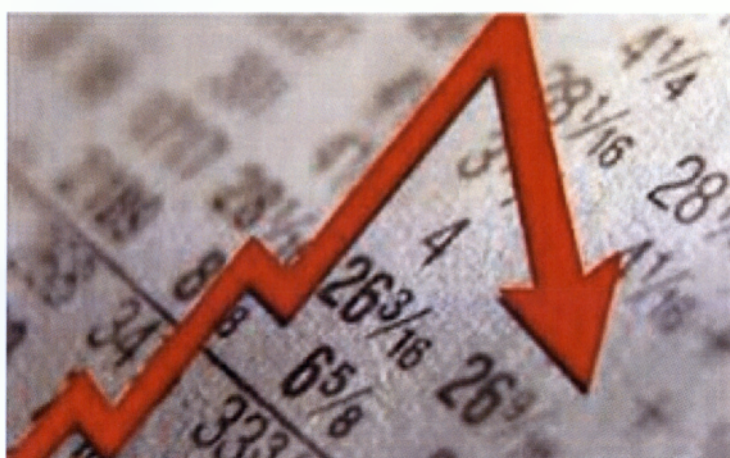




**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ
ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ**
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
1997-2007**



Σπουδαστές:
Αγγουράς Δημήτριος
Μακρής Δημήτριος

Επιβλέπων: Αλέξανδρος Λυγγίτσος

Καλαμάτα 2013



**TECHNOLOGICAL EDUCATIONAL
INSTITUTE OF KALAMATA
SCHOOL OF ECONOMICS MANAGEMENT
DEPARTMENT OF FINANCIAL
AND AUDIT**

GRADUATION THESIS

**GREEK STOCK MARKET
1997-2007**

Students:
Aggouras Dimitrios
Makris Dimitrios

Supervisor: Alexandros Lyggitsos

Kalamata 2013

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	- 3 -
ΕΥΡΕΤΗΡΙΑ	- 6 -
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	- 7 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1°.....	- 9 -
1.1. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ	- 9 -
1.2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ	- 9 -
1.3. ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	- 10 -
1.4. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΡΑΓΜΑΤΑ	- 11 -
1.5. Η ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ	- 12 -
1.6. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ	- 12 -
1.7. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΤΙΤΛΟΥ	- 16 -
1.8. ΟΙ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	- 19 -
1.9. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	- 20 -
1.10. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΖΗΤΗΣΗ	- 21 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2°.....	- 23 -
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	- 23 -
2.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	- 23 -
2.3 ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΧΑ ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΧΑΕ	- 26 -
2.3.1 Χρηματοοικονομικός ανασχεδιασμός του ομίλου ΕΧΑΕ	- 27 -
2.3.2 Λειτουργικός ανασχεδιασμός του ομίλου ΕΧΑΕ.....	- 27 -
2.4 ΠΡΟΤΑΣΗ ΜΕΤΑΤΡΟΠΗΣ ΤΗΣ ΕΤΕΣΕΠ ΣΕ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ.....	- 27 -
2.5 Ο Ν.3152/2003.....	- 28 -
2.6 Η ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΝΑ ΕΥΡΩΠΗ.....	- 29 -
2.7. ΑΝΑΚΑΙΝΙΣΗ ΚΤΙΡΙΩΝ.....	- 30 -
2.8 ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	- 30 -
2.9 ΕΠΙΠΕΔΟ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	- 33 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3°.....	- 34 -
3.1 ΣΧΕΔΙΟ ΔΡΑΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ.....	- 34 -
3.2 ΟΔΗΓΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΣΑ	- 35 -
3.3 Η ΟΔΗΓΙΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ.....	- 36 -
3.4 Η ΟΔΗΓΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΑ ΔΕΛΤΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	- 37 -
3.5 ΟΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΓΙΑ ΜΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΤΗΝ Ε.Ε.	- 38 -
3.6 ΕΜΠΟΔΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΡΘΗ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΒΟΛΗ ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΤΗΣ ΕΕ.....	- 40 -
3.7 Η ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ ΚΑΙ Η ΝΕΑ ΛΕΥΚΗ ΒΙΒΛΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ	- 41 -
3.8 ΣΥΣΤΗΜΑ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ - ΑΠΟΫΛΟΠΟΙΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ	- 41 -
3.9 ΟΦΕΛΗ ΤΗΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ	- 42 -
3.10 ΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΚΑΝΕΙ Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ.....	- 44 -
3.10.1 Ενοποίηση Μερίδων Επενδυτή.....	- 45 -
3.10.2 Μεταφορά αξιών από τον Ειδικό Λογαριασμό της Μερίδας Επενδυτή.....	- 45 -
3.10.3 Μεταβολή στοιχείων Μερίδας.....	- 46 -
3.11 ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΑΥΛΗ ΜΟΡΦΗ.....	- 46 -
3.11.1 Μετατροπή από χειριστή.....	- 47 -
3.11.2 Μετατροπή από την εισηγμένη εταιρεία.....	- 47 -
3.12 ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	- 47 -
3.13 ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	- 47 -
3.14 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ.....	- 47 -
3.15 ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΕΣ	- 48 -
3.16 ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	- 48 -
3.17 ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΗ.....	- 48 -
3.18 ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΤΙΣ ΓΕΝΙΚΕΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	- 49 -
3.19 ΤΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ Α.Ε.....	- 49 -

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4°	- 50 -
4.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΤΙΣ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ	- 50 -
4.2 ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΚΑΙ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	- 53 -
4.3. ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΕΣ, ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ- ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ	- 54 -
4.4 Η ΕΠΟΧΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ	- 57 -
4.5 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ	- 58 -
4.6 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	- 61 -
4.7 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ, ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΓΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ	- 64 -
4.8 Η ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α.	- 65 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5°	- 69 -
5.1 Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	- 69 -
5.2 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α.	- 71 -
5.3 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΤΟΥ Χ.Α.Α.	- 71 -
5.4 ΈΝΤΥΠΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.	- 74 -
5.5 ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ	- 74 -
5.6 ΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ	- 76 -
5.7 ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	- 78 -
5.8 ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ (Ν.Χ.Α.Α.)	- 80 -
5.9 ΤΟ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΟ ΑΥΤΟΜΑΤΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (ΟΑΣΗΣ)	- 80 -
5.10 ΈΛΕΓΧΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	- 81 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6°	- 83 -
6.1 ΟΡΙΣΜΟΣ	- 83 -
6.2 Η ΟΡΓΑΝΩΣΗ	- 84 -
6.3 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	- 85 -
6.4 ΤΑ ΕΙΔΗ	- 86 -
6.5 ΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ	- 87 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7°	- 90 -
7.1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΤΙΣ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ	- 90 -
7.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΙΜΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.Α.	- 91 -
7.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.Α.	- 91 -
7.3.1 Διαδικασία υπολογισμού Γενικού Δείκτη Τιμών	- 92 -
7.3.2 Μέθοδος υπολογισμού των δεικτών του Χ.Α.Α.	- 92 -
7.4 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	- 93 -
7.5 ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ Γ.Α.Τ.	- 94 -
7.6 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE/ASE-20	- 98 -
7.7 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE/ASE Mid 40	- 98 -
7.8 ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	- 99 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8°	- 100 -
8.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	- 100 -
8.2 1991: ΤΟ ΕΤΟΣ ΣΤΑΘΜΟΣ	- 100 -
8.3 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 1992	- 102 -
8.4 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟ 1993	- 104 -
8.5 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΤΟ 1994	- 104 -
8.6 ΟΙ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΤΟΥ 1995	- 105 -
8.7 ΟΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟΥ 1996 ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟ Γ.Δ.	- 106 -
8.8 1997: ΤΑ ΡΕΚΟΡ ΞΕΚΙΝΟΥΝ	- 107 -
8.9 Η ΑΝΟΔΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ 1998	- 109 -
8.10 ΤΟ ΠΑΝΗΓΥΡΙ ΤΟΥ 1999	- 111 -
8.11 2000: ΠΤΩΣΕΩΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ	- 113 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9°	- 117 -
9.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	- 117 -
9.2 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟ 2001	- 117 -

9.3 Το ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟ 2002	- 118 -
9.4 Η ΕΙΚΟΝΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΤΟ 2003	- 121 -
9.5 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2004	- 123 -
9.6 Το Χ.Α.Α. ΤΟ 2005	- 123 -
9.7 Το Χ.Α.Α. ΤΟ 2006	- 124 -
9.8 Το ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟ 2007.....	- 125 -
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	- 126 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	- 129 -
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	- 130 -

ΕΥΡΕΤΗΡΙΑ

Εικόνες

Εικόνα 1	Εξώφυλλο (πηγή www.antinews.gr)	σελ	1
Εικόνα 2	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	σελ	22
Εικόνα 3	Από το παλιό στο σύγχρονο χρηματιστηριακό περιβάλλον	σελ	52
Εικόνα 4	Εικόνα χρηματιστηρίου	σελ	56
Εικόνα 5	Εσωτερικό χρηματιστηρίου	σελ	70
Εικόνα 6	Οργανόγραμμα ΕΧΑΕ	σελ	73
Εικόνα 7	Η πορεία του Γ.Δ. το 2002	σελ	118
Εικόνα 8	Εικόνα του χρηματιστηρίου μέχρι το Νοέμβριο του 2003	σελ	122
Εικόνα 9	Η πορεία του ΧΑΑ την περίοδο 1997-2007	σελ	127

Πίνακες

Πίνακας 1	Μετοχική σύνθεση της ΕΧΑΕ	σελ	26
Πίνακας 2	Στοιχεία για την ελληνική κεφαλαιαγορά	σελ	63
Πίνακας 3	Στοιχεία για την ελληνική κεφαλαιαγορά	σελ	63
Πίνακας 4	Εξέλιξη αριθμού εισηγμένων εταιρειών	σελ	70
Πίνακας 5	Μετοχές που συμπεριλαμβάνονται στο Γ.Δ.Τ. στους κλαδικούς δείκτες και στο δείκτη παράλληλης αγοράς 4/2/02	σελ	95
Πίνακας 6	Κλαδικοί δείκτες	σελ	97
Πίνακας 7	Εξέλιξη Γ.Δ. την περίοδο Μάιος - Δεκέμβριος 1995	σελ	106
Πίνακας 8	Εξέλιξη Γ.Δ. το έτος 1996	σελ	107
Πίνακας 9	Η πορεία του Γ.Δ. το έτος 1997	σελ	108
Πίνακας 10	Η πορεία του Γ.Δ. το έτος 1998	σελ	110
Πίνακας 11	Εξέλιξη των κωδικών στο αποθετήριο από 1988 - Ιαν.2001	σελ	112
Πίνακας 12	Η πορεία του Γ.Δ. το έτος 1999	σελ	113
Πίνακας 13	Ιστορικό ρεκόρ ανόδου - καθόδου και η εξέλιξη του Γ.Δ.Τ.	σελ	114
Πίνακας 14	Οι αποδόσεις των χρηματιστηριακών δεικτών το έτος 2002	σελ	121
Πίνακας 15	Κλάδοι του ΧΑΑ και η πτώση από 1999-2005	σελ	124

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

“Τα τυχερά παιχνίδια είναι ναρκωτικό, μπορούν να καταστρέψουν τους εθισμένους όπως η μορφίνη ή η κοκαΐνη. Πολλοί παίκτες του χρηματιστηρίου δεν ακολουθούν το πάθος τους μόνο στο χρηματιστήριο. Ένας καλός μου φίλος ήταν ο απόλυτος παίκτης: το πρωί πήγαινε στο χρηματιστήριο, το μεσημέρι στον ιππόδρομο, το απόγευμα έπαιζε μπριτζ και το βράδυ ρουλέτα. Φυσικά πέθανε φτωχός.

Οι παίκτες απολαμβάνουν να προκαλούν τη μοίρα τους. Γνωρίζω κάποιον που έχει λεφτά με το τσουβάλι, αλλά συχνά δεν ακυρώνει το εισιτήριο στο τραμ. Το παιχνίδι του είναι το εξής: αν το έχω ακυρώσει και δεν έρθει ο ελεγκτής, τότε είμαι άτυχος, αν έρθει, είμαι τυχερός. Αν δεν χτυπήσω το εισιτήριο και πέσω σε έλεγχο, είμαι ιδιαίτερα άτυχος, αν όμως δεν γίνει έλεγχος, τότε μου έτυχε λαχείο.”

Απόσπασμα από το βιβλίο του Andre Kostolany,
“Η ψυχολογία του Χρηματιστηρίου- η φαντασία είναι σπουδαιότερη από τη γνώση”,
Stoupas Publications, 2000. Πρώτη έκδοση 1991. Σελ. 199.

Το παραπάνω απόσπασμα δεν τέθηκε τυχαία στην αρχή της παρούσας εργασίας. Θα λέγαμε πως είναι τα «προσεχώς» μίας πορείας που θα διαγραφεί μέσα από τις σελίδες μίας εργασίας που στοχεύει όχι να αναλύσει σε βάθος τα τεκταινόμενα της δεκαετίας 1997-2007, αλλά να παρουσιάσει ένα φαινόμενο και μία κατάσταση που οδήγησε την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά σε αδιέξοδο. Θα δώσουμε μέσα από τη δική μας οπτική γωνία και μέσα από τη βιβλιογραφία που μελετήσαμε, τους λόγους και την πορεία αυτής της δεκαετίας και θα καταλήξουμε σε ορισμένα συμπεράσματα. Αρχικά θα δοθεί η εικόνα της λειτουργίας του ελληνικού χρηματιστηρίου, θα διαλευκανθούν ορισμένοι οικονομικοί όροι, αλλά και θα εμβαθύνουμε σε ζητήματα, όπως είναι η αγορά παραγώγων, κεφαλαιαγορά κ.α.. Η παρουσίαση αυτή γίνεται με σκοπό να δούμε τις αλλαγές που έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια στο Χρηματιστήριο έτσι ώστε να έχουμε μια ολοκληρωμένη εικόνα για την λειτουργία του.

Για να γίνεται έτσι πιο κατανοητή η πορεία του Χρηματιστηρίου στο κύριο μέρος της εργασίας θα γίνει αναφορά των διακυμάνσεων του Χ.Α.Α ανά έτος. Θα δοθεί η εικόνα της αγοράς έτσι όπως διαμορφώθηκε, από την πιο αισιόδοξη ως την πιο τραγική. Εν συντομία η εικόνα διαμορφώνεται ως εξής: άνοδος, κέρδη, ευφορία και όταν η ευφορία έχει φτάσει πια στο μέγιστο της, τότε δυστυχώς αρχίζει η πτώση. Πρώτη ημέρα δραματικής πτώσης, πανικός. Δεύτερη ημέρα πτώσης, κραυγές απόγνωσης από τους «εγκλωβισμένους» σε κάποιες μετοχές. Αυτοί που πριν λίγο βρίσκονταν στον έβδομο ουρανό και με υπέρογκα ποσά στο χαρτοφυλάκιο τους, ετοιμάζονται να γίνουν αυτόχειρες αν συνεχιστεί η πτώση. Οι «ειδικοί» όπως πάντα, κάνουν δηλώσεις καθησυχασμού, και ψυχραιμία φωνάζουν αυτοί που δεν διακινδυνεύουν τίποτα. Οι επίσημοι φορείς κάνουν προσπάθειες να συγκρατηθούν οι δείκτες και ο πολιτικός κόσμος αναγκάζεται να πάρει θέση. Όταν η πτώση συγκρατηθεί και ίσως το κλίμα ανατραπεί τότε όπως είναι γνωστό εδώ και χρόνια «η επιτυχία έχει πολλούς πατέρες».

Αυτή είναι μια εικόνα που επαναλαμβάνεται αραιά - πυκνά στο χώρο του Χρηματιστηρίου από τον Αύγουστο του 1999. Είναι γεγονός ότι πολλοί επένδυσαν-έπαιζαν στο Χρηματιστήριο ακόμα και από το υστέρημα τους, με αποτέλεσμα να εξαρτάται η οικονομική τους ύπαρξη από την πορεία του. Είναι ακόμα γεγονός ότι, οι κατά τα άλλα ικανότατοι οικονομικοί - χρηματιστηριακοί αναλυτές, έχουν δείξει έντονες αδυναμίες στην πρόβλεψη των εξελίξεων του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Όταν όλοι έχουν γίνει ειδικοί σε κάτι που χρειάζεται εμπειρία, γνώση και μελέτη τότε αυτό είναι σίγουρο ότι θα καταρρεύσει ή τουλάχιστον θα χάσει την αξιοπιστία του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

1.1. Χρηματιστήριο Αξιών

Χρηματιστήριο Αξιών ονομάζεται ο χώρος στον οποίο διεξάγονται συναλλαγές, δηλαδή αγοραπωλησίες τίτλων, όπως για παράδειγμα μετοχές ανωνύμων εταιρειών, ομολογίες δηλαδή ομολογιακά δάνεια τα οποία εκδίδονται από το δημόσιο καθώς και οργανισμούς ή μεγάλες επιχειρήσεις (όπως Ανώνυμες εταιρείες), και τέλος συναλλαγές συναλλάγματος.

Στην χώρα μας ο Χρηματιστήριο Αξιών δεν αναλαμβάνει διεξαγωγές συναλλαγών συναλλάγματος, γιατί είναι αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος. Στην χώρα μας λειτουργεί μόνο ένα χρηματιστήριο, με όνομα Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) το οποίο λειτουργεί από το 1876. Με την νομική μορφή Ν.Π.Δ.Δ.(Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου) έπειτα ως νομικό πρόσωπο Ν.Π.Ι.Δ.(Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου) και το 1995 μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρεία.

1.2. Η έννοια του Χρηματιστηρίου

Χρηματιστήριο γενικά ονομάζεται ο οργανισμός και το κατάστημα που πραγματοποιούνται οι συναλλαγές (δηλαδή αγοραπωλησίες κινητών αξιών ή εμπορευμάτων. Είναι μια οργανωμένη αγορά και αποτελεί έναν οικονομικό θεσμό. Οι τιμές αυτών που διαπραγματεύονται επηρεάζονται από τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης. Επίσης με τον όρο Χρηματιστήριο εννοούμε τον τόπο και τον χώρο που γίνονται οι συναλλαγές, τα άτομα που απαρτίζουν αυτό τον χώρο καθώς και τις δραστηριότητες αυτού του ανθρώπου στον συγκεκριμένο τόπο και χώρο. Τα χρηματιστήρια χωρίζονται σε δυο κατηγορίες ανάλογα με τον τρόπο σύστασης και λειτουργίας, σε επίσημα και ελεύθερα:

Επίσημα χρηματιστήρια. Τα επίσημα χρηματιστήρια είναι αυτά που ιδρύονται και ελέγχονται από το Κράτος και διέπονται από τους κανόνες αυτού. Το κράτος είναι αυτό που εγκρίνει το καταστατικό και τους κανονισμούς του χρηματιστηρίου.

Επίσης λειτουργούν κάτω από την άμεση εποπτεία αυτού. Στην Ευρώπη είναι ένα συνηθισμένος τύπος

χρηματιστηρίου καθώς και της Ελλάδας είναι ένα από αυτά, επίσης στις χώρες Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία κ.λπ.

Ελεύθερα χρηματιστήρια. Ελεύθερα χρηματιστήρια ονομάζονται αυτά που στην ίδρυση και τη λειτουργία τους δεν επεμβαίνει καθόλου το Κράτος και γίνεται με τη πρωτοβουλία των ιδιοκτητών. Όπως επίσης το Κράτος δεν εποπτεύει την λειτουργία τους.

Υπάρχει και άλλος ένας τύπος χρηματιστηρίων που αυτά διακρίνονται ανάλογα με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και χρηματιστήρια αξιών. **Χρηματιστήρια εμπορευμάτων** ονομάζονται αυτά στα οποία γίνονται συναλλαγές εμπορευμάτων (δηλαδή αγοραπωλησίες αυτών). Για παράδειγμα τέτοια προϊόντα είναι το σιτάρι, το βαμβάκι, η ζάχαρη, πολύτιμα μέταλλα κ.λπ. Όλα αυτά τα προϊόντα είναι τυποποιημένα.

Στην χώρα μας δραστηριοποιούνται δυο τέτοια χρηματιστήρια, το πρώτο με έτος έναρξης της λειτουργίας του το 1924 στον Πειραιά και μετά από την 6μηνη λειτουργία του διαλύθηκε, γιατί δεν υπήρχε ικανοποιητικός όγκος συναλλαγών, υπήρχε δηλαδή έλλειψη αυτών, αργότερα το διάταγμα της 2-11-1923 επανέφερε την λειτουργία του, και το δεύτερο της Θεσσαλονίκης το 1925. Και τέλος το Χρηματιστήριο Αξιών που το αναπτύξαμε παραπάνω.

1.3. Το ελληνικό Χρηματιστήριο

Στην Ελλάδα το Χρηματιστήριο ανεπίσημα λαμβάνει χώρα το δεύτερο μισό του 19ου αιώνα. Η αρχή αυτή έγινε από κάποιους εμπόρους και ναυτικούς της εποχής εκείνης με κάποιες συναλλαγές σε κινητές αξίες και συνάλλαγμα. Οι πρώτες αγορές είναι της Ερμούπολης της Σύρου και της Αθήνας. Η πρώτη υπουργική απόφαση έρχεται το Σεπτέμβριο του 1876 έχοντας τον χαρακτήρα αυτοδιοικούμενου Σωματείου και ορίζει ως πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης της ομολογίες των Εθνικών δανείων και τις μετοχές της Εθνικής τράπεζας της Ελλάδος. Το 1880 το Χ.Α.Α. λειτουργεί επίσημα με την εκλογή της 1ης Διοικούσας Επιτροπής του Χρηματιστηρίου. Μετέπειτα ορίζεται το Χρηματιστήριο ως το μοναδικό οργανωμένο

χώρο για εκτέλεσης συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους δημοσίου, αναγνωρισμένων τραπεζών και Αωνυμών εταιρειών μετά από το βασιλικό διάταγμα της 12/16 Ιουνίου το 1909.

Παρά όλη την προσπάθεια που είχε γίνει έως το 1917 δεν είχε υπάρξει οργανωμένη κρατική εποπτεία για τις συναλλαγές που λαμβάνουν χώρα στο Χρηματιστήριο. Καθώς επίσης τους έλειπε η οργάνωση στα θέματα που έπρεπε να γνωρίζουν οι χρηματιστές και οι επενδυτές απέναντι στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τους. Όμως ο νόμος 3632/1928 ήρθε για να προσδιορίσει και να καθορίσει τον ρόλο τους (δηλαδή των χρηματιστών και των επενδυτών). Μετά από μερικά χρόνια θεσπίστηκε ο νόμος 1806/1988 ο οποίος έφερε με την σειρά του την ουσιαστική μεταρρύθμιση στα ουσιαστικά θέματα. Δηλαδή μετά από 100 περίπου χρόνια το χρηματιστήριο (Χ.Α.Α.) εκσυγχρονίζεται και λαμβάνει ισάξια πλέον θέση ανάμεσα στα άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Από το 1990 και σχεδόν κάθε χρόνο θεσπίζονται νέοι νόμοι που διέπουν την καλύτερη λειτουργία του Χ.Α.Α.

1.4. Χρηματιστηριακά πράγματα

Ως «χρηματιστηριακά πράγματα» ορίζονται οι κινητές αξίες που είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο Αξιών. Επομένως χρηματιστηριακά πράγματα ονομάζονται:

- Μετοχές και οι ομολογίες των ελληνικών ανωνύμων εταιρειών.
- Οι Μετοχές και οι ομολογίες των αλλοδαπών ανωνύμων εταιρειών (έχοντας βέβαια ως απαραίτητη προϋπόθεση να έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο της πολιτείας της οποίας έχουν την ιθαγένεια).
- Τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια καθώς και οι ομολογίες των δανείων του Ελληνικού Κράτους και των Ξένων Κρατών
- Τα ομόλογα και οι ομολογίες των δανείων των Δήμων και Κοινοτήτων καθώς και των ΝΠΙΔ και γενικά των ΝΠΔΔ. Και τέλος
- Το συνάλλαγμα, τα χρυσά νομίσματα και ο χρυσός και ο αργυρός σε ράβδους, εφόσον το επιτρέπει ο Νόμος.

Στην χώρα μας το τελευταίο χρηματιστηριακό πράγμα δεν λαμβάνει χώρα στο Χρηματιστήριο αλλά αυτή η συναλλαγή πραγματοποιείται στην Τράπεζα της Ελλάδος, για την προστασία του Εθνικού μας νομίσματος.

1.5. Η αξία του Χρηματιστηρίου

Με το ξεκίνημα του Χρηματιστηρίου επιτεύχθηκε η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής λειτουργία των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Επίσης είναι πολύ γνωστό σε όλους και στο επενδυτικό κοινό ή μη. Η διασημότητα του είναι και το μυστικό της επιτυχίας τους, για το ότι ο επενδυτής αυτή την διέξοδο θα επιλέξει ώστε να κάνει τις επενδυτικές του συναλλαγές. Η ορθή «εκμετάλλευση» αυτού οδηγεί στην γρήγορη ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας και στην βελτίωση του βιοτικού επιπέδου. Εννοώντας δηλαδή ότι οι σωστές επενδύσεις από το επενδυτικό κοινό επιφέρουν αύξηση στους χρηματιστηριακούς δείκτες. Και κατά συνέπεια στην ανάπτυξη της οικονομίας. Επίσης το Χρηματιστήριο είναι μια διέξοδος για τις εταιρείες, που εκδίδουν μετοχές ή ομόλογα αντλώντας έτσι κεφάλαια. Αυτό τους εξυπηρετεί γιατί αποφεύγουν τον πιεστικό και δαπανηρό τραπεζικό δανεισμό. Δεν είναι όμως και οι μόνοι που βρίσκουν αυτόν τον τρόπο για άντληση κεφαλαίων, ακόμα και το ίδιο το κράτος ή οι δήμοι καθώς και Δημόσιοι οργανισμοί κοινής ωφέλειας με αυτόν τον τρόπο αντλούν κεφάλαια για πραγματοποίηση έργων. Επίσης μια άλλη δυνατότητα του Χρηματιστηρίου είναι η τοποθέτηση ρευστών διαθέσιμων σε χρεόγραφα, με απώτερο σκοπό το κέρδος. Έτσι λοιπόν αντιλαμβανόμαστε στην σημασία και την αξία του Χρηματιστηρίου.

1.6. Παράγοντες επιρροής της ζήτησης των χρηματιστηριακών τίτλων

Πολλοί είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν την ζήτηση των χρηματιστηριακών τίτλων, είτε αυτοί οφείλονται σε εξωτερικούς παράγοντες (όπως πληθωρισμός, οικονομία κ.α.) ή αιτία είναι οι μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονται οι επενδυτές. Παρακάτω θα αναλύσουμε αυτούς τους παράγοντες:

■ Εξωτερικοί παράγοντες:

- **Η οικονομική κατάσταση της Χώρας.** Η οικονομική κατάσταση μιας χώρας είναι ένας από τους βασικότερους παράγοντες, όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση αυτό έχει ως αποτέλεσμα και την πτώση του Χρηματιστηρίου, ενώ σε αντίθετη περίπτωση οι χρηματιστηριακοί δείκτες έχουν θετικά αποτελέσματα. Άλλωστε οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, οι «μεγάλες εταιρείες» κοινώς στηρίζουν σε ένα ικανοποιητικό ποσοστό την οικονομία μιας χώρας και κατά συνέπεια τα αποτελέσματα αυτών λειτουργούν κομβικά για την ζήτηση από τους επενδυτές.
- **Ο πληθωρισμός.** Ο πληθωρισμός θα λέγαμε ότι λειτουργεί αντιστρόφως ανάλογα με την οικονομική κατάσταση μιας χώρας. Σε αυτήν την περίπτωση λοιπόν εάν οι επενδυτές γνωρίζουν ότι οι εταιρείες των μετοχών που επιθυμεί ενσωματώνουν τον πληθωρισμό στο κόστος παραγωγής τότε αυτές οι μετοχές έχουν τις καλύτερες προϋποθέσεις για άνοδο της τιμής αλλά και ζήτησης. Άλλωστε ο πληθωρισμός αναδιανέμει το εισόδημα από τους μισθούς στα κέρδη. Γι' αυτό όταν ο πληθωρισμός ανεβαίνει τα κέρδη των επιχειρήσεων αλλά και τα μερίσματά τους αυξάνονται και αυτό έχει ως αποτέλεσμα αύξηση στην ζήτηση των μετοχών. Εκτός βέβαια εάν υπάρξει δραστική μείωση στην ζήτηση από το αγοραστικό κοινό για τις εκροές των εταιρειών (δηλαδή τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες).
- **Το πραγματικό εισόδημα των φυσικών προσώπων.** Όταν υπάρχει η πραγματική αύξηση των εσόδων ενός νοικοκυριού τότε αυτό έχει ως αποτέλεσμα αύξηση της οικονομίας μιας χώρας άρα και την αύξηση στην ζήτηση των χρηματιστηριακών τίτλων.
- **Η φορολογική μεταχείριση των χρηματιστηριακών τίτλων.** Δίνοντας το κράτος φοροαπαλλαγές στους κατόχους χρηματιστηριακών τίτλων αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση ζήτησης αυτών. Εάν όμως η φορολογική πολιτική του κράτους είναι υπέρ για τις καταθέσεις σε τράπεζες ή οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, τότε η ζήτηση από το επενδυτικό κοινό μειώνεται.

- **Η οργάνωση και λειτουργία του Χρηματιστηρίου.** Η οργάνωση και η καλή λειτουργία του χρηματιστηρίου έχει ως αποτέλεσμα να κερδίσει την εμπιστοσύνη στους μη επενδυτές για την ομαλή και ασφαλή διεξαγωγή των συναλλαγών και έτσι να διευρύνει τον αριθμό των επενδυτών και παράλληλα διατηρώντας τους ήδη υπάρχοντες επενδυτές.
- **Το ύψος της απόδοσης κεφαλαίου των χρηματιστηριακών τίτλων σε σχέση με τις εναλλακτικές δυνατότητες τοποθέτησης των κεφαλαίων.** Για το πόσο ελκυστική μπορεί να είναι οι χρηματιστηριακοί τίτλοι εξαρτάται από την απόδοση του κεφαλαίου που έχουν συγκριτικά με εναλλακτικές δυνατότητες για την τοποθέτηση κεφαλαίων. Για παράδειγμα: εάν η απόδοση μιας μετοχής ήταν μικρότερη από την απόδοση ενός κεφαλαίου σε μια τράπεζα για το ίδιο χρονικό διάστημα, τότε ο «πελάτης» θα επέλεγε την μεγαλύτερη απόδοση του κεφαλαίου του, δηλαδή την τράπεζα. Καθώς επίσης το ίδιο αποτέλεσμα μπορούμε να έχουμε εάν οι τράπεζες αυξήσουν τα επιτόκιά τους και τότε αυτά είναι μικρότερα από την μέση απόδοση των χρηματοπιστωτικών τίτλων. Βέβαια πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι υπάρχει και ένα ποσοστό κινδύνου στην επιλογή επένδυσης Χρηματοπιστωτικού τίτλου, εάν έχουμε μείωση της τιμής σε σχέση με την όψη αγοράς. Ενώ οι τράπεζες ή τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν βέβαιο αποτέλεσμα απόδοσης, με μοναδική εξαίρεση, τα επιτόκια να είναι μικρότερα από το επίπεδο πληθωρισμού.
- **Η ψυχολογία, η πληροφόρηση και η χρηματιστηριακή παιδεία των επενδυτικού κοινού.** Δυστυχώς η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων εξαρτάται από την ψυχαγωγία, πληροφόρηση και την παιδεία που έχουν οι εμπλεκόμενοι για το Χρηματιστήριο καθώς επίσης και από την εμπειρία τους είτε προσωπική είτε όχι. Οι συναλλασσόμενοι του Χ.Α.Α. είναι κατά το 1/3 θεσμικοί επενδυτές (δηλαδή αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων - χαρτοφυλακίου), καθώς και ασφαλιστικές εταιρείες και τράπεζες, έχοντας ως σκοπό την κατάλληλη διαμόρφωση του χαρτοφύλακά τους. Ενώ τα 2/3 είναι «παίκτες» και επενδυτές, με απώτερο σκοπό το εύκολο και γρήγορο κέρδος για τους «παίκτες» και για τους επενδυτές απόκτηση τίτλων και αξιοποίηση αυτών.

Στην αρχή είπα δυστυχώς γιατί η πληροφόρηση που υπάρχει από τους «παίκτες» είναι αρνητική και σίγουρα όχι αντιπροσωπευτική. Χρειάζεται μεγάλη προσοχή από τα άτομα που δεν έχουν ίδια πείρα. Δυστυχώς μας χαρακτηρίζει ένας ενθουσιασμός, παρασυρόμαστε εύκολα και απογοητευόμαστε το ίδιο εύκολα. Κάποιοι θεωρούσαν το Χρηματιστήριο ως ένα μέσο ταχυπλουτισμού και αυτό είχε ως αποτέλεσμα την «Χρηματιστηριακή μανία» και αυτό φυσικά είχε αρνητικά αποτελέσματα, αυτό φαίνεται κατά την δεκαετία του '90 στις αρχές και το τέλος αυτής. Αυτό το γεγονός μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν έχουμε μια ακριβή εικόνα για το Χρηματιστήριο και υπάρχει ελλιπής ενημέρωση. Εδώ θα ήθελα να τονίσω ότι ακόμη και σήμερα στις αρχές του 21^{ου} αιώνα, πολλοί άνθρωποι βλέπουν το Χρηματιστήριο ως «Ναό τζόγου». Όπως καταλαβαίνουμε όσο καλύτερα είναι πληροφορημένο το επενδυτικό κοινό, τόσο τα Χρηματιστήρια αποκτούν την εμπιστοσύνη των πιθανών επενδυτών και την επένδυση κεφαλαίων τους σ' αυτά.

- **Οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων.** Οι διακυμάνσεις αυτές μπορούν να επηρεάσουν τις εισροές ή τις εκροές κεφαλαίων από χώρα σε χώρα και αυτό έχει ως αποτέλεσμα την επιρροή στην ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων είτε αρνητικά, είτε θετικά.
- **Η πολιτική κατάσταση της χώρας.** Η πολιτική μιας χώρας, επηρεάζει την οικονομία αυτής και η οικονομική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει την ζήτηση των χρηματιστηριακών τίτλων.
- **Οι διάφορες διεθνείς οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συγκυρίες.** Οι συγκυρίες αυτές μπορούν να διαταράξουν την εμπιστοσύνη του κοινού για την αγορά χρηματιστηριακών τίτλων καθώς και για το Χρηματιστήριο, έχοντας τα μη επιθυμητά αποτελέσματα για τις τιμές αυτών, ή να την ενθαρρύνουν για ζήτηση αυτών.

Παράγοντες που αφορούν την μετοχή.

- Έχοντας ικανοποιητικά οικονομικά αποτελέσματα για το επενδυτικό κοινό, η εταιρεία που επιθυμούν να αγοράσουν τότε η ζήτηση αυτών των μετοχών αυξάνεται, εάν πάλι μια εταιρεία στον Ισολογισμό της καθώς και στα αποτελέσματα χρήσης δεν δίνει τα επιθυμητά αποτελέσματα στους

επενδυτές, άρα οι προοπτικές της εταιρείας εικάζονται δυσοίωνες, τότε αυτές οι μετοχές δεν είναι προτιμητέες από τους επενδυτές άρα έχουμε μείωση της ζήτησης αυτών και κατά συνέπεια της τιμής τους.

- Το μέρισμα είναι ένας παράγοντας ο οποίος μπορεί να κλονίσει ή να ενισχύσει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού γι' αυτό. Εάν μια εταιρεία παρέχει στους μετόχους της ένα ποσοστό μερίσματος ικανοποιητικό και σχετικά αυξανόμενο, τότε η εταιρεία αποσπά την εμπιστοσύνη των επενδυτών, γιατί θεωρείται ότι αυτή η εταιρεία έχει μια καλή πορεία με το πέρασμα των χρόνων. Ενώ στις περιπτώσεις που έχει μια εταιρεία δεν είναι σε θέση να χορηγήσει ένα σταθερό μέρισμα και έχει συχνές αποζημιώσεις σ' αυτό, χωρίς να συντρέχουν επενδυτικοί λόγοι τότε οι επενδυτές δεν μπορούν να εμπιστευτούν αυτή την εταιρεία.

Παράγοντες του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται μια εταιρία. Η υπάρχουσα οικονομική κατάσταση του κλάδου και οι ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, επηρεάζουν την τιμή των μετοχών καθώς και την ζήτηση αυτών.

1.7. Η έννοια του μετοχικού τίτλου

Μετοχικός τίτλος ονομάζεται ένα από τα ίσα μερίδια στα οποία διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας. Μετοχές εκδίδουν οι ανώνυμες εταιρείες με μετοχικό κεφάλαιο 60.000 Ευρώ και άνω. Η μετοχή είναι ένα αξιόγραφο το οποίο ενσωματώνει τα δικαιώματα του κατόχου της (του μετόχου) που προέρχονται από την συμμετοχή του στην ανώνυμη εταιρεία. Τα δικαιώματα που έχει ο μέτοχος είναι ανάλογα με τον αριθμό μετοχών που κατέχει σε μια εταιρεία. Ένας πρόχειρος υπολογισμός για το ποσοστό που κατέχει ο μέτοχος, προκύπτει από τον εξής μαθηματικό τύπο:

$$\frac{\text{μετοχές} - \text{κατοχού}}{\text{συνολο} - \text{μετοχών} - \text{εταιρείας}} \times 100$$

Το αποτέλεσμα αυτής μας δίνει τον ανάλογο αριθμό ψήφων στην γενική συνέλευση της εταιρείας, εκτός εάν έχει μετοχές που δεν σου δίνουν δικαίωμα ψήφου

(προνομιούχες μετοχές). Τώρα όσον αφορά τις υποχρεώσεις των μετοχών, δεν υπάρχει άλλη πέραν της καταβολής των χρημάτων, που αξίζουν οι μετοχές.

Ο κάτοχος μιας μετοχής έχει ορισμένα δικαιώματα, τα οποία είναι:

- ο Συμμετοχή στα καθαρά κέρδη της εταιρείας (το λεγόμενο μέρισμα).
- ο Συμμετοχή στην εκκαθάριση της εταιρικής περιουσίας (μετά την πληρωμή των πιστωτών) σε περίπτωση διάλυσης της εταιρείας.
- ο Δικαίωμα συμμετοχής στις Γενικές Συνελεύσεις των μετοχών και δικαίωμα ψήφου σε αυτές.
- ο Ο μέτοχος έχει δικαίωμα να ζητήσει τον ισολογισμό της εταιρείας 10 ημέρες πριν την Γενική Συνέλευση, μαζί με την Έκθεση του Ορκωτού Ελεγκτή και της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου.
- ο Επίσης μπορεί να μεταβιβάσει τις μετοχές του χωρίς κανένα περιορισμό.
- ο Και τέλος δικαιούται να εκφράσει προτίμηση όταν εκδίδονται νέες μετοχές, έχοντας όμως μερικούς περιορισμούς.

Οι μετοχές διακρίνονται ανάλογα με τα δικαιώματα που παρέχουν. Οι κατηγορίες αυτές είναι σε κοινές, προνομιούχες, ονομαστικές και ανώνυμες.

Κοινές μετοχές είναι αυτές που αποδεικνύουν ότι ο κάτοχος αυτών είναι μέτοχος της εταιρείας, ανάλογα με το ποσοστό των μετοχών που κατέχει.

Τα δικαιώματα που παρέχουν οι κοινές μετοχές είναι:

- ο Συμμετοχή στα κέρδη της Α.Ε. (μέρισμα).
- ο Δικαίωμα στην εκκαθάριση της Α.Ε. σε περίπτωση διάλυσής της.
- ο Δικαίωμα ψήφου.
- ο Δικαίωμα στην εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου.
- ο Έγκριση του ισολογισμού.
- ο Δικαίωμα τροποποίησης του ισολογισμού.

Όπως συμπεραίνουμε από τα παραπάνω, οι κάτοχοι των κοινών μετοχών συμμετέχουν και παίρνουν μέρος στις σημαντικότερες αποφάσεις για την εταιρεία.

Προνομιούχες μετοχές. Οι προνομιούχες μετοχές έχουν το πλεονέκτημα σε σχέση με τις κοινές μετοχές ότι έχουν το προβάδισμα στην λήψη μερίσματος και στο προϊόν εκκαθάρισης. Δηλαδή σε περίπτωση διάλυσης της εταιρείας, τα χρήματα που πιστώνονται στην εταιρεία, καθώς και η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της. Μετά την πληρωμή όλων των υποχρεώσεων της προς τρίτους, αυτή που δικαιούνται πρώτη λήψη μερίσματος είναι οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών σύμφωνα με το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρία. Και σε περίπτωση εναπομένουτος μερίσματος τότε αυτό μοιράζεται στους κατόχους των κοινών μετοχών. Καθώς επίσης και στην διανομή των καθαρών κερδών της εταιρείας αυτής που λαμβάνουν πρώτοι μέρισμα είναι οι προνομιούχες μετοχές ακόμα και όταν οι εταιρεία έχει ζημιά και το ποσοστό συνήθως που λαμβάνουν είναι 6% επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Επίσης μια ακόμα σημαντική διαφορά των προνομιούχων μετοχών από τις κοινές είναι ότι στην χώρα μας εκδίδονται χωρίς δικαίωμα ψήφου και εξαιτίας αυτού η τιμή τους στο Χρηματιστήριο είναι χαμηλότερη από αυτές των κοινών μετοχών. Οι Α.Ε. δικαιούνται να εκδίδουν προνομιούχες μετοχές έως το 40% του συνόλου των μετοχών και επίσης επιτρέπεται η έκδοση προνομιούχων μετοχών μετατρέψιμων σε κοινές μετοχές, για τις οποίες υπάρχει ορισμένος χρόνος για την μετατροπή τους.

Ονομαστικές μετοχές είναι αυτές οι οποίες αναγράφουν το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου, και τα στοιχεία αυτά καταχωρούνται στο Μητρώο των μετοχών. Οι μετοχές αυτές εκδίδονται από τις Τράπεζες, τις Ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρίες κοινής ωφέλειας (όπως ΔΕΗ, ΟΤΕ, ΟΣΕ κ.λπ.) και με πρόσφατο νόμο επιτρέπει και στις εταιρείες έκδοσης ημερήσιου τύπου ή έκδοση τέτοιων εταιρειών. Επίσης η έκδοση τέτοιων μετοχών μπορεί να γίνει από οποιαδήποτε ανώνυμη εταιρεία αρκεί να το έχει προβλέψει από το καταστατικό της.

Η μεταβίβαση αυτών των μετοχών γίνεται με οπισθογράφηση των αποθετηρίων τίτλων και καταχωρούνται στο μητρώο των μετοχών, σε ένα βιβλίο δηλαδή που έχει αυτό το όνομα. Οι αποθετήριοι τίτλοι εκδίδονται από την ίδια την ανώνυμη εταιρεία, αντικαθιστώντας τις ονομαστικές μετοχές και παρέχοντας όλα τα δικαιώματα αυτών.

Ανώνυμες μετοχές. Αυτό το είδος μετοχών αποτελεί την πλειονηφία των μετοχών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Οι μετοχές αυτές δεν αναγράφουν το όνομα του κατόχου και μεταβιβάζονται με την παράδοσή τους στον κάτοχο. Λόγω αυτού φέρουν και το όνομα μετοχές στον κομιστή. Παρόλο που το όνομά τους δεν αναγράφεται στον τίτλο, φέρουν μια σειρά από αποδείξεις που καλούνται μερισματοαποδείξεις.

1.8. Οι τιμές των μετοχών

Οι τιμές μετοχών διακρίνονται στις εξής 7 κατηγορίες:

- Ονομαστική τιμή: είναι η τιμή που αναγράφεται πάνω στο σώμα της μετοχής. Είναι επίσης γνωστή και ως ονομαστική αξία.
- Τιμή έκδοσης στο άρτιο: Η τιμή στην οποία διατίθεται η μετοχή είναι ίση με την ονομαστική αξία.
- Τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο: Η τιμή που διατίθεται η μετοχή είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία.
- Τιμή έκδοσης υπό το άρτιο: Η τιμή που διατίθεται η μετοχή είναι μικρότερη από την ονομαστική. Στη χώρα μας απαγορεύεται η έκδοση τέτοιων μετοχών.
- Εσωτερική (Λογιστική) τιμή: Η τιμή αυτή βρίσκεται από τον παρακάτω

$$\text{τύπο: } \frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός _ μετοχών}}, \text{ λέγοντας σύνολο ιδίων κεφαλαίων}$$

εννοούμε μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικό. Καλύτερο αποτέλεσμα έχουμε όταν έχουμε μεγαλύτερη αυτοχρηματοδότηση, τόσο αυξάνει και η λογιστική τιμή μιας μετοχής.

