



**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ  
ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ – ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ**

**«ΠΟΣΟ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΕΠΗΡΕΑΣΕΙ ΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ  
ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ»**

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ:**

- 1. ΣΤΕΦΑΝΑΤΟΥ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ, Α.Μ.: 12852**
- 2. ΓΙΑΝΝΟΠΟΥΛΟΥ ΑΘΗΝΑ, Α.Μ.: 13148**

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Κος ΦΥΛΑΚΤΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ, ΜΑΪΟΣ 2011**

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ .....	2
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	5
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	6
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	8
ABSTRACT .....	10
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	12
1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	13
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ .....	13
1.1 ΛΟΓΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ.....	15
1.2 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ .....	16
1.3 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ .....	16
1.4 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ .....	18
1.4.1 Ιστορική αναδρομή.....	19
1.4.1.1 Χρονική περίοδος 1870-1873.....	20
1.4.1.2 Χρονική περίοδος 1873-1876.....	21
1.4.2 Πρόσφατη ιστορία.....	22
1.5 Η ΔΟΜΗ ΚΑΙ Η ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ .....	22
1.5.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .....	23
1.5.2 Τα Μέλη του Χρηματιστηρίου.....	24
1.6 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΟΡΟΛΟΓΙΑ.....	24
1.7 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΠΟΓΕΙΩΝΕΤΑΙ, ΕΝΩ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΕΝΤΕΙΝΕΤΑΙ.....	29
1.7.1 Ευνοϊκές εκθέσεις.....	30
1.7.2 Το χαμηλότερο P/E.....	31
1.7.3 Ο Γενικός Δείκτης προσγειώνεται στα χαμηλά.....	32
1.8 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ Ε.Ε. ....	32
2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	36
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	36
2.1 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.....	36
2.1.1 Τα παραδοσιακά μακροοικονομικά υποδείγματα .....	37
2.1.2 Η χρηματοοικονομική προσέγγιση.....	38
2.1.3 Τα υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών (CAPM).....	39
2.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ .....	39
2.3 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ .....	42
2.4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ .....	43
2.5 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ....	44
2.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	48
2.6.1 Αποτελεσματικότητα ασθενούς μορφής (week form).....	51
2.6.2 Ημι-ισχυρή αποτελεσματικότητα (semi-strong form).....	52
2.6.3 Ισχυρή αποτελεσματικότητα (strong form).....	53
2.7 ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ .....	55
2.8 Η ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΜΕ ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ.....	62
2.9 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ .....	66

2.10	Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΠΑΝΩ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ .....	77
2.10.1	Η επίδραση των επιτοκίων .....	77
2.10.2	Η επίδραση του δείκτη τιμών καταναλωτή .....	78
2.10.3	επίδραση της βιομηχανικής παραγωγής .....	79
3.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	81
	ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ .....	81
3.1	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ .....	81
3.2	Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΗΜΕΡΑ .....	83
3.2.1	Η κρίση εξυπηρέτησης του χρέους του 2010 .....	85
3.3	Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.....	86
3.3.1	Στάδιο της ελληνικής οικονομίας της Δεκαετίας 1980 .....	87
3.3.2	Στάδιο της ελληνικής οικονομίας της Δεκαετίας 1990 .....	91
3.3.3	Στάδιο της ελληνικής οικονομίας της Δεκαετίας 2000 .....	95
4.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	100
	ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ .....	100
4.1	Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	100
4.1.1	Χρηματιστηριακός κύκλος 1981 - 1985.....	101
4.1.2	Χρηματιστηριακός κύκλος 1986 -1988.....	102
4.1.3	Χρηματιστηριακός κύκλος 1989 - 1991 .....	103
4.1.4	Χρηματιστηριακός κύκλος 1992 - 1996.....	104
4.1.5	Χρηματιστηριακός κύκλος 1997 - 1999.....	106
4.1.6	Χρηματιστηριακός κύκλος 2000 - 2003.....	109
4.1.7	Χρηματιστηριακός κύκλος 2004 - 2008.....	110
4.1.8	Χρηματιστηριακός κύκλος 2008 - 2011.....	111
4.2	Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ 114	
5.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	118
	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ .....	118
5.1	Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ .....	118
5.2	ΓΕΝΙΚΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α. ....	120
5.3	ΔΕΙΚΤΕΣ FTSE/ASE 20, FTSE/ASE mid 40 και FTSE/ASE SMALLCAP 80 122	
5.3.1	FTSE/ASE 20 .....	122
5.3.2	FTSE/ASE mid 40 .....	122
5.3.3	FTSE/ASE SMALLCAP 80 .....	123
6.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	124
	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	124
6.1	ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ .....	126
6.1.1	Παράγοντες που αφορούν την εταιρεία.....	126
6.1.2	Παράγοντες που αφορούν την οικονομία.....	127
6.2	ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΚΑΙ ΨΥΧΟΛΟΓΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ .....	129
7.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	134
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	134
7.1	ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΓΙΑ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ.....	135
7.2	ΤΕΡΑΣΤΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ .....	136
7.3	Η ΚΡΙΣΗ ΓΕΝΝΑ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ .....	137
7.4	Η ΣΥΝΤΑΓΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ.....	138
7.5	ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	142
	ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ.....	144

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... 146

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον εισηγητή και καθηγητή μας, κύριο Φύλακτο Δημήτριο, για το ερέθισμα που μου έδωσε για την πραγματοποίηση αυτής της πτυχιακής μελέτης. Τον ευχαριστούμε θερμά για την άριστη συνεργασία, για το ενδιαφέρον που επέδειξε στους προβληματισμούς μας, αλλά και για την πολύ σημαντική υποστήριξη και βοήθεια που μας προσέφερε.

Τέλος, ευχαριστούμε πάρα πολύ τους γονείς μας, για την κατανόηση τους και το κουράγιο που μας έδωσαν προκειμένου να επιτύχουμε το στόχο μας.

Στεφανάτου Αναστασία

Γιαννοπούλου Αθηνά

**Μεσολόγγι, Μάιος 2011**

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η Ελλάδα βρίσκεται σε μια κρίσιμη καμπή της σύγχρονης ιστορίας της, καθώς οι οικονομικές πολιτικές των τριών τελευταίων δεκαετιών την έχουν οδηγήσει στα πρόθυρα χρεοκοπίας. Μεταρρυθμίσεις που χρειάζονται έχουν ήδη δρομολογηθεί με εμφανείς τις συνέπειες στην πραγματική οικονομία.

Τα τρέχοντα προβλήματα της Ελλάδος επικεντρώνονται στην βραχυπρόθεσμη διαχείριση της κρίσης. Αν εφαρμοστούν οι μεταρρυθμίσεις του μνημονίου που έχει υπογραφεί από την ελληνική κυβέρνηση, την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, θα βοηθηθεί η διαχείριση του χρέους με σκοπό να μπορεί η χώρα να δανείζεται με πολύ χαμηλότερα επιτόκια και οι δανειστές της να αισθάνονται ασφαλείς για την ικανότητα της χώρας να αποπληρώσει το χρέος της.

Η κρίση χρέους της ελληνικής οικονομίας (και η επαπειλούμενη αντίστοιχη κρίση σε μια σειρά λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες της ευρωπαϊκής Οικονομικής Νομισματικής Ένωσης) αποτελεί όχι απλώς μια παρενέργεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007, αλλά μορφή αναπαραγωγής των δομικών της χαρακτηριστικών: ό, τι εμφανίζεται ως «κερδοσκοπικό» χτύπημα στο χρέος μιας «μικρής χώρας» δεν είναι παρά μια ακόμα διέξοδος των αναζητούντων κέρδος κεφαλαίων στη χρηματοπιστωτική σφαίρα - σε συνθήκες καθηλωμένης κερδοφορίας στην «πραγματική οικονομία».

Σε μια εποχή που η ελληνική κρίση έχει πυροδοτήσει μια κρίση εμπιστοσύνης σε ολόκληρη την ευρωζώνη οι χώρες επιχειρούν να την κατασβέσουν με αυστηρά μέτρα περιορισμού των ελλειμμάτων στη χώρα μας, όπου βρίσκεται και η καρδιά της νέας (δημοσιονομικής) φάσης της ευρωπαϊκής κρίσης. Κανείς, ούτε οι καταναλωτές, ούτε οι επιχειρήσεις, ούτε

οι εξειδικευμένοι διεθνείς αναλυτές μπορούν να προβλέψουν με βεβαιότητα τη διάρκεια της εγχώριας κρίσης.

Ποιοι θα χάσουν και ποιοι θα κερδίσουν από την κρίση; Πόσο θα διαρκέσει η αποσάθρωση της οικονομίας; Για πόσο ακόμη το πολιτικό σύστημα της χώρας θα επιμένει στην αυτό-απαξίωσή του; Τι θα κοστίσει τελικά στο κοινωνικό σύνολο η εικονική ευμάρεια την οποία βίωνε επί 30 και πλέον έτη; Θα ανασάνει γρήγορα η οικονομία ή θα δούμε τη ζήτηση να φθάνει στα όρια της απόλυτης εξαθλίωσης;

Ορισμένοι αισιοδοξούν. Θεωρούν ότι η αγορά, όσο χαμηλά κι αν βρεθεί, τελικά θα αυτορρυθμιστεί. Άλλοι πάλι εκτιμούν ότι τα μέτρα της τρόικα ήταν επιβεβλημένα και ότι η κυβέρνηση μόνη της δεν θα μπορούσε να διαχειριστεί την κρίση, διότι απέναντί της έχει έναν ανώριμο-βολεμένο πολίτη, μια αγορά βασισμένη στην παραοικονομία και το επιχειρηματικό πλιάτσικο και έναν δημόσιο τομέα σε πλήρη διάλυση. Με άλλα λόγια, μετά τα όσα έχουν συμβεί, η χώρα φέρεται σαν να βρίσκεται σε νευρική κρίση.

Το βέβαιο είναι - σε ό, τι αφορά την καταναλωτική δαπάνη στις αναπτυσσόμενες χώρες - ότι το μοντέλο των εύθυμων και ξένοιαστων ετών, της δεκαετίας που προηγήθηκε της κρίσης, όταν ο φθηνός δανεισμός και το εύκολο χρήμα που κυκλοφορούσε πυροδοτούσαν την κατανάλωση και αυτή με τη σειρά της επιτάχυνε την αναπτυξιακή διαδικασία, δεν πρόκειται να επαναληφθεί, για τις επόμενες τουλάχιστον δεκαετίες.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το θέμα της παρούσας πτυχιακής εργασίας πραγματεύεται το μέγεθος της επιρροής της οικονομικής κρίσης στο χρηματιστήριο.

Αρχικά στην εισαγωγή παρατίθεται ο σκοπός, η δομή, η υπόθεση και η μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε στην συγγραφή του πονήματος αυτού.

Για το λόγο αυτό στο **1<sup>ο</sup> Κεφάλαιο** κρίθηκε σκόπιμο να υπάρξει εκτενής αναφορά στο χρηματιστήριο, δηλαδή τους λόγους δημιουργίας, την σημασία και τον ρόλο του. Επίσης αναφερόμαστε στην δομή και διοίκηση του χρηματιστηρίου Αθηνών, παραθέτουμε την χρηματιστηριακή ορολογία και τέλος γνωρίζουμε τα χρηματιστήρια στις χώρες της Ε.Ε..

Στο **2<sup>ο</sup> Κεφάλαιο** το ενδιαφέρον μας στρέφεται πιο συγκεκριμένα στην σχέση του χρηματιστηρίου και της μακροοικονομίας.

Σ' αυτή την προσπάθεια εντάσσεται τα εμπειρικά αποτελέσματα από προηγούμενες έρευνες, τα χαρακτηριστικά των αναδυόμενων αγορών, τα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς, οι πρόσφατες εξελίξεις στο Χ.Α.Α., η αποτελεσματικότητα των αγορών, η συσχέτιση του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών με ξένα χρηματιστήρια, οι μακροοικονομικοί παράγοντες που επιδρούν στις μετοχικές τιμές και αποδόσεις και η επίδραση συγκεκριμένων μακροοικονομικών μεταβλητών πάνω στις χρηματιστηριακές αγορές

Το θέμα του **3<sup>ου</sup> Κεφαλαίου** είναι η σύγχρονη ελληνική οικονομία. Επιπλέον δίνεται η ιστορική ανάδρομη καθώς και η ελληνική οικονομία σήμερα.

Επίσης θα αναφερθούμε στην πορεία της ελληνικής οικονομίας κατά το πέρασμα του χρόνου.

Στο **4<sup>ο</sup> Κεφάλαιο** εξετάζεται η σύγχρονη ελληνική κεφαλαιαγορά, η πορεία της και η ελληνική πραγματικότητα & το χρηματιστήριο Αθηνών.



Το **5<sup>ο</sup> Κεφαλαίο** έχει θέμα τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Θα αναφερθεί η σημασία των χρηματιστηριακών δεικτών, ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης Χ.Α.Α. και οι δείκτες FTSE/ASE 20, FTSE/ASE mid 40 και FTSE/ASE SMALLCAP 80.

Το θέμα του **6<sup>ου</sup> Κεφαλαίου** είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις διακυμάνσεις των μέτοχων. Επίσης αναφερόμαστε στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη (τους παράγοντες που αφορούν την εταιρεία και τους παράγοντες που αφορούν την οικονομία), και στις προσδοκίες και ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις διακυμάνσεις των μέτοχων.

Στο **Τελευταίο Κεφάλαιο** προκύπτουν προβληματισμοί και εξάγονται συμπεράσματα για το μέγεθος της επιρροής της οικονομικής κρίσης στο χρηματιστήριο.

## ABSTRACT

The theme of this thesis deals with the size of the influence of the economic crisis in the stock market.

Originally set to introduce the purpose, structure, matter and method used in the writing of this essay.

For this reason in the **first Chapter** was appropriate to make a detailed report listing the reasons that the creation, the importance and role. Also refer to the structure and administration of the Athens Stock Exchange quote the stock market terminology and finally know the stock markets in EU countries.

In the **second chapter** our interest is directed more specifically in relation to the stock market and fundamentals.

In this effort fits the empirical results from previous surveys, the characteristics of emerging markets, the characteristics of the Greek market, recent developments on the ASE, the efficiency of markets, the correlation of ASE with foreign exchanges The economic factors affecting equity prices and yields and the impact of specific macroeconomic variables on stock market.

The theme of the **third chapter** is the modern Greek economy. Additionally, the history and the Greek economy today.

It will also refer to the Greek economy during the passage of time.

The **fourth chapter** examines the modern Greek capital, the progress of the Greek reality and the Athens Stock Exchange.

The **fifth chapter** is on the indices. It noted the importance of stock indices, the overall stock index ASE and indices FTSE / ASE 20, FTSE / ASE mid 40 and FTSE / ASE SMALLCAP 80.

The theme of the **sixth chapter** are the factors that influence the fluctuations of the shares. Also refer to economic fundamentals (factors concerning the company and factors relating to the economy), and the expectations and psychological factors that influence the fluctuations of the shares.

The **final chapter** concerns arise and draw conclusions about the size of the influence of the economic crisis in the stock market.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι δείκτες των χρηματιστηρίων διεθνώς συνεχίζουν να τρελαίνουν κόσμο, η οικονομική κρίση έχει χτυπήσει την πόρτα μας και καθημερινά ακούμε σενάρια ή πραγματικές καταστάσεις για το τι θα ακολουθήσει. Φτώχεια; Ανεργία; Τα πάνω κάτω στις επιχειρήσεις και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα; Ήδη ανακοινώθηκε ότι αυτοκινητοβιομηχανίες παγώνουν την παραγωγή τους, άλλες επιχειρήσεις ακούγεται ότι θα απολύσουν πολύ κόσμο για να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν.

Από αύριο μάλλον θα μιλάμε για τη Μαύρη Παρασκευή<sup>1</sup>, καθώς απ' ότι φαίνεται η κρίση βρίσκεται σε πλήρη εξέλιξη και τόσο τα Διεθνή όσο και το Ελληνικό Χρηματιστήριο βρίσκονται σε κατακόρυφη πτώση. Με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών να σημειώνει αυτή τη στιγμή μεγάλες απώλειες.

Καθώς οι επενδυτές δείχνουν να απογοητεύονται πλήρως από τα οικονομικά αποτελέσματα που ανακοινώνουν οι εταιρείες σε Αμερική, Ασία και Ευρώπη, σπεύδουν στην πώληση μετοχών κάνοντας τους χρηματιστηριακούς δείκτες να χτυπάνε κόκκινο. Όπως επισημαίνουν αναλυτές, δεν πρόκειται για αιφνιδιασμό των επενδυτών, καθώς όλοι σε κάποιο βαθμό περίμεναν ότι η κρίση θα έχει αντανάκλαση και στα εταιρικά οικονομικά μεγέθη.

Παρά τα μέτρα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, καθώς και της Κεντρικής Τράπεζας της Αμερικής αυτό που φαίνεται να ρίχνει τις αγορές είναι οι χειροπιαστές αποδείξεις που βλέπουν πλέον οι επενδυτές μέσω των ισολογισμών των εταιριών, καθώς και η αίσθηση που υπάρχει ότι τίποτα δεν είναι ικανό να διαψεύσει την ύφεση της Παγκόσμιας Οικονομίας.

---

<sup>1</sup> <http://www.blackfriday2011.com/>

# **1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

## **ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

Στη σύγχρονη οικονομία<sup>2</sup> είναι πλέον πασιδηλό, ότι βαθμιαία, και θα λέγαμε με ταχύτητα, οι ατομικές επιχειρήσεις εξαφανίζονται και αντικαθίστανται από τις εταιρικές και μάλιστα με την πλέον εξελιγμένη μορφή, όπως είναι η Ανώνυμη Εταιρεία. Για την ίδρυση και τη συνέχιση της δραστηριότητας μιας αξιόλογου επιχείρησης, η οποία στοχεύει να εμφανισθεί με απαιτήσεις στο στίβο, ιδιαίτερα του Διεθνούς Ανταγωνισμού, απαιτούνται κολοσσιαία κεφάλαια, τα οποία η επιχείρηση ανευρίσκει στις Τράπεζες και στη λαϊκή αποταμίευση. Βραχυπρόθεσμα εξυπηρετείται από την Τράπεζα με την προεξόφληση συναλλαγματικών και γραμματίων, φορτωτικών και ακόμη με τη χορήγηση κεφαλαίου κινήσεως μέσω ανοικτού λογαριασμού.

Κατά διαστήματα όμως είναι αναγκαίο, μέσα στην εξελικτική πορεία της, να επεκτείνει και να εκσυγχρονίσει τις εγκαταστάσεις, κτίρια και μηχανολογικό εξοπλισμό της, πράγμα που επιβάλλει η εξελισσόμενη τεχνική και ο μεταξύ των επιχειρήσεων ανταγωνισμός. Έτσι στις αναπτυσσόμενες οικονομίες χρειάζονται, μεταξύ άλλων, καλά οργανωμένες κεφαλαιαγορές για να καταστεί δυνατή η σωστή χρηματοδότηση επενδύσεων. Χρηματοδότηση επενδύσεων μπορεί να γίνει με εσωτερικά κεφάλαια της επιχείρησης (π.χ. παρακράτηση κερδών) ή με εξωτερικά κεφάλαια. Εξωτερική χρηματοδότηση μπορεί να επιτευχθεί μέσω διαφόρων χρηματοδοτικών οργανισμών, όπως είναι οι Τράπεζες.

Η πλέον όμως ορθόδοξη μέθοδος μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, που συνδυάζει το συμφέρον της επιχείρησης προς εκείνο

---

<sup>2</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ. 14.

των αποταμιευτών, είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, με την έκδοση νέων μετοχών ή με την έκδοση ομολογιακών δανείων, στην περίπτωση που οι μέτοχοί της δε δύνανται να διαθέσουν τα απαιτούμενα νέα κεφάλαια ή δεν επιθυμούν να αυξήσουν τη συμμετοχή τους. Εκτός όμως των Ανωνύμων Εταιρειών, στη λαϊκή αποταμίευση καταφεύγουν το Κράτος, οι Δήμοι και γενικά Οργανισμοί Δημοσίου Δικαίου για να αντλήσουν κεφάλαια, προκειμένου να φέρουν σε πέρας προγράμματα, που στοχεύουν στην οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη.

Οι αρχικοί μέτοχοι ή ομολογιούχοι κάποτε θέλησαν να πωλήσουν μερικούς ή όλους τους τίτλους τους. Από την άλλη πλευρά υπήρξαν άλλοι που ήθελαν να επενδύσουν τις οικονομίες τους σε μετοχές ή ομολογίες. Από το λόγο αυτόν ανέκυψε η ανάγκη της δημιουργίας και ύπαρξης μιας αγοράς, στην οποία θα έδιναν το παρόν οι πωλητές και οι αγοραστές χρεογράφων. Χωρίς την ύπαρξη αυτής της αγοράς θα ήταν δύσκολο για τον πωλητή να βρει αγοραστή και ακόμη δυσκολότερο να καθοριστεί η δίκαιη τιμή, βάσει της οποίας θα γινόταν η αγοραπωλησία.

Εξάλλου η έκταση την οποία έλαβε η έκδοση μετοχών και ομολογιών, η ευρεία διάδοσή τους στο κοινό και ο αυξανόμενος αριθμός των συναλλαγών που λάμβαναν χώρα, έκαναν αναγκαία και πιο συστηματική την οργάνωση της Αγοράς, η οποία ονομάστηκε Χρηματιστήριο Αξιών ή απλώς Χρηματιστήριο και για τα ελληνικά δεδομένα «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ».

Έτσι μπορούμε να δώσουμε ένα ορισμό του χρηματιστηρίου αξιών, λέγοντας ότι τούτο είναι μια οργανωμένη αγορά, στην οποία διενεργούνται με βάση ορισμένους κανόνες, οι αγοραπωλησίες όλων αυτών που καλούμε κινητές αξίες, δηλαδή μετοχές, ιδρυτικούς τίτλους, ομολογίες, με μια λέξη ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ.

Τα χρηματιστήρια αξιών ή χρηματιστηριακές αγορές διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, στην επίσημη χρηματιστηριακή αγορά και στην

παράλληλη. Σε κάθε χώρα μπορεί να υπάρχουν περισσότερες από μία επίσημες ή ανεπίσημες χρηματιστηριακές αγορές.

Όπως γράψαμε παραπάνω Χρηματιστήριο εννοούμε τις οργανωμένες αγορές, συνήθως είναι επίσημα αναγνωρισμένες από το κράτος, όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για την διενέργεια αγοροπωλησιών κινητών αξιών (όπως μερίδια κεφαλαίου<sup>3</sup> ανωνύμων εταιρειών<sup>4</sup>, τραπεζικά, κρατικά ή άλλα ομόλογα<sup>5</sup>) ή και εμπορευμάτων.

Τα χρηματιστήρια αποτελούν ιδιόμορφες αγορές με την έννοια της ταυτόχρονης συνάντησης της προσφοράς και της ζήτησης. Αποτελούν οικονομικό θεσμό που κατά κανόνα αναγνωρίζεται από τα κράτη όπου λειτουργούν και η πλειοψηφία τους με νομοθετικά και διοικητικά μέτρα καθορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο διαμορφώνονται οι αγορές και θεσπίζουν τις προϋποθέσεις και τους όρους λειτουργίας τους. Τα χρηματιστήρια διακρίνονται σε Αξιών, Εμπορευμάτων και Ναύλων.

## 1.1 ΛΟΓΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ<sup>6</sup>

Τα χρηματιστήρια τα δημιούργησε η επιδίωξη για την εξεύρεση βραχυπρόθεσμων αλλά κυρίως μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και η ανάγκη για σύναψη αγοροπωλησιών μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων που βρίσκονται μακριά από τον τόπο διαπραγμάτευσης τους, ενώ απαιτούνταν για αυτά σοβαρά κεφάλαια αλλά και η τάση για κερδοσκοπία<sup>7</sup>.

♦ Η οργανωμένη μορφή τους οφείλεται:

<sup>3</sup> Μετοχή είναι ένα από τα ίσα μερίδια, στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας.

<sup>4</sup> Η Ανώνυμη Εταιρεία (Α.Ε.) είναι κεφαλαιουχική εταιρεία, της οποίας το κεφάλαιο της είναι διαιρεμένο σε μετοχές.

<sup>5</sup> Ένα ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο, για το οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στη λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτού και στην περίπτωση των ομολόγων με κουπόνι, σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα ποσό χρημάτων (το κουπόνι).

<sup>6</sup><http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF>

<sup>7</sup> Στην έπιστήμη των Οικονομικών ο όρος Κερδοσκοπία χαρακτηρίζει γενικά την οποιαδήποτε επίτευξη κέρδους από προβλεφθείσες μεταβολές των τιμών των αγαθών.

Η Κερδοσκοπία επιτυγχάνεται μετά από διενέργεια προβλέψεων ως προς τις διακυμάνσεις που μπορεί να σημειωθούν στις τιμές των αγαθών ή αξιογράφων ή ακινήτων με αντίστοιχη αγορά ή πώληση αυτών.

- ◆ Στην ταχύτητα διενέργειας των συναλλαγών
- ◆ Στην αμεσότητα τους
- ◆ Στην δημοσιότητα των συναλλαγών όπου φαίνονται δημόσια όλα τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών (προσφορά, ζήτηση, ποσότητα και αξία)
- ◆ Στην καθαρότητα των συναλλαγών.

## 1.2 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ<sup>8</sup>

Ο οικονομικός ρόλος των Χρηματιστηρίων είναι:

- ◆ Διευκολύνουν τις συναλλαγές, γιατί επιτρέπουν στους εκπροσώπους της προσφοράς και της ζήτησης να βρίσκονται ταυτόχρονα στον συγκεκριμένο τόπο διαπραγμάτευσης.
- ◆ Επιτρέπουν την ελεύθερη διαμόρφωση τιμών των αγαθών με βάση τον θεμελιώδη νόμο της προσφοράς και της ζήτησης. Με αυτόν τον τρόπο περιορίζεται ο κίνδυνος της δημιουργίας τεχνητών τιμών.
- ◆ Δίνουν την ευκαιρία στις επιχειρήσεις να εξεύρουν κεφάλαια αλλά και στους επενδυτές να μπορούν να διαθέσουν τα χρήματα που έχουν στην επένδυση τους σε τίτλους, με την προσδοκία του κέρδους, συμβάλλοντας έτσι στην τόνωση της παραγωγικότητας και γενικότερα στην ανάπτυξη της χώρας που λειτουργεί το χρηματιστήριο.

## 1.3 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ<sup>9</sup>

Το πρώτο Χρηματιστήριο Αξιών ιδρύθηκε στη Φλάνδρα<sup>10</sup>, πιθανότατα στην Αμβέρσα (σημερινό Βέλγιο) το 1460. Ο θεσμός διαδόθηκε γρήγορα στην περιοχή. Το 1602 εισήχθη στο Χρηματιστήριο του

<sup>8</sup><http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF>

<sup>9</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Stock\\_exchange](http://en.wikipedia.org/wiki/Stock_exchange)

<sup>10</sup> Γεωγραφική περιοχή στα βόρεια του Βελγίου, αντιστοιχώντας στη Φλαμανδική Περιοχή, συνιστώσα του ομόσπονδου Βελγικού κράτους.



Άμστερνταμ και η πρώτη πολυμετοχική εταιρεία, η ολλανδική Εταιρεία των Ανατολικών Ινδιών.

Σήμερα τα χρηματιστήρια είναι ένας απαραίτητος θεσμός για το οικονομικό σύστημα της Δύσης. Στις πλούσιες οικονομίες του κόσμου συναντάμε και τις πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές που συνήθως βασίζονται σε ένα χρηματιστήριο αξιών, όπως τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης (Wall Street και NASDAQ), το χρηματιστήριο του Λονδίνου, του Παρισιού ή της Φρανκφούρτης.

Στην Ελλάδα τα χρηματιστήρια δεν έχουν τόσο μακρόχρονη ιστορία. Το Χρηματιστήριο Αθηνών ιδρύθηκε μόλις τον 19ο αιώνα. Όσο η ελληνική οικονομία όμως είχε μαζικό κρατικό έλεγχο και το τραπεζικό σύστημα ήταν μη ανταγωνιστικό, το χρηματιστήριο απευθυνόταν μόνο σε λίγες σχετικά μικρές εταιρείες και σε περιορισμένους επενδυτές. Μαζικά γνωστό και αγαπητό έγινε την δεκαετία του 1990, καθώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να απελευθερώνεται, μεγάλες τράπεζες ιδιωτικοποιήθηκαν και τα επιτόκια άρχισαν να πέφτουν στον δρόμο προς την ΟΝΕ. Μετοχοποιήσεις μεγάλων δημόσιων εταιρειών όπως ο ΟΤΕ και αρκετά αργότερα η ΔΕΗ, βοήθησαν στο να διαδοθεί η κατοχή μετοχών στους Έλληνες. Κατά το τέλος της δεκαετίας το χρηματιστήριο είχε περίπου 1,5 εκατομμύρια ενεργούς μετόχους οι οποίοι έψαχναν για πιο αποδοτικές επενδύσεις από τα πενιχρά επιτόκια καταθέσεων και τα ελάχιστα άλλα επενδυτικά εργαλεία. Η μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου από το 1999 μέχρι το 2003 ονομάστηκε Χρηματιστηριακό κραχ του 1999<sup>11</sup> και επηρέασε

---

<sup>11</sup> Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σηματοδεύτηκε από το κραχ του '99 (ή γεγονότα του '99), στο οποίο ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Έχει εκτιμηθεί ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια, μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές.

Η απότομη πτώση του Χρηματιστηρίου ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών που κορυφώθηκε το 1999 και συνδέθηκε με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και την προοπτική ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας του 2004. Ανάλογη πορεία ακολουθούσαν και τα χρηματιστήρια διεθνώς, λόγω της αισιοδοξίας περί νέας οικονομίας, δηλαδή μόνιμη και σημαντική άνοδος της παραγωγικότητας χάριν στις επαναστάσεις της πληροφορικής. Πρελούσιο της κρίσης θεωρείται η οικονομική κρίση στην Ασία που προκάλεσε το μίνι κραχ του 1997.

Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 1999 πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το χρηματιστήριο. Ακόμη και σε μικρά χωριά υπήρχαν ΕΛΔΕ (γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών) και πολλές μικρές εταιρίες

σχεδόν ολόκληρη την οικονομική πορεία της Ελλάδας. Ο αριθμός των ενεργών επενδυτών σε μετοχές σήμερα (Μάιος 2006) είναι σημαντικά χαμηλότερος, λόγω της πτώσης των τιμών και την συνακόλουθη μείωση του ενθουσιασμού. Αυτή η αρκετά μεγάλη πτώση ήταν παράλληλη με την πτώση τιμών στα περισσότερα δυτικά χρηματιστήρια που ακολούθησε την "φούσκα" των μετοχών υψηλής τεχνολογίας. Στην Ελλάδα όμως, λόγω της μεγάλης απειρίας των μετόχων και του "τυχοδιωκτικού" χαρακτήρα των περισσότερων επενδυτών, η πτώση έγινε πιο αισθητή ψυχολογικά. Οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία όμως παρέμειναν πολύ περιορισμένες.

Τον τελευταίο χρόνο έχουμε πάλι μια δυνατή άνοδο στο ΧΑΑ. Κυρίως δύναμη αυτή την φορά φαίνονται να είναι ξένα επενδυτικά κεφάλαια που βλέπουν προοπτικές δυνατής ανόδου, κυρίως στις επιχειρήσεις που έχουν κάποια ανάμιξη σε βαλκανικά κράτη.

#### 1.4 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ<sup>12</sup>

Πάνω από το ιστορικό καφενείο «Η Ωραία Ελλάς» στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου βρισκόταν από το 1870 η Λέσχη Εμπόρων των Αθηνών, που χρησίμευε ως τόπος συναντήσεως των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων. Στο χώρο αυτό κάθε απόγευμα διεξάγονταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε.

---

εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ έφτασαν το 1,5 εκατ. περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι υπολογίζονται σε περίπου 4,5 εκατ. Με τον γενικό δείκτη να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ, πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της ζωής τους. Η πτώση ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου και συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν «φούσκες», δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρίες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο.

<sup>12</sup>[http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF\\_%CE%91%CE%B8%CE%B7%CE%BD%CF%8E%CE%BD](http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF_%CE%91%CE%B8%CE%B7%CE%BD%CF%8E%CE%BD)

### 1.4.1 Ιστορική αναδρομή

Σταδιακά και με τη διάδοση των μετοχικών τίτλων, δημιουργήθηκε η διάθεση για σημαντικότερες συναλλαγές. Με την πάροδο του χρόνου, η λέσχη πάνω από το καφενείο «Η Ωραία Ελλάς» μετατράπηκε από ψυχαγωγικό κέντρο ορισμένης επαγγελματικής τάξης σε Μετοχοπρατήριο. Και αυτό διότι οι συναλλαγές που εισήγαγαν οι πρώην «χαβιαροχανίτες» ομογενείς ήταν γνήσιες χρηματιστηριακές πράξεις, που είχαν αναπτυχθεί στα ήδη οργανωμένα Χρηματιστήρια άλλων χωρών. Έτσι άρχισε να λειτουργεί ένα «ανεπίσημο» Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας. Έμβλημά του ήταν ο Φτερωτός Ερμής, απ' όπου αργότερα εμπνεύστηκε και το έμβλημα του το «επίσημο» Χρηματιστήριο.



Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του. Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε. Όταν η Ερμούπολη της Σύρου μεσουρανούσε ως η ελληνική πόλη με την μεγαλύτερη αστική ανάπτυξη, ο οικονομικός τύπος της πόλης δεν παρέλειπε να επισημαίνει την έλλειψη Χρηματιστηρίου που η σύστασή του θα αποτελούσε τον πυρήνα για τον σχηματισμό ομοίων στη συνέχεια, στον Πειραιά, την Αθήνα και την Πάτρα.

Καθώς η Ερμούπολη άρχισε να παρακμάζει, η σκυτάλη της πρώτης εμπορικής πόλης πέρασε στον Πειραιά. Εκεί είχε ήδη αναγερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο. Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο που ιδρύθηκε στον Πειραιά ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών

ταυτοχρόνως. Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων. Το αξιομνημόνευτο της ιδρύσεως του Πειραιϊκού Χρηματιστηρίου αφορά περισσότερο στην κατασκευή του κτιρίου και λιγότερο στη λειτουργία του. Την εποχή εκείνη, το Μάιο του 1873, τα μέλη της Λέσχης ονόμασαν τη Λέσχη τους Χρηματιστήριο και προχώρησαν ακόμη και στην εκλογή Προέδρου. Ως πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης.

Στην αρχή, οι λίγες πράξεις που συνάπτονταν στη Λέσχη δεν ήταν αρκετές για να δημιουργήσουν χρηματιστηριακή ατμόσφαιρα. Στη συνέχεια όμως, όσο αυξανόταν ο κερδοσκοπικός παροξυσμός που είχε καταλάβει το πλήθος, κυρίως μετά από την ίδρυση της Εταιρίας του Λαυρίου, γινόταν ολοένα και πυκνότερες οι συγκεντρώσεις στο καφενείο και στο χώρο μπροστά από αυτό. Η ατμόσφαιρα, όπως αναφέρθηκε, άρχισε να θερμαίνεται κατά το Μάιο του 1873, όταν κυκλοφόρησαν 100.000 μετοχές της εταιρείας του Λαυρίου και αποτέλεσαν αποκλειστικό σχεδόν αντικείμενο αγοραπωλησιών στη Λέσχη, το καφενείο και τους δρόμους.

