sigma_M \rho_{rfM}}{\sigma_M^2} = 0$$



**Η γραμμή αγοράς Αξιογράφων, (Συριόπουλος Κ. Εκπαιδευτικό Εγχειρίδιο «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου» σελ.142)**

Ο συντελεστής βήτα ονομάζεται και “συντελεστής επιθετικότητας”, καθώς η τιμή του επιτρέπει να ταξινομηθούν οι επενδύσεις σε τέσσερις κατηγορίες:

- Επιθετικές που πολλαπλασιάζουν τις μεταβολές της αγοράς και έχουν βήτα μεγαλύτερο του 1. Για παράδειγμα μια μετοχή με βήτα 1,2 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 1,2 φορές περισσότερο από το σύνολο της αγοράς.
- Αμυντικές που υποπολλαπλασιάζουν τις μεταβολές της αγοράς και έχουν βήτα μικρότερο του 1. Η απόδοση μιας μετοχής με βήτα 0,2 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 0,2 φορές από τη μεταβολή της αγοράς.
- Ουδέτερες που μεταβάλλονται όπως η αγορά, έχουν βήτα ίσο ή πολύ κοντά στο 1. Ο συντελεστής βήτα του συνόλου της αγοράς είναι ίσος με τη μονάδα.

- Ακίνδυνες που έχουν βήτα ίσο με το 0. Η αναμενόμενη απόδοση ενός τέτοιου χρεογράφου είναι ίση με την απόδοση του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο.

Προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί λοιπόν, ένα μέρος του κινδύνου, πρέπει να ελαχιστοποιηθεί το βήτα. Ένα άλλο χαρακτηριστικό του βήτα είναι ότι επιτρέπει στον επενδυτή να προσαρμόσει την επενδυτική στρατηγική του σύμφωνα με τις προβλέψεις του για την αγορά. Όταν οι προβλέψεις για την αγορά είναι ανοδικές, ένας επενδυτής θα διαμορφώσει τη θέση του με βήτα μεγαλύτερο του 1. Το αντίθετο θα πράξει, όταν οι προβλέψεις του πτωτικές.

## 5.6 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Όπως αναφέραμε και πιο πάνω το CAPM στηρίζεται στην απλή γραμμική παλινδρόμηση και κατά συνέπεια σε κάποιες υποθέσεις της. Η παραβίαση αυτών των υποθέσεων δημιουργεί σοβαρά προβλήματα στις εκτιμήσεις και την αξιοπιστία των συμπερασμάτων, τα οποία παρουσιάζονται στη συνέχεια :

- Αυτοσυσχέτιση, το πρόβλημα αυτό εμφανίζεται όταν η διακύμανση του διαταρακτικού όρου δεν είναι σταθερή και η συνδιακύμανση όλων των διαταρακτικών όρων δεν ισούται με το μηδέν.

- Κανονικότητα, σύμφωνα με τον ορισμό της κανονικότητας, η εξαρτημένη μεταβλητή της γραμμικής παλινδρόμησης κατανέμεται κανονικά όπως συμβαίνει και με τους εκτιμητές των συντελεστών της παλινδρόμησης. Οι έλεγχοι των υποθέσεων όπως και οι μέθοδοι εκτίμησης βασίζονται στην κανονική κατανομή. Όταν δεν ισχύει κάτι από τα προηγούμενα δεν έχουμε κανονικότητα.

- Ετεροσκεδαστικότητα, εμφανίζεται όταν οι διαταρακτικοί όροι δεν έχουν την ίδια διακύμανση.

Εξειδίκευση του υποδείγματος, εξαιτίας του γεγονότος ότι δεν υπάρχουν κριτήρια για την επιλογή του καταλληλότερου υποδείγματος με την εξειδίκευση εννοούμε για παράδειγμα την παράλειψη μιας μεταβλητής ή και την λανθασμένη μορφή του προς ανάλυση υποδείγματος

## 5.7 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΟΥ ΕΧΕΙ ΑΣΚΗΘΕΙ ΣΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ C.A.P.M.

Παρόλο που οι διάφορες έρευνες δεν μπορούν να υποστηρίξουν πλήρως την ικανότητα του υποδείγματος να εξηγήσει τις αλλαγές στις τιμές των μετοχών, η αξία του βρίσκεται στο ότι πρόκειται για ένα απλό εργαλείο που προσφέρει ισχυρές προβλέψεις.

Όταν αναπτύχθηκε το C.A.P.M. αποτελούσε την πρώτη επιτυχή προσπάθεια εκτίμησης του κινδύνου. Σύμφωνα με αυτό οι επενδυτές κατασκευάζουν αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια σύμφωνα με την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο, ενώ συγχρόνως έχουν ως βάση αναφοράς το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Η θεωρία έχει εξετασθεί από την ακαδημαϊκή κοινότητα τόσο για την χρησιμότητα όσο και για την ισχύ της. Οι ερευνητές πραγματοποίησαν εμπειρικές μελέτες προκειμένου να διαπιστώσουν αν υφίσταται θετική γραμμική σχέση μεταξύ των αναμενόμενων αποδόσεων μιας μετοχής και του συντελεστή βήτα αυτής, δηλαδή αν το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι αποτελεσματικό. Ένας από τους πρώτους ελέγχους ήταν του Lintner. Το 1969 εξέτασε την περίπτωση που οι επενδυτές έχουν διαφορετικές προσδοκίες και κατέληξε ότι η θεωρία ισχύει ως έχει.

Ο Brenman το 1970 εξέτασε την θεωρία σε περιβάλλον με διαφορετικούς συντελεστές φορολογίας στα κεφαλαιακά κέρδη και στη μερισματική απόδοση και κατέληξε ότι χρειάζεται η προσθήκη ενός επιπλέον όρου που να εκφράζει την μερισματική απόδοση προκειμένου να ισχύει η θεωρία. Ο Myers (1972) πρότεινε ότι αν παραλείψουμε την υπόθεση ότι τα αξιόγραφα μπορούν να διαιρεθούν επ' άπειρον το μοντέλο δεν αλλάζει ( **Brenman, 1970** ).

Οι Black, Jensen and Scholes, (1972) εξετάζοντας αποδόσεις χαρτοφυλακίων αντί για αποδόσεις μεμονωμένων μετοχών διαπίστωσαν ότι μετριάζονται τα στατιστικά προβλήματα που προκύπτουν από τα λάθη μέτρησης του συντελεστή βήτα και ότι τα στοιχεία συμφωνούσαν με τις προβλέψεις τους. Οι Sharpe και Cooper την ίδια χρονιά εξέτασαν αν οι μετοχές με υψηλό συντελεστή  $\beta$  έχουν υψηλότερες αποδόσεις. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι υπάρχει θετική γραμμική σχέση ανάμεσα στις αναμενόμενες αποδόσεις και τον συντελεστή  $\beta$  μιας μετοχής. Διαπίστωσαν ακόμα ότι οι αποδόσεις αυξάνουν καθώς αυξάνει ο κίνδυνος μιας επένδυσης.