- Πραγματική τιμή: η τιμή αυτή προκύπτει από το ακόλουθο γινόμενο:

$$\frac{\text{Πραγματική αξία ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός _ μετοχών}}, \text{ σημαντικό είναι ο}$$

ισολογισμός να είναι σε τρέχουσες τιμές για όλα τα περιουσιακά στοιχεία, έτσι ώστε να συμπεριλαμβάνεται και η υπεραξία, εάν υπάρχει, ώστε να είναι ακριβές το αποτέλεσμα.

- ο Και τέλος, έχουμε την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής: Η τιμή αυτή εξαρτάται από κάποιους παράγοντες που επηρεάζουν το αποτέλεσμα της. Οι παράγοντες αυτοί είναι:
 - ο Το μέρισμα ανά μετοχή.
 - ο Η πολιτική της εταιρείας (δηλαδή επενδυτικά προγράμματα, προοπτικές, ικανότητα στα οικονομικά της αποτελέσματα).
 - ο Οι συνθήκες που επικρατούν στο χρηματιστηριακό τομέα.
 - ο Και ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης για την συγκεκριμένη μετοχή.

1.9. Πλεονεκτήματα και διαφορές μετοχών

Τα πλεονεκτήματα και οι διαφορές που έχουν διάφορες κατηγορίες μετοχών είναι τα παρακάτω. Οι ονομαστικές μετοχές έχοντας καταγεγραμμένο το όνομα του κατόχου, δίνει σ' αυτόν την προστασία απέναντι στους κινδύνους της κλοπής ή της απώλειας. Επίσης είναι πιο εύκολος ο τρόπος αποθήκευσής τους, αφού ο κάτοχος τους δεν έχει τις ίδιες τις μετοχές στα χέρια του αλλά μία βεβαίωση του Αποθετηρίου τίτλου. Γεγονός είναι ότι οι περισσότερες μετοχές που προέρχονται από εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης είναι ονομαστικές, για παράδειγμα οι ΔΕΚΟ, οι τράπεζες, οι επιχειρήσεις μαζικής ενημέρωσης και πολλές μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις. Αυτό μας δίνει ότι επενδυτές δείχνουν μια έντονη προτίμηση σε αυτή την κατηγορία μετοχών.

Όσο για τις κοινές μετοχές έχουν βελτιωθεί στο βαθμό ότι είναι ακινητοποιημένες, έχουν δηλαδή μετατραπεί και αυτές σε αποθετήρια τίτλων, προσφέροντας έτσι ευκολία στην αποθήκευσή τους. Επίσης σου δίνουν το δικαίωμα ψήφου. Όσο για τις προνομιούχες μετοχές το μεγάλο πλεονέκτημά τους είναι ότι διεκδικούν πρώτη μέρισμα ακόμα και όταν υπάρχει ανυπαρξία στα κέρδη της εταιρείας.

Αν επέλθει η πλήρης αποϋλοποίηση των μετοχικών τίτλων, δεν θα υπάρχει αυτό το πρόβλημα και όλες οι μετοχές θα έχουν συγκεκριμένους καταγεγραμμένους κατόχους. Άλλωστε αυτή είναι και η διαφορά που έχουν οι ανώνυμες μετοχές από τις ονομαστικές. Οι ανώνυμες μετοχές δεν αναγράφουν το όνομα του κατόχου που

θεωρείται κομιστής ενώ οι ονομαστικές αναγράφουν το όνομα του κατόχου στο σώμα των μετοχών.

Τα μειονεκτήματα από την άλλη, συνοψίζονται ως εξής:

- ο Οι κοινές μετοχές μειονεκτούν στην διαδικασία του μερίσματος.
- ο Οι προνομιούχες μετοχές δεν σου δίνουν το δικαίωμα ψήφου. Αυτός είναι ένας από τους λόγους που στην χώρα μας δεν προτιμούνται τόσο και θεωρείται ότι εξασφαλίζει περισσότερο τα συμφέροντα του μικρό - επενδυτή, με αποτέλεσμα πολλές εταιρείες να έχουν καταργήσει την έκδοση αυτών των μετοχών, αντικαθιστώντας τις με κοινές μετοχές.

1.10. Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματική τιμή δεν διαφέρουν πολύ από αυτούς που επηρεάζουν τη ζήτηση αυτών. Πιο συγκεκριμένα οι παράγοντες αυτοί ομαδοποιούνται στις εξής βασικές κατηγορίες:

■ Παράγοντες που αφορούν την εταιρεία.

- ο Τα αποτελέσματα των ισολογισμών τουλάχιστον την τελευταία τριετία είναι ένα βασικό κριτήριο. Για να έχουμε μια πιο γενική εικόνα χρειαζόμαστε τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας για την τελευταία πενταετία. Αυτά τα στοιχεία τα χρειαζόμαστε για να εξετάσουμε τον ρυθμό αύξησης των κερδών ανά μετοχή.
 - ο Άλλος ένα κριτήριο που επηρεάζει είναι ο ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή για τα τελευταία 2 τρίμηνα..
 - ο Η ποιότητα του management, οι ικανότητες του ανθρώπινου δυναμικού, η δυναμική του marketing και η οργανωτική δομή της εταιρείας.
 - ο Οι εργασιακές σχέσεις που διέπουν την εταιρεία.
 - ο Και τέλος η μερισματική πολιτική της.
-
- **Οι παράγοντες που αφορούν τον κλάδο μιας εταιρείας και κυρίως τον υποκλάδο αυτής.**
- ο Η κατάσταση που επικρατεί στο κλάδο καθώς και οι προοπτικές αυτής

- ο Η εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής στη κατηγορία αυτή
- ο Η κατάσταση καθώς και η πορεία των μεγάλων εταιρειών αυτού του κλάδου
- ο Και τέλος οι ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν

- **Διάφοροι οικονομικοί και νομισματικοί παράγοντες, όπως είναι παρακάτω:**
- Η οικονομική κατάσταση της χώρας, δηλαδή το ύψος του πληθωρισμού, το ΑΕΠ κ.λπ.
- Η φορολογική πολιτική που ακολουθεί μια χώρα για τους επενδυτές χρηματιστηριακών τίτλων.
- Το επίπεδο των τρεχόντων επιτοκίων που επικρατούν στη χρηματαγορά γενικότερα
- Το επίπεδο ρευστότητας και ο ρυθμός αύξησης του χρήματος.
- Οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και του νομίσματος.

Επίσης παράγοντες πολιτικοί ψυχολογικοί καθώς και το κλίμα που υπάρχει γύρω από μια μετοχή. Όταν η πολιτική που ακολουθεί μια χώρα προκαλεί ανασφάλεια στους πολίτες επηρεάζει αρνητικά την οικονομία της χώρας αυτής και κατ' επέκταση την χρηματιστηριακή αγορά. Οι ψυχολογικοί παράγοντες και το κλίμα που έχει δημιουργηθεί γύρω από μια μετοχή επηρεάζει την χρηματιστηριακή αγορά γιατί το κοινό αντιδρά επηρεασμένο από κρίσεις και γνώμες του κοινωνικού τους περιβάλλοντος

Και τέλος οι διεθνείς παράγοντες. Γεγονότα όπως πόλεμοι, ανεργία, οικονομική κρίση, καθώς και η οικονομική κατάσταση που επικρατεί στις οικονομικά ισχυρές χώρες.

Οι παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν είτε θετικά είτε αρνητικά τη τιμή μιας μετοχής, δίνοντας ο καθένας τη δική του βαρύτητα ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2°

2.1 Εισαγωγή

Το Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. (Χ.Α.) άνοιξε επίσημα τις πόρτες του στις 30 Σεπτεμβρίου του 1876. Κατά τη διάρκεια αυτών των 130 χρόνων ο θεσμός αυτός πέρασε από διάφορα στάδια. Ενώ στην αρχή με το Χρηματιστήριο ασχολούνταν μόνο κάποιοι επενδυτές, χρηματιστηριακές εταιρείες και επιχειρήσεις, στη συνέχεια σε συνδυασμό με την πορεία της ελληνικής οικονομίας και την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ (οικονομική νομισματική ένωση) περισσότερος κόσμος ασχολείται με το θεσμό που ονομάζεται Χρηματιστήριο.



Εικόνα 2: χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Πηγή: www.eurocapital.gr)

2.2 Βασικές εξελίξεις

Οι παραπάνω πίνακες παρουσιάζουν την σταδιακή αύξηση πολλών μεγεθών ειδικά δε από το 1998. Παρατηρούμε αύξηση στον αριθμό των εισηγμένων εταιρειών και μελών μέχρι το 2000. Το ίδιο συμβαίνει και με την αξία συναλλαγών όπως και με τον αριθμό κεφαλαιοποίησης. Βλέπουμε δηλαδή ότι παρά την γρήγορη ανάπτυξή τους, τα μεγέθη αυτά ακολούθησαν σημαντική πτώση κατά τα έτη 2001 και 2002 και ανάκαμψη στη συνέχεια. Αντίστοιχα κινήθηκαν και τα χρηματιστήρια της Ε.Ε. (Ευρωπαϊκής Ένωσης), αλλά και άλλα εκτός αυτής.

Από το 1876 το Χρηματιστήριο Αθηνών λειτούργησε ως αυτοδιοικούμενος δημόσιος οργανισμός βασισμένος στο γαλλικό εμπορικό κώδικα του 1808. Το 1880 λειτουργεί ως Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου, ενώ από το 1909 μέχρι το 1995 ως Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Το 1995 με τον Ν. 2324 το Χρηματιστήριο Αθηνών

μετατρέπεται σε ανώνυμη εταιρεία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο και μετοχικό κεφάλαιο 5 δις δραχμές.

Με αυτή την μεταβολή της νομικής του μορφής το Χ.Α. αναπτύχθηκε με γρήγορους ρυθμούς αφού απαλλάχθηκε από τους συνεχείς ελέγχους του δημοσίου τομέα και μπορούσε πλέον να ιδρύσει θυγατρικές εταιρείες με διεύρυνση της μετοχικής τους βάσης. Βέβαια αντιμετώπισε κάποιους περιορισμούς όπως:

- Μέχρι το 1995, που λειτουργούσε ως ΝΠΔΔ, περνούσε από έλεγχο δαπανών και απασχολούσε μόνο δημόσιους υπαλλήλους.
- Μοναδικός μέτοχος ακόμη και μετά την μετατροπή σε ΑΕ ήταν το Δημόσιο.
- Από το 1994 έγιναν προσπάθειες πρόσληψης εξειδικευμένου προσωπικού οι οποίες στέφθηκαν με αποτυχία. Το 1996 μετά από πίεση του προβλήματος της ΔΕΛΤΑ ΑΧΕ η Βουλή επέτρεψε την πρόσληψη εξειδικευμένων στελεχών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Χ.Α.

Το Δεκέμβριο του 1997 ξεκίνησε σιγά - σιγά η διαδικασία αποκρατικοποίησης του Χ.Α. Το Δημόσιο παρέδωσε το 40% του μετοχικού του κεφαλαίου στη διάθεση θεσμικών επενδυτών, ασφαλιστικών ταμείων, ασφαλιστικών εταιρειών, τραπεζών, εισηγμένων εταιρειών και μελών του Χ.Α. Πλέον το Δημόσιο διατήρησε το 60,3% του μετοχικού κεφαλαίου δίνοντας στις τράπεζες το 22,7%, στις εισηγμένες εταιρείες το 5,5%, στους δεσμικούς επενδυτές το 3,8%, στα ασφαλιστικά ταμεία το 3,0%, στα μέλη του ΧΑ το 3,1% και τις ασφαλιστικές εταιρείες το 1,6%. Το 1999 το Δημόσιο προχώρησε σε δεύτερη διάθεση του μετοχικού του κεφαλαίου δίνοντας το 12%.

Αναφορικά με τις θυγατρικές εταιρείες, ιδρύθηκαν η ΑΣΥΚ Α.Ε., οι δυο εταιρίες για τα παράγωγα προϊόντα ΧΠΑ Α.Ε. και ΕΤΕΣΕΠ Α.Ε., το ΧΚΘ Α.Ε. και το περιφερειακό κέντρο επαγγελματικής κατάρτισης ΠΚΕΚ. Αυτές οι εταιρείες πλαισίωσαν την ΑΕΑΤ Α.Ε. (μετέπειτα ΚΑΑ Α.Ε.) και λειτούργησαν τόσο καλά ώστε να δικαιώσουν την ύπαρξή τους. Παρακάτω θα γίνει μια μικρή αναφορά στην κάθε μία από τις παραπάνω θυγατρικές:

- ♦ **Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων Α.Ε.** Η ίδρυσή της έγινε το 1991 (Ν. 1960/91) με σκοπό την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών στην αγορά αξιών. Το 1994 έγινε αναδιοργάνωση των υπηρεσιών της και προστέθηκε η θέση Γενικού Διευθυντή και οι υπηρεσίες Δημοσίων Σχέσεων και Οργάνωσης - Ανάπτυξης Συστημάτων. Το 1998 πήρε την ονομασία Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε. (ΚΑΑ).
- ♦ **Ανώνυμη Εταιρεία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς (ΑΣΥΚ Α.Ε.).** Ιδρύθηκε το 1995 με σκοπό την διαχείριση έργων για λογαριασμό του ΧΑ, όπου ήταν απαραίτητο τον Μάρτιο του 2005 έγινε συγχώνευση με απορρόφηση από τα Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.
- ♦ **Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης (ΧΚΘ Α.Ε.).** Ιδρύθηκε το 1995 με σκοπό την ανάπτυξη των χρηματιστηριακών συναλλαγών στην Βόρεια Ελλάδα.
- ♦ **Περιφερειακό Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης (ΠΚΕΚΧΥ).** Η ίδρυσή του έγινε το 1995 ως εταιρεία μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Σκοπός της δημιουργίας του ήταν η πραγματοποίηση προγραμμάτων επιμόρφωσης/κατάρτισης των εργαζομένων στο χώρο της κεφαλαιαγοράς.
- ♦ **Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε.** Ιδρύθηκε το 1997 με στόχο την οργάνωση και λειτουργία της επίσημης χρηματιστηριακής αγοράς παράγωγων προϊόντων ενώ παράλληλα ιδρύθηκε και η εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ Α.Ε.). Στις 27 Αυγούστου 1999 ξεκίνησε η αγορά παραγώγων με πρώτο προϊόν το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE 20. Τον Αύγουστο του 2002 έγινε συγχώνευση του ΧΠΑ (Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών) με το ΧΑΑ και μαζί δημιούργησαν το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ). Τώρα πια το Χρηματιστήριο ιδιωτικοποιήθηκε και ελέγχεται 100% από την εισηγμένη εταιρεία συμμετοχών Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (ΕΧΑΕ).

Τον Μάρτιο του 2000 γίνεται η ίδρυση της ΕΧΑΕ με μετοχικό κεφάλαιο 1 δις δραχμές (Ν. 2778/99) ως μητρική εταιρεία του ΧΑ, έχοντας στην κατοχή της το 100% των μετοχών του. Η ΕΧΑΕ είναι μια εταιρεία συμμετοχών με σκοπό την ανάπτυξη νέων προϊόντων και αγορών και την προώθηση διεθνών συνεργασιών. Ο παρακάτω πίνακας μας δείχνει την μετοχική σύνθεση της ΕΧΑΕ στο

Χρηματιστήριο κατά την εισαγωγής της, όπως επίσης και την μετοχική της σύνδεση μετά την ιδιωτικοποίηση της τον Οκτώβριο του 2003.

Πίνακας 1: Μετοχική σύνθεση της ΕΧΑΕ

Μετοχική σύνθεση ΕΧΑΕ	Αύγουστος 2000	Δεκέμβριος 2003	Ιούνιος 2005	Μάιος 2006
ΔΕΚΑ	40,7%	-	-	-
Πιστωτικά Ιδρύματα (εγχώρια)	27,6%	34%	36%	31,6%
Μέλη ΧΑ	4,6%	6%	3%	2,7%
Εισηγμένες εταιρείες	5,8%			
Ασφαλιστικές εταιρείες	2,1%	6%*	3%	3,5%
Ασφαλιστικά ταμεία	4,0%			
Θεσμικοί επενδυτές	5,1%	38%	42%**	49%***
Λοιποί επενδυτές	10,1%	16%	16%	13,2%
* 1% ίδιες μετοχές, 5% άλλοι επενδυτές				
** 21% συμμετοχή αλλοδαπών και 21% συμμετοχή ημεδαπών				
*** 35,8% οΟΛοδαποί επενδυτές και 13,2% ημεδαποί επενδυτές				

2.3 Οργάνωση και αναδιάρθρωση του ΧΑ και του Ομίλου ΕΧΑΕ

Μετά την μετατροπή του ΧΑ σε ανώνυμη εταιρεία έπρεπε να γίνει κάποιο σχέδιο για την οργανωτική αναδιάρθρωσή του όπως επίσης και νέος οργανισμός λειτουργίας του. Στο τέλος του 2000 η αγορά αξιών οργανώθηκε σε δυο τομείς/κατευθύνσεις. Στην μία περιλαμβάνονταν διευθύνσεις και τμήματα που αφορούσαν θέματα εισαγωγής εταιρειών, αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και ελέγχου χρήσης αντληθέντων κεφαλαίων. Η άλλη είχε σχέση με την ανάπτυξη των εργασιών του χρηματιστηρίου. Ένας βασικός στόχος για το ΧΑ είναι η καθημερινή ύπαρξη ρευστότητας. Για την πραγματοποίηση αυτού του στόχου απαραίτητο ήταν ένα πρόγραμμα μάρκετινγκ και προβολής της ελληνικής αγοράς στο εξωτερικό και την Ελλάδα.

Το 2000 που είχε ιδρυθεί η ΕΧΑΕ το ΧΑ φτιάχνει το νέο του επιχειρηματικό πλάνο. Έτσι το ΔΣ της ΕΧΑΕ αποφάσισε ριζική αναδιοργάνωση του ομίλου. Τώρα η

ΕΧΑΕ έχει πια τον ολοκληρωτικό έλεγχο του κεφαλαίου και της δραστηριότητας των θυγατρικών εταιρειών. Ακόμη μπορεί να αποφασίζει για το σύνολο των δραστηριοτήτων του ομίλου. Επίσης μπορούν να μεταφερθούν δραστηριότητες από τη μία θυγατρική στην άλλη. Με αυτή την προϋπόθεση έγινε η συγχώνευση του ΧΠΑ με το ΧΑ το 2002 όπως επίσης και της ΑΣΥΚ με την ΕΧΑΕ το 2005.

2.3.1 Χρηματοοικονομικός ανασχεδιασμός του ομίλου ΕΧΑΕ

Το 2001 αποφασίστηκε χρηματοοικονομικός ανασχεδιασμός του ομίλου ΕΧΑΕ. Αυτή η διαδικασία έχει στόχο την ενίσχυση του ομίλου, την γρηγορότερη λήψη αποφάσεων και την διευκόλυνση σε διεθνείς συνεργασίες προς όφελος των μετόχων. Στο τέλος του 2001 έγινε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Παράλληλα η ΕΧΑΕ έγινε αποκλειστικός μέτοχος των θυγατρικών της, με εξαίρεση ένα 28% του μετοχικού κεφαλαίου του ΚΑΑ το οποίο απέκτησε τον Φεβρουάριο του 2004. Όλη αυτή η διαδικασία του ανασχεδιασμού βοήθησε στην συγκέντρωση του ελέγχου του ομίλου σε ένα ενιαίο διοικητικό σχήμα.

2.3.2 Λειτουργικός ανασχεδιασμός του ομίλου ΕΧΑΕ

Η αρχή του λειτουργικού ανασχεδιασμού έγινε το Σεπτέμβριο του 2002. Στόχος είναι η εκλογίκευση των διαδικασιών και η μείωση του λειτουργικού κόστους. Στο πλαίσιο του λειτουργικού ανασχεδιασμού ο όμιλος ΕΧΑΕ απέκτησε αποτελεσματικότερο σχήμα με μείωση του κόστους λειτουργίας του που του επέτρεψε να ασκήσει πιο ανταγωνιστική τιμολογιακή πολιτική.

2.4 Πρόταση μετατροπής της ΕΤΕΣΕΠ σε εταιρία εκκαθάρισης

Έγινε πρόταση μετατροπής της ΕΤΕΣΕΠ σε ανεξάρτητο εκκαθαριστικό φορέα της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς με την επωνυμία Εταιρεία Εκκαθάρισης. Με αυτή την μετατροπή η αγορά θα εναρμονιζόταν με τις διεθνείς πρακτικές γιατί θα περιορίζονταν οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την εκκαθάριση των

συναλλαγών. Όλες οι συναλλαγές θα καταγράφονταν σε ένα σύστημα, θα υπήρχε δυνατότητα συνεργασίας με άλλες εταιρείες εκκαθάρισης του εξωτερικού σε πιθανή συνεργασία με ξένα Χρηματιστήρια κ.α. Η μετατροπή αυτή όμως δεν έχει πραγματοποιηθεί ακόμη λόγω ανησυχίας, του Διοικητικού Συμβουλίου του Συνδέσμου των μελών του Χρηματιστηρίου (ΣΜΕΧΑ), για μεγάλες αλλαγές στις οποίες δεν θα μπορούσε να ανταπεξέλθει η αγορά.

2.5 Ο Ν.3152/2003

Τον Μάιο του 2003 ψηφίστηκε νόμος με τον οποίο το Δ.Σ. της ΕΧΑΕ και του ΧΑ θα εκλέγεται με βάση τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών. Επίσης έγινε τροποποίηση των καταστατικών της ΕΧΑΕ, που η ίδρυσή της έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 51 του Ν. 2778/1999 και του ΧΑ που μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία με το άρθρο 1 του Ν. 2324/1995 και προσαρμόστηκαν στις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών. Τον Οκτώβριο του 2003 ολοκληρώθηκε η διαδικασία ιδιωτικοποίησης του Ελληνικού Χρηματιστηρίου που είχε ξεκινήσει το 1995, με την εκλογή των νέων Διοικητικών Συμβουλίων. Οι αλλαγές που ισχύουν από το 2005 είναι οι εξής:

■ **Σχετικά με την αναδιάρθρωση των αγορών και το σύνολο των μετοχών που εντάσσεται σε τρεις κατηγορίες.**

- ο Μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση άνω των 100 εκ. ευρώ, εμπορευσιμότητα άνω του 15% ετησίως ή 10% και ταυτόχρονο άνοιγμα των τιμών αγοράς και πώλησης μικρότερο των 2 π.μ. και διασπορά άνω του 20%.
- ο Μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, με κεφαλαιοποίηση μικρότερη των 100 εκ. ευρώ, εμπορευσιμότητα άνω του 5% ετησίως, διασπορά άνω του 10%, τιμή διαπραγμάτευσης άνω του 0,30 Ευρώ.
- ο Ειδικών χρηματιστηριακών χαρακτηριστικών, για μετοχές με διασπορά μικρότερη του 10% και ετήσια εμπορευσιμότητα μικρότερη του 5%, τιμή διαπραγμάτευσης μικρότερη των 0,30 Ευρώ, συσσωρευμένες ζημιές μεγαλύτερες του 50% των ιδίων κεφαλαίων, ίδια κεφάλαια μικρότερα του 50% του μετοχικού κεφαλαίου, αρνητικό EBITDA, σημαντικές

ληξιπρόθεσμες οφειλές και ασαφείς διαπιστώσεις στο πιστοποιητικό του Ορκωτού Ελεγκτή.

■ Επίσης ορίστηκε διαφορετική περίοδος διαπραγμάτευσης, για την πρώτη 11:30 - 16:30, για την δεύτερη 14:00 - 16:30 και για την τρίτη 3 δημοπρασίες 14:00, 15:20 και 16:30. Από 5-6-2006 για την δεύτερη κατηγορία μπορούν να διαπραγματεύονται και το διάστημα από 11:30 έως 12:30. Η τιμή κλεισίματος της πρώτης κατηγορίας θα προσδιορίζεται με δημοπρασία το διάστημα μεταξύ 16:30 έως 16:45.

■ **Κριτήρια εισαγωγής νέων εταιρειών.** Για να γίνεται αποδεκτή μια εταιρεία εφόσον πλέον υπάρχει μόνο μία αγορά θα πρέπει:

- ο Να έχει ελάχιστη διάρκεια ζωής 3 έτη ως ανώνυμη εταιρεία.
- ο Το ελάχιστο ύψος των ιδίων κεφαλαίων να είναι 15 εκατ. Ευρώ.
- ο Να έχει διασπορά 25% και 2.000 άτομα/ μέτοχοι.
- ο Τα ελάχιστα κέρδη προ φόρων τα τελευταία 3 έτη να είναι 12 εκατ. Ευρώ και όχι λιγότερο από 3 εκατ. Ευρώ ανά έτος.

Βέβαια εισαγωγή εταιρειών με μικρότερα ίδια κεφάλαια και χαμηλότερη κερδοφορία θα γίνεται με την προϋπόθεση ότι κάποιο μέλος του ΧΑ θα είναι οικονομικός σύμβουλος και οι μέτοχοι θα δεχτούν την δέσμευση των μετοχών τους για τον πρώτο χρόνο. Δηλαδή:

- ο Θα πρέπει το ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων να είναι 3 εκατ ευρώ.
- ο Τα ελάχιστα κέρδη προ φόρων των τελευταίων 3 ετών να είναι 4 εκατ. Ευρώ και όχι λιγότερο από 1 εκατ. Ευρώ ανά έτος.

2.6 Η επέκταση στην ΝΑ Ευρώπη

Σκοπός του ΧΑ είναι η επαφή με τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια ώστε να προχωρήσει σε επωφελείς για αυτό συνεργασίες. Όμως κύριο μέλημά του είναι η επέκτασή του στην Ν.Α. Ευρώπη - Α. Μεσόγειο.

Αξιοποιώντας λοιπόν το πλεονέκτημα της ένταξης της χώρας στην Ε.Ε., στα μέσα της δεκαετίας του '90 δημιουργήθηκε το Χρηματιστηριακό Κέντρο

Θεσσαλονίκης ώστε να εισαχθεί το ΧΑ στην περιοχή της ΝΑ Ευρώπης. Μετά από αυτή την ίδρυση (του Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης) έχουν επιτευχθεί πολλά. Συγκεκριμένα, έχουν υπογραφεί συμφωνίες από το ΧΑ ή το ΧΚΘ με 14 Χρηματιστήρια της περιοχής. Ακόμη έγιναν προσπάθειες συνεργασίας με δυο πολύ σημαντικά Χρηματιστήρια της περιοχής, της Κωνσταντινούπολης και του Τελ - Αβίβ. Αξίζει να σημειωθεί ότι με το Χρηματιστήριο Αξιών Τελ - Αβίβ και το Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου λειτουργεί από το 2002 ο δείκτης FTSE Med 100.

2.7. Ανακαίνιση κτιρίων

Το 1994 η Διοίκηση του Χρηματιστηρίου αποφάσισε την ανακαίνιση των κτιρίων που χρησιμοποιεί (Σοφοκλέους 10 και Πεσμαζόγλου 1). Μετά από μελέτες, το 2002 το ΧΑ απέκτησε με αγορά το κτίριο που βρίσκεται στην οδό Πεσμαζόγλου μαζί με το Παλιό Χρηματιστήριο. Μετά από εργασίες αποκατάστασης του Παλαιού Χρηματιστηρίου, το κτίριο διασώθηκε αναδεικνύοντας τον πολιτισμό και συμβολίζοντας την οικονομική αναγέννηση της νεότερης Ελλάδος επί εποχής Χαριλάου Τρικούπη. Επίσης το 2002 το ΧΑΑ απέκτησε κτίριο επί της οδού Μάγερ και στεγάστηκε εκεί μαζί με την ΕΤΕΣΕΠ.

2.8 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή κεφαλαιαγοράς ιδρύθηκε το 1967 (Α.Ν. 148/67). Αποτελείται από τον Πρόεδρο της, 11 μέλη από τα οικονομικά Υπουργεία, την Τράπεζα της Ελλάδος, το ΧΑ, τον ΣΕΒ, το ΕΒΕΑ, το ΕΒΕΘ και το ΟΕΕ. Αυτή η επιτροπή αποτελεί αυτόνομη εποπτική αρχή, η οποία λειτουργεί με την μορφή νομικού προσώπου δημοσίου δικαίου και εποπτεύεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας.

Στόχος της είναι η άσκηση προληπτικής και κατασταλτικής εποπτείας που έχει σκοπό την ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και την προστασία του επενδυτικού κοινού από παράνομες και αθέμιτες ενέργειες. Για να το πετύχει αυτό θεσπίζει κανόνες για την λειτουργία της αγοράς και επιβάλλει κυρώσεις στους συναλλασσόμενους σε αυτήν. Τα εποπτευόμενα από την ΕΚ νομικά και φυσικά πρόσωπα περιλαμβάνουν:

1. Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ).
2. Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ).
3. Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).
4. Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ).
5. Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΕΛΔΕ).
6. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ).
7. Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αξιών (ΧΠΑ).
8. Την εταιρεία εκκαθάρισης των συναλλαγών επί παραγώγων προϊόντων (ΕΤΕΣΕΠ).
9. Το Κεντρικό Αποθετήριο (ΚΑΑ).
10. Τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες, για θέματα χρηματιστηριακής νομοθεσίας και συμπεριφοράς.

Όσον αφορά την άσκηση προληπτικής εποπτείας η ΕΚ είναι υπεύθυνη για την παροχή άδειας λειτουργίας, για τον έλεγχο της κεφαλαιακής επάρκειας των ΑΧΕ και ΕΠΕΥ, για τον έλεγχο του χαρτοφυλακίου των ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ. Επίσης αρμοδιότητα της ΕΚ είναι η θέσπιση και η παρακολούθηση εφαρμογής κανόνων συμπεριφοράς των φορέων της κεφαλαιαγοράς. Σε σχέση με την κατασταλτική εποπτεία η ΕΚ μπορεί να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις στους φορείς που παραβαίνουν την χρηματιστηριακή νομοθεσία όπως επίσης και να τους παραπέμπει στις εισαγγελικές αρχές σε περίπτωση ποινικών παραβάσεων. Ακόμη μπορεί να αποφασίζει για τη διαγραφή των εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ.

Επιπλέον είναι επιφορτισμένη με την πιστοποίηση του τίτλου του χρηματιστηριακού εκπροσώπου, όπως επίσης και με την έγκριση διορισμού του σε χρηματιστηριακή εταιρεία. Επίσης είναι δυνατόν η ΕΚ να ενεργεί ως σύμβουλος της κυβέρνησης σε θέματα της αρμοδιότητάς της. Τέλος η ΕΚ ασχολείται με την εκπροσώπηση της χώρας στο εξωτερικό. Έτσι είναι απαραίτητο να συμμετέχει ως ιδρυτικό μέλος στη Διάσκεψη των Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγορών (FESCO) αλλά και στην διεθνή IOSCO.

Διοικείται από διοικητικό συμβούλιο αποτελούμενο από 7 μέλη και εκτελεστική επιτροπή αποτελούμενη από 3 μέλη. Ο Πρόεδρος αλλά και οι δυο αντιπρόεδροι του ΔΣ διορίζονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας και έχουν πενταετή θητεία. Τα υπόλοιπα 4 μέλη διορίζονται από λίστα 12 υποψηφίων που προτείνονται ανά τρεις από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Στην αρχή της λειτουργίας της η ΕΚ, 1994 - 1995, αντιμετώπισε δυσκολίες καθώς δεν υπήρχαν πόροι ούτε χώρος στέγασης ενώ υπήρχε ένας μεγάλος αριθμός Κοινοτικών οδηγιών που έπρεπε να ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία. Παρά όλες τις δυσκολίες το 1994 με απόφασή της τέθηκαν οι όροι για την κατανομή νέων μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών επενδυτών. Επίσης καθόρισε τις διαδικασίες των φορολογικών υποχρεώσεων των εταιρειών που αιτούνται την εισαγωγή των μετοχών τους στο ΧΑ. Από το 1996 έγινε αισθητή η παρουσία της στο χώρο. Προετοίμασε νόμους - πλαίσια οι οποίοι ενσωμάτωσαν Κοινοτικές Οδηγίες για την κεφαλαιαγορά. Προώθησε την προληπτική εποπτεία. Ασχολήθηκε σχολαστικά με θέματα κατάχρησης της αγοράς, δηλαδή στρέβλωσης των τιμών ή παράνομης αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών.

Σε μικρό χρονικό διάστημα ενισχύθηκε με επιστημονικό προσωπικό. Η ΕΚ παρακολουθεί τη δραστηριότητα των ΑΧΕ και των ΕΠΕΥ και επιβάλλει περιορισμούς στις συναλλαγές τους. Ακόμη υπάρχει ρύθμιση για την πρόληψη του «ξεπλύματος» χρημάτων από εγκληματικές δραστηριότητες μέσω ΑΧΕ και ΕΠΕΥ ώστε να διασφαλίζεται η νομιμότητα των συναλλαγών.

Η ΕΚ συμμετέχει στους διεθνείς οργανισμούς εποπτείας όπως είναι η IOSCO (Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς). Μέχρι σήμερα η ΕΚ έχει υπογράψει 17 διμερή και πολυμερή πρωτόκολλα συνεργασίας και διαρκώς ενισχύει τις διαδικασίες συνεργασίας των εποπτικών αρχών. Το 2000 η ΕΚ ανέλαβε την προεδρία της Ευρωπαϊκής Περιφερειακής Επιτροπής της IOSCO και αυτό ήταν ένα πολύ σημαντικό γεγονός στη μέχρι τώρα πορεία της. Το έργο της ξεκίνησε το 1994 και πέρασε μια δύσκολη περίοδο το 1999 - 2000. Ενώ ξεκίνησε με 3 υπαλλήλους σήμερα οι υπάλληλοι που εργάζονται για την ΕΚ φτάνουν τους 150.

Η χρηματιστηριακή περίοδος που αφορά τα έτη 1999 - 2001 ήταν αρκετά έντονη λόγω των απότομων αλλαγών μεταξύ της ανόδου και της πτώσης. Θα ασχοληθούμε με δυο θέματα: 1. των χρηματικών απωλειών των επενδυτών και 2. της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων από τις εισηγμένες εταιρείες όπως επίσης και το θέμα της συμβολής του χρηματιστηρίου στην οικονομική ανάπτυξη των επιχειρήσεων και της χώρας.

Οι χρηματικές απώλειες των επενδυτών: Το τρίτο τρίμηνο του 1999 χαρακτηρίστηκε από συνεχή και πολύ σημαντική πτώση η οποία εξαπλώθηκε σε όλα τα χρηματιστήρια μέχρι τις αρχές του 2001. Τους πρώτους μήνες του 2003 η πτώση

έγινε ακόμα μεγαλύτερη σε συνδυασμό με την παγκόσμια ύφεση που ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. το δεύτερο τρίμηνο του 2001 και διάφορα μη οικονομικά γεγονότα όπως η κατάρρευση των δίδυμων πύργων της Ν. Υόρκης ή ο πόλεμος στο Ιράκ.

Η χειραγωγή τιμών «βοηθά» ορισμένους επενδυτές να ωφεληθούν εις βάρος κάποιων άλλων. Έτσι ο Ν. 3632/1928 εισήγαγε κυρώσεις για τα μέλη του ΧΑΑ που χειραγωγούν τις τιμές αλλά και για αυτούς που διαδίδουν παραπλανητικές πληροφορίες. Επιπλέον, η εσωτερική πληροφόρηση, που είναι η γνώση πολύ σημαντικών πληροφοριών που αν διαρρεύσουν θα επηρεάσουν την τιμή της αξίας στην οποία αναφέρονται, παίζει σημαντικό ρόλο.

Οι αρμόδιοι φορείς διαφόρων κεφαλαιαγορών προσπάθησαν να δημιουργήσουν ένα πλαίσιο περιορισμού της χειραγωγησης τιμών αλλά και της εσωτερικής πληροφόρησης ώστε να διασφαλίσουν την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Το 1989 γίνεται η έκδοση της πρώτης κοινοτικής οδηγίας η οποία είναι σχετική με τη συνεργασία των κεφαλαιαγορών και είναι ενάντια στην χρήση της εσωτερικής πληροφόρησης. Το 2001 δόθηκε μια πιο σαφής κοινοτική οδηγία καθορίζοντας την συμπεριφορά των φορέων μιας αγοράς σε θέματα χειραγωγησης τιμών και εσωτερικής πληροφόρησης.

2.9 Επίπεδο εποπτείας της αγοράς στην Ελλάδα

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αν και άρχισε τις εργασίες της από το 1967 ουσιαστικό έργο άρχισε να ασκεί το 1996, όταν στελεχώθηκε με επιστημονικό προσωπικό. Το ίδιο έτος αντιμετώπισε την πρώτη σοβαρή υπόθεση κατάχρησης της αγοράς της εταιρείας ΔΕΛΤΑ ΑΧΕ. Από τότε και μέχρι το 2002 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μετά από έρευνες, υπολογίζεται ότι έχει αντιμετωπίσει 637 περίπου περιπτώσεις χειραγωγησης και εσωτερικής πληροφόρησης σε εθνικό επίπεδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3°

3.1 Σχέδιο Δράσης Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών

Το Σχέδιο Δράσης Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (ΣΔΧΥ), που υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισαβόνας το 1999, αποτελείται από μια σειρά 42 μέτρων που αποσκοπούν στη βελτίωση της ενιαίας αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (ΕΑΧΥ) (τράπεζες, αξιόγραφα, ασφαλίσεις, συνταξιοδοτικά ταμεία, χρηματιστήρια), μέσω της συμπλήρωσης των κενών και της εξάλειψης των εμποδίων που απομένουν, ώστε να δημιουργηθεί το νομικό και κανονιστικό περιβάλλον που υποστηρίζει την ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών σε όλο το εύρος της ΕΕ.

Στο πλαίσιο του γενικού στόχου της δημιουργίας της ΕΑΧΥ, ως μέρους της ευρύτερης οικονομικής μεταρρύθμισης στην Ευρώπη, το ΣΔΧΥ έχει τους παρακάτω ειδικούς στόχους:

1. Μια ενιαία αγορά χονδρικής, που επιτρέπει στους εταιρικούς εκδότες να αντλούν χρηματοδότηση με ανταγωνιστικούς όρους σε πανευρωπαϊκή κλίμακα, παρέχει πρόσβαση στους επενδυτές και διαμεσολαβητές σε όλες τις αγορές από ένα σημείο εισόδου, επιτρέπει στις εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους διασυνοριακά, χωρίς να αντιμετωπίζουν εμπόδια, και δημιουργεί ένα ολοκληρωμένο και συνετό πλαίσιο επενδύσεων για τους διαχειριστές κεφαλαίων, όπως επίσης και κλίμα βεβαιότητας, ώστε η διεξαγωγή των χρηματιστηριακών συναλλαγών να είναι ασφαλής σε σχέση με τον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου.
2. Μια ανοικτή και ασφαλής αγορά λιανικής, που παρέχει στους μικρούς επενδυτές την πληροφόρηση που χρειάζονται για να συμμετέχουν στην ενιαία αγορά, χωρίς την παρουσία των αδικαιολόγητων εμποδίων κατά την παροχή διασυνοριακών λιανικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, και άλλους πολλούς στόχους.

Ενώ το ΣΔΧΥ έχει συμφωνηθεί στο επίπεδο της ΕΕ, η μεγάλη πρόκληση βρίσκεται στη διασφάλιση της αποτελεσματικής υλοποίησης του σε κάθε κράτος-

μέλος της ΕΕ. Παρά το ότι τα μέτρα του ΣΔΧΥ έχουν, σε πολλές περιπτώσεις, ανοίξει τον ανταγωνισμό σε διασυνοριακή βάση, είναι αναγκαίο να διασφαλιστεί ότι ο τρόπος με τον οποίο αυτά τα μέτρα υλοποιούνται σε εθνικό επίπεδο οδηγεί στην απελευθέρωση της αγοράς. Η ορθή πραγματοποίηση των μέτρων από κάθε κράτος - μέλος είναι απαραίτητη. Η νομοθεσία δεν μπορεί να αφαιρέσει όλα τα εμπόδια για την ολοκλήρωση και απελευθέρωση των αγορών, ούτε μπορεί να διασφαλίσει αλλαγές στις συνθήκες και της κάθε εθνικής αγοράς. Εμπόδια συναντάμε λόγω διαφορών στη γλώσσα ή στην κουλτούρα. Το ΣΔΧΥ πρέπει να ενισχυθεί με μέτρα που να εκτείνονται σε όλο το τμήμα της συναλλακτικής αλυσίδας και ιδιαίτερα σ' αυτό που αφορά στην εκτέλεση (εκκαθάριση - διακανονισμός) των συναλλαγών. Πλέον οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι δυναμικές και προσαρμόζονται ταχέως στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς, με αποτέλεσμα το πλαίσιο που δημιούργησε η ΕΕ να χρειάζεται συνεχή αναθεώρηση και προσαρμογή, όπου αυτό είναι αναγκαίο, ώστε να είναι σύγχρονο και αποτελεσματικό. Οι αγορές της ΕΕ αποτελούν μέρος των παγκόσμιων αγορών. Επειδή, λοιπόν, υπάρχουν προκλήσεις και προβλήματα όχι μόνο σε ευρωπαϊκή αλλά και σε παγκόσμια κλίμακα, και η ΕΕ πρέπει να δρα στο πλαίσιο της διεθνούς συνεργασίας και συγκυρίας.

Το ΣΔΧΥ ξεκίνησε το 1999 και η ολοκλήρωσή του πραγματοποιήθηκε το 2005. Μάλιστα το 2005 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε να ενδυναμώσει την ανάπτυξη και να αυξήσει την απασχόληση στην Ευρώπη. Πρέπει να αναφέρουμε ότι ενδιαφέρον για την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εξέφρασε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Ευρωσύστημα.

3.2 Οδηγία για τις Αγορές και τα Χρηματοοικονομικά Μέσα

Η Οδηγία για τις Αγορές και τα Χρηματοοικονομικά Μέσα ή, όπως όλοι συνηθίζουμε να λέμε η Νέα Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών, υιοθετήθηκε τον Απρίλιο 2004, με περίοδο προσαρμογής των κρατών-μελών έως 31.5.2006. Η Οδηγία παρέχει στις ΕΠΕΥ ένα αποτελεσματικότερο «ενιαίο διαβατήριο», που τους επιτρέπει να λειτουργούν σε όλη την ΕΕ στη βάση της έγκρισης από τη χώρα καταγωγής τους, με στόχο να μειώσει τις γραφειοκρατικές διαδικασίες. Επιπλέον, συντελεί στη μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων και αποσκοπεί στη διασφάλιση του ότι τα κεφάλαια θα κατευθυνθούν στις χρήσεις που είναι

περισσότερο αναγκαίες σε όλο το εύρος της ΕΕ αποφέροντας σημαντικό οικονομικό όφελος στην ΕΕ.

Οι ΕΠΕΥ θα μπορούν να υλοποιήσουν και εντολές εκτός οργανωμένων αγορών, κάτι που δεν είναι σήμερα επιτρεπτό σε ορισμένες χώρες, ενώ οι επενδυτές θα απολαμβάνουν ένα υψηλότερο επίπεδο προστασίας όταν συναλλάσσονται μέσω ΕΠΕΥ, ανεξάρτητα από τη χώρα εγκατάστασης των εταιρειών αυτών και τη χώρα όπου παρέχονται οι υπηρεσίες. Επίσης, για τις ανάγκες ολοκλήρωσης της ΕΑΧΥ, εισάγεται πεδίο Κοινοτικής εναρμόνισης και για τις οργανωμένες αγορές, με τη θέσπιση ειδικών απαιτήσεων για την ίδρυση και τη λειτουργία τους. Μ' αυτό τον τρόπο εφαρμόζεται και στον τομέα των χρηματιστηρίων το «ενιαίο διαβατήριο», με κυριότερο σκοπό την απελευθέρωση αυτών των αγορών σε Κοινοτικό επίπεδο και τη διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού και στον τομέα αυτό.