#### **1.4.1.1 Χρονική περίοδος 1870-1873**

Κύριο αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην «ανεπίσημη» χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων. Διαπραγματεύονταν όμως και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Μετά το 1873, άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της «Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου», των ασφαλιστικών εταιρειών «Φοίνιξ» και «Άγκυρα» και της «Ανωνύμου Εταιρίας Αερίοφωτος Αθηνών». Στη συνέχεια, με την έξαρση της «μεταλλομανίας» και την ίδρυση πολλών μεταλλευτικών εταιριών, σημειώνονται διαπραγματεύσεις των μεταλλευτικών εταιριών «Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρία», «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», «Νικίας», «Ο Περικλής» και «Η Κάρυστος».

### 1.4.1.2 Χρονική περίοδος 1873-1876

Παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία δεν ήταν τόσο αναπτυγμένη για να δικαιολογήσει τη λειτουργία και άλλων τραπεζών πέραν της Εθνικής Τράπεζας, κατά την περίοδο αυτή, εκτός από τη «μεταλλομανία», παρατηρείται και το φαινόμενο της «τραπεζομανίας» Αυτό εκδηλώνεται με την ίδρυση νέων τραπεζών, οι περισσότερες από τις οποίες δεν κατάφεραν να επιβιώσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι παρακάτω τράπεζες ήταν οι πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών:

1. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος: Ιδρύθηκε το 1841, με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 δραχμών και άρχισε τις εργασίες της στις 22 Ιανουαρίου 1842. Η μετοχή της αποτελούσε την ασφαλέστερη επένδυση σε βαθμό ώστε τα ευαγή ιδρύματα μετέτρεπαν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές της Εθνικής.
2. Ναυτική Τράπεζα ο «Αρχάγγελος»: Ιδρύθηκε με Β.Δ. του 1870 και με αρχικό κεφάλαιο 4.000.000 φράγκα (20.000 μετοχές). Ξεκίνησε ως τράπεζα με ευοίανες προοπτικές, αλλά περισσότερο λειτούργησε ως Ανώνυμη Ασφαλιστική Εταιρία.
3. Γενική Πιστωτική Τράπεζα: Προήλθε από την εντός τριών ημερών αστραπιαία συνένωση δύο τραπεζών, που ίδρυσαν το 1872 αντίστοιχες ομάδες ομογενών. Το κεφάλαιο ανέρχονταν σε 14.000.000 δραχμές (56.000 μετοχές).
4. Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως: Ιδρύθηκε το 1873, στην ακμή της «μεταλλομανίας», με πρωτοβουλία ομογενών και ντόπιων κεφαλαιούχων και με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 φράγκα (50.000 μετοχές).

Η ίδρυση του ΧΑΑ, ύστερα από μακρόχρονη προεργασία, επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία του έθνους. Ανταποκρίθηκε μαχητικά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης

προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση του τόπου. Παράλληλα, από τη σύσταση του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών.

Η ιστορία του Χ.Α.Α. αρχίζει στις 30 Σεπτεμβρίου 1876 όταν επί κυβέρνησης του Αλεξάνδρου Κουμουνδούρου, δόθηκε η κυβερνητική έγκριση για τη σύσταση του.

### **1.4.2 Πρόσφατη ιστορία**

Το Χρηματιστήριο Αθηνών παίζει μεγάλο ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη<sup>13</sup> της Ελλάδας στο τελευταίο μισό του 20ου αιώνα. Γεγονότα τα οποία επηρέασαν ο Χρηματιστήριο είναι η ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική και Οικονομική Ενοποίηση (ONE) και το Χρηματιστηριακό κραχ του 1999, το οποίο σημάδεψε τις ζωές πολλών ελληνικών οικογενειών. Την Τρίτη 21 Σεπτεμβρίου 1999 ο γενικός δείκτης εμφάνισε ιστορικά υψηλά των 6484,38 μονάδων. Το ρεκόρ πτώσης είναι -9,71% και έγινε στις 24 Οκτωβρίου 2008. Σχεδόν 11 χρόνια αργότερα την Δευτέρα 7 Ιουνίου 2010 ο Γενικός Δείκτης έφτασε στις 1403,92 μονάδες.

## **1.5 Η ΔΟΜΗ ΚΑΙ Η ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ<sup>14</sup>**

Εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας και διοικείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο με τριετή θητεία.. Τα μέλη του προτείνονται: τρία από τα χρηματιστηριακά γραφεία, ένα από τις εισηγμένες εταιρείες, ένα από τους εργαζομένους του χρηματιστηρίου, ένα από τους Οργανισμούς που επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες και το έβδομο από

<sup>13</sup> Η οικονομική ανάπτυξη είναι ποιοτικός όρος της μακροοικονομίας ο οποίος αναφέρεται στην αύξηση της δυνατότητας ικανοποίησης των ατομικών και κοινωνικών αναγκών, με την πάροδο του χρόνου, στο εσωτερικό μίας οικονομίας. Σχετίζεται στενά με τον όρο οικονομική μεγέθυνση και συνήθως οι δύο όροι χρησιμοποιούνται εναλλάξ. Η οικονομική μεγέθυνση όμως είναι μία αυστηρά ποσοτική έννοια η οποία αναφέρεται στην αλλαγή του πραγματικού Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος με την πάροδο του χρόνου.

<sup>14</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ. 17.

τον Υπουργό. Οι κύριες αρμοδιότητες της Διοικούσας Επιτροπής είναι οι εξής:

- ◆ εξασκεί πειθαρχική εξουσία όσον αφορά τους υπαλλήλους του χρηματιστηρίου και των Χρηματιστών.
- ◆ μπορεί να ζητήσει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τη διαγραφή ενός χρεογράφου, όταν καταστεί αναπόφευκτο, ότι λόγω ειδικών συνθηκών η ύπαρξη του χρεογράφου δημιουργεί προβλήματα στην ομαλή λειτουργία του χρηματιστηρίου.
- ◆ εξασκεί Διοικητική Εξουσία για οποιαδήποτε υπόθεση του χρηματιστηρίου (ώρες συναλλαγής, προϋπολογισμός κ.λπ.).
- ◆ σε περίπτωση κρίσης μπορεί να προτείνει την αναστολή των εργασιών του χρηματιστηρίου.

### 1.5.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς<sup>15</sup>

Στο ΥΠΕΘΟ υπάγεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της οποίας τα μέλη και ο Πρόεδρος ορίζονται από αυτό. Οι κυριότερες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι οι εξής:

- ◆ Αποφασίζει μετά από πρόταση της Επιτροπής του Χρηματιστηρίου, τη διαγραφή Α.Ε. από την επίσημη και παράλληλη αγορά.
- ◆ παρέχει τη σύμφωνη γνώμη σε απόφαση της Επιτροπής του Χρηματιστηρίου για την αναστολή διαπραγμάτευσης μιας αξίας.
- ◆ αποφαινεται για τις ασφαλιστικές ρήτρες, τις φορολογικές συναλλαγές και άλλες διευκολύνσεις των υπό έκδοση δανείων ή προνομιούχων μετοχών.
- ◆ παρέχει την έγκριση για την έκδοση σε δημόσια εγγραφή μετοχικού κεφαλαίου ή ομολογιακού δανείου και την επάρκεια της παρεχομένης υποθήκης στην τελευταία περίπτωση.

---

<sup>15</sup> Ο.π., σελ.19.

- ◆ γνωμοδοτεί στο ΥΠΕΘΟ για το διορισμό νέου χρηματιστή.

### 1.5.2 Τα Μέλη του Χρηματιστηρίου<sup>16</sup>

Μέλη του Χρηματιστηρίου είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές Α.Ε. (ανώνυμες εταιρείες) που θεωρούνται ως τακτά μέλη και οι αντικριστές που βοηθούν τους χρηματιστές στην εκτέλεση των καθηκόντων τους. Ο χρηματιστής διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μετά από εξετάσεις και αφού συγκεντρώσει συγκεκριμένα προσόντα. Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε. δεν μπορεί να έχει κεφάλαιο κατώτερο από εβδομήντα εκατομμύρια, οι δε μετοχές της είναι ονομαστικές. Για να μπορεί να κάνει συναλλαγές εκτός κύκλου, όταν δεν είναι απαραίτητη η συμμετοχή στη συνεδρίαση του χρηματιστηρίου, θα πρέπει να έχει κεφάλαιο διακοσίων εκατομμυρίων δραχμών. Οι χρηματιστηριακές Α.Ε. που έχουν μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ένα δισεκατομμύριο δραχμές μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου σε αντλήσεις κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό.

Η χρηματιστηριακή εταιρεία για τις συναλλαγές της διορίζει εκπρόσωπο και οι ενέργειές του δεσμεύουν την Α.Ε., κατά τον ίδιο τρόπο όπως και οι ενέργειες των χρηματιστών φυσικών προσώπων. Για να εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο εκπρόσωπος, πρέπει να περάσει επιτυχώς ειδικές εξετάσεις ή να είναι χρηματιστής, οπότε αναστέλλεται η άσκηση των χρηματιστηριακών του εργασιών. Η Α.Ε. μπορεί επίσης να ορίζει και αντικριστές με τις ίδιες προϋποθέσεις όπως των χρηματιστών.

## 1.6 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΟΡΟΛΟΓΙΑ<sup>17</sup>

### 1. Μετοχή

---

<sup>16</sup> Ο.π., σελ. 23.

<sup>17</sup> Ο.π., σελ. 353-356.



Είναι ένα εμπορικό έγγραφο, που βεβαιώνει ότι ο κάτοχος είναι συνétairos σε μια επιχείρηση. Τα έσοδα από την κατοχή μετοχών είναι μεταβλητά. Οι μετοχές εκδίδονται υπό των Εταιριών, ενώ τις ομολογίες, πλην των Εταιριών, δύναται να εκδώσουν το Κράτος, οι Δήμοι και γενικά τα Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου.

Οι μετοχές διακρίνονται σε ΚΟΙΝΕΣ και σε ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ. Στις ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ οι μέτοχοι έχουν κατά τη διάρκεια της ζωής της Εταιρείας, πρωτεύοντα ρόλο και ασκούν τα δικαιώματά τους στις Γενικές Συνελεύσεις, όπου ψηφίζουν για την εκλογή Διοικητικού Συμβουλίου, για την έγκριση του ισολογισμού, για την τροποποίηση του Καταστατικού, κ.λπ.. Οι ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ εκδίδονται τόσο κατά τη σύσταση της εταιρείας, όσο και μετά την ίδρυση, όταν αποδειχθούν τα εταιρικά κεφάλαια ανεπαρκή για την εκπλήρωση των σκοπών της και οι παλαιοί μέτοχοι δείχνουν απροθυμία να καλύψουν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κοινές μετοχές. Έτσι στις περιπτώσεις αυτές, για να ικανοποιηθούν οι παλαιοί και να προσελκυσθούν νέοι μέτοχοι, οι εταιρείες εκδίδουν προνομιούχους μετοχές, οι οποίες παρέχουν μεγάλη ασφάλεια, από το γεγονός ότι κατά τη διάλυση της εταιρείας προηγείται η πληρωμή των προνομιούχων μετοχών [δηλαδή έχουν προνόμιο επί του μετοχικού κεφαλαίου] αλλά και κατά τη διάρκεια της ζωής της οι κατέχοντες προνομιούχους μετοχές απολαμβάνουν ποσοστά στα κέρδη, πριν από κάθε διανομή μερίσματος. Οι προνομιούχες μετοχές μπορούν να εκδοθούν με δικαίωμα ψήφου και άνευ ψήφου.

Γενικά οι ΜΕΤΟΧΕΣ διακρίνονται σε ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΕΣ και ΑΝΩΝΥΜΕΣ ή όπως διαφορετικά τις ονομάζουμε ΕΙΣ ΤΟΝ ΚΟΜΙΣΤΗ. Οι πρώτες αναφέρουν το όνομα του δικαιούχου και μεταβιβάζονται με ειδική διαδικασία, οι δε ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΜΕΤΑΒΙΒΑΖΟΝΤΑΙ με απλή παράδοση του κατόχου εις το νέον δικαιούχο.

## **2. Ομολογία**

Είναι επίσης ένα εμπορικό έγγραφο, ο εκδότης του οποίου υπόσχεται να καταβάλλει ένα χρηματικό ποσό στο τέλος κάθε χρονικής περιόδου. Μεταξύ των δύο αυτών χρεογράφων, της μετοχής και της ομολογίας, υπάρχουν ουσιώδεις διαφορές, οι κυριότερες των οποίων είναι οι εξής:

- ♦ οι μέτοχοι εισπράττουν μέρισμα, εφόσον η εταιρεία πραγματοποιεί κέρδη. Οι ομολογιούχοι αντιθέτως απαιτούν την καταβολή του τόκου, ανεξαρτήτως του εάν η εταιρεία πραγματοποίησε ή όχι κέρδη.
- ♦ ο τόκος των ομολογιών είναι σταθερός, σε αντίθεση προς το μέρισμα των μετοχών, το οποίο ποικίλλει αναλόγως των κερδών.
- ♦ ο ομολογιούχος, ως δανειστής της εταιρείας δεν έχει το δικαίωμα να αναμιγνύεται στη Διοίκηση, να μετέχει στις Γενικές Συνελεύσεις ή να ασκεί έλεγχο. Αντίθετα ο μέτοχος έχει όλα τα ανωτέρω δικαιώματα.

### **3. Χρηματιστής**

Πρέπει να είναι πρόσωπο όχι μόνο αναγνωρισμένου κύρους και ανεπίληπτου ηθικής, αλλά και οικονομικά ισχυρό για να είναι σε θέση να καλύψει σε ενδεχόμενη ζημία, που θα προκύψει από ασυνέπεια πελάτη.

Οι χρηματιστές του Χρηματιστηρίου διορίζονται με προεδρικό διάταγμα. Πρέπει κατά το Νόμο να έχουν ορισμένα προσόντα και να καταθέτουν εγγύηση που ορίζεται από το Υπουργείο Εμπορίου. Ο χρηματιστής είναι έμπορος, αλλά ασκεί δημόσιο λειτούργημα, χωρίς να είναι δημόσιος υπάλληλος. Οφείλει να τηρεί βιβλία που ορίζει ο Νόμος και για τη μεσολάβησή του, στη σύναψη χρηματιστηριακών συμβάσεων, εισπράττει μια προμήθεια, που ανάλογα με τη μορφή της σύμβασης και το ύψος της κυμαίνεται από 0,50% έως 1% του συνολικού ποσού. Κατά συνέπεια ο μόνος παράγοντας που δέχεται και εκτελεί χρηματιστηριακές πράξεις είναι ο χρηματιστής. Σήμερα υπάρχουν 34 χρηματιστές, οι περισσότεροι από τους οποίους είναι παιδιά ή συγγενείς χρηματιστών, τους οποίους διαδέχθηκαν.

### **4. Αντικριστές**

Κάθε χρηματιστής για τη διεκπεραίωση της δουλειάς του διαθέτει και έναν αντικριστή ή εκφωνητή υπάλληλο, που κάνει τις εκφωνήσεις του χρηματιστηρίου, για τις πράξεις ή παραλείψεις του οποίου έχει ευθύνη. Οι αντικριστές είναι έκτακτα μέλη του χρηματιστηρίου, πρέπει να έχουν λευκό ποινικό μητρώο και να μην έχουν καταδικαστεί για δόλια χρεοκοπία.

Οι αντικριστές κάθε μεσημέρι εκφωνούν στο «κάγκελο» τις προσφορές και τις ζητήσεις μετοχών. Πρόκειται για μια διαδικασία μέσα από την οποία διαμορφώνονται και οι τελικές τιμές των τίτλων. Τιμές που έχουν ανώτατα και κατώτατα όρια. Η δουλειά των αντικριστών δεν είναι πάντα εύκολη και προϋποθέτει τεράστια προσοχή. Οι εκφωνήσεις και οι αντιφωνήσεις είναι η ψυχή των χρηματιστηριακών συναλλαγών και από την πορεία τους εξαρτώνται οι τιμές πώλησεως μετοχών και ομολόγων.

#### **5. Κύκλος ή «Κάγκελο»**

Είναι το σημείο της αίθουσας όπου γίνονται οι εκφωνήσεις-αντιφωνήσεις προσφοράς και ζήτησης από τους αντικριστές.

#### **6. Συναλλαγές εντός Κύκλου**

Το κλείσιμο μιας πράξης, μέσα στο κάγκελο, σημαίνει ότι τα δύο αντισυμβαλλόμενα χρηματιστηριακά γραφεία που ενεργούν για τους πελάτες τους, συμφώνησαν το είδος, τιμή, ποσότητα, τρόπο πληρωμής και παράδοση των χρεογράφων. Οι συναλλαγές αυτές μπορεί να συναφθούν από όλα τα μέλη του χρηματιστηρίου και είναι γνωστές ως πράξεις εντός κύκλου.

#### **7. Συναλλαγές εκτός Κύκλου**

Τα μέλη εκείνα του χρηματιστηρίου που έχουν κεφάλαια τουλάχιστον διακόσια εκατομμύρια δραχμές μπορεί να συνάπτουν συναλλαγές χωρίς απαραίτητα το άλλο αντισυμβαλλόμενο μέρος να είναι μέλος του χρηματιστηρίου. Η πράξη αυτή είναι γνωστή ως σύμβαση εντός κύκλου.

#### **8. Κέρδη ανά Μετοχή:**

Τα κέρδη μετά από τόκους και φόρους διαιρεμένα με τον αριθμό των μετοχών της εταιρείας.

#### **9. Μέρισμα ανά Μετοχή:**

Τα κέρδη που πράγματι διανέμονται στους μετόχους.

#### **10. Παρακρατηθέντα Κέρδη ανά Μετοχή:**

Η διαφορά μεταξύ κερδών ανά μετοχή και μερισμάτων ανά μετοχή.

#### **11. Απόδοση:**

Είναι ο λόγος μερίσματος προς την τιμή της μετοχής.

#### **12. Εντολές προς τους Χρηματιστές**

- ◆ Στο καλύτερο: Ο πελάτης αφήνει πλήρη ελευθερία στο χρηματιστή να αγοράσει ή να πωλήσει κατά την κρίση του στην καλύτερη δυνατή τιμή.
- ◆ Μέχρι ορισμένη τιμή και στο καλύτερο: Π.χ. 15.000 δρχ. και κάτω για αγορά ή 15.000 δρχ. και άνω για πώληση.
- ◆ Στην τιμή ανοίγματος: Με το άνοιγμα της μετοχής στον πίνακα του χρηματιστηρίου, ο χρηματιστής οφείλει να αγοράσει ή να πωλήσει αμέσως.
- ◆ Η αγορά ή η πώληση θα γίνει στην τιμή κλεισίματος.

#### **13. Πράξεις, Αγοραστές, Πωλητές:**

Με την έναρξη κάθε συνεδρίασης αρχίζουν οι εκφωνήσεις προσφοράς και ζήτησης. Κάθε τιμή που εκφωνείται αναγράφεται πάνω στον πίνακα. Εάν είναι αγορά, στη στήλη «αγοραστές», εάν είναι πώληση στη στήλη «πωλητές». Όταν συμπίπτει η τιμή προσφοράς και ζήτησης κλείνει η πράξη και αναγράφεται πάνω στον πίνακα στη στήλη «πράξεις» η τιμή που έκλεισε η πράξη. Η τιμή κλεισίματος μπορεί να ήταν τιμή πώλησης. [Π], τιμή αγοράς [Α], ή μπορεί να ήταν η τιμή που έκλεισε η πράξη.

#### **14. Δελτίο Τιμών:**

Συντάσσεται κάθε ημέρα μετά τη λήξη της συνεδρίασης. Περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξίες και τις τιμές που έγιναν πράξεις ή τις τιμές αγοράς/πώλησης.

### **15.Επετηρίδα Χρηματιστηρίου:**

Ετήσια έκδοση του χρηματιστηρίου με στοιχεία για όλες τις διαπραγματευόμενες αξίες.

### **16.Εταιρεία Επενδύσεων:**

Ανώνυμη εταιρεία σκοπός της οποίας είναι η διαχείριση χρεογράφων.

### **17.Αμοιβαίο Κεφάλαιο:**

Σύνολο ενεργητικού που αποτελείται από μετρητά και χρεόγραφα. Η αξία του ενεργητικού διαιρείται σε ισόποσα μικρά μερίδια.

### **18.Κουπόνια:**

Μερισματαποδείξεις των μετοχών και τα τοκομερίδια των ομολόγων.

### **19.Μονάδα Διαπραγμάτευσης:**

Το ελάχιστο ποσό των μετοχών ή ομολογιών που ορίζει η Επιτροπή του Χρηματιστηρίου [1, 5, 10, ή 25 τεμάχια], ότι μπορεί να αποτελέσει αντικείμενα συναλλαγής στο χρηματιστήριο.

### **20.Ονομαστική Αξία:**

Η αναγραφόμενη τιμή επί του τίτλου της μετοχής ή της ομολογίας. Οι ομολογίες εξοφλούνται συνήθως στην ονομαστική αξία ή στο άρτιο.

## **1.7 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΠΟΓΕΙΩΝΕΤΑΙ, ΕΝΩ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΕΝΤΕΙΝΕΤΑΙ<sup>18</sup>**

Άλμα 97% του Γενικού Δείκτη στο τελευταίο 7μηνο με μοχλό τις τραπεζικές μετοχές

Με ατμομηχανή τον τραπεζικό κλάδο το ελληνικό χρηματιστήριο κινείται στην πιο γρήγορη τροχιά ανόδου απ' όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ενώ βρίσκεται και παγκοσμίως στις υψηλότερες θέσεις.

<sup>18</sup> Ντόκας Α., Άρθρο στην Εφημερίδα: «ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ», Δευτέρα 18 Απριλίου 2011, [http://news.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_economyepix\\_1\\_17/10/2009\\_333745](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_1_17/10/2009_333745)

Η υπερθέρμανση της ελληνικής αγοράς -που έχει ως αποτέλεσμα το τελευταίο 7μηνο Μάρτιος - Οκτώβριος 2009 να ενισχυθεί η κεφαλαιοποίηση κατά 50 δισ. ευρώ και ταυτόχρονα ο Γενικός Δείκτης να σημειώσει άνοδο 97,14% - αποδίδεται, σύμφωνα με τους χρηματιστηριακούς κύκλους, στην προσπάθεια των τραπεζών να αυξήσουν τις αποτιμήσεις τους. Στόχος τους να είναι έτοιμες για τις επικείμενες αυξήσεις κεφαλαίου με μετρητά που προγραμματίζονται για το 2010.

Το «φούσκωμα» των τιμών όχι μόνο των τραπεζών αλλά και άλλων μετοχών της υψηλής κεφαλαιοποίησης, δεν μπορεί να δικαιολογηθεί ούτε από τα προσδοκώμενα εταιρικά κέρδη του γ' τριμήνου του 2009 ούτε από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, καθώς η ελληνική οικονομία παραμένει σε στενωπό και η εικόνα ασφυξίας αναδύεται από πολλές επιχειρήσεις. Ο κ. Δημήτρης Τζάνας<sup>19</sup>, εξηγεί ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι ρηχή και η διοχέτευση μεγάλου αριθμού κεφαλαίων όπως συμβαίνει τώρα, δημιουργεί συνθήκες ανατιμητικής κερδοσκοπίας καθώς από τον απόλυτο παραλογισμό του περσινού Οκτωβρίου βιώνουμε εφέτος την αντίθετη όψη, δηλαδή μία υπερβολική ευφορία που δεν δικαιολογείται και από την προβληματική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι ξένοι επενδυτές προσεγγίζουν τα 2 δισ. ευρώ σε αγορές μετοχών με τη συμπλήρωση του δεκάμηνου της τρέχουσας οικονομικής χρήσης.

Ωστόσο, αυτή η μεγάλη εισροή φρέσκου χρήματος γίνεται μονοδιάστατα και σχεδόν το 70% κατευθύνεται σε τραπεζικές μετοχές και μετοχές της υψηλής κεφαλαιοποίησης.

### **1.7.1 Ευνοϊκές εκθέσεις**

---

<sup>19</sup> Σύμβουλος επενδύσεων της Proton Bank

Παράλληλα συνεχίζεται και το μπαράζ των ευνοϊκών εκθέσεων από ξένους οίκους. Στις 2 πρώτες εβδομάδες του Οκτωβρίου που συντελείται και η μεγαλύτερη άνοδος, με νέα υψηλά του Γενικού Δείκτη και επιστροφή στις συνεδριάσεις της 26<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 2008, η Citigroup κατ' αρχήν υποστήριξε ότι η Αθήνα είναι η δεύτερη πιο ελκυστική αγορά στο σύνολο της Ευρώπης. Αυτό αφορά τον πολλαπλασιαστή κερδοφορίας (p/e)<sup>20</sup> με βάση την εκτιμώμενη κερδοφορία του 2009, όσο και με βάση αυτήν του 2010, ενώ από τις αρχές του έτους μέχρι σήμερα το Χ.Α. σημειώνει μία από τις μεγαλύτερες αποδόσεις διεθνώς.

Σύμφωνα με τη Citi, η ανάκαμψη της κερδοφορίας διεθνώς μόλις τώρα ξεκινά και αυτό θα στηρίξει σημαντικά την περαιτέρω πορεία των μετοχών. Μέσα στα επόμενα δύο χρόνια, ο διεθνής οίκος προβλέπει ράλι της τάξης του 33% στις παγκόσμιες αγορές, κάτι που θεωρεί συντηρητική ως πρόβλεψη καθώς, ακόμα και με αυτές τις επιδόσεις οι διεθνείς μετοχές θα παραμείνουν 20% χαμηλότερα από τα υψηλά του 2007.

Όπως σημειώνει, θα υπάρξουν διορθώσεις στις αγορές, καθώς στους πρώτους 24 μήνες μιας νέας «bull market», οι μετοχές τείνουν τυπικά να διορθώνουν 7-8%, όμως αυτές οι βουτιές θα πρέπει να αποτελούν ευκαιρίες για εκ νέου τοποθέτηση στις μετοχές.

### 1.7.2 Το χαμηλότερο P/E

Η Morgan Stanley<sup>21</sup> από την πλευρά της σημειώνει ότι το Χρηματιστήριο της Αθήνας παραμένει το φθηνότερο στην Ευρώπη, αφού διαπραγματεύεται με το χαμηλότερο P/E στη Γηραιά Ήπειρο, όμως, το κλείσιμο της ψαλίδας των αποτιμήσεων είναι εμφανές. Οι ισπανικές μετοχές

<sup>20</sup> Οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες όπως το P/E και το P/BV βάσει των οποίων οι αναλυτές μπορούν να διαμορφώσουν μια αντιπροσωπευτική εικόνα για το κατά πόσο μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με μια άλλη, κινούνται πλέον με νέα δεδομένα.

<sup>21</sup> Παγκόσμια χρηματοπιστωτική επιχείρηση υπηρεσίες και μια ηγετική θέση στην αγορά κινητών αξιών, διαχείριση περιουσιακών στοιχείων και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

διαπραγματεύονται σε p/e 13, ενώ λίγο ακριβότερο είναι το χρηματιστήριο της Νορβηγίας.

Όσον αφορά τα κέρδη ανά μετοχή του Χ.Α., σύμφωνα με τη Morgan Stanley αναμένεται να καταγράψουν μείωση 3% το τρέχον έτος, ενώ για το 2010 και το 2011 εκτιμάται πως θα ενισχυθούν κατά 7% και 22% αντίστοιχα. Από την πλευρά της η JP Morgan αναδεικνύει το ελληνικό χρηματιστήριο ως το δεύτερο ελκυστικότερο στην Ευρώπη, καθώς διαπραγματεύεται σε P/E 11,4 με βάση τα εκτιμώμενα κέρδη του επόμενου 12μήνου. Το χαμηλότερο P/E 10,9 εμφανίζει η αγορά της Νορβηγίας. Με βάση τα εκτιμώμενα κέρδη του 2009 το P/E της Αθήνας διαμορφώνεται στο 11,9 και είναι από τα χαμηλότερα στη Γηραιά Ήπειρο. Για το 2010 το P/E του Χ.Α. υπολογίζεται στο 11,3 και για το 2011 στο 8,9.

### **1.7.3 Ο Γενικός Δείκτης προσγειώνεται στα χαμηλά**

Η διεθνής κρίση βρίσκει τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις 5.334,50 μονάδες (επίπεδα 29/12/99) που ήταν το κλείσιμο της 30<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2007 με την κεφαλαιοποίηση εκείνη την ημέρα να κλείνει στο ιστορικό υψηλό των 202,5 δισ. ευρώ. Από την 1<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2007 και για 17 μήνες το Χ.Α. σφυροκοπείται από τα ξένα επενδυτικά κεφάλαια και κατακυλά χάνοντας το 72,46% της αξίας του, ενώ σε επίπεδο κεφαλαιοποίησης αφαιρούνται 146 δισ. ευρώ. Ο Γενικός Δείκτης προσγειώνεται στα χαμηλά της 9<sup>ης</sup> Μαρτίου 2009 (1.469,41 μονάδες) και μέσα σε 7 μήνες υπερκαλύπτει την πτώση των 17 μηνών με κέρδη 97,14% ενώ η κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. βρίσκεται στα 106 δισ. ευρώ.

## **1.8 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ Ε.Ε.<sup>22</sup>**

---

<sup>22</sup> <http://www.gocurrency.com/countries/euro.htm>



Κρίνουμε ότι είναι απαραίτητο για κάθε θέμα που αναλύεται, να υπάρχει αναφορά στα συμβαίνοντα στο χώρο της Ε.Ε., δεδομένου ότι αποτελούμε αναπόσπαστο τμήμα της. Η αναμενόμενη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων για μετοχές, απαιτεί έγκαιρη ενημέρωση των Ελλήνων αποταμιευτών, προκειμένου να επιλέξουν σωστά τα ευρωπαϊκά χρεόγραφα.

**ΓΑΛΛΙΑ:** Υπάρχουν 7 περιφερειακά χρηματιστήρια, αλλά το χρηματιστήριο του Παρισιού συγκεντρώνει το 97% των συναλλαγών. Χρηματιστές 60.

**ΙΤΑΛΙΑ:** Υπάρχουν 10 χρηματιστήρια με 230 χρηματιστές εκ των οποίων 115 είναι μέλη του χρηματιστηρίου του Μιλάνου. Στο χρηματιστήριο αυτό διακινείται το 90% του συνολικού όγκου των μετοχών και το 80% των ομολογιών σταθερής απόδοσης. Η χρηματιστηριακή δραστηριότητα των Ιταλικών χρηματιστηρίων συγκεντρώνεται κατά κύριο λόγο στις μετοχές 6 μεγάλων ιταλικών εταιρειών. Το 84,7% των συναλλαγών στο Μιλάνο και το 80% των συναλλαγών στη Φλωρεντία γίνονται στις μετοχές αυτών των εταιριών.

**ΟΛΛΑΝΔΙΑ:** Το χρηματιστήριο του Άμστερνταμ είναι το μοναδικό χρηματιστήριο της Ολλανδίας. Η αγορά μετοχών συγκεντρώνεται σε λίγες μεγάλες εταιρείες, όπου μια αποτελεί το 35% της συνολικής αξίας των μετοχών του χρηματιστηρίου. Το Ολλανδικό κράτος είναι ο μεγαλύτερος εκδότης των ομολόγων και αποτελεί τη μεγαλύτερη πηγή ζήτησης κεφαλαίων 65% του συνόλου.

**ΙΣΠΑΝΙΑ:** Έχει 4 χρηματιστήρια τα οποία είναι κρατικά. Το πλέον δραστήριο χρηματιστήριο είναι αυτό της Μαδρίτης με μερίδιο στις συναλλαγές 79%.

**ΒΕΛΓΙΟ:** Έχει 4 χρηματιστήρια εκ των οποίων το χρηματιστήριο των Βρυξελλών πάνω από το 90% των συναλλαγών. Οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται με προθεσμιακό διακανονισμό. Οι Βρυξέλλες είναι κέντρο εισαγωγής ξένων μετοχών και ευρωομολογιών. Οι συναλλαγές σε

ξένους τίτλους αντιπροσωπεύουν περίπου το 50% του συνολικού όγκου των συναλλαγών.

**ΔΑΝΙΑ:** Η δυνατότητα του επενδυτή να συναλλάσσεται εκτός του χρηματιστηρίου συνετέλεσε στη δημιουργία μιας διασπασμένης και μη αποδοτικής χρηματιστηριακής αγοράς. Οι συναλλαγές γίνονται κατά 90% μέσω του τραπεζικού συστήματος και εκτός κύκλου. Η Δανική κεφαλαιαγορά είναι κυρίως αγορά ομολογιών, όπου εκδότες είναι κυρίως οι Τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι δημόσιοι και οι ιδιωτικοί οργανισμοί.

**ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ:** Η οικονομία της χώρας αυτής ελέγχεται σε μεγάλο βαθμό, από το Κράτος. Τα δύο χρηματιστήρια διακρίνονται για το πολύ χαμηλό επίπεδο ανάπτυξης και είναι από τα λιγότερο αναπτυγμένα στην Ε.Ε.. Το 90% των συναλλαγών συγκεντρώνεται στο χρηματιστήριο της Λισσαβόνας.

**ΓΕΡΜΑΝΙΑ:** Υπάρχουν 8 χρηματιστήρια, το μεγαλύτερο των οποίων είναι μικρό σε σχέση με την αγορά όπου κυριαρχούν οι Τράπεζες που παρέχουν στην οικονομία τις αναγκαίες πιστώσεις. Το μεγαλύτερο χρηματιστήριο είναι αυτό της Φραγκφούρτης, σε όγκο συναλλαγών.

**ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ:** Η χώρα αυτή είναι σημαντικό διεθνές οικονομικό κέντρο κυρίως λόγω της φιλελεύθερης νομοθεσίας του όσον αφορά τη διακίνηση κεφαλαίων και τις ξένες επενδύσεις. Πάνω από 1.800 εταιρείες είναι εγγεγραμμένες στο χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου και προέρχονται από 55 διαφορετικές χώρες. Στο χρηματιστήριο αυτό είναι εισηγμένες όλες οι εκδόσεις ομολογιών με ρήτρα ECU.

**ΑΓΓΛΙΑ - ΙΡΛΑΝΔΙΑ:** Η αγγλική κεφαλαιαγορά είναι από τις πιο ανεπτυγμένες στον κόσμο και από τις μεγαλύτερες αγορές στα ομόλογα, όπου τα κυβερνητικά συμμετέχουν σε μεγάλα ποσοστά. Με τη φιλελευθεροποίηση της κεφαλαιαγοράς το 1979 αυξήθηκε η εισδοχή ξένων τίτλων και ευρωομολόγων στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, του οποίου η

ανταγωνιστικότητα έγινε αισθητή μετά τις μεταρρυθμίσεις του 1986. Το χρηματιστήριο του Λονδίνου και της Δημοκρατίας της Ιρλανδίας χωρίζεται σε 7 διοικητικές ενότητες.