Οι Fama and MacBeth (1973) ερεύνησαν αν υπάρχει θετική γραμμική σχέση μεταξύ των μέσων αποδόσεων και των εκτιμητών βήτα και κατέληξαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου ( **Fama-MacBeth, 1973** ).

Από το αρχικό υπόδειγμα που εισήχθη στις αρχές της δεκαετίας του 1960 δημιουργήθηκαν και τροποποιήσεις προκειμένου να αντικατοπτρίζει καλύτερα την φιλοσοφία των εκάστοτε μελετητών. Οι αλλαγές αυτές διέφεραν ανάλογα τη μελέτη, και κλιμακώνονταν από απλές αλλαγές στο υπόδειγμα, Black (1972) έως και αλλαγές στην φιλοσοφία του υποδείγματος Merton (1973), Breeden (1979) 35 Constantinides, (1983).

Όπως είναι φυσικό πολλοί μελετητές εξέφρασαν και αμφιβολίες κατά πόσο το μοντέλο μπορεί να είναι αξιόπιστο ως προς τα αποτελέσματά του. Ο Roll το 1977 διαπίστωσε ότι δεν είναι ρεαλιστικό ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει όλες τις επενδύσεις που είναι διαθέσιμες στην αγορά. Προκειμένου να ξεπερασθεί αυτό το μειονέκτημα είναι καλύτερα να χρησιμοποιούνται οι Γενικοί Δείκτες υποθέτοντας ότι οι αποδόσεις προσεγγίζουν την απόδοση και τον κίνδυνο του πραγματικού χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Ένα χρόνο αργότερα το 1978 ο Levy τόνισε ότι δύο από τις βασικές υποθέσεις του CAPM έρχονται σε αντίφαση με την οικονομική πραγματικότητα. Δηλαδή έχει αποδειχθεί εμπειρικά ότι οι επενδυτές διαφέρουν ως προς την επενδυτική τους στρατηγική και δεν επιλέγουν όλοι χαρτοφυλάκιο ίδιας επικινδυνότητας, ενώ ταυτόχρονα ο τυπικός επενδυτής δεν διακρατά πολλά επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία. Πρότεινε μάλιστα ένα αναπροσαρμοσμένο υπόδειγμα που το ονόμασε General Capital Asset Pricing Model (**G.C.A.P.M.**).

Την περίοδο αμφισβήτησης του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) ακολούθησε μια περίοδος επανεξέτασης. Η φτωχή απόδοσή του, οδήγησε σε δύο κατευθύνσεις, με σκοπό να βελτιώσουν τη μέχρι τότε υπάρχουσα θεωρία για την ερμηνεία των αποδόσεων των αξιόγραφων.

Η πρώτη είχε σκοπό την δημιουργία εμπειρικών υποδειγμάτων τα οποία προτείνουν κάποιες ειδικές μεταβλητές των επιχειρήσεων για να εξηγήσουν τις διαφορές των αναμενόμενων αποδόσεων.

Η δεύτερη να αναθεωρήσει τη θεωρητική βάση του μοντέλου, δίνοντας ώθηση σε άλλα θεωρητικά υποδείγματα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Μια τέτοια θεωρητική προσέγγιση είναι Θεωρία Τιμολόγησης Εξισορροπητικής Αγοραπωλησίας (Arbitrage Pricing Theory, A.P.T.) του Ross (1976). Σύμφωνα με αυτή η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να εκφραστεί ως γραμμική συνάρτηση ενός συνόλου παραγόντων.

Ωστόσο, το CAPM παραμένει δημοφιλές, αφού η εφαρμογή του συνεχίζεται εκτεταμένα σε διάφορους τομείς της χρηματοοικονομικής, καθώς παρέχει ένα απλό και

εύχρηστο εργαλείο για μία κατά προσέγγιση τουλάχιστον, εκτίμηση του κινδύνου μίας επένδυσης σε σχέση με τη χρηματιστηριακή αγορά, αλλά και επειδή επιτρέπει στους επιχειρηματίες να υπολογίσουν το ποσοστό της απόδοσης που οι επενδυτές επιθυμούν.

Παρά τις αδυναμίες του και την κριτική που του έχει ασκηθεί, το CAPM συνεχίζει να χρησιμοποιείται και αυτό γιατί είναι ένα απλό μοντέλο ανάλυσης κινδύνου και απόδοσης. Οι επενδυτές θα πρέπει να το χρησιμοποιούν προκειμένου να αναλύσουν τις τάσεις στη αγορά και να αξιολογήσουν τις επενδύσεις, προκειμένου να εξάγουν χρήσιμες πληροφορίες. Είναι εξάλλου δεδομένο ότι όλα τα αξιόγραφα που διαπραγματεύονται σε μία κεφαλαιαγορά δεν περικλείουν τον ίδιο κίνδυνο. Το C.A.P.M. χρησιμοποιείται για να ερμηνεύσει διαφορές στη τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων που οφείλονται στην διαφορετική ποσότητα κινδύνου που εμπεριέχει κάθε είδους περιουσιακό στοιχείο.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### 6.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό εξηγούνται οι λόγοι για τους οποίους επιλέχθηκε η περίοδος εξέτασης το διάστημα από το 2002 έως το 2014. Γίνετε αναφορά στα γεγονότα που χαρακτηρίζουν την συγκεκριμένη περίοδο, επιλέγονται τα προς εξέταση δεδομένα και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας.

### 6.2 ΕΠΙΛΟΓΗ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Η μελέτη την οποία διεξάγουμε αναφέρετε στην εξέταση του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά την περίοδο από τον Ιανουάριο 2002 έως το Δεκέμβριο 2014. Η περίοδος αυτή επιλέχθηκε διότι συνέβησαν τότε στο ελληνικό χρηματιστήριο γεγονότα μοναδικού ενδιαφέροντος τόσο για την ελληνική όσο και για την παγκόσμια χρηματοοικονομική ιστορία.