Η Οδηγία εγκαθιδρύει ένα συνεκτικό αλλά πολυεπίπεδο, κανονιστικό πλαίσιο κατάρτισης και εκτέλεσης των συναλλαγών. Στο πλαίσιο αυτό, συναλλαγές καταρτίζονται μέσω χρηματιστηρίων (εποπτευόμενες αγορές), μέσω εναλλακτικών Μηχανισμών Πολυμερούς Διαπραγμάτευσης απευθείας με την ΕΠΕΥ ή και διμερώς στην αγορά χονδρικής, τράπεζες και χρηματιστήρια είναι ελεύθερα να παρέχουν τις υπηρεσίες τους διασυνοριακά. Οι εθνικοί κανόνες για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και τη λειτουργία των χρηματιστηρίων προσαρμόζονται, με στόχο τη δημιουργία ενός ενιαίου ευρωπαϊκού κανονιστικού εγχειριδίου. Το όλο πλαίσιο αναμένεται να ωφελήσει τους επενδυτές, τις εταιρείες - εκδότες και τους συμμετέχοντες στην αγορά, προωθώντας τη δημιουργία αποτελεσματικών και ανταγωνιστικών αγορών.

3.3 Η Οδηγία για τη Διαφάνεια

Η Οδηγία για τη Διαφάνεια, η οποία υιοθετήθηκε προσφάτως, αποσκοπεί στην αύξηση της διαφάνειας στις κεφαλαιαγορές της ΕΕ. Επιβεβαιώνει, και στα θέματα της τακτικής ενημέρωσης που πρέπει να δημοσιεύουν οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε αγορά, την αρχή του κράτους καταγωγής απαγορεύοντας στο κράτος υποδοχής να επιβάλλει αυστηρότερους κανόνες από τα Κοινοτικά ελάχιστα.

Έτσι παραδείγματος χάρη εκδότες που εισάγουν αξία σε αγορές περισσότερων κρατών μελών υποχρεούνται να τηρούν ένα ενιαίο πλαίσιο υποχρεώσεων διαφάνειας. Οι εκδότες υποχρεούνται να δημοσιεύουν τις οικονομικές καταστάσεις τους εντός 4 μηνών από το πέρας του οικονομικού έτους, αντί του ισχύοντος εξαμήνου. Εκτός από τις ετήσιες και εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, υποχρεωτική είναι και η δημοσίευση ενδιάμεσων τριμηνιαίων, το οποίο ισχύει ήδη στην ελληνική νομοθεσία πριν από την ενσωμάτωση της Οδηγίας.

Η Οδηγία βελτιώνει το πλαίσιο διαφάνειας για την απόκτηση σημαντικών συμμετοχών. Οι σχετικές υποχρεώσεις ανατίθενται στους ίδιους τους εκδότες, αντί των φυσικών και νομικών υπόχρεων προσώπων, όπως ίσχυε μέχρι σήμερα. Λαμβάνεται, επίσης, ειδική μέριμνα για τους θεματοφύλακες, τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων και τους ειδικούς διαπραγματευτές, για τους οποίους ισχύουν ειδικοί κανόνες.

Η Οδηγία διευκολύνει την ηλεκτρονική επικοινωνία ανάμεσα στους εκδότες και τους μετόχους τους. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης, και εφόσον τηρηθούν κάποιες πρόσθετες προϋποθέσεις, είναι δυνατή η πληροφόρηση των μετόχων μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων επικοινωνίας. Η δημοσίευση σε έντυπη μορφή μπορεί να ζητηθεί από το κράτος καταγωγής του εκδότη. Η κεντρική ιδέα και το μεγάλο επίτευγμα της Οδηγίας είναι η δημιουργία ενιαίου πλαισίου κυκλοφορίας της πληροφόρησης σε πανευρωπαϊκό επίπεδο.

3.4 Η Οδηγία για τα Ενημερωτικά Δελτία και την Κατάχρηση της Αγοράς

Οδηγία για τα Ενημερωτικά Δελτία (Νοέμβριος 2003), η ΕΕ πραγματοποίησε μια κοινή σειρά εγγράφων για τις αυξήσεις κεφαλαίου σε όλη της την έκταση, γεγονός που αποτελεί ένα ιδιαίτερα μεγάλο βήμα, το οποίο έλειπε από το παρελθόν. Η Οδηγία προβλέπει ότι οι εταιρείες θα μπορούν να χρησιμοποιούν τα ενημερωτικά τους δελτία για την εισαγωγή τους σε όλες τις ευρωπαϊκές αγορές.

Η Οδηγία για τα Ενημερωτικά Δελτία, η οποία ενσωματώθηκε στο εθνικό δίκαιο με το Ν. 3401/2005 (ΦΕΚ Α' 257), συνοδεύεται από Κανονισμό της

επιτροπής, σχετικά με την πληροφόρηση που πρέπει να περιέχεται στο ενημερωτικό δελτίο, την ενσωμάτωση στοιχείων με παραπομπή και τις διαφημίσεις των εκδόσεων και των εισαγωγών. Στο πλαίσιο της νέας ενιαίας νομοθεσίας που αφορά τα κράτη - μέλη, η CECR δημοσίευσε τις τελικές της συστάσεις για τη συνεχή υλοποίηση του Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τα ενημερωτικά δελτία, ώστε να προκύπτει μία καθορισμένη μορφή γι' αυτά στην ΕΕ, η οποία να επιτρέπει στις εταιρείες να τα χρησιμοποιούν για την εισαγωγή τους σε όλες τις ευρωπαϊκές αγορές, χωρίς να είναι υποχρεωμένες να υποβάλουν εκ νέου αίτηση για έγκριση στην αρμόδια εθνική Εποπτική αρχή, αποφεύγοντας το κόστος και τις καθυστερήσεις.

Με την Οδηγία για την Κατάχρηση Αγοράς (Ιανουάριος 2003), η ΕΕ ορίζει ένα πλέγμα μέτρων με γνώμονα την προστασία της αγοράς τόσο από πράξεις καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών όσο και από πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Όσον αφορά την αποτροπή πράξεων καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών, τα Κοινοτικά μέτρα συνίστανται στην επιβολή της υποχρέωσης στους εκδότες για άμεση δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών, της υποχρέωσης στους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών, (όπως μέλη διοικητικού συμβουλίου του εκδότη, συμμετέχοντες στο κεφάλαιο του εκδότη, και εργαζομένους στην επιχείρηση του εκδότη), για άμεση γνωστοποίηση στις αρμόδιες αρχές των συναλλαγών. Ενώ όσον αφορά την αποτροπή πράξεων χειραγώγησης της αγοράς το βάρος πέφτει στα χρηματιστήρια και τους διαχειριστές των οργανωμένων αγορών. Η Οδηγία για την κατάχρηση αγοράς μίληκε στο δίκαιο μας με το Ν. 3340/2005 (ΦΕΚ ΑΔ 112).

3.5 Οι διαδικασίες για μια αποτελεσματική κανονιστική διαδικασία στην Ε.Ε.

Η έκθεση Lamfalussy (2001) για τις κεφαλαιαγορές έχει καθιερώσει μια νέα προσέγγιση στη διαμόρφωση και υλοποίηση του κανονιστικού πλαισίου για τις κεφαλαιαγορές, έτσι ώστε η κανονιστική διαδικασία να είναι πιο αποτελεσματική, ευέλικτη, σύντομη, να χαρακτηρίζεται από διαφάνεια, αλλά και να μπορεί να αντιμετωπίζει έγκαιρα τις μεταβολές στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Η δομή αυτή θα επεκταθεί σύντομα και στις άλλες δυο διακλαδώσεις του ΕΑΧΥ, δηλαδή στην τραπεζική και την ασφαλιστική αγορά. Περιλαμβάνει 4 επίπεδα: Στο πρώτο

επίπεδο, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, από κοινού με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, θεσμοθετούν Οδηγία - Πλαίσιο, μετά από πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Στο δεύτερο επίπεδο, που είναι γνωστό και ως επίπεδο της επιτροπολογίας ή των μέτρων εφαρμογής, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, κατόπιν σχετικής γνώμης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Αξιών, ζητεί τεχνική γνωμοδότηση επί των μέτρων εφαρμογής της Οδηγίας. Η γνωμοδότηση υποβάλλεται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία παραπέμπει στην ESC, για γνωμοδότηση επ' αυτής εντός τριμήνου. Μετά τη σύμφωνη γνώμη της ESC, η Επιτροπή υιοθετεί τα μέτρα εφαρμογής; που λαμβάνουν τη μορφή Κανονισμών ή Οδηγιών.

Στο τρίτο επίπεδο, η ESC προτείνει επιπλέον τεχνικά μέτρα, που διευκολύνουν την εναρμονισμένη εφαρμογή της ρύθμισης σε όλη την αγορά. Τα μέτρα αυτά έχουν τη μορφή συστάσεων, προτύπων και κατευθύνσεων. Στο τέταρτο επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιβλέπει την εφαρμογή της ρύθμισης κράτη - μέλη και προτείνει την επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση παραβίασής της.

Σε ανακοίνωση της, η ΕΕ στηρίζεται σ' αυτές τις εκθέσεις και θέτει ως στόχους:

- Την απελευθέρωση και ενοποίηση των υπαρχόντων συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, με την καθιέρωση της πλήρους ελευθερίας πρόσβασης σε όλα τα επίπεδα και με την εξάλειψη των υπαρχόντων φραγμών στη διασυνοριακή εκκαθάριση - διακανονισμό.
- Τη συνεχή εφαρμογή της πολιτικής ανταγωνισμού για την αντιμετώπιση των περιοριστικών πρακτικών στην αγορά και για την πλαισίωση των αναμενόμενων συγκεντρώσεων σε αυτό τον τομέα.
- Τη θέσπιση κοινού κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου, που θα εξασφαλίσει τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και την προστασία των επενδυτών και θα οδηγήσει στην αμοιβαία αναγνώριση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού που υπάρχουν σήμερα στην ΕΕ.
- Την καθιέρωση των κατάλληλων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης των συστημάτων.
- Για την πραγματοποίηση των παραπάνω στόχων, η ΕΕ:

- Έχει συστήσει μία ομάδα διαβούλευσης και παρακολούθησης για την εξάλειψη των φραγμών που εντοπίζονται στις εκθέσεις GIOVANNINI
- Προτίθεται να προτείνει κανονιστική Οδηγία για την εκκαθάριση και το διακανονισμό, που θα εγγυάται την ελευθερία παροχής υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων σε όλη την ΕΕ βάσει ορισμένων κοινών απαιτήσεων. Δηλαδή, θα ισχύσει η παροχή «ευρωπαϊκού διαβατηρίου» σ' αυτούς που παρέχουν τέτοιες υπηρεσίες. Οι περιορισμοί και οι φραγμοί όσον αφορά στον τόπο εκκαθάρισης και διακανονισμού θα καταργηθούν. Θα υπάρχει ελευθερία επιλογής στις αγορές για τις ΕΠΕΥ, τράπεζες, κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους, αποθετήρια, εκκαθαριστικά μέλη και θεματοφύλακες. Θα εγκαθιδρυθεί κοινό κανονιστικό πλαίσιο, ώστε να υπάρχει αμοιβαία αναγνώριση των συστημάτων, προστατεύοντας έτσι τους επενδυτές, αυξάνοντας την ολοκλήρωση και διασφαλίζοντας την ασφάλεια των συστημάτων.
- Έχει συστήσει ομάδα εμπειρογνομόνων, προκειμένου να παρακολουθήσει τη διαδικασία εξάλειψης των νομικών και φορολογικών εμποδίων.
- Έχει προβεί στις αναγκαίες ενέργειες, με σκοπό την εξασφάλιση αποτελεσματικής εφαρμογής των κανόνων ανταγωνισμού.

3.6 Εμπόδια για την ορθή υλοποίηση και την επιβολή των κανόνων της ΕΕ

Η βοήθεια του ΣΔΧΥ στην αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών θα φανεί στο μέλλον. Η εμπειρία μας μέχρι τώρα δείχνει ότι ενώ στην αγορά χονδρικής η εισαγωγή του ευρώ έγινε με ομαλό τρόπο και βοήθησε στην ολοκλήρωση αυτής της αγοράς, στην αγορά λιανικής δεν ισχύει το ίδιο. Σε αυτή την αγορά έχουμε διαφορετικά προϊόντα και διαφορετικές τιμές, οπότε η ολοκλήρωση αυτής της αγοράς θα χρειαστεί περισσότερο χρόνο.

3.7 Η Πράσινη Βίβλος και η νέα Λευκή Βίβλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών

Την άνοιξη του 2005 κυκλοφόρησε νέα Πράσινη Βίβλος, η οποία τέθηκε σε διαβούλευση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή έως το Νοέμβριο 2005, για την ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, η οποία περιέχει ιδέες για την περαιτέρω ολοκλήρωσή τους. Ασχολείται κυρίως με την υλοποίηση του υπάρχοντος κανονιστικού πλαισίου και με τη συνεργασία άσχετα με τις προτάσεις για νέο νομοθετικό πλαίσιο. Διερευνά τρόπους βελτίωσης της διασυννοριακής πρόσβασης στις λιανικές επενδυτικές υπηρεσίες και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Το κύριο μέλημα της είναι η πρόοδος και να γίνει πραγματικότητα η ευρωπαϊκή ολοκλήρωση των Κεφαλαιαγορών κατά τα επόμενα 5 χρόνια, μέσα από την πραγματοποίηση πραγματικού και χειροπιαστού οφέλους για τους πολίτες της ΕΕ και μέσα από τη μείωση του κόστους και την παροχή καλύτερων και ασφαλέστερων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Η πρόοδος σ' αυτή την ολοκλήρωση θα βοηθήσει τελικά την ευρωπαϊκή οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση, κάτι που διευκολύνει η ολοκληρωμένη και με μεγάλη ρευστότητα ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά, καθώς θα δημιουργεί μεγαλύτερη ρευστότητα για τους επενδυτές, μεγαλύτερη συγκέντρωση κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις και χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Βαθύτερος στόχος είναι η ολοκλήρωση του νομικού μέρους και η πιο αποτελεσματική εφαρμογή του.

3.8 Σύστημα Άυλων Τίτλων - Αποϋλοποίηση Μετοχών

Η αποϋλοποίηση των μετοχών, η κατάργηση των συναλλαγών των φυσικών σωμάτων τους θα δώσει μεγάλη ώθηση στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Η αποϋλοποίηση των τίτλων κρίνεται αναγκαία, γιατί ο ρόλος των τοπικών αγορών έχει πλέον διευρυνθεί με σκοπό την πλήρη διεθνοποίηση τους, ώστε αυτές να γίνουν περισσότερο ελκυστικές στα ξένα κεφάλαια, αλλά και να διατηρήσουν το μερίδιο της αγοράς τους. Το Ελληνικό Χρηματιστήριο έχοντας καταλάβει όλες αυτές τις ανακατατάξεις έχει προχωρήσει σε προγράμματα αναβάθμισης και εκσυγχρονισμού του Χ.Α.Α. Συγκεκριμένα η προσπάθεια αυτή αφορά τέσσερις τομείς:

1. Ο πρώτος τομέας έχει σχέση με τη θέσπιση κανόνων που θα του επιτρέψουν να λειτουργεί ανταγωνιστικά απέναντι στα άλλα διεθνή Χρηματιστήρια.
2. Ο δεύτερος τομέας αναφέρεται στην αναβάθμιση της τεχνολογικής υποδομής του Χρηματιστηρίου.
3. Ο τρίτος τομέας περιλαμβάνει τη δημιουργία νέων χρηματιστηριακών προϊόντων με σκοπό την παροχή περισσότερων επενδυτικών επιλογών στο επενδυτικό κοινό.
4. Ο τέταρτος τομέας έχει σχέση με την προώθηση των διεθνών συνεργασιών του Χρηματιστηρίου.

Μέσα στα πλαίσια αναβάθμισης και εκσυγχρονισμού των παραπάνω τομέων, οι οποίοι αφορούν στο θεσμικό αλλά και στο λειτουργικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου όπως επίσης και του συνόλου της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, η αποϋλοποίηση των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α. αποτελεί ένα σημαντικότερο σημείο για την πρόοδο του Χρηματιστηρίου, το οποίο σίγουρα θα αποτελέσει το βασικό βήμα τόσο για την ανάπτυξη όσο και για την αναβάθμιση του σε μια πλήρη αλλά και ώριμη ανεπτυγμένη αγορά.

3.9 Οφέλη της οργανωμένης αγοράς του συστήματος άυλων τίτλων

Τα οφέλη που θα αποκομίσουμε από την οργανωμένη αγορά του ΣΑΤ και της αποϋλοποίησης των μετοχών είναι τα εξής:

1. **Ενίσχυση της Διαφάνειας των Συναλλαγών**, δηλαδή θα ενισχύσει τη διαφάνεια των συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, όπως επίσης και του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αξιών (Χ.Π.Α.) (η λειτουργία του Χ.Π.Α. άρχισε με την πρώτη συνεδρίαση του στις 27-9-1999) αφού δε θα μπορούν πια να διενεργούνται ανοιχτές πωλήσεις, δηλαδή πρώτα να πουλάει ο επενδυτής μετοχές που δεν έχει και στη συνέχεια να αγοράσει. Καταρχάς η αντιστοιχία μεταξύ του κωδικού του ΣΑΤ και του κωδικού εκκαθάρισης στην Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ) αναβαθμίζει τη συνεργασία των δύο συστημάτων, βοηθάει στη

διενέργεια ελέγχων στις συναλλαγές επενδυτών επομένως αυξάνει το βαθμό διαφάνειας των δύο αγορών.

2. **Μείωση του Κόστους και Αποτελεσματικότερη Εκκαθάριση των Συναλλαγών, Εκμηδένιση του Κινδύνου Απώλειας των Μετοχών.** Ένα επίσης σημαντικό σημείο της αποϋλοποίησης είναι η μείωση του κόστους συναλλαγών τόσο για το Χ.Α.Α. όσο και για την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ). Εάν δεν υπήρχαν οι αυλοί τίτλοι, θα ήταν ακόμη πιο χρονοβόρα και πιο περίπλοκη η διαδικασία μεταβίβασης τίτλων για τις ανάγκες παράδοσης προϊόντων. Η αποϋλοποίηση επιτυγχάνει αποτελεσματικότερη εκκαθάριση των συναλλαγών, αφού δε θα υπάρχουν πια καθυστερήσεις και στενά χρονικά περιθώρια για την εκκαθάριση των συναλλαγών επί παραγώγων με παράδοση φυσικών τίτλων.
3. Άλλο ένα πολύ θετικό στοιχείο της αποϋλοποίησης είναι ότι **περιορίζεται ο κίνδυνος αθέτησης της υποχρέωσης παράδοσης των μετοχών.** Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, η αποϋλοποίηση των τίτλων θα εκμηδενίσει τους κινδύνους απώλειας, κλοπής, καταστροφής και πλαστογράφησης και μπορεί επομένως να μειώσει σημαντικά τις περιπτώσεις στις οποίες οι πελάτες των μελών της ΕΤΕΣΕΠ θα αθετήσουν την υποχρέωση τους για παράδοση τίτλων. Έτσι το αποτέλεσμα θα είναι να διασφαλίζονται καλύτερα τα συμφέροντα των επενδυτών και να μειωθούν οι περιπτώσεις αθέτησης οπότε θα ελαττωθεί ο κίνδυνος για την ΕΤΕΣΕΠ.
4. **Αποτελεσματικότερη Διενέργεια Ελέγχων.** Άλλο ένα θετικό στοιχείο της αποϋλοποίησης είναι η υπεύθυνη και αποτελεσματικότερη παρακολούθηση αλλά και ο έλεγχος της αγοράς. Δηλαδή μέχρι τώρα ο έλεγχος των χρηματιστηριακών εταιρειών απαιτούσε την πλήρη καταμέτρηση και καταγραφή των άυλων τίτλων, μια διαδικασία αρκετά χρονοβόρα και μεγάλη. Με την αποϋλοποίηση των τίτλων ο έλεγχος θα μπορεί να γίνεται ηλεκτρονικά οπότε τα τμήματα παρακολούθησης του Χρηματιστηρίου Αξιών και του Χρηματιστηρίου Παραγώγων, όπως επίσης και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, θα είναι αποτελεσματικότερα στην διενέργεια ελέγχων όπως επίσης θα μπορούν να διαθέτουν χρόνο και σε άλλα σημεία του εποπτικού ελέγχου.

5. **Παρέχει τη Δυνατότητα να τηρείται ο Λογαριασμός Ενεχύρου με Ομόλογα ή Μετοχές.** Ένα ακόμη πλεονέκτημα της αποϋλοποίησης είναι το ότι παρέχει τη δυνατότητα να τηρείται ο λογαριασμός ενεχύρου με ομόλογα ή μετοχές. Το ΣΑΤ δίνει τη δυνατότητα τήρησης λογαριασμών σε επίπεδο τελικού επενδυτή, στους οποίους θα υπάρχει η δυνατότητα να δεσμεύονται ενέχυρα, μετοχές ή ομόλογα υπέρ ΕΤΕΣΕΠ. Αυτά τα ενέχυρα, θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν αντί ρευστών για την τήρηση από το Χ.Α. Α. του ποσού που είναι απαραίτητο για το περιθώριο ασφάλισης. Αυτό επομένως θα ελευθερώσει μεγάλο μέρος ρευστών με συνέπεια να διευκολυνθεί σε μεγάλο βαθμό η λειτουργία της αγοράς παραγώγων.
6. **Συμβάλλει στην Αύξηση της Ανταγωνιστικότητας του Χ.Α.Α. και Χ.Π.Α.** Το Σύστημα Αυλών Τίτλων (αποϋλοποίηση) θα έχει ακόμη δύο βασικές επιδράσεις:

ο Στη διευκόλυνση των συναλλαγών των ξένων επενδυτών στο Χ.Α.Α. και Χ.Π.Α.

ο Στις νέες συμμαχίες που ίσως δημιουργηθούν σε διεθνή επίπεδα, αφού η αποϋλοποίηση των τίτλων λύνει ένα τεράστιο πρόβλημα στην επικοινωνία του ελληνικού συστήματος εκκαθάρισης συναλλαγών με τα αντίστοιχα ξένα Χρηματιστήρια.

3.10 Τι πρέπει να κάνει ο επενδυτής

Κάθε επενδυτής πρέπει κατά κύριο λόγο να διαθέτει Μερίδα και Λογαριασμό Αξιών στο Σύστημα Αυλών Τίτλων (ΣΑΤ) του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Αποθετήριο) με σκοπό να αγοράζει αλλά και να πουλά μετοχές εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Ο κάθε επενδυτής μπορεί να έχει μόνο μια μερίδα στο ΣΑΤ. Η μερίδα περιέχει τα προσωπικά του στοιχεία (ονοματεπώνυμο, πατρώνυμο, διεύθυνση, κ.λπ.) ενώ ο λογαριασμός αξιών περιέχει τις άυλες μετοχές του. Γι' αυτό η μερίδα και ο λογαριασμός αξιών είναι τα μέσα με τα οποία αναγνωρίζεται ο επενδυτής στο ΣΑΤ.

Για το άνοιγμα της μερίδας και του λογαριασμού ο επενδυτής συμπληρώνει έντυπη αίτηση με τα προσωπικά του στοιχεία στη Χρηματιστηριακή εταιρεία ή την Τράπεζα της επιλογής του, την οποία και ορίζει χειριστή του λογαριασμού του. Ο

επενδυτής μπορεί να ορίσει πάνω από ένα χειριστή του λογαριασμού του. Συμπληρώνει αίτηση εξουσιοδότησης χρήσης και κάθε χειριστής έχει πρόσβαση μόνο στις μετοχές που χειρίζεται με εντολή του επενδυτή. Αν ο επενδυτής θέλει να πάψει έναν χειριστή συμπληρώνει αίτηση απενεργοποίησης εξουσιοδότησης χρήσης.

Σε κάθε μερίδα αντιστοιχεί και ένας ειδικός λογαριασμός όπου καταχωρούνται μετοχές για τις οποίες ο επενδυτής δεν έχει ορίσει χειριστή. Για αυτές τις μετοχές χρήστης είναι το αποθετήριο. Εφόσον κάθε επενδυτής υποχρεούται να διατηρεί μόνο μια μερίδα στο ΣΑΤ θα πρέπει αν διαπιστώσει ότι τηρούνται παραπάνω να ζητήσει τη διακοπή τους.

3.10.1 Ενοποίηση Μερίδων Επενδυτή

Η ενοποίηση των μερίδων του επενδυτή γίνεται με σκοπό τη διατήρηση μιας μόνο μερίδας. Ενοποίηση σημαίνει ότι οι αξίες που έχουν καταχωρηθεί και περιέχονται στις υπάρχουσες μερίδες μεταφέρονται σε μια, ώστε η μια να απενεργοποιηθεί και η άλλη να μείνει όπως έχει. Βέβαια ο επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει ότι οι μερίδες ενοποιούνται ανά δύο. Οπότε εάν έχει στο όνομά του περισσότερες μερίδες, η ενοποίησή τους θα γίνει σταδιακά στο αποθετήριο.

3.10.2 Μεταφορά αξιών από τον Ειδικό Λογαριασμό της Μερίδας Επενδυτή

Μεταφορά αξιών από Ειδικό Λογαριασμό γίνεται μόνο προς Λογαριασμούς Χειριστή της ίδιας Μερίδας Επενδυτή. Για τη μεταφορά αυτή πρέπει:

- Οι προς μεταφορά αξίες να είναι ελεύθερες και να μην υπόκεινται σε κανένα βάρος ή δέσμευση, όπως, παραδείγματος χάρη, ενέχυρο, επικαρπία, δήλωση πρόθεσης μεταβίβασης τους ή σύστασης βάρους επί αυτών, δέσμευση για συμμετοχή σε γενική συνέλευση, για άσκηση δικαιωμάτων μειοψηφίας ή για οποιονδήποτε άλλο λόγο, καθώς και οι αξίες αυτές να είναι οριστικά καταχωρισμένες στον Ειδικό Λογαριασμό της Μερίδας του Επενδυτή.

- Να υποβληθεί σχετική αίτηση μεταφοράς του επενδυτή προς το αποθετήριο. Η αίτηση αυτή συμπληρώνεται σε ειδικό έντυπο του αποθετηρίου, το οποίο μπορεί να προμηθευτεί ο επενδυτής απευθείας από το Αποθετήριο, και είτε κατατίθεται αυτοπροσώπως από τον επενδυτή, είτε αποστέλλεται στο Αποθετήριο, οπότε στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να θεωρείται από Δημόσια Αρχή ή Τράπεζα το γνήσιο της υπογραφής του επενδυτή.
- Η μεταφορά των αξιών γίνεται με την έκδοση κωδικού μεταφοράς από το αποθετήριο.

3.10.3 Μεταβολή στοιχείων Μερίδας

Εάν ο επενδυτής διαπιστώσει ότι τα στοιχεία της μερίδας του είναι λανθασμένα, πρέπει απαραίτητως να προβεί στη διόρθωση τους. Για τη μεταβολή των στοιχείων μερίδας απαιτείται αίτηση του επενδυτή προς τον αποθετήριο. Η αίτηση αυτή συμπληρώνεται σε ειδικό έντυπο του αποθετηρίου, το οποίο μπορεί να προμηθευτεί ο επενδυτής, είτε από το αποθετήριο είτε από τους χειριστές. Μπορεί να κατατεθεί αυτοπροσώπως από τον επενδυτή, ή να αποσταλεί στο αποθετήριο, οπότε στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να θεωρείται από Δημόσια Αρχή ή Τράπεζα το γνήσιο της υπογραφής του επενδυτή.

3.11 Μετατροπή μετοχών σε αυλή μορφή

Μετατροπή είναι η διαδικασία με την οποία οι φυσικοί τίτλοι ή τα αποθετήρια έγγραφα του επενδυτή μετατρέπονται σε εγγραφές στα ηλεκτρονικά αρχεία του αποθετηρίου. Τα φυσικά σώματα των μετοχών και τα αποθετήρια έγγραφα παύουν να ενσωματώνουν μετοχικά δικαιώματα. Το αποθετήριο ορίζει την ημερομηνία μετατροπής για τις μετοχές κάθε εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρείας. Από την ημερομηνία αυτή διαπραγματεύονται μόνο άυλες μετοχές των εταιρειών αυτών. Η εισηγμένη εταιρεία πρέπει να καλέσει τους μετόχους να καταθέσουν τις μετοχές τους για να μετατραπούν σε άυλες. Ο επενδυτής, πριν πουλήσει τις μετοχές του, θα πρέπει να φροντίσει για τη μετατροπή τους σε άυλες. Προϋπόθεση είναι ο επενδυτής να διαθέτει ήδη Μερίδα και Λογαριασμό Αξιών στο ΣΑΤ και να έχει ορίσει Χειριστή

του Λογαριασμού του τη Χρηματιστηριακή εταιρεία ή την Τράπεζα της επιλογής του.

3.11.1 Μετατροπή από χειριστή

Ο επενδυτής καταθέτει τα αποθετήρια έγγραφα. Ο χειριστής παραδίδει τα αποθετήρια έγγραφα στο αποθετήριο και την επόμενη ημέρα ο λογαριασμός του επενδυτή εμφανίζει τις άυλες μετοχές.

3.11.2 Μετατροπή από την εισηγμένη εταιρεία

Ο επενδυτής καταθέτει τους τίτλους ή τα αποθετήρια καθώς και τον χειριστή που θα διαχειρίζεται την ποσότητα μετοχών που μετατρέπεται. Οι άυλες μετοχές εμφανίζονται στο λογαριασμό του επενδυτή μετά την παράδοση των αντίστοιχων στοιχείων από την εταιρεία στο αποθετήριο.

3.12 Αγοραπωλησίες μετοχών στο χρηματιστήριο

Ο επενδυτής που θέλει να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές πρέπει να έχει ανοίξει λογαριασμό και μερίδα αξιών και να έχει δηλώσει το χειριστή του, η χρηματιστηριακή εταιρεία θα πρέπει να είναι χειριστής του λογαριασμού του. Στην ημερομηνία εκκαθάρισης γίνονται οι μεταβιβάσεις και ο τελικός διακανονισμός των συναλλαγών.

3.13 Μεταφορές μετοχών

Ο επενδυτής μπορεί με εντολή του στο χειριστή να μεταφέρει μετοχές του σε άλλο χειριστή. Αν ο επενδυτής δεν θέλει χειριστή μπορεί να μεταφέρει τις μετοχές του στον ειδικό λογαριασμό, κάτω από την μερίδα του.

3.14 Αυξήσεις κεφαλαίου με καταβολή μετρητών

Η εισηγμένη εταιρεία κάνει γνωστή στο αποθετήριο την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος, την ημερομηνία εισαγωγής των δικαιωμάτων προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο και τη σχέση νέων μετοχών προς παλιές. Το

αποθετήριο ενημερώνει τους λογαριασμούς των επενδυτών με όσα δικαιώματα απορρέουν από τις μετοχές που κατείχαν. Η διαπραγμάτευση των δικαιωμάτων γίνεται όπως και οι μετοχές στο χρηματιστήριο.

3.15 Δωρεάν μετοχές

Δωρεάν μετοχές προκύπτουν από αυξήσεις κεφαλαίου χωρίς καταβολή μετρητών, όπως π.χ. από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, αναπροσαρμογές αξίας παγίων ή από μείωση της ονομαστικής αξίας των μετοχών χωρίς μεταβολή του κεφαλαίου. Η εισηγμένη εταιρεία γνωστοποιεί στο αποθετήριο την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος και την αναλογία των νέων μετοχών προς παλαιές. Το αποθετήριο, στο οποίο τα στοιχεία έχουν καταχωρηθεί σε επίπεδο επενδυτή, παράγει αυτόματα τις νέες μετοχές με βάση τη δηλωθείσα αναλογία από την εισηγμένη εταιρεία και ενημερώνει τους λογαριασμούς των επενδυτών. Τα κλάσματα μετοχών που πιθανόν να προκύπτουν, μεταφέρονται στην εισηγμένη εταιρεία και με ευθύνη της αποδίδονται σε ακέραιες μονάδες στους επενδυτές. Ο επενδυτής δε χρειάζεται πια να κάνει καμία ενέργεια για να αποκτήσει τις νέες μετοχές.

3.16 Διανομή μερισμάτων

Η εισηγμένη εταιρεία ενημερώνει το αποθετήριο με το ποσό του μερίσματος που αποφάσισε η Γενική Συνέλευση να διανείμει και την ημερομηνία που προσδιορίζει τους δικαιούχους. Στις εισηγμένες εταιρείες ονομαστικών μετοχών αποστέλλεται κατάσταση των δικαιούχων μερίσματος και του ποσού που ο καθένας από αυτούς δικαιούται μετά την εκκαθάριση των πράξεων της παραπάνω ημερομηνίας. Οι εισηγμένες εταιρείες θα ενεργήσουν για την πληρωμή του μερίσματος.

3.17 Ενημέρωση επενδυτή

Ο επενδυτής ενημερώνεται για τα υπόλοιπα και τις κινήσεις που έχουν γίνει στο λογαριασμό του από τους εξουσιοδοτημένους χειριστές του. Για τα υπόλοιπα του ειδικού λογαριασμού του ενημερώνεται από το αποθετήριο. Αν το επιθυμεί, μπορεί

να ενημερώνεται από το αποθετήριο για το σύνολο του χαρτοφυλακίου του ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

3.18 Συμμετοχή στις Γενικές Συνελεύσεις των εταιρειών

Οι μέτοχοι μπορούν να απευθύνονται στους χειριστές λογαριασμών για να δεσμεύουν τις μετοχές τους, με σκοπό να συμμετάσχουν στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων. Το αποθετήριο εκδίδει βεβαιώσεις δέσμευσης, τις οποίες παραλαμβάνουν από το χειριστή τους. Την προηγούμενη της γενικής συνέλευσης το αποθετήριο εκδίδει κατάσταση των μετόχων και των μετοχών που ο καθένας έχει δεσμεύσει.

3.19 Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε.

Έχει δημιουργήσει την κατάλληλη υποδομή, ώστε να υποστηρίξει τις απαιτήσεις της κεφαλαιαγοράς στο νέο περιβάλλον των αυτών τίτλων. Έχει αναπτύξει κατάλληλο λογισμικό για την αποτελεσματική διαδικασία της εκκαθάρισης των συναλλαγών όπως επίσης και της τελικής μεταβίβασης των μετοχών από τους πωλητές στους δικαιούχους αγοραστές. Οι επενδυτές, οι εισηγμένες εταιρείες και οι εξουσιοδοτημένοι χειριστές θα είναι ασφαλείς γιατί δεν υπάρχουν κίνδυνοι απώλειας, καταστροφής, πλαστογράφησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4°

4.1 Διεθνείς τάσεις και οι παράγοντες που τις επηρεάζουν

Οι σύγχρονες αγορές κινούνται σε ένα επίπεδο έντονου ανταγωνισμού μέσα σε ένα περιβάλλον παγκοσμιοποίησης. Δεν είναι λίγα τα παραδείγματα που επιβεβαιώνουν αυτή την κατάσταση αρκεί να σκεφτούμε την πρόσφατη οικονομική κρίση όπου τα χρηματιστήρια επηρεάζονταν όλα μεταξύ τους με σημείο αναφοράς την αγορά του Ιαπωνίας και της Αμερικής. Πέρα από το τελευταίο αυτό περιστατικό, στο παρελθόν μπορούμε να σκεφτούμε την κρίση στην Ασία και τη Ρωσία που έγινε το 1997-1998.

Έως τη δεκαετία του '80 το χρηματιστήριο ήταν ένα παιχνίδι για λίγους, δηλ. για κάποιους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και πλούσιους ιδιώτες επενδυτές. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθούν οι παράγοντες που ανέτρεψαν αυτό το σκηνικό που κυριαρχούσε στην παγκόσμια αγορά. Αυτοί είναι:

- Η τεράστια άνοδος που σημείωσαν οι σημαντικότερες αγορές από το 1980 έως το 2000.
- Η αντίληψη ότι οι μετοχές αποτελούν αξιόλογη επένδυση, αν και έχουν υψηλό επίπεδο ρίσκου και είναι πιο αποδοτικές σε σχέση με άλλες επενδύσεις.
- Η ανάπτυξη των ιδιωτικοποιήσεων.
- Το συνταξιοδοτικό πρόβλημα το οποίο κατέστησε την αγορά μετοχών ως μία από τις βασικές λύσεις του.

Μέσα στην εικοσαετία αυτή που μόλις αναφέρθηκε (1982-2000), δημιουργήθηκε μια πληθώρα νέων χρηματιστηρίων και αυξήθηκε εντυπωσιακά ο αριθμός των επενδυτών. Οι παράγοντες που καθόρισαν τη φύση του νέου σκηνικού είναι:

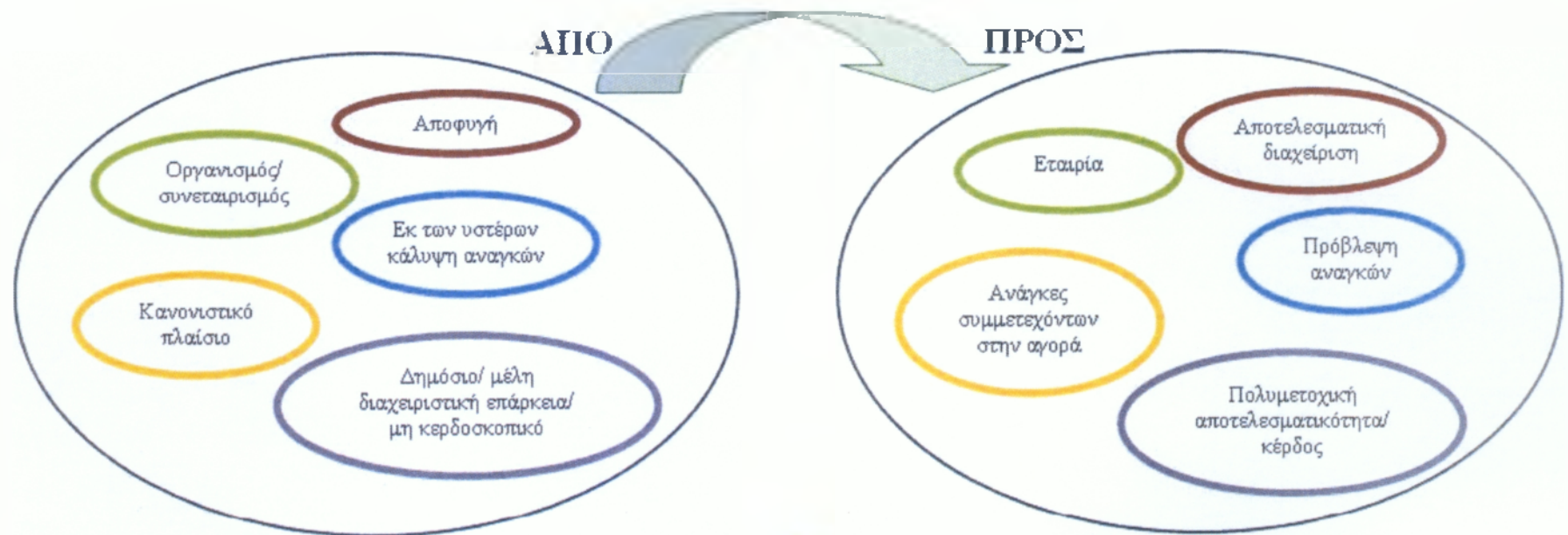
- Η νέα τάση για διαφάνεια, αποδοτικότητα και οργάνωση που χαρακτηρίζει τα σύγχρονα χρηματιστήρια.

- Η εισαγωγή της υψηλής τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) σε όλες τις εκφάνσεις της λειτουργίας των χρηματιστηρίων και η ραγδαία άνοδος της χρήσης του διαδικτύου που κατέστησαν το ρόλο του διαμεσολαβητή πολυτέλεια.
- Σε συνάρτηση με τον προαναφερόμενο παράγοντα είναι η μετακίνηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος από τα στενά όρια μιας χώρας προς μια ευρύτερη γεωγραφική περιοχή. Ο ρόλος του διαδικτύου συνέβαλε σε αυτό.
- Η τάση για συγχωνεύσεις και συνεργασίες σε παγκόσμιο επίπεδο.
- Η απρόσκοπτη κίνηση των κεφαλαίων προς όλες τις αγορές αφού σταδιακά καταργήθηκαν τα οικονομικά σύνορα.

Τα παραπάνω μας κάνουν να αντιληφθούμε ότι δημιουργούνται ευκαιρίες και κίνδυνοι για κάθε επενδυτή. Στόχος του χρηματιστηρίου πλέον είναι η επίτευξη της ανταγωνιστικότητας, ώστε οι επενδυτές να βγαίνουν κερδισμένοι. Τα χρηματιστήρια θα διασφαλίσουν αυτή την ανταγωνιστικότητα μέσα από:

- Την αξιοπιστία.
- Τη διαφάνεια σε κάθε είδους συναλλαγή.
- Την εύκολη και απρόσκοπτη πρόσβαση στην χρηματιστηριακή αγορά σε κάθε επενδυτή.
- Τη μείωση του κόστους των παρεχόμενων υπηρεσιών.
- Τη σύναψη διεθνών συνεργασιών.
- Την προσπάθεια αύξησης της αποτελεσματικότητας.
- Την εισαγωγή πρωτότυπων χρηματιστηριακών προϊόντων, και
- Τέλος, αλλά όχι μικρότερης σημασίας, την πλήρη παρακολούθηση και εναρμόνισή τους με τις τελευταίες τεχνολογικές εξελίξεις.

Χρηματιστήριο



Υπόμνημα: **Φύση**, Διακυβέρνηση - Στόχοι, **Αυτάρκες - Οδοί**, Κίνδυνος, Αντίληψη

Εικόνα 3: Από το παλιό στο σύγχρονο χρηματιστηριακό περιβάλλον

4.2 Ευρωπαϊκά και αμερικάνικα χρηματιστήρια

Η Ευρωπαϊκή Ένωση θέλοντας να καταστήσει τις χρηματιστηριακές αγορές τις πιο ανταγωνιστικές σε σχέση με αυτές της Ασίας και της Αμερικής, ένωσε την ανάγκη να προβεί σε ενέργειες που θα συντελέσουν στην ενοποίηση των αγορών της και να δημιουργήσει ένα ομοιόμορφο πλαίσιο λειτουργίας. Η τεχνολογική εξέλιξη συνέβαλε σημαντικά στην προσπάθειά της και τη διευκόλυνε, ενώ ταυτόχρονα η επικοινωνία των αγορών μεταξύ τους, έγινε πιο φτηνή, γεγονός που μείωσε το κόστος των υπηρεσιών. Η προσπάθεια της Ευρωπαϊκής ένωσης στόχευε επίσης στην βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και στη μείωση κάθε είδους φόβου από την πλευρά των επενδυτών.

Συγκεκριμένα, ανέπτυξε δύο σημαντικές δράσεις. Αυτές είναι οι εξής:

1. Το «σχέδιο δράσης» για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, που υιοθετήθηκε από την ευρωπαϊκή επιτροπή το 1999 και το οποίο επιβεβαίωσε η σύνοδος κορυφής της Λισσαβόνας το 2000.
2. Η δημιουργία της επιτροπής των σοφών. Η επιτροπή των σοφών ήταν υπεύθυνη για τη μελέτη των οικονομικών επιπτώσεων μετά την ενοποίηση των αγορών, τη βελτίωση της διαδικασίας εκκαθάρισης συναλλαγών και τη δημιουργία εποπτικών αρχών και πλαισίου λειτουργίας των αγορών. Επιπρόσθετα, εργάστηκε για να δημιουργήσει το μηχανισμό εκείνο, που θα ανέτρεπε το υπάρχον δυσκίνητο, άκαμπτο και θολό περιβάλλον εργασίας.