Συνοψίζοντας μπορούμε να πούμε ότι στις χώρες της Ε.Ε. υπάρχουν 42 χρηματιστήρια εκ των οποίων τα 31 είναι περιφερειακού χαρακτήρα. Ο συνολικός όγκος των συναλλαγών τους είναι κατώτερος από αυτόν της Νέας Υόρκης ή του Τόκιο. Με εξαίρεση τη Μ. Βρετανία, το Λουξεμβούργο και εν μέρει τη Δ. Γερμανία, τα χρηματιστήρια των υπολοίπων χωρών της Κοινότητας παρουσιάζουν διαρθρωτικά προβλήματα, όπως:

1. Το μεγάλο πρόβλημα των τραπεζών σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ιταλία και η Ελλάδα, καθώς και ο ρόλος τους στην παροχή πιστώσεων περιορίζουν την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών.
2. Η ζήτηση για κεφάλαια από το δημόσιο τομέα και τα συνοδευόμενα κυβερνητικά μέτρα και περιορισμοί επηρεάζουν το μέγεθος και την αποδοτικότητα των χρηματαγορών.
3. Η ύπαρξη μεσαίων και μικρών επιχειρήσεων οικογενειακού χαρακτήρα τις καθιστά απρόθυμες ή ανίκανες να εκμεταλλευτούν την κεφαλαιαγορά ως πηγή χρηματοδότησης.

Η συμμετοχή ξένων επενδυτών στις περισσότερες χρηματαγορές είναι αμελητέα [ιδίως σε Ισπανία, Ιταλία, Πορτογαλία και Ελλάδα]. Οι συναλλαγματικοί περιορισμοί στις παραπάνω χώρες συντελούν στο χαμηλό ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών.

## 2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

#### 2.1 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ<sup>23</sup>

Ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου δεν ακολουθεί τον τυχαίο περίπατο. Άρα, υπάρχουν κάποιες μεταβλητές που να εξηγούν τη διακύμανση της απόδοσης των μετοχών. Αυτό το θέμα έχει απασχολήσει σε μεγάλο βαθμό την οικονομική επιστήμη και παρ' όλες τις έρευνες που έχουν γίνει μέχρι σήμερα καμιά δεν έχει καταλήξει σε ασφαλή συμπεράσματα τα οποία θα ίσχυαν σε κάθε περίπτωση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι κάθε χρηματαγορά παρουσιάζει ιδιαιτερότητες που οφείλονται στη δομή της οικονομίας κάθε χώρας και στους τομείς από τους οποίους αυτή εξαρτάται. Επιπλέον, στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη κοινωνία που επιτρέπει τις διακρατικές συναλλαγές με εξαιρετικά μεγάλη ταχύτητα, οι χρηματαγορές εξαρτώνται και από παράγοντες που επηρεάζουν την παγκόσμια οικονομία καθώς και τη κίνηση των υπόλοιπων χρηματαγορών. Η τιμή της μετοχής είναι συνδυασμός τόσο της λογιστικής της αξίας όσο και των προσδοκώμενων αποδόσεων της μετοχής στο άμεσο μέλλον. Αν υπάρχουν στοιχεία προβλεψιμότητας στις τιμές των μετοχών, αυτά πρέπει να σχετίζονται με τους μακροοικονομικούς παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωσή τους. Αλλά, σε σχέση με τους μακροοικονομικούς παράγοντες, οι τιμές των μετοχών είναι πάρα πολύ ευμετάβλητες βραχυπρόθεσμα.

Υπάρχει μια συμφωνία μεταξύ των μακροοικονομολόγων και των χρηματοοικονομικών θεωρητικών, ότι οι τιμές του χρηματιστηρίου

---

<sup>23</sup> Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», σελ. 37-39.

καθορίζονται από μακροοικονομικές μεταβλητές, γνωστές και ως θεμελιώδεις μεταβλητές της οικονομίας. Επιπλέον, συμφωνούν ότι η σύνδεση τους είναι αμφίδρομη, δηλαδή υπάρχει σχέση ανάμεσα στο χρηματιστήριο και την πραγματική δραστηριότητα.

Η θεωρητική προσέγγιση στο χρηματιστήριο σε ένα μακροοικονομικό υπόδειγμα μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σε 3 κύριες ομάδες:

- ◆ Τα παραδοσιακά μακροοικονομικά υποδείγματα.
- ◆ Τη χρηματοοικονομική προσέγγιση και
- ◆ Τα υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών

### **2.1.1 Τα παραδοσιακά μακροοικονομικά υποδείγματα**

Η παραδοσιακή μακροοικονομία έχει ενδιαφερθεί κυρίως για την εξέλιξη των επιτοκίων μέσα στο χρόνο και έχει θεωρήσει συνθήκες βεβαιότητας. Σ' αυτά τα υποδείγματα το χρηματιστήριο είναι μια δευτερογενής αγορά, όπου η απόδοσή του ισούται με τα επιτόκια, γιατί όλα τα πάγια θεωρούνται ίσα. Η θεωρητική προσέγγιση αναγνωρίζει ότι το χρηματιστήριο συνδέει τα μελλοντικά κέρδη με τις διακυμάνσεις των επιτοκίων, τις παρούσες επενδύσεις με τις αποφάσεις κατανάλωσης. Η επίδραση των πραγματικών μεταβλητών στις τιμές των μετοχών προέρχεται από την επανάληψη των προσδοκιών των μελλοντικών επιχειρηματικών κερδών και από αλλαγές στα προεξοφλητικά επιτόκια. Το μόνο κομμάτι της παραδοσιακής βιβλιογραφίας όπου το χρηματιστήριο παίζει ενεργό ρόλο, είναι η ιδέα του  $q$ -Tobin<sup>24</sup>, (λόγος της αξίας της επιχείρησης προς την αγοραία αξία των περιουσιακών της στοιχείων, αν  $q$ -Tobin  $>1$ , τότε η επιχείρηση προχωρά σε επενδύσεις, αν  $q$ -Tobin  $<1$ , τότε η επιχείρηση μπορεί να αποχωρήσει από την αγορά ή να πουλήσει μέρος του κεφαλαιουχικού της

---

<sup>24</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's\\_q](http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's_q)

εξοπλισμού) όπου οι τιμές του χρηματιστηρίου επηρεάζουν τις επενδύσεις. Συγκεκριμένα, μια αύξηση στην τιμή του χρηματιστηρίου χαμηλώνει το κόστος κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις, ώστε να αυξάνει τις επενδύσεις και κατά συνέπεια την παραγωγή.

### 2.1.2 Η χρηματοοικονομική προσέγγιση

Η χρηματοοικονομική προσέγγιση επικεντρώνεται στην ερμηνεία διαφορετικών αποδόσεων για διαφορετικά πάγια. Η επίδραση της πραγματικής δραστηριότητας στις αγορές κεφαλαίου σ' αυτό το σημείο φανερά εμπεριέχεται στη θεωρία κερδοσκοπικής τιμολόγησης. Η APT<sup>25</sup> εξειδικεύει τις αποδόσεις των παγίων ως ένα γραμμικό συνδυασμό παραγόντων, ο οποίος συλλαμβάνει τα συστηματικά στοιχεία του κινδύνου. Η διαφοροποίηση είναι λογική στη διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου, ως εκ τούτου οι μόνες μεταβλητές που επηρεάζουν την τιμή των χρηματιστηριακών συνόλων είναι αυτές που επηρεάζουν τις αναμενόμενες χρηματορροές και τα αναμενόμενα προεξοφλητικά επιτόκια. Οι χρηματορροές επηρεάζονται από αλλαγές στην πραγματική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό, ενώ τα προεξοφλητικά επιτόκια χωρίς κίνδυνο καθορίζονται από αλλαγές των επενδύσεων που συνοδεύονται από υψηλό κίνδυνο.

Το υπόδειγμα APT αναφέρει πως η απόδοση των μετοχών αποτελεί συνδυασμό της αναμενόμενης απόδοσής τους με την επίδραση κάποιων εξωτερικών παραγόντων που μπορούν να έχουν πολλές και ποικίλες πηγές. Τέτοιες πηγές θα μπορούσαν να ήταν μια πιθανή άνοδος των επιτοκίων, αύξηση του πληθωρισμού, μια μείωση των τιμών του πετρελαίου αλλά και οτιδήποτε θα μπορούσε να διαταράξει το κλίμα των χρηματαγορών και τις

---

<sup>25</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Advanced\\_Packaging\\_Tool](http://en.wikipedia.org/wiki/Advanced_Packaging_Tool)

προσδοκώμενες κινήσεις των χρεογράφων. Μια μαθηματική διατύπωση του παραπάνω υποδείγματος φαίνεται παρακάτω:

$$R_j = E(R_j) + b_{j1} F_1 + b_{j2} F_2 \dots b_{jk} F_k + \varepsilon_j$$

όπου

$R_j$ : μια στοχαστική απόδοση της  $j$  μετοχής

$E(R_j)$ : προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής  $j$

$b_{jk}$ : ευαισθησία της απόδοσης της μετοχής  $j$  στον  $k$  παράγοντα

$F_k$ : είναι η τιμή του  $k$  παράγοντα που επηρεάζει την απόδοση των μετοχών

$\varepsilon_j$ : διαταρακτικός όρος

### 2.1.3 Τα υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών (CAPM)<sup>26</sup>

Εισηγητές του μοντέλου ήταν οι Sharpe (1964) και Lintner (1965). Το CAPM αποτελεί επέκταση της θεωρίας του χαρτοφυλακίου όπως αυτή διατυπώθηκε αρχικά από τον Markowitz (1952). Η κατάρτιση χαρτοφυλακίου κατά τον Markowitz, απαιτούσε τον υπολογισμό της συνδιακύμανσης μεταξύ των μετοχών που το απαρτίζουν, ως μέτρο κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Βασική συμβολή του CAPM είναι η εισαγωγή της Μετοχικής Γραμμής Αγοράς (Security Market Line, SML), ενός χαρτοφυλακίου που περιλαμβάνει όλες τις μετοχές της κεφαλαιαγοράς καθώς και ένα χρεόγραφο που δεν έχει κίνδυνο (πχ ομόλογο του δημοσίου). Ο υπολογισμός του κινδύνου για μια μετοχή μπορεί πλέον να γίνει με τη βοήθεια του συντελεστή beta, που υπολογίζει τη συνδιακύμανση μεταξύ της μετοχής και του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η παραπάνω μέθοδος ορίζει μόνο μια πηγή κινδύνου, που αποτελεί την τυπική απόκλιση της μετοχής.

## 2.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

<sup>26</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Capital\\_asset\\_pricing\\_model](http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_asset_pricing_model)

Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες παίρνουν το υπόδειγμα παρούσας αξίας ως βασικό για τον προσδιορισμό των τιμών του χρηματιστηρίου. Αρκετές εργασίες ασχολούνται απευθείας με την άμεση εξέταση του υποδείγματος παρούσας αξίας που προαναφέρθηκε. Από τη μια, εξετάσεις που βασίζονται σε όρια διακύμανσης οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών ποικίλουν πάρα πολύ για να είναι σύμφωνες με το υπόδειγμα παρούσας αξίας. Από την άλλη, εξετάζουν το υπόδειγμα παρούσας αξίας υποθέτοντας πως αν μια μεταβλητή  $Y$  είναι η ορθολογική προσδοκία της μεταβλητής  $X$ , και  $X$  είναι ολοκληρωμένη πρώτης τάξης, τότε και οι δυο μεταβλητές πρέπει να είναι συνολοκληρωμένες. Συμπεραίνουμε, πως οι τιμές των χρηματιστηρίων είναι η ορθολογική προσδοκία των μερισμάτων και επομένως ισχύει το υπόδειγμα παρούσας αξίας.

Αντίθετα με το θεωρητικό υπόδειγμα, το οποίο είναι η βάση για εμπειρικές μελέτες του υποδείγματος παρούσας αξίας, οι περισσότερες εμπειρικές αναλύσεις περιλαμβάνουν υψηλό κίνδυνο στην εξίσωση του υποδείγματος παρούσας αξίας για το προεξοφλητικό επιτόκιο των μετοχικών τιμών. Σ' αυτές τις μελέτες το υπόδειγμα παρούσας αξίας είναι μόνο σημείο αναφοράς για τη μελέτη της επίδρασης διαφορετικών μακροοικονομικών μεταβλητών στον καθορισμό των μετοχικών αποδόσεων ή για την ερμηνεία των διαφόρων αποδόσεων παγίων. Η τιμή του χρηματιστηρίου εξαρτάται από την εξέλιξη της οικονομίας στο μέτρο που τα μερίσματα εξαρτώνται από τις μελλοντικές τιμές των επιχειρηματικών κερδών, τα οποία είναι ένα σημαντικό κομμάτι του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος και είναι υψηλά προκυκλικό. Η τιμή επίσης, εξαρτάται από το επιτόκιο και το προεξοφλητικό επιτόκιο, τα οποία ποικίλουν με τον επιχειρηματικό κύκλο. Υπάρχουν ποικίλες αναλύσεις οι οποίες αναγνωρίζουν τους «μακροοικονομικούς παράγοντες», όταν εξηγούν τις μετοχικές αποδόσεις. Πολλοί θεωρούν διάφορες χρηματοοικονομικές μεταβλητές οι οποίες ποικίλουν με τον



επιχειρηματικό κύκλο, όταν αναγνωρίζονται οι παράγοντες του υποδείγματος της θεωρίας κερδοσκοπικής τιμολόγησης (APT). Οι ίδιες μεταβλητές διαλέγονται για την εξήγηση των διαφορών στις αποδόσεις των ομολόγων και των μετοχών. Μόνο ελάχιστες μελέτες περιλαμβάνουν την πραγματική δραστηριότητα στην ανάλυση τους. Κάποιοι βρίσκουν πως η βιομηχανική παραγωγή εξηγεί μεγαλύτερη αναλογία της διακύμανσης για μεγαλύτερους ορίζοντες απόδοσης, παρ' ότι για μικρούς.

Αν το υπόδειγμα παρούσας αξίας ισχύει, οι αλλαγές στις τιμές των χρηματιστηρίων οφείλονται μόνο σε απρόβλεπτες αλλαγές στα μερίσματα, και έτσι οι αλλαγές δεν μπορούν να προβλεφθούν. Υπάρχουν έρευνες που συμπεραίνουν πως υπάρχουν στοιχεία προβλεψιμότητας στις τιμές των χρηματιστηρίων. Η προβλεψιμότητα των τιμών των μετοχών δεν προέρχεται από ένα δομικό υπόδειγμα που εξηγεί τις αποδόσεις, αλλά αυτές οι έρευνες διαφοροποιούν αρχές της στατιστικής οι οποίες οδηγούν στην απόρριψη του τυχαίου περιπάτου για τις τιμές. Αυτές οι έρευνες προσδιορίζουν την παρουσία U - shaped λειτουργίας αυτοσυσχέτισης για τις αποδόσεις ή τις στατιστικές ιδιότητες του τυχαίου περιπάτου ο οποίος δεν ισχύει για διαφορετικούς ορίζοντες απόδοσης. Η ικανότητα της πρόβλεψης προέρχεται από την πεποίθηση ότι η τιμή της μετοχής είναι μια λειτουργία μακροοικονομικών μεταβλητών οι οποίες είναι προβλέψιμες (παραγωγή, επιτόκια και γενικές δημόσιες μεταβλητές της οικονομίας).

Για την πρόβλεψη χρηματιστηριακών αποδόσεων, η απόδοση μιας περιόδου είναι λιγότερο προβλέψιμη από μια απόδοση περισσότερων περιόδων. Αυτό το συμπέρασμα εξηγείται λέγοντας πως οι πληροφορίες για παραγωγή για ένα δεδομένο μήνα αναπτύσσονται μέσα από πολλούς προηγούμενους μήνες. Αυτή η εξήγηση δεν αντιτίθεται της θεωρητικής που παρουσιάστηκε παραπάνω, κατά την οποία η προβλεψιμότητα των τιμών των μετοχών προέρχεται από τη συσχέτιση της πραγματικής δραστηριότητας μέσα στο χρόνο.

Οι εμπειρικές μελέτες που περιγράψαμε ως τώρα επικεντρώνονται στον προσδιορισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων. Οι εμπειρικές μελέτες του q-Tobin εξετάζουν την άλλη όψη του νομίσματος, μέχρι ποιο βαθμό το χρηματιστήριο προσδιορίζει την πραγματική δραστηριότητα. Δεν υπάρχουν τελειωτικά συμπεράσματα γι' αυτό το θέμα. Μερικοί βρίσκουν αλλαγές με υστέρηση στις πραγματικές τιμές του χρηματιστηρίου και έχουν περισσότερη ερμηνευτική δύναμη απ' ότι το q για την ερμηνεία των επενδύσεων.

Ο προσδιορισμός των μετοχικών αποδόσεων δεν αναπτύχθηκε ξεχωριστά από την πραγματική δραστηριότητα. Για να ερμηνεύσουμε τις μετοχικές αποδόσεις, οι επενδύσεις ή τα κέρδη έχουν χρησιμοποιηθεί ως ερμηνευτικές μεταβλητές μαζί με τα μερίσματα. Αυτό που έχουμε ξεχάσει είναι μια ενωμένη μεταχείριση των πληροφοριακών παρατηρήσεων ανάμεσα στο χρηματιστήριο και την πραγματική δραστηριότητα.

## **2.3 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ<sup>27</sup>**

Για τη μελέτη της επίδρασης των μακροοικονομικών μεταβλητών στις τιμές των μετοχών, το ενδιαφέρον μας επικεντρώνεται στην Ελλάδα, διότι θεωρείται αναπτυσσόμενη αγορά. Τέτοιες χώρες είναι συνήθως μικρότερες στο μέγεθος, πιο ευμετάβλητες και λιγότερο ρευστές σε σχέση με τις γνωστές και μεγάλες χρηματαγορές. Αποδεικνύεται πως οι αναπτυσσόμενες αγορές επιδρούν λιγότερο στις πληροφορίες. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε ποικίλους παράγοντες, όπως χαμηλή ποιότητα πληροφοριών, το υψηλό κόστος εμπορίου και η χαμηλή ανταγωνιστικότητα λόγω των διεθνών επενδυτικών συνόρων. Οι αναδυόμενες αγορές, εμφανίζουν χαρακτηριστικά τα οποία τις κάνουν να ξεχωρίζουν από τις άλλες αγορές. Οι αποδόσεις και οι κίνδυνοι στις αναδυόμενες αγορές έχει διαπιστωθεί πως είναι υψηλότερες σε σχέση με τις αναπτυγμένες αγορές.

<sup>27</sup> Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», σελ. 77-81.

Επιπλέον, οι αποδόσεις που επιτυγχάνονται από τις αναδυόμενες αγορές, εμφανίζονται πιο προβλέψιμες από τις αναπτυγμένες αγορές και έχουν πιο ισχυρές ιδιότητες περιστροφής γύρω από το μέσο, με ένα υψηλό βαθμό αυτοσυσχέτισης. Οι αναδυόμενες αγορές παρουσιάζουν ποικίλες διαβαθμίσεις τμηματοποίησης. Μερικές αναδυόμενες αγορές εκθέτουν ολοκλήρωση που ποικίλει στο χρόνο (time varying<sup>28</sup>), καθώς εμφανίζονται πιο ολοκληρωμένες από το αναμενόμενο βάσει της προηγούμενης γνώσης των επενδυτικών περιορισμών. Άλλες αγορές φαίνεται πως είναι ελαφρώς τμηματοποιημένες, παρ' όλο που οι ξένοι έχουν συγκριτικά ελεύθερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές τους. Οι αναδυόμενες αγορές ενδέχεται να περάσουν από διάφορες φάσεις «αναδύσεως» και δεν πρέπει να θεωρούνται στατικές. Δεν πρέπει να παραλείψουμε πως και η βιομηχανική ανάπτυξη στις αναπτυσσόμενες αγορές είναι συνήθως μικρότερη από ότι στις αναπτυγμένες αγορές.

## 2.4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ<sup>29</sup>

Από εμπειρική άποψη το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον. Είναι ένα μικρό, αδρανές συναλλαγματικά και με χαμηλότερη ρευστότητα χρηματιστήριο σε σχέση με τα μεγάλα χρηματιστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ιδρύθηκε το 1887 και είναι το μοναδικό στην Ελλάδα. Περιλαμβάνει δυο τμήματα αγοράς, την «κύρια» και την «παράλληλη» αγορά. Η κύρια αγορά κυρίως περιλαμβάνει μεγάλες επιχειρήσεις με μεγαλύτερο κεφάλαιο μετοχών και λειτουργικά κέρδη. Αντίθετα, οι μετοχές που διαπραγματεύονται στην παράλληλη αγορά τυπικά έχουν χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση μετοχών, μικρότερη λειτουργική κλίμακα και χαμηλότερα κέρδη.

<sup>28</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Time-variant\\_system](http://en.wikipedia.org/wiki/Time-variant_system)

<sup>29</sup> Ζάντζας Δ., Άρθρο στην ηλεκτρονική εφημερίδα: capital.gr, «Έρμαιο φημών το Χρηματιστήριο», Τετάρτη, 20 Απριλίου 2011

Τα τελευταία 15 χρόνια το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) έχει εισέρθει σε μια περίοδο τεράστιων αλλαγών τόσο στη δομή του όσο και στη νομική του φύση και έχει γίνει πιο διεθνές λόγω της απελευθεροποίησης των κεφαλαιακών κινήσεων. Ως αποτέλεσμα, η ελληνική αγορά έχει γίνει πιο αποτελεσματική, πιο ανταγωνιστική και παράλληλα με τη ραγδαία αύξηση της ρευστότητας έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον των ιδιωτικών και θεσμικών επενδυτών που ενδιαφέρονται για τους εν δυνάμει υψηλούς βαθμούς απόδοσης. Έτσι, μπορεί να συναγωνίζεται ευνοϊκά με τα άλλα πιο ανεπτυγμένα χρηματιστήρια και ειδικά μετά την εισαγωγή του ηλεκτρονικού εμπορίου το 1992.

Οι αναπτυγμένες αγορές χαρακτηρίζονται, κυρίως, από ενεργητική συναλλαγή, μεγάλη απόδοση, χρόνιες δημοσιοποιήσεις, ελάχιστα όρια εισόδου και σημαντικές ευκαιρίες διαφοροποίησης. Έτσι, στη βάση αυτών των προσδιοριστικών χαρακτηριστικών, το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) μπορεί να θεωρηθεί μια αναπτυσσόμενη αγορά, η οποία από το 1980 αυξάνεται ταχέως σε όρους συναλλαγματικής αξίας.

## **2.5 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.<sup>30</sup>**

Η περίοδος 1983 – 2003, χαρακτηρίζει τη σύγχρονη ιστορία του Ελληνικού χρηματιστηρίου και ταυτόχρονα περικλείει την εντονότερη φάση ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, αλλά και γενικότερα της εθνικής οικονομίας. Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος επεφύλαξε έντονες συγκινήσεις στους έλληνες θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές, οδηγώντας στη διεθνοποίηση της ελληνικής αγοράς μετοχών και στην αναβάθμιση της σε ένα χρηματιστήριο Ευρωπαϊκών προδιαγραφών. Από την άλλη πλευρά σε όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο δεν έλειψαν τα ακραία φαινόμενα και οι εξάρσεις τόσο σε επίπεδο ανόδου όσο και σε επίπεδο πτώσης των τιμών των μετοχών, επιβεβαιώνοντας διαρκώς τον ιστορικό κανόνα της εναλλαγής

<sup>30</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.177-184.

των χρηματιστηριακών κύκλων και τη μετάβαση της επενδυτικής ψυχολογίας από την άκρατη αισιοδοξία στην αστείρευτη απαισιοδοξία. Οι σημαντικότερες επιμέρους περίοδοι αυτής της εικοσαετίας, καθώς και τα κυριότερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα αυτών παρατίθενται αμέσως πιο κάτω:

**Χρονική περίοδος 1983-1985:** Στο μεγαλύτερο μέρος αυτής της περιόδου, το Ελληνικό χρηματιστήριο κινήθηκε εν μέσω άτονων συνεδριάσεων αλλά και περιορισμένων διακυμάνσεων, με την αξία των συναλλαγών να διαμορφώνεται σε πενιχρά επίπεδα. Ο μέσος λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) της αγοράς κινήθηκε στο εύρος των 4-6 φορές με τη μέση μερισματική απόδοση να κυμαίνεται σε 9 %-11% και τα επιτόκια της αγοράς να ανέρχονται σε 10%-15%. Η περίοδος αυτή ολοκληρώνεται με την ανακοίνωση των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας τον Οκτώβριο του 1985. Το ίδιο έτος, η άνοδος του γενικού δείκτη διαμορφώθηκε σε 19,89 %.

**Χρονική περίοδος 1986-1988:** Η λήψη των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας με απώτερο στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την κάμψη του πληθωρισμού, οδήγησε στη σταδιακή ανάκαμψη του χρηματιστηρίου και προκάλεσε φαινόμενα έξαρσης στην άνοδο των τιμών των μετοχών έως το φθινόπωρο του 1987. Στην ίδια χρονική περίοδο, οι διεθνείς αγορές παρουσίασαν ανάλογες τάσεις, ενώ η κίνηση των κεφαλαίων ενισχύθηκε μεταξύ των οικονομιών. Η άνοδος του γενικού δείκτη διαμορφώθηκε σε 46.38% το 1986 και κατέστη εντονότερη το πρώτο δεκάμηνο του 1987. Είναι ενδεικτικό ότι σε διάστημα μόλις 10 μηνών, η άνοδος της αγοράς προσέγγισε τα επίπεδα του 400%. Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου 1987, σημειώθηκε «μίνι κραχ» στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με το δείκτη Dow - Jones να σημειώνει κάθετη πτώση της τάξεως του 22.7% σε μια και μόνο συνεδρίαση. Η εξέλιξη εκείνη είχε ως αποτέλεσμα την αντιστροφή της ανοδικής τάσης που είχε σημειωθεί στην

Ελληνική αγορά μετοχών. Παρά το γεγονός αυτό, το έτος 1987 έκλεισε με ετήσια άνοδο της τάξης του 162.34%, ενώ το 1988 αποτέλεσε μια μεταβατική περίοδο στην πορεία των τιμών των Ελληνικών μετοχών.

**Χρονική περίοδος 1989-1991:** Το 1989 αποτέλεσε ένα ιδιαίτερα έντονο προεκλογικό έτος, ενώ μετά από τρεις διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις, προέκυψε αυτοδύναμη κυβέρνηση των Απρίλιο του 1990. Οι οικονομικές προσδοκίες που δημιουργήθηκαν οδήγησαν σε μια άνοδο της τάξης του 42.59% το 1989 και σε μια χρηματιστηριακή έξαρση από τις αρχές έως και το καλοκαίρι του 1990. Αμέσως μετά τη σημείωση του ιστορικού υψηλού του γενικού δείκτη 1684.31 μονάδες τον Ιούλιο του ίδιου έτους, η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ και η αποτυχία ανάληψης της Ολυμπιάδος του 1996, οδήγησαν σε μια έντονη πτώση των αποτιμήσεων. Η πτώση αυτή ανακόπηκε από το θετικό για τις αγορές γεγονός της νίκης των συμμάχων στον Πόλεμο του Κόλπου, με το γενικό δείκτη να επανακάμπτει κοντά στις 1300 μονάδες στο πρώτο τρίμηνο του έτους 1991. 1992-1996: Μέχρι και το Νοέμβριο του 1992, ο γενικός δείκτης υποχώρησε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, κοντά στις 550 μονάδες. Η εικόνα των επόμενων τριών ετών ήταν υποτονική με περιορισμένο έως και ελάχιστο το συναλλακτικό ενδιαφέρον εκ μέρους των συμμετεχόντων. Εξαιρέσεις αποτέλεσαν η άνοδος λόγω του Οκτωβρίου 1993 αλλά και η «μίνι» έξαρση των τιμών των κατασκευαστικών μετοχών στις αρχές του 1994 με το γενικό δείκτη να πλησιάζει τις 1200 μονάδες. Από την άλλη πλευρά όμως, ως αρνητικό επιστέγασμα της εν λόγω περιόδου ήρθε το σκάνδαλο της Δέλτα Χρηματιστηριακής στα τέλη του 1996.

**Χρονική περίοδος 1997-1999:** Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος στέφθηκε από τη πιο μακριά σε διάρκεια αλλά και σε ένταση χρηματιστηριακή ευφορία που γνώρισε η εγχώρια αγορά μετοχών στη σύγχρονη ιστορία της. Στην περίοδο αυτήν προεξοφλήθηκαν με άκρως έντονο τρόπο τα οφέλη της εισόδου της Ελλάδας στην ΟΝΕ και η βελτίωση

των μακροοικονομικών της μεγεθών, κάμψη πληθωρισμού και επιτοκίων, μείωση δημοσίου χρέους, βελτίωση δημοσιονομικών μεγεθών ενώ η είσοδος καταρχήν των ξένων θεσμικών επενδυτών και μετέπειτα του ευρύτερου επενδυτικού κοινού στη αγορά μεγιστοποίησε τα μεγέθη των συναλλαγών σε ημερήσια βάση και ανέβασε τη χρηματιστηριακή αξία του χρηματιστηρίου σε επίπεδα άνω του 150% του ΑΕΠ. Το 1999 αποτέλεσε το έτος με τη μεγαλύτερη άνοδο του γενικού δείκτη κατά 102% παρά τα αρνητικά γεγονότα της κρίσης του Οτσαλάν, του Πολέμου της Γιουγκοσλαβίας και του καταστροφικού σεισμού της Αθήνας που μεσολάβησαν. Οι δείκτες P/E των μετοχών εκτινάχθηκαν σε τριψήφια νούμερα, με τις εισηγμένες επιχειρήσεις να επιδίδονται σε ένα χορό εξαγορών και συγχωνεύσεων για να τεκμηριώσουν τις αποτιμήσεις τους.

**Χρονική περίοδος 2000-2003:** Με τα σημάδια της αρχής της πτώσης μετά από μια αλόγιστη άνοδο των τιμών να είναι εμφανή, οι εκλογές του Απριλίου του 2000, αλλά και η είσοδος της Ελλάδας στη ΟΝΕ τον Ιούνιο του ίδιου έτους, δεν απέτρεψαν την βίαιη αποκλιμάκωση των αποτιμήσεων που έμελλε να συνεχίζεται έως και τους πρώτους μήνες του 2003. Η έλευση του ευρώ στις αρχές του 2002, η προς τα πάνω αναθεώρηση του δημοσίου χρέους, καθώς και η άνοδος των πληθωριστικών πιέσεων διαδραμάτισαν αρνητικό ρόλο στη χρηματιστηριακή αγορά, αφού πρώτα προηγήθηκε η κρίση εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού λόγω της κάθετης πτώσης των τιμών των μετοχών αλλά και η σοβαρή μείωση των επιχειρηματικών κερδών σε σχέση με τα σχεδόν ανεπανάληπτα ύψη της περιόδου του 1999.

Η άνοδος και η πτώση των τιμών των μετοχών συνιστούν τον απαραίτητο νόμο των διεθνών χρηματιστηρίων οδηγώντας τους ανά τον κόσμο επενδυτές σε έντονη εναλλαγή συναισθημάτων και προσδοκιών. Η Ελληνική αγορά μετοχών διήνυσε με συστηματικό τρόπο αυτόν το δρόμο κατά τη τελευταία εικοσαετία, επιβεβαιώνοντας την άποψη ότι η

ενασχόληση με το χρηματιστήριο αποδίδει το μέγιστο αποτέλεσμα όταν γίνεται σε πολύ μεγάλο βάθος χρόνου. Παράλληλα, αποδείχθηκε ότι ο γενικός δείκτης είναι προδιαγεγραμμένο να σημειώνει ξανά τα ιστορικά υψηλά του, ανεξαρτήτως της έκτασης ή του μεγέθους της πτώσης που έχει λάβει χώρα στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα.

Το ερώτημα, εντούτοις, και για τους ξένους επενδυτές και για την τοπική οικονομία, είναι αν οι αλλαγές που έγιναν έχουν σημαντική επίδραση στην αποτελεσματική λειτουργία του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Το θέμα της αποτελεσματικότητας της ελληνικής αγοράς εξετάζεται αμέσως παρακάτω.

## 2.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ<sup>31</sup>

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960 άρχισε να αναπτύσσεται μια φιλολογία στους ακαδημαϊκούς κύκλους γύρω από τη διαδικασία προσδιορισμού των τιμών των χρεογράφων. Η συζήτηση γύρω από το θέμα αυτό, αρχικά εστιάστηκε στην ανεξαρτησία των τιμών των χρεογράφων και στο υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (random walk<sup>32</sup>). Σύμφωνα με το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου, αν οι τιμές των χρεογράφων το ακολουθήσουν, τότε η χρονική σειρά των παρελθοντικών τιμών δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί με σκοπό τη δημιουργία υπερβολικών αποδόσεων. Η υποστήριξη της παραπάνω θεωρίας οδήγησε στην υπόθεση της «Αποτελεσματικής Αγοράς» η οποία αποδείχθηκε από τους Samuelson<sup>33</sup> και Mandelbrot<sup>34</sup> κάτω από τις αυστηρές υποθέσεις της απουσίας του κόστους συναλλαγών και ομογένειας των επενδυτών.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειώσουμε ότι όταν μιλάμε για αποτελεσματικότητα της αγοράς δεν ενδιαφερόμαστε για τη δομική σχέση

<sup>31</sup> Λεβεντάκης Ι., «Διεθνής Μακροοικονομική & Χρηματοοικονομική», σελ.345-347.

<sup>32</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Random\\_walk](http://en.wikipedia.org/wiki/Random_walk)

<sup>33</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Paul\\_Samuelson](http://en.wikipedia.org/wiki/Paul_Samuelson)

<sup>34</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Benoit\\_Mandelbrot](http://en.wikipedia.org/wiki/Benoit_Mandelbrot)



μεταξύ κινδύνου και αναμενόμενης απόδοσης (CAPM, APT), αλλά για την ακρίβεια με την οποία η αγορά σε σχέση με τη δομή της, τιμολογεί τις μετοχές της. Για την αποτελεσματική αγορά δόθηκαν διάφοροι ορισμοί μερικοί από τους οποίους αναφέρονται παρακάτω.

Μια αγορά είναι αποτελεσματική ως προς ένα σύνολο πληροφοριών εάν είναι αδύνατον να πραγματοποιηθούν κέρδη από αγοροπωλησίες χρεογράφων, με βάση το σύνολο των πληροφοριών. Με την έννοια οικονομικά κέρδη, εννοούμε την προσαρμοσμένη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου ύστερα από κάθε κόστος. Αποτελεσματική είναι αυτή η αγορά που οι μετοχικές τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως τις διαθέσιμες πληροφορίες. Σαν πλήρως αποτελεσματική αγορά ορίζεται η αγορά εκείνη στην οποία η τιμή κάθε χρεογράφου αντικατοπτρίζει την επενδυτική του αξία, σε κάθε χρονική στιγμή. Με άλλα λόγια αν οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν γρήγορα κάθε νέα πληροφορία, τότε η αγορά είναι αποτελεσματική, ενώ αν κάθε νέα πληροφορία αργεί να ενσωματωθεί και περνάει κάποιος χρόνος για την μελέτη και ανάλυση της νέας πληροφορίας από τους επενδυτές, πράγμα που ενδεχομένως να κάνει τις τιμές των μετοχών να αποκλίνουν από εκείνες που θα προέκυπταν με προσεκτική ανάλυση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών, μια τέτοια αγορά θα χαρακτηριζόταν μη αποτελεσματική.