Για την ελληνική οικονομία το έτος 2001 αποτελεί σταθμό για την εξέλιξή της αφού τη χρονιά αυτή η χώρα μπαίνει στη ζώνη του ευρώ. Η ελληνική οικονομία έχει μεταλλαχθεί πλέον σε μια σύγχρονη οικονομία με δυναμική ανάπτυξη που προσπαθεί να πλησιάσει τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επικρατούν συνθήκες νομισματικής σταθερότητας και ανάπτυξης και το Ελληνικό Χρηματιστήριο προσελκύει το ενδιαφέρον διεθνών θεσμικών επενδυτών. Σταθμό αποτελεί και το γεγονός ότι στις 31 Μαΐου του ιδίου έτους το Ελληνικό Χρηματιστήριο αναβαθμίστηκε από αναδυόμενη σε ανεπτυγμένη αγορά.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση μας είναι οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη ως δείκτη αγοράς και οι ημερήσιες τιμές των ακολούθων τραπεζών ( τα οποία τα αντλήσαμε από το [capital.gr](http://capital.gr) )

- ALPHA BANK
- ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
- ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
- EUROBANK
- ΑΤΤΙΚΑ BANK

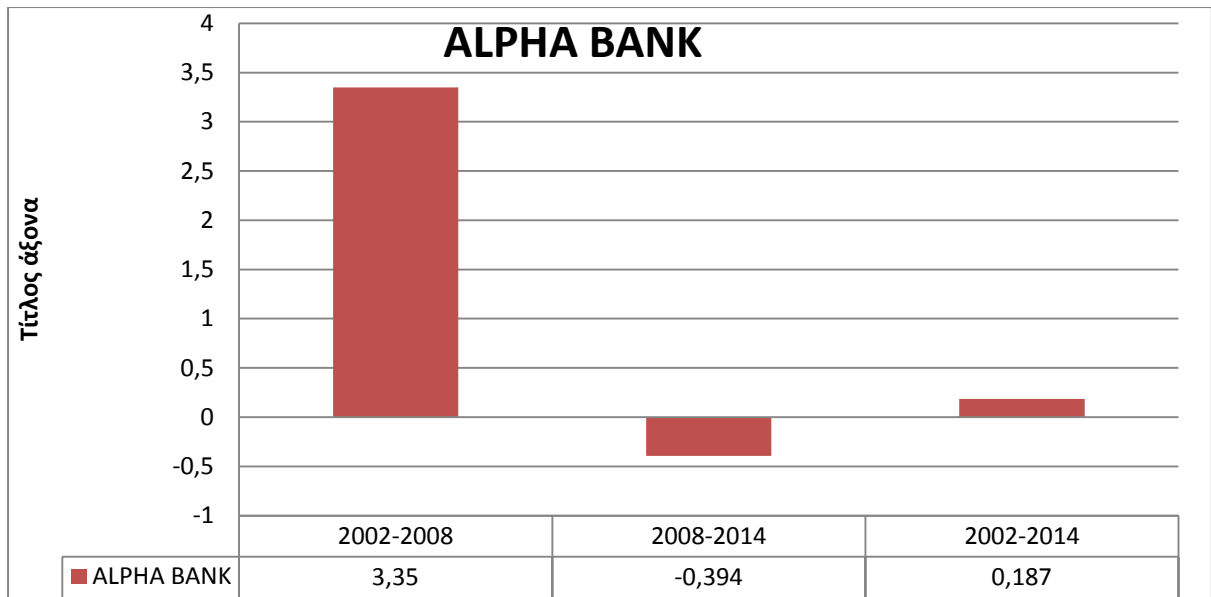
Για να γίνει καλύτερα αντιληπτό χωρίσαμε το διάστημα από το 2002-2014 σε τρεις περιόδους. Η προ κρίσης περίοδος η οποία είναι από το 2002-2008, η μετά κρίσης περίοδος που είναι από το 2008-2014 και ολοκληρώσαμε με όλη τη χρονική περίοδο από το 2002-2014.

Στα παρακάτω Διαγράμματα θα παρουσιαστεί η μεταβολή του συντελεστή  $\beta$  και στις τρεις περιόδους που προαναφέραμε, το κλείσιμο του Γενικού Δείκτη σε όλη τη πορεία του από το 2002-2014 και τα περιγραφικά στοιχεία της μετοχής όλων των τραπεζών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Για την Στατιστική επεξεργασία των κατωτέρων αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκε η στατιστική ανάλυση της Γραμμικής Παλινδρόμησης του Microsoft Excel. Μετά από αυτή την ανάλυση βρήκαμε το συντελεστή  $\beta$  ο οποίος χρησιμοποιείται για το διαχωρισμό των μετοχών σε χαρτοφυλάκια, αποτελεί ένα σχετικό μέτρο του κινδύνου δηλαδή του συστηματικού κινδύνου μιας μετοχής σε σχέση με τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Έτσι με βάση το  $\beta$  της αγοράς το οποίο θεωρείται ίσο με τη μονάδα, οι μετοχές με  $\beta$  μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρούνται ως πιο επικίνδυνες μετοχές που σημαίνει ότι θα παρουσιάζουν μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση, ενώ οι μετοχές με  $\beta$  μικρότερο της μονάδας θα παρουσιάζουν σχετικά μεγαλύτερη σταθερότητα και θα έχουν μικρότερη απόδοση από την αναμενόμενη απόδοση της αγοράς ανά μονάδα κινδύνου.

Έτσι τα  $\beta$  που θα προκύψουν για κάθε μετοχή και για κάθε περίοδο θα τις κατατάξουμε σε :

- Αν  $\beta > 1$  επιθετική μετοχή
- Αν  $\beta < 1$  αμυντική μετοχή



Έστω ότι ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής είναι 0,14 η απόδοση της αγοράς είναι 13% και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι 6% η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής θα προκύψει με αντικατάσταση στο τύπο CAPM όπου είναι :