Από τις αλλαγές αυτές, θα βγουν κερδισμένα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και ιδιαίτερα αυτά που αποτελούν τους «ηγέτες» της αγοράς, όπως είναι αυτό του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης. Ωφελημένες θα είναι, επίσης, και οι αντίστοιχες μεγάλες τράπεζες. Αν και όλοι σχεδόν συμφωνούν ότι τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια πρέπει να λειτουργούν κάτω από ένα ενημερωμένο και εξορθολογισμένο κανονιστικό πλαίσιο, εντούτοις διαφωνίες έχουν προκύψει σχετικά με την ανάπτυξη ενός αυστηρού πανευρωπαϊκού πλαισίου κι ενός κεντρικού εποπτικού φορέα. Με λίγα λόγια, όλοι διαφωνούν πάνω στο θέμα της μετατόπισης των αρμοδιοτήτων από τα χρηματιστήρια σε κεντρικούς φορείς.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση προσπαθεί να καταστήσει τις χρηματιστηριακές αγορές της ανταγωνιστικές σε σχέση με τις αμερικάνικες, οι οποίες υπερτερούν των ευρωπαϊκών σημαντικά για τους εξής λόγους:

- Το θεσμικό και εποπτικό περιβάλλον είναι καλύτερο.
- Οι εξαγωγές και οι συγχωνεύσεις γίνονται σε ευνοϊκότερο πλαίσιο.
- Η ρευστότητα και το επενδυτικό κοινό είναι μεγαλύτερης κλίμακας από τα ευρωπαϊκά, και
- Τέλος, το κόστος εισαγωγής των εταιρειών είναι χαμηλότερο.

Έχοντας όλα αυτά στο νου, η Ευρωπαϊκή Ένωση οφείλει και πρέπει να αντιμετωπίσει τα προαναφερόμενα πλεονεκτήματα της Αμερικής με τις εξής ενέργειες:

- Να μειώσει ή ακόμα και να εξαλείψει τις όποιες φορολογικές διαφορές και εμπόδια δημιουργούν προβλήματα στις ευρωπαϊκές αγορές.
- Να εναρμονίσει την ευρωπαϊκή χρηματιστηριακή νομοθεσία.
- Να προσπαθήσει να δημιουργήσει ευρωπαϊκά εποπτικά μέσα και μηχανισμούς εκκαθάρισης λογαριασμών.
- Τέλος, να πείσει την Αμερική να δημιουργήσει ευνοϊκότερες συνθήκες για τους αμερικανούς επενδυτές προκειμένου να μπορούν να συναλλάσσονται με τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια χωρίς περιορισμούς. Ενώ οι Ευρωπαίοι επενδυτές είναι ελεύθεροι να επενδύουν στην αμερικάνικη αγορά χωρίς διαμεσολαβητή, δεν συμβαίνει το ίδιο με τους αμερικανούς, οι οποίοι πρέπει να υποβάλουν τις εντολές μέσω χρηματιστών.

4.3. Ευρωπαϊκές συνεργασίες, ιδιωτικοποιήσεις- συγχωνεύσεις

Με απώτερο στόχο τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας και την βελτίωση των υπηρεσιών που παρέχουν τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ολόένα έρχονται στο προσκήνιο οι συνεργασίες των ευρωπαϊκών αγορών. Ο άξονας στον οποίο βασίζονται είναι η κοινή διαπραγμάτευση μετοχών πάνω σε ένα ενιαίο σύστημα. Στην Αμερική έχει γίνει ήδη η συγχώνευση των NASDAQ και American Stock Exchange και ήδη στοχεύουν στη συνεργασία με τα χρηματιστήρια της Φρανκφούρτης και του Χονγκ

Κονγκ. Ταυτόχρονα και στην Ασία γίνονται προσπάθειες συνεργασίας, όπως είναι για παράδειγμα Ταϊβάν και Σιγκαπούρης.

Σήμερα ολοένα και συχνότερα έρχεται στην επιφάνεια η έννοια του παγκόσμιου χρηματιστηρίου το οποίο θα λειτουργεί 24 ώρες το εικοσιτετράωρο και θα περιλαμβάνει τις μεγαλύτερες αγορές του κόσμου. Στη ιδέα αυτή έχουν συμφωνήσει τα χρηματιστήρια της Ν. Υόρκης, του Τορόντο, του Μεξικού, του Σάο Πάολο, του Τόκιο και του Σύνδνεϊ και στοχεύουν στο να δημιουργήσουν αυτό που θα ονομάζεται GEM (Global Exchange Market). Απώτερος στόχος είναι να δημιουργηθεί μια χρηματιστηριακή αγορά που θα απλώνεται σε τρεις διαφορετικές ζώνες ώρας του πλανήτη.

Αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτού του είδους του παγκόσμιου χρηματιστηρίου θα είναι οι μετοχές των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης οι οποίες θα εμφανίζονται σε μια κοινή λίστα στις οθόνες των μελών του Global Exchange Market, αλλά η πραγματική θέση διαπραγμάτευσής τους θα είναι στο χρηματιστήριο στο οποίο είναι ήδη εισηγμένες και το οποίο θα ονομάζεται ως Χρηματιστήριο Μητέρα. Για να γίνει κατανοητός αυτός ο τρόπος διαπραγμάτευσης μιας μετοχής χρειάζεται να αναφερθεί ότι όταν ένας χρηματιστής δίνει εντολή στο χρηματιστήριο στο οποίο κινείται, παραδείγματος χάρι στη Ν. Υόρκη, για να αγοράσει μετοχές που ανήκουν σε άλλο χρηματιστήριο, τότε αυτή θα μεταβιβάζεται στο Χρηματιστήριο Μητέρα, πχ. στο Λονδίνο. Η συναλλαγή θα γίνεται σε λίρες και όχι σε δολάρια, καθώς η λίρα είναι το νόμισμα στο οποίο γίνονται οι αγοροπωλησίες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Όπως τα χρηματιστήρια, με το ίδιο τρόπο και οι εμπλεκόμενες τράπεζες θα πρέπει να έχουν συνεργασία μεταξύ τους. Όλη αυτή η συνεργασία μεταξύ τραπεζών και χρηματιστηρίων θα βασίζεται σε ένα λογισμικό που θα φέρνει σε ηλεκτρονική επαφή όλα τα συνεργαζόμενα μέλη. Για να διεκπεραιωθεί μια εντολή, κριτήριο για την εκτέλεσή της θα είναι η χρονική στιγμή καταχώρισής της στο παγκόσμιο σύστημα.

Τα παραπάνω συμβαίνουν στα άλλα σημεία του πλανήτη αλλά δόκιμο είναι στο σημείο αυτό να γίνει αναφορά στους βασικούς πρωταγωνιστές των ευρωπαϊκών χρηματαγορών έτσι όπως παρουσιάζονται αυτή τη στιγμή:

- **Χρηματιστήριο του Λονδίνου:** αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα της Ευρώπης. Προσπαθεί να κάνει ενέργειες που οδηγούν σε συνεργασία, άλλες επιτυχημένες και άλλες όχι.
- **Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης:** αποτελεί κι αυτό με τη σειρά του βασικό πόλο στο ευρωπαϊκό χρηματιστηριακό περιβάλλον και η λειτουργία του βασίζεται πάνω στο λογισμικό Xetra.
- **Χρηματιστήριο του Μιλάνου:** βασίζεται κυρίως στην εγχώρια αγορά με λίγες βλέψεις στη διεθνή δραστηριότητα, ενώ ταυτόχρονα δεν έχει πραγματοποιήσει καμία συνεργασία με άλλα χρηματιστήρια.
- **Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης:** αποτελεί ένα χρηματιστήριο με τεράστια τεχνολογική υποδομή και κινητικότητα. Πρόσφατα μάλιστα έκανα προσπάθεια εξαγοράς του χρηματιστηρίου του Λονδίνου.
- **Euronext:** είναι η πιο επιτυχημένη προσπάθεια ενοποίησης ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Τη συνεργασία Euronext απαρτίζουν τα χρηματιστήρια του Παρισιού, του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών.
- **NOREX (Nordic Exchange):** αποτελεί προσπάθεια των σκανδιναβικών χρηματιστηρίων μαζί με το χρηματιστήριο στις Ισλανδίας. Στην πρωτοβουλία αυτή δεν συμμετείχε το χρηματιστήριο του Ελσίνκι, αλλά αντίθετα ενώθηκαν αργότερα μικρότερα χρηματιστήρια της Βαλτικής.



Εικόνα 4: Εικόνα χρηματιστηρίου (Πηγή www.moneypost.gr)

Σήμερα τα 14 από τα 17 χρηματιστήρια της ομοσπονδίας των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων λειτουργούν με τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας (Α.Ε.). Ταυτόχρονα τα χρηματιστήρια παραγώγων συγχωνεύονται με τα χρηματιστήρια

αξιών. Το μετοχικό κεφάλαιο του χρηματιστηρίου της Κοπεγχάγης διανέμεται ως προς το 60% σε τράπεζες, το 20% σε εισηγμένες εταιρείες και το υπόλοιπο 20% σε εκδότες εισηγμένων ομολόγων. Παράλληλα, στο χρηματιστήριο του Ελσίνκι μεγαλομέτοχοι είναι τράπεζες και θεσμικοί επενδυτές. Επίσης το χρηματιστήριο του Μιλάνου μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία το 1997. Αυτό είναι το περιβάλλον ιδιωτικοποιήσεων και συγχωνεύσεων στο οποίο κινούνται τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

4.4 Η εποχή του Ευρώ

Ένας ακόμα παράγοντας που συνέβαλλε στην ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών ήταν η εμφάνιση του ευρώ. Η εμφάνιση του νέου νομίσματος ολοκλήρωσε τις προσπάθειες δημιουργίας μίας ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς χωρίς γεωγραφικά σύνορα. Η διαφοροποίηση των τοπικών αγορών καταστάθηκε πολύ δύσκολη. Ταυτόχρονα, όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια έκανα προσπάθειες εναρμόνισης των ωρών κατά τις οποίες μπορούν να γίνονται οι συναλλαγές, γεγονός που προβλημάτισε τα χρηματιστήρια των Η.Π.Α., καθώς ένα τέτοιο γεγονός θα ενίσχυε τη ρευστότητα στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και θα μείωνε συγχρόνως το κόστος των συναλλαγών.

Με την επικράτηση του ευρώ ενισχύθηκε ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών και αυξήθηκε σημαντικά το βάθος των σύγχρονων κεφαλαιαγορών. Οι θεσμικοί επενδυτές πλέον μπορούν να μειώσουν το κόστος παρακολούθησης των μετοχών τους, να διενεργούν συναλλαγές από απόσταση, να εκτιμήσουν καλύτερα τη ρευστότητα της αγοράς προκειμένου να αξιολογήσουν τη σκοπιμότητα των επόμενων κινήσεών τους.

Εκτός από τις επιπτώσεις που είχε το ευρώ στη δραστηριότητα των θεσμικών επενδυτών, επιπτώσεις υπήρξαν και στις εταιρείες. Εντάθηκε ο ανταγωνισμός και ως επακόλουθο είχε να επικρατήσουν εταιρείες με τις καλύτερες απαιτήσεις. Κάθε εταιρία έπρεπε να εναρμονίσει το λογισμικό της προκειμένου να δέχεται το ευρώ ως νόμισμα. Με αυτόν τον τρόπο, μετά την εισαγωγή του ευρώ ενισχύθηκε η κινητικότητα των κεφαλαίων, παρατηρήθηκε βελτίωση στις παρεχόμενες υπηρεσίες και συμπιέστηκαν τα περιθώρια κέρδους. Σε αυτό συνέβαλε και η διάδοση του

διαδικτύου, όπως θα δούμε και στη επόμενη ενότητα, η οποία κατήργησε τη μεσολάβηση.

Άλλη μία θετική εξέλιξη υπήρξε και η ενίσχυση της διαφάνειας των αγορών. Πλέον κάθε επενδυτής μπορεί να παρακολουθήσει με ευκολία κάθε χρηματιστηριακή αγορά και να πετύχει τις καλύτερες δυνατές τιμές. Επίσης το χαρτοφυλάκιο κάθε επενδυτή και χρηματιστή είναι εμφανές σε κάθε ενδιαφερόμενο. Σε τελική ανάλυση η διαφάνεια ήταν το ζητούμενο όχι μόνο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και κάθε ενδιαφερόμενου που σχετίζεται με την χρηματαγορά.

Τελευταία μέρα διαπραγμάτευσης μετοχών στο ΧΧΑ με τη δραχμή ήταν η Παρασκευή 29η Δεκεμβρίου του 2000. Από τη Δευτέρα 02 Ιανουαρίου 2001 η συναλλαγές γίνονται με το νόμισμα του ευρώ. Στο διάστημα αυτό των τριών ημερών, μετατράπηκαν οι τιμές των μετοχών από δραχμές σε ευρώ. Οι αλλαγές που συντελέστηκαν στο ελληνικό χρηματιστήριο έγιναν σε τρία επίπεδα, το νομοθετικό, το οργανωτικό και το τεχνολογικό. Η σύγκριση των μετοχών πλέον είναι ευκολότερη, καθώς η διαπραγμάτευση των μετοχών γίνεται στο ίδιο νόμισμα και οι επενδυτές μπορούν να κατανοήσουν περισσότερο την πληροφόρηση που λαμβάνουν.

4.5 Η επίδραση του Διαδικτύου

Η ραγδαία ανάπτυξη του Διαδικτύου είχε πολλαπλά θετικά αποτελέσματα ακόμα και στην χρηματοοικονομική αγορά. Ο επενδυτής έχει πλέον τον έλεγχο του χαρτοφυλακίου και όχι ο διαμεσολαβητής όπως γινόταν μέχρι πρότινος. Μπορεί άμεσα και άμεσα να ενημερώνεται, να διαπραγματεύεται τις μετοχές του σε χαμηλό κόστος, με ασφάλεια και 24 ώρες το 24ωρο. Το ποσοστό των συναλλαγών που γίνονται μέσω του διαδικτύου αυξάνονται χρόνο με το χρόνο και ενώ το 1998 μόλις το 20% των διεργασιών διενεργούνται μέσω διαδικτύου, το 2001 το ποσοστό αυτό ανέβηκε στο 50%. Επίσης έρευνες έδειξαν ότι οι επενδυτές που χρησιμοποιούν το διαδίκτυο για τις συναλλαγές τους, πραγματοποιούν ταυτόχρονα 4 φορές περισσότερες αγοραπωλησίες σε σχέση με αυτούς που χρησιμοποιούν τους παραδοσιακούς διαύλους διαπραγματεύσεων που κοστίζουν.

Μέρα με τη μέρα εμφανίζονται όλο και περισσότερες εταιρίες που διευκολύνουν την πρόσβαση των επενδυτών στις χρηματαγορές, οι οποίες

προσπαθούν να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους προκειμένου να καλύψουν περισσότερες υπηρεσίες και περισσότερες γεωγραφικές περιοχές. Οι επενδυτές μπορούν να δουν τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών σε πραγματικό χρόνο και να παίρνουν οι ίδιοι ταυτόχρονα τις αποφάσεις που σχετίζονται με αυτές.

Στις Η.Π.Α. οι δύο μεγαλύτερες εταιρείες που παρέχουν online χρηματοοικονομικές υπηρεσίες είναι η Schwab και η E-trade. Αντίστοιχα στην Ευρώπη δραστηριοποιήθηκαν αρχικά η Sharelink και η Stocktrade. Για να κατανοήσει κανείς το μέγεθος και την ένταση του μετασχηματισμού της αγοράς αξίζει να λάβει υπόψη ότι ενώ το 1997 οι ηλεκτρονικοί χρηματιστηριακοί λογαριασμοί άγγιζαν το 1,2 εκατομμύρια, το 2000 έφθασαν τα 1,8. Η εκτίμηση ήταν ότι το 2004 ο αριθμός αυτός θα έφτανε τα 14 εκατομμύρια. Ήδη από το 1999 μεγάλοι επενδυτικοί οργανισμοί όπως η Merrill Lynch, η Prudential Securities και η Paine Webber, έκαναν συναλλαγές μέσω διαδικτύου.

Όπως συμβαίνει σε αρκετούς τομείς της χώρα μας, έτσι και στην χρήση του διαδικτύου στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές, παρουσιάστηκε μεγάλη καθυστέρηση και μικρός ρυθμός ανάπτυξης τουλάχιστον για την περίοδο 1996-2004. Ενώ στα τέλη του 2000 υπήρχαν 30.000 κωδικοί επενδυτών, το 2001 άγγιξαν τους 70.000. Παράλληλα το ποσοστό των ημερήσιων συναλλαγών που γίνονται μέσω διαδικτύου έφταναν μόλις το 5% των συνολικών συναλλαγών το 2001. Συνοπτικά, θα μπορούσε να πει κανείς ότι η ηλεκτρονική επικοινωνία εξασφαλίζει πλήρη αντικειμενικότητα και μειώνει το περιθώριο λάθους. Όλες οι μετοχές, μικρές και μεγάλες αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο γεγονός που επιτρέπει να εξασφαλίζουν την καλύτερη δυνατή τιμή.

Οι online συναλλαγές προσφέρουν μια μεγάλη ποικιλία διευκολύνσεων και πληροφοριών στο χρήστη. Οι τελευταίες συνοψίζονται στις παρακάτω:

Ενημέρωση: Ο επενδυτής έχει την εικόνα της αγοράς σε πραγματικό χρόνο σε συνδυασμό με τις τελευταίες ειδήσεις και τις αντίστοιχες αναλύσεις.

Εντολές αγοραπωλησίας: Ο επενδυτής από μόνος του χωρίς να χρειάζεται τη διαμεσολάβηση ενός χρηματιστή μπορεί να πραγματοποιήσει αγοραπωλησίες μετοχών.

Ενημέρωση εκτέλεσης: Ο επενδυτής μπορεί να δει εάν πραγματοποιήθηκε η εντολή του ή όχι.

Παρακολούθηση χαρτοφυλακίου και κινήσεων λογαριασμού: Ο επενδυτής μπορεί ανά πάσα στιγμή να παρακολουθήσει το κέρδος ή τη ζημία που προέκυψε από τη δραστηριότητά του και ταυτόχρονα να είναι ενήμερος για όλες τις κινήσεις που έχουν πραγματοποιηθεί στο λογαριασμό του.

Επικοινωνία: Ο επενδυτής μπορεί να έρθει άμεσα σε επικοινωνία με κάποια χρηματιστηριακή εταιρία χωρίς τη χρήση τηλεφώνου ή την φυσική επίσκεψη στο χώρο της τελευταίας.

Ανωνυμία εκτέλεσης εντολών: Ο επενδυτής δεν έχει πρόσωπο παρά μόνο έναν ηλεκτρονικό λογαριασμό με τον οποίο διενεργεί όλες τις χρηματοοικονομικές του αγοραπωλησίες.

Εξασφάλιση καλύτερης τιμής: Εξαιτίας της εξάλειψης του μεσάζοντα, ο επενδυτής μπορεί να εξασφαλίσει τις καλύτερες δυνατές τιμές για τις μετοχές στις οποίες επενδύει και μάλιστα οι τιμές που παρακολουθεί είναι σε πραγματικό χρόνο.

Χαμηλό κόστος: Το κόστος των on line εντολών δεν είναι μεγαλύτερο από αυτό που θέτουν οι ίδιες οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Πολλές φορές είναι μικρότερο και έχει ως κερδισμένο τον τελικό επενδυτή.

24ωρη εισαγωγή εντολών: Οι ώρες διαπραγματεύσεων των εντολών δεν είναι δεσμευτικές για τον επενδυτή. Μέσα από το πληκτρολόγιο του μπορεί να δώσει εντολές ανά πάσα στιγμή και να παρακολουθήσει το χαρτοφυλάκιο του κάθε στιγμή της ημέρας.

Υπάρχει όμως και η άλλη όψη του νομίσματος της χρήσης του διαδικτύου. Τα κυριότερα μειονεκτήματα της οποίας συνοψίζονται στα εξής:

- Εξάλειψη διαπροσωπικών σχέσεων.
- Σημαντικά προβλήματα κατά τις ώρες αιχμής του δικτύου (παύση λειτουργιών, αργή λειτουργία του συστήματος)
- Έλλειψη ρευστότητας αντίθετα με ότι συμβαίνει στα χρηματιστήρια.
- Σε περίπτωση λάθους απαιτείται μεγάλη εξοικείωση του επενδυτή με τη νέα επενδυτή.

4.6 Το Ελληνικό Χρηματιστήριο

Όπως και τα ευρωπαϊκά έτσι με το ελληνικό χρηματιστήριο, το γνωστό ως Χ.Α.Α. επηρεάζεται από το γενικότερο κλίμα που επικρατεί στις χρηματαγορές. Την περίοδο 2001 έως 2003 καταγράφηκε η μεγαλύτερη χρηματιστηριακή κρίση πριν εμφανιστεί στις μέρες μας η μεγαλύτερη οικονομική κάμψη μετά το κραχ. Το ανταγωνιστικό περιβάλλον στο οποίο κινούνται αναγκάζει τα χρηματιστήρια να διευρύνουν τις υπηρεσίες τους πέρα από τα στενά γεωγραφικά τους όρια και ταυτόχρονα να ανταγωνίζονται οργανισμούς και φορείς που δεν έχουν αναγκαστικά την ίδια λειτουργία και δομή με το ελληνικό χρηματιστήριο. Με αυτό τον τρόπο, κάτω από το γενικότερο πλαίσιο παρατηρούνται πολλαπλές μεταβολές στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια (στη δομή, στην οργάνωση και στην ιδιοκτησία) που δεν άφησαν ανεπηρέαστο και το ελληνικό.

Συνεπώς το ελληνικό χρηματιστήριο καλείται να αναπροσαρμόσει τους στόχους του, να ενσωματωθεί στην κοινοτική νομοθεσία, να ανοιχθεί και να εκτεθεί στον παγκόσμιο ανταγωνισμό. Μέχρι το 2005 είχαν διενεργηθεί πολλές νομικές αλλαγές που απελευθέρωσαν και επέτρεψαν στο Χ.Α.Α. να λειτουργήσει χωρίς εμπόδια και με τη δομή των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Συνοπτικά θα πρέπει να ανταποκριθεί στους εξής στόχους:

Ασφάλεια: Το Χ.Α.Α. αρχικά θα πρέπει να εμπνέει ασφάλεια στον επενδυτή προκειμένου αυτός να διενεργήσει απρόσκοπτα όλες τις συναλλαγές του. Ο επενδυτής που νιώθει ασφάλεια είναι ταυτόχρονα και δραστήριος επενδυτής.

Αξιοπιστία: Το Χ.Α.Α. θα πρέπει να λειτουργήσει σε ένα θεσμικό πλαίσιο που θα παρέχει στον εκάστοτε επενδυτή την πληροφορία που χρειάζεται προκειμένου να λειτουργήσει.

Διαφάνεια: Η διαφανής λειτουργία ενός χρηματιστηρίου συμβάλλει όχι μόνο στην αύξηση της αξιοπιστίας του, αλλά προσφέρει έλεγχο της αγοράς και δημιουργεί την απαραίτητη εμπιστοσύνη που χρειάζεται προκειμένου να δημιουργηθεί μια ισχυρή σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτή και χρηματιστηρίου.

Πλεονέκτημα: Το Χ.Α.Α. με τις απαραίτητες κινήσεις του πρέπει να αποκτήσει το απαραίτητο συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τα άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Αυτό θα το πετύχει μέσα από την τεχνολογική του υποδομή, τα ελκυστικά, ελπιδοφόρα και πρωτοπόρα προϊόντα του και την ανοιχτή πρόσβαση σε κάθε πιθανό ενδιαφερόμενο με τις ποιοτικές και χαμηλού κόστους συναλλαγές.

Το Χ.Α.Α. οφείλει να κρατήσει τους επενδυτές, εγχώριους και μη, δεμένους στον ιστό του αν δεν θέλει να δει να διαρρέει ένα μεγάλο μέρος των συναλλαγών του σε άλλες αγορές. Όλοι οι φορείς που εμπλέκονται με το Χ.Α.Α. θα πρέπει να αναπτύξουν κοινή στρατηγική που θα στοχεύει στην ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς μέσα από την πληροφόρηση και την εκπαίδευση, έννοιες οι οποίες από μόνες τους εμπνέουν αίσθημα εμπιστοσύνης. Σε δεύτερο επίπεδο όλοι πρέπει να βοηθήσουν στην προώθηση των υπαρχόντων προϊόντων του, στην ανάπτυξη καινούριων και στην δημιουργία συνεργασιών με άλλα χρηματιστήρια τα οποία θα δημιουργήσουν έναν πόλο ικανό να φέρει νέους επενδυτές στην περιοχή. Σε ένα τρίτο επίπεδο, το ελληνικό χρηματιστήριο χρειάζεται να συνεργαστεί με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά προκειμένου να αναπτυχθεί μία κοινή επωφελής σχέση.

Εκτός των άλλων, δεν πρέπει να παραβλέπεται το ενδιαφέρον για την ποιότητα των εισηγμένων εταιρειών. Το ελληνικό χρηματιστήριο πρέπει να αποτελείται από δυναμικές εταιρείες με ισχυρή παρουσία. Η προστασία του επενδυτή είναι συνυφασμένη με την απαραίτητη εξασφάλιση ρευστότητας στην αγορά. Ο έλεγχος και η διαφάνεια της αγοράς δρουν αποτελεσματικά. Από το 2003 το χρηματιστήριο Αθηνών γίνεται ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία ΕΧΑΕ και ανήκει πλέον στην ελίτ των χρηματιστηρίων του κόσμου, όπως για παράδειγμα είναι αυτό του Λονδίνου, της Ν. Υόρκης, του Χονγκ Κονγκ και του Σύδνεϋ. Επομένως την ΕΧΑΕ μπορούμε να την συγκρίνουμε με ένα από τα προαναφερθέντα χρηματιστήρια προκειμένου να έχουμε σωστά αποτελέσματα.

Η ΕΧΑΕ διαθέτει ιδιόκτητα συστήματα τεχνολογίας πληροφορικής για τη λειτουργία του χρηματιστηρίου, παρέχει συμβουλές και δεδομένα στην αγορά. Οφείλει να έχει υψηλό ημερήσιο τζίρο γιατί σε αντίθετη περίπτωση αυτό συνεπάγεται αδυναμία ανάπτυξης εργασιών, αναποτελεσματική αγορά και τέλος υψηλό κίνδυνο εξόδου καλών εταιρειών και εισαγωγή τους σε άλλα

χρηματιστήρια. Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται στοιχεία για την ελληνική κεφαλαιαγορά.

Πίνακας 2: Στοιχεία για την ελληνική κεφαλαιαγορά (Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών)

	1993	2000	2003	2004	2005
Εισηγμένες εταιρείες	146	342	342	341	328
Χρηματιστηριακές εταιρείες	57	89	85	80	80
Κεφαλαιοποίηση ΧΑ δις ευρώ	9	117,9	84,6	92,1	123,3
Κεφαλαιοποίηση (δις €) και ποσοστό στο σύνολο των 20 πρώτων εταιρειών	5,5 (60%)	66,1 (56%)	52,8 (62%)	63,9 (69%)	88,8 (72%)
Κεφαλαιοποίηση (δις €) και ποσοστό στο σύνολο των 60 πρώτων εταιρειών	7,7 (86%)	88,3 (75%)	66,2 (78%)	76,2 (82%)	106,7 (87%)

Πίνακας 3: Στοιχεία για την ελληνική κεφαλαιαγορά (Πηγή Χρηματιστήριο Αθηνών)

Έτος	Μέσος ημερήσιος τζιρός (εκ. €)	Αριθμός εισηγμένων εταιρειών	Κεφαλαιοποίηση ΧΑ (δις €)
1993	8	146	9,1
1994	15	196	10,5
1995	17	215	11,8
1996	23	236	17,4
1997	68	237	28,8
1998	165	258	67,0
1999	692	294	197,5
2000	402	342	117,9
2001	169	349	96,9
2002	100	349	65,8
2003	140	342	84,6
2004	141	341	92,1
2005	211	328	123,3

4.7 Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, μειονεκτήματα και ενέργειες για αποτελεσματική λειτουργία

Το μεγάλο ζητούμενο στην ελληνική αγορά είναι η ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας. Έχοντας κατά νου αυτό το στόχο πρέπει να γίνονται οι απαραίτητες ενέργειες προκειμένου να μην εμφανίζονται εμπόδια στην επίτευξη της. Οι στόχοι του ελληνικού χρηματιστηρίου δύσκολα θα επιτευχθούν γιατί συναντούν ορισμένα προβλήματα. Αυτά είναι:

- ♦ Μειωμένος αριθμός εισηγμένων εταιρειών μεγάλου καχ μεσαίου μεγέθους. Αν κρίνουμε από τα ευρωπαϊκά δεδομένα, ο αριθμός είναι μάλλον ανησυχητικός. Αν μία αγορά έχει πολλές εταιρείες μεσαίου μεγέθους τότε είναι πολύ ευάλωτη.
- ♦ Έλλειψη κρατικών ομολόγων. Τα κρατικά ομόλογα αποτελούν συντελεστή εσόδων για την αγορά.
- ♦ Οι εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α.Α. έχουν αυξημένο κόστος το οποίο πρέπει να μειωθεί.
- ♦ Επικρατεί αδυναμία ανάπτυξης εργασιών από τις χρηματιστηριακές εταιρείες.
- ♦ Στο Χ.Α.Α. δεν υπάρχουν μέλη εξ αποστάσεως. Το φαινόμενο αυτό είναι μοναδικό στην Ευρώπη αφού σε όλα τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια υπάρχει ικανός αριθμός τέτοιων μελών.
- ♦ Συγκεντρωτισμός. Την τελευταία περίοδο παρατηρείται μια ψηλή τάση συγκεντρωτισμού σε ορισμένες χρηματιστηριακές εταιρίες. Έτσι η αγορά γίνεται ρηχή, αδύναμη και ευάλωτη.
- ♦ Τιμολογιακή πολιτική. Η πολιτική αυτή που ασκείται σε καμία περίπτωση δεν θεωρείται εύκαμπτη, συνολική και ανταγωνιστική.
- ♦ Απουσία επαρκούς εκπαίδευσης και γνώσης. Πολλοί επαγγελματίες αλλά και πολλοί επενδυτές στερούνται ακόμα και των βασικών γνώσεων της λειτουργίας του χρηματιστηρίου.
- ♦ Ο φόρος επί της πώλησης μετοχών.
- ♦ Η Ε.Χ.Α.Ε. έχει αφήσει θέματα εκκρεμή στη σχέση της με το δημόσιο τομέα.

Για όλα τα παραπάνω και για τη συνεχή βελτίωση και αύξηση του όγκου των συναλλαγών η Ε.Χ.Α.Ε. πρέπει να προβεί σε ορισμένες ενέργειες που θα συντελέσουν στην βιώσιμη και αποτελεσματική λειτουργία της. Αυτές συνοψίζονται ως εξής:

- Ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων.
- Ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων.
- Ανάπτυξη άλλων αγορών και προϊόντων.
- Καταρχήν έλευση και μετέπειτα αύξηση του αριθμού των μελών εξ αποστάσεως.
- Ενεργοποίηση ηλεκτρονικών μηχανισμών και διασυνδέσεων.
- Μελέτη και αναδιάρθρωση της τιμολογιακής πολιτικής.
- Ενθάρρυνση συγχωνεύσεων μεταξύ χρηματιστηριακών εταιρειών.
- Προσέλκυση μεγάλων και καλής ποιότητας εταιρειών.
- Σε περίπτωση πλεονάζουσας ρευστότητας, τότε να γίνεται σωστή αξιοποίησης της.

4.8 Η αναδιοργάνωση και η προσαρμογή του Χ.Α.Α.

Μέσα σε αυτό το γενικότερο πλαίσιο ανακατατάξεων, συνεργασιών, ιδιωτικοποιήσεων και ευρύτερου ανταγωνισμού ήταν έκδηλη η ανάγκη να υπάρξουν κάποιες αλλαγές και στο Χ.Α.Α. Τα προβλήματα έγιναν αντιληπτά και πάρθηκαν ορισμένες αποφάσεις προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι όποιες αδυναμίες. Οι μεταβολές στις οποίες προέβη ήταν πολλές και αυτές αφορούσαν κυρίως στην αναδιοργάνωση, στη γενικότερη λειτουργία του, καθώς και στην τεχνολογική υποδομή που απαιτείται προκειμένου να ολοκληρωθούν οι καθημερινές εργασίες ενός σύγχρονου χρηματιστηρίου. Συνοπτικά, μέσα από μια σύντομη βιβλιογραφική επισκόπηση, μπορούμε να αναφέρουμε τις εξής μεγάλες και πάνω από όλα σημαντικές αλλαγές:

- Η εποπτεία της αγοράς ανατέθηκε αποκλειστικά στην επιτροπή της κεφαλαιαγοράς.

- Το Χ.Α.Α. λειτουργεί πλέον ως ανώνυμη εταιρεία, όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενη ενότητα, με την επωνυμία Ε.Χ.Α.Ε. Η Ε.Χ.Α.Ε. δημιούργησε θυγατρικές εταιρείες όπως είναι η Ανώνυμη Εταιρεία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς (ΑΣΥΚ), το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης (Χ.Κ.Θ.), το Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης (ΚΕΚ), τις Εταιρείες του Χρηματιστηρίου Παραγώγων (Χ.Π.Α.), τις Εταιρείες Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ) και την Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων (Α.Ε.Λ.Τ). Η μεταβολή αυτή της νομικής μορφής του Χ.Α.Α. έδωσε μια ευέλικτη μορφή στη φύση της και την απάλλαξε από τον έλεγχο του δημοσίου τομέα. Οι αποφάσεις πλέον παίρνονταν με κριτήρια αποδοτικότητας και τέλος η ίδρυση των παραπάνω θυγατρικών εκσυγχρόνισε την αγορά και την έκανε πιο ανταγωνιστική.
- **Τεχνολογική αναδιοργάνωση.** Το Χ.Α.Α. αναβάθμισε και επέκτεινε το δίκτυο χρηματιστηριακών συναλλαγών, ενώ ταυτόχρονα ανέπτυξε περισσότερο το σύστημα ΟΑΣΗΣ. Ταυτόχρονα, εισήγαγε την ευρυζωνικότητα, αναβάθμισε και επέκτεινε το εσωτερικό δίκτυο και δημιούργησε σύστημα φωνητικής επικοινωνίας μεταξύ των μελών του Χ.Α.Α.
- Το Χ.Α.Α. διέθεσε το μετοχικό του κεφάλαιο στο κοινό και ήταν ανάμεσα στα 5 πρώτα χρηματιστήρια που το έκαναν.
- Το Χ.Α.Α. εισήγαγε διεθνή λογιστικά πρότυπα προκειμένου να επιτευχθεί απόλυτη νομική ασφάλεια.
- Κατάργηση της διακίνησης φυσικών τίτλων και αποϋλοποίηση των μετοχών για μεγαλύτερο και αποτελεσματικό έλεγχο.
- Το Χ.Α.Α. ενίσχυσε την προστασία των επενδυτών με τη δημιουργία ενός κεφαλαίου κάλυψης των συναλλαγών, το επικουρικό.
- **Μειώθηκε σημαντικά το κόστος** των συναλλαγών με σειρά αποφάσεων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας σε συνεργασία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα μέσα στο ίδιο πλαίσιο αναμόρφωσης της τιμολογιακής πολιτικής εξορθολογίστηκε η συνδρομή των εισηγμένων

εταιρειών. Η ενέργεια αυτή βασίστηκε στην αντίληψη ότι το κόστος των συναλλαγών επηρεάζει την ανταγωνιστικότητα των χρηματιστηρίων.

- **Δημιουργία δείκτη FTSE/ X.A.A. Η Financial Times**, το χρηματιστήριο του Λονδίνου και το χρηματιστήριο Αθηνών συνεργάστηκαν προκειμένου να δημιουργήσουν αυτό τον δείκτη με τις είκοσι πιο αξιόπιστες και υψηλά εμπορεύσιμες μετοχές. Ο δείκτης αυτός λειτουργεί από το Σεπτέμβριο του 1997.
- **Προβολή του X.A.A.** Από το 1995 ξεκίνησε μια εκστρατεία συστηματικής προβολής και προώθησης του X.A.A. στο διεθνή τύπο. Έγκριτες εφημερίδες και περιοδικά όπως το World Street Journal, Herald Tribune, Forbes, Economist, Financial Times και άλλα δημοσίευσαν άρθρα με στόχο την προβολή του X.A.A.
- **Διασπορά της πληροφόρησης.** Το X.A.A. κατέγραψε τους βασικούς μετόχους των εισηγμένων εταιριών, ώστε να μπορεί να ελέγχει τις οποιεσδήποτε ανακατατάξεις. Επίσης όρισε ποιες πληροφορίες πρέπει να δημοσιεύονται κατά τις εξαγορές, ενώ δημιούργησε ένα ειδικό τμήμα το οποίο παρακολουθεί καθημερινά όλη την επικαιρότητα σχετικά με τις εισηγμένες εταιρείες. Η ομάδα αυτή ελέγχει την εγκυρότητα των ειδήσεων, τις διασταυρώνει με τις διοικήσεις των εταιριών, γεγονός που προστατεύει την τιμή των μετοχών. Συστάθηκε επίσης τμήμα διάχυσης της πληροφόρησης ώστε να μπορεί το X.A.A. να πληροφορεί το κοινό πιο εύκολα.
- **Δημιουργία συνεργασιών.** Το X.A.A. επιδίωξε συνεργασίες με γειτονικές χρηματιστηριακές αγορές με στόχο το κοινό όφελος. Αν και οι χρηματαγορές των υπόλοιπων βαλκανικών χωρών δεν είναι τόσο αναπτυγμένες όσο το X.A.A. με εξαίρεση το χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης το X.A.A. προσπάθησε να συνεργαστεί και να τις εκσυγχρονίσει. Αρχικά υπέγραψε μνημόνιο συνεργασίας με το χρηματιστήριο της Κύπρου προκειμένου να παράσχει τεχνογνωσία και εκπαίδευση στα στελέχη του. Επίσης αποφασίστηκε η δημιουργία ενός κοινού δείκτη 100 μετοχών. Στο ίδιο πλαίσιο κινήθηκε και η συνεργασία με το χρηματιστήριο του Βελιγραδίου που είναι ένα από τα παλαιότερα των Βαλκανίων. Το X.A.A. ανέλαβε να εγκαταστήσει το σύστημα ΟΑΣΗΣ και να παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες για τη δημιουργία ενός θεσμικού πλαισίου. Το X.A.A. είδε στο χρηματιστήριο

του Βελιγραδίου έναν σύμμαχο που θα βοηθούσε στην υλοποίηση των στόχων του. Τέλος, ανέλαβε να οργανώσει και να μεταφέρει τεχνογνωσία στο νεοσύστατο χρηματιστήριο των Σκοπίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5°

5.1 Η κεφαλαιαγορά

Το Χ.Α.Α. ιδρύθηκε το 1876, από το 1880 λειτούργησε ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου (ΝΠΙΔ), από το 1909 έως το 1995 έγινε νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου (ΝΠΔΔ) και το 1999 ιδρύθηκε η Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρία Συμμετοχών, γνωστή ως ΕΧΑΕ. Στόχος της ανώνυμης εταιρίας είναι η διαρκής ανάπτυξη της αγοράς, η ανάπτυξη νέων προϊόντων και αγορών, η προώθηση διεθνών συνεργασιών και η ορθολογικοποίηση του ομίλου. Το Χ.Α.Α. λειτουργεί υπό τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Υπουργείου Οικονομίας. Επίσης το Χ.Α.Α. συμβάλλει στην οργάνωση και στη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα.

Όσον αφορά στην κεφαλαιαγορά, αυτή χωρίζεται στην πρωτογενή και τη δευτερογενή. Η πρωτογενής αγορά αφορά στη διάθεση και έκθεση κινητών αξιών στους επενδυτές. Η εισαγωγή κινητών αξιών στο Χ.Α.Α. σηματοδοτεί τη διαπραγμάτευσή τους σε μια οργανωμένη αγορά. Οι εκδότριες εταιρείες που είναι οι χρήστες κεφαλαίων (ιδιωτικός και δημόσιος τομέας) εισάγουν τις κινητές τους αξίες προς διαπραγμάτευση σύμφωνα με τους κανόνες του Χ.Α.Α.. Από την άλλη πλευρά, οι προμηθευτές κεφαλαίων (θεσμικοί και ηγετικοί επενδυτές) εκτιμούν αυτή τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης.

Σε δεύτερο επίπεδο έχουμε τη δευτερογενή αγορά διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών. Το Χ.Α.Α. έχει αναλάβει να ρυθμίσει αποτελεσματικά την προσφορά και τη ζήτηση των τίτλων. Ο μηχανισμός προσδιορισμού των τιμών είναι ο παράγοντας από τον οποίο εξαρτάται η διαπραγμάτευση των τίτλων. Στον ελληνικό χώρο, όπως και στα περισσότερα χρηματιστήρια του κόσμου, ήδη από το 1992, οι διαπραγματεύσεις των τίτλων γίνονται ηλεκτρονικά. Ανάλογα με τις προϋποθέσεις που πληρεί μια εταιρεία εισάγεται είτε στην κύρια είτε στην παράλληλη αγορά. Μια εταιρεία για να εισαχθεί στην κύρια αγορά θα πρέπει να έχει κεφάλαια άνω των δέκα εκατομμυρίων ευρώ. Αντίθετα στην παράλληλη αγορά εισέρχονται οι μικρότερες εταιρείες.

Πίνακας 4: Εξέλιξη αριθμού εισηγμένων εταιρειών

	1993	1995	1997	1999	2000
Κύρια αγορά	137	179	184	210	224
Παράλληλη αγορά	5	25	43	69	103
Σύνολο	142	204	227	279	327

Ποιες όμως είναι οι κινητές αξίες που διαπραγματεύονται στο ελληνικό χρηματιστήριο; Αυτές είναι μετοχές εταιρειών, ομόλογα του δημοσίου, ομολογιακά δάνεια εταιρειών, μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια, ομόλογα με ρήτρα και ομόλογα διεθνών οργανισμών. Σκόπιμο κρίνεται στο σημείο αυτό να γίνει αναφορά και στις αρμοδιότητες του Χ.Α.Α. Αυτές συνοψίζονται στην:

- Έγκριση εισαγωγής κινητών αξιών.
- Φροντίδα ομαλής διεξαγωγής των συναλλαγών.
- Επιβολή ποινών στους παραβάτες.
- Παρακολούθηση συναλλαγών.
- Αναστολή διαπραγμάτευσης αξιών.
- Παρακολούθηση περιοδικών και ανακοινώσεων σχετικά με τις εισηγμένες εταιρείες.



Εικόνα 5: Εσωτερικό χρηματιστηρίου (Πηγή www.newsbomb.gr)

5.2 Διοίκηση του Χ.Α.Α.

Όσον αφορά στην οργανωτική δομή του Χ.Α.Α., χρειάζεται να αναφερθεί ότι διοικείται από ένα 9μελές διοικητικό συμβούλιο το οποίο φροντίζει να φέρει εις πέρας τις προαναφερθείσες αρμοδιότητες. Η θητεία των μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι τριετής. Η γενική συνέλευση των μετόχων είναι το ανώτερο όργανο του Χ.Α.Α. η οποία συγκαλείται από το διοικητικό συμβούλιο. Στην παρακάτω εικόνα (βλ. Εικόνα 2) μπορούμε να δούμε συγκεντρωτικά τη δομή και τα τμήματα του Χ.Α.Α. έτσι όπως ορίζονται από τον νέο κανονισμό του 1997.

Από τα μέλη του συμβουλίου, τα τρία ορίζονται από τον υπουργό εθνικής οικονομίας, εκ των οποίων το ένα είναι ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου, τα δύο εκλέγονται από τα τακτικά μέλη του Χ.Α.Α., ένα από τη διοίκηση της Τράπεζας της Ελλάδος, ένα από το Ε.Β.Ε.Α. (Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών), ένα από την Ένωση θεσμικών επενδυτών και ένα από τους εργαζόμενους του Χ.Α.Α.

5.3 Υπηρεσίες του Χ.Α.Α.