Καταλήγουμε στο ότι μια αγορά είναι αποτελεσματική αν οι τιμές πλήρως και ακαριαία αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και καμία δυνατότητα κερδοφορίας δεν μένει ανεκμετάλλευτη. Σε μια αποτελεσματική αγορά υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικών καταναλωτών μεγιστοποίησης του κέρδους, που ενεργά ανταγωνίζονται μεταξύ τους, προσπαθώντας να προβλέψουν μελλοντικές αγοραστικές τιμές μεμονωμένων χρεογράφων, ενώ σημαντική παρούσα πληροφόρηση διατίθεται σχεδόν ελεύθερα σ' όλους τους μετέχοντες στην αγορά. Σε μια αποτελεσματική αγορά οι ανταγωνιστικοί μετέχοντες αντικατοπτρίζουν πληροφόρηση ορθολογική και ακαριαία για τις τιμές, κάνοντας

παρελθοντικές σχετικές πληροφορίες άχρηστες στην πρόβλεψη μελλοντικών τιμών. Μια αποτελεσματική αγορά θα πρέπει να αντιδρά σε νέες πληροφορίες «ειδήσεις», αλλά εφ' όσον αυτό είναι μη-προβλέψιμο εξ' ορισμού, τιμολογιακές αλλαγές ή αποδόσεις σε μια αποτελεσματική αγορά, δεν μπορεί να είναι προβλέψιμες.

Η προϋπόθεση για να είναι μια αγορά αποτελεσματική είναι πως πρέπει η αγορά να είναι πλήρης, με την έννοια πως το μέγεθος της αγοράς πρέπει να είναι αρκετά μεγάλο, και οι ιδιωτικοί πράκτορες της αγοράς να έχουν ομογενείς προσδοκίες και παρόμοια συμπεριφορά σχετικά με τη συναλλαγή ανάμεσα στον κίνδυνο και την απόδοση. Σε μικρές αγορές, όπως αυτή του ΧΑΑ, οι περιορισμοί στην προσφορά, μαζί με τον μικρό αριθμό των επενδυτικών χρεογράφων που υπάρχουν, αποκλείουν τους επενδυτές από την διαμόρφωση ενός ισορροπημένου χαρτοφυλακίου.

Επομένως, σ' αυτές τις αγορές μικρές αλλαγές στην ζήτηση των επενδυτών μπορεί να προκαλέσουν ένα από τα παρακάτω :

- ◆ Μεγάλες τιμαριθμικές διακυμάνσεις (price wings).
- ◆ Σημαντική απόκλιση των μετοχών από την εσωτερική τους αξία.

Σ' αυτό το πλαίσιο παρατηρούμε πως οι μικρότερες αγορές είναι πιθανώς λιγότερο αποτελεσματικές λόγω του μικρότερου όγκου τους και του μη-συχνού εμπορίου, και το μη- συχνό και μη - συγχρονισμένο εμπόριο είναι ο κύριος λόγος της κίβδηλης συσχέτισης που παρατηρήθηκε στις μετοχικές αποδόσεις. Άρα σ' αυτό το σημείο δικαιολογείται η έλλειψη ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας στις μικρές Ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές, στην ασθενή αγορά και το μη-συχνό εμπόριο.

Η αποτελεσματικότητα του ελληνικού χρηματιστηρίου ερευνήθηκε από τους Kavussanos and Dockery (2001)<sup>35</sup> για την περίοδο 1988 μέχρι 1994. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν πως η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί για το ΧΑΑ. Η χαμηλή ρευστότητα της

<sup>35</sup> [http://www.eurojournals.com/irjfe\\_51\\_07.pdf](http://www.eurojournals.com/irjfe_51_07.pdf)

αγοράς, η περιορισμένη προσφορά μετοχών, καθώς επίσης και η περιορισμένη διαφάνεια των πληροφοριών, είναι κυρίαρχα στοιχεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και μερικοί από τους λόγους της αναποτελεσματικότητάς της. Φαίνεται πως παρά τις αλλαγές για να βελτιωθεί η συνολική λειτουργία της αγοράς, υπάρχουν ακόμη πολλά δομικά και θεσμικά προβλήματα που χρειάζεται να διορθωθούν.

Στην πραγματικότητα, το ερώτημα αν η αγορά είναι αποτελεσματική δεν μπορεί να απαντηθεί με ένα ναι ή ένα όχι. Κάποιες πληροφορίες ενδέχεται να επηρεάζουν τις μετοχικές τιμές περισσότερο από άλλες πληροφορίες. Το καλύτερο θα ήταν να εξετάζαμε τον βαθμό αποτελεσματικότητας της αγοράς. Για να μελετήσουν τους διάφορους βαθμούς ανταπόκρισης, οι ερευνητές χώρισαν τις πληροφορίες σε τρεις μεγάλες κατηγορίες:

- ◆ Πληροφορίες για παρελθοντικές τιμές
- ◆ Δημόσιες διαθέσιμες πληροφορίες και
- ◆ Όλες τις πληροφορίες

Η επίδραση αυτών των τριών ειδών πληροφόρησης εξετάζεται παρακάτω

### 2.6.1 Αποτελεσματικότητα ασθενούς μορφής (week form)<sup>36</sup>

Μια κεφαλαιαγορά λέμε πως είναι ασθενούς μορφής όταν οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν όλες τις παρελθούσες τιμές. Σύμφωνα με τη μορφή αυτή οποιαδήποτε πληροφορία σχετική με τις παρελθούσες τιμές των μετοχών, ενσωματώνεται πλήρως στην τιμή της μετοχής με αποτέλεσμα να είναι αδύνατο να προβλέψουμε μελλοντικά την τιμή μιας μετοχής αναλύοντας την παρελθούσα συμπεριφορά της.

<sup>36</sup> <http://www.de.teipat.gr/documents/xheimerino%202010-2011/%CE%98%CE%B5%CF%89%CF%81%CE%AF%CE%B1%20%CE%94%CE%B9%CE%B1%CF%87%CE%B5%CE%AF%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%B7%CF%82%20%CE%A7%CE%B1%CF%81%CF%84%CE%BF%CF%86%CF%85%CE%BB%CE%B1%CE%BA%CE%AF%CE%BF%CF%85.pdf>

Μαθηματικά η ασθενής αποτελεσματικότητα παρουσιάζεται ως εξής:

$$P_t = P_{t-1} + \text{αναμενόμενες αποδόσεις} + \text{τυχαίο σφάλμα}$$

Η παραπάνω σχέση μας δείχνει πως η σημερινή τιμή ισούται με το άθροισμα της τελευταίας παρατηρούμενης τιμής συν την προσδοκώμενη απόδοση από τη μετοχή συν έναν τυχαίο συντελεστή. Η τελευταία παρατηρούμενη τιμή μπορεί να έχει παρατηρηθεί χθες, την προηγούμενη εβδομάδα, τον τελευταίο μήνα, αναλόγως με το διάστημα του δείγματος. Η αναμενόμενη απόδοση είναι μια συνάρτηση του μετοχικού κινδύνου. Ο τυχαίος συντελεστής οφείλεται σε νέες πληροφορίες για την μετοχή. Μπορεί να είναι είτε θετικός είτε αρνητικός και έχει προσδοκώμενη τιμή μηδέν. Ο τυχαίος συντελεστής σε μια περίοδο είναι ανεξάρτητος από τον τυχαίο συντελεστή της προηγούμενης περιόδου. Έτσι, αυτός ο συντελεστής δεν είναι προβλέψιμος από παρελθοντικές τιμές. Αν οι μετοχικές τιμές ακολουθούν την παραπάνω συνάρτηση, λέμε πως ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο.

Η ασθενής μορφή αποτελεσματικής αγοράς είναι η πιο ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας όπου περιμένουμε να εμφανίσει μια χρηματαγορά, διότι οι πληροφορίες σχετικά με τις ιστορικές τιμές των μετοχών είναι η πιο εύκολη πληροφόρηση που μπορεί να αποκτήσει μια μετοχή.

### 2.6.2 Ημι-ισχυρή αποτελεσματικότητα (semi-strong form)<sup>37</sup>

Μια αγορά λέμε πως είναι ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας αν κάθε δημόσια πληροφόρηση αντικατοπτρίζεται απευθείας στις τιμές των μετοχών. Με τον όρο δημόσια πληροφόρηση αναφερόμαστε στους δημοσιευμένους ισολογισμούς της εταιρίας και των ανταγωνιστών,

---

<sup>37</sup> Ο.π.

ανακοινώσεις σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας και κάθε άλλη δημόσια διαθέσιμη πληροφορία σχετικά με την αξιολόγηση της εταιρίας.

### 2.6.3 Ισχυρή αποτελεσματικότητα (strong form)

Μια αγορά είναι ισχυρώς αποτελεσματική όταν οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, δημόσιες και ιδιωτικές. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας συνομολογεί πως οι ιδιωτικές πληροφορίες ή επίσης οι εσωτερικές πληροφορίες, γρήγορα ενσωματώνονται από τις τιμές αγοράς και ως εκ τούτου δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δράσουν ασυνήθιστα συναλλακτικά κέρδη. Έτσι, όλες οι πληροφορίες, είτε δημόσιες είτε ιδιωτικές, αντικατοπτρίζονται πλήρως σε μια σημερινή τιμή χρεογράφου. Αυτό σημαίνει, πως ακόμη και η εσωτερική διοίκηση της εταιρείας δεν είναι ικανή να φέρει κέρδη από εσωτερικές πληροφορίες που έχει. Η λογική πίσω από αυτό είναι πως η αγορά προεξοφλείται μ' έναν αμερόληπτο τρόπο, η μελλοντική ανάπτυξη και κατά συνέπεια η πληροφόρηση έχει ενσωματωθεί και αξιολογηθεί μέσα στις τιμές αγοράς μ' έναν πιο αντικειμενικό και πληροφοριακό τρόπο παρά από το εσωτερικό.

#### ➤ Εξέταση της Αποτελεσματικής Αγοράς

Ορισμός: Οι τιμές αντικατοπτρίζουν τη διαθέσιμη πληροφόρηση για το χρόνο  $t-1$

Αδύναμος τύπος (week form): οι πληροφορίες σε παρελθούσες τιμές,  $P(t^{-1})$ ,  $P(t^{-k})$

Ημι-δυνατός τύπος (semi-strong form):

- ✓ δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες
- ✓ εμπεριέχει και την αδύναμη μορφή σαν ειδική περίπτωση Δυνατός τύπος (strong form)
- ✓ Ιδιωτική / εσωτερική πληροφόρηση
- ✓ Εμπεριέχει και την ημι-ισχυρή μορφή σαν ειδική περίπτωση

Καθώς μετακινούμαστε από την ασθενή στην ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς καταλήγουμε στην απόρριψη διαφόρων τρόπων ανάλυσης επενδύσεων. Αν ισχύει η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας η τεχνική ανάλυση αποδεικνύεται αναποτελεσματική. Οι τεχνικοί αναλυτές μελετούν τις παρελθούσες τιμές των μετοχών με σκοπό να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές, οι πληροφορίες όμως από τις παρελθούσες τιμές έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής και άρα δεν έχει καμία αξία. Σε αντιστοιχία αν ισχύει η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, η θεμελιώδης ανάλυση καθίσταται αναποτελεσματική, αφού ήδη κάθε δημόσια πληροφορία ενσωματώνεται στην τιμή της μετοχής και επομένως δεν έχει αξία η μελέτη της.

Τέλος, κάτω από την υπόθεση της δυνατής αποτελεσματικότητας, ακόμη και οι διευθύνοντες μιας εταιρίας που έχουν εσωτερική πληροφόρηση δεν μπορούν να πραγματοποιήσουν υπερβάλλοντα κέρδη αφού η αγορά έχει ήδη απεικονίσει τις πληροφορίες στην τιμή της μετοχής της εταιρίας.

Γενικά, αν η αγορά είναι αποτελεσματική πρέπει να εμφανίζει τα κάτωθι χαρακτηριστικά:

- ✓ Οι τιμές των μετοχών πρέπει να ανταποκρίνονται γρήγορα και με ακρίβεια στην εμφάνιση νέων πληροφοριών, σχετικών με την αξιολόγηση της εταιρίας.
- ✓ Οι αλλαγές στις αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών από τη μια περίοδο στην άλλη, πρέπει να συνδέονται μόνο με τις αλλαγές του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο (risk-free rate) και τις αλλαγές του ασφαλίστρου κινδύνου (risk-premium) που σχετίζεται με την μετοχή. Οι αποδόσεις που συνδέονται με διαφορετικούς παράγοντες από τους ανωτέρω θεωρούνται απρόβλεπτες.
- ✓ Είναι αδύνατον, εξετάζοντας τα χαρακτηριστικά των επενδυτών σήμερα, να διακρίνουμε ανάμεσα σε αποδοτικές και μη αποδοτικές επενδύσεις στο μέλλον.

- ✓ Αν διακρίνουμε τους επενδυτές σε αυτούς που έχουν γνώσεις και σε αυτούς που δεν έχουν, θα δούμε ότι δεν θα παρατηρήσουμε σημαντική διαφορά στην κατά μέσο όρο επενδυτική απόδοση των δυο ομάδων. Διαφορετικά θα λέγαμε ότι διαφορές στην απόδοση μεταξύ των επενδυτών της ίδιας ομάδας ή διαφορετικών ομάδων οφείλονται στην τύχη και όχι στη διαφορά στην ικανότητα εύρεσης πληροφοριών που δεν έχουν ακόμη αντικατοπτριστεί στις τιμές των μετοχών.

## 2.7 ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ

Η εξέταση της αποτελεσματικότητας σε μία αγορά είναι απαραίτητη διότι κάθε επίδραση παρελθοντικών τιμών στις μελλοντικές τιμές πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν προτού εξεταστούν οι παράλληλες κινήσεις αυτής της αγοράς με τις υπόλοιπες. Εξετάζοντας στη συνέχεια δημοσιευμένες μελέτες σχετικά με την αποτελεσματικότητα διαφόρων χρηματαγορών και τον τρόπο εξέτασης αυτής μπορούμε να αναφερθούμε σε ορισμένες που θεωρήθηκαν περισσότερο σημαντικές για τη μελέτη μας.

Οι πρόσφατες μελέτες στην εξέταση ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας που ξεκίνησαν από τις ανεπτυγμένες αγορές, γενικά συμφωνούν με την υποστήριξη της ασθενούς αποτελεσματικότητας της αγοράς λαμβάνοντας υπ' όψιν το χαμηλό βαθμό γραμμικής συσχέτισης και κόστους συναλλαγών. Όλες οι μελέτες υποστηρίζουν την πρόταση ότι οι αλλαγές τιμών είναι τυχαίες και οι παρελθοντικές τιμές δεν είναι χρήσιμες στη πρόβλεψη μελλοντικών αλλαγών στις τιμές και ιδιαίτερα όταν λαμβάνεται υπ' όψιν το κόστος συναλλαγών. Εντούτοις, υπάρχουν κάποιες μελέτες οι οποίες βρήκαν την προβλεψιμότητα των αλλαγών στις μετοχικές τιμές στις ανεπτυγμένες αγορές, αλλά δεν κατέληξαν σε ένα αποτέλεσμα σχετικά με τους επικερδείς όρους συναλλαγών. Οι Poterba and Summers

(1988)<sup>38</sup> προτείνουν πως η αδρανής συναλλαγή (noise-trading), από επενδυτές των οποίων η ζήτηση για μετοχές καθορίζεται από παράγοντες άλλους από τις προσδοκώμενες αποδόσεις, παρέχει μια εύλογη ερμηνεία για το στοιχείο μετάβασης στις μετοχικές τιμές, και προτείνουν να θεμελιώσουν και να εξετάσουν θεωρίες αδρανούς συναλλαγής (noise-trading) καθώς επίσης και θεωρίες αλλαγής παραγόντων κινδύνου οι οποίες μπορούν να εξηγήσουν τα χαρακτηριστικά του κορελλογράμματος μετοχικών αποδόσεων που βρίσκουν. Οι Fama and French (1988)<sup>39</sup> συμπεραίνουν πως οι αυτοσυσχετίσεις ενδέχεται να αντικατοπτρίζουν αγοραστική αναποτελεσματικότητα ή προσδοκώμενες αποδόσεις χρονικά μεταβαλλόμενης ισορροπίας προερχόμενες από συμπεριφορά ορθολογικών επενδυτών και καμιά οπτική δεν προτείνει πως τα δείγματα αυτοσυσχέτισης πρέπει να είναι σταθερά για μια μακρά περίοδο δείγματος. Άλλοι ερευνητές βρήκαν πως οι τεχνικοί συναλλακτικοί όροι έχουν προβλεπτική δύναμη αλλά όχι αρκετή για να επιτρέψουν υπερβολική απόδοση στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου. Ομοίως, ο Groenewold (1997)<sup>40</sup> συνάγει επίσης ότι οι παρελθοντικές τιμές έχουν προβλεπτική δύναμη στην αγορά της Αυστραλίας αλλά ο βαθμός προβλεψιμότητας της απόδοσης δεν είναι τόσο υψηλός. Συνολικά, οι εμπειρικές μελέτες στην αναπτυγμένη αγορά δείχνουν μη-κερδοσκοπία από τη χρήση παρελθοντικών καταγραφών στις τιμές και υποστηρίζουν την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας γενικά.

Από την άλλη, τα πορίσματα των ερευνητών για τη ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς στις αναπτυσσόμενες και λιγότερο αναπτυγμένες χώρες είναι αντικρουόμενα. Οι περισσότερες από τις λιγότερο αναπτυγμένες αγορές υποφέρουν από το πρόβλημα της αδρανούς συναλλαγής. Επιπλέον, σε μικρότερες αγορές, είναι ευκολότερο για μεγάλους εμπόρους να χειρίζονται την αγορά. Παρ' όλο που γενικά

<sup>38</sup> <http://www.kelley.iu.edu/clundbla/poterbasummers.pdf>

<sup>39</sup> [http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/classes/mfe/docs/richardson\\_stock\\_jfe\\_1989.pdf](http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/classes/mfe/docs/richardson_stock_jfe_1989.pdf)

<sup>40</sup> <http://www.uwa.edu.au/people/nicolaas.groenewold>



υποστηρίζεται πως οι αναπτυσσόμενες αγορές είναι λιγότερο αποτελεσματικές, οι εμπειρικές μαρτυρίες δεν υποστηρίζουν πάντα αυτήν την άποψη. Υπάρχουν δύο κατηγορίες πορισμάτων. Η πρώτη ομάδα βρίσκει ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας στις αναπτυσσόμενες και λιγότερο αναπτυγμένες αγορές, για το χρηματιστήριο της Κουάλα Λουμπόρ, στα χρηματιστήρια της Ασίας, για το χρηματιστήριο του Ναϊρόμπι και, για το χρηματιστήριο της Λατινικής Αμερικής, παρ' όλα τα προβλήματα των αδρανών συναλλαγών. Από την άλλη, η τελευταία ομάδα που παρατήρησε ότι η αγορά των αναπτυσσόμενων και λιγότερο αναπτυγμένων αγορών δεν είναι αποτελεσματική υπό την ασθενή της έννοια είναι για το χρηματιστήριο της Κορέας και της Ταϊβάν. Σε μια μελέτη της παγκόσμιας αγοράς αναφέρεται η σημαντική γραμμική συσχέτιση στις μετοχικές αποδόσεις από 19 αναδυόμενες αγορές και προτείνουν ότι οι μετοχικές τιμές στις αναδυόμενες αγορές παραβιάζουν την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας. Παρόμοια συμπεράσματα παρουσιάζονται για τις περισσότερες αναδυόμενες αγορές. Έχει εξεταστεί και η συμπεριφορά των μετοχικών τιμών στα χρηματιστήρια της Σαουδικής Αραβίας ψάχνοντας μαρτυρία για ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας και βρέθηκε πως η αγορά δεν είναι ασθενώς αποτελεσματική. Ερμηνευτικέ ότι η αναποτελεσματικότητα μπορεί να οφείλεται στην καθυστέρηση λειτουργιών και στο υψηλό κόστος συναλλαγών, την αδράνεια συναλλαγών και μη-ρευστότητα στην αγορά. Ακόμη βρέθηκε μαρτυρία μη τυχειότητας στη συμπεριφορά των μετοχικών τιμών και τη μη-αποτελεσματική αγορά (μη-ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας) για το χρηματιστήριο του Γιοχάνεσμπουργκ και της Ινδίας.

Εν ολίγοις, η ανασκόπηση προηγούμενων ερευνών αναφέρει ότι οι αναπτυγμένες αγορές είναι γενικά ασθενούς αποτελεσματικής μορφής. Αλλά η δυναμική των μετοχών στις αναδυόμενες αγορές απαιτεί αποσαφήνιση. Σύγκριση και μια απαιτούμενη επιπρόσθετη πληροφόρηση πάνω στη

δυναμική των μετοχικών τιμών είναι ένα ση-μαντικό τμήμα των παγκόσμιων αναδυόμενων κεφαλαιαγορών. Έτσι, είναι μια ενδιαφέρουσα εμπειρική ερώτηση εάν και μέχρι ποιο βαθμό ισχύει το ίδιο και με τις λιγότερο αναπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές. Και η ανασκόπηση προηγούμενων εμπειρικών μαρτυριών εισάγει κάποιες ερωτήσεις προς έρευνα:

- ✓ Είναι το ΧΑΑ, ως λιγότερο ανεπτυγμένη αναδυόμενη αγορά, ασθενούς αποτελεσματικής μορφής ή όχι;
- ✓ Ποια διαδικασία δημιουργίας απόδοσης οδηγεί τις σειρές μετοχών στις αναδυόμενες αγορές;

Οι έλεγχοι της υπόθεσης ασθενούς αποτελεσματικής αγοράς εξετάζουν αν οι παρελθοντικές τιμές ή αποδόσεις μετοχών μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προβλέψουν επιτυχώς μελλοντικές μετοχικές τιμές ή αποδόσεις. Η μεγαλύτερη εμπειρική έρευνα για τον παραπάνω έλεγχο μετρά τη στατιστική εξάρτηση μετοχικών μεταβολών. Εάν δε βρεθεί εξάρτηση (πχ οι μεταβολές τιμών είναι τυχαίες), τότε αυτό αποτελεί στοιχείο υποστήριξης της υπόθεσης ασθενούς αποτελεσματικής αγοράς, το οποίο σημαίνει πως καμία επικερδής επενδυτική εμπορική στρατηγική δεν μπορεί να προέλθει βασισμένη σε παρελθοντικές τιμές. Από την άλλη, αν βρεθεί εξάρτηση, για παράδειγμα, αύξηση τιμών γενικά ακολουθείται από αύξηση τιμών στην επόμενη περίοδο και αντιστρόφως, αυτό υποδηλώνει πως μπορεί να είναι η βάση ενός επικερδούς κανόνα επένδυσης και παραβιάζει την υπόθεση της ασθενούς αποτελεσματικής μορφής. Εντούτοις, εάν κάποιος εμπορικός κανόνας είναι επικερδής εξαρτάται από το λειτουργικό κόστος (όπως το κόστος διαμεσολάβησης, δαπάνες αποπληρωμής τόκου, διαδικασία εμπορικών πληρωμών) και από το αν οι συναλλαγές μπορούν να γίνουν στην καθορισμένη τιμή που ορίζεται στην αγορά.

Η πλειοψηφία των ερευνών σχετικά με την αποτελεσματικότητα των αγορών έχει επικεντρωθεί στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και στις μεγάλες Ευρωπαϊκές αγορές χρεογράφων. Λιγότεροι έχουν ερευνήσει τις

αναπτυσσόμενες και λιγότερο αναπτυγμένες χώρες. Γενικώς υποστηρίχθηκε η ύπαρξη ασθενούς αποτελεσματικής μορφής για το χρηματιστήριο του Μπαγκλαντές. Το δείγμα περιλαμβάνει ημερήσιες τιμές για όλες τις εισηγμένες μετοχές του χρηματιστηρίου για την περίοδο 1998 με 2007. Η υπόθεση της μελέτης είναι αν το χρηματιστήριο του Μπαγκλαντές είναι ασθενώς αποτελεσματικό. Τα αποτελέσματα τόσο των μη-παραμετρικών ελέγχων (έλεγχος κανονικότητας των Kolmogorov- Smirnov και τα run-test) αλλά και των παραμετρικών ελέγχων (αυτοσυσχέτισης, αυτοπαλλινδρόμησης και το υπόδειγμα ARIMA) καταλήγουν στο ότι οι αποδόσεις των μετοχών δεν ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου και η σημαντική αυτοσυσχέτιση σε διαφορετικές υστερήσεις απορρίπτει την μηδενική υπόθεση της ασθενώς αποτελεσματικής αγοράς.

Τα πορίσματα από τις εμπειρικές έρευνες της υπόθεσης αποτελεσματικής αγοράς με τις μετοχικές τιμές δεν είναι αποσαφηνισμένα. Οι πρώτες μελέτες από τους Fama (1965)<sup>41</sup> και Samuelson (1965)<sup>42</sup> δεν μπορούν να απορρίψουν τον τυχαίο περίπατο. Μια πρόσφατη απόρριψη του τυχαίου περιπάτου βρέθηκε από τους Niederhoffer and Osborne (1966)<sup>43</sup>. Ακόμη θεωρείται πως υπάρχει μικρή θεωρητική βάση για ισχυρή προσκόλληση στη μηδενική υπόθεση ότι οι τιμές ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο. Οι παραπάνω οικονομολόγοι ερεύνησαν τη δειγματοληπτική κατανομή των αναλογιών διακύμανσης μέσα σε διαφορετικά δειγματοληπτικά διαστήματα και βρήκαν πως οι μετοχικές αποδόσεις δεν ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο. Από την άλλη, έδειξαν πως υπάρχουν λόγοι όπου η συμπεριφορά του τυχαίου περιπάτου των μετοχικών τιμών πρέπει να ισχύει και υπάρχει πληθώρα μαρτυριών που προτείνει ότι οι μετοχικές τιμές ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο.

---

<sup>41</sup> <http://www.lib.uchicago.edu/e/busecon/busfac/Fama.html>

<sup>42</sup> Ο.π.

<sup>43</sup> Ο.π.

Τέλος υποστήριξαν πως οι μετοχικές αποδόσεις των αναδυόμενων χωρών είναι υψηλά προβλέψιμες και έχουν χαμηλή συσχέτιση με τις μετοχικές αποδόσεις των αναπτυγμένων χωρών. Συμπεραίνουν πως οι αναδυόμενες αγορές είναι λιγότερο αποτελεσματικές από τις αναπτυγμένες αγορές και υψηλότερες αποδόσεις και χαμηλός κίνδυνος μπορούν να εξασφαλισθούν με την ενσωμάτωση μετοχών αναδυόμενων αγορών στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών. Παρ' όλο που κάποιες μελέτες υποστηρίζουν τη δήλωση σχετικά με τη μη-τυχειότητα των μετοχικών τιμών στις αναδυόμενες αγορές, κάποιες άλλες έρευνες σχετικές με τις ίδιες αγορές δεν την υποστηρίζουν.

Τα αντικρουόμενα αποτελέσματα μπορεί να οφείλονται στις ποικίλες μεθόδους που χρησιμοποιούνται σ' αυτές τις μελέτες. Αν οι κινήσεις των μετοχικών τιμών είναι πιο πολύπλοκες απ' ό τι προτείνει το υπόδειγμα τυχαίου περιπάτου, μπορεί να χρειάζονται σύνθετες τεχνικές για να βρεθούν οι αποκλίσεις από τον τυχαίο περίπατο. Εν-τούτοις, πολλές από τις παραδοσιακές προσεγγίσεις, όπως το «gun test» και η τμηματική συσχέτιση, μπορεί να έχουν υποθέσεις (αξιώσεις) που είναι πολύ περιορισμένες για να αιχμαλωτίσουν τα πλαίσια στις τιμές. Πιο πολύπλοκα τεστ όπως το τεστ LOMAC, της απλής διακύμανσης και το τεστ αναλογιών, έχουν επίσης μικρές κριτικές που μπορεί να επηρεάσουν τα αποτελέσματα του τεστ τυχαίου περιπάτου. Για παράδειγμα, ένα σημαντικό μειονέκτημα του τεστ LOMAC είναι πως εξετάζει ατομικές αναλογίες διακύμανσης για ένα συγκεκριμένο συναθροιστικό διάστημα. Η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου απαιτεί οι αναλογίες διακύμανσης για όλα τα παρατηρούμενα διαστήματα να ισούται με 1, ταυτόχρονα.

Μια άλλη μελέτη από τους Buguk and Brorsen (2003)<sup>44</sup>, για το χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης χρησιμοποιεί εβδομαδιαίες παρατηρήσεις για δυο κυρίως λόγους. Πρώτον, παρ, όλο που οι δείκτες

---

<sup>44</sup> Ο.π.

μπορεί να είναι αντιπροσωπευτικοί, η έλλειψη εμπορικής δραστηριότητας στις αγορές που είναι σχετικά μη-ενεργές μπορεί να προκαλέσει μη-τυχαία χαρακτηριστικά. Δεύτερον, αναφέρει πως ενώ τα ημερήσια δείγματα αποδίδουν πολλές παρατηρήσεις, η μεροληψία που συνδέεται με την μη-εμπορευσιμότητα, το άνοιγμα ζήτησης προσφοράς «bid-ask spread», οι μη-συγχρονισμένες τιμές κτλ, είναι προβληματικές. Υποστήριξαν πως τα εβδομαδιαία δείγματα είναι ο ιδανικός συμβιβασμός, αποδίδοντας μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων ενώ ελαχιστοποιεί την  $\rho$  εγγενή μεροληψία των ημερησίων στοιχείων. Στο άρθρο αυτό η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου για το χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης εξετάστηκε εφαρμόζοντας τέσσερα διαφορετικά τεστ. Το ADF τεστ μοναδιαίας ρίζας, το GPH τεστ κλασματικής ολοκλήρωσης, το LOMAC τεστ αναλογίας της διακύμανσης και ένα τροποποιημένο έλεγχο αναλογίας της διακύμανσης χρησιμοποιώντας βαθμίδες και πρόσημα των σειρών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους με τις τρεις πρώτες μεθόδους οι σειρές είναι αποτελεσματικές (ακολουθούν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου). Τις περισσότερες φορές οι τρεις αυτοί έλεγχοι δεν απορρίπτουν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου. Με τους ελέγχους βαθμίδων και πρόσημων η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου απορρίφθηκε στο ένα τρίτο των φορών. Εφ' όσον τα στοιχεία είναι πολύ μη-κανονικά, οι άλλοι έλεγχοι έχουν λίγη δύναμη και ο έλεγχος βαθμίδων πρόσημων είναι ο καταλληλότερος.

Πολλοί οικονομολόγοι ερευνούν τη υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς χρησιμοποιώντας τιμές μετοχών κοινών και προνομιούχων από το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Υπογραμμίζουν ότι οι προνομιούχες μετοχές στην Ελλάδα θεωρούνται σαν μέρος καθαρού κεφαλαίου των επιχειρήσεων και όχι σαν μέρος δανεισμού. Έτσι, κάτω από την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς η συμπεριφορά των τιμών τους καθώς και η ταχύτητα προσαρμογής τους στα νέα που τις αφορούν, θα πρέπει να είναι ίδια με αυτή των κοινών μετοχών. Όμως, τα εμπειρικά στοιχεία διαψεύδουν

την παραπάνω υπόθεση. Φαίνεται σύμφωνα με το άρθρο τους ότι στην ελληνική αγορά υπάρχουν συντελεστές διαφορετικοί από τα νέα που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των τιμών αυτών των κατηγοριών των μετοχών.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς εξετάστηκε για την περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών από το Παναγιωτίδη (2003)<sup>45</sup> μετά την εισαγωγή του ευρώ. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν πως οι μετοχικές τιμές θα είναι πιο διαφανείς, η εκτέλεσή τους πιο εύκολη για σύγκριση, ο συναλλαγματικός κίνδυνος θα εξαλειφθεί και ως αποτέλεσμα περιμένουμε το νέο νόμισμα να ενισχύσει την απόφαση υπέρ της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς. Χρησιμοποιήθηκαν ο γενικός δείκτης του ΧΑΑ και ο FTSE/ASE-20, που περιλαμβάνει εταιρίες «μεγάλης κεφαλαιοποίησης». Πέντε τεστ εφαρμόστηκαν για να εξεταστούν τα κατάλοιπα του υποδείγματος τυχαίου περιπάτου: το BDS, McLeod-Li, Engle LM, Tsay και biconvariance τεστ. Εξετάστηκαν και ασυμπτωτικές και οι τιμές εξαγοράς γι' αυτούς τους ελέγχους. Εναλλακτικά υποδείγματα από την οικογένεια των υποδειγμάτων GARCH (GARCH, EGARCH, TGARCH), παρουσιάστηκαν επίσης για να εξεταστεί η συμπεριφορά των σειρών. Τέλος, γραμμικά, ασύμμετρα και μη-γραμμικά υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος εκτιμήθηκαν και συγκρίθηκαν.

## **2.8 Η ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΜΕ ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ**

Η μελέτη των ενδοσχέσεων μεταξύ των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών περιέχει μαρτυρίες θετικής συσχέτισης στις αποδόσεις μεταξύ των χρηματαγορών. Εντούτοις, η συσχέτιση μεταξύ χρηματαγορών είναι χαμηλή κατά μέσο όρο και ποικίλει αρκετά έντονα μεταξύ των χωρών. Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης βρέθηκε πως ασκεί τη μεγαλύτερη

<sup>45</sup> <http://ideas.repec.org/f/ppa215.html>

επίδραση όσον αφορά την δραστηριότητα των ξένων αγορών. Η μελέτη της συσχέτισης των χρηματιστηρίων παρουσιάζει ενδιαφέρον γιατί είναι γνωστό πως οι επενδυτές που εμπορεύονται μετοχές σε μια αγορά ενσωματώνουν στις αποφάσεις τους για αγορά ή πώληση μετοχών, πληροφορίες που προέρχονται όχι μόνο από το εσωτερικό αλλά και από άλλες χρηματιστηριακές αγορές. Μια τέτοια συμπεριφορά είναι σύμφωνη με την υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς, με την προϋπόθεση ότι οι ειδήσεις που προέρχονται από διεθνή χρηματιστήρια σχετίζονται με την τιμολόγηση εγχώριων χρεογράφων. Αυτό είναι το φυσικό επακόλουθο της γνωστής παγκοσμιοποίησης και ολοκλήρωσης των χρηματιστηρίων διεθνώς που προήλθε από τη σχετικά ελεύθερη διακίνηση αγαθών και κεφαλαίων καθώς επίσης και από την επανάσταση στην τεχνολογία πληροφοριών. Η μελέτη της συμπεριφοράς των διεθνών χρηματαγορών και η μελέτη της μεταξύ αυτών σχέσης, δίνει τη δυνατότητα σ' αυτούς που εμπορεύονται μετοχές να επιτύχουν κερδοσκοπία και εμπορικές στρατηγικές περισσότερο επιτυχείς.

Ένας περιορισμένος αριθμός μελετών έχει προβάλλει εμπειρικές εφαρμογές για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μέχρι τώρα. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία σχετικά με τη συσχέτιση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές είναι η ακόλουθη:

Ο Θεοδοσίου (1994)<sup>46</sup> χρησιμοποιεί στοιχεία για την περίοδο Ιουλίου 1981 μέχρι Αύγουστο 1990 για να εξετάσουν την εξάρτηση στους μέσους της συνδυασμένης κατανομής των μετοχικών αποδόσεων ανάμεσα στις ΗΠΑ και την Ελλάδα μέσα σ' ένα πλαίσιο GARCH υποδείγματος χρησιμοποιώντας εβδομαδιαία στοιχεία. Επίσης, ερεύνησαν κατά πόσο οι διακυμάνσεις των αποδόσεων εξαρτώνται από το χρόνο και συνδέονταν μεταξύ τους. Επιπλέον, ασχολήθηκαν με τη σημασία και τη δομή της συσχέτισης των αποδόσεων στο χρόνο. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν πως

---

<sup>46</sup>Θεοδοσίου Π., Ειδική Έκδοση του Managerial Finance «Διαταραχές Τιμών στις Διεθνείς Χρηματαγορές», Τόμος 20, Νο.5/6, 1994.