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,14 ( 0,13 - 0,06 ) \Rightarrow$$

$$R_i = 6,98\%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \Rightarrow$$

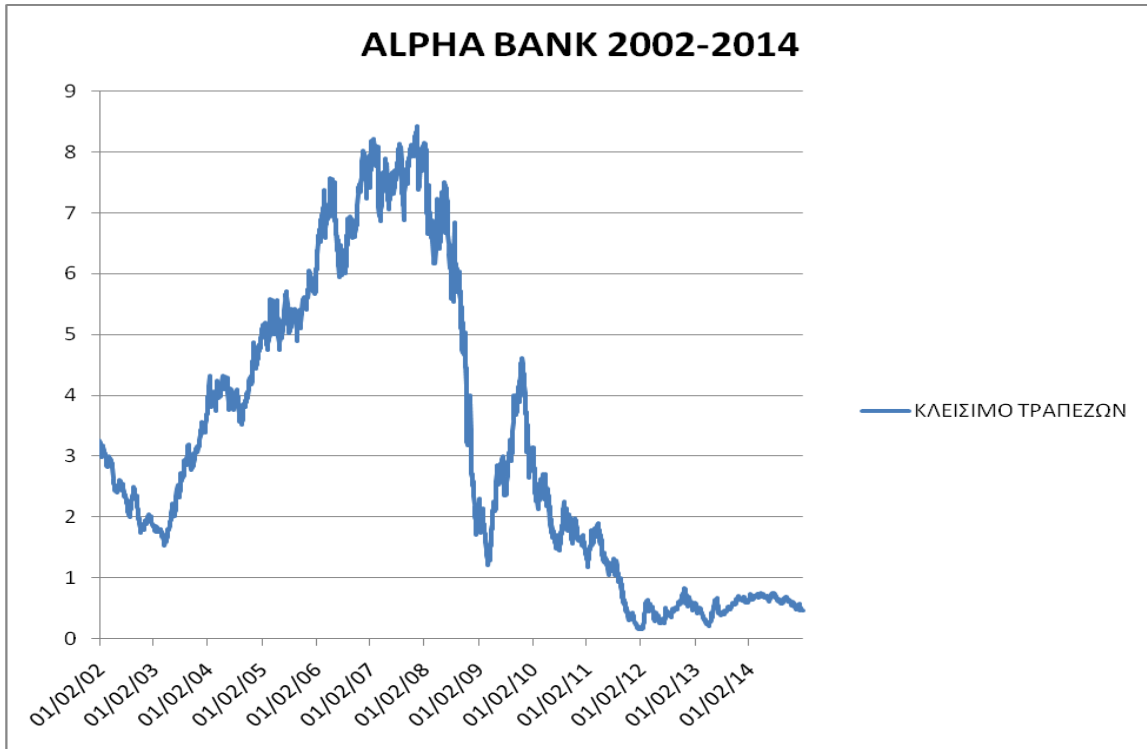
$$R_i = 0,06 + (-0,02) ( 0,13 - 0,06 ) \Rightarrow$$

$$R_i = 6,14\%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,007 ( 0,13 - 0,06 ) \Rightarrow$$

$$R_i = 6,05 \%$$



**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**

**ΤΙΜΕΣ ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**

---

ALPHA BANK

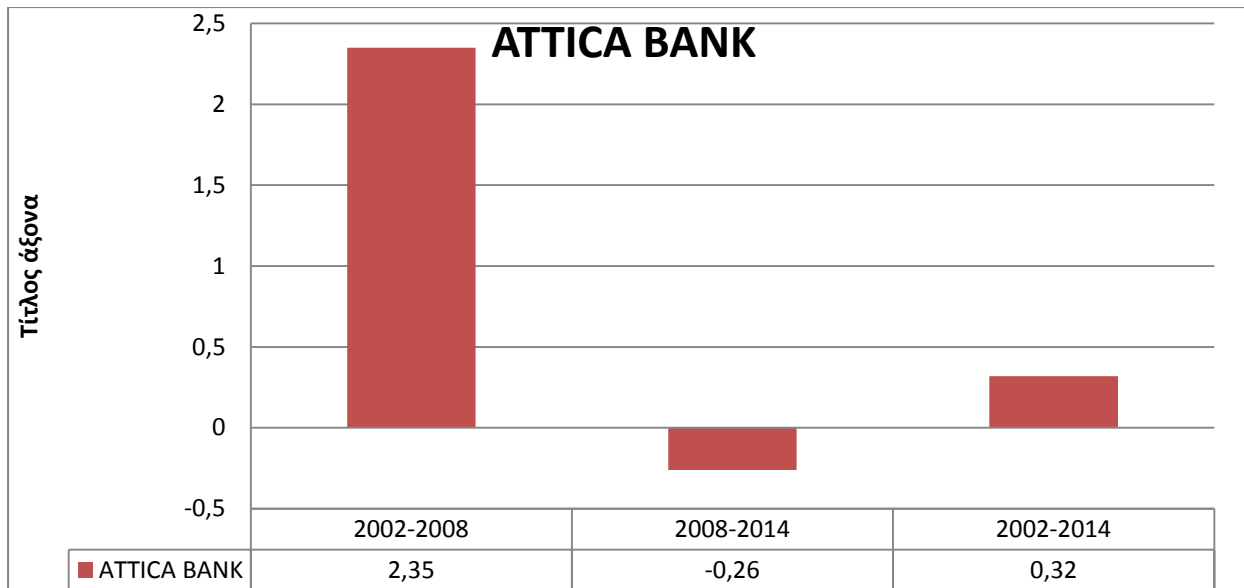
---

Μέσος	3.238366275
Τυπικό σφάλμα	0.043504935
Διάμεσος	2.525
Επικρατούσα τιμή	1.79
Μέση απόκλιση τετραγώνου	2.475579917
Διακύμανση	6.128495924
Κύρτωση	-1.035289949
Ασυμμετρία	0.539027776
Εύρος	8.28
Ελάχιστο	0.15
Μέγιστο	8.43
Άθροισμα	10485.83
Πλήθος	3238

---

**ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ**

**ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**



Έστω ότι ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής είναι 0,14 η απόδοση της αγοράς είναι 13% και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι 6% η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής θα προκύψει με αντικατάσταση στο τύπο CAPM όπου είναι :

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,15 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 7,05 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