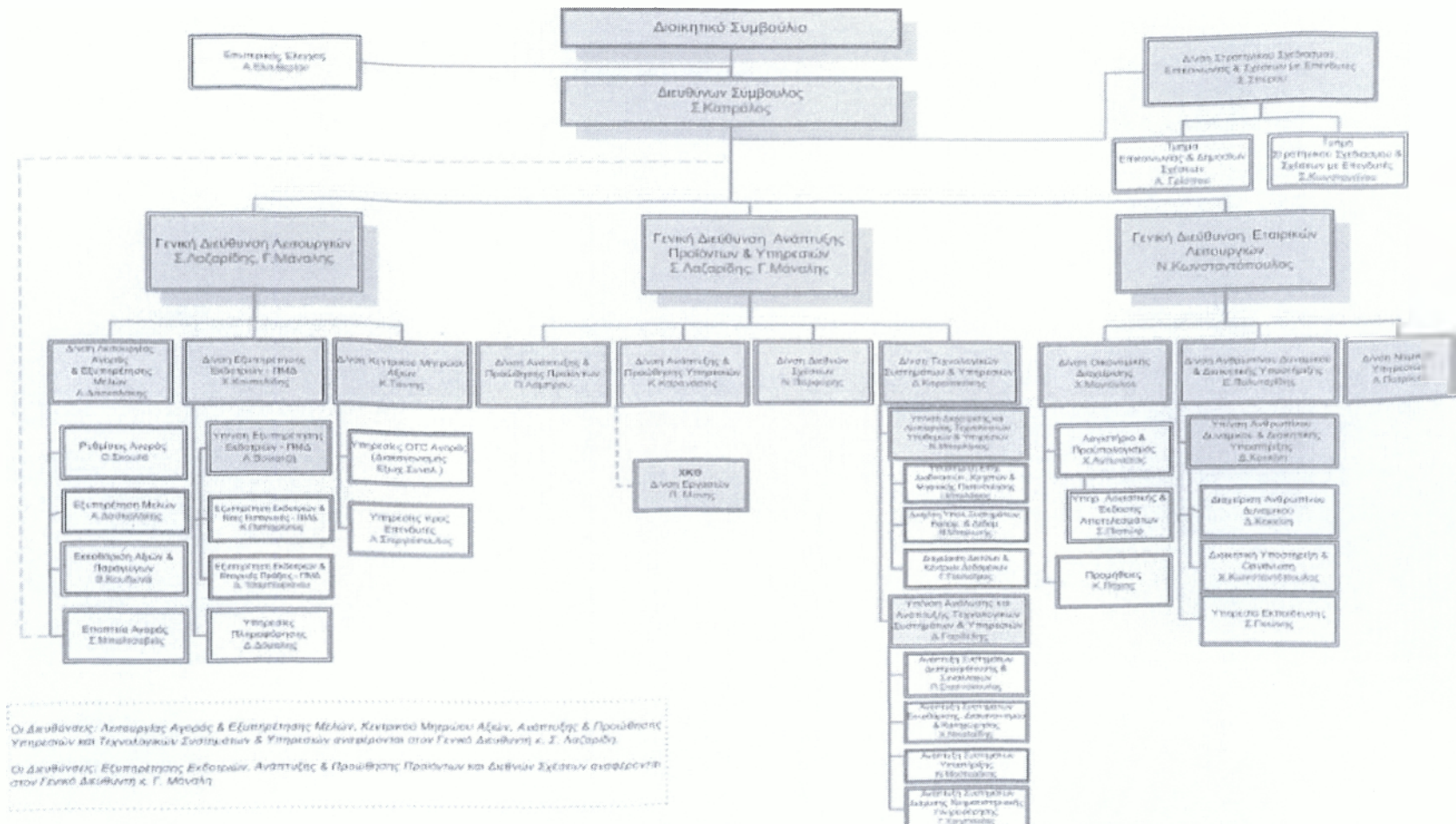
Για να λειτουργήσει εύρυθμα το Χ.Α.Α. έχει δημιουργήσει ένα πλέγμα υπηρεσιών πάνω στο οποίο στηρίζεται. Καταρχήν, το Αποθετήριο Τίτλων είναι ένας από τους πιο σημαντικούς θεσμούς για την εκκαθάριση συναλλαγών. Εκεί φυλάσσονται οι τίτλοι που έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α. και λειτουργεί από το 1990. Ταυτόχρονα λειτουργεί και το Αποθετήριο Ονομαστικών μετοχών όπου κατατίθενται υποχρεωτικά και μόνιμα οι ονομαστικές μετοχές και δεν μπορούν να επανακυκλοφορήσουν. Οι κάτοχοι τους παίρνουν το «Αποθετήριο Έγγραφο», όπου μέσα σε αυτό αναφέρεται η επωνυμία της εκδότριας εταιρείας, ένας σύνθετος κωδικός, ο αριθμός των μετοχών που αντιπροσωπεύει, τα στοιχεία του μετόχου και τα αναλυτικά στοιχεία του μετόχου.

Παράλληλα με τα παραπάνω λειτουργεί το Αποθετήριο ανωνύμων μετοχών που μπορεί να εκδώσει το «Αποθετήριο ανωνύμων τίτλων», στο όνομα του επενδυτή. Τέλος, έχουμε την ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων, η οποία ασχολείται με την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, την έκδοση,

τροποποίηση ή ακύρωση αποθετηρίων εγγράφων, και τέλος την φύλαξη των μετοχών για τις οποίες εκδίδονται αποθετήρια έγγραφα.

ΟΜΙΛΟΙ ΕΧΑΕ ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΩΝ

3/2009



Εικόνα 6: Οργανόγραμμα Ε.Χ.Α.Ε. (πηγή <http://www.helex.gr/>)

5.4 Έντυπα του Χ.Α.Α.

Οι υπηρεσίες που προαναφέρθηκαν, όπως είναι λογικό, δημιουργούν ορισμένα έντυπα που αφορούν στην καθημερινή λειτουργία του χρηματιστηρίου. Αυτά συνοψίζονται στα παρακάτω:

- **Το ημερήσιο δελτίο τιμών μετοχών.** Στο δελτίο αυτό αναγράφονται οι τιμές των μετοχών όπως διαμορφώνονται καθημερινά ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Τα στοιχεία που αναγράφονται στο δελτίο είναι το είδος και ο τίτλος της μετοχής, η ονομαστική αξία, η ανώτατη και κατώτατη τιμή και η μονάδα διαπραγμάτευσης.
- **Το μηνιαίο στατιστικό δελτίο.** Όπως προδίδει και το όνομά του, στο δελτίο αυτό γίνεται αναφορά των μηνιαίων εξελίξεων στο χρηματιστήριο. Με λίγα λόγια παρουσιάζονται οι συναλλαγές του μήνα ανά μετοχή, η αποδοχή τους και η διακύμανση των τιμών.
- **Το ετήσιο στατιστικό δελτίο.** Στο δελτίο αυτό αναγράφονται στατιστικά στοιχεία που αφορά στις εξελίξεις του χρηματιστηρίου τον τελευταίο χρόνο. Παραδείγματος χάρη, αναφέρονται οι μετοχές που σημείωσαν θετική ή αρνητική απόδοση, μερίσματα, οι νέες εταιρείες του χρηματιστηρίου, καθώς και στοιχεία μετοχών για την τελευταία πενταετία.
- **Η ετήσια έκδοση-επετηρίδα.** Αποτελεί έγγραφο στο οποίο αναφέρονται συνοπτικοί ισολογισμοί και άλλες πληροφορίες για τις εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α.Α.

5.5 Διαπραγμάτευση μετοχών

Σκοπός του χρηματιστηρίου είναι η διευκόλυνση των συναλλαγών μεταξύ των επενδυτών όσον αφορά στη διαπραγμάτευση των μετοχών και όχι μόνο. Η χρηματιστηριακή αγορά, όσον αφορά στη διαπραγμάτευση, μπορεί να πάρει τρεις μορφές. Κάθε μία από τις μορφές εξυπηρετεί διαφορετικές απαιτήσεις επενδυτών, αλλά και διαφορετικά είδη διαπραγματευόμενων τίτλων. Παραδείγματος χάρη, άλλη μορφή διαπραγμάτευσης ευνοεί τις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης και άλλη της μικρής. Κάθε

μια έχει διαφορετική επίδραση στην επίτευξη ρευστότητας και στον τρόπο ικανοποίησης των επενδυτών. Στη συνέχεια ακολουθεί αναλυτική παρουσίαση των μορφών αυτών:

- **Η συνεχής διαπραγμάτευση.** Σημείο αναφοράς της συγκεκριμένης δομής χρηματιστηριακής αγοράς είναι το χρηματιστήριο του Παρισιού. Σε ένα περιβάλλον συνεχούς διαπραγμάτευσης οι χρηματιστηριακές εταιρείες λειτουργούν ως αντιπρόσωποι των πελατών τους, είτε αυτοί είναι αγοραστές είτε πωλητές, και μέσα από ένα ηλεκτρονικό σύστημα πραγματοποιούν τις διαπραγματεύσεις. Οι εντολές που δίνονται στο σύστημα εκτελούνται με βάση ορισμένους κανόνες, οι οποίοι είναι η χρονική προτεραιότητα και η προτεραιότητα της τιμής. Οι επενδυτές συναγωνίζονται μεταξύ τους όσον αφορά στον καθορισμό των τιμών πώλησης και αγοράς των μετοχών. Όσοι επενδυτές θέλουν να εκτελεστεί άμεσα η εντολή τους οφείλουν να χρησιμοποιούν οριακές εντολές, καθώς αυτές είναι πιο επικερδείς. Η ρευστότητα δεν υλοποιείται πλήρως σε μια τέτοιου είδους αγορά αφού η ενδεδειγμένη μέθοδος είναι αυτή της διαπραγμάτευσης με ειδικούς διαπραγματευτές, όπως θα δούμε πιο αναλυτικά παρακάτω. Η παροχή άμεσης ρευστότητας σε εντολές μεγάλου μεγέθους έχει κόστος.
- **Η αγορά με ειδικούς διαπραγματευτές.** Στο αντίθετο άκρο της προηγούμενης μεθόδου είναι η αγορά με ειδικούς διαπραγματευτές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα χρηματιστηρίου που ακολουθεί τη συγκεκριμένη μέθοδο είναι το χρηματιστήριο του Λονδίνου. Στην προηγούμενη μέθοδο οι επενδυτές συναλλάσσονταν ο ένας απευθείας με τον άλλον, ενώ σε αυτή όχι. Η ρευστότητα στην αγορά επιτυγχάνεται μέσα από τις συναλλαγές που πραγματοποιούν οι ειδικοί διαπραγματευτές οι οποίοι παίζουν το ρόλο του ενδιάμεσου. Οι προαναφερόμενοι αγοράζουν και πουλούν μετοχές από όσους επιθυμούν και έτσι παρέχουν τη δυνατότητα άμεσης σύναψης συναλλαγών. Η παρουσία των ειδικών διαπραγματευτών διευκολύνει πολύ τη δραστηριότητα των επενδυτών. Ο ανταγωνισμός ανάμεσα στους ειδικούς διαπραγματευτές έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής προσφοράς και ζήτησης. Οι ειδικοί διαπραγματευτές αναπτύσσουν στενή σχέση εμπιστοσύνης με τους πελάτες τους και οι τελευταίοι προτιμούν τους ειδικούς διαπραγματευτές που εξυπηρετούν αποτελεσματικότερα την τακτική τους.
- **Η διαπραγμάτευση με μορφή δημοπρασίας.** Η χρηματιστηριακή αγορά που βασίζεται στις δημοπρασίες, θα μπορούσε να πει κανείς, ότι αποτελεί έναν τόπο όπου συναθροίζονται οι επενδυτές μια χρονική στιγμή προκειμένου να βρουν αγοραστή ή

πωλητή για μια συγκεκριμένη συναλλαγή. Οι αγορές ή οι πωλήσεις συγκεντρώνονται σε χρονική περίοδο η οποία έχει προκαθοριστεί προκειμένου να εκτελεστούν ταυτόχρονα. Στη συγκεκριμένη μέθοδο διαπραγμάτευσης η τιμή με την οποία εκτελείται μια εντολή είναι κοινή και αυτό συνεπάγεται την αδυναμία διαφοροποίησης στις ανοιχτές και στις οριακές εντολές. Ένας επενδυτής που επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια συναλλαγή θα ορίσει την τιμή εκείνη η οποία θα την καταστήσει δυνατή και υλοποιήσιμη. Επιπλέον, οι προμήθειες επηρεάζονται πτωτικά, καθώς η διαπραγμάτευση αυτού του είδους μειώνει τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή προσφοράς και ζήτησης. Στις αρχές του 2002 συζητήθηκε έντονα η δυνατότητα εφαρμογής της μεθόδου των δημοπρασιών και στο Χ.Α.Α. Μάλιστα το Α.,.Α. είχε επιλέξει τη μέθοδο από το 1995, αλλά δεν ήταν εφικτό. Συνοψίζοντας θα λέγαμε ότι η μέθοδος της δημοπρασίας θεωρείται αξιόπιστη, καθώς αποκαλύπτονται οι τιμές των μετοχών και με τον τρόπο αυτό μειώνονται οι διακυμάνσεις και τυχόν φαινόμενα χειραγώγησης που μπορούν να πλήξουν την εικόνα, αλλά και τη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Κύριο χαρακτηριστικό της είναι η σαφήνεια, η ευκολία και η ευελιξία που προσφέρει, καθώς οι μετοχές μπορούν να διαπραγματευτούν και πέρα από το ωράριο λειτουργίας της αγοράς.

5.6 Οι συναλλαγές

Υπάρχουν ορισμένοι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την ποιότητα των συναλλαγών και ταυτόχρονα της χρηματιστηριακής αγοράς. Αρχικά, σημαντικός παράγοντας είναι το κόστος των συναλλαγών. Το ύψος των προμηθειών, με βάση τις συναλλαγές που έχουν γίνει, αποτελεί βασικό παράγοντα διαμόρφωσης όχι μόνο της τιμής μιας μετοχής αλλά και της μεταβλητότητάς της. Το υψηλό κόστος συναλλαγών μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά όσον αφορά στους επενδυτές, καθώς θα τους αναγκάσει να κινηθούν σε «ρηχά νερά». Ταυτόχρονα, ο προσδιορισμός της τιμής των μετοχών διαδραματίζει κι αυτός εξίσου σημαντικό ρόλο. Οι τιμές πρέπει να είναι ισορροπημένες και οι τυχόν αποκλείσεις δεν γίνονται άμεσα αντιληπτές από τους επενδυτές.

Η μέθοδος διαπραγμάτευσης σχετίζεται άμεσα με το κόστος συναλλαγών. Στις αγορές συνεχούς διαπραγμάτευσης, οι συναλλαγές προσφέρουν χαμηλότερο κόστος, αλλά αντίθετα η εκτελεσιμότητα των εντολών δεν είναι άμεσα συνήθως δυνατή. Σε μια αγορά με ειδικούς διαπραγματευτές μια εντολή μεγάλου μεγέθους γίνεται με χαμηλότερο κόστος. Με

βάση τα προαναφερόμενα, το χρηματιστήριο του Λονδίνου επιτυγχάνει μεγάλη ρευστότητα, καθώς το κόστος συναλλαγών είναι χαμηλό για μεγάλο όγκο συναλλαγών. Γενικότερα χαμηλότερο κόστος παρέχεται σε μεγάλες εντολές που ο επενδυτής θέλει αμεσότητα στην εκτέλεσή τους. Αντίθετα, οι επενδυτές που δεν βιάζονται να ολοκληρώσουν μια συναλλαγή είναι καλύτερο να επιλέξουν την αγορά συνεχούς διαπραγμάτευσης, γιατί είναι φθηνότερη. Αξίζει να σημειωθεί ότι το Χ.Α.Α. σε έρευνα του 2001 θεωρήθηκε ακριβό για τους επενδυτές, καθώς το κόστος συναλλαγών που διενεργούνται εκτιμήθηκε ότι είναι διπλάσιο από το μέσο όρο των άλλων αναπτυγμένων αγορών.

Ένα ζήτημα που αναλύθηκε εκτενώς και σε προηγούμενο ενότητα, ήταν αυτό της διαφάνειας. Οι συναλλαγές πρέπει να είναι ανοιχτές και οι αγοραστές και οι πωλητές να είναι γνωστοί σε όλους. Βέβαια αυτό, από την άλλη, εγκυμονεί κινδύνους, καθώς η αποκάλυψη των ονομάτων ορισμένων επενδυτών μπορεί να καταστρέψει τα επενδυτικά τους σχέδια. Δεν είναι λίγοι οι επενδυτές οι οποίοι, προκειμένου να αποκρύψουν τον στόχο τους, προβαίνουν σε σταδιακή αποκάλυψη των εντολών τους και των επενδυτικών τους σχεδίων. Οι εποπτικές αρχές που έχουν συγκροτηθεί μπορούν να υποχρεώσουν τους διαπραγματευτές να αποκαλύψουν τις συναλλαγές τους μέσα από τους κανόνες που έχουν ορίσει και οφείλουν όλοι να τους ακολουθούν.

Γενικότερα στο χρηματιστήριο η διαφάνεια ισούται με την ισότιμη πρόσβαση στην πληροφόρηση. Οι εντολές αγοράς και πώλησης, οι τιμές των εντολών αυτών καθώς και ο αριθμός των εντολών που βρίσκεται σε εκκρεμότητα, είναι πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται σε όλους τους επενδυτές. Η ποιότητα της διαφάνειας και το εύρος της καθορίζονται από το κάθε χρηματιστήριο ξεχωριστά. Ένα μεγάλο επίπεδο διαφάνειας επιτυγχάνεται σε μια αγορά ειδικών διαπραγματευτών, όπου οι ίδιοι δημοσιεύουν τις τιμές προσφοράς και ζήτησης των μετοχών που διαπραγματεύτηκαν. Τα μέλη ενός χρηματιστηρίου συνηθίζεται να πληροφορούνται σχετικά με την καλύτερη τιμή προσφοράς και ζήτησης.

Ταυτόχρονα, πέρα από τη διαφάνεια σχετικά με τις εντολές, πρέπει να υπάρχει και διαφάνεια σχετικά με τις συναλλαγές. Στις αγορές συνεχούς διαπραγμάτευσης είναι πιο ξεκάθαρα τα πράγματα για τις συναλλαγές. Κάθε επενδυτής μπορεί ηλεκτρονικά να λάβει τις πληροφορίες που τον ενδιαφέρουν άμεσα και αυτόματα, σε αντίθεση με τις αγορές διαπραγματευτών, όπου ο διαπραγματευτής οφείλει να δώσει στη δημοσιότητα τις πληροφορίες σχετικά με τις συναλλαγές που πραγματοποίησε. Η τιμή και ο όγκος συναλλαγών κάθε πράξης καθώς και η ταυτότητα των επενδυτών που πραγματοποίησαν τη

συναλλαγή αποτελούν ένα ικανοποιητικό επίπεδο διαφάνειας το οποίο μπορεί να ενισχύσει την εικόνα του χρηματιστηρίου στα μάτια του επενδυτικού κοινού και με τον τρόπο αυτό να αυξήσει τον όγκο των συναλλαγών και να επιτύχει την απαραίτητη ρευστότητα.

Τέλος, κάθε χρηματιστήριο οφείλει να διατηρήσει σε υψηλά επίπεδα την πληροφόρηση που παρέχει στο κοινό του σχετικά με το κόστος των διαπραγματεύσεων. Γενικότερα, η πληροφορία είναι δύναμη και ο έχων την πληροφορία μπορεί να μεγιστοποιήσει το κέρδος του. Οι επενδυτές χωρίζονται σε αυτούς που έχουν την πληροφορία και σε αυτούς που δεν την έχουν. Οι πληροφορημένοι επενδυτές αυξάνουν τα κέρδη τους βασιζόμενοι στην αδυναμία πληροφόρησης των τελευταίων.

5.7 Κύρια και παράλληλη αγορά

Για να εισαχθεί μία μετοχή στην κύρια ή στην παράλληλη αγορά διαπραγματεύσεων θα πρέπει να πληρεί ορισμένες προϋποθέσεις. Αυτές είναι:

- Τα κεφάλαια της εκδότριας εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον 12 εκατομμύρια ευρώ όσον αφορά στην κύρια αγορά, ενώ το ελάχιστο μέγεθος της πρέπει να αγγίζει τα 3 εκατομμύρια ευρώ για την παράλληλη αγορά.
- Ανεξαρτήτως αγοράς οι οικονομικές καταστάσεις των εκδοτριών εταιρειών πρέπει να έχουν υπαχθεί σε έλεγχο από ορκωτό λογιστή.
- Η εκδότρια εταιρεία πρέπει να δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως Ανώνυμη εταιρεία για τρεις τουλάχιστον οικονομικές κρίσεις πριν την αίτηση εισαγωγής της και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση όσον αφορά στην κύρια αγορά ενώ για την παράλληλη αγορά ο αριθμός των δημοσιευμένων καταστάσεων περιορίζεται στις δύο.
- Πρέπει και στις δύο περιπτώσεις να έχουν ελεγχθεί φορολογικά οι οικονομικές καταστάσεις που έχουν δημοσιευτεί.
- Μία εταιρεία εισάγεται στην παράλληλη αγορά έπειτα από απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. με πλειοψηφία των 3/5 του συνόλου των μελών του.
- Η εταιρεία οφείλει να κάνει επαρκή διασπορά των μετοχών της. Επαρκής διασπορά εννοείται το ποσοστό του 25% του συνόλου των μετοχών της. Το αντίστοιχο ποσοστό για τις εταιρείες που επιθυμούν να ενταχθούν στην παράλληλη αγορά είναι 15%. Για να γίνει εκτιμητέο κατά πόσο πληροί η εταιρεία την προϋπόθεση διανομή των μετοχών, οφείλει να κατανέμει τις μετοχές σε τουλάχιστον 2000 άτομα.

Αντίστοιχα επαρκής διασπορά για τις υποψήφιες εταιρείες της παράλληλης αγοράς θεωρούνται τα 300 φυσικά ή νομικά πρόσωπα. Ταυτόχρονα η εταιρεία καλείται να υποβάλει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. την κατάσταση των μετόχων της με ονοματεπώνυμο, διεύθυνση, αριθμό αστυνομικής ταυτότητας και αριθμό μετοχών. Κατ' εξαίρεση επιτρέπεται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α. μετοχών που θεωρείται ότι θα προσελκύσουν μετόχους σε σύντομο χρονικό διάστημα σύμφωνα με τα στοιχεία που έχουν προσκομίσει

- Η εταιρεία που ενδιαφέρεται να εισαχθεί στο Χ.Α.Α. οφείλει πριν διάθεση τις μετοχές της να ενημερώσει το επενδυτικό κοινό με το απαραίτητο «Ενημερωτικό Δελτίο». Το περιεχόμενο του δελτίου πρέπει να περάσει από έγκριση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.
- Η διάθεση των μετοχών της υποψήφιας προς εισαγωγή εταιρείας πρέπει να διατεθούν μόνο μέσω πιστωτικών ιδρυμάτων ή Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.)
- Στο «Ενημερωτικό Δελτίο» που θα συνταχτεί πρέπει οπωσδήποτε να περιέχει την τιμή διάθεσης των μετοχών, η οποία ορίζεται από τον ανάδοχο είτε πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής είτε μετά το πέρας αυτής, εφόσον εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών. Εάν η τιμή έχει οριστεί πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής τότε η τιμή πρέπει να αναγράφεται στο «Ενημερωτικό Δελτίο».
- Όσες εταιρείες πληρούν τις προϋποθέσεις για εισαγωγή στην κύρια αγορά, μπορούν να ενταχθούν στην παράλληλη αγορά εφόσον οι ίδιες το επιλέξουν.
- Μία εταιρεία μπορεί να μεταταχθεί από την παράλληλη στην κύρια αγορά με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.. Αυτό επιτυγχάνεται αφού η εταιρεία παραμείνει στην παράλληλη αγορά τουλάχιστον για δύο χρόνια, να έχει κάνει χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τη δημόσια εγγραφή και ταυτόχρονα να μην έχει υποπέσει σε παραβίαση των κανόνων και της νομοθεσίας καθ' όλη τη διάρκεια διαπραγμάτευσης των μετοχών της στην παράλληλη αγορά.
- Εταιρεία που έχει έδρα σε Κράτος Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης πρέπει να πληρεί της διατάξεις που ισχύουν σε αυτό το Κράτος Μέλος. Στην περίπτωση που εδρεύει σε τρίτο κράτος οφείλει να προσκομίσει επαρκείς εγγυήσεις σχετικά με την προστασία των επενδυτών.

5.8 Νέα χρηματιστηριακή αγορά (N.X.A.A.)

Στόχος της σύστασης της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (NEXA), στο πλαίσιο του ΧΑ, είναι η εισαγωγή μετοχών μικρομεσαίων και καινοτόμων επιχειρήσεων, ιδιαίτερα στον τομέα της νέας τεχνολογίας, που δεν έχουν εισαχθεί στην Κύρια ή την Παράλληλη αγορά του ΧΑ. Η NEXA απευθύνεται σε:

Επιχειρήσεις με γρήγορο ρυθμό ανάπτυξης.

Επιχειρήσεις που θα παράγουν τεχνολογίες αιχμής.

Εταιρείες με μικρό χρόνο ζωής.

Εταιρείες που όταν κάνουν την αίτηση εισαγωγής είναι σε φάση κερδοφορίας.

Λόγω της εισαγωγής στο χρηματιστήριο, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις θα έχουν τη δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια και να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους με φτηνό χρήμα. Ταυτόχρονα το χρηματιστήριο θα ανοίξει τους ορίζοντές του και θα αποκτήσει μεγάλο εύρος επιλογών. Το επενδυτικό κοινό θα έχει καλύτερες προοπτικές και θα αναπτυχθεί η ελληνική οικονομία. Τέλος, η δημιουργία της NEXA εντάσσεται στην προσπάθεια του χρηματιστηρίου να εναρμονιστεί με τα ευρωπαϊκά και να το συνδέσει με τις αντίστοιχες χρηματιστηριακές αγορές των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

5.9 Το Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ)

Από το Νοέμβριο του 1999 το Χ.Α.Α. βασίζει τη λειτουργία του στο Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) το οποίο αντικατέστησε το Αυτόματο Ηλεκτρονικό Σύστημα Συναλλαγών (ΑΣΗΣ). Το ΟΑΣΗΣ αποτελεί προηγμένο σύστημα το οποίο μπορεί να προσαρμόζεται στο ευμετάβλητο πλαίσιο λειτουργίας του Χ.Α.Α. και ταυτόχρονα μπορεί να διασυνδέεται με τα ξένα χρηματιστήρια. Η λειτουργία του δεν βασίζεται σε ένα μόνο νόμισμα, αλλά μπορεί να διενεργεί συναλλαγές σε πολλά διαφορετικά νομίσματα (ευρώ, δολάριο, λίρα κλπ).

Το ΟΑΣΗΣ μπορεί να υποστηρίξει περισσότερες από μία αγορές, καθώς και πολλαπλές διαδικασίες διαπραγμάτευσης. Προσφέρει άμεση διάχυση πληροφοριών, ελέγχει το όριο συναλλαγών των μελών, διενεργεί έλεγχο της αγοράς σε πραγματικό χρόνο και τέλος μπορεί να υποστηρίξει διαφορετικούς πίνακες συναλλαγών με διαφορετικά

χρονοδιαγράμματα και διαφορετικούς μεθόδους. Όπως είναι λογικό το σύστημα είναι εξοπλισμένο με τις απαραίτητες μηχανισμούς ασφαλείας όπου καταγράφονται όλες οι ενέργειες των χρηστών.

5.10 Έλεγχος συναλλαγών

Κάθε χρηματιστήριο οφείλει να αναπτύσσει μηχανισμούς εποπτείας και ελέγχου των συναλλαγών του. Στόχος κάθε χρηματιστηρίου είναι η δημιουργία δίκαιων και αποτελεσματικών αγορών. Δίκαιη αγορά είναι αυτή στην οποία κυριαρχεί η ισότητα όσον αφορά στις συνθήκες ανταγωνισμού κατά τη διενέργεια των συναλλαγών. Ταυτόχρονα αποτελεσματική αγορά είναι εκείνη που διασφαλίζει ότι κανείς από τους συμμετέχοντες δεν μπορεί να διαμορφώσει τη ζήτηση και την προσφορά.

Ένα σύστημα συναλλαγών το οποίο παρακολουθείται και ελέγχεται δρα αποτρεπτικά στην εμφάνιση ανεπιθύμητων χρηματιστηριακών συμπεριφορών, για παράδειγμα η εσωτερική πληροφόρηση και η χειραγώγηση, έπειτα αυξάνει την αξιοπιστία της αγοράς, κερδίζει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και αυτό έχει ως απόρροια την ενίσχυση της ρευστότητας που διοχετεύεται στην αγορά.

Ένα χρηματιστήριο μπορεί να ελέγξει τις συναλλαγές των μελών του μέσα από τα παράπονα και την πληροφόρηση που προσφέρουν οι θιγμένοι επενδυτές και τα δημοσιεύματα του οικονομικού τύπου. Τέλος σημαντικό είναι το γεγονός ότι μέσα από τη χρήση υπολογιστικών συστημάτων, που σε συνδυασμό με την εξειδικευμένη γνώση του προσωπικού, το κάθε χρηματιστήριο μπορεί να εντοπίσει ανωμαλίες στις καθημερινές συναλλαγές.

Για να επιτευχθεί η διαφάνεια των συναλλαγών στο χρηματιστήριο Αθηνών και να προστατευτεί το επενδυτικό κοινό, η διοίκηση του προωθεί ορισμένα μέτρα. Τα κυριότερα από αυτά είναι τα εξής:

- Κάθε εισηγμένη εταιρεία οφείλει να συντάσσει σαφείς ανακοινώσεις προκειμένου να πληροφορείται το κοινό. Οι ανακοινώσεις αυτές προωθούνται στο Χ.Α.Α. και από το τελευταίο στα μέσα μαζικής ενημέρωσης.
- Κάθε ορκωτός λογιστής οφείλει να συντάσσει αναφορά για το που διατέθηκαν τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.
- Κάθε εταιρεία πρέπει απαραιτήτως να αναφέρει την ανάλυση των πωλήσεών της κατά κατηγορία οικονομικής δραστηριότητας.

- Το ελάχιστο όριο αξίας για τις εντός κύκλου χειροκίνητες συναλλαγές αυξήθηκε στο διπλάσιο.
- Το κοινό πρέπει να ενημερώνεται για τις μεταβολές που προκύπτουν στην μετοχική σύνθεση των εταιρειών.
- Για την αποφυγή χειραγώγησης της τιμής ενισχύεται η διασπορά των μετοχών.
- Προκειμένου να αποτραπεί η δυνατότητα επηρεασμού της τιμής κλεισίματος, ορίζεται ως τιμή κλεισίματος ο μέσος όρος των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν τα τελευταία 30 λεπτά της συνεδρίασης.
- Οι εταιρείες που δεν τηρούν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στη χρηματιστηριακή νομοθεσία παρακολουθούνται από το χρηματιστήριο ιδιαιτέρως και παρέχεται επιπλέον πληροφόρηση στο κοινό προκειμένου να προστατευτεί. Αυτές είναι οι λεγόμενες μετοχές υπό επιτήρηση. Για όσο διάστημα η μετοχή μιας εταιρείας βρίσκεται υπό επιτήρηση, δεν συμμετέχει στη διαμόρφωση είτε του γενικού είτε του κλαδικού δείκτη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

6.1 Ορισμός

Στο παρόν κεφάλαιο θα μελετήσουμε την έννοια του χρηματιστηριακού παραγώγου, τη δομή διαπραγμάτευσης και για τις συναλλαγές που βασίζονται πάνω σε αυτά. Ως παράγωγο προϊόν θεωρείται μια διμερής σύμβαση της οποίας η αξία εξαρτάται από την αξία μιας υποκείμενη κινητής αξίας ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη στην τιμή άλλων, πρωτογενών, προϊόντων. Έτσι, τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα. Το σημαντικό είναι ότι η μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων βασίζεται στο ότι τα προϊόντα αυτά μπορούν να θεωρηθούν ως εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλυνσης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών, αλλά και ως μέσα εξασφάλισης αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών.

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς, έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά: Καταρχήν, είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς, και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά. Τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση. Σε δεύτερο επίπεδο, κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή, έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ό,τι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές.

Αυτό που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι τα παράγωγα προϊόντα είναι διαφορετικά στη φύση τους από τα υποκείμενά τους. Παραδείγματος χάρη, οι υποκείμενες μετοχές αποτελούν υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρείας προς τους εκάστοτε μετόχους της. Το παράγωγο προϊόν, δεν δημιουργεί δικαίωμα κατά της εταιρείας που τις εκδίδει, αλλά κατά κάποιου άλλου προσώπου ως προς τις μετοχές αυτές (π.χ. να αγοράσει ή να πωλήσει ορισμένο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή, εντός συγκεκριμένης προθεσμίας). Τα είδη των παραγώγων προϊόντων θα τα μελετήσουμε σε επόμενη υποενότητα.

6.2 Η οργάνωση

Το 1997 με τον αντίστοιχο Νόμο (2533/97) τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για τον λόγο αυτό δομήθηκε ένας ολόκληρος μηχανισμός για την οργάνωση, λειτουργία και ανάπτυξη της αγοράς και γι αυτό έχουν ιδρυθεί το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. (ΧΠΑ) και η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. (ΕΤΕΣΕΠ).

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας, όπως και το Χ.Α.Α. Σκοπός του ΧΠΑ είναι η οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα. Τα παράγωγα και τα χαρακτηριστικά τους, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο ΧΠΑ, ορίζονται στη σχετική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΠΑ, ύστερα από γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ).

Από την άλλη, σκοπός της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ) είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στο ΧΠΑ επί παραγώγων, η εκκαθάριση των συναλλαγών αυτών ή και άλλων συναλλαγών που διενεργούνται σε άλλες αγορές, η διασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων εκ μέρους των συμβαλλομένων με αυτή μερών, που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές και κάθε συναφής δραστηριότητα. Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο του ΧΠΑ ανέρχεται σε 1 εκατ. ευρώ (3 δισ. δρχ. περίπου) και αυτό της ΕΤΕΣΕΠ σε 2,5 εκατ. Ευρώ (8 δισ. δρχ.) Οι βασικοί μέτοχοι των δύο εταιρειών είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με συμμετοχή 35% σε κάθε εταιρεία, οι τράπεζες (28% και 30% αντιστοίχως), οι εταιρείες-μέλη του ΧΑΑ (14%, 9%), το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (14%, 1,1%), οι θεσμικοί επενδυτές (7%, 4,4%), το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο (10%, ΕΤΕΣΕΠ) και το ΧΠΑ (9%, ΕΤΕΣΕΠ).

Όσον αφορά στην ίδρυση και λειτουργία του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ αποβλέπει στη συμπλήρωση των επιλογών των Ελλήνων επενδυτών με τη διάθεση παραγώγων προϊόντων, τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά. Έως τώρα, παράγωγα προϊόντα ήταν διαθέσιμα στην Ελλάδα εκτός χρηματιστηριακής αγοράς. Είναι γνωστό ότι η

δημιουργία οργανωμένης αγοράς λειτουργεί ανασταλτικά στην εμφάνιση πιστωτικών κινδύνων στις επενδύσεις σε παράγωγα, ταυτόχρονα βελτιώνει την πληροφόρηση. Επίσης προσφέρει διαφάνεια των σχετικών συναλλαγών και τα καθιστά προσιτά σε ευρύτερο κύκλο επενδυτών. Επιπλέον, καθίσταται ελκυστικότερη η αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), καθώς με αυτόν τον τρόπο παρέχεται στους επενδυτές στο ΧΑΑ η δυνατότητα συνδυασμού επενδύσεων σε αυτό με αντίστοιχες επενδύσεις στο ΧΠΑ, επί των ιδίων υποκειμένων αξιών ή και δείκτη αξιών, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του συνολικού επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν. Γενικά, η δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων αποτελεί βήμα βελτίωσης και ολοκλήρωσης της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου, που, μεταξύ των άλλων, θα την καταστήσει ελκυστικότερη και στους ξένους επενδυτές και θα συμβάλλει θετικά στην εθνική οικονομία.

Η επιτυχία της οργανωμένης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα θα αποτελέσει συνδυασμό της αποτελεσματικής οργάνωσης του ΧΠΑ στα παραπάνω, αλλά και της ικανότητάς του να παρέχει αξία (value) στα μέλη του και στους πελάτες και να προσφέρει την υψηλότερη δυνατή ποιότητα στις υπηρεσίες του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, μέσω του καθορισμού των προδιαγραφών, με αποτελεσματικούς κανονισμούς και εξειδικευμένα συστήματα επιτήρησης. Η σχεδίαση και ανάπτυξη των προϊόντων, η ανάπτυξη της αγοράς με εκπαίδευση, κατάρτιση, εκδόσεις, δημοσιεύσεις, πολυμέσα και μάρκετινγκ, η εξυπηρέτηση της καθημερινής λειτουργίας και ο έλεγχος, η διαπραγμάτευση, σύμφωνα με τους κανονισμούς και τις διαδικασίες, η αποτελεσματική λειτουργία της τεχνολογίας της πληροφορικής και των συστημάτων, η προώθηση των συνεργασιών στην περιοχή μας και πέραν αυτής, και γενικά η ανάπτυξη αποτελεσματικού, στρατηγικού και επιχειρησιακού σχεδιασμού, για το ΧΠΑ και την ΕΤΕΣΕΠ, θα οδηγήσουν την ελληνική αγορά παραγώγων στην εκπλήρωση των στόχων της, προς όφελος της εθνικής οικονομίας.

6.3 Δραστηριότητες

Βασική δραστηριότητα του Χρηματιστηρίου Παραγώγων είναι η διεξαγωγή των συναλλαγών, η οποία πραγματοποιείται ηλεκτρονικά από τους χώρους των εταιρειών - μελών του ΧΠΑ. Η διαπραγμάτευση των Παραγώγων λαμβάνει χώρα στο Ηλεκτρονικό Σύστημα Διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Ο λόγος που επιλέχθηκε, εξ αρχής, η ανάπτυξη και εγκατάσταση ενός πλήρως αυτοματοποιημένου ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών είναι ότι προάγει τη ρευστότητα της αγοράς, μειώνει το κόστος λειτουργίας των

συναλλαγών, μειώνει τα ανοίγματα των τιμών και καθιστά ελκυστικότερο το χρηματιστήριο παραγώγων. Τα τελευταία χρόνια, η ηλεκτρονική διαπραγμάτευση εφαρμόζεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αλλά και σε όλον τον κόσμο, ενώ, τα πιο γνωστά και αρχαιότερα χρηματιστήρια παραγώγων του κόσμου, όπως του Σικάγου και του Λονδίνου.

Το ΟΑΣΗΣ υποστηρίζει ποικίλα προϊόντα, ενώ ταυτόχρονα έχει τη δυνατότητα να δημιουργήσει και νέα. Επίσης μπορεί να ταυτίσει εντολές μεταξύ τους, να υποστηρίξει ειδικές διαπραγματεύσεις και προσφέρει εφαρμογές εκκαθάρισης και διαχείρισης χαρτοφυλακίων. Οι εφαρμογές που διαθέτει προσφέρουν τη δυνατότητα στο χρήστη να έχει καλύτερη εποπτεία της διαπραγμάτευσης.

6.4 Τα είδη

Στο σημείο αυτό είναι σωστό να αναφερθούμε στα είδη των χρηματιστηριακών παραγώγων, για τα οποία έγινε πολύς λόγος μέχρι τώρα. Στο Χ.Π.Α γίνονται συναλλαγές παραγώγων που βασίζονται σε μετοχές, δείκτες, επιτόκια και ομόλογα. Τα βασικά χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα είναι:

1. **Futures σε δείκτη μετοχών.**
2. **OPTIONS ΣΕ ΔΕΙΚΤΗ ΜΕΤΟΧΩΝ :** Μία συμφωνία η οποία δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο αγαθό σε μία καθορισμένη τιμή, κατά τη διάρκεια μίας χρονικής περιόδου ή σε μία συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία.
3. **Futures σε μετοχές.** Μία νομικά δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων, εκ των οποίων ο ένας υπόσχεται να αγοράσει και ο άλλος να πουλήσει, μία συγκεκριμένη ποσότητα ενός τυποποιημένου αγαθού, σε κάποια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, σε μία καθορισμένη τιμή συναλλαγής.
4. Επίσης υπάρχουν τα Futures Athibor, Futures σε νομίσματα, Futures σε ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου.

Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν το προϊόν για να μπορέσουν να αναδιαρθρώσουν το υπάρχον χαρτοφυλάκιο τους και ταυτόχρονα να μπορέσουν να πετύχουν αποδόσεις μεγάλου μεγέθους. Όλα τα προϊόντα του Χ.Π.Α είναι τυποποιημένα όσον αφορά στο μέγεθος συμβολαίου, τη διάρκεια, τις ώρες διαπραγμάτευσης και τον υποκείμενο τίτλο.

6.5 Οι συναλλαγές

Με την αποδοχή ενός νέου μέλους στο ΧΠΑ, είτε ως απλού μέλους είτε ως ειδικού διαπραγματευτή, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις πρόσβασης του μέλους στην ηλεκτρονική εφαρμογή συναλλαγών Click. Βασική προϋπόθεση είναι η λεπτομερής εκπαίδευση βασιζόμενη στον τρόπο λειτουργίας του συστήματος, τόσο στο πλαίσιο της δομημένης εκπαίδευσης που οδηγεί στην πιστοποίηση για ειδικό διαπραγματευτή όσο και στη συνέχεια, προς τα στελέχη των μελών, όπου χρειάζεται. Οι καθημερινές διαδικασίες συναλλαγών μπορούν να διακριθούν σε τρεις κατηγορίες:

Πριν από την ημερήσια συνεδρίαση.

- Τακτοποίηση και διευθέτηση των προβλημάτων των μελών πριν από την έναρξη της κανονικής διαδικασίας συναλλαγών.
- Διατήρηση ημερολογίου με τις ημερομηνίες λήξης σειράς παραγωγών προϊόντων.
- Έγκαιρη ενημέρωση για τα σημαντικά στατιστικά στοιχεία που πρόκειται να ανακοινωθούν και ενδεχομένως να επηρεάσουν την αγορά.
- Στενή συνεργασία με το Τμήμα Εκκαθάρισης της ΕΤΕΣΕΠ για την εκπλήρωση των στόχων της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών. Κατά την διάρκεια της περιόδου πριν από τη συνεδρίαση, διοχετεύονται προς το Τμήμα Υποστήριξης της Διεξαγωγής Συναλλαγών τα απαραίτητα στοιχεία - αναφορές για την ειδική παρακολούθηση των μελών με μεγάλες θέσεις, με ζημιογόνες θέσεις, κτλ.
- Έλεγχος για νέα/ειδήσεις, που αφορούν προσωρινές διακοπές συναλλαγών τίτλων ή προϊόντων και για άλλες ειδήσεις που επηρεάζουν την αγορά.
- Εισαγωγή νέας σειράς και λήξης σειράς παραγωγών προϊόντων, όπως αυτό θεωρείται αναγκαίο.

Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης(ώρες συναλλαγών).

- Υποχρέωση παροχής τιμών από τον ειδικό διαπραγματευτή με το άνοιγμα της αγοράς και μόνο (δεν υπάρχει Pre-opening period, όπως στο ΧΑΑ).
- Έλεγχος των τιμών, ώστε να εξακριβώνεται ότι τα μέλη παρέχουν τιμές στα όρια που ορίζονται στις προδιαγραφές των συμβολαίων.

- Έλεγχος του μεγέθους των συναλλαγών για τις οποίες τα μέλη παρέχουν τιμές.
- Τήρηση αρχείου με τις παραλείψεις ή παραβάσεις των μελών του ΧΠΑ.
- Διατήρηση ημερολογίου συναλλαγών και ημερολογίου λαθών των μελών του ΧΠΑ.
- Παροχή πληροφοριών στα μέλη μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων.
- Συνεχής παροχή υποστήριξης και βοήθειας στα μέλη όταν το σύστημα είναι εκτός λειτουργίας (Τμήμα παροχής βοήθειας).
- Συλλογή πληροφοριών (front month, αλλαγή στη σύνθεση του δείκτη) από διάφορες πηγές και διοχέτευσή τους προς τα μέλη.
- Ακυρώσεις συναλλαγών κατόπιν αιτήσεων των μελών. Οι ακυρώσεις γίνονται δεκτές μόνο υπό προϋποθέσεις που ορίζονται στη νομοθεσία.
- Ορισμός παραμέτρων για θέσπιση μηχανισμών, όπως περιορισμοί τιμών, συντονισμός της παύσεως διαπραγμάτευσης συμβολαίων, για την ελαχιστοποίηση των κινδύνων σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων (Circuit breakers) για διαφορετικά συμβόλαια.
- Λήψη απόφασης και ανακοίνωση εφαρμογής συνθηκών «γρήγορης αγοράς», που συνεπάγεται αναστολή των υποχρεώσεων των ειδικών διαπραγματευτών. Ορισμός περιόδου αναστολής.
- Προσωρινές διακοπές συναλλαγών και τότε αυτές τίθενται σε λειτουργία.
- Κατά τη διάρκεια έναρξης διαδικασίας αθέτησης υποχρέωσης, το τμήμα υποστήριξης της διεξαγωγής πρέπει να ενημερώνεται για όλες τις συναλλαγές που πρέπει να εκπληρώσει εκ μέρους της ΕΤΕΣΕΠ, λόγω παραβίασης καθήκοντος κάποιων μελών.