για την περίοδο που εξετάζουν, οι αποδόσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου επηρεάστηκαν από παρελθούσες αποδόσεις του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ. Εντούτοις, βρέθηκε πως η μεταβλητότητα στο ελληνικό χρηματιστήριο επηρεάστηκε από καινοτομίες στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ.

Ο Μηλιώνης (1998)<sup>47</sup> εξέτασε την επίδραση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου στο χρηματιστήριο της Ελλάδος. Χρησιμοποιήθηκε το μονομεταβλητό ARIMA μοντέλο Box- Jenkins, για να εξεταστεί η εξάρτηση των τριών δεικτών από το παρελθόν τους. Η ανάλυση χρησιμοποιεί επίσης και ένα πολύ- μεταβλητό υπόδειγμα ARIMA για να εξετάσει την επίδραση των δεικτών FTSE-100 και S&P-500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Αυτή η μεθοδολογία έχει το συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις μεθόδους που συχνά χρησιμοποιούνται για παρόμοιες έρευνες, πως ταυτόχρονα με την εξέταση των «lead-lag» σχέσεων, επιτρέπει και την εξέταση ταυτόχρονων κινήσεων. Καταλήγουν στο ότι υπάρχει μια στατιστικά σημαντική επίδραση, μικρή σε μέγεθος από το δείκτη S&P 500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, και πως υπάρχει μια ξεχωριστή συσχέτιση μεταξύ χρηματιστηρίου του Λονδίνου και Αθηνών. Αυτό είναι ένα ενδιαφέρον συμπέρασμα διότι παρέχει επιπλέον πληροφορίες ότι το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών συμμετέχει στη γνωστή παγκόσμια ολοκλήρωση των χρηματαγορών. Η αιτιακή επίδραση του FTSE-100 στον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών επιτυγχάνεται μέσω της έμμεσης επίδρασης από τον S&P 500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών διαμέσου του FTSE-100. Επίσης, βρήκαν πολύ ενδιαφέρον να εκτιμήσουν την σχετική σημασία ποικίλων παραγόντων στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Αυτό επιτεύχθηκε με την εξέταση της ερμηνευτικής δύναμης του μονομεταβλητού όσο και των πολυμεταβλητών υποδειγμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή το λογάριθμο του γενικού δείκτη

---

<sup>47</sup> [http://www.actuar.aegean.gr/Dep/Milionis\\_A.html](http://www.actuar.aegean.gr/Dep/Milionis_A.html)



του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Παρ' όλο που βρέθηκε μια στατιστικά σημαντική επίδραση από το λογάριθμο του S&P 500 στο λογάριθμο του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, η μικρή του σημασία υπονοεί πως ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών είναι κατάλληλος για διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, το πλαίσιο της ενδοσειριακής συσχέτισης στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών είναι ένδειξη αποτελεσματικότητας ασθενούς μορφής για το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Σε όρους απαιτούμενου χρόνου για τη διάδοση και αφομοίωση των νέων πληροφοριών από το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου σ' αυτό των Αθηνών, η αγορά φαίνεται αποτελεσματική παρ' όλο που χρειάζεται περαιτέρω έρευνα.

Μια άλλη σημαντική μελέτη σχετικά με το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών εξέτασε τη διεθνή διάδοση πληροφοριών μεταξύ μιας μεγάλης, αναπτυγμένης αγοράς, όπως αυτή της Νέας Υόρκης, και μιας μικρής, αναδυόμενης αγοράς, όπως της Ελλάδας, χρησιμοποιώντας το διευρυμένο υπόδειγμα EGARCH. Βρέθηκε πως αυτό το υπόδειγμα σε όρους αυτοπαλλινδρόμησης, ερμηνεύει τις ημερήσιες χρηματιστηριακές αποδόσεις πολύ καλά. Οι αποδόσεις τόσο των ΗΠΑ όσο και της Ελλάδας εμφανίζουν ένα σημαντικό κινητό μέσο πρώτου βαθμού. Η κατανομή αποδόσεων της ελληνικής αγοράς έχει πολύ μεγαλύτερη μεταβλητότητα και πιο παχιές ουρές από την αμερικανική αγορά. Αυτή η μεγαλύτερη μεταβλητότητα στη ελληνική αγορά είναι εξισορροπημένη μέχρι ένα βαθμό από υψηλότερες αποδόσεις. Οι μεταβολές αποδόσεων και στις δυο αγορές εμφανίζουν ισχυρή εμμονή στο χρόνο.

Τα αποτελέσματά τους δείχνουν απουσία πλεονασμάτων μεταξύ αυτών των δύο αγορών για τον υποθετικό μέσο και διακύμανση. Τα συμπεράσματα γενικώς υποστηρίζουν την «heat wave» υπόθεση για τις δύο αγορές. Επίσης, τα τεστ συνολοκλήρωσης δείχνουν ότι αυτές οι δύο αγορές

δεν είναι συνολοκληρωμένες. Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες για τις μεγάλες διεθνείς χρηματαγορές, τα πορίσματα εδώ υποστηρίζουν την πεποίθηση πως οι διεθνείς αγορές, και ιδιαίτερα για τις αναδυόμενες οικονομίες, παραμένουν τμηματοποιημένες. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και της Ελλάδας δεν σχετίζονται μεταξύ τους ούτε βραχυπρόθεσμα ούτε μακροπρόθεσμα. Αυτή η έλλειψη ισχυρής σχέσης μπορεί να οφείλεται σε διαφορές στις οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές δομές που παρουσιάζουν αυτές οι δυο χώρες. Τα συμπεράσματα βέβαια έρχονται σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες που υποστηρίζουν πως η αγορά των ΗΠΑ έχει ισχυρή επιρροή στις ξένες αγορές. Συνεπώς, τα αποτελέσματα της μελέτης, σε σύγκριση με προηγούμενες μελέτες δημιουργούν αμφιβολίες για την πεποίθηση πως οι διεθνείς αγορές έχουν αυξημένη συσχέτιση μεταξύ τους.

Τέλος, οι Δριτσάκη και Δριτσάκη (2004<sup>48</sup>) εξέτασαν την επίδραση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και των Αθηνών με τη μέθοδο της συνολοκλήρωσης του Johansen για την περίοδο 1987 μέχρι και 2004 και κατέληξαν ότι υπάρχει μια μακροχρόνια συνολοκληρωμένη σχέση ισορροπίας.

## **2.9 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ<sup>49</sup>**

Διάφοροι οικονομολόγοι εξέτασαν μια σειρά οικονομικών μεταβλητών ως συστηματικές επιδράσεις στις μετοχικές αποδόσεις και έχουν εξετάσει την επίδρασή τους στην τιμολόγηση παγίων. Από την πλευρά της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς και τη θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών της τιμολόγησης παγίων, υποστηρίζουν ότι οι τιμές των παγίων πρέπει να εξαρτώνται από την έκθεσή τους στις μεταβλητές που

---

<sup>48</sup> [http://users.uom.gr/~drits/Eidika\\_Themata\\_Oikonometrias.html](http://users.uom.gr/~drits/Eidika_Themata_Oikonometrias.html)

<sup>49</sup> Λεβεντάκης Ι., «Διεθνής Μακροοικονομική & Χρηματοοικονομική», σελ.330-335

χαρακτηρίζουν την οικονομία. Αυτή η μελέτη χρησιμοποιεί απλά επιχειρήματα για να διαλέξει έναν αριθμό οικονομικών μεταβλητών, που ήταν υποψήφιος ως πηγές συστηματικού κινδύνου παγίων. Πολλές από αυτές τις οικονομικές μεταβλητές βρέθηκαν να είναι σημαντικές στην ερμηνεία προσδοκώμενων μετοχικών αποδόσεων, περισσότερο αξιοπρόσεκτων, όπως η βιομηχανική παραγωγή, αλλαγές στην αποζημίωση υψηλού κινδύνου, μεταβολές στην καμπύλη απόδοσης και λιγότερο σημαντικά μέτρα απρόσμενου πληθωρισμού και αλλαγές στον προσδοκώμενο πληθωρισμό κατά τη διάρκεια περιόδων όπου αυτές οι μεταβλητές ήταν υψηλά μεταβαλλόμενες. Δεν υποστηρίζουν, βεβαίως, ότι έχουν επαρκώς χαρακτηρίσει τον αριθμό των μακρό-οικονομικών παραγόντων που επιδρούν, αλλά τον αριθμό που έχει δράσει καλά ενάντια σε ποικίλες άλλες πιθανές μεταβλητές τιμολόγησης. Ίσως το πιο σημαντικό αποτέλεσμα είναι πως αν και ένας χρηματιστηριακός δείκτης, όπως αυτός του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, ερμηνεύει ένα σημαντικό μέρος της μεταβλητότητας των χρονοσειρών των μετοχικών αποδόσεων, έχει μια μη-σημαντική επίδραση στην τιμολόγηση όταν συγκρίνεται με τις οικονομικές μεταβλητές. Εξετάζουν επίσης, την επίδραση της τιμολόγησης της έκθεσης σε καινοτομίες σε πραγματική κατ' άτομο κατανάλωση. Αυτά τα αποτελέσματα είναι αρκετά απογοητευτικά για τις θεωρίες που βασίζονται στην τιμολόγηση κατανάλωσης παγίων, διότι η μεταβλητή της κατανάλωσης δεν ήταν ποτέ σημαντική. Εν τέλει, εξέτασαν την επίδραση ενός δείκτη μεταβολής της τιμής του πετρελαίου στην τιμολόγηση παγίων και βρήκαν πως δεν υπάρχει σχέση.

Το συμπέρασμά τους δείχνει πως οι μετοχικές αποδόσεις που εκτίθενται στις συστηματικές οικονομικές ειδήσεις, είναι τιμολογημένες σε σχέση με την έκθεσή τους και πως οι ειδήσεις μπορούν να μετρηθούν ως καινοτομίες στις μεταβλητές των οποίων η αναγνώριση μπορεί να επιτευχθεί μέσω απλής και διαισθητικής χρηματοοικονομικής θεωρίας.

Οι Αλεξιάκης και Πετράκης<sup>50</sup> εξέτασαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα, διερεύνησαν τη διακύμανση του χρηματιστηριακού δείκτη, σκοπεύοντας στον προσδιορισμό των βασικών στοιχείων που επηρεάζουν τη συμπεριφορά του. Ως στοιχείο μπορεί να οριστεί ένα σύνολο από μεταβλητές, που μοιράζονται κοινά χαρακτηριστικά και διαμορφώνουν μια ερμηνευτική κατηγορία. Η ανάλυσή τους δεν στοχεύει στη δημιουργία ενός ακριβούς, ερμηνευτικού οικονομετρικού υποδείγματος της συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου, παρ' όλο που τα αποτελέσματα της ανάλυσης θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν γι' αυτό το σκοπό. Το αντικείμενό τους αναφέρεται στην κατανόηση του τρόπου που η κοινωνία και η οικονομία επηρεάζουν, μέσω του μηχανισμού τους, τη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Ή, αν το θέσουμε διαφορετικά, στοχεύει να εξετάσει αν το χρηματιστήριο επηρεάζεται από το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί.

Οι εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες, μαζί με τους κοινωνικοπολιτικούς παράγοντες, φαίνεται να επηρεάζουν σημαντικά την εξέλιξη του χρηματιστηριακού δείκτη. Υπάρχει μια σημαντική επίδραση της επένδυσης στο εξωτερικό, καθώς επίσης και της επίδρασης της σύνταξης ενέργειας και των εγχώριων επιτοκίων. Η ξένη ανταγωνιστικότητα φαίνεται να έχει μέχρι τώρα τη μεγαλύτερη ερμηνευτική δύναμη, ακολουθούμενη από παράγοντες, όπως κοινωνικοπολιτικοί παράγοντες και εγχώριες επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτοί οι παράγοντες δείχνουν να δίνουν υπερβολικό βάρος στην οικονομική δραστηριότητα και τα κέρδη των εταιριών τα οποία φαίνεται πως έχουν μικρότερη επίδραση. Αυτό το άρθρο έχει αναλύσει τις διακυμάνσεις του χρηματιστηριακού δείκτη βάση της αρχικής υπόθεσης ότι στη μικρή ελληνική κεφαλαιαγορά, η συμπεριφορά του χρηματιστηριακού δείκτη επηρεάζεται σημαντικά από εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες και κοινωνικοπολιτικούς παράγοντες παρά από τα κέρδη των επιχειρήσεων και

---

<sup>50</sup> Πετράκης Π., Αλεξιάκης Π., «Εμπορικές και αναπτυξιακές τράπεζες», σελ. 74-79.

την οικονομική δραστηριότητα. Αυτή η υπόθεση δεν έχει απορριφθεί από τους εμπειρικούς ελέγχους που πραγματοποιήθηκαν. Οι εξωτερικές εξελίξεις, οι εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες στο εσωτερικό και το κοινωνικοπολιτικό περιβάλλον φαίνεται να έχουν ισχυρή επίδραση στη συμπεριφορά του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Από μεθοδολογικής άποψης, η εξέταση της υπόθεσης της γνωστής ασθενούς αποτελεσματικότητας, είναι το πρώτο βήμα που ακολουθείται σε τέτοιες μελέτες. Αυτό είναι απαραίτητο διότι οποιαδήποτε επίδραση των παρελθόντων τιμών της ίδιας αγοράς πρέπει να ληφθεί υπόψη πριν μελετηθούν οι παράλληλες κινήσεις αυτής της αγοράς με άλλες αγορές.

Μια άλλη μελέτη<sup>51</sup> από τους αναλύει μακροπρόθεσμες κινήσεις μεταξύ αναδυόμενων αγορών. Η ανάλυση δεν προσφέρει μόνο πληροφορίες για τις κινήσεις της αγοράς, αλλά επίσης ερευνά τις πηγές των κινήσεων, που μπορεί να είναι το αποτέλεσμα κάποιων συστηματικών δυνάμεων που επιδρούν στις αγορές. Πολλά υποδείγματα τιμολόγησης παγίων προτείνουν ότι οι μετοχικές αποδόσεις μπορεί να σχετίζονται με την μακρό-οικονομία του κράτους. Τα χρηματοοικονομικά χρεόγραφα αντιπροσωπεύουν απαιτήσεις έναντι της παρούσης και μελλοντικής παραγωγής της οικονομίας, και οι κινήσεις των τιμών τους μπορεί να αντικατοπτρίζουν αλλαγές στην οικονομική δραστηριότητα μακροχρονίως.

Οι παραπάνω (Πετράκης Π. και Αλεξάκης Π.) μεταξύ άλλων, ερεύνησαν την πιθανή σχέση μεταξύ των μετοχικών αποδόσεων στις ΗΠΑ και της μακροοικονομίας της πολιτείας των ΗΠΑ. Αυτή η μελέτη δεν ερεύνησε κινήσεις ενός μεμονωμένου χρηματιστηρίου, αλλά σχετικές κινήσεις διαφορετικών διεθνών χρηματιστηριακών αγορών. Για χώρες που οι οικονομίες τους σχετίζονται πολύ μεταξύ τους, οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις στη μία χώρα μπορούν να επιδράσουν τις εξελίξεις στις άλλες χώρες. Η παρούσα ανάλυση εξετάζει αν σχετικές

---

<sup>51</sup> Ο.π., σελ.91-94

μακροχρόνιες κινήσεις από διαφορετικές αναπτυσσόμενες αγορές μπορούν να σχετιστούν με παρόμοιες μακροχρόνιες κινήσεις στις μακροοικονομικές μεταβλητές.

Το εμπειρικό μέρος χρησιμοποιεί την ανάλυση Gonzalo and Granger (1995), η οποία επιτρέπει μια διάσπαση των δυναμικών ενός πολυμεταβλητού συστήματος σε μόνιμα και μεταβατικά στοιχεία και επιτρέπει τη μακροχρόνια ανάλυση στοιχείων μεταξύ υποσυστημάτων μέσα σε ένα πλαίσιο συνολοκλήρωσης. Για ένα σύστημα ή υποσύστημα μεταβλητών, η μακροπρόθεσμη συμπεριφορά του κατευθύνεται από ένα σχετικά μικρό αριθμό κοινών μόνιμων στοιχείων.

Επιπλέον, η θεωρία κερδοσκοπικής τιμολόγησης (APT) προτείνει πως οι μακροοικονομικοί παράγοντες μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως πληρεξούσιοι για διεισδυτικούς παράγοντες κινδύνου. Μια ίδια μελέτη, επεκτείνει τη βιβλιογραφία λαμβάνοντας υπ' όψη τη σχέση μέσα σε ένα πλαίσιο αναδυόμενων αγορών. Προτείνουν ένα πολυπαραγοντικό υπόδειγμα για τις αποδόσεις χωρών που ενσωματώνουν το βαθμό ολοκλήρωσης της χώρας, και ως εκ τούτου, επιτρέπουν παγκόσμιους και τοπικούς παράγοντες να επηρεάσουν τις αποδόσεις. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι η προσφορά χρήματος ο πληθωρισμός, η βιομηχανική παραγωγή και τα επιτόκια και βρίσκουν πως αυτές οι μεταβλητές είναι σημαντικές όταν σχετίζονται με αναδυόμενες αποδόσεις μετοχών. Όταν θεωρούμε ένα μεγαλύτερο αριθμό μεταβλητών η ερμηνευτική δύναμη του υποδείγματος βελτιώνεται σημαντικά έτσι ώστε να είναι ικανή να ερμηνεύσει ένα μεγάλο μέρος απόδοσης της διακύμανσης για τις περισσότερες αναδυόμενες αγορές. Οι μακροοικονομικές επιδράσεις της τιμής στα κέρδη και τη μερισματική απόδοση είναι περισσότερο εμφανείς. Αυτή η απόδειξη φαίνεται να δίνει έμφαση σ' ένα υπόδειγμα όπου οι τοπικοί παράγοντες είναι πιο σχετικοί έτσι ώστε η ομοιότητα στις θέσεις μεταξύ των αγορών δεν είναι αναμενόμενη.

Παρ' όλα αυτά, αυτή η μελέτη χρησιμοποιεί αυτό τον αριθμό των μεταβλητών για να ερευνήσει το βαθμό της ομοιότητας μεταξύ των αποδόσεων στις αναδυόμενες χρηματαγορές. Ένας αριθμός κύριων στοιχείων εξάγεται και παλινδρομείτε με τις αποδόσεις για κάθε αγορά. Βρέθηκε πως οι αποδόσεις των αναδυόμενων αγορών έχουν όντως παρόμοιες εκθέσεις σ' έναν αριθμό αυτών των παραγόντων. Η ομοιότητα είναι ιδιαίτερος εμφανής όταν λαμβάνονται υπ' όψη οι περιοχές. Τα πορίσματα της ομοιότητας στις εκθέσεις μεταξύ των αγορών έχουν εφαρμογές για τους ξένους επενδυτές καθώς προτείνουν ένα περιορισμό στη διαφοροποίηση, ιδιαίτερος συγκεντρωμένη σε τοπικό επίπεδο. Αυτά τα αποτελέσματα είναι σχετικά όταν λαμβάνεται υπ' όψη ότι πολλοί επενδυτές κερδίζουν την είσοδο στις αναδυόμενες αγορές μέσω των χαρτοφυλακίων. Τα συμπεράσματα επίσης προτείνουν πως οι επενδυτές πρέπει να διαφοροποιηθούν σε ειδικά τοπικά ομόλογα. Τα πορίσματα έχουν επίσης εφαρμογή σε διεθνή υποδείγματα τιμολόγησης παγίων που ισχύουν στις αναδυόμενες αγορές. Αυτά τα υποδείγματα δεν πρέπει μόνο να μελετούν το επίπεδο ολοκλήρωσης μιας χώρας με άλλες παγκόσμιες χρηματαγορές, αλλά πρέπει επίσης να μεριμνούν για το για τοπικό επίπεδο ολοκλήρωσης μιας χώρας.

Μια άλλη συμβολή γι' αυτό το θέμα προσφέρει η έρευνα του Morelli (2001)<sup>52</sup>, ο οποίος ερεύνησε τη σχέση μεταξύ της τεκμαρτής μεταβλητότητας για το χρηματιστήριο της Μεγάλης Βρετανίας και έναν αριθμό μακροοικονομικών μεταβλητών. Σε όρους εκτίμησης VAR, βρέθηκε μια σημαντική σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής μεταβλητότητας σε συνάρτηση με την ικανότητα της μακροοικονομικής μεταβλητότητας να προβλέπει την χρηματιστηριακή μεταβλητότητα. Οι έλεγχοι της συνδυασμένης και ταυτόχρονης ερμηνευτικής δύναμης της μακροοικονομικής μεταβλητότητας βρέθηκαν πως είναι απογοητευτικά εφ'

---

<sup>52</sup> Ο.π., σελ.107-111.

όσον δε βρέθηκε ισχυρή σχέση. Βρέθηκε, ωστόσο, πως η συμπερίληψη της τεκμαρτής (implied) μεταβλητότητας του πληθωρισμού στην τεκμαρτή μεταβλητότητα της ισορροπίας του χρηματιστηρίου κατέληγε σε μια βελτίωση της καλής εναρμόνισης βασισμένη στη διαφορά της αξίας της πιθανότητας υστέρησης.

Οι μετοχικές αποδόσεις αλλάζουν σταθερά και η μεταβλητότητα που υπάρχει μέσα στο χρηματιστήριο μπορεί να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας ARCH υποδείγματα. Αυτή η μελέτη έχει εξετάσει αν η μεταβαλλόμενη τεκμαρτή μεταβλητότητα στο χρηματιστήριο μπορεί να ερμηνευτεί, μερικώς, από την τεκμαρτή μεταβλητότητα που υπάρχει μεταξύ μακροοικονομικών μεταβλητών. Βάση των μακροοικονομικών μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν, μπορεί κανείς να συμπεράνει πως η μεταβλητότητα στις επιλεγμένες μακροοικονομικές μεταβλητές δεν εξηγεί τη μεταβλητότητα στο χρηματιστήριο.

Ξεκινώντας με το αν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς για το Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, προσπαθεί να διερευνήσει αν είναι δυνατόν να κατασκευαστούν υποδείγματα που ερμηνεύουν τη συμπεριφορά των μετοχών και να εκτιμηθεί η δυναμικότητά τους. Σ' ένα δεύτερο στάδιο προσπαθεί να θεμελιώσει τις σχέσεις αιτιότητας μεταξύ του δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών σε σχέση με διάφορες μακρο-οικονομικές μεταβλητές, όπως την προσφορά χρήματος, τα επιτόκια, τον πληθωρισμό και την οικονομική ανάπτυξη. Καταλήγει στο ότι η ελληνική αγορά δεν είναι ασθενώς αποτελεσματική και ότι οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται αρχικά από την ίδια τους τη δυναμική και ύστερα από τον πληθωρισμό, το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και τέλος από την προσφορά χρήματος.

Επιπλέον, εξετάστηκε πως η ανακοίνωση μακροοικονομικών ειδήσεων επηρεάζει την αβεβαιότητα στις εγχώριες και ξένες χρηματιστηριακές συναλλαγές. Η μελέτη επικεντρώθηκε στην επίδραση του απολογισμού απασχόλησης, του δείκτη παραγωγής και δείκτη κατανάλωσης,



που ακολουθούνται ευρέως από τους επενδυτές των ΗΠΑ και του εξωτερικού. Συνεπώς, η αβεβαιότητα που σχετίζεται με τον απολογισμό αυτών των δεικτών αναμένεται να αντικατοπτρίζεται και στα αμερικανικά και στα ξένα χρηματιστήρια. Τα συγκριτικά αποτελέσματα από αυτές τις αγορές είναι ιδιαίτερος σημαντικά αφότου οι ΗΠΑ είναι ένας σημαντικός εμπορικός συνétairos της Φιλανδίας και η φιλανδική οικονομία εξαρτάται κατά πολύ από τις οικονομίες των εμπορικών της συνεταιίρων. Επιπλέον, το χρηματιστήριο του Ελσίνκι (HSE) είναι ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα ενός μικρού τεχνολογικά προσανατολισμένου χρηματιστηρίου στο οποίο το μερίδιο της ξένης ιδιοκτησίας αναλογεί στο 71% της συνολικής της αγοραστικής αξίας.

Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν πως η επιλογή της φιλανδικής αγοράς είναι ιδιαίτερος ενδιαφέρουσα εφ' όσον οι τεκμαρτές αστάθειες από αυτές τις αγορές συμπεριφέρονται παρόμοια. Επιπροσθέτως, οι έλεγχοι της αιτιότητας φανερώνουν πως η αβεβαιότητα περνά από την αγορά των Η.Π.Α στη φιλανδική αγορά.

Τα πορίσματα αυτής της έρευνας επικυρώνουν την υπόθεση πως η τεκμαρτή αστάθεια αυξάνεται πριν τον απολογισμό των μακροοικονομικών ειδήσεων και μειώνεται μετά την ανακοίνωση τους. Αυτό δείχνει πως η αβεβαιότητα που αφορά το περιεχόμενο αυτών των ειδήσεων είναι ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει το επίπεδο της αγοραστικής αβεβαιότητας. Παρόμοια συμπεριφορά παρατηρείται και στις δυο αγορές. Αυτό υπονοεί πως η αβεβαιότητα που συνοδεύεται από την ανακοίνωση μακροοικονομικών ειδήσεων αντικατοπτρίζεται στο χρηματιστήριο της Φιλανδίας. Από τις ανακοινώσεις μακροοικονομικών ειδήσεων, ο απολογισμός της εργασίας έχει τη μεγαλύτερη επίδραση στην αβεβαιότητα και των δυο αγορών.

Η τεκμαρτή αστάθεια θεωρείται πως αυξάνεται διαδοχικά σε σταθερό βαθμό όσο ο χρόνος για την ανακοίνωση ειδήσεων μειώνεται. Τα

αποτελέσματα δείχνουν πως η τεκμαρτή αστάθεια δε συμπεριφέρεται σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, αλλά κάνει ένα άλμα ακριβώς πριν την ανακοίνωση. Μια πιθανή ερμηνεία είναι πως οι επενδυτές στην αγορά χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων είναι μη-προβλεπτικοί, προσαρμόζοντας τις απόψεις τους σχετικά με την αβεβαιότητα μόνο μια μέρα πριν την ανακοίνωση. Ακόμη, τα συμπεράσματα αποκαλύπτουν πως όλη η επίδραση αφομοιώνεται την ημέρα της ανακοίνωσης. Τα πορίσματα αυτής της μελέτης έχουν σημαντικές εφαρμογές. Η αβεβαιότητα που συνδέεται με την ανακοίνωση μακροοικονομικών ειδήσεων στις ΗΠΑ, επηρεάζει άμεσα την αποτίμηση μετοχών και χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων όχι μόνο στην αμερικανική αγορά αλλά και σε ξένες αγορές. Η σημασία της αλλαγής στην τεκμαρτή αστάθεια γύρω από μια μέρα αναγγελιών είναι αρκετά μεγάλη ώστε να έχει σημαντική επίδραση στις τιμές των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων.

Από όλα τα παραπάνω διαπιστώθηκε η αλληλεξάρτηση μεταξύ χρηματιστηρίων και βασικών μακροοικονομικών παραγόντων σε πέντε Ασιατικές χώρες, όπως Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Σιγκαπούρη και Ταϊλάνδη. Μελετήθηκε την παρουσία μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων σχέσεων μεταξύ χρηματιστηριακών δεικτών και μιας ομάδας επιλεγμένων μακρό-οικονομικών μεταβλητών, όπως, ΑΕΠ, δείκτης κατανάλωσης, προσφορά χρήματος, επιτόκια και συναλλαγματική ισοτιμία από το 1985-1996. Η αναζήτηση αλληλοσυσχέτισης μεταξύ χρηματιστηρίων και μακροοικονομικών μεταβλητών έχει εφαρμογές για τους επενδυτές, καθώς επίσης και για αυτούς που ασκούν οικονομική πολιτική. Η βραχυπρόθεσμη ανάλυση θα αποκαλύψει βασικές λειτουργίες των χρηματιστηρίων για την αναγνώριση αλλαγών στις οικονομικές καταστάσεις, ή για την ανακοίνωση της μελλοντικής απόδοσης της μακροοικονομίας.

Οι έλεγχοι αιτιότητας κατά Granger<sup>53</sup> συλλαμβάνουν την αιτιακή σχέση από τις μακροοικονομικές μεταβλητές στις μετοχές για τα πέντε Ασιατικά χρηματιστήρια. Τα πορίσματα δείχνουν πως οι τιμές του παρελθόντος των μακροοικονομικών μεταβλητών σ' αυτές τις Ασιατικές χώρες είναι ικανές να προβλέψουν μελλοντικές αλλαγές στους χρηματιστηριακούς τους δείκτες. Βρίσκουν αποδείξεις αιτιότητας από χρηματιστηριακούς δείκτες S&P στις μακροοικονομικές μεταβλητές σε μια σειρά περιπτώσεων από το S&P στο καθαρό εθνικό προϊόν και στο δείκτη τιμών του καταναλωτή και στις πέντε Ασιατικές χώρες, από τον S&P στην προσφορά χρήματος και στα ονομαστικά επιτόκια στην Ινδονησία, Μαλαισία και Ταϊλάνδη και από τον S&P στη συναλλαγματική ισοτιμία για τις Φιλιππίνες και τη Σιγκαπούρη. Οι παρατηρούμενες διαθέσιμες αιτιότητες υποστηρίζουν την τυπική άποψη πως το χρηματιστήριο είναι ένας σημαντικός παράγοντας μεταξύ των ηγετικών οικονομικών δεικτών. Τα ευρήματα της αμφίδρομης αιτιότητας επιβεβαιώνουν τους θεμελιώδεις και θεωρητικούς δεσμούς μεταξύ των μακροοικονομικών μεταβλητών στην περιοχή της Ασίας. Η ανάλυση καινοτομιών τείνει να προτείνει πως τα χρηματιστήρια των πέντε Ασιατικών χωρών αλληλεπιδρούν δυναμικά με άλλους μακρό-οικονομικούς παράγοντες. Μεγαλύτερη από την παραλλαγή του S&P μπορεί να συλληφθεί από τις καινοτομίες στα επιτόκια, την προσφορά χρήματος και στο ΑΕΠ, ενώ ισχύει και το αντίστροφο. Ο ουσιώδης ρόλος της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην ανάλυση για τις Φιλιππίνες, δηλώνει την παρουσία του στην μακροχρόνια σχέση συνολοκλήρωσης. Επομένως, οι αιτιακές σχέσεις που οι μακροοικονομικές μεταβλητές προκάλεσαν στις τιμές των μετοχών είναι ποσοτικά στηριγμένες από καινοτομίες στη λογιστική ανάλυση.

Τέλος, ασχολήθηκαν αρχικά με την ορθολογικότητα του ισπανικού χρηματιστηρίου. Προσδιορίζουν την ορθολογικότητα ως την ικανότητα της

---

<sup>53</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Granger\\_causality](http://en.wikipedia.org/wiki/Granger_causality)

αγοράς να καθοδηγείται από τους βασικούς μακρό-οικονομικούς της παράγοντες μακροχρονίως. Το πλαίσιο για την ανάλυση είναι ένα VAR υπόδειγμα που περιλαμβάνει το χρηματιστηριακό δείκτη της Μαδρίτης και τις μακροοικονομικές μεταβλητές, δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, ρυθμό πληθωρισμού και μακροπρόθεσμα επιτόκια. Αυτή η μελέτη ερευνά την παρουσία μιας μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ του χρηματιστηρίου και των μακροοικονομικών του παραγόντων με τη εξέταση της ύπαρξης συνολοκλήρωσης στο VAR υπόδειγμα. Χρησιμοποιείται η διαδικασία Johansen για τη συνολοκλήρωση και βρέθηκε πως υπάρχει ένα συνολοκλήρωμένο διάνυσμα.

Η ύπαρξη συνολοκλήρωσης στο σύστημα τους οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι μεταβλητές τείνουν να εξελίσσονται μαζί στο χρόνο. Εντούτοις, τίποτα παραπάνω δεν μπορεί να ειπωθεί για την αλληλεξάρτηση μεταξύ των μεταβλητών. Η σχέση συνολοκλήρωσης δεν μπορεί να ερμηνευτεί άμεσα, διότι οι σχέσεις δεν έχουν προσδιοριστεί.

Για να αποκτήσουν μια καλύτερη οπτική σχετικά με τις οικονομικές ενδοσχέσεις μεταξύ των μεταβλητών παρουσιάστηκε η ανάλυση αυθόρμητης ανταπόκρισης στις επιδράσεις (impulse response analysis). Αυτή η μελέτη γνωρίζει ότι η ανάλυσή της γειτνιάζει με όλες τις σχετικές μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο σύστημα. Αυτά τα συμπεράσματα είναι σύμφωνα με άλλες μελέτες στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Το χρηματιστήριο δεν αντισταθμίζει τον πληθωρισμό. Όπως αναμενεται, ο δείκτης τιμών κινείται αντίθετα προς τα επιτόκια. Αυξήσεις στη βιομηχανική παραγωγή οδηγούν σε αυξήσεις στον πληθωρισμό και σε μειώσεις στα επιτόκια. Η σχέση μεταξύ του χρηματιστηρίου και της πραγματικής δραστηριότητας εξαρτάται από τη δομή που εφαρμόζεται στο υπόδειγμα μέσω του βαθμού των μεταβλητών στο σύστημα. Η οικονομική συνοχή θα απαιτεί μια θετική σχέση μεταξύ χρηματιστηρίου και παραγωγής. Αν ισχύει

αυτή η απαιτούμενη συνοχή, τότε λέγεται πως η αγορά λειτουργεί ως ορθολογικός προφήτης της παραγωγής στην ισπανική οικονομία.

## **2.10 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΠΑΝΩ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ<sup>54</sup>**

### **2.10.1 Η επίδραση των επιτοκίων**

Έχει υποστηριχθεί πως τα επιτόκια ως μια σημαντική μεταβλητή, έχουν θετική σχέση με την οικονομική ανάπτυξη. Μέσω μιας ποικιλίας μηχανισμών, υψηλότερα πραγματικά επιτόκια παρακινούν χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και διαδοχικά οικονομική ανάπτυξη και παραγωγή. Πολλές μελέτες ερεύνησαν την επίδραση ποικίλων μακροοικονομικών παραγόντων (συμπεριλαμβανομένων των επιτοκίων και του πληθωρισμού) στο χρηματιστήριο τόσο στις αναπτυγμένες όσο και τις αναδυόμενες αγορές. Οι περισσότερες μελέτες βρίσκουν πως αυτές οι μακροοικονομικές μεταβλητές έχουν σημαντική επίδραση στο χρηματιστήριο και καταλήγουν στην παρουσία μιας μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ αυτών των μακροοικονομικών μεταβλητών και των μετοχικών τιμών και αποδόσεων. Εντούτοις, τα επιτόκια ευθύνονται για σημαντικό τμήμα της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ αποδόσεων μετοχών και πληθωρισμού. Η αρνητική αυτή σχέση τεκμηριώνεται και εξετάζει τη σχέση μεταξύ επιτοκίων και χρηματιστηριακής απόδοσης στις αναπτυγμένες οικονομίες και τεκμηριώνει μια αρνητική σχέση μεταξύ επιτοκίων και μετοχικών τιμών. Το επιχείρημα είναι πως οι άνθρωποι προτιμούν να επενδύουν στις τράπεζες παρά στο χρηματιστήριο όταν τα επιτόκια αυξάνονται, λόγω του ότι υψηλότερα επιτόκια ενδέχεται να επηρεάσουν τα χρηματιστήρια αρνητικά.