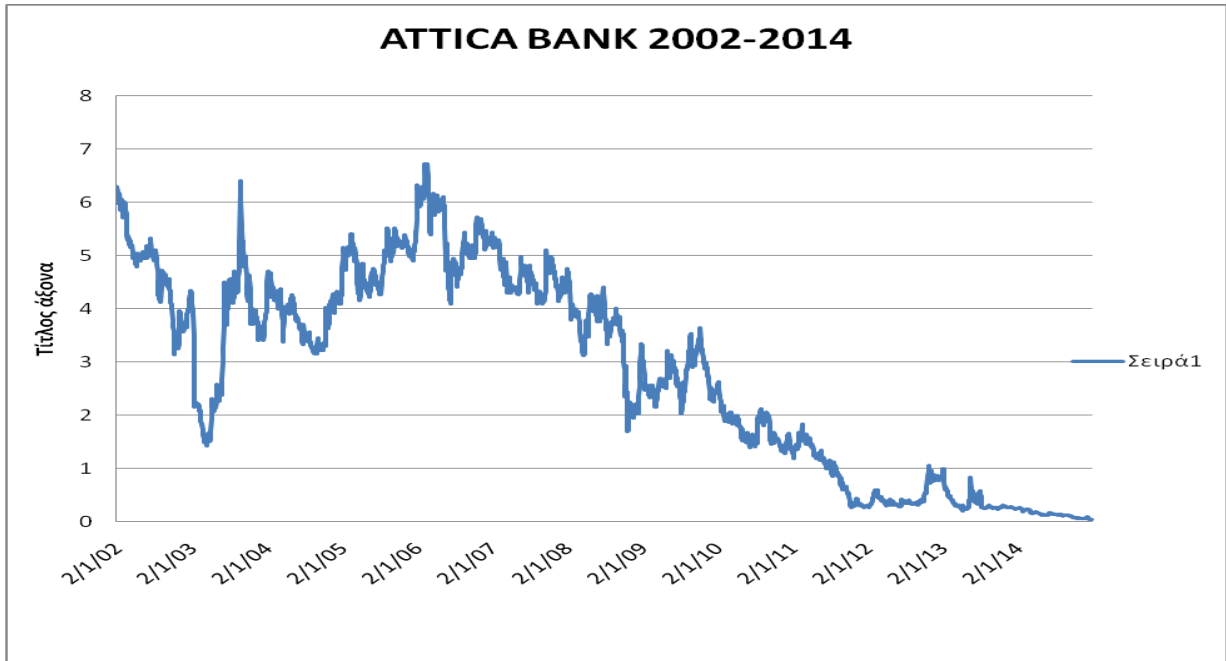
$$R_i = 0,06 + (-0,015) ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,10 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,013 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,09 \%$$



**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**

**ΤΙΜΕΣ ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**

---

ΑΤΤΙΚΑ ΒΑΝΚ

---

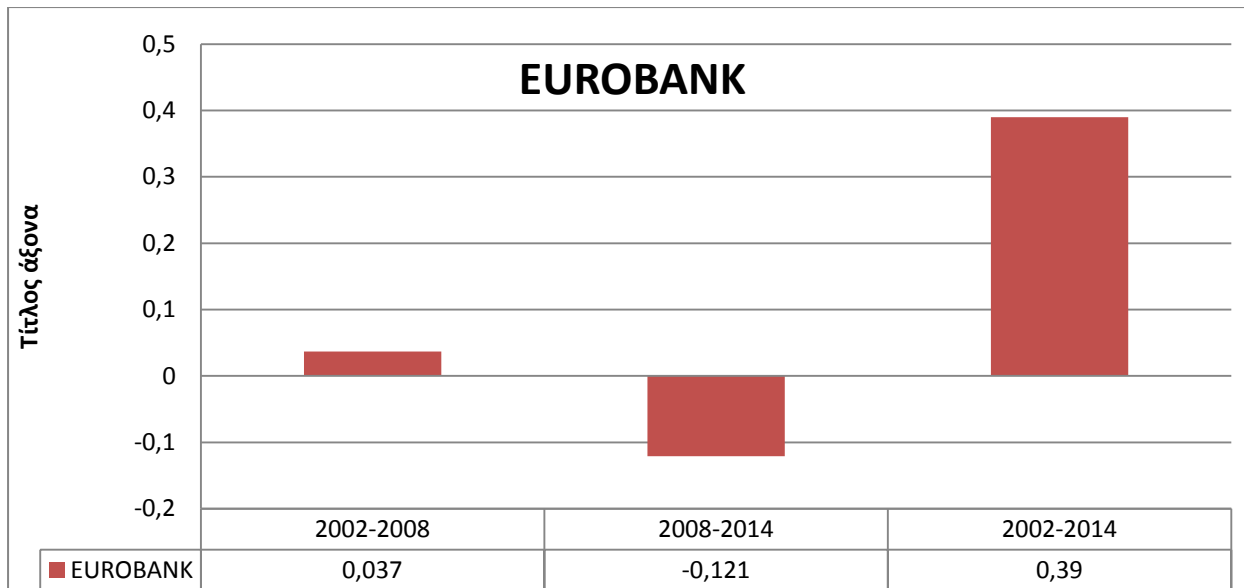
Μέσος	3.238366275
Τυπικό σφάλμα	0.043504935
Διάμεσος	2.525
Επικρατούσα τιμή	1.79
Μέση απόκλιση τετραγώνου	2.475579917
Διακύμανση	6.128495924
Κύρτωση	-1.035289949
Ασυμμετρία	0.539027776
Εύρος	8.28
Ελάχιστο	0.15
Μέγιστο	8.43
Άθροισμα	10485.83
Πλήθος	3238

---

**ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ**

**ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**





Έστω ότι ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής είναι 0,14 η απόδοση της αγοράς είναι 13% και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι 6% η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής θα προκύψει με αντικατάσταση στο τύπο CAPM όπου είναι :

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,12 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,84 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

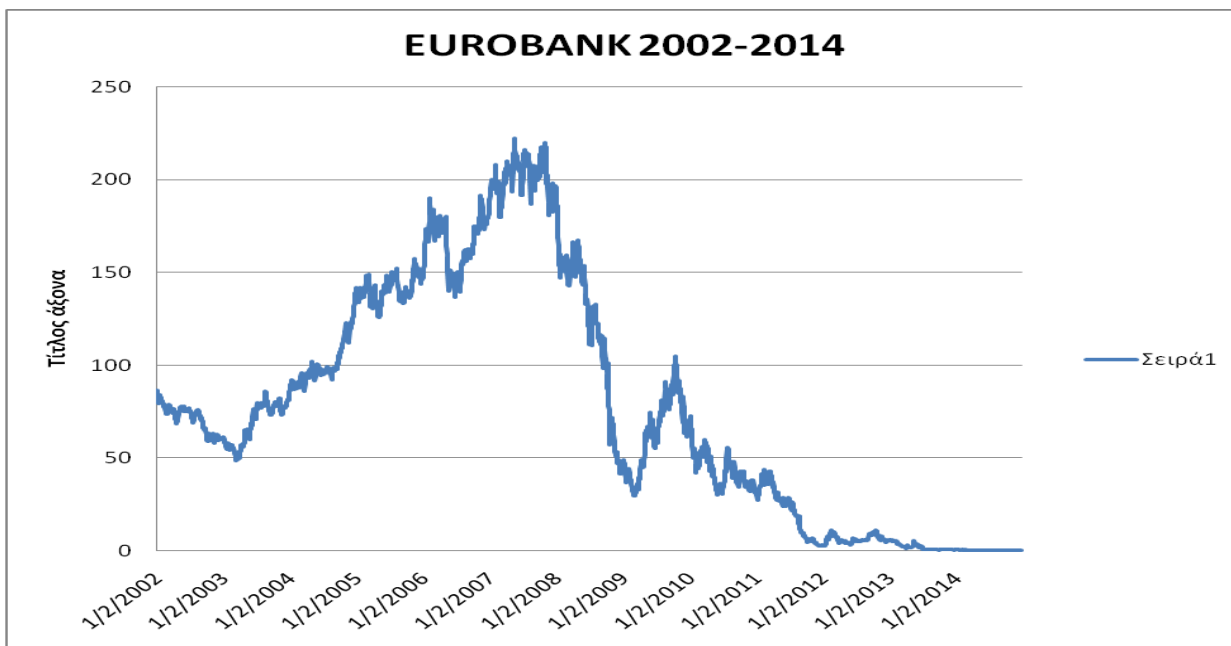
$$R_i = 0,06 + (-0,008) ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,05 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,018 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,13 \%$$