Μετά το τέλος της συνεδρίασης.

- Δημιουργία νέας σειράς προϊόντων.
- Συμπλήρωση αρχείου ακυρώσεως συναλλαγών, σε συνεργασία με το Τμήμα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών, για πιθανή επίλυση εκκρεμοτήτων.

- Παροχή πληροφοριών μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων στα μέλη για τυχόν αλλαγές της σύνθεσης του δείκτη, weightings, deivvariables, και άλλα.

Η εντός κύκλου διαπραγμάτευση στο ΧΠΑ γίνεται αποκλειστικά μέσω του συστήματος διαπραγμάτευσης. Σε ειδικές περιπτώσεις ανωτέρας βίας, όταν η διαπραγμάτευση μέσω του συστήματος διαπραγμάτευσης δεν είναι εφικτή επί χρονικό διάστημα, το οποίο κατ' εκτίμηση ενδέχεται να προκαλέσει διαταραχή στην ομαλή λειτουργία της αγοράς και βλάβη στα συμφέροντα των επενδυτών, το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΠΑ μπορεί να εγκρίνει την προσωρινή διεξαγωγή διαπραγματεύσεων εντός κύκλου στο ΧΠΑ με άλλο πρόσφορο μέσο, ή μέσω αντιστοίχων διαδικασιών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7°

7.1 Διεθνείς τάσεις και παράγοντες που τις επηρεάζουν

Ο χρηματιστηριακός δείκτης καταγράφει την πορεία και την απόδοση μιας αγοράς (εξετάζει μετοχές, ομολογίες, εμπορεύματα, κ.τ.λ.). Ένας χρηματιστηριακός δείκτης εκτός αυτού απεικονίζει την πορεία της οικονομίας μιας χώρας, είτε μεσοπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα. Ακόμη βοηθά την αξιολόγηση διαφόρων κυβερνητικών και επιχειρηματικών ενεργειών καθώς επίσης και τον έλεγχο αυτών, (όπως για παράδειγμα πιθανές μεταβολές των επιτοκίων στους τίτλους του δημοσίου, ή αποφάσεις που παίρνει μια κυβέρνηση για κλαδικά θέματα, μπορεί να ελέγξει τη φορολόγηση των αποδόσεων των μετοχών καθώς και των αμοιβαίων κεφαλαίων, ή να απεικονίσει τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων κ.α.).

Άλλος ένα τομέας που έχει λειτουργικότητα ένας χρηματιστηριακός δείκτης είναι η αξιολόγηση των αποδόσεων διαφόρων χαρτοφυλακίων. Ικανοποιητική απόδοση ενός χαρτοφυλακίου θεωρείται όταν η απόδοση αυτή είναι μεγαλύτερη από την απόδοση του γενικού δείκτη. Με αυτό τον τρόπο βοηθά τους κατόχους ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ή τους μετόχους μιας εταιρείας να ελέγξουν και να αξιολογήσουν τον τρόπο διαχείρισης των χαρτοφυλακίων μιας εταιρείας στην οποία έχουν επενδύσει. Βέβαια μέσω αυτού του τρόπου μπορεί ο ίδιος ο επενδυτής να αξιοποιήσει τα δικά του χαρτοφυλάκια.

Αξιολογεί επίσης τους κινδύνους που διέπουν μια επένδυση. Αυτό γίνεται μέσω του δείκτη BETA (b) που υπολογίζει την οριακή ροπή της τιμής μίας συγκεκριμένης μετοχής στις μεταβολές του γενικού δείκτη.

Επίσης μας δίνει τη δυνατότητα να συγκρίνουμε τις μεταβολές του δείκτη τιμών ενός χρηματιστηρίου σε σχέση με τις μεταβολές στα διεθνή χρηματιστήρια. Αυτή η σύγκριση είναι απαραίτητη όσο γίνεται πιο έντονη η μεταφορά κεφαλαίου μεταξύ των διεθνών κεφαλαιαγορών.

Τέλος, οι χρηματιστηριακοί δείκτες λειτουργούν ως βάση για την διενέργεια άλλων τύπων συναλλαγών, όπως για παράδειγμα options, futures, κ.α..

7.2 Δείκτες τιμών του Χ.Α.Α.

Ο δείκτης που μας δείχνει την πορεία της τιμής μίας μετοχής είναι ο Δείκτης Τιμών. Το Χ.Α.Α. σύμφωνα με τους παρακάτω δείκτες υπολογίζει τις τιμές κλεισίματος. Αυτοί είναι οι εξής:

- Γενικός Δείκτης Τιμών
- Κλαδικοί Δείκτες: Δείκτης Τραπεζών, Δείκτης Ασφαλειών, Δείκτης Επενδύσεων, Δείκτης Leasing (Χρηματοδοτική Μίσθωση), Δείκτης Βιομηχανίας Δείκτης Εταιρικών Συμμετοχών, Δείκτης Διάφορων Εταιρειών.
- Δείκτης Παράλληλης Αγοράς
- Δείκτης FTSE/ASE 20
- Δείκτης FTSE/ASE Mid-40
- Δείκτης όλων των μετοχών

7.3 Υπολογισμός Δεικτών του Χ.Α.Α

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών απεικονίζει την εξέλιξη των τιμών των μετοχών για κάποιες συγκεκριμένες εταιρείες του Χ.Α.Α., με κριτήρια την κεφαλαιοποίηση και την εμπορευσιμότητα των μετοχών και υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\Gamma_{\Delta T} = \frac{\sum P_{it} * Pit}{\sum Q_{i80}} * 100$$

οπου:

P_{it} = οι μετοχές που περιλαμβάνονται στο δείκτη στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή t , όπου $t = 80$, από 1980 ως έτος βάσης

Σ = το σύνολο

P_{it} — η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής i την χρονική περίοδο t

Q_{it} = ο αριθμός των εισηγμένων μετοχών i την χρονική περίοδο t

P_{i80} = η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής i με έτος βάσης 1980

Q_{i80} = ο αριθμός των εισηγμένων μετοχών i με έτος βάσης το 1980

Ο γενικός δείκτης τιμών δημιουργήθηκε στις 4-1-1988 και έχει ως βάση την 31-12-1980, δηλαδή η βάση του είναι το 100. Τα στοιχεία αυτά είναι για το πώς υπολογίζεται ο δείκτης σήμερα. Την ίδια βάση έχουν και οι επιμέρους κλαδικοί δείκτες με εξαίρεση τις εταιρείες leasing, ο οποίος έχει ως βάση την 31-12-1987 παρόλ' αυτά και αυτός έχει ως βάση του το 100.

Ο Γ.Δ. όπως προείπαμε δημιουργήθηκε την 4-1-1988 περιλαμβάνοντας 49 εταιρείες και από τότε μέχρι σήμερα έχουν συμπεριληφθεί 11 ακόμα εταιρείες. Αυτό το χρονικό διάστημα που έχει μεσολαβήσει έχουν γίνει διάφορες αναπροσαρμογές από τις αρχές του 1990 και σχεδόν κάθε χρόνο έως το 1998, που αυτές είχαν ως αποτέλεσμα την αντικατάσταση των μετοχών της Κτηματικής Τράπεζας με εκείνες των Ελληνικών Πετρελαίων.

7.3.1 Διαδικασία υπολογισμού Γενικού Δείκτη Τιμών

Αρχικά επιλέγουμε τις μετοχές που απαρτίζουν το Γ.Δ., έχοντας υπόψη μας 2 βασικά κριτήρια την κεφαλαιοποίηση και την αξία συναλλαγών (θα αναλυθούν παρακάτω). Για να βρούμε την χρηματιστηριακή αξία, πολλαπλασιάζουμε τον αριθμό των μετοχών με την τιμή κλεισίματος σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Αυτόν τον υπολογισμό τον επαναλαμβάνουμε για όλες τις μετοχές, το άθροισμα των αποτελεσμάτων αυτών μας δίνει τη συνολική χρηματιστηριακή αξία. Αφού έχουμε βρει λοιπόν την χρηματιστηριακή αξία την διαιρούμε με το επίσημο έτος βάσης δηλαδή το 1980 στην προκειμένη περίπτωση. Έπειτα πολλαπλασιάζουμε τον αριθμό του αποτελέσματος αυτού με το 100. Μετά από αυτή την διαδικασία έχουμε το αποτέλεσμα του Γενικού Δείκτη. Σ' αυτό το σημείο αξίζει να σημειωθεί ότι με την εισαγωγή μια νέας εταιρείας στη διαμόρφωση του Γενικού Δείκτη, διαφοροποιείται το αποτέλεσμα αφού αυτό προκύπτει από την τιμή της χρηματιστηριακής αξίας προς την συνολική χρηματιστηριακή αξία του δείκτη αυτού.

7.3.2 Μέθοδος υπολογισμού των δεικτών του Χ.Α.Α.

$$\Delta = \frac{\sum P_{it} * Q_{it}}{\sum P_i * Q_i}$$

(Η επεξήγηση των συμβόλων αυτού του τύπου έγινε στον υπολογισμό του Γενικού Δείκτη). Πιο απλοποιημένα ο δείκτης αυτός μεταφράζεται σε :

$$\Delta = \frac{\text{αριθμός εισηγμένων μετοχών} * \text{τρένουσα τιμή μετοχής} * 100}{\text{αριθμός μετοχών στο έτος βάσης} * \text{τιμή μετοχής στο έτος βάσης}}$$

Τα έτη βάση των δεικτών έχουν ως εξής:

Γενικός Δείκτης Τιμών 31-12-1980, με βάση το 100

Κλαδικοί Δείκτες 31-12-1980, με βάση το 100

Με εξαίρεση το δείκτη leasing όπως προαναφέραμε με έτος βάσης 31-12- 1987 και με βάση το 100.

Δείκτης Παράλληλης αγοράς 31-12-1994, με βάση το 100

Δείκτης FTSE/ASE-20 24-9-1977 με βάση του το 1.000

Δείκτης FTSE/MID-40 8-12-1999 με βάση του το 1.000 ^Π Δείκτης όλων των μετοχών 4-1-1988 βάση του το 100

7.4 Κριτήρια επιλογής των μετοχών

Τα βασικά κριτήρια τα οποία συντελούν στην επιλογή των μετοχών έτσι ώστε να συμμετέχουν οι μετοχές στην διαμόρφωση του Γ.Δ.Τ. είναι τα εξής:

- a. Κεφαλαιοποίηση (δηλαδή η χρηματιστηριακή αξία της εισηγμένης εταιρίας στο Χρηματιστήριο).
- b. Η αξία των συναλλαγών.

Ο Γ.Δ.Τ. αποτελείται από 60 μετοχές εκ των οποίων στον κλάδο των τραπεζών ανήκουν 8 μετοχές, 2 ανήκουν στις ασφαλιστικές εταιρείες, 2 στον κλάδο Leasing, 22 των βιομηχανικών επιχειρήσεων, 10 στον κλάδο κατασκευαστικών, 5 στις εταιρείες συμμετοχής, 5 σε εταιρείες επενδύσεων, 1 μετοχή τηλεπικοινωνιών και άλλες 4 διαφόρων εταιρειών. Η επιλογή τους έγινε σύμφωνα με τις προϋποθέσεις που αναφέραμε παραπάνω. Πιο αναλυτικά:

Όταν οι εταιρείες κατατάσσονται με βάση την χρηματιστηριακή τους αξία. Η κατάταξη αυτή γίνεται από τις εταιρείες που έχουν την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση προς αυτές που έχουν την μικρότερη. Βέβαια στο Γ.Δ.Τ. «επιθυμητές» είναι οι

μετοχές οι οποίες έχουν υψηλή χρηματιστηριακή αξία, αλλά αυτό το κριτήριο από μόνο του δεν είναι πάντα έγκυρο γιατί κάποιες μετοχές με υψηλή κεφαλαιοποίηση μπορεί να μην αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Έτσι τέθηκε ένα ακόμα κριτήριο το οποίο είναι η αξία συναλλαγών, η οποία έρχεται 2η σε σειρά, δηλαδή γίνεται πρώτα η κατάταξη βάση την κεφαλαιοποίηση τους και ύστερα αναταξινομούνται και με βάση την αξία συναλλαγών των. Μ' αυτόν τον τρόπο έχουμε τις 60 πρώτες μετοχές οι οποίες διαμορφώνουν το Γ.Δ.Τ.

Έπειτα οι μετοχές αυτές κατατάσσονται σε κλάδους και με βάση αυτές έχουμε τους κλαδικούς δείκτες. Όλες οι συμμετοχές των εταιριών στο Γ.Δ.Τ. και στους κλαδικούς δείκτες γίνεται με το 100% των μετοχών τους. Εκτός από τις μετοχές του ΟΤΕ του οποίου το ποσοστό στο οποίο συμμετέχει στον Γ.Δ. είναι 49,33%. Πιθανόν αυτό συμβαίνει λόγω της κατοχής μεγάλου μέρους των μετοχών του ΟΤΕ από το κράτος. Παρ' όλα αυτά η κεφαλαιοποίηση των μετοχών του ΟΤΕ είναι πολύ μεγάλη συγκρίνοντάς την με την συνολική κεφαλαιοποίηση το Γ.Δ.Τ., έχοντας έτσι πιθανό «κίνδυνο» ταύτισης με το Γ.Δ.

7.5 Διαμόρφωση του Γ.Α.Τ.

Οι αλλαγές στον Γ.Δ. ήταν επιτακτικές. Αυτές πραγματοποιούνται μετά το 2000. Έως τότε οι μεταβολές του Γ.Δ. αντιπροσώπευαν τις τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, ενώ σήμερα τα πράγματα έχουν αλλάξει. Πριν το 2000 οι ισορροπίες της αγοράς μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών καθώς επίσης και η κατανομή του μεριδίου ισχύος ήταν δεδομένα. Οι εταιρείες οι οποίες ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο και η δραστηριότητα αυτού ήταν γύρω από τον τραπεζικό τομέα, τις εταιρείες επενδύσεων και μερικές μεγάλες βιομηχανικές εταιρείες.

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρουσιάζονται μετοχές που συμπεριλαμβάνονται στο γενικό δείκτη - στους κλαδικούς δείκτες και στο δείκτη παράλληλης αγοράς (04/02/2000).

Πίνακας 5: Μετοχές που περιλαμβάνονται στο Γ.Δ.Τ. στις 4.2.2000

ΣΥΜΒ.	ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	Τεμάχια	Κλείσιμο	Χρηματ. Αξία	Συμμετοχή στον κλάδο	% Συμμετοχή στο Γ.Δ.Τ.
ΤΡΑΠΕΖΕΣ						
ΓΤΕ	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	26.848.528	12.730	341.781.761.440	2,96	1,16
ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	156.453.512	22.930	3.587.479.030.160	31,10	12,17
ΕΤΕΒΚ	Ε.Τ.Ε.Β.Α. (ΚΟ)	3.629.116	99.670	361.713.991.720	3,14	1,23
ΠΕΙΡ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	1232.967.297	7.385	915.498.488.345	7,94	3,10
ΕΜΠ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	85.451.788	25.640	2.190.983.844.320	18,99	7,43
ΕΡΓΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ΚΟ)	40.730.000	30.530	1.243.486.900.000	10,78	4,22
ΙΑΤΕ	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	28.003.253	15.745	440.911.218.485	3,82	1,5
ΠΙΣΤ	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ (ΚΟ)	99.000.000	24.790	2.454.210.000	21,27	8,32
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ						
ΑΣΑΣΚ	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α (ΚΟ)	24.809.203	7.550	187.309.482.650	27,95	0,64
ΕΕΓΑ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛ (ΚΟ)	35.863.000	13.465	482.895.295.000	72,05	1,64
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ						
ΑΦΑΙΝ	ΑΛΦΑ FINANCE Α.Ε. (ΚΟ)	17.000.000	22.010	374.170.000	24,57	1,27
ΕΛΕΧΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ. (ΚΟ)	119.340.000	2.730	325.798.200.000	21,39	1,1
ΕΠΕΡΑ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε. (ΚΑ)	133.000.000	2.715	361.095.000.000	23,71	1,22
ΑΕΕΧΑ	ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	100.000.000	3.845	384.500.000.000	25,25	1,3
ΠΡΟΟΔ	ΠΡΟΟΔΟΣ Α.Ε ΕΛΛ. ΕΠΕΝΔΥΣ. (ΚΑ)	8.060.000	9.595	77.335.700.000	5,08	0,26
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗΣ						
ΑΛΗΣ	ΑΛΦΑ LEASING Α.Ε. (ΚΟ)	15.000.000	12.860	192.900.000.000	59,67	0,65
ΕΤΛΗΣ	ΕΤΒΑ ΛΗΣΙΝΓΚ Α.Ε. (ΚΟ)	14.414.400	9.045	130.378.248.000	40,33	0,44
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ						
ΕΠΙΑΚ	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤ/ΡΓΙΑ ΑΕΒΕ (ΚΑ)	40.589.350	3.760	152.615.956.000	1,87	0,52
ΜΟΥΖΚ	ΕΛ.Δ.ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜ & Ε (ΚΑ)	31.653.240	4.600	145.604.904.000	1,79	0,49
ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	261.168.750	6.430	1.156.977.562.500	14,19	3,92
ΣΑΡ	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ (ΚΑ)	18.731.900	9.830	184.134.577.000	2,26	0,62
ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ (ΚΟ)	38.062.732	17.545	677.810.632.940	8,19	2,26
ΠΑΠΑΚ	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ ΑΒΕΣ	26.700.870	9.805	261.802.030.350	3,21	0,89

	(Κ)					
ΑΛΕΚ	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	21.578.040	15.430	332.949.157.200	4,08	1,13
ΑΛΑΤΚ	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	83.992.120	3.480	292.292.577.600	3,59	0,99
ΕΤΕΜ	ΕΤΕΜ Α.Ε. (ΚΟ)	10.717.575	7.145	76.577.073.375	0,94	0,26
ΙΝΤΚΑ	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	98.021.664	14.615	1.432.586.619.360	17,57	4,86
ΔΚ	ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤ. ΒΙΟΜ.ΓΑΛΑΚΤΟΣ ΑΕ (Κ)	17.115.595	10.630	181.938.774.850	2,23	0,62
ΕΛΑΙΣ	ΕΛΑΙΣ ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ. (Κ)	13.526.100	12.965	175.365.886.500	2,15	0,59
ΕΕΕΚ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤ. ΕΜΦΙΑΛ. (Κ)	125.851.486	7.610	957.729.808.460	11,75	3,25
ΕΛΑΣΚ	HELLAS CAN ΑΕ ΒΙΟΜ. ΚΥΤΙΩΝ (Κ)	9.625.000	17.275	166.271.875.000	2,01	0,56
ΛΥΚ	INFORM ΛΥΚΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	17.677.800	13.125	232.021.125.000	2,85	0,79
ΗΡΑΚ	ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΕ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ (ΚΟ)	50.490.957	10.850	547.826.883.450	6,72	1,86
ΑΡΒΑ	ΑΕΕ ΑΡΓΥΡ/ΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ (ΚΑ)	15.070.480	14.245	214.678.987.600	2,63	0,73
ΕΒΖ	ΕΛΛ. ΒΙΟΜΗΧ. ΖΑΧΡΗΣ (ΚΑ)	30.819.931	8.675	267.362.901.425	3,28	0,91
ΤΣΙΠ	CHIRITA INTERNATIONAL SA (ΚΑ)	37.067.336	4.380	162.354.931.680	1,99	0,55
ΕΕΜ	ΕΛΛ. ΕΤ. ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ (Κ)	21.175.000	4.955	104.922.125.000	1,29	0,36
ΜΕΤΚ	ΜΕΤΚΑ ΑΕ (ΚΟ)	51.950.600	5.540	287.806.324.000	3,53	0,98
ΛΑΒΙ	LAVIPHARM ΑΕ (ΚΟ)	39.293.100	3.835	150.689.038.500	1,85	0,51
	ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ					
ΑΚΤΩΡ	ΑΚΤΩΡ ΑΕ (ΚΟ)	27.454.376	7.430	203.986.013.680	10,93	0,69
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ ΑΕ (ΚΟ)	38.340.000	5.535	212.211.900.000	11,37	0,72
ΠΡΔ	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ ΑΤΕ (ΚΟ)	10.081.500	8.020	80.853.630.000	4,33	0,27
ΑΤΤΙΚ	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ ΑΤΕ (ΚΟ)	53.100.000	5.815	308.776.500.000	16,55	1,05
ΓΕΝ	ΓΕΝΙΚΗ ΕΤ. ΚΑΤΑΣΚ. (ΚΟ)	27.720.000	7.870	218.156.400.000	11,69	0,74
ΕΛΤΕΧ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ (ΚΟ)	40.000.000	10.950	438.000.000.000	23,48	1,49
ΕΔΡΑ	ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ (ΚΟ)	10.100.000	5.825	58.832.500.000	3,15	0,20
ΜΗΧΚ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	40.860.494	5.320	217.377.828.080	11,65	0,74
ΑΛΤΕ	ΑΛΤΕ (ΚΟ)	21.199.980	6.010	127.411.879.800	6,83	0,43
	ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ					
ΚΛΩΝΚ	ΚΛΩΝΑΤΕΞ (ΚΑ)	31.309.760	9.745	305.113.611.200	14,3	1,03
ΓΚΟΥΤ	GOODY'S (ΚΑ)	16.280.501	7.950	129.429.982.950	6,06	0,44
ΒΙΟΧΚ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ)	95.139.236	10.760	1.023.698.179.360	47,97	3,47
ΠΑΡΝ	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ (ΚΟ)	6.382.596	5.440	34.721.322.240	1,63	0,12
ΕΠΑΤΤ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ (Κ)	104.173.680	6.155	641.189.000.400	30,04	2,17
	ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ					
ΦΡΑΚ	ΦΟΥΡΑΝΗΣ ΑΕ (Κ)	21.600.000	11.405	246.348.000.000	19,65	0,84

ΣΤΡΙΚ	ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΑΕ (ΚΑ)	37.125.616	4.025	149.430.604.400	11,92	0,51
ΑΒΚ	ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	9.794.400	10.065	98.580.636.000	7,86	0,33
ΤΗΛΕΤ	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	31.237.500	9.275	289.727.812.500	23,11	0,98
ΙΑΤΡ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ (ΚΟ)	29.965.500	15.665	469.409.557.500	37,45	1,59
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ						
ΟΤΕ	Ο.Τ.Ε. ΑΕ (ΚΟ)	243.589.040	8.330	2.029.096.703.200		6,88
ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ						
ΔΙΕΚΑ	ΔΙΕΚΑΤ ΑΤΕ (ΚΟ)	12.362.500	6.665	82.396.062.500	13,04	
ΕΚΤΕΡ	ΕΚΤΕΡ ΑΕ (ΚΟ)	9.000.000	5.455	49.095.000.000	7,77	
ΕΠΙΑΚ	ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	8.780.250	5.395	47.369.488.750	7,5	
ΚΟΡΦΚ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ -ΚΟΡΦΙΑ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	2.822.400	23.580	66.552.192.000	10,53	
ΚΟΡΦΠ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ -ΚΟΡΦΙΑ ΑΕΒΕ (ΠΟ)	302.000	19.500	5.896.800.000	0,93	
ΚΡΕΚΑ	ΚΡΕΚΑ ΑΕ (ΚΑ)	7.125.216	5.285	37.656.766.560	5,96	
ΜΕΤΡΟ	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΕΑΕ (ΚΟ)	17.591.420	6.995	123.051.982.900	19,47	
ΜΟΥΡ	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ ΑΕ (ΚΑ)	16.107.000	3.915	63.058.905.000	9,98	
ΣΙΓΑΛ	Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΤΕ (ΚΟ)	13.331.040	11.770	156.906.340.800	24,83	

Στο διάστημα αυτών των χρόνων επήλθαν αλλαγές, όπως η είσοδος των κατασκευαστικών εταιρειών το 1994, η είσοδος αυτή σηματοδότησε την αλλαγή στην κατανομή της πίτας και ήταν η αιτία για την αναθεώρηση του Γ.Δ.Τ. Πολλές από τις αλλαγές που έγιναν, έλαβαν χώρα μέσα στο 1999. Οι αλλαγές αυτές αφορούσαν το ενδιαφέρον των επενδυτών και που εστιάζεται αυτό, σε βαθμό να χάνει ο Γ.Δ. την αντιπροσωπευτικότητά του, έτσι τα αποτελέσματα του Γ.Δ. να μην αντιπροσωπεύουν τις τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Όσον αφορά τα κριτήρια στις αλλαγές που επήλθαν, η κεφαλαιοποίηση και η αξία των συναλλαγών παραμένουν. Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται οι κατηγορίες του Γ.Δ. καθώς και μετοχές που συμπεριλαμβάνονται σε αυτές.

Πίνακας 6: Κλαδικοί δείκτες				
	ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	ΧΡΗΜ. ΑΞΙΑ ΒΑΣΗΣ (1980)	ΣΥΝ. ΧΡ. ΑΞΙΑΣ	Ποσοστό
ΒΑΤΡ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	118.513.270.930	11.536.065.234.470	39,12
ΒΔΛΣ	ΛΗΣΙΝΓΚ	22.808.726.330	323.278.248.000	1,1
ΒΔΑΣ	ΑΔΦΑΛΕΙΕΣ	18.678.938.616	670.204.777.650	2,27
ΒΔΕΠ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	55.501.023.158	1.522.898.900.000	5,16
ΒΑΒΜ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ	247.387.951.966	8.152.319.751.790	27,65
ΒΔΚΤ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	52.091.043.739	1.865.606.651.560	6,33
ΒΔΣΜ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	31.736.952.514	2.134.152.096.150	7,24
ΒΔΔΦ	ΔΙΑΦΟΡΕΣ	18.629.593.707	1.253.496.610.400	4,25
ΒΓΔ	ΓΕΝΙΚΟΣ	548.181.112.290	29.487.118.973.220	100,00
ΒΔΠΡ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	37.114.173.736	631.983.498.510	

		Διαφορά σε			
ΣΥΜΒ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	03/02	04/02	Μονάδες	%
ΔΤΡ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	9.570,17	9.733,99	163,81	1,71
ΔΛΣ	ΛΗΣΙΝΓΚ	1.419,20	1.417,35	-1,85	-0,13
ΔΑΣ	ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	3.503,72	3.588,02	84,30	2,41
ΔΕΠ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	2.739,90	2.743,91	4,01	0,15
ΔΒΜ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ	3.281,49	3.295,36	13,86	0,42
ΔΚΤ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	3.416,09	3.581,44	165,35	4,84
ΔΣΜ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	6.520,76	6.724,50	203,74	3,12
ΔΔΦ	ΔΙΑΦΟΡΕΣ	6.661,64	6.728,52	66,88	1,00
ΣΔ	ΓΕΝΙΚΟΣ	5.297,32	6.379,08	81,76	1,54
ΔΠΑΡ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	1.620,78	1.702,81	82,03	5,06

7.6 Ο δείκτης FTSE/ASE-20

Ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι βασισμένος στις 20 εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α. Α.Ε.) με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κεφαλαιοποίηση των 20 εταιρειών που απαρτίζουν το δείκτη FTSE/ASE-20 ξεπερνά το ήμισυ της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικός του κλάδου των Τραπεζών, οι μετοχές του οποίου αποτελούν περίπου το 60% του δείκτη, ενώ σε συνδυασμό με τις μετοχές του κλάδου των Τηλεπικοινωνιών, συνιστούν το 77,62% του δείκτη. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο.

7.7 Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 είναι βασισμένος σε 40 εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α. Α.Ε.) μεσαίας κεφαλαιοποίησης και εμπορευσιμότητας, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κεφαλαιοποίηση των 40 εταιρειών που συμμετέχουν στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ξεπερνά το 15% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Είναι σημαντικό να σημειωθεί η υψηλή διαφοροποίηση του δείκτη, στον οποίο αντιπροσωπεύονται περισσότεροι από 20 διαφορετικοί κλάδοι δραστηριότητας. Το γεγονός αυτό τον καθιστά ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικό της μεσαίας κεφαλαιοποίησης και πολύ χρήσιμο για την αντιστάθμιση κινδύνου σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο.

7.8 Οι σημαντικότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες

Ένα από τα πιο σημαντικά χρηματιστήρια στο κόσμο είναι αυτό της Ν. Υόρκης, όπου εγκαταστάθηκε στη Wall Street το 1972. Ο πιο γνωστός δείκτης του συγκεκριμένου χρηματιστηρίου είναι ο δείκτης Dow Jones. Ο δείκτης Dow Jones δημιουργήθηκε στις αρχές του 20ου αιώνα και ανακοινώνεται από το γραφείο «Dow Jones & Co. Inc». Η ίδια εταιρεία εκδίδει τη μεγαλύτερη οικονομική εφημερίδα των ΗΠΑ «Wall Street Journal». Στην ουσία ο Dow Jones είναι ένα βαρόμετρο με το οποίο αποτυπώνεται η αμερικανική οικονομία. Στις αρχές του 1999 οι υπεύθυνοι του δείκτη αντικατέστησαν τέσσερις από τις εταιρείες με νεότερες. Στο δείκτη Dow Jones υπάρχουν εταιρείες με διαφορετικά αντικείμενα και γραμμές παραγωγής. Αυτές είναι:

- Τέσσερις εταιρείες σχετικές με την πληροφορική.
- Τρεις χρηματοπιστωτικούς γίγαντες.
- Μία πετρελαϊκή εταιρία.
- Μία χαλυβουργία.
- Επίσης περιλαμβάνει την Coca Cola, τα McDonalds, την General Motors κ.ά.

Ένας άλλος ευρύτατα γνωστός δείκτης είναι ο δείκτης Financial Times - Stock Exchange-100 του χρηματιστηρίου του Λονδίνου, που είναι γνωστός και ως «Footsie». Σε αυτόν παρουσιάζονται οι χρηματιστηριακές επιδόσεις των μετοχών των 100 μεγαλύτερων βρετανικών επιχειρήσεων. Είναι κατασκευασμένος κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να παρέχονται λεπτό προς λεπτό κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης οι σχετικές πληροφορίες για τα επίπεδά του. Η μέτρηση του FTSE100 ξεκίνησε στις 30 Δεκεμβρίου του 1983. Κριτήριο κατάταξης των μετοχών του δείκτη είναι η χρηματιστηριακή τους αξία. Η λίστα των 100 επιχειρήσεων έχει καταρτιστεί από ειδική καθοδηγητική επιτροπή. Στο χρηματιστήριο του Λονδίνου δημοσιεύονται επίσης και οι εξής δείκτες:

FTSE all share.

FTSE 500.

FTSE 250.

FTSE Actuaries 250.

FTSE Small Cap.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο

8.1 Εισαγωγή

Μπορεί σήμερα το χρηματιστήριο να έχει μπει για τα καλά στην καθημερινή ειδησεογραφία, αλλά μέχρι το 1990 η λέξη αυτή δεν υπήρχε το λεξιλόγιο της πλειοψηφίας των ελλήνων. Η δεκαετία του '90 άνοιξε το δρόμο σε κάθε φιλόδοξο επενδυτή να επενδύσει στο χρηματιστήριο. Μέσα σε δέκα χρόνια τα απανωτά ρεκόρ που σημειώθηκαν δημιούργησαν μια ελκυστική εικόνα του χρηματιστηρίου γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα την προσέλκυση χιλιάδων ελλήνων και όχι μόνο στο χώρο του Χ.Α.Α. Η δεκαετία αυτή αποτέλεσε μάθημα για όλους όσους ασχολούνται με το χώρο των επενδύσεων, και για τους χαμένους αλλά και για τους κερδισμένους. Ο Σεπτέμβριος του 1999 υπήρξε ονειρικός για όσους είχαν εμπλακεί στο χώρο της Σοφοκλέους και ταυτόχρονα εφιαλτικός για όσους δεν άρχισαν να αποχωρούν εκείνη τη στιγμή. Στο παρόν κεφάλαιο θα γίνει αναφορά στα σημαντικότερα γεγονότα που επηρέασαν τους χρηματιστηριακούς δείκτες ανά έτος. Σίγουρα η ανάλυση θα είναι σύντομη, καθώς τέτοιες οικονομικές αναλύσεις χρήζουν μιας πιο λεπτομερειακής ανάλυσης.

8.2 1991: το έτος σταθμός

Όπως υποδηλώνει κι ο τίτλος της ενότητας αυτής, το 1991 υπήρξε κομβικό σημείο για την εξέλιξη του ελληνικού χρηματιστηρίου. Τη χρονιά εκείνη, το ελληνικό χρηματιστήριο θεωρήθηκε ευκαιρία για τους ξένους επενδυτές οι οποίοι έσπευσαν να τονώσουν την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, η οποία παρουσίασε αύξηση 102,9%. Την χρονιά εκείνη φάνηκε να εξαφανίζονται ή τουλάχιστον να μειώνονται παράγοντες οι οποίοι στο παρελθόν εμπόδιζαν την ανάπτυξη του Χ.Α.Α. Η διστακτικότητα των ελλήνων επιχειρηματιών να μπουν στο χρηματιστήριο, οι διάφορες αδυναμίες στη λειτουργική του δομή, τα εμπόδια και οι περιορισμοί στις συναλλαγές, η μικρή ή ελλιπής ενημέρωση πάνω στις οικονομικές εξελίξεις, αλλά και ο δημόσιος χαρακτήρας, που είχε μέχρι τότε το χρηματιστήριο, έμοιαζε να μειώνονται. Ταυτόχρονα, οι ενέργειες που είχαν γίνει το 1988 και το 1990 εξευρωπαϊσαν το Χ.Α.Α. και ταυτόχρονα αύξησαν τον όγκο των συναλλαγών, ενώ βελτίωσαν τις υπηρεσίες που προσφέρονταν στο επενδυτικό κοινό.

Το 1991 οι ενδείξεις ήταν ενθαρρυντικές και σημειώθηκε μεγάλη αύξηση των τιμών των μετοχών, καθώς και υψηλός όγκος συναλλαγών. Σε αυτό συνέβαλε η κερδοφορία των

επιχειρήσεων και οι εξελίξεις στον Περσικό κόλπο. Το οξύμωρο στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι το γεγονός ότι ο δείκτης του χρηματιστηρίου κινήθηκε ανοδικά σε μια περίοδο που η ελληνική οικονομία και η ελληνική πολιτική σκηνή φαινόταν να περνάει κρίση.

Το δεύτερο εξάμηνο του ίδιου χρόνου, σημειώθηκαν διορθωτικές κινήσεις στο Χ.Α.Α. οι οποίες διακόπτονταν από μερικές αναλαμπές. Αυτό σχετίζεται με την ψυχολογία του έλληνα επενδυτή η οποία χαρακτηρίζεται από μεταπτώσεις που κυμαίνονται από την υπεραισιοδοξία στην απόλυτη απογοήτευση. Σημαντική κρίνεται να αναφερθεί η ψυχραιμία που έδειξε το επενδυτικό κοινό τις κρίσιμες ώρες του πολέμου του κόλπου. Η ψυχραιμία αυτή σχετίζεται σε μεγάλο ποσοστό με την συνεχή και σωστή ενημέρωση η οποία πολέμησε τις σειρήνες που ηχούσαν γύρω από το χρηματιστήριο.

Ψυχραιμία όμως έδειξε το επενδυτικό κοινό και όταν αποκαλύφθηκε το σκάνδαλο της κυκλοφορίας 5000 πλαστών μετοχών της τσιμεντοβιομηχανίας TITAN. Το Χ.Α.Α. θέλοντας να προστατέψει την εικόνα του από τέτοιου είδους φαινόμενα πλαστογραφίας επιδίωξε τον εκσυγχρονισμό του μέσα από τη λειτουργία του Αποθετηρίου Τίτλων, του Γραφείου Εκκαθαρίσεως, την ονομαστικοποίηση των χρηματιστηριακών μετοχών, όπως και με την καταγραφή των μεταβολών κάθε μετοχής σε έντυπο.

Άλλος ένας παράγοντας που βοήθησε να αλλάξει η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, να γίνει πιο ελκυστική και ταυτόχρονα πιο ασφαλής, ήταν η ίδρυση σοβαρών χρηματιστηριακών εταιριών με εξειδικευμένο προσωπικό και η ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς μέσα από την ίδρυση νέων θεσμών οι οποίοι θα συνέβαλλαν στην προστασία του επενδυτή και συγχρόνως του γενικού δείκτη.

Μέσα στον ίδιο χρόνο ψηφίστηκε ο νόμος περί φορολογίας καταθέσεων, ο οποίος περιλαμβάνεται στο νόμο περί πετρελαιοειδών. Οι βασικές διατάξεις του νόμου, έχουν ως εξής:

- Επιβάλλεται φόρος εισοδήματος στους τόκους, οι οποίοι αποκτώνται από φυσικά ή νομικά πρόσωπα, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας.
- Ο υπολογισμός του φόρου γίνεται με συντελεστή 10% στο ποσό των τόκων που προκύπτουν και παρακρατείται από τον οφειλέτη των τόκων.
- Ο παρακρατούμενος φόρος αποδίδεται με εφάπαξ καταβολή στο δημόσιο.

- Η επιβολή του φόρου δεν συνεπάγεται την άρση του απορρήτου των καταθέσεων στις τράπεζες.

Το 1991 υπήρξαν απότομες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών και αυτό ήταν αποτέλεσμα της συμπεριφοράς των επενδυτών οι οποίοι είχαν διάφορους σκοπούς. Οι τελευταίοι συνοψίζονται στους παρακάτω:

- Άμεσο και γρήγορο κέρδος το οποίο κυνηγούσαν ολιγαρκείς επενδυτές πουλώντας μετοχές, οι οποίες τους είχαν αποδώσει κέρδος τις προηγούμενες μέρες ή ακόμα και την αμέσως προηγούμενη.
- Όσοι είχαν αγοράσει σε υψηλά επίπεδα προσπάθησαν να απεγκλωβιστούν πουλώντας τις μετοχές τους σε υψηλές σχετικά τιμές που πρόσφερε η παρούσα φάση. Μετοχές που είχαν αγοραστεί τον Ιούνιο του 1990 πουλήθηκαν το Φεβρουάριο του 1991 με μείωση ζημιάς 24%.
- Οι αδαείς του χρηματιστηρίου έσπευδαν να γίνουν πλούσιοι σε μία μόνο συνεδρίαση. Με τον τρόπο αυτό αυξανόταν συνεχώς η ζήτηση.
- Επενδυτές που είχαν πουλήσει τις μετοχές τους τις ξαναγόραζαν τις επόμενες μέρες για τεχνικούς ή πραγματικούς λόγους.

Το Δεκέμβριο του 1991 ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου έπεσε σε επίπεδα κάτω των 1000 μονάδων. Το άτονο κλίμα που επικρατούσε στη Σοφοκλέους επηρεάστηκε πολύ από τις φημολογίες και τις βραχυπρόθεσμες επενδυτικές επιλογές του κοινού. Στο κλίμα που επικρατούσε στη Σοφοκλέους δεν βοηθούσαν οι σταδιακές μειώσεις των επιτοκίων, η συρρίκνωση του πληθωρισμού και γενικότερα οι εξελίξεις στον πιστωτικό τομέας. Το 1992 δεν είχε τις βάσεις για ένα καλό και αποδοτικό ξεκίνημα.

8.3 Οι χρηματιστηριακές εξελίξεις το 1992

Μπορεί να έκλεισε άσχημα το 1991, όμως στα τέλη του Ιανουαρίου του 1992 παρατηρήθηκε βελτίωση του κλίματος. Σε αυτή τη μεταστροφή βοήθησαν οι παρακάτω κυρίως παράγοντες:

- Το αυστηρότερο νομισματικό-πιστωτικό πρόγραμμα.
- Η βελτίωση του πολιτικού κλίματος στη χώρα.

- Η βελτίωση των διαπραγματευτικών σχέσεων στα Βαλκάνια.
- Οι ανακοινώσεις κερδών και οι δημοσιεύσεις ισολογισμών των εταιρειών του έτους 1991.
- Η πώληση της ΑΓΕΤ Ηρακλής και η απόδοση του συνολικού εσόδου στην Εθνική Τράπεζα.
- Η μεταρρύθμιση στη φορολόγηση των εισαγόμενων κεφαλαίων και η σταδιακή μείωση του πληθωρισμού και των δανειακών αναγκών του δημοσίου.
- Η αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας της Τράπεζας της Ελλάδος.
- Η είσοδος σημαντικής μερίδας ατομικών και θεσμικών επενδυτών οι οποίοι απείχαν καθ' όλη τη διάρκεια του 1991. Αυτό αναθέρμανε τις τιμές ορισμένων επιλεγμένων μετοχών και ταυτόχρονα πολλές επιχειρήσεις σχεδίαζαν την είσοδο τους στο χρηματιστήριο.
- Το 1992 υπήρχε διάχυτη η προσδοκία για υψηλότερη διανομή μερισμάτων, ενώ ταυτόχρονα έγινε δωρεάν διανομή μετοχών που προήλθε από την υπεραξία των πάγιων στοιχείων.

Ο οικονομικός ταχυδρόμος χαρακτηριστικά αναφέρει «το ελληνικό χρηματιστήριο γνωρίζει νέα δόξα και τιμή». Έντονα ακουγόταν ότι το Χ.Α.Α. δεν θα έκανε τα λάθη του παρελθόντος και δεν θα επέστρεφε ο γενικός δείκτης σε παλαιότερα χαμηλά επίπεδα. Οι βραχυπρόθεσμες επενδύσεις έπρεπε να θεωρούνταν η εξαίρεση και όχι ο κανόνας. Από τις κακές στιγμές του 1992 πρέπει να σημειώσουμε ότι η ήταν η τελευταία βδομάδα του Μαΐου όπου ρευστοποίησαν πολλοί επενδυτές και ο γενικός δείκτης άγγιξε το κατώτατο όριο των τελευταίων 17 μηνών. Το ελληνικό χρηματιστήριο χαρακτηρίζεται από το φαινόμενο της μαζικής ψυχολογίας, φαινόμενο που παρατηρείται σε αγορές με βραχυχρόνιο ορίζοντα.

Η σημαντικότερη στιγμή κατά την άποψη μας, ήταν η σταδιακή εισαγωγή ηλεκτρονικής διαπραγμάτευσης των μετοχών. Με το νέο σύστημα επεκτεινόταν ο χρόνος συνεδρίασης, αυξήθηκε η διαφάνεια και ο αμυντικός μηχανισμός των επενδυτών, οι διαπραγματεύσεις γίνονταν ευέλικτες και αξιόπιστες, εισάγονταν πλέον εντολές με ορισμένη τιμή, ενώ το επιτρεπόμενο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών ορίζεται με απόφαση του Δ.Σ.

Όλα έδειχναν ότι το 1992 η πορεία του χρηματιστηρίου θα είχε μια ασταμάτητη ανοδική πορεία. Η ασοβαρότητα όμως κατά την άνοδο και την πτώση του ελληνικού χρηματιστηρίου φαίνεται να είναι κανόνας και καταλήξαμε με το γενικό δείκτη στα επίπεδα των 672,31 μονάδων, δείκτης που αποτελεί το χαμηλότερο όριο της δεκαετίας.

8.4 Το χρηματιστήριο το 1993

Όπως ξεκίνησε το 1992 με τον ίδιο τρόπο ξεκίνησε και το 1993, με το γενικό δείκτη να παρουσίαζα άνοδο και να τον βρίσκει στα τέλη του 1993 να γνωρίζει τη στήριξη των ξένων επενδυτών. Η επενδυτική ψυχολογία ανέβηκε, οι βραχυπρόθεσμες επενδυτικές προσδοκίες ενισχύθηκαν και οι ιδιωτικοποιήσεις ήρθαν στο προσκήνιο.

Οι διακυμάνσεις κατά το 1993 ήταν έντονες και η κερδοσκοπία ήταν συνεχώς παρούσα. Το Μάρτιο του 1993 τέθηκαν όροι για την αύξηση των κεφαλαίων των δημοσίων επιχειρήσεων, γεγονός που απαιτούσε τεχνοκρατική υποστήριξη και πολιτική βούληση.