---

<sup>54</sup> Πετράκης Π., Αλεξάκης Π., «Εμπορικές και αναπτυξιακές τράπεζες», σελ. 243-247.

Εξάλλου, χρησιμοποιώντας στοιχεία από τη Νορβηγική οικονομία συμπεραίνουν ότι οι πραγματικές αποδόσεις μετοχών είναι αρνητικά σχετισμένες με τα πραγματικά επιτόκια. Επιπλέον, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια επηρεάζουν αρνητικά τις τιμές των μετοχών ενώ τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια είναι θετικά σχετισμένα με τις τιμές των μετοχών. Τέλος, στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουμε και για την ισπανική οικονομία, όπου ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου κινείται αρνητικά σε σχέση με τα επιτόκια.

### **2.10.2 Η επίδραση του δείκτη τιμών καταναλωτή**

Αναρίθμητες μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα πως η σχέση μεταξύ χρηματιστηριακών τιμών και πληθωρισμού είναι αρνητική. Αυτή η αρνητική σχέση έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρητική πρόταση πως οι μετοχές πρέπει να δρουν αντισταθμιστικά στον πληθωρισμό και πως οι τιμές αγοράς καθορίζονται από τον κίνδυνο οποίος συνδέεται με τις μελλοντικές χρηματοροές. Εντούτοις, αν ο πληθωρισμός ορίζεται από πραγματικά μέτρα τότε οι μετοχικές τιμές και ο πληθωρισμός σχετίζονται αρνητικά. Αντιθέτως, μια θετική συσχέτιση μεταξύ μετοχικών τιμών και πληθωρισμού αναμένεται όταν ο πληθωρισμός πηγάζει από νομισματικές διακυμάνσεις. Ο πληθωρισμός θα μπορούσε να επιδράσει στις μετοχικές τιμές μέσω της επίδρασης των ονομαστικών χρηματοροών, όπως τα ονομαστικά επιτόκια. Ο πληθωρισμός έχει άσχημη επίδραση στις μετοχικές τιμές καθώς αυξάνει τον πραγματικό συντελεστή φορολογίας των επιχειρηματικών κερδών, και συνεπώς τα πραγματικά κέρδη προ φόρων.

Μέσω της υποστήριξης της προσεγγιστικής υπόθεσης (proxy analysis), ο πληθωρισμός επιδρά στις χρηματιστηριακές τιμές όταν υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ πραγματικού πληθωρισμού και αύξησης στην πραγματική δραστηριότητα.

Επιπλέον, η κεντρική τράπεζα τείνει να επιδρά ενάντια στην κυκλικότητα, τον θόρυβο που προέρχεται από την πραγματική

δραστηριότητα. Η αναμενόμενη αλλαγή στην πραγματική δραστηριότητα οδηγεί σε δημοσιονομικά ελλείμματα και σε αλλαγές στην νομισματική προσφορά. Το αποτέλεσμα είναι μια ταυτόχρονη αλλαγή στον πληθωρισμό και τις μετοχικές τιμές, όσο αυτές οι τιμές συνήθως αντικατοπτρίζουν αλλαγές στην οικονομική δραστηριότητα.

Υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του πληθωρισμού και των μετοχικών τιμών, η οποία είναι σύμφωνη με την ισορροπία σε μια αγορά με ορθολογικούς μετέχοντες.

Τέλος, καταλήγουμε σε μια σχέση μεταξύ πληθωρισμού και χρηματοοικονομικών μέτρων μέσω των αλλαγών της κατάστασης ισορροπίας στον νομισματικό τομέα.

### 2.10.3 επίδραση της βιομηχανικής παραγωγής

Χρησιμοποιώντας στοιχεία από την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, βρήκαμε ότι οι αποδόσεις μετοχών έχουν αιτιακή κατά Granger σχέση με την πραγματική δραστηριότητα. Οι αποδόσεις μετοχών είναι θετικά σχετισμένες με την ανάπτυξη της βιομηχανικής παραγωγής. Οι Domian and Louton (1997)<sup>55</sup> χρησιμοποιώντας μια βηματική αυτοπαλλίνδρομη ανάλυση για τις αποδόσεις μετοχών και την πραγματική δραστηριότητα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αρνητικές αποδόσεις μετοχών ακολουθούνται από απότομες μειώσεις στα ποσοστά ανάπτυξης της βιομηχανικής παραγωγής. Επιπλέον, οι θετικές αποδόσεις μετοχών προκαλούν περισσότερο σταδιακές αυξήσεις στην πραγματική δραστηριότητα.

Οι Cambell and Ammer (1993)<sup>56</sup> έχουν αποδείξει πως η συμπεριφορά κάποιων μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, επιδρούν στις μετοχικές τιμές μέσω της επίδρασης

---

<sup>55</sup> Ο.π., σελ. 203

<sup>56</sup> Ο.π., σελ. 206

των μελλοντικών χρηματοροών, που είναι μια μεταβλητή ευρέως χρησιμοποιημένη στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, ως έχουσα μεγάλη επίδραση στις χρηματιστηριακές τιμές και τις αποδόσεις τους.

Είναι ευρέως αποδεκτό πως τα παρόντα επίπεδα μετοχών σχετίζονται θετικά με τα μελλοντικά επίπεδα πραγματικής δραστηριότητας, όπως μετριούνται από το ΑΕΠ ή τη βιομηχανική παραγωγή. Από διαίσθηση αυτά τα συμπεράσματα φαίνεται να δικαιώνονται εφόσον οι αποδόσεις είναι λειτουργία των μελλοντικών χρηματοροών, τα οποία είναι υψηλά εξαρτώμενα από τις μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις. Εντούτοις, ένας αριθμός μελετών έχει αναφέρει μια σχέση μεταξύ παρελθούσης (ή παρούσης) παραγωγής και μετοχικών αποδόσεων. Υπάρχει μια σχέση μεταξύ ταυτόχρονων μέτρων μετοχικών αποδόσεων των ΗΠΑ και βιομηχανικής παραγωγής η οποία ήταν θετική και υψηλά σημαντική. Η σχέση μεταξύ της αλλαγής με υστέρηση στη βιομηχανική παραγωγή των ΗΠΑ και την απόδοση του δείκτη S&P 500 χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία από το 1962 μέχρι το 1981. Καταλήξαμε πως οι παρούσες μετοχικές αποδόσεις σχετίζονται με τη βιομηχανική παραγωγή με υστέρηση δύο περιόδων. Ως εκ τούτου δεχόμαστε, πως η πραγματική δραστηριότητα σχετίζεται θετικά με της μετοχικές αποδόσεις.



### **3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

## **ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

### **3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ<sup>57</sup>**

Η ελληνική οικονομία αναπτύχθηκε ταχύτατα μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο πόλεμο και τον εμφύλιο. Η συνεχής σύγκλιση με τις αναπτυγμένες δυτικές χώρες όμως διακόπηκε κατά το 1980 για να ξαναρχίσει το 1995 περίπου. Στα γραφήματα δεξιά, υπάρχει μια ενδεικτική σύγκριση της ανάπτυξης στην Ελλάδα συγκριτικά με άλλες χώρες, με έτη βάσης το 1950 και 1980. Όπως φαίνεται και στα γραφήματα όταν η καμπύλη μιας χώρας είναι υψηλότερη από μιας άλλης πλουσιότερης έχουμε σύγκλιση, ενώ στην αντίθετη περίπτωση έχουμε απόκλιση.

Βλέπει κανείς ότι το από το 1965 περίπου η Ελλάδα ξεπερνάει ακόμα και την Γερμανία σε ταχύτητα ανόδου. Αντίθετα μετά το 1980 η Ελλάδα μένει τελευταία, πίσω και από τις αρκετά πιο πλούσιες ΗΠΑ. Η κατάσταση βελτιώνεται λίγο το 1989 και ακόμα περισσότερο τη διετία 1995-1996. Σήμερα το ελληνικό ΑΕΠ<sup>58</sup> κατά κεφαλήν σε μονάδες αγοραστικής δύναμης βρίσκεται περίπου στο 98% του μέσου όρου της ΕΕ25 με ανοδικές τάσεις.

Στις 1 Ιανουαρίου 2002 η Ελλάδα, και οι άλλες έντεκα τότε χώρες της ευρωζώνης απέκτησαν κοινό νόμισμα, το ευρώ. Η ένταξης της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ έγινε το 2001 μετά την επιτυχή πορεία σύγκλισης των

---

<sup>57</sup> [http://www.seodi.gr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=39%3A2009-10-27-17-39-29&catid=2%3A2009-10-09-10-12-58&Itemid=20&lang=](http://www.seodi.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=39%3A2009-10-27-17-39-29&catid=2%3A2009-10-09-10-12-58&Itemid=20&lang=)

<sup>58</sup> Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ή ΑΕΠ) (αγγλ. Gross Domestic Product - GDP) είναι το σύνολο όλων των προϊόντων και αγαθών που παράγει μια οικονομία, εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες. Με άλλα λόγια είναι η συνολική αξία όλων των τελικών αγαθών (υλικών και άυλων) που παράχθηκαν εντός μιας χώρας σε διάστημα ενός έτους, ακόμα και αν μέρος αυτού παράχθηκε από παραγωγικές μονάδες που ανήκουν σε κατοίκους του εξωτερικού

δημοσιονομικών μεγεθών και την ικανοποίηση κατά τη διάρκεια του 2000 των (τεσσάρων από τα πέντε) κριτηρίων της συνθήκης του Μάαστριχτ<sup>59</sup> (πληθωρισμός<sup>60</sup>, έλλειμμα γενικής κυβέρνησης, δημόσιο χρέος, μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών<sup>61</sup>, μακροπρόθεσμο επιτόκιο<sup>62</sup> δανεισμού). Το ακαθάριστο προϊόν συνέχισε να αυξάνεται με ρυθμούς άνω του ευρωπαϊκού μέσου όρου εν μέρει λόγω των επενδύσεων σε υποδομές σχετιζόμενες με τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004, αλλά και λόγω της ευκολίας πρόσβασης σε πιστώσεις για καταναλωτικές δαπάνες. Ωστόσο η Ελλάδα από το 2001 έως και το 2005 βρέθηκε να παραβιάζει το κριτήριο για έλλειμμα κάτω από 3% του Συμφώνου Σταθερότητας (το οποίο έχει σκοπό να διασφαλίζει ότι τα κράτη μετά την ένταξη στην ευρωζώνη και την ικανοποίηση των κριτηρίων του Μάαστριχτ, συνεχίζουν να τα τηρούν).

Από τα τέλη του 2009 και αρχές 2010, εξαιτίας συνδυασμού διεθνών (οικονομική κρίση) και τοπικών (ανεξέλεγκτες δαπάνες κατά την περίοδο μέχρι τις εκλογές του 2009) παραγόντων η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα, καθώς έχει το δεύτερο μεγαλύτερο

---

<sup>59</sup> Η Συνθήκη του Μάαστριχτ, επίσημα γνωστή ως Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, θεωρείται σήμερα ίσως η σημαντικότερη και ιστορικότερη συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ηπείρου και η δεύτερη ομοίως σε παγκόσμια κλίμακα μετά εκείνης της ίδρυσης του ΟΗΕ. Ιστορικά, δεν υπήρξε ποτέ στη παγκόσμια ιστορία παρόμοια συνθήκη με τόσο πλούσιο οικονομικό, πολιτικό, κοινωνικό και πολιτισμικό περιεχόμενο που να διατηρούσε ταυτόχρονα και το "ισότιμον" των Μελών Χωρών.

<sup>60</sup> Πληθωρισμός είναι η συνεχής αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών μιας οικονομίας μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Ο πληθωρισμός μπορεί να είναι είτε θετικός, είτε αρνητικός (οπότε μιλάμε για αντιπληθωρισμό), όπως για παράδειγμα στην Ιαπωνία την τελευταία δεκαετία. Ας σημειωθεί ότι πληθωρισμός είναι η μεταβολή των τιμών. Δεν υφίσταται όταν οι τιμές σταθεροποιηθούν, ανεξαρτήτως αν είναι υψηλές ή όχι. Σε μια οικονομία όταν μετράμε τον πληθωρισμό, στην ουσία μελετάμε την ποσοστιαία μεταβολή του επιπέδου των τιμών, όχι για το σύνολο των αγαθών ή παροχή υπηρεσιών που καταναλώνονται, αλλά για κάποια συγκεκριμένα αγαθά ή υπηρεσίες, το σύνολο των οποίων παλαιότερα καλούνταν "καλάθι της νοικοκυράς", ενώ πλέον χρησιμοποιείται το πολιτικά ορθότερο "καλάθι του καταναλωτή".

Για να μετρηθεί ο πληθωρισμός, λαμβάνεται υπόψη το ποσοστό μεταβολής του επιπέδου τιμών κατά την διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου.

<sup>61</sup> Το Σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Μπρέττον Γουντς ήταν ένα σύστημα το οποίο προσδιόριζε σταθερές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων των χωρών που συμμετείχαν σε αυτό.

<sup>62</sup> Επιτόκιο είναι το κόστος του χρήματος, δηλαδή η τιμή για τη χρήση συγκεκριμένου χρηματικού κεφαλαίου για συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Υπάρχουν πολλά είδη επιτοκίων μέσα σε μια καπιταλιστική οικονομία. Επιτόκιο δανεισμού, καταθέσεως, πιστωτικών καρτών, διατραπεζικό, διακρατικό και πολλά άλλα. Συνήθως όταν αναφερόμαστε στο επιτόκιο ως τιμή εννοούμε μια συνισταμένη που αντιπροσωπεύει όλα τα είδη των επιτοκίων. Όλα τα είδη των επιτοκίων έχουν την ίδια κατεύθυνση.

ετήσιο έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού και το δεύτερο μεγαλύτερο δημόσιο χρέος στην Ευρωπαϊκή Ένωση<sup>63</sup>.

### 3.2 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΗΜΕΡΑ<sup>64</sup>

Η Ελλάδα είναι μια ανεπτυγμένη χώρα, με ένα υψηλό επίπεδο διαβίωσης και "πολύ υψηλό" Δείκτη Ανθρώπινης Ανάπτυξης<sup>65</sup>, όπου κατατάσσεται 22<sup>η</sup> στον κόσμο το 2010, και 22η στον δείκτη του The Economist<sup>66</sup> του 2005 για την ποιότητα ζωής παγκοσμίως. Με βάση τα στοιχεία της Eurostat το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας ήταν ίσο με το 95% του μέσου όρου της ΕΕ το 2008. Οι κύριοι μεγάλοι κλάδοι της Ελληνικής οικονομίας είναι ο τουρισμός, η ναυτιλία, η βιομηχανική παραγωγή τροφίμων και η επεξεργασία καπνού, η υφαντουργία, τα χημικά, τα προϊόντα μετάλλου, η μεταλλευτική και η μονάδες διύλισης πετρελαίου.

Η μεγέθυνση του ΑΕΠ της Ελλάδος είναι επίσης, κατά μέσον όρο, από τις αρχές του 1990 υψηλότερη από αυτόν του μέσου όρου των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εντούτοις, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σημαντικά προβλήματα, περιλαμβανομένων και της αύξησης των επιπέδων της ανεργίας, την γραφειοκρατία και την διαφθορά.

<sup>63</sup> Η Ευρωπαϊκή Ένωση ή ΕΕ είναι μια συνομοσπονδία είκοσι επτά κρατών. Καθιερώθηκε το 1992 από την Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (Συνθήκη του Μάαστριχτ), και είναι ο εκ των πραγμάτων διάδοχος των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΕΚΑΧ, ΕΟΚ, ΕΥΡΑΤΟΜ) των έξι κρατών-μελών που ιδρύθηκαν το 1951, το 1957 και το 1965. Από τότε νέες διευρύνσεις έχουν αυξήσει τον αριθμό των κρατών μελών της και οι αρμοδιότητές της έχουν επεκταθεί. Η Ευρωπαϊκή Ένωση θεωρείται ως η ισχυρότερη ένωση κρατών μέχρι σήμερα στην παγκόσμια ιστορία, με οικονομικό, πολιτικό, κοινωνικό και πολιτιστικό περιεχόμενο. Η ΕΕ αποτελεί το τρέχον στάδιο μιας ανοιχτής διαδικασίας ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης.

<sup>64</sup> Πελαγίδης Θ., Μητσόπουλος Μ., «Η στιγμή της στροφής για την ελληνική οικονομία», σελ.135-138.

<sup>65</sup> Ο Δείκτης Ανθρώπινης Ανάπτυξης (ΔΑΑ), αποτελεί μέτρο σύγκρισης του προσδόκιμου ηλικίας, του αλφαριθμητισμού, της εκπαίδευσης και της ποιότητας ζωής ανά τον κόσμο. Με βάση αυτόν το Δείκτη, γίνεται χαρακτηρισμός μιας χώρας σε υπανάπτυκτη ή αναπτυσσόμενη ή αναπτυγμένη και επίσης για να μετρήσει την επίδραση των οικονομικών πολιτικών στην ποιότητα ζωής.

<sup>66</sup> Το The Economist είναι ένα εβδομαδιαίο περιοδικό που εκδίδεται στην Μεγάλη Βρετανία. Περιέχει διεθνείς ειδήσεις, από τη Μεγάλη Βρετανία και όπως φαίνεται και στον τίτλο του, οικονομικά νέα.

Εκδίδεται συνεχώς από το 1843, και το 2006 τυπώνεται σε ένα εκατομμύριο αντίτυπα την εβδομάδα, από τα οποία τα μισά κυκλοφορούν στην Βόρεια Αμερική.

Εμφανίζει ισχυρή άποψη για πολλά θέματα, ιδιαίτερα στα οικονομικά, στα οποία υποστηρίζει το ελεύθερο εμπόριο και τις φιλελεύθερες οικονομικές θεωρίες.

Το 2009, η Ελλάδα την δεύτερη χαμηλότερη κατάταξη στην ΕΕ σύμφωνα με τον Δείκτη Οικονομικής Ελευθερίας (μετά την Πολωνία), ενώ κατατάσσεται 81η παγκοσμίως. Η χώρα υποφέρει από υψηλά επίπεδα πολιτικής και οικονομικής διαφθοράς και χαμηλή ανταγωνιστικότητα συγκριτικά με τους Ευρωπαίους εταίρους της.

Ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας γύρισε σε αρνητικό πρόσημο το 2009 για πρώτη φορά από το 1993. Μια ένδειξη της τάσης υπερχρέωσης τα περασμένα χρόνια είναι το γεγονός ότι η αναλογία ιδιωτικών δανείων προς καταθέσεις ξεπέρασε τις 100 μονάδες (αναλογία δηλαδή μεγαλύτερη του 1 προς 1) κατά την διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του έτους 2007.

Μέχρι το τέλος του 2009, ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της διεθνούς οικονομικής κρίσης και εσωτερικών παραγόντων (ανεξέλεγκτης σπατάλης μέχρι τις εκλογές του Οκτωβρίου 2009), η Ελληνική οικονομία αντιμετώπισε την πιο σοβαρή της κρίση από το 1993, με το υψηλότερο δημόσιο έλλειμμα (αν και κοντά σε αυτό της Ιρλανδίας και του Ηνωμένου Βασιλείου) καθώς και το δεύτερο υψηλότερο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην ΕΕ. Το δημόσιο έλλειμμα του 2009 έφτασε στο 13.6% του ΑΕΠ. Αυτό, και τα αυξανόμενα επίπεδα χρέους (στο 113% του ΑΕΠ το 2009) οδήγησαν σε υψηλό κόστος δανεισμού, που προκάλεσε μια σοβαρή οικονομική κρίση. Η Ελλάδα προσπαθεί να καλύψει το υπερβολικό δημόσιο έλλειμμα της στα ίχνη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

Το εργατικό δυναμικό της Ελλάδος φτάνει συνολικά τα 4.9 εκατομμύρια, και είναι το δεύτερο πιο σκληρά εργαζόμενο ανάμεσα στις χώρες του ΟΟΣΑ, μετά την Νότιο Κορέα. Το Κέντρο Ανάπτυξης του Γκρόνιγκεν<sup>67</sup> δημοσίευσε μια έρευνα που αποκάλυπτε ότι μεταξύ του 1995 και του 2005, η Ελλάδα ήταν η χώρα με το μεγαλύτερο ποσοστό ωρών εργασίας ανά εργαζόμενο ανάμεσα στα Ευρωπαϊκά έθνη. Οι Έλληνες

---

<sup>67</sup> Είναι πανεπιστήμιο στο Χρόνιγκεν της Ολλανδίας.

εργάστηκαν κατά μέσον όρο 1,900 ώρες ανά έτος, ακολουθούμενοι από τους Ισπανούς (με μέσο όρο 1,800 ώρες ανά έτος).

### 3.2.1 Η κρίση εξυπηρέτησης του χρέους του 2010<sup>68</sup>

Κατά τις πρώτες εβδομάδες του 2010 παρατηρήθηκε μια ανανεωμένη ανησυχία για το υπερβάλλον δημόσιο χρέος.

Οικονομικά Συμβούλια σε Καναδά και Ευρώπη ισχυρίστηκαν ότι η δυσχερής θέση μερικών χωρών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας στην οποία περιήλθαν σήμερα είναι το αποτέλεσμα μιας δεκαετίας Κεϊνσιανών πολιτικών δανεισμού που επιδίωξαν τοπικοί διαμορφωτές της πολιτικής από κοινού με αυτάρεσκους κεντρικούς τραπεζίτες της ΕΕ. Πολλοί οικονομολόγοι έχουν προτείνει την επιβολή μιας δέσμης από διορθωτικές πολιτικές για να ελέγξουν το δημόσιο χρέος, όπως την επιβολή δραστικών περιοριστικών μέτρων και ουσιαστικά υψηλότερους φόρους.

Μερικοί υψηλόβαθμοι Γερμανοί πολιτικοί αξιωματούχοι έφτασαν έως το σημείο να πούνε ότι τα επείγοντα μέτρα θα έπρεπε να επιφέρουν σκληρές ποινές στις χώρες που λαμβάνουν την Κοινοτική βοήθεια, όπως η Ελλάδα και η Ιρλανδία. Εντούτοις, τέτοια σχέδια έχουν περιγραφεί ως απαράδεκτες παραβιάσεις της εθνικής κυριαρχίας των κρατών μελών της ευρωζώνης και απορρίφθηκαν από χώρες στυλοβάτες της ΕΕ όπως η Γαλλία.

Επίσης, ασκήθηκε σκληρή κριτική ενάντια στους κερδοσκόπους για χειραγώγηση των αγορών: η Άγκελα Μέρκελ έχει δηλώσει ότι "οργανισμοί που στηρίχθηκαν με δημόσια κεφάλαια εκμεταλλεύονται την δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα και αλλού".

Τον Απρίλιο του 2010 υπογράφηκε Μνημόνιο με το ΔΝΤ<sup>69</sup> την ΕΕ και την ΕΚΤ ώστε να καλυφθεί η δανειακή ανάγκη της χώρας.

---

<sup>68</sup> Πελαγίδης Θ., Μητσόπουλος Μ., «Η στιγμή της στροφής για την ελληνική οικονομία», σελ.237-240.

### 3.3 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ<sup>70</sup>

Στη διάρκεια των τελευταίων 25-30 χρόνων συντελέστηκαν στην Ελλάδα σημαντικές ανακατατάξεις στο οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό πεδίο. Σημαία των οικονομικών και πολιτικών εξελίξεων στάθηκαν ο ευρωπαϊσμός και ο εκσυγχρονισμός της χώρας. Η αρχή της δεκαετίας του 1980 χαρακτηρίστηκε από την σοσιαλιστική αλλαγή στο πολιτικό επίπεδο και από τον στασιμοπληθωρισμό στο οικονομικό, που ήταν αποτέλεσμα της υπέρμετρης διεύρυνσης του δημοσίου σε βάρος του ιδιωτικού τομέα με πρόσχημα την δημιουργία κοινωνικού κράτους. Την δεκαετία του 1990 γίνεται μία ουσιαστική προσπάθεια σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας με τους όρους που τέθηκαν στην συνθήκη του Μάαστριχτ το 1992. Το 1996 μια σειρά οικονομικών μεγεθών θα αρχίσουν να παρουσιάζουν αλλαγές στην μακροχρόνια τάση εξέλιξης τους. Η ελληνική οικονομία μετά από μία μακρά περίοδο διαρθρωτικής κρίσης εισέρχεται σε μία νέα περίοδο μακροχρόνιας ανάπτυξης. Η οικονομική πολιτική στο διάστημα αυτό πέρασε από το στάδιο του ήπιου νεοφιλελευθερισμού το 1986, στο στάδιο του ακραιφνή νεοφιλελευθερισμού το 1990, για να μετατραπεί σε ένα μείγμα νέο - κεϋνσιανισμού το 1996.

Η άσκηση πολιτικών που είχαν ως στόχο την βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών σε συνδυασμό με τα κοινοτικά πλαίσια στήριξης και τις επενδύσεις σε δημόσια έργα προκάλεσαν αύξηση των πραγματικών μισθών και επιτάχυνση της ζήτησης. Η υψηλή επενδυτική δαπάνη οδήγησε σε μεγέθυνση του προϊόντος διαμέσου των

---

69 Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), (διεθνής ονομασία Άι-Εμ-Εφ, "IMF"), είναι ένας διεθνής οργανισμός ο οποίος επιβλέπει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα παρακολουθώντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα ισοζύγια πληρωμών και προσφέροντας οικονομική και τεχνική βοήθεια όταν του ζητηθεί. Το ΔΝΤ ιδρύθηκε στις 27 Δεκεμβρίου του 1945 στην Ουάσιγκτον, πρωτεύουσα των ΗΠΑ κατόπιν συνομολόγησης 39 Χωρών που είχαν συμβάλει στο 80% του κεφαλαίου. Η ίδρυση του Οργανισμού αυτού είχε προπαρασκευαστεί κατά τη Διεθνή Νομισματική και Χρηματοδοτική Συνδιάσκεψη που συνήλθε στο Μπρέτον Γουντς, του Νιού Χαμσάιρ των ΗΠΑ, ενάμισι χρόνο πριν, από 1ης Ιουλίου μέχρι 22 Ιουλίου του 1944. Έδρα του Οργανισμού ορίστηκε η Ουάσιγκτον ως πρωτεύουσα της χώρας με το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής.

<sup>70</sup> Πελαγίδης Θ., Μητσόπουλος Μ., «Η στιγμή της στροφής για την ελληνική οικονομία», σελ.403-416.

πολλαπλασιαστικών της αποτελεσμάτων. Η αύξηση του προϊόντος και οι προσδοκίες που αυτή προκάλεσε οδήγησε σε αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων. Επομένως, το προϊόν και οι επενδύσεις που βρίσκονται σε σχέση αμοιβαίας αλληλεξάρτησης οδήγησαν σε συνεχή άνοδο της οικονομίας. Το 2000 η Ελλάδα θα γίνει πλήρες μέλος της Ευρωπαϊκής ένωσης και η οικονομική πολιτική ασκείται πλέον σύμφωνα με τις δεσμεύσεις του σύμφωνου σταθερότητας. Βέβαια υπάρχουν ακόμη αρκετά διαρθρωτικά προβλήματα που ταλανίζουν την χώρα μας (δημόσιο χρέος, ανταγωνιστικότητα, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αναποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα κλπ) στην επίλυση των οποίων θα επικεντρωθούν οι προσπάθειες των κυβερνήσεων τα επόμενα χρόνια.

Στην συνέχεια θα αναπτυχθούν τα σημαντικότερα στάδια της ελληνικής οικονομίας. Η παρουσίαση θα ξεκινήσει από την δεκαετία του 1980 και θα έχει ως άξονα την εξέλιξη των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών.

### **3.3.1 Στάδιο της ελληνικής οικονομίας της Δεκαετίας 1980**

Στις αρχές της δεκαετίας η ελληνική οικονομία εμφάνιζε στασιμότητα. Η κυβέρνηση που εξελέγη τον Οκτώβριο του 1981 εφάρμοσε χαλαρή δημοσιονομική πολιτική σε αντίθεση με τις περισσότερες βιομηχανικές χώρες. Αύξησε σημαντικά τις δαπάνες για συντάξεις και προσάρμοσε την εισοδηματική πολιτική στα επίπεδα του πληθωρισμού, διογκώνοντας έτσι τα ελλείμματα των ασφαλιστικών ταμείων και της κεντρικής κυβέρνησης, με αποτέλεσμα η κεντρική τράπεζα να ασκεί χαλαρή νομισματική πολιτική για την χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους. Τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη αυξάνονταν με ρυθμούς άνω του 20% και

τα πραγματικά επιτόκια βρίσκονταν σε αρνητικά επίπεδα<sup>71</sup>. Ο πληθωρισμός επιταχυνόταν με ρυθμούς της τάξης του 25% και το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε το διάστημα 1981-1984. Επιπλέον το πολύπλοκο σύστημα κατανομής των πιστώσεων περιόριζε την πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα με αποτέλεσμα ο τελευταίος να εκτοπίζεται όλο και περισσότερο. Οι χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας υπονόμευαν την ανταγωνιστικότητα της και η ετήσια μεταβολή της παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής ήταν αρνητική. Η αβεβαιότητα στο οικονομικό περιβάλλον και "η αδιαφάνεια της γραφειοκρατίας" είχαν ως αποτέλεσμα οι ξένες επενδύσεις να είναι περιορισμένες. Ενώ σε άλλες χώρες οι ξένες επενδύσεις αποτέλεσαν καταλύτη για την ανάπτυξη, την παραγωγικότητα και την διάδοση των νέων τεχνολογιών, στην χώρα μας περιοριζόταν σε χαμηλά επίπεδα. Επίσης οι δημόσιες επιχειρήσεις λάμβαναν υψηλές επιδοτήσεις και με αυτό τον τρόπο προκαλούνταν στρεβλώσεις στον ανταγωνισμό.

Η προσχώρηση στις Ευρωπαϊκές Κοινότητες (ΕΚ) την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1981 σήμαινε ότι η Ελλάδα θα ανταγωνίζονταν σε περισσότερο απελευθερωμένες συνθήκες με άλλες ευρωπαϊκές χώρες οι οποίες ήταν πιο ανεπτυγμένες και αποτελεσματικές. Οι ελληνικές επιχειρήσεις ήταν ανέτοιμες και ο περιορισμός των εισαγωγικών δασμών αύξησε τις εισαγωγές ξένων προϊόντων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα οι εισαγωγές γεωργικών προϊόντων αυξήθηκαν κατά 238%, ενώ οι εξαγωγές μόνο κατά 27%. Ο δείκτης της βιομηχανικής παραγωγής μετά τον πρώτο χρόνο ένταξης στις Ευρωπαϊκές Κοινότητες σημείωσε μείωση, η ανεργία αυξήθηκε από 2,3% σε 4,4% και το έλλειμμα έφτασε στο 8,5% του ΑΕΠ<sup>72</sup>.

---

<sup>71</sup> Την δεκαετία το 1980 τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια των καταθέσεων κυμαίνονταν στα επίπεδα 13,5% με 15%, ενώ τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις στα επίπεδα 21,5% με 25,40%. Πηγή Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>72</sup> Πηγή Τράπεζα της Ελλάδος.



Τον Ιανουάριο του 1983 έγινε η πρώτη ουσιαστική προσπάθεια για την σταθεροποίηση της οικονομίας με την υποτίμηση του νομίσματος, τον περιορισμό των μισθολογικών αυξήσεων και την ήπια συστολή της πιστωτικής πολιτικής. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 1985 η προσπάθεια αυτή ανακόπηκε λόγω των εθνικών εκλογών και οι οικονομικές επιδόσεις χειροτέρευσαν περαιτέρω.

Στην Έκθεση του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 1985 είχε καταστεί πλέον αναγκαία η ριζική αλλαγή της κατεύθυνσης της μακροοικονομικής πολιτικής που θα απέβλεπε στην ταχεία άμβλυση των εσωτερικών και εξωτερικών ανισοροπιών. Για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος ήταν απαραίτητη η συντονισμένη χρησιμοποίηση μέτρων δημοσιονομικής, νομισματικής και εισοδηματικής πολιτικής.

Χαρακτηριστικά στην έκθεση επισημαίνονταν ότι "έργο της κυβέρνησης είναι να περιορίσει κατά το δυνατόν το κοινωνικό κόστος και να το κατανείμει δίκαια, αφού λάβει υπόψη της και την ανάγκη να εξασφαλιστούν πρόσφορες συνθήκες που θα ενισχύουν τα οικονομικά κίνητρα, την παραγωγικότητα, την αποταμίευση και τις παραγωγικές επενδύσεις". Στο τέλος του 1985 ανακοινώθηκε το νέο σταθεροποιητικό πρόγραμμα της κυβέρνησης και αυτή την φορά περιείχε αυστηρότερους περιορισμούς δαπανών και πιστώσεων σε συνδυασμό με μεγαλύτερη υποτίμηση του νομίσματος και άκαμπτη εισοδηματική πολιτική. Η πιστή εφαρμογή του προγράμματος επί δύο έτη σε συνδυασμό με το ευνοϊκό διεθνές κλίμα και παρά τις αντιδράσεις των εργατικών συνδικάτων κατόρθωσε να αντιστρέψει την ραγδαία επιδείνωση των μακροοικονομικών μεγεθών. Ο ρυθμός του πληθωρισμού<sup>73</sup> από το 20% που ήταν το 1985 μειώθηκε στο 16% το 1987, το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών από 8% του ΑΕΠ μειώθηκε στο 2% και οι δανειακές ανάγκες της χώρας μειώθηκαν

---

<sup>73</sup> Περίπου 4% του πληθωρισμού το 1987 οφείλονταν στην εισαγωγή του Φόρου Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ).

κατά 5%. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε μόνο κατά 0,5% το 1986 και μειώθηκε κατά 2,3% το 1987.

Μετά την ολοκλήρωση του διετούς σταθεροποιητικού προγράμματος η μακροοικονομική και εισοδηματική πολιτική έγινε πιο χαλαρή το 1988 με αποτέλεσμα η κατάσταση της οικονομίας να επιδεινωθεί εκ νέου. Ο νέος προσανατολισμός που αποσκοπούσε στην "προσαρμογή" και την "ανάπτυξη" οδήγησε στην πιστωτική επέκταση της χώρας και την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων κατά 5%. Ωστόσο το διεθνές περιβάλλον ήταν ευνοϊκό και προκάλεσε την αύξηση της παραγωγής και των επενδύσεων καθώς στις χώρες προορισμού των ελληνικών προϊόντων ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν της τάξης του 8,5%. Το ΑΕΠ το έτος αυτό αυξήθηκε κατά 3,8% και ήταν ψηλότερο από τον μέσο όρο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η βελτίωση των οικονομικών μεγεθών δεν μπόρεσε να συνεχιστεί λόγω της πολιτικής αβεβαιότητας και τον σχηματισμό ασταθών κυβερνήσεων στο τέλος της δεκαετίας. Η οικονομική πολιτική είχε γίνει πιο χαλαρή και τα μακροοικονομικά μεγέθη παρουσίαζαν ανισορροπίες. Ο κρατικός δανεισμός είχε αυξηθεί το 1989 στο 18% του ΑΕΠ. Ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού είχε ανέλθει στο 15% και το χρέος της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε στο 70% του ΑΕΠ, ενώ τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων δανείων προς τις επιχειρήσεις κυμαίνονταν στα επίπεδα του 24% καθιστώντας ασύμφορα πολλά επενδυτικά σχέδια.