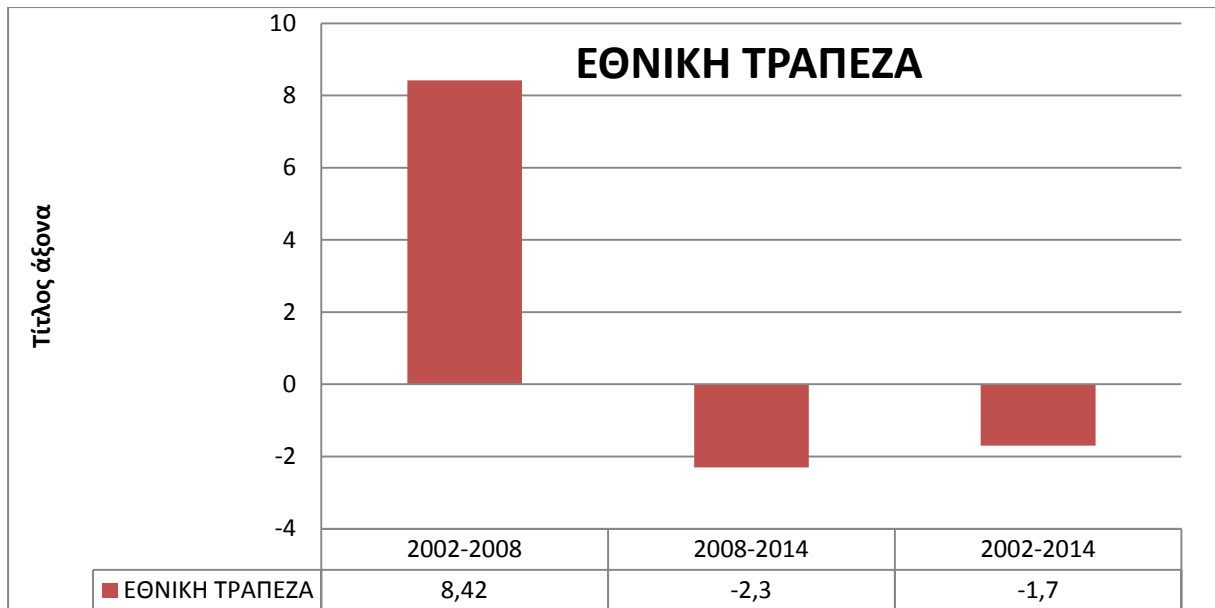
**ΠΙΝΑΚΑΣ 3**

**ΤΙΜΕΣ ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**

Μέσος	77.78228876
Τυπικό σφάλμα	1.131299421
Διάμεσος	69.54
Επικρατούσα τιμή	78.08
Μέση απόκλιση τετραγώνου	64.37481395
Διακύμανση	4144.116672
Κύρτωση	-0.925645542
Ασυμμετρία	0.483523001
Εύρος	222.236
Ελάχιστο	0.184
Μέγιστο	222.42
Άθροισμα	251859.051
Πλήθος	3238

---

**ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ**  
**ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**



Έστω ότι ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής είναι 0,14 η απόδοση της αγοράς είναι 13% και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι 6% η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής θα προκύψει με αντικατάσταση στο τύπο CAPM όπου είναι :

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,38 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 8,66 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,008 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,56 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,069 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,48 \%$$




---

**ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**

---

Μέσος	63.76979623
Τυπικό σφάλμα	0.894528448
Διάμεσος	52.2
Επικρατούσα τιμή	6.34
Μέση απόκλιση τετραγώνου	50.90959366
Διακύμανση	2591.786727
Κύρτωση	-0.864771506
Ασυμμετρία	0.53529824
Εύρος	180.68
Ελάχιστο	1.43
Μέγιστο	182.11
Άθροισμα	206550.37
Πλήθος	3239



Έστω ότι ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής είναι 0,14 η απόδοση της αγοράς είναι 13% και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι 6% η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής θα προκύψει με αντικατάσταση στο τύπο CAPM όπου είναι :

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,027 (0,13 - 0,06) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,19 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

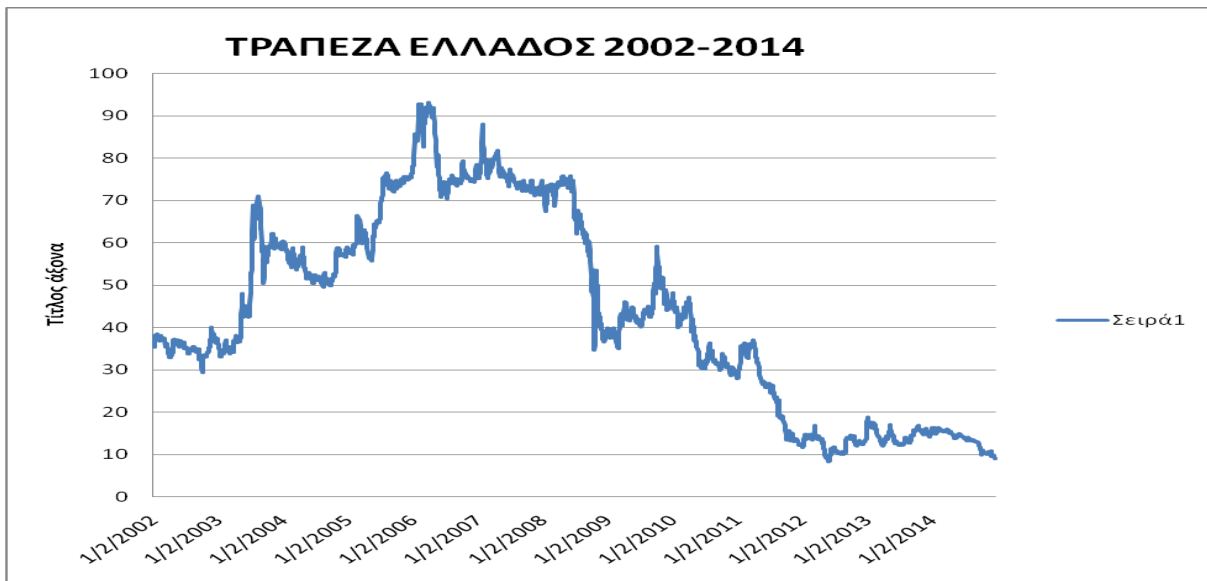
$$R_i = 0,06 + 0,0031 (0,13 - 0,06) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,02 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,027 (0,13 - 0,06) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,19 \%$$