Το Χ.Α.Α. βρέθηκε στη δίνη των πολιτικών εξελίξεων και των φημολογιών. Η αγορά αντιδρούσε σπασμωδικά με έντονες διακυμάνσεις. Το 1993 στιγματίστηκε από τις πολιτικές εξελίξεις που σχετίζονταν με την πτώση της κυβέρνησης και τη διεξαγωγή εκλογών. Η αγορά κινήθηκε αρνητικά λόγω της κρίσης εμπιστοσύνης που φάνηκε ιδιαίτερα το Σεπτέμβριο του '93 και γενικότερα καταστράφηκαν οι προϋποθέσεις σταδιακής ανάκαμψης οι οποίες είχαν δημιουργηθεί με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων στην Ελλάδα, καθώς και τη μείωση των επιτοκίων στην Ευρώπη.

8.5 Η πορεία του Χ.Α.Α. το 1994

Όπως πάντα ο Ιανουάριος φέρνει άνοδο στο ελληνικό χρηματιστήριο. Το Χ.Α.Α. έμπαινε σε διαφορετική φάση προοπτικών και συνθηκών. Μετά από πολιτική βούληση αποφασίστηκε η εισαγωγή των τεχνικών εταιριών στο Χ.Α.Α. όπως και των εταιρειών της επιβατηγού ακτοπλοΐας. Ο δείκτης ανέβηκε πάνω από 20% μέσα σε διάστημα δύο εβδομάδων και η ψυχολογία του επενδυτικού κοινού ανέβηκε. Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές ενδιαφέρονταν να αυξήσουν την κερδοφορία τους από ένα μικρό χρηματιστήριο το οποίο δεν ήταν και πολύ σταθερό. Αντίθετα οι έλληνες επενδυτές ενδιαφέρονται βραχυπρόθεσμα για τη μετοχή που αγόραζαν, επιδίωκαν να εκμεταλλευτούν τη γρήγορη άνοδό της και να

κερδίσουν από την υπεραξία. Στόχος των επενδυτών έγιναν οι τεχνικές εταιρείες λόγω του ενδιαφέροντος που παρουσίαζαν εξαιτίας των μεγάλων έργων.

Οι διακυμάνσεις ήταν για άλλη μια φορά απότομες και το ελληνικό χρηματιστήριο έδειξε ακόμα μια φορά πόσο ρηχό ήταν αφού φάνηκε επιρρεπές στους κερδοσκόπους οι οποίοι έπαιζαν με τους δείκτες του. Το ξεφούσκωμα δεν άργησε να έρθει και αυτό συνέβη το Σεπτέμβριο του 1994. Οι εξαγγελίες για εκσυγχρονισμό του χρηματιστηρίου, η εισαγωγή του ΟΤΕ στο χρηματιστήριο και άλλα παρόμοια γεγονότα δημιούργησαν σύγχυση στο κοινό.

8.6 Οι διακυμάνσεις του 1995

Στις αρχές του 1995 δημοσιεύτηκε σχέδιο νόμου το οποίο πρότεινε μεταρρυθμίσεις στο υφιστάμενο καθεστώς του χρηματιστηρίου. Η επιτροπή για τη μελέτη των προβλημάτων του χρηματιστηρίου έπρεπε να αντιμετωπίσει ζητήματα όπως η τιμή των εισαγομένων στο Χ.Α.Α., τα όρια και οι προϋποθέσεις των ιδιωτικών τοποθετήσεων, ο φορολογικός έλεγχος των εισερχομένων εταιρειών, οι εκτός κύκλου συναλλαγές και τέλος οι τεχνολογικές εξελίξεις.

Το Φεβρουάριο του 1995 η πολιτική αβεβαιότητα σε σχέση με την κακή ψυχολογία του επενδυτικού κοινού δημιούργησαν ένα αρνητικό ρεκόρ των τελευταίων 17 μηνών και οδήγησαν το δείκτη να κινείται γύρω στις 780 μονάδες. Το ίδιο κλίμα συνεχίστηκε και το Μάρτιο. Το κατώτατο σημείο στήριξης θεωρήθηκαν οι 825 μονάδες και στόχος οι 855 μονάδες. Στο τέλος του Μαρτίου του 1995 ο δείκτης έκλεισε στις 824,6 μονάδες. Η πτώση των τιμών συνεχίστηκε και τον Απρίλιο όπου θα λέγαμε ότι είναι ο μήνας των παθών, αφού ο γενικός δείκτης διαμορφώθηκε στις 788, 33 μονάδες. Η αδιαφορία ήταν μεγάλη και το επενδυτικό κοινό δεν επιθυμούσε ούτε να ρευστοποιήσει ούτε να διορθώσει τα κέρδη του.

Το Μάιο της ίδιας χρονιάς κυκλοφόρησε η φήμη ότι οι βρετανοί και οι αμερικανοί επενδυτές έρχονταν να επενδύσουν στις ελληνικές μετοχές. Αυτή η φήμη οδήγησε το δείκτη στις 955,01 μονάδες (8 Μαΐου 1995), τιμή η οποία αποτέλεσε ετήσιο ρεκόρ. Τελικά ο γενικός δείκτης μετά από αυξομειώσεις που παρατηρήθηκαν στα μέσα του μήνα έσπασε το φράγμα των 900 μονάδων στα τέλη Μαΐου (29/05/1995).

Το καλοκαίρι του 1995 χαρακτηρίστηκε από διακυμάνσεις γύρω στις 900 μονάδες και παρατηρήθηκε ενδιαφέρον από θεσμικούς επενδυτές που συνεχίστηκε μέχρι το Σεπτέμβριο. Το γεγονός της αιφνίδιας αδιαθεσίας του τότε πρωθυπουργού, Ανδρέα Παπανδρέου, επηρέασε όπως ήταν φυσικό το γενικότερο κλίμα και ανέκοψε την ανοδική πορεία. Στον πίνακα που ακολουθεί μπορεί να παρατηρήσει κανείς τις διακυμάνσεις του Γ.Δ. από το Μάιο έως το Δεκέμβριο του

<u>Ημερομηνία</u>	<u>Γενικός Δείκτης</u>
31 Μαΐου	891,45
16 Αυγούστου	966,78
15 Σεπτεμβρίου	951,85
29 Σεπτεμβρίου	949,95
31 Οκτωβρίου	926,21
20 Νοεμβρίου	876,17
30 Νοεμβρίου	885,19
15 Δεκεμβρίου	898,20
28 Δεκεμβρίου	910,93

Πίνακας 7: Εξέλιξη Γ.Δ. την περίοδο Μάιος-Δεκέμβριος 1995

8.7 Οι πολιτικές εξελίξεις του 1996 επηρεάζουν το Γ.Δ.

Κύριο χαρακτηριστικό του 1996 είναι η αποχώρηση του Α. Παπανδρέου από την πρωθυπουργία και η παραλαβή της σκυτάλης από τον Κ. Σημίτη, γεγονός που σηματοδότησε το τέλος μιας περιόδου αβεβαιότητας και την είσοδο σε μια περίοδο αισιοδοξίας και προσδοκιών. Η νέα κυβέρνηση ενέπνευσε τον ενθουσιασμό, το οποίο εκμεταλλεύτηκαν ξένοι θεσμικοί επενδυτές προκαμένον να επενδύσουν στα λεγόμενα blue-chips.

Το γεγονός που οδήγησε σε μαζικές ρευστοποιήσεις το Φεβρουάριο του '96, ήταν η κρίση της βραχονησίδας των Ιμίων. Μεγάλη πίεση δέχτηκαν οι μετοχές των ασφαλειών, ενώ τη μικρότερη ο δείκτης των διαφόρων. Την ίδια στιγμή το χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης είχε αξιοσημείωτη άνοδο. Σημαντική άνοδο παρουσίασε ο δείκτης τον Απρίλιο όπου και έσπασε το φράγμα των 1.000 μονάδων μετά από περίπου δύο χρόνια. Μεγάλη ώθηση στο Γ.Δ. έδωσε η έναρξη διαπραγμάτευσης της μετοχής του ΟΤΕ, ενώ δημιούργησε ντόμινο ενδιαφέροντος σε εταιρείες που συναλλάσσονται με το δημόσιο τομέα, όπως είναι για παράδειγμα η Intracom, Alcatel και άλλες.

Μετά από μία κρίσιμη καμπή που πέρασε το χρηματιστήριο μέχρι τον Αύγουστο της ίδιας χρονιάς, το κλίμα αναστρέφεται μετά την εξαγγελία εκλογών. Τα αποτελέσματα έγιναν δεκτά με επιφύλαξη και ο δείκτης άνοιξε με 978,41 μονάδες μετά την εκλογή της νέας κυβέρνησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι την ίδια περίοδο το χρηματιστήριο κλονίστηκε από διάφορα παιχνίδια που παίχτηκαν στην πλάτη των επενδυτών. Πολλές χρηματιστηριακές εταιρείες εκτελούσαν την ίδια εντολή ενός πελάτη πολλές φορές με ψεύτικες αγοραπωλησίες προκειμένου να παρουσιάζουν υψηλότερο τζίρο. Οι πμές των μετοχών μερικών εταιρειών ανέβηκαν εξαιτίας «παιχνιδιών» που παίχτηκαν σε υψηλά επίπεδα. Μεγαλομέτοχοι εταιριών ανέβασαν παραπλανητικά τις τιμές των μετοχών τους προκειμένου να τις ξεφορτωθούν. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η διακύμανση του γενικού δείκτη κατά τη διάρκεια του 1996.

Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης
2 Ιανουαρίου	903,68
24 Ιανουαρίου	978,53
1 Φεβρουαρίου	994,40
19 Φεβρουαρίου	987,22
1 Μαρτίου	1.017,31
15 Μαρτίου	1.001,16
9 Απριλίου	947,95
29 Απριλίου	901,03
4 Ιουνίου	926,10
3 Ιουλίου	902,21
7 Αυγούστου	872,99
12 Αυγούστου	887,09
16 Σεπτεμβρίου	974,20
17 Οκτωβρίου	927,15
21 Οκτωβρίου	913,98
1 Νοεμβρίου	938,21
22 Νοεμβρίου	906,02
31 Δεκεμβρίου	933,48

Πίνακας 8: Εξέλιξη Γ.Δ. το 1996

8.8 1997: τα ρεκόρ ξεκινούν

Γενάρης και ως συνήθως τα χαμόγελα επιστρέφουν στους επενδυτές. Μεγαλύτερη άνοδο παρουσιάζουν οι εταιρίες του κατασκευαστικού τομέα. Η άνοδος αυτή δημιούργησε καχυποψίες και αυτό δημιούργησε ένα παιχνίδι μεταξύ πτώσεως και ανόδου. Το Πάσχα

του 1997 ήταν νέο έναυσμα για ανοδική πορεία. Στις 18 Απριλίου του 1997 ο δείκτης άγγιξε τις 1.428,07 μονάδες έχοντας σημειώσει αύξηση 57,21% από την αρχή του έτους. Στις 23 Μαΐου του ίδιου χρόνου έσπασε το φράγμα των 1.500 μονάδων.

Οι ανοδικές τάσεις και το συνεχόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον του κοινού οδηγούσε σε απανωτά ρεκόρ του Γ.Δ. και όλοι έφτασαν να μιλούν για τις 1.800 μονάδες. Στις 25 Σεπτεμβρίου 1997 ο δείκτης κλείνει στις 1.740,10 μονάδες. Το χαρακτηριστικό σε αυτή την περίπτωση είναι ότι δείκτης άντεξε και δεν έπεσε σε αντίθεση με ότι συνέβη το Μάιο του ίδιου χρόνου όπου ακολούθησαν πολλές διακυμάνσεις. Σημαντική κρίνεται η αναφορά ότι ο κλάδος των τραπεζών ακολουθούσε αυτή την πορεία και δεν την οδηγούσε.

Μέσα σε έξι συνεδριάσεις από τη Δευτέρα 29 Σεπτεμβρίου έως τη Δευτέρα 6 Οκτωβρίου του 1997 ο δείκτης έσπαγε το ένα ρεκόρ μετά το άλλο. Ο πληθωρισμός, η μείωση των επιτοκίων και ο συνεχής υψηλός όγκος συναλλαγών έδιναν νέα ώθηση στις τιμές των μετοχών. Ο γενικός δείκτης σταμάτησε μόνο όταν επηρεάστηκε από το αρνητικό κλίμα των ασιατικών αγορών όπου με τη σειρά τους είχαν επηρεαστεί από την ασιατική γρίπη.

Τα κέρδη που είχαν φτάσει έως 92,20% στις 8 Οκτωβρίου 1997 εξανεμίστηκαν μέσα σε λίγες μόνο μέρες όπου το κέρδος έφτασε στο 59,46%. Η φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών και των πωλήσεων έφερνε νευρικήτητα στους επενδυτές και έφερε το δείκτη σε χαμηλότερα επίπεδα το Νοέμβριο του ίδιου χρόνου. Τέλος ξένοι επενδυτές σημείωνα ότι το ελληνικό χρηματιστήριο και η αγορά της Σοφοκλέους ήταν η πιο συμφέρουσα με μικρότερο ρίσκο. Στον πίνακα που ακολουθεί παρατηρούμε την πορεία του γενικού δείκτη για το 1997.

Πίνακας 9: Η πορεία του Γ.Δ. το 1997

Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης
9 Ιανουαρίου	1.012,39
31 Ιανουαρίου	1.166,19
3 Φεβρουαρίου	1.148,06
26 Φεβρουαρίου	1.453,60
4 Μαρτίου	1.213,02
11 Απριλίου	1.421,03
14 Απριλίου	1.394,89
2 Μαΐου	1.484,97
23 Μαΐου	1.727,70
6 Ιουνίου	1.592,35
13 Ιουνίου	1.625,73

22 Ιουλίου	1.535,81
22 Αυγούστου	1.592,82
17 Σεπτεμβρίου	1.691,59
8 Οκτωβρίου	1.794,11
31 Οκτωβρίου	1.488,53
4 Νοεμβρίου	1.613,78
13 Νοεμβρίου	1.409,27
8 Δεκεμβρίου	1.566,81
15 Δεκεμβρίου	1.523,32
31 Δεκεμβρίου	1.479,63

8.9 Η ανοδική πορεία του 1998

Τον Απρίλιο του 1998 σημειώθηκε ένα πολύ σημαντικό γεγονός για την ελληνική οικονομία. Η υποτίμηση της δραχμής έφερε επενδυτές και κεφάλαια στο ελληνικό ΕΙ Dorado. Πριν την υποτίμηση της δραχμής πολλές μετοχές ήταν πολύ φτηνές και η αγορά έδινε ευκαιρίες, αφού είχαν δημιουργηθεί πολλές δελεαστικές ευκαιρίες. Μετά την υποτίμηση οι μετοχές έγιναν ακόμη πιο φτηνές για τους ξένους επενδυτές. Αυτό που θα περίμενε κάποιος που παρακολουθεί τις εξελίξεις θα ήταν να δα μία επιλεκτική κίνηση από μεριά των ξένων επενδυτών σε στοχευόμενες μετοχές. Αντίθετα αυτό που έγινε ήταν μία άνευ προηγουμένη επέλαση σε κάθε είδους μετοχή.

Οι ξένοι επενδυτές επέλεξαν το ελληνικό χρηματιστήριο για να κάνουν τις επενδύσεις τους για τους εξής λόγους όπως αναφέρει ο Οικονομικός Ταχυδρόμος της 23/4/1998, αν και κανονικά θα έπρεπε να πωλούν αντί να αγοράζουν:

- Η Ελλάδα δεν είχε μπει ακόμα στην Ευρωπαϊκή Ένωση του ευρώ.
- Οι διαρθρωτικές αλλαγές που έπρεπε να είχαν γίνει, κυλούσαν με αργό ρυθμό και δεν προωθούνταν συστηματικά.
- Οι ιδιωτικοποιήσεις προορίζονταν τελικά να γίνουν μετοχοποιήσεις.
- Οι προοπτικές του τραπεζικού συστήματος και του πληθωρισμού δεν ήταν ευοίωνες.
- Οι επενδύσεις ήταν δυστυχώς, κατά ένα μεγάλο μέρος στα χέρια των ξένων επενδυτών.
- Υπήρχαν πολλά προβλήματα στην έγκαιρη εκκαθάριση των συναλλαγών

Τα προαναφερθέντα προβλήματα θα έπρεπε να προβληματίζουν και όχι να τονώνουν την ελληνική αγορά και αυτό είναι το οξύμωρο της όλης υπόθεσης. Δεν ήταν λίγοι εκείνοι που θεωρούσαν πως ο γενικός δείκτης θα ξεπερνούσε τις 3.000 μονάδες.

Τον Μάρτιο του 1998 ο γενικός δείκτης έκλασε με κέρδη 7,31% και διαμορφώθηκε στις 1.649,69 μονάδες και επιβεβαίωσε όσους ήταν παραδόξως αισιόδοξοι. Εκτός από τους ξένους επενδυτές στο παιχνίδι μπήκαν και οι Έλληνες επενδυτές δίνοντας τεράστια ώθηση στις εταιρείες εξαγωγικού χαρακτήρα. Ανοδικά κινήθηκαν σχεδόν όλοι οι επιμέρους δείκτες. Ο γενικός δείκτης έσπασε κάθε είδους ρεκόρ που έκανε τη διεθνή κοινή γνώμη να στρέψει το ενδιαφέρον της στη Σοφοκλέους και τα τερτίπια της.

Στις 3 Απριλίου του ίδιου έτους ο δείκτης άγγιξε πς 2.063,5 μονάδες, στις 10 του ίδιου μήνα πς 2.158,12 μονάδες και το γαϊτανάκι συνεχιζόταν. Ιστορικό ρεκόρ σημειώθηκε σπς 9 Ιουλίου με τον δείκτη να κλείνει σπς 2.674,28 και σπς 17 Ιουλίου να ακουμπά πς 2.738,68 μονάδες. Ο γενικός δείκτης αναγκάστηκε μετά από μία εξωτερική χρημαπιστηριακή κρίση να υποχωρήσα από τα υψηλά του επίπεδα μετά των Αύγουστο του 1998, για να επιστρέψει σπς 2737,55 μονάδες στα τέλη του ίδιου έτους. Αυτή η κάμψη ίσως να οφείλεται, πέρα από τη εξωτερική χρημαπιστηριακή κρίση, σπς εσωτερικές δημοπκές εκλογές. Στον πίνακα που ακολουθεί παρακολουθούμε όλη τη διακύμανση του Γ.Δ. κατά το έτος 1998.

Πίνακας 10: Η πορεία του Γ.Δ. το 1998	
2 Ιανουαρίου	1.481,41
30 Ιανουαρίου	1.385,40
12 Μαρτίου	1.543,62
21 Απριλίου	2.623,39
24 Απριλίου	1.473,98
9 Ιουνίου	2.580,55
26 Ιουνίου	2.393,69
30 Ιουνίου	2.365,45
17 Ιουλίου	2.738,68
18 Αυγούστου	2.539,35
20 Αυγούστου	2.675,44
2 Οκτωβρίου	1.892,62
23 Οκτωβρίου	2.097,05
4 Νοεμβρίου	2.299,09
16 Νοεμβρίου	2.316,09
20 Νοεμβρίου	2.464,02
31 Δεκεμβρίου	2.737,55

8.10 Το πανηγύρι του 1999

Η επενδυτική αισιοδοξία στις αρχές του 1999 δεν είχε προηγούμενο. Σε αυτό συνέβαλαν πολλοί παράγοντες, όπως η μείωση του πληθωρισμού, η μείωση των επιτοκίων, το ήρεμο διεθνές περιβάλλον, η ευφορία της αγοράς και τα καλά νέα από τις εισηγμένες εταιρείες. Έτσι πολλοί έλεγαν ότι ο δείκτης άνετα θα σκαρφαλώσει στις 3800 μονάδες με άνοδο 40%, αφού έκριναν με βάσει τα αποτελέσματα του 1998, όπου ο γενικός δείκτης αυξήθηκε κατά 80%. Μέσα σε ένα τέτοιο περιβάλλον ποιος δεν θα ήταν αισιόδοξος;

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ξένοι επενδυτές έμπαιναν πρώτα στα ομόλογα και μετά στο χρημαστήριο με χαρακτηριστικό ότι τα ποσά που επενδύονταν στη Σοφοκλέους ήταν πολύ μικρότερα από αυτά που δαπανούσαν στα ομόλογα. Αυτό συνέβαινε διότι οι επενδύσεις σε ομόλογα χαρακτηρίζονταν από μικρό ρίσκο και μεγάλη απόδοση. Την ίδια περίοδο η ανάλυση των χρηματιστηριακών εταιρειών έδειχναν για το εγγύς μέλλον της Σοφοκλέους ουδέτερη τάση και μακροχρόνια ανοδική τάση. Κατώτατο σημείο αντίστασης θεωρήθηκαν οι 3.100 και 3.300 μονάδες, αλλά κανείς δεν έβλεπε τόσο μπροστά για να δει την εκτόξευση του δείκτη.

Οι παραπάνω εκτιμήσεις βασίζονταν σε ορισμένες λογικές σκέψεις, όπως ότι η πρόσφατη άνοδος του χρηματιστηρίου βασιζόταν σε ελληνικά κεφάλαια και πως μία πιθανή τοποθέτηση στο χρημαστήριο θα ήταν επικερδής κίνηση αφού η απόδοση της επένδυσης θα ήταν μεγαλύτερη από το επιτόκιο. Ταυτόχρονα όλοι αναρωτιόνταν ότι αφού ανέβηκε το χρημαστήριο με μικρή συμμετοχή των ξένων επενδυτών, τότε τι θα γινόταν αν το κεφάλαιο συμμετοχής τους αυξανόταν; Από την άλλη, όλοι είχαν την πεποίθηση cm οι ξένοι επενδυτές ήρθαν για να μείνουν και όχι για μία ευκαιριακή παρουσία. Μέσα σε αυτό κλίμα ο δείκτης πήρε την ανιούσα.

Το 1999 έδειξε για άλλη μία φορά πως το ελληνικό χρημαστήριο είναι πολύ ευάλωτο σε επιρροές και ειδικότερα από την πολιτική. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η σύλληψη του Οτσαλάν και η κρίση στις ελληνοτουρκικές σχέσεις. Ταυτόχρονα το συνέδριο του ΠΑΣΟΚ έδωσε θετική πνοή στον δείκτη σε συνδυασμό με τα σχόλια του Γερμανού καγκελάριου για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Αυτό όμως που είναι υγιές για ένα χρημαστήριο είναι η εξέταση των οικονομικών παραμέτρων και όχι τόσο των πολιτικών. Αυτή τη χρονιά κάνα και την εμφάνισή του ο όρος «**Κόμμα του Χρηματιστηρίου**». Ως «Κόμμα» θεωρείται το κοινό εκείνο που ασχολείται με τα δρώμενα του χρηματιστηρίου και ανησυχεί για τις πολιτικές εξελίξεις μήπως και επηρεάσουν τις επενδύσεις τους.

Οι προσδοκίες όχι μόνο επαληθεύτηκαν, αλλά και ξεπεράστηκαν. Τον Μάρτιο του 1999 το ελληνικό χρηματιστήριο άνοιξε νέα σελίδα και ξεπέρασε τις 3.400 και αργότερα τις 3.800 μονάδες. Όπως προείπαμε κατά τη διάρκεια του συνεδρίου του ΠΑΣΟΚ ο δείκτης έκανε απανωτά ρεκόρ. Ο Μάιος βρήκε τον δείκτη στις 4.00 μονάδες. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι ο δείκτης το «Κόμμα του Χρηματιστηρίου» συνεχώς ενισχυόταν με νέους κωδικούς, όπως μας παρουσιάζει και ο παρακάτω πίνακας.

Πίνακας 11: Εξέλιξη των Κωδικών στο Αποθετήριο 1998 - Ιανουάριο 2001

Συνεδρίαση	Αριθμός Κωδικών
Δεκέμβριος 1998	300.000
Ιανουάριος 1999	430.000
Φεβρουάριος 1999	480.000
Μάρτιος 1999	540.000
Απρίλιος 1999	600.000
Μάιος 1999	750.000
Ιούνιος 1999	850.000
Ιούλιος 1999	977.000
Αύγουστος 1999	1.022.000
Σεπτέμβριος 1999	1.220.000
Οκτώβριος 1999	1.250.000
Νοέμβριος 1999	1.400.000
Δεκέμβριος 1999	1.420.000
Ιανουάριος 2000	1.520.000
Φεβρουάριος 2000	1.593.000
Μάρτιος 2000	1.680.000
Δεκέμβριος 2000	1.789.101
Ιανουάριος 2001	1.792.431

Μετά όλο αυτό το πανηγύρι ανόδου που είχε στηθεί γύρω από τη Σοφοκλέους, ήρθε το σοκ του Σεπτεμβρίου. Στα μέσα του μήνα άγγιξε ταβάνι και στη συνέχεια ήρθε η απότομη πτώση. Όλα τα καλά έχουν ένα τέλος, αλλά στην περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου ο πτώση ήταν από ψηλά και είχε μεγάλες ζημιές. Οι πολιτικές ευθύνες ήταν τεράστιες καθώς ενισχυόταν ένα κλίμα που ήταν άρρωστο με ψεύτικα επιχειρήματα. Οι προσδοκίες που δημιούργησαν, οδήγησαν μία χώρα ολόκληρη να συμμετέχει σε ένα παιχνίδι που μόνο ελάχιστοι γνώριζαν τους κανόνες του. Στον πίνακα που ακολουθεί παρατηρούμε την πορεία του χρηματιστηρίου κατά το έτος 1999.

Πίνακας 12: Η πορεία του Γ.Δ. το 1999

31/12/1998	2.737,55
29 Ιανουαρίου	3.149,50
26 Φεβρουαρίου	3.377,58
31 Μαρτίου	3.376,37
30 Απριλίου	3.617,42
28 Μαΐου	3.934,67
30 Ιουνίου	4.031,64
30 Ιουλίου	4.345,13
31 Αυγούστου	5.205,34
17 Σεπτεμβρίου	6.355,04
30 Σεπτεμβρίου	5.667,60
29 Οκτωβρίου	5.442,14
19 Νοεμβρίου	5.610,50
29 Νοεμβρίου	5.806,33
8 Δεκεμβρίου	5.271,42
16 Δεκεμβρίου	5.190,99
20 Δεκεμβρίου	5.034,80
22 Δεκεμβρίου	4.998,00
24 Δεκεμβρίου	4.801,70
28 Δεκεμβρίου	5.230,61
30 Δεκεμβρίου	5.535,09

8.11 2000: Πτώσεως συνέχεια

Για το 2000 τα πράγματα είναι απλά. Ο δείκτης έχει πάρει την πορεία του όπου είναι πλέον ξεκάθαρη. Το ζήτημα ήταν που θα κατέληγε. Για τους αναλυτές ήταν δύσκολο να προσδιορίσουν το σημείο στήριξης ενός δείκτη που είχε χάσει τη γη κάτω από τα πόδια του. Ενώ η αγορά στήριζε το δείκτη τον Ιανουάριο στις 5.000 μονάδες περίπου, στα τέλη του ίδιου χρόνου ο δείκτης άγγιζε τις 3.388,86 και έμοιαζε να μην έχει βρει το τελικό σημείο προορισμού. Με εξαίρεση την περίοδο Μαΐου- Ιουνίου όπου έκανε μία ανάπαυλα με άνοδο 500 μονάδων περίπου, οι υπόλοιποι μήνες έκλασαν με αρνητικό πρόσημο. Φαίνεται πως η ελληνική κοινωνία και το ελληνικό χρηματιστήριο πήραν το μάθημά τους. Περιουσίες χάθηκαν, επενδύσεις συρρικνώθηκαν, πολιτικά πρόσωπα στιγματίστηκαν, επενδυτές εγκλωβίστηκαν. Η Ελλάδα πήρε ένα ηχηρό χαστούκι και κατάλαβε πως δεν πρέπει να εμπλέκεται σε ζητήματα που δεν γνωρίζει.

Στο 2000 δεν βρέθηκε ο τελικός προορισμός του δείκτη. Το ασανσέρ δεν σταμάτησε πουθενά. Σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα που παρουσιάζει τα ρεκόρ ανόδου και καθόδου

από το 1980 έως το 2001, η στάση έγινε τον Ιανουάριο του 2001. Πόσοι όμως είχαν κατέβει από το ασανσέρ μέχρι τότε και πόσοι παρέμειναν επιβάτες;

Πίνακας 13: Ιστορικό ρεκόρ ανόδου και καθόδου και η εξέλιξη του Γ.Δ.Τ προ και μετά των γεγονότων

Έτος	Ανώτατες τιμές
1980	100,00
1985	70,95
1990	950,00
1991	809,71
1992	672,31
1993	958,66
1994	868,91
1995	914,15
1996	933,48
1997	1749,63
1998	2735,55
30/6/1999	4031,64
17/9/1999	6355,94 ρεκόρ ανόδου
30/12/1999	5535,09
31/1/1999	5002,23
28/3/1999	4664,01
17/4/1999	4064,83
30/5/2000	4593,95
30/6/2000	4034,41
12/7/2000	3921,00
30/8/2000	3429,64
19/9/2000	4164,06
20/10/2000	3787,44
28/11/2000	3213,42
29/12/2000	3388,86
24/1/2001	3032,85 ρεκόρ καθόδου
9/2/2001	3169,71
12/2/2001	3195,89
14/3/2001	3063,39

Συνοψίζοντας θα μπορούσε να πει κανείς ότι το ελληνικό χρηματιστήριο είχε μια συνεχόμενη ανοδική τάση εκτός από δύο μόνο χρονιές, το 1992 και το 1994, όπου παρατηρήθηκε πτώση. Το Χ.Α.Α. σύρθηκε σε ένα «παιχνίδι» στο οποίο μοναδικός χαμένος υπήρξε ο ελληνικός λαός. Ο τελευταίος έπαιξε χωρίς τις απαραίτητες χρηματιστηριακές γνώσεις και το πλήρωσε ακριβά. Η ανωριμότητα που επέδειξε το επενδυτικό κοινό το κατέστησε ευάλωτο στα κερδοσκοπικά παιχνίδια κάποιων, οι οποίοι εκμεταλλεύτηκαν αυτή την άγνοια. Όταν το 1991 ο γενικός δείκτης έκλεινε στις 809,72 μονάδες και το 1999 παρατηρούμε ότι κλείνει στις 5.535,09 μονάδες, γίνεται εμφανές ότι η αύξηση ήταν τεράστια χωρίς βέβαια ο δείκτης να αντικατοπτρίζει στην πραγματικότητα την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία του γενικού δείκτη και των επιμέρους κλάδων μέσα στην περιπετειώδη δεκαετία.

ΕΤΟΣ	Τραπεζών	Ασφαλειών	Εταιριών Επενδύσεων	Ετ. Χρημ/κής Μίσθωσης	Βιομηχανικών Εταιριών	Διαφόρων Εταιριών	Κατασκευαστικών Εταιριών	Εταιριών Συμμετοχών	Παράλληλης Αγοράς	FTSE/XAA20 FTSE/ ASE20	FTSE/ XAA ΜΠ> 20 FTSE/ ASE ΜΠ> 20	Όλων των μετοχών ΑΠ share Index	ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ Χ.Α.Α.		
													Κλείσιμο	Κατώτ. Έτους	Ανώτ. Έτους
1991	1.010,71	777,54	453,94	321,31	539,41							270,04	809,71	794,81	1.684,31
1992	809,48	619,41	312,00	346,02	493,15							233,20	672,31	558,85	1.009,46
1993	1.005,07	805,09	420,00	397,02	826,21	919,45						339,07	958,66	667,72	958,66
1994	1.034,58	501,74	361,96	318,14	709,39	782,06	704,25	557,81				326,54	868,91	793,57	1.205,57
1995	1.160,29	315,30	325,75	295,77	743,39	717,06	675,49	707,041	107,38			344,50	914,15	782,32	996,75
1996	1.413,81	314,77	335,00	227,55	717,40	623,34	412,97	677,27	71,40			346,03	933,48	870,06	1.026,02
1997	2.303,30	734,95	597,13	259,28	1.176,28	957,42	445,97	1.271,76	77,53	845,88		516,67	1.479,63	932,38	1808,85
1998	5.799,42	1.290,89	876,48	343,02	1.714,03	1.097,31	502,15	2.155,99	208,66	1.724,34		1.049,29	2.737,55	1.356,15	2.828,62
1999	10.165,41	3.731,09	2.822,70	1.545,55	3.451,61	6985,38	3.446,01	6.770,43	1.583,58	2.910,10	1.000,95	2.755,05	5.535,09	2.762,57	6.484,38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9^ο

9.1 Εισαγωγή

Στο τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας θα δούμε συνοπτικά την πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά την επταετία 2001-2007. Μέσα από αυτή τη μικρή ανασκόπηση θα παρακολουθήσουμε την πρόσφατη ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου που θα μας βοηθήσει να κατανοήσουμε την σημερινή κατάσταση του, αλλά και να μπορέσουμε να προβλέψουμε το μέλλον του και να αξιολογήσουμε τις δυνατότητες του. Μέσα από την ανάλυση της πορείας ενός χρηματιστηρίου μπορεί ο οποιοσδήποτε επενδυτής να βρει ευκαιρίες και να αποφύγει κινδύνους.

9.2 Το χρηματιστήριο το 2001

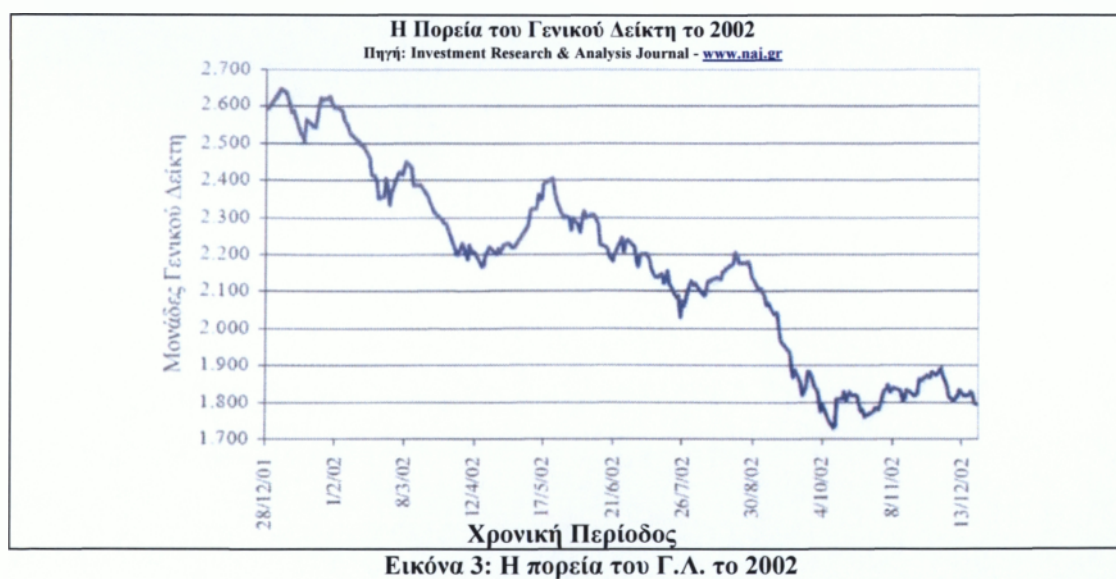
Ύστερα από το τρομοκρατικό χτύπημα της 11ης Σεπτεμβρίου και με τους χρηματιστηριακούς δείκτες να καταγράφουν τα χαμηλότερα τους σημεία κατά τη συνεδρίαση της 21ης Σεπτεμβρίου, η αντίδραση που ακολούθησε τροφοδότησε και πάλι τα σενάρια εξόδου από την ύφεση. Η μεγαλύτερη χρηματιστηριακή πτώση από την 11η Σεπτεμβρίου 2001 ήταν εκείνη της 21/09/2001. Η πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου, όπως και των ευρωπαϊκών, επηρεάστηκε πολύ από τον δείκτη Dow Jones και κατέγραψε πτωτική πορεία..

Οι απώλειες ήταν τόσο μεγάλες, ώστε χρειάστηκε η ενεργοποίηση των αμυντικών μηχανισμών των αγορών για να μετριάσουν τις απώλειες τους. Στις ΗΠΑ, το διάστημα του Ιουλίου έως το Σεπτέμβριο, ο Dow-Jones είχε απώλειες της τάξης του 15.76% και ο Nasdaq έχασε το 30.9% της αξίας του. Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, στην Ευρώπη, το ελληνικό χρηματιστήριο αναδείχτηκε πρωταθλητής απωλειών. Ο Γενικός Δείκτης από τις 10/9 έως τις 10/10 του 2001 παρουσίασε ζημίες της τάξης του 10.01%.

9.3 Το χρηματιστήριο το 2002

Το 2002, θα μπορούσε να πει κανείς ότι, αποτέλεσε ένα έτος χρηματιστηριακής ατονίας και ταυτόχρονα χαμηλού ή ακόμα και μηδενικού βαθμού προόδου των επιχειρηματικών κερδών, των ιδιωτικοποιήσεων και των προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας. Η χρηματιστηριακή αγορά παρέμεινε σε όλη τη διάρκεια του έτους ιδιαίτερα ρηχή από πλευράς συναλλακτικής δραστηριότητας με αποτέλεσμα να επηρεάζεται από τις φημολογίες περί εξαγορών του τραπεζικού τομέα ή τις εντολές πώλησης των ξένων θεσμικών επενδυτών σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές κατά τη διάρκεια του έτους.

Παράλληλα, η κρίση εμπιστοσύνης του ευρύτερου επενδυτικού κοινού επιδεινώθηκε προς τα τέλη του 2002. Αυτό έλαβε χώρα παρά το γεγονός ότι υπήρξαν συστηματικές κινήσεις προς την εύρυθμη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς (όπως οι θεσμοί του ειδικού διαπραγματευτή, αλλά και του ειδικού διαμεσολαβητή, ο περιορισμός των αποθεμάτων δανεισμού τίτλων, κ.λπ.), κυρίως λόγω της επιβαρημένης ψυχολογίας των νοικοκυριών αλλά και των επιχειρήσεων.



Το περιβάλλον αυτό υποβοήθησε αναμφίβολα και η διεθνής οικονομική συγκυρία, σε συνδυασμό με μία σειρά αρνητικών εξελίξεων που έλαβαν χώρα στις μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση αγορές μετοχών. Ειδικό βαρόμετρο του έτους

2002 υπήρξαν βεβαίως τα διάφορα οικονομικά σκάνδαλα μεταξύ των οποίων οι λογιστικές αλχημείες πολλών αμερικανικών και ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, ενώ δεν έμειναν βέβαια απαρατήρητες οι δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις στην Αργεντινή, καθώς και χρηματοοικονομικά «ανοίγματα» εταιρειών (όπως της Allied Irish Bank).

Πιο αναλυτικά, τα κυριότερα γεγονότα του 2002 κατά χρονολογική σειρά, τα οποία επηρέασαν την εικόνα και καθόρισαν την πορεία του χρηματιστηρίου ήταν τα παρακάτω:

- **1 Ιανουαρίου:** Έλευση του Ευρώ.
- **11-18 Ιανουαρίου:** Ανακοίνωση διακοπής συγχώνευσης ETE - Alpha Bank.
- **25 Ιανουαρίου - 01 Φεβρουαρίου:** Οικονομικό σκάνδαλο στην ETBA Finance.
- **15-22 Φεβρουαρίου:** Δικαστική εμπλοκή του βασικού μετόχου του Ομίλου Intracom.
- **22 Φεβρουαρίου - 01 Μαρτίου:** Ολοκλήρωση γνωστοποίησης ετήσιων αποτελεσμάτων 2001.
- **08 -15 Μαρτίου:** Αλλαγή της διοίκησης του Ο.Τ.Ε.
- **15 -22 Μαρτίου:** Γνωστοποίηση πρόθεσης αποχώρησης του κράτους από τις τράπεζες Εθνική και Εμπορική.
- **19- 26 Απριλίου:** Ραγδαία υποχώρηση των αποτελεσμάτων της Alpha Bank.
- **26 Απριλίου - 02 Μαΐου:** Έκθεση του Διοικητή της ΤτΕ κ. Λ. Παπαδήμου.
- **10 - 17 Μαΐου:** Φιλολογία για την ενεργή διαχείριση των διαθεσίμων των ασφαλιστικών ταμείων.
- **24 - 31 Μαΐου:** Φημολογία και διάψευση για ενδεχόμενη εξαγορά της Alpha Bank.
- **31 Μαΐου - 07 Ιουνίου:** Κατάθεση ασφαλιστικού νομοσχεδίου.

- **07 - 14 Ιουνίου:** Πώληση 8% του Ο.Τ.Ε. και εξαγγελία δημόσιας εγγραφής Ο.Π.Α.Π. για την πώληση μεριδίου 19% - 20%.
- **21 - 28 Ιουνίου:** Ανακοίνωση συγχώνευσης Ε.Τ.Ε. - Ε.Τ.Ε.Β.Α. Η ισοτιμία δολαρίου - ευρώ προσεγγίζει τη μονάδα.
- **28 Ιουνίου - 05 Ιουλίου:** Αύξηση δημόσιου χρέους στο 102,6% του Α.Ε.Π.
- **12 -19 Ιουλίου:** Σημαντική άνοδος της μετοχής του Ο.Π.Α.Π.
- **19- 26 Ιουλίου:** Ραγδαίες εξελίξεις στην υπόθεση εξάρθρωσης της τρομοκρατικής οργάνωσης «17 Νοέμβρη».
- **02 - 09 Αυγούστου:** Κατακύρωση του Καζίνο Πάρνηθας στον Όμιλο Hyatt.
- **16 -23 Αυγούστου:** Σημαντική υποχώρηση των επιτοκίων Ε.Γ.Ε.Δ.
- **06-13 Σεπτεμβρίου:** Επέτειος της «11ης Σεπτεμβρίου».
- **20- 27 Σεπτεμβρίου:** Άνοδος του πετρελαίου στα 31 δολάρια/ βαρέλι.
- **27 Σεπτεμβρίου - 04 Οκτωβρίου:** Δραματική υποχώρηση των τραπεζικών μετοχών.
- **04 - 11 Οκτωβρίου:** Αύξηση του κόστους χρήσης των παραγωγών προϊόντων.
- **18 - 25 Οκτωβρίου:** Εξελίξας στην επένδυση του Ο.Τ.Ε. στη Romtelecom.
- **25 Οκτωβρίου - 01 Νοεμβρίου:** Αναθεώρηση δημόσιου χρέους στο 107% του Α.Ε.Π. (Eurostat).
- **01 - 08 Νοεμβρίου:** Αναβάθμιση πιστοληπτικής ικανότητας από τη Moody's.
- Μείωση επιτοκίων στο 1,25% από τη Fed.
- **22-29 Νοεμβρίου:** Αναδιάρθρωση δεικτών MSCI.
- **29 Νοεμβρίου - 06 Δεκεμβρίου:** Μείωση επιτοκίων στο 2,75% από την Ε.Κ.Τ.
- Ολοκλήρωση δημόσιας εγγραφής Δ.Ε.Η.

- **06 - 13 Δεκεμβρίου:** Απόρριψη της προώθησης ένταξης της Κύπρου στην Ε.Ε.

13-20 Δεκεμβρίου: Γνωστοποίηση πρόθεσης Χρηματιστηρίου για την κατηγοριοποίηση των Ελληνικών μετοχών.