Η ελληνική οικονομία την δεκαετία αυτή χαρακτηρίστηκε από λανθασμένες πολιτικές που προκάλεσαν αστάθεια και μακροοικονομική ανισορροπία. Η χώρα είχε πλέον να αντιμετωπίσει τον υψηλό πληθωρισμό, το αυξανόμενο δημόσιο χρέος, το υψηλό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, την χαμηλή ανταγωνιστικότητα και τους χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας. Το πολιτικό κλίμα δεν ευνόησε την εφαρμογή σταθερών οικονομικών πολιτικών με εξαίρεση μόνο τα έτη 1983 και 1986-

1987. Η πρόκληση της εισόδου στην ευρωπαϊκή ένωση φάνταζε όνειρο θερινής νυκτός και δεν υπήρχαν σημάδια εξόδου από τον στασιμοπληθωρισμό που ταλάνιζε για πολλά χρόνια την χώρα.

### **3.3.2 Στάδιο της ελληνικής οικονομίας της Δεκαετίας 1990**

Οι προσπάθειες της νέας κυβέρνησης που προέκυψε από τις εκλογές του Απριλίου του 1990 έπρεπε να επικεντρωθούν στην ανόρθωση της ελληνικής οικονομίας εξαιτίας των μακροοικονομικών ανισορροπιών που δημιουργήθηκαν από τις πολιτικές που ασκήθηκαν την προηγούμενη δεκαετία. Η νέα κυβέρνηση εφαρμόζοντας το φιλελεύθερο οικονομικό της πρόγραμμα, έπρεπε να ξεπεράσει τις αρνητικές διεθνείς συγκυρίες (Περσικός πόλεμος, Βαλκάνια) και να προετοιμάσει την χώρα για την είσοδο στην ενιαία οικονομική αγορά.

Στο τέλος του 1990 εξαγγέλθηκε το νέο πρόγραμμα για την σταθεροποίηση της οικονομίας για τα έτη 1991 -1993. Το πρόγραμμα έθετε ως στόχους α) την μείωση του πληθωρισμού στο επίπεδο του 8% και β) τον περιορισμό των δανειακών αναγκών του δημοσίου στο 3% του ΑΕΠ. Επίσης θα λαμβάνονταν διαρθρωτικά μέτρα για την τόνωση της αγοράς. Το 1991 ήταν το πρώτο έτος εφαρμογής του προγράμματος. Τα αποτελέσματα μπορούν να θεωρηθούν ικανοποιητικά καθώς ο πληθωρισμός μειώθηκε από το 22,9% το 1990 στο 18%, οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 4,5%, ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε στο 1,2% και το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών διαμορφώθηκε στο 3,6%. Ωστόσο τα επιτόκια χορηγήσεων δανείων προς τις επιχειρήσεις κυμαίνονταν σε πολύ υψηλά επίπεδα της τάξης του 29%. Οι διαρθρωτικές αλλαγές παρά το πολιτικό κόστος προχώρησαν ικανοποιητικά. Έγιναν σημαντικά βήματα απελευθέρωσης στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου καθώς και στην αγορά των καυσίμων. Επίσης προωθήθηκαν νόμοι για το χρηματιστήριο και την κεφαλαιαγορά και έγινε αναμόρφωση του φορολογικού συστήματος.

Το 1992 συνεχίστηκε η εφαρμογή του σταθεροποιητικού προγράμματος. Εφαρμόστηκε αυστηρή εισοδηματική και δημοσιονομική πολιτική, ενώ παράλληλα η συναλλαγματική πολιτική συνέχισε τον αντιπληθωριστικό χαρακτήρα της.

Τον Φεβρουάριο του ίδιου έτους υπογράφηκε η συνθήκη του Μάαστριχτ. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Κοινότητα προέβλεπε τη σταδιακή καθίδρυση μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής βασιζόμενης σε ένα ενιαίο νόμισμα το οποίο θα διαχειρίζεται μια ενιαία και ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα. Σύμφωνα με τη Συνθήκη, ο βασικός στόχος της ενιαίας νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής ήταν η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών και, υπό την επιφύλαξη του στόχου αυτού, η υποστήριξη των γενικών οικονομικών πολιτικών στην Κοινότητα, σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό. Οι δράσεις αυτές των κρατών μελών και της Κοινότητας συνεπάγονταν την τήρηση των ακόλουθων κατευθυντήριων αρχών: σταθερές τιμές, υγιή δημόσια οικονομικά, υγιείς νομισματικές συνθήκες και σταθερό ισοζύγιο πληρωμών. Η Συνθήκη απαιτούσε την επίτευξη υψηλού βαθμού σταθερής σύγκλισης βάσει τεσσάρων κριτηρίων:

- A. ποσοστό πληθωρισμού που προσεγγίζει το αντίστοιχο ποσοστό των τριών κρατών μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών,
- B. επίτευξη δημοσιονομικής κατάστασης χωρίς υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα, πράγμα που σημαίνει ότι το δημόσιο έλλειμμα δεν ξεπερνάει το 3% του ΑΕΠ και ότι το συνολικό δημόσιο χρέος δεν ξεπερνάει το 60% του ΑΕΠ,
- C. σταθερή σύγκλιση αντανακλώμενη στα επίπεδα των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και
- D. τήρηση των κανονικών περιθωρίων διακύμανσης του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος επί δύο τουλάχιστον χρόνια.

Το 1993 ο πολιτικός κύκλος οδήγησε εκ νέου σε χαλάρωση της μακροοικονομικής πολιτικής. Η κυβέρνηση που προέκυψε από τις εκλογές του Οκτωβρίου εξήγγειλε ότι θα ακολουθούσε συγκρατημένη δημοσιονομική πολιτική. Σε γενικές γραμμές η οικονομική δραστηριότητα την περίοδο 1990-1993 αυξήθηκε με χαμηλούς ρυθμούς της τάξης του 0,5% ετησίως. Το δημόσιο χρέος από το 80% του ΑΕΠ εκτοξεύτηκε στο 110% και τα επιτόκια διαμορφώθηκαν κοντά στα επίπεδα του 28%. Αξιόλογη εξέλιξη υπήρξε στο μέτωπο του πληθωρισμού, ο ρυθμός αύξησης του οποίου από το 20% που ήταν το 1990 μειώθηκε στο 12% το 1993. Υπό αυτές τις συνθήκες η Ελλάδα δεν ήταν σε θέση να συμμετάσχει πλήρως στην επόμενη φάση της ΟΝΕ αν δεν επιτύγχανε υψηλό ρυθμό διατήρησης της σύγκλισης σύμφωνα με τα κριτήρια της συνθήκης του Μάαστριχτ.

Τον Ιούνιο του 1994 ανακοινώθηκε το νέο οικονομικό πρόγραμμα που θα κάλυπτε την περίοδο 1994-1999. Οι βασικοί στόχοι που τέθηκαν στα πλαίσια της προσπάθειας για την σύγκλιση ήταν η μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης στο 1% μέχρι το 1999, η μείωση του πληθωρισμού στο 3,0%, η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και η μείωση του δημόσιου χρέους. Η νέα κυβέρνηση κινήθηκε υποχρεωτικά στους άξονες που είχε χαράξει η συνθήκη του Μάαστριχτ στα πλαίσια της οποίας ήταν και η κατάργηση του δικαιώματος της νομισματικής χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Τα μακροοικονομικά μεγέθη τα επόμενα χρόνια θα βελτιωθούν σημαντικά. Το 1996 θα αποτελέσει σημείο τομής στην πορεία της ελληνικής οικονομίας. Μετά από μια μακρά περίοδο διαρθρωτικής κρίσης η οικονομία θα περάσει σε μία νέα μακροχρόνια περίοδο ανάπτυξης. Η απορρόφηση των Κοινοτικών πλαισίων στήριξης και οι επενδύσεις του κράτους σε δημόσια έργα θα επιταχύνουν την ζήτηση, η οποία είναι σημαντική για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας.

Το Μάρτιο του 1998 η δραχμή εντάχθηκε στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος,

έτσι ώστε να εκπληρώσει το σχετικό κριτήριο του Μάαστριχτ. Η ένταξη συνοδεύθηκε από ταυτόχρονη υποτίμηση της δραχμής προκειμένου να διατηρηθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας. Αντίθετα με τις υποτιμήσεις που έγιναν σε πολλές άλλες χώρες την ίδια περίπου εποχή, η υποτίμηση της δραχμής δεν πυροδότησε τραπεζική και χρηματοπιστωτική κρίση. Τα χρόνια που ακολούθησαν μετά την ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, η Τράπεζα της Ελλάδος συνέχισε να ασκεί περιοριστική νομισματική πολιτική, έτσι ώστε ο πληθωρισμός να ανταποκριθεί στο σχετικό κριτήριο του Μάαστριχτ. Η δημοσιονομική πολιτική παρέμεινε περιοριστική και η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων συνεχίστηκε. Με ένα ακόμη πιο ισορροπημένο μείγμα πολιτικής, ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ επιταχυνόταν.

Τα αποτελέσματα του προγράμματος σύγκλισης ήταν πλέον ορατά. Συγκεκριμένα την εξαετία εφαρμογής του Προγράμματος Σύγκλισης 1994 - 1999 η οικονομική δραστηριότητα ακολούθησε συνεχή ανοδική πορεία και ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν 2,8%. Επίσης η εισροή πόρων από τα Διάρθρωτικά ταμεία και το Ταμείο Συνοχής της ΕΕ συνέβαλε στην αύξηση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων και αντιστοιχούσε κατά μέσο όρο στο 2,8% του ΑΕΠ. Οι συνολικές επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκαν από 18,6% το 1994 σε 23,5% το 1999. Ο πληθωρισμός περιορίστηκε στο 2,6% το 1999 από 10,6% το 1994, το έλλειμμα του δημοσίου επίσης μειώθηκε κατά 8,3 εκατοστιαίες μονάδες ως προς το ΑΕΠ, τα επιτόκια χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις μειώθηκαν στο 14% και η αποδοτικότητα του κεφαλαίου αυξήθηκε 1,8% ετησίως. Επίσης ο μέσος πραγματικός μισθός αυξήθηκε 2,8% ετησίως όσο και η παραγωγικότητα της εργασίας που σημείωσε μία από τις υψηλότερες ετήσιες αυξήσεις μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών (2,8% έναντι 1,2% της ευρωζώνης). Τέλος η συνολική απασχόληση αυξήθηκε 0,6%, ποσοστό όμως που δεν κάλυψε την

σημαντική αύξηση του εργατικού δυναμικού, 1,1%, με αποτέλεσμα το ποσοστό της ανεργίας να διευρυνθεί από 9,6% το 1994 στο 11,9% το 1999.

Η αντιπληθωριστική μακροοικονομική πολιτική που ακολουθήθηκε και η πρόοδος προς την ονομαστική σύγκλιση ενίσχυσαν την εμπιστοσύνη του επιχειρηματικού κόσμου για τις προοπτικές της οικονομίας. Η λήψη μέτρων διαρθρωτικής πολιτικής για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς είχε ποιοτική επίδραση στο επιχειρηματικό περιβάλλον και προκάλεσε την αύξηση των επενδύσεων. Αναδείχθηκαν νέοι δυναμικοί κλάδοι, όπως αυτοί της πληροφορικής και των τηλεπικοινωνιών, και πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων ή συνεργασίες ελληνικών επιχειρήσεων με ξένες. Επίσης πραγματοποιήθηκαν μεγάλα έργα υποδομών στους τομείς των μεταφορών, των επικοινωνιών και της ενέργειας, δημιουργώντας προϋποθέσεις παροχής καλύτερων υπηρεσιών και χαμηλότερου κόστους τόσο στους καταναλωτές όσο και στις επιχειρήσεις.

### **3.3.3 Στάδιο της ελληνικής οικονομίας της Δεκαετίας 2000**

Το έτος 2000 ήταν σταθμός στην πορεία της ελληνικής οικονομίας. Στην Σύνοδο κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης τον Ιούνιο του 2000 επιβεβαιώθηκε ότι η Ελλάδα ικανοποιούσε τα απαιτούμενα κριτήρια για την ένταξη της στην ζώνη του Ευρώ από την 1η Ιανουαρίου του 2001. Η μακρόχρονη προσπάθεια για την σταθεροποίηση της οικονομίας είχε ως επιστέγασμα την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος. Η μακροοικονομική σταθερότητα των προηγούμενων ετών συνέβαλε στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας.

Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης τόσο της παγκόσμιας οικονομίας όσο και της ευρωπαϊκής ένωσης επηρέασαν την ελληνική οικονομία, ο ρυθμός ανάπτυξης της οποίας υπερέβη το 2000 για πέμπτο συνεχόμενο έτος τον μέσο όρο των χωρών της Ένωσης και έφτασε στο 4,3% έναντι 3,4% το 1999. Ο πληθωρισμός λόγω της ανόδου της τιμής του πετρελαίου και της ισοτιμίας

του δολαρίου, επιταχύνθηκε το 2000 με ρυθμό 2,9% από 2,1% το 1999. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ, περιορίστηκε στο 1,1% του ΑΕΠ και το χρέος κατά 1,2 εκατοστιαίες μονάδες στο 102,7% από 103,9 το 1999. Τέλος, το συνολικό εμπορικό έλλειμμα, σε εθνικολογιστική βάση, διευρύνθηκε, κυρίως λόγω της αύξησης της τιμής του πετρελαίου, στο 16,2% του ΑΕΠ. Σε γενικές γραμμές η ελληνική οικονομία λειτουργούσε σε ένα νέο περιβάλλον τα κυριότερα στοιχεία του οποίου ήταν ο χαμηλός πληθωρισμός, η δημοσιονομική εξυγίανση και η πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους, το οποίο όμως συνέχιζε να βρίσκεται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.

Το 2001 ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας συνέχισε να είναι υψηλός και διαμορφώθηκε στο 4,5%. Παρά την διεθνή ύφεση, που εντάθηκε έπειτα από το τρομοκρατικό κτύπημα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου του 2001, το ΑΕΠ συνέχισε την ανοδική του πορεία. Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας οφείλονταν σε μεγάλο βαθμό στην πτώση των επιτοκίων<sup>74</sup> με συνέπεια τη σημαντική αύξηση της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα (ο ρυθμός αύξησης του δανεισμού ήταν της τάξης του 20% - 25%). Επιπλέον οι παράγοντες που οδήγησαν στη μεγάλη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας τα προηγούμενα χρόνια, εξακολούθησαν να έχουν θετική επίδραση και μεσοπρόθεσμα. Αυτοί οι παράγοντες ήταν κυρίως τα μεγάλα έργα υποδομής για τη διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 και οι κοινοτικοί πόροι από το Γ' ΚΠΣ. Ο πληθωρισμός το 2001 αυξήθηκε και διαμορφώθηκε στο 3,4% γεγονός που οφείλεται στον μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας σε σχέση με την υπόλοιπη ΕΕ που είχε ως αποτέλεσμα την αυξημένη ζήτηση και δημιουργία μεγαλύτερων πληθωριστικών πιέσεων.

---

<sup>74</sup> Το 2001 τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια των καταθέσεων κυμαίνονταν στα επίπεδα 2,5%, ενώ τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις στα επίπεδα 8% με 9%. Πηγή Τράπεζα της Ελλάδος.



Το 2002 η Ελλάδα θα ενταχθεί και τυπικά στην ζώνη του ευρώ. Η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος και η ολοκληρωμένη λειτουργία της ελληνικής οικονομίας εντός της Ευρωζώνης σηματοδότησε το τέλος εποχής μιας μικρής περιφερειακής οικονομίας. Στην νέα περίοδο, η ελληνική οικονομία είχε πετύχει την ονομαστική οικονομική σύγκλιση και ήταν κάτω από το πέπλο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας απέναντι στις διεθνείς διαταραχές. Το έτος αυτό το ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό 3,9% και σε σύγκριση με το αρνητικό διεθνές περιβάλλον θεωρείται ικανοποιητική επίδοση. Η αύξηση των επενδύσεων κατά 15,8% είχαν καθοριστικό ρόλο στην διαμόρφωση του ΑΕΠ. Ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε στα επίπεδα του 3,6%, ενώ το δημόσιο χρέος συνέχισε να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα στο 100,8% του ΑΕΠ.

Το 2003 και 2004 ήταν τα έτη που η χώρα προετοιμαζόταν για τους Ολυμπιακούς αγώνες. Ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ για το 2003 ήταν 5,0% και 4,6% για το 2004. Κατά το 2003 κινητήρια δύναμη για την αύξηση του ΑΕΠ αποτέλεσε η εγχώρια ζήτηση, η οποία αυξήθηκε κατά 6,9%. Οι επενδύσεις που συνδέονταν με του Ολυμπιακούς αγώνες διατήρησαν την αυξημένη ζήτηση μέχρι το πρώτο εξάμηνο του 2004. Ο πληθωρισμός κυμάνθηκε τα δύο αυτά έτη ανάμεσα στο 3,5% το 2003 με 2,9% το 2004. Τέλος το δημόσιο χρέος διαμορφώθηκε στο 97,9% ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2003 και στο 98,6% το 2004.

Η ανοδική πορεία της ελληνικής οικονομίας που είχε ως σημείο εκκίνησης το έτος 1996 έφτασε στο ανώτατο σημείο της το 2004. Κατά το έτος η πορεία αυτή ανακόπηκε καθώς ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ περιορίστηκε στο 3,8% λόγω της μείωσης της εσωτερικής ζήτησης. Ωστόσο το ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 4,2% με μοχλούς την τελική κατανάλωση, τις επενδύσεις και τις εξαγωγές. Όσον αφορά στον πληθωρισμό σημειώθηκε επιτάχυνση τροφοδοτούμενη κατά βάση από τις απρόσμενα αυξημένες τιμές του πετρελαίου, με αποτέλεσμα την αύξηση του

στο 3,5% το 2005 και 3,2 το 2006. Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας το 2005 διαμορφώθηκε στο 98%, ενώ το 2006 υποχώρησε στο 95,3% του ΑΕΠ.

Το 2007 η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με ρυθμούς της τάξης του 4%. Οι θετικές εξελίξεις στην πορεία του δημοσιονομικού ελλείμματος οδήγησαν στον τερματισμό της διαδικασίας της δημοσιονομικής επιτήρησης<sup>75</sup> - χωρίς αυτό να σημάνει και το τέλος των προσπαθειών δημοσιονομικής προσαρμογής, οι οποίες εξακολουθούν να κρίνονται σημαντικές για τη μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών. Ο ρυθμός του πληθωρισμού το 2007 κυμάνθηκε οριακά κάτω από το 3%, παραμένοντας υψηλότερος του κοινοτικού μέσου όρου.

Το 2008 λόγω της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στην παγκόσμια οικονομία και της επέκτασης της στον πραγματικό τομέα, το παγκόσμιο ΑΕΠ υποχώρησε στα επίπεδα του 3,6%. Στην Ελλάδα ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε από 4% το 2007 σε 2,9% το 2008 κυρίως λόγω της μεγάλης πτώσης των επενδύσεων. Η υποχώρηση, από τα μέσα του 2008, των διεθνών τιμών των καυσίμων και των τροφίμων οδήγησε σε σημαντική πτώση του πληθωρισμού. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού διαμορφώθηκε στο 4,2%. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε πολύ υψηλό και ανήλθε στο 14,4% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ξεπέρασε το 2008, για δεύτερο συνεχές έτος, την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (υπερέβη το 95% του ΑΕΠ), με αποτέλεσμα να ενεργοποιηθεί η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος.

Από τη συνολική εικόνα της ελληνικής οικονομίας τον εικοστό αιώνα καθίσταται προφανής η ανάγκη εφαρμογής ενός ολοκληρωμένου και μακρόπνοου σχεδίου οικονομικής πολιτικής, το οποίο θα συμπεριλαμβάνει και μέτρα άμεσης εφαρμογής. Στόχος θα είναι η θεραπεία των μακρό -

<sup>75</sup> Η Ελλάδα είχε τεθεί υπό επιτήρηση μετά την απογραφή που πραγματοποίησε το οικονομικό επιτελείο μετά την εκλογή της ΝΔ το 2004, και η οποία αύξησε τα ελλείμματα του 2003 σε 6,2% (από 1,7%) και του 2004 σε 7,9% (από 1,2%).

ανισορροπιών και των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών, που συνεχώς τροφοδοτούν και διογκώνουν τα εσωτερικά και εξωτερικά ελλείμματα της οικονομίας.

Για την Ελλάδα, ορισμένοι κρίσιμοι όροι επιτυχίας σήμερα μπορεί να είναι:

- ✓ η μακρόπνοη εμμονή σε κεντρικούς στόχους, χωρίς άσκοπες ανατροπές πολιτικής, με ικανότητα αποτελεσματικής διόρθωσης ή προσαρμογής, στο μέτρο που οι εξελίξεις επιβάλλουν κάτι τέτοιο
- ✓ η δημιουργία μακροχρόνιου κλίματος εμπιστοσύνης, σταθερών θεσμών και προβλέψιμων κανόνων παιχνιδιού,
- ✓ η πολιτική επίλυση προβλημάτων αντί της συστηματικής μετακύλισης τους στο μέλλον, της εγκατάλειψης, ή και της ψευτοεπίλυσης τους,
- ✓ η επένδυση στα στοιχεία-κλειδιά της σύγχρονης ανάπτυξης, όπως τεχνολογία, θεσμικές αλλαγές, νέες υποδομές, ανθρώπινο δυναμικό, που διευκολύνουν τη μετεξέλιξη και
- ✓ η ευρεία κοινωνική και πολιτική συναίνεση πάνω στους βασικούς άξονες του νέου ελληνικού αναπτυξιακού μοντέλου.

Ο κεντρικός στρατηγικός στόχος του Νέου Ελληνικού Μοντέλου Ανάπτυξης θα πρέπει να είναι η ολοκληρωμένη συνολική ανάπτυξη, δηλαδή μια ανάπτυξη που θα περιλαμβάνει την ανάπτυξη της οικονομίας, της τεχνολογίας, του περιβάλλοντος, της εκπαίδευσης, του πολιτισμού, και τα αποτελέσματα της οποίας θα διαχέονται σε όλους τους γεωγραφικούς χώρους και σε όλα τα κοινωνικά στρώματα.

## 4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

#### 4.1 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η σύγχρονη ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου ξεκινάει από την δεκαετία του 1980 και περικλείει την εντονότερη φάση ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, αλλά και γενικότερα της εθνικής οικονομίας. Στις αρχές της δεκαετίας του 1980 η ελληνική οικονομία είχε υπό μαζικό κρατικό έλεγχο τόσο τις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας όσο και το τραπεζικό σύστημα. Έτσι το χρηματιστήριο απευθύνονταν μόνο σε λίγες σχετικά μικρές εταιρείες και σε περιορισμένους επενδυτές. Την δεκαετία του 1990 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να απελευθερώνεται, μεγάλες τράπεζες και δημόσιες επιχειρήσεις ιδιωτικοποιήθηκαν, τα επιτόκια άρχισαν να πέφτουν στον δρόμο προς την ΟΝΕ και έλαβαν χώρα σημαντικές θεσμικές αλλαγές στην λειτουργία του χρηματιστηρίου. Έτσι το Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών καθίσταται μία αγορά με πλήθος επιχειρήσεων και ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών να δραστηριοποιούνται καθημερινά. Στο διάστημα αυτό η διεθνοποίηση της Ελληνικής αγοράς μετοχών και η κατάταξη του Ελληνικού χρηματιστηρίου στις αναπτυγμένες αγορές, επεφύλαξε έντονες συγκινήσεις σε ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές. Παρατηρήθηκαν έντονες φάσεις ανόδου και πτώσης των τιμών των μετοχών, επιβεβαιώνοντας τον κανόνα της εναλλαγής των χρηματιστηριακών κύκλων και της ψυχολογίας των επενδυτών.

Το χρηματιστήριο είναι ένας χρήσιμος θεσμός για την οικονομία, γιατί μέσω αυτού τα κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό κατευθύνονται προς τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, επενδύονται και στη συνέχεια επιστρέφουν

στην οικονομία ως ανάπτυξη, πρόσθετες θέσεις εργασίας, αυξημένα έσοδα φορολογίας και καλύτερο κοινωνικό κράτος. Μέσω του χρηματιστηρίου οι κυβερνήσεις εφαρμόζουν ευκολότερα τις πολιτικές των ιδιωτικοποιήσεων και μερικών αποκρατικοποιήσεων σε εταιρείες και οργανισμούς του δημοσίου προς όφελος της δημοσιονομικής εξυγίανσης της χώρας. Επίσης πολλές μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια για την ανάπτυξη και επέκταση τους στο εξωτερικό, με αποτέλεσμα η οικονομία να καθίσταται περισσότερο ανταγωνιστική και εξωστρεφής.

Αναμφίβολα το Ελληνικό χρηματιστήριο αποτέλεσε μοχλό ανάπτυξης για την οικονομία και με το μέγεθος που έχει σήμερα η Ελληνική κεφαλαιαγορά μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί μία μικρογραφία της οικονομίας. Παρακάτω θα γίνει αναφορά στις σημαντικότερες επιμέρους περιόδους και στα κυριότερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του κάθε χρηματιστηριακού κύκλου.

#### 4.1.1 Χρηματιστηριακός κύκλος 1981 - 1985<sup>76</sup>

Η περίοδος αυτή ξεκινάει με μία πολιτική αλλαγή που έγινε δεκτή με επιφυλακτικότητα από τον επιχειρηματικό κόσμο. Η νέα κυβέρνηση επέκτεινε την δημοσιονομική πολιτική και διεύρυνε σημαντικά την νομισματική κυκλοφορία, επιδεινώνοντας έτσι το πρόβλημα του πληθωρισμού. Το εθνικό προϊόν παρέμεινε σχεδόν στάσιμο και ο πληθωρισμός κινούνταν σε πολύ υψηλά επίπεδα της τάξης του 18% με 25%, ενώ τα επιτόκια της αγοράς ανέρχονταν σε 14% με 15,5% (Τα 125 χρόνια του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών 2001).

Στο μεγαλύτερο μέρος αυτής της περιόδου το Ελληνικό χρηματιστήριο κινήθηκε εν μέσω άτονων συνεδριάσεων αλλά και περιορισμένων διακυμάνσεων, ενώ η αξία των συναλλαγών ήταν σε πενιχρά

---

<sup>76</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.173

επίπεδα. Η συμβολή του χρηματιστηρίου στην άντληση κεφαλαίων για παραγωγικές επενδύσεις ήταν απογοητευτική και οι επιχειρήσεις προτιμούσαν να καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό. Ο αριθμός των εταιρειών που είχαν εισηγημένες μετοχές ανέρχονταν σε 114 με 116 και ο ρυθμός νέων εισαγωγών εταιρειών ήταν της τάξης 0 έως 1 κάθε χρονιά. Απαιτούνταν επομένως η λήψη μέτρων για την τόνωση του χρηματιστηρίου, κάτι όμως που δεν διαφαινόταν στις προθέσεις της κυβέρνησης. Ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης<sup>77</sup> την πενταετία αυτή σημείωσε πτώση 18,06% από τις 86,59 στις 70,95 μονάδες. Ο μέσος λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) της αγοράς κινήθηκε στο εύρος των 4-6 φορές με τη μέση μερισματική απόδοση να κυμαίνεται σε 9% - 11%. Η περίοδος αυτή ολοκληρώνεται με την ανακοίνωση των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας τον Οκτώβριο του 1985. Το ίδιο έτος, η άνοδος του Γενικού Δείκτη (Γ.Δ.) διαμορφώθηκε σε 19,89%.

#### 4.1.2 Χρηματιστηριακός κύκλος 1986 -1988<sup>78</sup>

Η λήψη μέτρων για την σταθεροποίηση της οικονομίας με απώτερο στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας σηματοδότησε την ανοδική πορεία του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη. Το πρόγραμμα λιτότητας που εφαρμόστηκε, η υποτίμηση της δραχμής καθώς και η θαρραλέα πολιτική βούληση για σταθεροποίηση της κλυδωνιζόμενης οικονομίας προκάλεσε την ανάκαμψη του ελληνικού χρηματιστηρίου, η οποία διήρκεσε επί δύο χρόνια και κορυφώθηκε το φθινόπωρο του 1987. Στην ίδια χρονική περίοδο οι διεθνείς αγορές παρουσίασαν ανάλογες ανοδικές τάσεις, ενώ η κίνηση των κεφαλαίων ενισχύθηκε μεταξύ των οικονομιών. Ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης σημείωσε άνοδο 46,38% το 1986 και το πρώτο 10μηνο του 1987 σημείωσε

<sup>77</sup> Για την κατασκευή του Γενικού Δείκτη η συνολική Χρηματιστηριακή αξία των μετοχών σχετίζεται προς την αντίστοιχη του έτους βάσης 31/12/1980 η οποία ορίσθηκε ίση με 100.

<sup>78</sup> Ο.π., σελ.175

άνοδο 400%. Την 19<sup>η</sup> Οκτωβρίου 1987 αποκαλούμενη «Η Μαύρη Δευτέρα» στην Γουόλ Στρίτ σημειώθηκε η μεγαλύτερη πτώση στην ιστορία των μετοχών. Μέσα σ' ένα εφτάωρο ο δείκτης έχασε 22%. Σύμφωνα με τους οικονομικούς αναλυτές δύο παράγοντες ενοχοποιούνται για τη ραγδαία πτώση: η κερδοσκοπία στην αγορά προθεσμιακών τίτλων στο χρηματιστήριο του Σικάγου και τα αυτοματοποιημένα προγράμματα των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα την αντιστροφή της ανοδικής τάσης που είχε σημειωθεί στην Ελληνική αγορά μετοχών. Παρά το γεγονός αυτό, το έτος 1987 έκλεισε με ετήσια άνοδο της τάξεως του 162,34%. Το 1988 αποτέλεσε μία μεταβατική περίοδο στην πορεία των τιμών των Ελληνικών μετοχών. Οι δυσλειτουργίες που έγιναν έντονα αισθητές στην περίοδο της ανόδου και της πτώσης των μετοχών και οι αδυναμίες που παρουσιάστηκαν στις συνεδριάσεις στην οδό Σοφοκλέους οδήγησαν στην ψήφιση ενός νέου νομοσχεδίου για την λειτουργία της κεφαλαιαγοράς το οποίο έθετε τις βάσεις για μία τάξη στο χρηματιστήριο. Το νέο αυτό σχέδιο νόμου εντασσόταν στα πλαίσια των προσπαθειών για τον εκσυγχρονισμό της αγοράς κεφαλαίου και χρήματος και αναφερόταν στον μηχανισμό εποπτείας του χρηματιστηρίου, την διαφάνεια των συναλλαγών, την καθιέρωση του θεσμού της ανώνυμης εταιρείας και την δημιουργία της παράλληλης αγοράς. Οι θεσμοί αυτοί κυριαρχούν και σήμερα στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

#### 4.1.3 Χρηματιστηριακός κύκλος 1989 - 1991<sup>79</sup>

Το 1989 αποτέλεσε ένα ιδιαίτερα έντονο προεκλογικό έτος, ενώ μετά από τρεις διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις προέκυψε αυτοδύναμη κυβέρνηση τον Απρίλιο του 1990.

---

<sup>79</sup> Ο.π., σελ.177

Το 1989 μπορεί να χαρακτηριστεί ως η χρονιά του χρηματιστηρίου καθώς παρά την κακή πορεία της οικονομίας και της πολιτικής αστάθειας, ο γενικός δείκτης σημείωσε άνοδο κατά 64,29% με σημαντική αύξηση του όγκου των συναλλαγών (η άνοδος αποδόθηκε κυρίως στην είσοδο ξένων επενδυτών). Βέβαια σύμφωνα με τους αναλυτές της εποχής αυτή η άνοδος θεωρούνταν παράλογη και δεν μπορούσε να στηριχθεί στα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας και των επιχειρήσεων. Χαρακτηριστικό σχόλιο είναι αυτό που συναντάμε στον «Οικονομικό Ταχυδρόμο» της εποχής, το οποίο έχει ως εξής: «Αλλά αυτό είναι το ελληνικό Χρηματιστήριο. Πηγαίνει σαν τον κάβουρα, ανάποδα. Ανεβαίνουν οι μετοχές όταν δεν πρέπει, και κατεβαίνουν πάλι όταν δεν πρέπει. Αγοράζουν οι επενδυτές όλοι μαζί και πωλούν πάλι όλοι μαζί». Αυτός ήταν και ο λόγος που ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου κ. Νικήτας Νιάρχος προέτρεψε τους επενδυτές να είναι επιφυλακτικοί και πριν αγοράζουν μετοχές να τις αξιολογούν πρώτα με οικονομικά κριτήρια προκειμένου να προστατέψουν τις περιουσίες τους. Η άνοδος συνεχίστηκε μέχρι το καλοκαίρι του 1990. Η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ και η αποτυχία της ανάληψης της ολυμπιάδας του 1996 οδήγησαν σε μία βίαιη πτώση των τιμών των μετοχών. Η πτώση αυτή ανακόπηκε από το θετικό για τις αγορές γεγονός της νίκης των συμμάχων στον Πόλεμο του Κόλπου, με τον γενικό δείκτη να επανακάμπτει και να κλείνει η χρονιά με κέρδη της τάξεως του 102,86%.

#### 4.1.4 Χρηματιστηριακός κύκλος 1992 - 1996<sup>80</sup>

Η περίοδος από το 1992 και μετά χαρακτηρίζεται από τις προσπάθειες εκσυγχρονισμού της Ελληνικής οικονομίας με κύριο άξονα την επίτευξη των στόχων της Σύγκλισης και την είσοδο της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Η οικονομία βάδιζε στο πνεύμα της

---

<sup>80</sup> Ο.π., σελ.179



ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και το σύνολο των προσπαθειών έτειναν στη σύγκλιση των μακροοικονομικών μεγεθών, στο πλαίσιο των όρων που είχαν τεθεί το Δεκέμβριο του 1992 στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας βελτιώθηκαν και ο πληθωρισμός σταθεροποιήθηκε σε επίπεδα κάτω του 10%. Το εθνικό εισόδημα αυξήθηκε με ικανοποιητικούς ρυθμούς και επιτεύχθηκαν οι στόχοι που οδήγησαν τα επόμενα χρόνια στη σύγκλιση.

Την περίοδο αυτή η δραστηριότητα στο χρηματιστήριο θα παραμείνει υποτονική. Ωστόσο θα εισαχθούν 103 νέες επιχειρήσεις. Επίσης η απόφαση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης για την στήριξη των ασθενέστερων οικονομιών με τα Κοινοτικά Πλαίσια Στήριξης οδήγησε στην εμφάνιση πολλών κατασκευαστικών εταιρειών. Ο γενικός δείκτης από τις 672,31 μονάδες το 1992 θα βρεθεί στις 933,48 το 1996. Κύματα ανόδου παρατηρήθηκαν πριν τις εκλογές του Οκτωβρίου του 1993 αλλά και λόγω της έξαρσης των τιμών των κατασκευαστικών μετοχών στις αρχές του 1994. Το και 1996 η πορεία του Ελληνικού χρηματιστηρίου αρχίζει να κινείται παράλληλα με αυτή των διεθνών καθώς οι επενδυτές πληροφορούνται μέσω των ηλεκτρονικών υπολογιστών και η ενημέρωση γίνεται άμεση. Στα τέλη του το σκάνδαλο της Δέλτα Χρηματιστηριακής<sup>81</sup> ήταν το αρνητικό επιστέγασμα της περιόδου.