**ΠΙΝΑΚΑΣ 5**

**ΤΙΜΕΣ ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**

Μέσος	37.58063415
Τυπικό σφάλμα	0.62690978
Διάμεσος	27.1
Επικρατούσα τιμή	17.19
Μέση απόκλιση τετραγώνου	35.67882298
Διακύμανση	1272.978409
Κύρτωση	-0.215244465
Ασυμμετρία	0.959651288
Εύρος	128.76
Ελάχιστο	0.85
Μέγιστο	129.61
Άθροισμα	121723.674
Πλήθος	3239

---

**ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ**  
**ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**





Έστω ότι ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής είναι 0,14 η απόδοση της αγοράς είναι 13% και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι 6% η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής θα προκύψει με αντικατάσταση στο τύπο CAPM όπου είναι :

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + 0,14 ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 6,98 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + (-0,069) ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = - 6,48 \%$$

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad \Rightarrow$$

$$R_i = 0,06 + (-0,032) ( 0,13 - 0,06 ) \quad \Rightarrow$$

$$R_i = - 6,22 \%$$



**ΠΙΝΑΚΑΣ 6**

**ΤΙΜΕΣ ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**

---

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

---

Μέσος	43.87380056
Τυπικό σφάλμα	0.412769313
Διάμεσος	41.49
Επικρατούσα τιμή	73.6
Μέση απόκλιση τετραγώνου	23.49161513
Διακύμανση	551.8559814
Κύρτωση	-1.223003742
Ασυμμετρία	0.13251914
Εύρος	84.94
Ελάχιστο	8.26
Μέγιστο	93.2
Άθροισμα	142107.24
Πλήθος	3239

---

**ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ  
ΑΠΟ ΤΟ 2002-2014**

### 6.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

<b>β</b>	<b>ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</b>	<b>EUROBANK</b>	<b>ΑΤΤΙΚΑ BANK</b>	<b>ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ`</b>	<b>ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ</b>	<b>ALPHA BANK</b>
<b>2002- 2008</b>	<b>8.42</b>	<b>0.04</b>	<b>2.35</b>	<b>3.39</b>	<b>3.79</b>	<b>3.35</b>
<b>2008- 2014</b>	<b>-2.3</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.26</b>	<b>-1.23</b>	<b>0.12</b>	<b>-0.39</b>
<b>2002- 2014</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.39</b>	<b>0.32</b>	<b>-0.81</b>	<b>1.34</b>	<b>0.18</b>

#### 6.3.1 ALPHA BANK

Για την περίοδο από το 2002-2008 ο συντελεστής β της χρονικής περιόδου αυτής είναι  $3,35 > 1$  δηλαδή η μετοχή αυτής της περιόδου είναι θετική και θεωρείται επιθετική μετοχή και στατιστικά σημαντική. Για την περίοδο από 2008-2014 ο συντελεστής της είναι  $-0,39 < 1$  το οποίο σημαίνει ότι η μετοχή αυτής της περιόδου είναι αρνητική και θεωρείται αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική. Στο διάστημα από το 2002-2014 ο συντελεστής της είναι  $0,187 < 1$  άρα η μετοχή αυτής της περιόδου δεν είναι αρνητική αλλά είναι μικρότερη του 1 άρα και αυτή είναι αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική.

#### 6.3.2 ΑΤΤΙΚΑ BANK

Για την περίοδο από το 2002-2008 ο συντελεστής β της χρονικής περιόδου αυτής είναι  $2,35 > 1$  δηλαδή η μετοχή αυτής της περιόδου είναι θετική και θεωρείται επιθετική μετοχή και στατιστικά σημαντική. Για την περίοδο από 2008-2014 ο συντελεστής της είναι  $-0,26 < 1$  το οποίο σημαίνει ότι η μετοχή αυτής της περιόδου είναι αρνητική και θεωρείται αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική. Στο διάστημα από το 2002-2014 ο συντελεστής της

είναι  $0,32 < 1$  άρα η μετοχή αυτής της περιόδου δεν είναι αρνητική αλλά είναι μικρότερη του 1 άρα και αυτή είναι αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική.

### **6.3.3 EUROBANK**

Για την περίοδο από το 2002-2008 ο συντελεστής  $\beta$  της χρονικής περιόδου αυτής είναι  $0,04 < 1$  η μετοχή αυτής της περιόδου δεν είναι αρνητική αλλά είναι μικρότερη του 1 άρα και αυτή είναι αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική. Για την περίοδο από 2008-2014 ο συντελεστής της είναι  $-0,26 < 1$  το οποίο σημαίνει ότι η μετοχή αυτής της περιόδου είναι αρνητική και θεωρείται αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική. Στο διάστημα από το 2002-2014 ο συντελεστής της είναι  $0,32 < 1$  άρα η μετοχή αυτής της περιόδου δεν είναι αρνητική αλλά είναι μικρότερη του 1 άρα και αυτή είναι αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική.

### **6.3.4 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Για την περίοδο από το 2002-2008 ο συντελεστής  $\beta$  της χρονικής περιόδου αυτής είναι  $8,42 > 1$  δηλαδή η μετοχή αυτής της περιόδου είναι θετική και θεωρείται επιθετική μετοχή και στατιστικά σημαντική. Για την περίοδο από 2008-2014 ο συντελεστής της είναι  $-2,3 < 1$  το οποίο σημαίνει ότι η μετοχή αυτής της περιόδου είναι αρνητική και θεωρείται αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική. Στο διάστημα από το 2002-2014 ο συντελεστής της είναι  $-1,7$  άρα η μετοχή αυτής της περιόδου είναι αρνητική και θεωρείται αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική.