Πίνακας 14: Οι αποδόσεις των χρηματιστηριακών δεικτών το έτος 2002

Δείκτης	Τιμή 28/12/01	Τιμή 20/12/02	Μεταβολή (%)
Γενικός Δείκτης	2.591,56	1.791,70	-30,86
Τραπεζών	4.788,09	2.727,28	-43,04
Ασφαλειών	1.809,31	552,50	-69,46
Επενδύσεων	762,53	530,53	-30,43
Βιομηχανικός	1.535,85	1.051,23	-31,55
Συμμετοχών	2.488,90	1.113,94	-55,24
Κατασκευαστικός	1.145,99	981,37	-14,36
Παράλληλης Αγοράς	242,33	155,93	-35,65
FTSE / ASE 20	1.428,91	882,62	-38,23
FTSE / ASE 40	279,10	192,67	-30,97
Βασικών Μετάλλων	811,42	443,25	-45,37
Είδη Λύσεων Πληροφορικής	532,34	215,81	-59,46
Εκδόσεων - Εκτυπώσεων	423,50	243,01	-42,62
Κλωστοϋφαντουργίας	802,53	425,98	-46,92
Λιανικού Εμπορίου	877,96	548,13	-37,57
Μη Μεταλλικών Ορυκτών	1.059,91	824,64	-22,20
Πληροφορικής	789,58	512,49	-35,09
Τηλεπικοινωνιών	1.158,39	831,00	-28,26
Τροφίμων & Ποτών	812,48	443,84	-45,37
Χονδρικού Εμπορίου	624,78	396,29	-36,57
FTSE / ASE 80	807,04	486,82	-39,68

9.4 Η εικόνα του Χ.Α.Α. το 2003

Η έλλειψη ουσιαστικού ενδιαφέροντος, δεν επέτρεψε τίποτα περισσότερο από τη δημιουργία ενός σχηματισμού απορρόφησης της ισχυρής πτώσης που προηγήθηκε από το υψηλό του Αυγούστου (2.220 μονάδες) έως το χαμηλό του Οκτωβρίου του 2002 (1.704) μονάδες. Η απόρροια ήταν η επιστροφή των τιμών στο αρχικό σημείο (1.704 μονάδες) κατ' ελάχιστο. Όπως μπορεί να διαπιστωθεί από

το παρακάτω γράφημα. ο Γ.Δ. κινείται εντός ενός ευδιάκριτου καθοδικού καναλιού, έχοντας ικανοποιήσει το βασικό του στόχο

Μετά την επίτευξη νεότερου χαμηλού, παρατηρήθηκε μία συσσώρευση και μία εκ νέου πτωτική κίνηση, χωρίς να έχουν διαπιστωθεί έως τώρα σημάδια εκτόνωσης της πτωτικής τάσης. Το γεγονός μάλιστα της επίτευξης νεότερου χαμηλού, εν αντιθέσει με τις ξένες αγορές, μόνο ως αρνητικό μπορεί να εκληφθεί. Η εικόνα αυτή διαμορφώνεται στις αρχές του 2003.

Τον Νοέμβριο της ίδιας χρονιάς ο Γενικός Δείκτης (Γ.Δ.) του Χ.Α.Α. έχοντας διορθώσει κατά 38,2% την ανοδική κίνηση που ξεκίνησε από τις αρχές Απριλίου και συνεχίστηκε έως τα τέλη Αυγούστου, επιχείρησε συνέχιση της μακροχρόνιας ανοδικής κίνησης συναντώντας όμως αντίσταση στα επίπεδα των 2.140 μονάδων περίπου. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, ο Γενικός Δείκτης να κινηθεί στη ζώνη συναλλαγών των 2.090 - 2.140 μονάδων. Το πρώτο επίπεδο αντίστασης του Γ.Δ. ορίστηκε στις 2.200 μονάδες που αποτελεί την κορυφή που είχαν σχηματίσει οι τιμές την πρώτη εβδομάδα του Αυγούστου του 2003.



Εικόνα 8: Εικόνα του χρηματιστηρίου μέχρι τον Νοέμβριο του 2003

Αξίζει να σημειώσουμε ότι για την περίοδο 2000-2003 παρατηρούμε μια κατακόρυφη παράλληλη πτώση στην αμερικανική και ελληνική χρηματαγορά. Η τρομοκρατική επίθεση της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 στις ΗΠΑ συγκλόνισε τις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Η υποχώρηση πολλών κλάδων στα όρια του κραχ δημιούργησε τεράστια αναστάτωση και πανικό, τόσο στην Αμερική όσο και την Ευρώπη. Το ίδιο συνέβη και με τον πόλεμο στο Ιράκ, το Μάρτιο 2003, ο οποίος δημιούργησε σοβαρά ζητήματα στην παγκόσμια ισορροπία.

9.5 Η πορεία του Χ.Α.Α. κατά το έτος 2004

Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. από τις αρχές του 2004 κινήθηκε έντονα ανοδικά με αποτέλεσμα να έχει διασπάσει την αντίσταση των 2.300 μονάδων (κορυφή Αυγούστου 2003) και ήδη να έχει κερδίσει 225,79 μονάδες (περίπου 9,9%) από το κλείσιμο της 31/12/2003. Βέβαια, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η μεσοπρόθεσμη τάση του δείκτη παρέμενε ανοδική, καθώς εδώ και αρκετούς μήνες βρισκόταν πάνω από τον κινητό μέσο όρο των 200 ημερών. Η πορεία αυτή του ενικού Δείκτη δημιούργησε προσδοκίες για πιθανή προσέγγιση των 2.610 περίπου μονάδων που θα αποτελούσε και το επόμενο επίπεδο αντίστασης.

Στα τέλη Απριλίου ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. μετά την κορυφή που σχημάτισε (στις 2.546 μονάδες), κινήθηκε έντονα πτωτικά διασπώντας το μέσο όρο 20 ημερών και το μέσο όρο των 200 ημερών. Η καθοδική αυτή πορεία του Γενικού δείκτη, τερματίστηκε στις 2.227 μονάδες, αφού είχε χάσει περίπου το 12,5% της αξίας του. Από τα τέλη Αυγούστου 2004, ο Γενικός Δείκτης άρχισε πάλι να κινείται ανοδικά, με αποτέλεσμα το Νοέμβριο, να έχει κερδίσει όλες σχεδόν τις μονάδες που έχασε και να επιχειρεί να ξεπεράσει το επίπεδο αντίστασης

9.6 Το Χ.Α.Α. το 2005

Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. συνέχισε την ανοδική του πορεία που ξεκίνησε από τα τέλη Αυγούστου 2004. Το γεγονός αυτό έδωσε ελπίδες ότι ενδεχομένως η αγορά άρχιζε να χάνει την ανοδική ορμή της και ακολουθεί κάποια διόρθωση ή αντιστροφή της τάσης. Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. κατά τους τελευταίους μήνες επιχείρησε να ξεπεράσει το επίπεδο αντίστασης των 3.400

περίπου μονάδων συναντώντας όμως ρευστοποιήσεις. Η διάσπαση του επιπέδου αντίστασης των 3.400 μονάδων και η μετατροπή του σε επίπεδο στήριξης έγινε μόλις στα τέλη της δεύτερης εβδομάδας του Νοεμβρίου. Η μεσοχρόνια τάση του Γενικού Δείκτη παρέμενε ανοδική. Τέλος, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η πορεία του δείκτη ενδεχομένως να επηρεαζόταν από τα τελικά οικονομικά μεγέθη 9μήνου ορισμένων εταιρειών.

Στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 15) παρακολουθούμε συνοπτικά τη σταδιακή πτώση διαφόρων κλάδων του ΧΑ μέσα στην εξαετία 1999-2005. Στο δεξιό άκρο είναι εμφανής η ποσοστιαία μεταβολή.

Πίνακας 15: Οι Κλάδοι του ΧΑ και η Πτώση. 1999-2005

Έτος	Μήνας	Σύμβολο	Δείκτες	Ημερ/νια Ιστορικού Υψηλού	Τιμή Ιστορικού Υψηλού	Κλείσιμο 03/03/05	Μεταβολή %
1999	Σεπτέμβριος	DAS	Ασφαλειών	17/09/99	4.802,72	591,95	-87,67%
		DKT	Κατασκευαστικών	17/09/99	5.356,70	627,07	-88,29%
		DPR	Παράλληλης	17/09/99	2.224,05	150,87	-93,22%
		FTSE	FTSE / ΧΑΑ 20	17/09/99	3.348,23	1.718,05	-48,69%
		DEP	Επενδύσεων	20/09/99	3.512,08	1.023,12	-70,87%
	Οκτώβριος	DTR	Τραπεζών	21/09/99	11.861,71	6.742,10	-43,16%
		DVM	Βιομηχανικός	13/10/99	4.038,45	1.368,50	-66,11%
		DSM	Συμμετοχών	13/10/99	9.999,56	1.634,83	-83,65%
2000	Ιανουάριος	FTSEM	FTSE/ΧΑΑ MID 40	04/01/00	10.772,80	2.629,06	-75,60%
2001	Μάρτιος	DMT	Βασικών Μετάλλων	09/03/01	1.090,42	458,18	-57,98%
		DTP	Τροφίμων	09/03/01	997,76	441,71	-55,73%
		DEL	Λύσεις Πληροφορικής	12/03/01	1.159,47	222,34	-80,82%
		DKL	Κλωστοϋφαντουργία	14/03/01	1.453,84	162,94	-88,79%
		DLE	Λιανικού Εμπορίου	14/03/01	1.274,65	1.124,26	-11,80%
		DPL	Πληροφορικής	14/03/01	1.193,07	552,02	-53,73%
		DHE	Χονδρικού Εμπορίου	14/03/01	1.171,81	532,82	-54,53%
	Απρίλιος	DEK	Εκδόσ-Εκτυπώσεων	09/04/01	1041,50	349,43	-65,49%
	Ιούνιος	FTSES	FTSE/ SMALLCAP 80	01/06/01	1011,12	513,52	-49,21%
	Νοέμβριος	DTL	Τηλεπικοινωνιών	19/11/01	1263,91	1122,03	-11,23%
2002	Μάιος	DAP	Διαχείρισης Ακίν. Περ.	15/05/02	1052,62	691,11	-34,34%
2005	Φεβρουάριος	DOT	Μη Μεταλ. Ορυκτών & Τιςμένων	21/02/05	1172,48	1113,68	-5,02%
		DDL	Διυλιστηρίων	21/05/05	1487,59	1467,12	-1,38%
	Μάρτιος	FTSEA	FTSE/ΧΑΑ 140	01/03/05	3723,61	3630,44	-2,50%

9.7 Το Χ.Α.Α. το 2006

Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. τόσο το Νοέμβριο όσο και το Δεκέμβριο του 2005 συνέχισε την ανοδική πορεία του με κάποιες μικρές διορθώσεις..

Συγκεκριμένα, στα μέσα Δεκεμβρίου του προηγούμενου έτους (2005) διασπάστηκε ανοδικά το επίπεδο αντίστασης των 3.500 μονάδων, το οποίο λειτούργησε ως στήριξη στα τέλη του ίδιου μήνα. Από τις αρχές του έτους (2006), ο Γενικός Δείκτης συνέχισε με ακόμη πιο έντονους ρυθμούς την ανοδική του πορεία επιχειρώντας να προσεγγίσει το επίπεδο αντίστασης των 4.000 μονάδων Περίοδος Ιούνιος 2005 - Ιανουάριος 2006

9.8 Το χρηματιστήριο το 2007

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007 ο Γενικός Δείκτης Χ.Α. κινήθηκε ανοδικά προσεγγίζοντας το φράγμα των 5.000 μονάδων. Ύστερα από μια διορθωτική κίνηση στα τέλη Φεβρουαρίου, ο Γενικός Δείκτης Χ.Α. συνέχισε την ανοδική πορεία του με ενδιάμεσες διορθωτικές κινήσεις. Ο Γενικός Δείκτης Χ.Α. το πρώτο δεκαπενθήμερο του Αυγούστου κινήθηκε έντονα πτωτικά, διασπώντας το ισχυρό επίπεδο στήριξης των 4.800 μονάδων φτάνοντας μέχρι και τις 4.476 μονάδες.

Το Χ.Α διόρθωσε κατά 61,8% την άνοδο που είχε από τον περασμένο Μάρτιο, και από τα μέσα Αυγούστου κινήθηκε και πάλι ανοδικά, και πλέον επιχειρεί να ξεπεράσει το επίπεδο αντίστασης των 4.900 μονάδων. Κατά το πρώτο δεκαήμερο του Σεπτεμβρίου του ίδιου έτους ο Γενικός Δείκτης Χ.Α. παρουσίασε μια μικρή διόρθωση και στη συνέχεια ακολούθησε την ανοδική πορεία του. Κατά τις τελευταίες συνεδριάσεις του μήνα, ο Γενικός Δείκτης διέσπασε ανοδικά το ισχυρό επίπεδο αντίστασης των 5.100 μονάδων.

Συνοπικά θα λέγαμε πως το ελληνικό χρηματιστήριο φαίνεται να επηρεάζεται από τις γενικότερες εξελίξεις που επικρατούν στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον και όχι μόνο. Αυτό μας το επιβεβαίωσε και η πρόσφατη οικονομική κρίση που εμφανίστηκε στο τέλος του 2008 και στις αρχές του 2009. Η Σοφοκλέους αποτελεί έναν ακόμη κρίκο στο παγκόσμιο σύστημα που δέχεται τις ταλαντώσεις του.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Η χρηματιστηριακή κρίση που παρουσιάστηκε το 1999 στο ελληνικό χρημαπιστήριο δημιούργησε σοβαρά προβλήματα, τα οποία ξεπέρασαν τον χρηματιστηριακό χώρο και αφορούσαν πλέον το σύνολο της πραγματικής ελληνικής οικονομίας. Το Χ.Α.Α. παρουσίασε μεγάλη απόκλιση από τα υπόλοιπα διεθνή χρηματιστήρια όσον αφορά στους δείκτες του γεγονός που το έφερε σε θέση ουραγού. Αρχικά θα μπορούσαμε να πούμε πως η κρίση του Χ.Α.Α. μπορεί να χαρακτηριστεί αφενός μεν σαν κρίση προσδοκιών, αφού, αυτές δεν άντεξαν και δεν μετουσιώθηκαν σε κέρδη, αφετέρου σαν έλλειψη οράματος του Χ.Α.Α μετά το 2001 εποχής για να υλοποιήσουμε σαν χώρα την πραγματική σύγκλιση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μετά την κρίση του 1999 παρατηρούμε ότι παρουσιάζεται ένα έλλειμμα προσδοκιών αφού το επενδυτικό κοινό παρουσιάζεται μουνδιασμένο, απογοητευμένο και πάνω από όλα ζημιωμένο.

Μέσα σε μία δεκαετία το Χ.Α.Α. βρέθηκε από το ναδίρ στο ζενίθ και στη συνέχεια ακολούθησε την αντίστροφη πορεία. Στο διάγραμμα που ακολουθεί βλέπουμε τη μεταβολή του Γενικού Δείκτη, οποίος άγγιξε το υψηλότερο σημείο το 1998 και στη συνέχεια κατρακύλησε. Περιουσίες χάθηκαν, όνειρα δεν εκπληρώθηκαν, πολιτικοί στιγματίστηκαν και η αβεβαιότητα πήρε τη θέση της υπεραισιοδοξίας. Το ελληνικό επενδυτικό κοινό και το Χ.Α.Α. όφειλε να ανασυγκροτηθεί, πράγμα που έκανε με αργά και σταθερά βήματα. Τα βήματα που έπρεπε να ακολουθηθούν ήταν συγκεκριμένα και τα μέτρα ριζοσπαστικά.

Αρχικά έπρεπε για να επιταχυνθεί η ανάπτυξη της οικονομίας, με πολύ ταχύτερο ρυθμό από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές ώστε να καλύψουμε την οικονομική διαφορά που μας χώριζε. Επιπλέον σε δεύτερο επίπεδο έπρεπε να αναδιαρθρωθούν παραγωγικότερα από μηδενική βάση οι μεγάλες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεις που διοικούνται από το κράτος, ώστε με την εφαρμογή της αρχής «το συμφέρον των μετόχων, πρωτεύει» να βελτιωθούν η κερδοφορία τους, η διαφάνεια και ο τρόπος λειτουργίας τους. Επιπλέον όσον αφορά στις εισηγμένες ιδιωτικές εταιρείες, να δημιουργηθούν οι κατάλληλες συνθήκες για την αύξηση της κερδοφορίας και τη βελτίωση των προοπτικών τους.



Εικόνα 9: Η πορεία του ΧΑΑ την περίοδο 1994-2007 (πηγή: www.capital.gr)

Η ανάπτυξη και μόνο η ανάπτυξη θα έβγαζε το χρηματιστήριο από την παρακμή του. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η άνοδος ενός χρηματιστηρίου και επομένως του Χ.Α.Α. εξαρτάται κυρίως α) από την ανάπτυξη της οικονομίας, β) το ποσοστό βελτίωσης των οικονομικών δεικτών και το ποσοστό αύξησης της κερδοφορίας των εταιρειών και γ) από την αύξηση της ρευστότητας..

Στον χρηματοοικονομικό τομέα, η Ελλάδα έπρεπε να διαμορφώσει ένα πλαίσιο κινήτρων, προκειμένου να αποτελέσει πόλο μεγάλης ανάπτυξης και έλξης κεφαλαίων και να αναδειχθεί επιτέλους στην πράξη σε πραγματικό διεθνές χρηματοοικονομικό κέντρο στο χώρο της Βαλκανικής αλλά και της Ανατολικής Μεσογείου. Ταυτόχρονα πρέπει να γίνει μελέτη του νομικού καθεστώτος λειτουργίας των λοιπών ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων, καθώς παρόμοια φαινόμενα δύσκολα εμφανίζονται σε αυτές τις αγορές.

Η ανάπτυξη θα ερχόταν μέσα από την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και των διαρθρωτικών αλλαγών για την απελευθέρωση της αγοράς και μείωση της παρουσίας του κράτους στο Χ.Α.Α. Το κράτος έπρεπε να ενίσχυσε την επιχαρηματικότητα, αλλά και ταυτόχρονα αν ενισχύσει τη διαφάνεια των εργασιών του χρηματιστηρίου. Η λήψη αποφάσεων δεν έπρεπε να εμποδίζεται από γραφειοκρατικούς μηχανισμούς. Χρειάζεται ευελιξία, ταχύτητα και μείωση της

γραφειοκρατίας. Επιπλέον η εποπτεία του συνόλου του χρηματοπιστωτικού τομέα, πρέπει να είναι ανεξάρτητη και ενοποιημένη.

Όσον αφορά στις εισηγμένες εταιρείες η διαφάνεια, οι ίσοι όροι συμμετοχής και πληροφόρησης για εταιρείες ιδιωτικού και κρατικού ελέγχου είναι οι στόχοι - κλειδιά για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στο βασικό αυτό προϊόν της αγοράς. Επίσης η αθρόα εισαγωγή εταιρειών στο Χ.Α.Α., ο καθορισμός υπέρμετρα υψηλών τιμών από τους αναδόχους, τα προνόμια σε κάποιους κλάδους (π.χ. ΜΜΕ, κρατικές, κυρίων μετόχων μεγάλης ισχύος) και οι μεγάλες αυξήσας κεφαλαίου των εισηγμένων εταιρειών πρέπει να περιοριστούν.

Είναι πολλά τα μέτρα που έπρεπε να πάρει και να διατηρήσει η διοίκηση του χρηματιστηρίου και το ελληνικό κράτος, προκειμένου να βρει το δρόμο του το Χ.Α.Α. Ίσως αυτό θα μπορούσε να γίνει αντικείμενο μελέτης μίας άλλης πτυχιακής εργασίας, καθώς το θέμα είναι ευρύ και πολύπλοκο και σίγουρα θα ενδιέφερε την ακαδημαϊκή κοινότητα να το μελετήσει διεξοδικά. Η παρούσα εργασία προσπάθησε να δώσει μέσα από τις σελίδες της την πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου την τελευταία περίπου δεκαετία. Μία δεκαετία όπου το Χ.Α.Α έζησε εντάσεις, ανακατατάξεις, ανησυχητικής ηρεμίας και απανωτά ρεκόρ. Η μετάβαση από τον 20ο στον 21ο αιώνα δεν ήταν αναίμακτη. Το τέλος του 20ο αιώνα έδωσε ένα γερό χαστούκι, αλλά και ταυτόχρονα μάθημα σε όλους. Η πορεία του Χ.Α.Α στα χρόνια που ακολούθησαν φαίνεται να δείχνει πως ακόμα ψάχνεται να βρει έναν ρυθμό βαδίσματος. Η κρούση μετά την πτώση ήταν ισχυρή και έχει αντίκτυπο ακόμα και σήμερα.

Το φαινόμενο του Χ.Α.Α. και το κόμμα του χρηματιστηρίου ανήκουν πλέον στο παρελθόν, αλλά δεν πρέπει να σβηστεί από τη μνήμη κάθε επενδυτή και όχι μόνο, αφού πρέπει να λειτουργήσει ως παράδειγμα για την αποφυγή παρόμοιων καταστάσεων. Το ελληνικό χρηματιστήριο οφείλει να αφήσει στην άκρη την ψυχολογία και να φέρει στο προσκήνιο τη λογική. Η λογική σήμαινα οικονομικά αποτελέσματα και όχι φήμες που ακούγονται από διάφορα «παπαγαλάκια» (όρος που ήρθε στην επιφάνεια την περίοδο του 1999). Ωριμο χρηματιστήριο είναι αυτό που βαδίζει με βάση τα οικονομικά μεγέθη και την πραγματικότητα. Σε αντίθετη περίπτωση θα τρέφα φρούδες ελπίδες και προσδοκίες που δυστυχώς για όσους τις έχουν θα παραμείνουν μεγάλες και ανεκπλήρωτες.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Π.Α. Κιόχος -Γ.Δ. Παπανικολάου - Α.Π. Κιόχος, Χρημαστήριο Αξιών και Παραγωγών Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια. Εκδόσας Σταμούλης Αθήνα 2001
2. Χολέβας Γιάννης, Τι Πρέπει να Γνωρίζουμε για το Χρημαστήριο. Εκδόσεις Interbooks Αθήνα 1995
3. Αλεξάκης Παναγιώτης, Τα παράγωγα Προϊόντα και η Ελληνική Χρημασθηριακή Αγορά Παραγωγών. Εκδόσας Έλλην Αθήνα 2005
4. Μαθιόπουλος Χάρης, Ο Λίμιτ Ντάκ Να Δας Πως Φιλούσε. Εκδόσας Μεταμεσονύκτες Αθήνα 2000
5. Στέργιου Δημήτρης, Της Σοφοκλέους το κάγκελο. Εκδόσας Παπαζήση ΑΕΒΕ Β' Έκδοση Αθήνα 2000
6. Ξανθάκης Μανώλης, Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Εκδόσας Παπαζήση ΑΕΒΕ Αθήνα 2002
7. Αλεξάκης Παναγιώτης, Το Ελληνικό Χρημαστήριο κάτω από πς Ευρωπαϊκές Χρημασθηριακές Εξελίξεις, Εκδόσας Έλλην Αθήνα 2006

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

www.capital.gr

www.in.gr

www.euroday.gr

www.helex.gr

www.irai.gr

www.stocksx.in.gr

www.euro2day.gr

www.capital.gr

www.ase.gr

www.hcmc.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Άρθρο του Νικολάου Φίλιππα, Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς (δημοσιεύτηκε στις 06/06/2012 στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <http://www.euro2day.gr>)

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε, περισσότερο από ποτέ, το γεγονός ότι ψυχολογικοί και συναισθηματικοί παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν την πορεία των χρηματοοικονομικών αγορών.

Τα αποτελέσματα μπορεί να είναι σε πολλές περιπτώσεις απρόβλεπτα, ανεξέλεγκτα ή **ακόμα και καταστροφικά** για τους συμμετέχοντες στις αγορές. Σε ακραίες περιόδους της αγοράς (extreme market conditions), συναισθήματα όπως ο φόβος, η απληστία, η υπερβολική αυτοπεποίθηση ή η αισιοδοξία διαμορφώνουν ένα εκρηκτικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο οι επενδυτές, ιδιαίτερα οι ιδιώτες μικροεπενδυτές, είναι δύσκολο να προστατευθούν.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες, οι τιμές των αξιόγραφων μπορεί να αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις τιμές και μάλιστα **για παρατεταμένα χρονικά διαστήματα** για λόγους που δεν σχετίζονται πάντοτε αποκλειστικά με τα θεμελιώδη μεγέθη τους (Shleifer, 2000, Brunnermeier, 2001).

Σαν αποτέλεσμα, συμπεριφορικά σφάλματα, ψυχολογικοί παράγοντες, περιορισμοί ρευστότητας στις αγορές, ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των διαφορετικών ομάδων, περιορισμοί στο arbitrage αποτελούν σοβαρό κίνδυνο για την αποσταθεροποίηση των αγορών.

Κατά τη διάρκεια ακραίων περιόδων στις χρηματιστηριακές αγορές είναι πιθανότερο να **“ξυπνήσει” και το αγελαίο ένστικτο των επενδυτών**, οι οποίοι αναζητούν την «ασφάλεια» (τις περισσότερες φορές αποκλειστικά ψυχολογική) που τους παρέχει η ένταξή τους σε μια ομάδα, στην προκειμένη περίπτωση στην κοινή γνώμη της αγοράς (Christie & Huang, 1995). Η συμπεριφορά της αγέλης, ορίζεται ως η αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών η οποία οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων των επενδυτών (Welch, 2000, Hirshleifer & Teoh, 2003).

Αξίζει να σημειωθεί ότι η συμπεριφορά αυτή παρατηρείται όχι μόνο στους ιδιώτες μικροεπενδυτές, αλλά και στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, θεσμικούς επενδυτές και επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων.

Αν και σε ατομικό επίπεδο η συμπεριφορά της αγέλης μπορεί να εξυπηρετεί συγκεκριμένους ψυχολογικούς ή πρακτικούς σκοπούς (intentional herding), σε επίπεδο αγοράς η συμπεριφορά αυτή είναι **αναποτελεσματική με σοβαρές επιπτώσεις** στην εύρυθμη λειτουργία των αγορών και την αποσταθεροποίησή τους.

Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να εμφανισθεί εντονότερα όταν παρατηρείται **αβεβαιότητα για τις πληροφορίες** που έχουν στη διάθεσή τους οι συμμετέχοντες στην αγορά (Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1992 ; Bikhchandani & Sharma, 2001), όπως και για λόγους διατήρησης της καλής φήμης των διαχειριστών χαρτοφυλακίων όταν κρίνονται βάσει της σχετικής τους θέσης στην αγορά (Scharfstein & Stein, 1990 , Trueman, 1994) ή όταν η αμοιβή τους συνδέεται άμεσα με τη σχετική τους κατάταξη στο σύνολο της αγοράς (βλ. Πρόβλημα αντιπροσώπευσης - Devenow & Welch, 1996).

Σε αυτές τις περιπτώσεις **η απόκλιση από το μέσο όρο μπορεί να κοστίζει ακριβά** και πολλοί διαχειριστές διστάζουν να διακινδυνεύσουν να υποστηρίξουν τις προσωπικές τους επιλογές. Από την άλλη μεριά υπάρχει και η συμπεριφορική μορφή της αγελαίας συμπεριφοράς (behavioral), η οποία βασίζεται σε ψυχολογικούς παράγοντες των επενδυτών που επιλέγουν να ακολουθήσουν την αγέλη (Devenow & Welch, 1996).

Η μορφή της αγελαίας συμπεριφοράς που είναι δυσκολότερο να εντοπισθεί είναι **η πλασματική** (spurious) (Bikhchandani & Sharma, 2001), δεδομένου ότι οι επενδυτές που διαθέτουν το ίδιο σύνολο πληροφοριών θα δράσουν με αντίστοιχο τρόπο και θα κινηθούν παράλληλα, χωρίς όμως να αντιγράφει ή να μιμείται ο ένας τον άλλο. Σε αυτήν την περίπτωση η συμπεριφορά τους είναι ορθολογική και σύμφωνα με έρευνες δε φαίνεται να διαταράσσει την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς (Carpentelli, et al., 2004).

II. Ανασκόπηση εμπειρικών μελετών

Η υποδειγματοποίηση και η μελέτη της αγελαίας συμπεριφοράς συγκεντρώνει το ερευνητικό ενδιαφέρον παγκοσμίως λόγω των σοβαρότατων επιπτώσεων που έχει για την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών, αλλά και τον πλούτο των επενδυτών, ιδιωτών και θεσμικών.

Αν και το αγελαίο ένστικτο αποτελούσε ένα χρήσιμο όπλο και προϊόν της διαδικασίας της εξέλιξης για την επιβίωση του ανθρώπινου είδους, **δεν αποδεικνύεται εξίσου χρήσιμο** στις σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές.

Αντιθέτως, δημιουργούνται πολλά και σημαντικά προβλήματα. Αρχικά, η ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης **περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τα οφέλη της διαφοροποίησης**, αφού παρατηρείται παράλληλη κίνηση των αποδόσεων των αξιογράφων, με αποτέλεσμα να απαιτείται μεγαλύτερος αριθμός αξιογράφων για την επίτευξη του ίδιου βαθμού διαφοροποίησης σε σχέση με μία αγορά που λειτουργεί αποτελεσματικά.

Επιπροσθέτως, σε πολλές περιπτώσεις **δεν είναι εφικτή η μείωση του κινδύνου** για τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών (Chang, Cheng & Khorana, 2000 ; Baur, 2006 , Chiang & Zheng, 2010 ; Morelli, 2010 , Economou, Kostakis & Philippas, 2011). Παράλληλα, διαταράσσεται η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, η οποία προϋποθέτει ότι οι επενδυτές είναι πλήρως ορθολογικοί και οι τιμές των αξιογράφων απεικονίζουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση, δεδομένου ότι παρατηρούνται **αποκλίσεις από τις θεωρητικά ορθές τιμές** των αξιογράφων (Christie & Huang, 1995; Hwang & Salmon, 2004). Φαίνεται μάλιστα ότι είναι υπαρκτός και ο κίνδυνος αποσταθεροποίησης των χρηματιστηριακών αγορών και μετάδοσης (contagion) κρίσεων παρουσία της αγελαίας συμπεριφοράς (Bikhchandani & Sharma, 2001).

III. Το Χρηματιστήριο των Αθηνών

Η μελέτη της συμπεριφοράς της αγέλης στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης όπως ήταν η **φούσκα του 1999 και η κρίση της πρόσφατης περιόδου 2007-2009**.

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της μικροδομής (microstructure) του Χρηματιστηρίου Αθηνών, όπως είναι η **χαμηλή εμπορευσιμότητα** των μετοχικών τίτλων, η έλλειψη ρευστότητας, η ολιγοπωλιακή διάρθρωση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και η έλλειψη βάθους της αγοράς, αλλά και η αυξημένη συμμετοχή ξένων θεσμικών επενδυτών μπορεί να αποτελέσουν σημαντικούς παράγοντες για την αποτελεσματικότητα της αγοράς και για την εμφάνιση της συμπεριφοράς της αγέλης.

Η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών ιδρύθηκε το 1876 και μέχρι το 1987 ήταν σχεδόν αποκλειστικά μια περιφερειακή αγορά, με μικρή κεφαλαιοποίηση και χαμηλή ρευστότητα. Κομβικό σημείο της πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν το 1986, όπου με μία σειρά θεσμικών προσαρμογών (Επιτροπή Καρατζά) **απελευθερώθηκε η κίνηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε αξιόγραφα.**

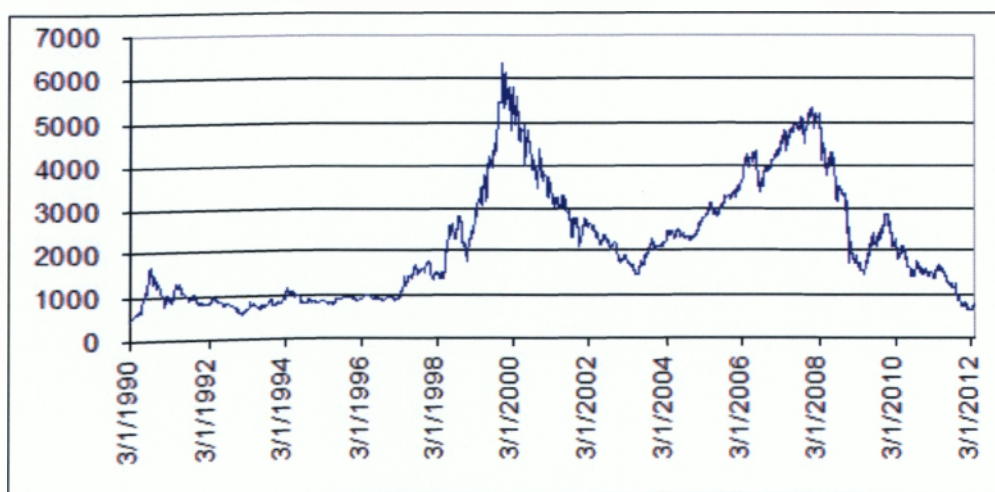
Η δεκαετία του 1990, πέρα από τις υπερβολές που εμφανίστηκαν στην αρχή της και την μετέπειτα στασιμότητα της, έδωσε μια άλλη ποιοτική και ποσοτική διάσταση στο θεσμό με αποτέλεσμα το Χρηματιστήριο Αθηνών από αναδυόμενη αγορά να έχει όλες τις προϋποθέσεις για το χαρακτηρισμό της ως ώριμης.

Κατά την περίοδο 1997-1999 το Χρηματιστήριο των Αθηνών γνώρισε μια **εκρηκτική άνοδο**, λόγω της προσαρμογής της Ελληνικής Οικονομίας για την ένταξή της στην Ευρωζώνη.

Επιπρόσθετα, συμμετείχαν εκατομμύρια ιδιώτες επενδυτές (noise traders), οι οποίοι συνέβαλλαν στη δημιουργία μιας από τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές φούσκες. Πιο συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1/1/1998-17/9/1999 (ιστορικό υψηλό) ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε **εντυπωσιακή άνοδο της τάξης του 332,69%**, όμως στη συνέχεια ο Γενικός Δείκτης έφτασε στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο των 1467,30 μονάδων σημειώνοντας απώλειες 77,88% στις 31/3/2003 (Διάγραμμα 1).

Διάγραμμα 1

Η πορεία του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών



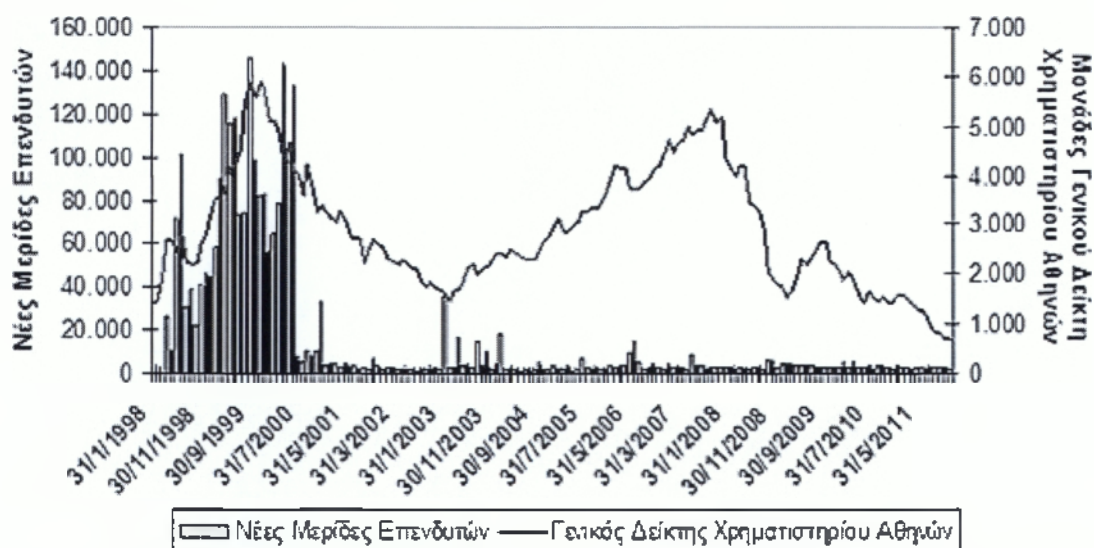
Πηγή: Bloomberg

Η εντυπωσιακή άνοδος του Χρηματιστηρίου προσέλκυσε χιλιάδες νέους, κυρίως εγχώριους, μικροεπενδυτές και η μαζική συμπεριφορά αυτών των αμύητων και ελλιπώς πληροφορημένων επενδυτών (noise traders) δημιούργησε τη συμπεριφορά της αγέλης στη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας.

Αξίζει να σημειωθεί ότι μόνον το Σεπτέμβριο του 1999 άνοιξαν 145.817 νέες μερίδες επενδυτών (Διάγραμμα 2) όταν το σύνολο των υπαρχόντων κωδικών στις 31/12/1998 ήταν λιγότερες από 300.000! Η εντυπωσιακή άνοδος των τιμών το 1999, αλλά και η απότομη πτώση που ακολούθησε είχε σοβαρότατες οικονομικές επιπτώσεις, κυρίως για τους μικροεπενδυτές, καθώς η επενδυτική εμπιστοσύνη κλονίστηκε και για πολλά χρόνια οι επενδυτές ήταν επιφυλακτικοί απέναντι στη χρηματιστηριακή αγορά, καταγράφοντας αρχικά λογιστικές, αλλά στη συνέχεια υπέρογκες ζημιές!

Διάγραμμα 2

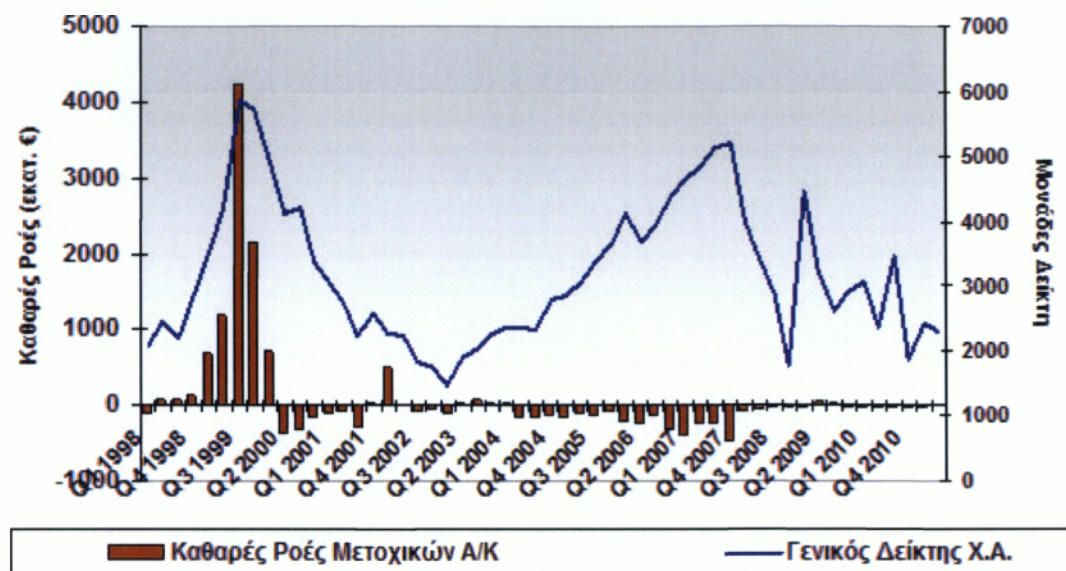
Αριθμός νέων μερίδων στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Μηνιαία στοιχεία 1998-2011)



Πηγές: Μηνιαία Στατιστικά Δελτία Χρηματιστηρίου Αθηνών, Bloomberg

Αντίστοιχη ήταν και η συμπεριφορά των επενδυτών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 3, με τις εισροές στα μετοχικά κεφάλαια εσωτερικού να φτάνουν σε εντυπωσιακά επίπεδα σε συγκεκριμένους μήνες του 1999.

Διάγραμμα 3
Οι ροές κεφαλαίων στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού (τριμηνιαία στοιχεία 1998-6/2011)



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μέσα σε ένα τέτοιο εκρηκτικό περιβάλλον δημιουργούνται οι κατάλληλες συνθήκες εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς.

IV. Εμπειρικά αποτελέσματα για την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς στη Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών.

Σε μια σχετικά πρόσφατη μελέτη τους οι Caporale, Economou και Philippas (2008) αποδεικνύουν την ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά για την περίοδο 1998 - 2007. Επιπλέον, δόθηκε για πρώτη φορά μια επιστημονική ερμηνεία για τη φούσκα του 1999 μέσω της ύπαρξης αγελαίας συμπεριφοράς.

Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας ημερήσια, εβδομαδιαία και μηνιαία δεδομένα για την περίοδο 1998 - 2007 αποδεικνύεται η ύπαρξη της αγελαίας συμπεριφοράς σε ακραίες περιόδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία μάλιστα φαίνεται εντονότερη για τα ημερήσια δεδομένα, αναδεικνύοντας τη βραχυπρόθεσμη φύση του φαινομένου.

Επιπλέον, αποδείχτηκε ότι η συμπεριφορά της αγέλης είναι **εντονότερη σε ανοδικές, παρά σε πτωτικές περιόδους** της χρηματιστηριακής αγοράς. Η συμπεριφορά της αγέλης ήταν παρούσα κατά τη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας του 1999, με μεγαλύτερη ένταση στις μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης. Η εντυπωσιακή άνοδος του χρηματιστηρίου προσέλκυσε χιλιάδες νέους εγχώριους μικροεπενδυτές με ελλιπή πληροφόρηση, οι οποίοι προέβησαν σε μαζικές αγορές.

Η συμπεριφορά του χρηματιστηρίου φαίνεται να είναι πιο ορθολογική μετά το 2002. Αυτή η μεταστροφή στη συμπεριφορά των επενδυτών μπορεί να αποδοθεί κυρίως στις σημαντικές **θεσμικές και κανονιστικές μεταρρυθμίσεις** της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, στην έντονη παρουσία ξένων θεσμικών επενδυτών αλλά και στην απουσία των εγχώριων μικροεπενδυτών οι οποίοι ενσωμάτωσαν θόρυβο (noise) στις τιμές των μετοχών, ωθώντας τες προς τα πάνω.

Τα ευρήματα αυτά είναι εξαιρετικά χρήσιμα για την κατανόηση της συμπεριφοράς των Ελλήνων επενδυτών και έχουν σοβαρές επιπτώσεις τόσο για την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς όσο και για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων λαμβάνοντας υπ' όψιν πληροφορίες από τη συμπεριφορά των μικροεπενδυτών, χρησιμοποιώντας τα σχετικά εκτιμημένα οικονομετρικά υποδείγματα.

Πιο πρόσφατα, οι Fotini Economou, Alexandros Kostakis και Nikolaos Philippas (2011) , εξέτασαν την ύπαρξη της συμπεριφοράς αγέλης σε τέσσερις αγορές της Νοτίου Ευρώπης (Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία), οι οποίες συγκεντρώνουν το παγκόσμιο ενδιαφέρον, λόγω των έντονων μακροοικονομικών ανισορροπιών και των σοβαρών δημοσιονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν, **αλλά και των κινδύνων που μπορούν να μεταδώσουν επηρεάζοντας τη σταθερότητα ολόκληρης της Ευρωζώνης.**

Η μελέτη παρέχει μια ολοκληρωμένη εξέταση για την ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης στις τέσσερις χρηματιστηριακές αγορές, χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα για την περίοδο Ιανουάριος 1998-Δεκέμβριος 2008.

Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα αποδεικνύεται η ύπαρξη αγelaiίας συμπεριφοράς για τις χρηματιστηριακές αγορές **της Ελλάδας και της Ιταλίας.** Τα

ευρήματα είναι ανάμεικτα για την Πορτογαλία, ενώ δεν υπάρχουν ενδείξεις συμπεριφοράς αγέλης για την Ισπανία για την εξεταζόμενη περίοδο.

Ίσως το βασικότερο εύρημα αυτής της μελέτης είναι η ύπαρξη σημαντικής παράλληλης κίνησης της **διαστρωματικής διασποράς των αποδόσεων** στις εξεταζόμενες αγορές, με αποτέλεσμα την πιθανότητα ταυτόχρονης συντονισμένης εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς σε αυτές τις αγορές και την πιθανότητα εμφάνισης μιας περιφερειακής χρηματιστηριακής κρίσης.

Παράλληλα, γίνεται εμφανές ότι περιορίζονται τα οφέλη της διεθνικής διαφοροποίησης για τις εν λόγω αγορές. Τέλος, ένα ενθαρρυντικό εύρημα για την σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι το γεγονός ότι η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση **δεν ενέτεινε τη συμπεριφορά αγέλης στις εξεταζόμενες αγορές.**

V. Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Η Χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών θα μπορούσε να λειτουργήσει θετικά όχι μόνο στην ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας, αλλά και για την ευρύτερη ανάπτυξη της περιοχής των Βαλκανίων. Δυστυχώς η μέχρι τώρα πορεία του ρόλου του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι απογοητευτική.

Τα προαναφερθέντα εμπειρικά ευρήματα είναι εξαιρετικά χρήσιμα σε μια σειρά από αποδέκτες όπως επενδυτές, ασφαλιστικά ταμεία, Α/Κ, αλλά και τις για τις εποπτικές αρχές, αφού η κατανόηση της λειτουργίας των αγορών και η πιθανότητα αποσταθεροποίησής τους ενέχουν σοβαρές επιπτώσεις τόσο για την αποτελεσματική λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, όσο και για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων και τελικά τον πλούτο των επενδυτών και της κοινωνίας μας.