### **6.3.5 ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Για την περίοδο από το 2002-2008 ο συντελεστής  $\beta$  της χρονικής περιόδου αυτής είναι  $3,79 > 1$  δηλαδή η μετοχή αυτής της περιόδου είναι θετική και θεωρείται επιθετική μετοχή και στατιστικά σημαντική. Για την περίοδο από 2008-2014 ο συντελεστής της είναι  $0,12 < 1$  άρα η μετοχή αυτής της περιόδου δεν είναι αρνητική αλλά είναι μικρότερη του 1 άρα και αυτή είναι αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική. Στο διάστημα από το 2002-2014

ο συντελεστής της είναι  $1,34 > 1$  άρα η μετοχή αυτής της περιόδου είναι θετική και θεωρείται επιθετική μετοχή και στατιστικά σημαντική.

### **6.3.6 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

Για την περίοδο από το 2002-2008 ο συντελεστής β της χρονικής περιόδου αυτής είναι  $3,39 > 1$  δηλαδή η μετοχή αυτής της περιόδου είναι θετική και θεωρείται επιθετική μετοχή και στατιστικά σημαντική. . Για την περίοδο από 2008-2014 ο συντελεστής της είναι  $-1,23 < 1$  το οποίο σημαίνει ότι η μετοχή αυτής της περιόδου είναι αρνητική και θεωρείται αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική. Στο διάστημα από το 2002-2014 ο συντελεστής της είναι  $-0,81 < 1$  άρα ότι η μετοχή αυτής της περιόδου είναι αρνητική και θεωρείται αμυντική μετοχή και στατιστικά μη σημαντική.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Γεώργιος Κουφάρης,(2010) , «Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματιστηριακές αγορές». Περιοδικό Χρήμα, Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2010
- Υπουργείο Οικονομικών, (2010) , «Οικονομικές εξέλιξης του 2009 και προοπτικές για το 2010
- Μπούρας και Λυκούρας,(2011) , «Η οικονομική κρίση και οι επιπτώσεις της στη ψυχική υγεία», Εγκέφαλος, pp.55-61
- Λευτέρη Τσουλφίδη,(2010) , «Από την οικονομική άνθηση στην κρίση του 1930», pp. 1-38
- Γεώργιος Κουφάρης,(2010) , «Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματιστηριακές αγορές». Περιοδικό Χρήμα, Ιανουάριος-Φεβρουάριος2010
- Savas Michael-Matsas,(2012) , «Greece and the World Capitalist Crisis», Journal of Socialist Theory, pp. 2-13
- Busch, K., (1986) , «Η κρίση των ευρωπαϊκών κοινοτήτων», Αθήνα: Ερατώ
- Smith, E., Smith, A. & Walker, A. (2003). How do qualifications delivered by enterprises contribute to improved skill levels and other benefits for companies, workers and the nation?
- Στεργιώτης, Κ. Π. (1989). Το Τραπεζικό Σύστημα. Αθήνα : Το Οικονομικό
- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. Δελτία τύπου και δημοσιεύσεις
- Eurobank EFG. Δελτία τύπου και δημοσιεύσεις
- Γκόρτσας, Χ. και Αλεξάκης, Π. (2006). Εισαγωγή στις Τραπεζικές σπουδές, Α. Το Νομισματικό και Χρηματοπιστωτικό Περιβάλλον. Ελληνική Ένωση Τραπεζών – Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, Εκπαιδευτικά Εγχειρίδια
- Συριόπουλος, Κ. (2000). Στρατηγική Τραπεζών. Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου. Πάτρα, Τόμος Α΄, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο
- Κοσμίδου, Κ. και Ζοπουνίδης, Κ. (2006). Ελληνικές Τράπεζες: Μοχλός ανάπτυξης στην Ελλάδα και τα Βαλκάνια. Επιστημονικό Μάρκετινγκ, τεύχος 31, Οκτώβριος, 48-51
- Κοσμίδου, Κ. και Ζοπουνίδης, Κ. (2003). Συστήματα διαχείρισης τραπεζικών κινδύνων:
- Η περίπτωση του Asset Liability Management. Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα

- Μιχαλόπουλος, Γ. Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης.
- Παπακωνσταντίνου, Γ. Υπουργός Οικονομικών Ελλάδος
- Wikipedia. Η ελεύθερη εγκυκλοπαίδει
- ΕΚΤ, Μηνιαίο Δελτίο, Σεπτέμβριος 2010. ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση, Δεκέμβριος 2009.
- ΕΚΤ, EU Banks' Funding Structures and Policies, Μάιος 2009.
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Η Συμβολή του Τραπεζικού Συστήματος στην Ελληνική Οικονομία, Ιούλιος 2008.
- ΤτΕ, Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Ιούλιος 2010.
- ΤτΕ, Νομισματική Πολιτική, Μάρτιος 2010.
- ΤτΕ, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Ιούνιος-Ιούλιος 2010.
- ΤτΕ, Έκθεση του Διοικητή, Δεκέμβριος 2009.
- Σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, Παναγιώτης Ξυδώνας, Ιωάννης Ψαρράς, Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης
- Διεθνείς κεφαλαιαγορές θεωρία και ανάλυση, Συριόπουλος Κώστας Παπαδάμου, Σ. (2009). «Διαχείριση χαρτοφυλακίου», Εκδ. Gutenberg
- Θεοδωρόπουλος Ε. Θεόδωρος, Χρηματιστηριακές Επενδύσεις, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Γ' Έκδοση, 2000.
- Κιόχος Π. – Γ Παπανικολάου- Α.Κιόχος, Διαχείριση Χαρτοφυλακίων & Χρηματοοικονομικών Κινδύνων, Σύγχρονη Εκδοτική, 2003.
- Καραπιστόλη Δημητρίου. Διαχείριση Χαρτοφυλακίων & αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων .Εκδόσεις : « ANIKOYΛA » Θεσσαλονίκης
- Markowitz, Harry. 1952. "Portfolio Selection." *Journal of Finance*. March, 7, pp. 77–91.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review*. June, 48:3, pp. 261–97.
- Brennan, M. J. (1970), 'Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy', *National Tax Journal*, 23(4), pp. 417-427.



- Lintner, John. 1969. "The Aggregation of Investors Diverse Judgments and Preferences in Purely Competitive Security Markets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. December, 347–400.
- Fama E. and MacBeth J.(1973), «Risk,Return and Equilibrium:Empirical Tests»,*The Journal of Political Economy*,vol.81,no.3,pp.607-636
- Συριόπουλος Κ. - Φίλιππας Δ, *Οικονομετρικά Υποδείγματα και Εφαρμογές με το eniews*, εκδόσεις ΑΝΙΚΟΥΛΑ, 2010
- Markowitz, Harry. 1959. *Portfolio Selection: Efficient Diversifications of Investments*
- Monograph No. 16. New York: John Wiley & Sons, Inc