Μέχρι το 1992 η λειτουργία του χρηματιστηρίου βασιζόταν στο σύστημα εκφώνησης-αντιφώνησης των τιμών των μετοχών και των ομολόγων. Τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους εγκαταστάθηκε το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ). Το σύστημα αυτό λειτουργεί με βάση την αρχή της διασταύρωσης των τιμών των εντολών. Οι εντολές

---

<sup>81</sup> Το σκάνδαλο της χρηματιστηριακής εταιρείας Δέλτα που συγκλόνισε το ΧΑΑ είχε ως αποτέλεσμα να κλείσει η Σοφοκλέους για τρεις ημέρες. Το σκάνδαλο είχε ξεσπάσει τον Νοέμβριο του 1996. Από τους ελέγχους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είχε προκύψει τότε ότι μια ομάδα προσώπων προχώρησε σε συναλλαγές στις μετοχές δύο εταιρειών με στόχο τη στρέβλωση της αγοράς των συγκεκριμένων μετοχών με τη διόγκωση των τιμών τους. Στην υπόθεση συμμετείχε η Δέλτα ΑΧΕ, η οποία και χρηματοδοτούσε την ομάδα, σύμφωνα πάντοτε με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Εφημ Το Βήμα 24/11/2008).

που μπορεί να δεχτεί το σύστημα ανά ώρα κυμαίνονται στις 25.000 με 30.000 και αποτελείται από δύο κεντρικές μονάδες, τερματικούς σταθμούς και έναν ηλεκτρονικό πίνακα. Η χρήση της νέας αυτής τεχνολογίας έδωσε την ευελιξία που απαιτείται σε στιγμές που οι συναλλαγές είναι αυξημένες καθώς επίσης και την αίσθηση ενός σύγχρονου Ευρωπαϊκού χρηματιστηρίου. Επίσης το 1995 ξεκίνησαν σημαντικές θεσμικές αλλαγές με πρωτοβουλία της πολιτείας για την ποιοτική αναβάθμιση της χρηματιστηριακής αγοράς, τα σημαντικότερα σημεία της οποίας ήταν:

- ⇒ η μετατροπή του ΧΑΑ από ΝΠΔΔ σε ΑΕ, αυξάνοντας έτσι την ευελιξία του στην ίδρυση θυγατρικών εταιρειών που θα οδηγούσαν στην καλύτερη οργάνωση του,
- ⇒ η δυνατότητα που είχαν πλέον τα μέλη του ΧΑΑ να διενεργούν συναλλαγές εκτός κύκλου,
- ⇒ η μετατροπή όλων των μελών του ΧΑΑ σε ΑΧΕ με δυνατότητα διενέργειας συναλλαγών από τα γραφεία τους, και
- ⇒ πλέον οι ΑΧΕ είχαν το δικαίωμα παροχής επενδυτικών συμβουλών, φύλαξης τίτλων, διαχείρισης χαρτοφυλακίου και απελευθέρωσης των προμηθειών.

#### **4.1.5 Χρηματιστηριακός κύκλος 1997 - 1999<sup>82</sup>**

Το 1997 από οικονομικής και χρηματιστηριακής σκοπιάς υπήρξε ένα πολύ σημαντικό έτος. Το έτος αυτό ολοκληρώθηκε ένας μεγάλος πτωτικός κύκλος για την ελληνική οικονομία που είχε ξεκινήσει το 1974 λόγω της πετρελαϊκής κρίσης, η οποία είχε οδηγήσει σε ύφεση την παγκόσμια οικονομία. Η ελληνική οικονομία για περισσότερα από είκοσι χρόνια εμφάνιζε υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού και ανεργίας και κατάφερε να βγει από αυτή την στασιμοπληθωριστική ύφεση στα τέλη του 1996. Το εθνικό

---

<sup>82</sup> Ο.π., σελ.182

προϊόν αυξάνονταν με υψηλούς ρυθμούς και ο πληθωρισμός αυξάνονταν με χαμηλούς. Κύριο χαρακτηριστικό της εποχής είναι η προσπάθεια προσαρμογής των μακροοικονομικών μεγεθών στους όρους ένταξης στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και συγκεκριμένα η μείωση του πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω του 3%, η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων μέσα από την επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας και η αναστροφή της ανοδικής τάσης του δημόσιου χρέους.

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά στο διάστημα της τριετίας 1997-1999 γνώρισε την μεγαλύτερη φάση ανάπτυξης στην ιστορία της. Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος στέφθηκε από τη πιο μακριά σε διάρκεια αλλά και ένταση χρηματιστηριακή ευφορία που γνώρισε η εγχώρια αγορά μετοχών. Από το 1997 παρατηρείται μια σημαντική αύξηση των συναλλαγών και των τιμών των μετοχών. Τα οφέλη από την είσοδο στην Ο.Ν.Ε. και η βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών προεξοφλήθηκαν με άκρως έντονο τρόπο. Η είσοδος των ξένων επενδυτών και μετέπειτα των εγχώριων επενδυτών ώθησαν τον γενικό δείκτη το 1999 σε επίπεδα άνω του 120% του Α.Ε.Π.. Ευνοϊκή ήταν επίσης και η διεθνής συγκυρία με τους χρηματιστηριακούς δείκτες των Η.Π.Α. και της Ευρώπης να σημειώνουν ανοδικούς ρυθμούς.

Το 1998 η προσαρμοστική υποτίμηση της δραχμής και η ένταξη της στον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών προκάλεσε συνωστισμό επενδυτών στο χρηματιστήριο οδηγώντας τον γενικό δείκτη σε άνοδο 45% μέσα σε ένα μήνα. Η άνοδος αυτή δεν μπορούσε να δικαιολογηθεί με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη. Η Ελλάδα δεν είχε πετύχει την αναγκαία σύγκλιση και δεν εντάχθηκε με την πρώτη στην ζώνη του ευρώ, οι διαρθρωτικές αλλαγές δεν προωθούνταν, οι ιδιωτικοποιήσεις περιορίζονταν σε μετοχοποιήσεις, το τραπεζικό σύστημα χρειαζόταν εξυγίανση και οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό δεν ήταν ευοίωνες (Οικονομικός Ταχυδρόμος 23/04/98). Παρόλα αυτά στο χρηματιστήριο η δραστηριότητα ήταν φρενήρης και από

τις 1.649,69 μονάδες που βρισκόταν τον Μάρτιο ο γενικός δείκτης έφτασε στις 17 Ιουλίου στις 2.738,68 μονάδες. Οι επενδυτές μιλούσαν πλέον για τις 3.000 μονάδες και τα ξένα περιοδικά όπως το «Der Spiegel» έγραφαν ότι οι Έλληνες πέτυχαν παγκόσμιο ρεκόρ. Η χρηματιστηριακή παράνοια είχε επεκταθεί και σε μετοχές που θεωρούνταν "πεθαμένες". Τον Οκτώβριο η διεθνής χρηματιστηριακή κρίση επηρέασε και το ελληνικό χρηματιστήριο με τον γενικό δείκτη να προσγειώνεται στις 1.892,62 μονάδες και πλήθος επενδυτών να χάνουν σημαντικό μέρος των κεφαλαίων τους. Όμως μέχρι το τέλος της χρονιάς το χρηματιστήριο ανάκαμψε και έκλεισε στις 2.737,55 μονάδες για να ακολουθήσει μία χρονιά που σίγουρα θα μείνει στα χρηματιστηριακά χρονικά.

Το 1999 αποτέλεσε την χρονιά της χρηματιστηριακής έκρηξης. Ο γενικός δείκτης κατέγραφε συνεχόμενα ιστορικά υψηλά και οι επενδυτές είχαν κυριευτεί από τον πυρετό του χρηματιστηρίου. Από την αρχή της χρονιάς η προσέλευση του κοινού ήταν μαζική. Κανείς όμως δεν μπορούσε να προσδιορίσει που μπορούσαν να φτάσουν οι τιμές των μετοχών. Αν εξαιρέσουμε τις έντονα αρνητικές συνεδριάσεις με αφορμή τον πόλεμο στην Γιουγκοσλαβία και την σύλληψη του Οτσαλάν, η πορεία της αγοράς θα μπορούσε να χαρακτηριστεί μαγική. Η αθρόα προσέλευση των ξένων θεσμικών και των Ελλήνων ιδιωτών επενδυτών οδήγησε τον γενικό δείκτη μέχρι τις 6.500 μονάδες. Η Ελλάδα ζούσε στιγμές παράνοιας. Ιστορίες χρηματιστηριακής τρέλας, όπως αυτές αναφέρονται στο βιβλίο του Edward Chancellor «Η άνοδος και η πτώση των χρηματιστηρίων», επαναλαμβάνονταν στην ελληνική αγορά. Πλήθος επενδυτών μη έχοντας την κατάλληλη γνώση αγόραζαν μετοχές εταιρειών σε υπέρογκες τιμές. Μέχρι το τέλος της χρονιάς 1.500.000 κωδικοί δραστηριοποιούνταν και ο τζίρος είχε φτάσει στα 220 δις δραχμές. Κανείς πλέον δεν πίστευε ότι αυτή η υπερβολή κάποια στιγμή θα τελείωνε και η φούσκα θα έσκαγε. Οι δείκτες P/E των μετοχών εκτινάχθηκαν σε τριψήφια νούμερα και οι εισηγμένες

επιχειρήσεις επιδίδονταν σε ένα χορό εξαγορών και συγχωνεύσεων για να τεκμηριώσουν τις αποτιμήσεις τους. Τον Σεπτέμβριο η τάση αντιστράφηκε. Η απότομη πτώση οδήγησε τους επενδυτές στην ουρά της εξόδου. Παρόλα αυτά η χρονιά έκλεισε με κέρδη σε επίπεδο γενικού δείκτη της τάξης του 102%.

#### 4.1.6 Χρηματιστηριακός κύκλος 2000 - 2003<sup>83</sup>

Το 2000 παρά την προσπάθεια της κυβέρνησης για ανάκαμψη του χρηματιστηρίου, με αφορμή τις εκλογές του Απριλίου, η τάση παρέμεινε πτωτική. Επίσης η είσοδος της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. τον Ιούνιο του ίδιου έτους δεν απέτρεψε την πτώση που θα ακολουθούσε. Οι πληθωριστικές πιέσεις που ήταν αποτέλεσμα της έλευσης του ευρώ και η προς τα πάνω αναθεώρηση του δημόσιου χρέους επέδρασαν αρνητικά στην αγορά.

Ο πτωτικός κύκλος ολοκληρώθηκε τον Μάρτιο του 2003 με τον γενικό δείκτη να βρίσκεται κάτω από τις 1500 μονάδες και τις συναλλαγές να διακόπτονται λόγω της βίαιης πτώσης. Από την εποχή του 1999 που όλοι μιλούσαν για τις μετοχές τώρα στην αγορά είχαν μείνει λίγοι επενδυτές και ο όγκος των συναλλαγών ήταν αισθητά μειωμένος. Οι επενδυτές είχαν χάσει πλέον την εμπιστοσύνη τους λόγω της κάθετης πτώσης των τιμών. Επίσης τα επιχειρηματικά κέρδη παρουσίαζαν σοβαρή μείωση. Χαρακτηριστικό της εποχής ήταν ότι το ελληνικό χρηματιστήριο ακολουθούσε την τάση των διεθνών χρηματιστηρίων. Η αλόγιστη άνοδος του 1999 οδήγησε στην απαξίωση των αξιών των μετοχών το 2003.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την περίοδο αυτή εισήλθε στην ομάδα των αναπτυγμένων αγορών μετά από μία περίοδο σημαντικών εξελίξεων τόσο σε όρους θεσμικού πλαισίου όσο και σε τεχνολογικές εξελίξεις. Ολοκληρώθηκε το αυτόματο ηλεκτρονικό σύστημα διεξαγωγής

---

<sup>83</sup> Ο.π., σελ.187

και εκκαθάρισης συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ), έγινε η απλοποίηση των τίτλων, ιδρύθηκε η ΕΧΑΕ και μπήκε στην αγορά του ΧΑΑ, έγινε τεχνολογική αναβάθμιση των δικτύων, θεσπίστηκε το νέο θεσμικό πλαίσιο ως προς την εισαγωγή εταιριών στο ΧΑΑ και ως προς την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και δημιουργήθηκε κώδικας συμπεριφοράς για εισηγμένες εταιρίες, θεσμικούς επενδυτές και άλλους συντελεστές της αγοράς (ΧΑΑ συνέντευξη τύπου 23/05/2001).

#### 4.1.7 Χρηματιστηριακός κύκλος 2004 - 2008<sup>84</sup>

Την περίοδο αυτή μετά την επιτυχή ολοκλήρωση των ολυμπιακών αγώνων το χρηματιστήριο θα αρχίσει να ανακάμπτει από τα χαμηλά και θα βρεθεί στο τέλος του 2007 πάνω από τις 5.000 μονάδες. Η αύξηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού θα συμβάλουν θετικά σε αυτή την πορεία. Το 2008 θα είναι μία άσχημη χρονιά στην ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου, καθώς θα εξανεμιστούν τα κέρδη της τετραετίας 2004-2007. Τη Παρασκευή 24 Οκτωβρίου 2008 ο γενικός δείκτης ενδοσυνεδριακά θα πραγματοποιήσει τη μεγαλύτερη πτώση από τη σύστασή του και θα σημειώσει πτώση της τάξης του 15,08%. Αιτία αυτής της πτώσης είναι η κρίση που ξέσπασε στο τραπεζικό σύστημα της μεγαλύτερης οικονομίας του πλανήτη, των ΗΠΑ. Τα προϊόντα αυτού του συστήματος «μόλυναν» πολλά άλλα τραπεζικά συστήματα σε όλες τις ηπείρους. Οι χρηματιστηριακές αγορές πλέον προεξοφλούν τις επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία σε επίπεδο ζήτησης και πληθωρισμού, με αποτέλεσμα οι αποτιμήσεις να γνωρίζουν νέα υποχώρηση.

Η άνοδος και η πτώση των τιμών των μετοχών συνιστούν τον απαραίτητο νόμο των διεθνών χρηματιστηρίων οδηγώντας τους ανά τον

---

<sup>84</sup> Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», σελ.354

κόσμο επενδυτές σε έντονη εναλλαγή συναισθημάτων και προσδοκιών. Στα Χρηματιστήρια όλου του κόσμου, από την γέννησή τους μέχρι σήμερα, παρατηρούνται οι ίδιες σκηνές. Είναι σαν ένα θεατρικό έργο που είτε παίζεται τον 17<sup>ο</sup> αιώνα είτε τον 21<sup>ο</sup> έχει το ίδιο περιεχόμενο. Πράγματι, ο επενδυτής που συναλλασσόταν το 1690 στο χρηματιστήριο του Λονδίνου θα ένιωθε οικεία αν βρισκόταν να σε ένα σύγχρονο χρηματιστήριο. Θα έβλεπε ανθρώπους να συμπεριφέρονται με τον ίδιο ακριβώς τρόπο, να χρησιμοποιούν την ίδια ορολογία και να ζουν το παιχνίδι με την ίδια ένταση.

Η Ελληνική αγορά μετοχών διένυσε με συστηματικό τρόπο αυτόν το δρόμο τις τελευταίες δεκαετίες, επιβεβαιώνοντας την άποψη ότι η ενασχόληση με το Χρηματιστήριο αποδίδει το μέγιστο αποτέλεσμα όταν γίνεται σε πολύ μεγάλο βάθος χρόνου. Παράλληλα, αποδείχθηκε ότι ο Γενικός Δείκτης είναι προδιαγεγραμμένο να σημειώνει ξανά τα ιστορικά υψηλά του, ανεξαρτήτως της έκτασης ή του μεγέθους της πτώσης που έχει λάβει χώρα στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα.

#### **4.1.8 Χρηματιστηριακός κύκλος 2008 - 2011**

Το έτος 2008<sup>85</sup> χαρακτηρίστηκε από σημαντική πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών και της επενδυτικής δραστηριότητας στις περισσότερες διεθνείς κεφαλαιαγορές και την Ελλάδα. Η πτώση ήταν κυρίως το αποτέλεσμα της αβεβαιότητας που διαμόρφωσε η ταχεία διεθνής επέκταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης που αρχικά εμφανίστηκε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ και στη συνέχεια επεκτάθηκε στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες αγορές, προκαλώντας έλλειψη ρευστότητας με συνέπεια την απειλή βιωσιμότητας ή και την κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όπως η αμερικανική επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers.

---

<sup>85</sup> Ετήσια έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς,  
[http://www.hcmc.gr/photos/Annual\\_Reports/files/etisia\\_2008.pdf](http://www.hcmc.gr/photos/Annual_Reports/files/etisia_2008.pdf)

Η μεταβλητότητα στις παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίου αυξήθηκε και οι επιπτώσεις της κρίσης έγιναν αισθητές στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα, συνεχίζοντας τις ρευστοποιήσεις και την αναζήτηση ασφαλέστερων χρηματοοικονομικών επενδύσεων, αλλά και στην πραγματική οικονομία οδηγώντας σε ευρεία κρατική παρέμβαση ενίσχυσης της κλονιζόμενης χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας των εταιριών. Στο περιβάλλον αυτό, οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις παρενέβησαν στις αγορές με τη λήψη άμεσων και έμμεσων μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας και ανακεφαλαιοποίησης χρηματοπιστωτικών οργανισμών προκειμένου να διασφαλιστεί η ομαλή ροή επιχειρηματικής δραστηριότητας στον χρηματοπιστωτικό κλάδο.

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

Το 2008 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενίσχυσε το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας και τις υποδομές ελέγχου και εποπτείας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς με νομοθετικές πρωτοβουλίες και κανονιστικές αποφάσεις της. Στο πλαίσιο αυτό, ενισχύθηκαν η προστασία των επενδυτών, η αποτελεσματικότητα και ρευστότητα της αγοράς, η λειτουργία των εποπτευόμενων εταιριών, ο εκσυγχρονισμός του πλαισίου εισαγωγής και εποπτείας εταιριών στο χρηματιστήριο και η λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης και ασφάλισης συναλλαγών.

Σημαντική εξέλιξη κατά το 2008 ήταν η ψήφιση του ν. 3691/2008 για την πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες, ο οποίος ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2005/60/ΕΕ και τις συστάσεις της διεθνούς ομάδας



εργασίας FATF. Οι νέες διατάξεις ενισχύουν τα μέτρα δέουσας επιμέλειας που πρέπει να λαμβάνουν τα υπόχρεα πρόσωπα, αναβαθμίζουν το ρόλο της Εθνικής Επιτροπής Νομιμοποίησης Εσόδων από Εγκληματικές Δραστηριότητες, ιδρύουν νέα Επιτροπή Στρατηγικής και νέα Επιτροπή Διαβούλευσης με τον Ιδιωτικό Τομέα, προβλέπουν ποινικές κυρώσεις για τους παραβάτες ανάλογες αυτών για το κοινό έγκλημα, και βελτιώνουν τις διαδικασίες ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ εθνικών αρχών και σε διεθνές επίπεδο.

Το 2009<sup>86</sup> ήταν χρονιά ανάκαμψης των διεθνών χρηματιστηρίων μετά τη μεγάλη πτώση του 2008. Ο συνδυασμός της υψηλής ρευστότητας, λόγω των έκτακτων μέτρων που έλαβαν οι κυβερνήσεις, των χαμηλών επιτοκίων και της βελτίωσης των εταιρικών αποτελεσμάτων τροφοδότησαν την άνοδο των χρηματιστηρίων.

Η ελληνική αγορά ακολούθησε μέχρι τα μέσα Οκτωβρίου παράλληλη πορεία με τις ευρωπαϊκές αγορές.

Στη συνέχεια όμως, υπό το μέγεθος της δημοσιονομικής κρίσης της χώρας, το χρηματιστήριο υποχώρησε ραγδαία ακολουθώντας αντίθετη πορεία από τις ευρωπαϊκές αγορές.

Μετά από σημαντικές αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς τα προηγούμενα τέσσερα χρόνια, το 2009 ήταν έτος όπου η δραστηριότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επικεντρώθηκε στην ερμηνεία και στις λεπτομέρειες εφαρμογής του νέου πλαισίου λειτουργίας των διαμεσολαβητών της κεφαλαιαγοράς με την έκδοση εγκυκλίων και οδηγιών. Ταυτόχρονα δόθηκε ιδιαίτερη έμφαση στην πρόληψη παραβατικών συμπεριφορών με την ενεργό παρακολούθηση και την άμεση επισήμανση στους συμμετέχοντες στην αγορά των υποχρεώσεών τους. Παράλληλα οι κατασταλτικοί έλεγχοι που ολοκληρώθηκαν το 2009 οδήγησαν στη

---

<sup>86</sup> Ετήσια έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς,  
[http://www.hcmc.gr/photos/Annual\\_Reports/files/etisia\\_2009.pdf](http://www.hcmc.gr/photos/Annual_Reports/files/etisia_2009.pdf)

βεβαίωση παραβάσεων, για τις οποίες επιβλήθηκαν χρηματικά πρόστιμα συνολικής αξίας 5,66 εκατ. ευρώ καθώς και στην υποβολή αναφορών και εγκλήσεων προς τις εισαγγελικές αρχές όπου απαιτείτο.

## 4.2 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ<sup>87</sup>

Παρόλο που ο πληθωρισμός οδηγεί την περίοδο αυτή στην οδό Σοφοκλέους και πραγματοποιούνται οι πλέον συμφέρουσες τοποθετήσεις χρημάτων για τους μικροεπενδυτές, εντούτοις ελλοχεύουν σοβαροί κίνδυνοι, εάν ταυτίσουμε το χρηματιστήριο με... καζίνο.

Σήμερα το Χρηματιστήριο Αθηνών γνωρίζει μια πρωτοφανή άνοδο, η οποία σπρώχνει τις μετοχές προς κορυφές άπιαστες, ακόμα και για τους πιο απαισιόδοξους κερδοσκόπους της οδού Σοφοκλέους. Πράγματι όπως δείχνουν τα επίσημα στοιχεία του χρηματιστηρίου, τα δύο τελευταία χρόνια οι δείκτες καλπάζουν προς τα πάνω με αποτέλεσμα κάποιοι «τυχεροί» να αυξήσουν τα λεφτά τους σε μετοχές μέχρι και 40 φορές. Από την αρχή του χρόνου έως σήμερα που κλείνει το 5μηνο, η απόδοση των μετοχών ξεπερνάει κάθε φαντασία. Ο γενικός δείκτης τιμών αυξήθηκε κατά 138,85%. Ο τραπεζικός κατά 168,88%, ο εμποροβιομηχανικός κατά 89,29%, ο ασφαλιστικός κατά 294,12% και των εταιρειών επενδύσεων κατά 88,71%. Οι αποδόσεις αυτές οδήγησαν τις μετοχές σε τρομερά ύψη που φοβίζουν τους συντηρητικούς επενδυτές, ενώ ταυτόχρονα δεν επηρεάζουν ένα μεγάλο πλήθος άλλων επενδυτών που θεωρούν ότι η «κούρσα» των τιμών θα συνεχιστεί. Το Ελληνικό χρηματιστήριο έχει φθάσει στο σημείο να παίζεται «με την καρδιά και όχι με τη λογική». Ο μικροεπενδυτής αναρωτιέται «οι τιμές στο χρηματιστήριο είναι υψηλές, αλλά που αλλού να τοποθετήσω τις οικονομίες μου;». Όμως η προσφυγή στο χρηματιστήριο για τον ιδιώτη αποταμιευτή απαιτεί μεγάλη προσοχή. Το χρηματιστήριο δεν είναι ούτε

<sup>87</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.307-308.

καζίνο ούτε χαρτοπαικτική λέσχη. Αποτελεί ένα θεσμό της οικονομικής ζωής με κανόνες και συγκεκριμένες λειτουργίες, τις οποίες αν κάποιος αγνοεί είναι καλύτερα να μην ανακατευτεί με τα χρηματιστηριακά πράγματα.

Η επιλογή των μετοχών που θα περιλάβει ο επενδυτής στο χαρτοφυλάκιό του τον φέρει σε επαφή με την ανάλυση των επενδύσεων. Ένας τρόπος ενέργειας του επενδυτή για την επιλογή των μετοχών που θα περιλάβει στο χαρτοφυλάκιο θα μπορούσε να είναι και ο παρακάτω:

1. Επιλέγει τον κλάδο.
2. Μελετά τον κλάδο και τις εισηγμένες εταιρείες σε αυτόν.
3. Επιλέγει τις εταιρείες μετά από συγκριτική ανάλυση.
4. Μειώνει το ρίσκο με διαφοροποίηση μετοχών του χαρτοφυλακίου.

Για να μπορέσει να κάνει τις αναλύσεις του, χρειάζεται πληροφόρηση τόσο σε επίπεδο κλάδου, όσο και σε επίπεδο εταιρείας. Αυτό είναι και το μέρος που δεν μπορεί από μόνος του να αντιμετωπίσει εξ ολοκλήρου, είτε από ανεπάρκεια χρόνου συλλογής και επεξεργασίας στοιχείων, είτε από έλλειψη επαρκών γνώσεων. Το κενό αυτό καλύπτουν τα χρηματιστηριακά γραφεία με τα πληροφοριακά δελτία που ταχυδρομούν στους πελάτες τους, καθώς και οι επαγγελματίες χρηματιστηριακοί σύμβουλοι.

Τελειώνοντας αυτό το οδοιπορικό μέσα σε οικονομικούς και χρηματιστηριακούς όρους, θέλουμε να δώσουμε μερικές οδηγίες αρκετά χρήσιμες:

- ◆ Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές γίνονται κάθε ημέρα από Δευτέρα έως Παρασκευή, από τις 08:30 μέχρι 12:30.
- ◆ Τα χρηματιστηριακά γραφεία λειτουργούν από τις 08:30 κάθε ημέρα. Μερικοί μπορεί να έχουν διαφοροποιημένο ωράριο.
- ◆ Οι συναλλαγές στο χρηματιστήριο γίνονται δια μέσου των χρηματιστών. Πίνακας των χρηματιστών υπάρχει στην αρχή του ετήσιου δελτίου. Εκτός

από τις αγορές και πωλήσεις ομολογιών και μετοχών, οι χρηματιστές είναι αρμόδιοι και για την αγορά και πώληση χρυσών λιρών βάσει δηλώσεων.

- ◆ Για κάθε συναλλαγή επί μετοχών και ομολογιών εκδίδεται «πινακίδιο εκτελέσεως συναλλαγής», το γνωστό BORDEREAU, όπου αναγράφεται το είδος της συναλλαγής το είδος και το ποσό του αντικειμένου της συναλλαγής, καθώς και η τιμή στην οποία έγινε αυτή. Το πινακίδιο αποτελεί απόδειξη της συναλλαγής και πρέπει να ζητείται από τους πελάτες, κατά την ανακοίνωση της εκτελέσεως της εντολής.
- ◆ Οι συναλλαγές γίνονται: α) τοις μετρητοίς, οπότε η παράδοση ή η παραλαβή των χρεογράφων και η καταβολή του τιμήματος τακτοποιείται το πρωί της επόμενης εργάσιμης ημέρας και β) επί προθεσμία, οπότε η παραλαβή ή η παράδοση γίνεται την επόμενη 2<sup>η</sup> ή 17<sup>η</sup> κάθε μήνα.
- ◆ Οι εντολές αγοράς ή πώλησης δίδονται είτε σε ορισμένη τιμή είτε στην καλύτερη δυνατή τιμή.
- ◆ Δίνετε στο χρηματιστή σας πάντοτε σαφείς εντολές και για το είδος της συναλλαγής, για το ποσό και την τιμή.
- ◆ Τα μεσιτικά δικαιώματα των χρηματιστών επί αγοράς ή πώλησεως χρεογράφων ορίζονται ως ακολούθως: α) για το ποσό μέχρι 3.000 € = 1%, β) για το ποσό από 3.001 € μέχρι 6.000 € = 0,75%, γ) για ποσό από 6.001 € και πέρα = 0,50%. Τα μεσιτικά δικαιώματα δεν είναι κατώτερα των 30 € κατά συναλλαγή.
- ◆ Εάν γίνει μεταβίβαση ονομαστικών μετοχών, καταβάλλεται και 3‰ επί της αξίας αυτών, ως δικαιώματα μεταβιβάσεως.
- ◆ Εάν κατατεθούν στον χρηματιστή χρήματα ως εγγύηση (περιθώρια), πρέπει να ζητείται η ειδική απόδειξη του χρηματιστηρίου.

- ◆ Για τις συναλλαγές που εκδόθηκε πινακίδιο και για τα περιθώρια, για τα οποία υπάρχει απόδειξη, ευθύνεται και το Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας Χρηματιστηριακών Συναλλαγών.

## **5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

### **ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ**

Η δημιουργία των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών επέβαλλε την καθιέρωση κάποιων μέτρων τα οποία έχουν την δυνατότητα να μετράνε τις γενικές τάσεις και διαθέσεις ολόκληρης της αγοράς. Αυτά τα μέτρα ονομάστηκαν χρηματιστηριακοί δείκτες με σκοπό να αντικατοπτρίζουν το δυνατόν καλύτερο την γενική συμπεριφορά της αγοράς. Ένας χρηματιστηριακός δείκτης δεν είναι τίποτε άλλο παρά ένα καλάθι επιλεγμένων μετοχών από το σύνολο των εταιριών που είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Καθώς οι μετοχές που αποτελούν τον δείκτη προοδεύουν, οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζονται στον δείκτη. Στην Ελλάδα, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι αυτός που οι επενδυτές παρακολουθούν και χρησιμοποιούν για να εκτιμήσουν τα επίπεδα των τιμών της αγοράς και τις τάσεις της. Μέσα από τις διακυμάνσεις του δείκτη αξιολογείται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στις τιμές των μετοχών. Οι τρεις νεότεροι δείκτες είναι οι δείκτες FTSE / ASE 20, FTSE / ASE mid 40 και FTSE/ASE SMALLCAP 80, που δημιουργήθηκαν για να παρέχουν ένα μέτρο σύγκρισης της απόδοσης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε πραγματικό χρόνο, καθώς επίσης και για να μπορούν να στηριχτούν οι συναλλαγές της αγοράς παραγώγων συνδεδεμένων με τον αντίστοιχο δείκτη.

#### **5.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ<sup>88</sup>**

---

<sup>88</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.324.

Η δημιουργία των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών επέβαλλε την καθιέρωση κάποιων μέτρων τα οποία έχουν την δυνατότητα να μετράνε τις γενικές τάσεις και διαθέσεις ολόκληρης της αγοράς. Αυτά τα μέτρα ονομάστηκαν χρηματιστηριακοί δείκτες με σκοπό να αντικατοπτρίζουν το δυνατόν καλύτερο την γενική συμπεριφορά της αγοράς.

Ένας χρηματιστηριακός δείκτης δεν είναι τίποτε άλλο παρά ένα καλάθι επιλεγμένων μετοχών από το σύνολο των εταιριών που είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Καθώς οι μετοχές που αποτελούν τον δείκτη προοδεύουν, οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζονται στον δείκτη.

Στην Ελλάδα, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι αυτός που οι επενδυτές παρακολουθούν και χρησιμοποιούν για να εκτιμήσουν τα επίπεδα των τιμών της αγοράς και τις τάσεις της. Μέσα από τις διακυμάνσεις του δείκτη αξιολογείται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στις τιμές των μετοχών.

Ένας πολυκλαδικός δείκτης (broad based index) όπως είναι ο Γενικός Δείκτης 60, ο FTSE 20 ή ο FTSE 40 παρακολουθεί την συμπεριφορά συγκεκριμένων μετοχών-εταιριών διαφορετικών κλάδων. Στο εξωτερικό υπάρχουν δείκτες οι οποίοι συμπεριλαμβάνουν έως και 5.000 μετοχές όπως ο Wilshire 5.000 (ΗΠΑ). Άλλοι μικρότεροι είναι ο Russell 2.000 (ΗΠΑ), ο S&P 500 (ΗΠΑ), ο Dow Jones Industrial 30 (ΗΠΑ), ο Nikkei 225 (Ιαπωνία), ο FTSE 100 (Αγγλία), ο CAC 40 (Γαλλία), ο DAX 30 (Γερμανία) και άλλοι.

Ένας κλαδικός ή συγκεντρωτικός δείκτης (narrow based index) μετράει και παρακολουθεί την συμπεριφορά συγκεκριμένων μετοχών ενός κλάδου ή ενός τμήματος του κλάδου. Τέτοιοι κλαδικοί δείκτες είναι ο τραπεζικός, κατασκευαστικός, επενδυτικός, τεχνολογίας και άλλοι.

## 5.2 ΓΕΝΙΚΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α.<sup>89</sup>

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ (ΓΔΧΑΑ) απαρτίζεται από το αντιπροσωπευτικότερο δείγμα των μετοχών των επί μέρους δεικτών. Γενικός δείκτης ονομάζεται ο αριθμός των τιμών των μετοχών που έχουν επιλεγεί και τον απαρτίζουν και ο οποίος δείχνει τη σχετική μεταβολή των τιμών μεταξύ δύο χρονικών σημείων. Από την 5<sup>η</sup> Μαρτίου 2001 τέθηκαν σε ισχύ οι νέοι δείκτες από το Δ.Σ. του ΧΑΑ. Ο νέος γενικός δείκτης αντιπροσωπεύει το 71% της μέσης χρηματιστηριακής αξίας της κύριας αγοράς και το 68,6% της μέσης αξίας των συναλλαγών. Επίσης μειώθηκε το ειδικό βάρος των τραπεζών στον γενικό δείκτη από 50% σε 33%. Για την κατάρτιση του επιλέγονται οι 60 «πρώτες» μετοχές σύμφωνα με το τελικό κριτήριο κατάταξης. Το τελικό κριτήριο κατάταξης των μετοχών προκύπτει από τον αριθμητικό μέσο όρο των σειρών διαβάθμισης ως εξής:

- A. οι μετοχές που προέκυψαν ως υποψήφιες, από την εφαρμογή των κανόνων προσδιορισμού μετοχών με δυνατότητα συμμετοχής σε Δείκτες, κατατάσσονται, με βάση τη μέση χρηματιστηριακή τους αξία,
- B. οι μετοχές αυτές κατατάσσονται με βάση την αξία συναλλαγών τους (άνευ πακέτων). Η αξία συναλλαγών υπολογίζεται από 1 Οκτωβρίου έως 31 Μαρτίου για την α' εξαμηνιαία αναθεώρηση και 1 Απριλίου έως 30 Σεπτεμβρίου για την β' εξαμηνιαία αναθεώρηση και ισούται με το άθροισμα της ημερήσιας ιστορικής αξίας συναλλαγών (άνευ πακέτων) των εισηγμένων μετοχών του ΧΑΑ.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δημιούργησε τον Γενικό Δείκτη Τιμών μετοχών, στον οποίο περιλαμβάνονται οι μετοχές εταιριών με τη σημαντικότερη κεφαλαιοποίηση και ικανοποιητικότερη εμπορευσιμότητα. Για την κατασκευή του Γενικού Δείκτη η συνολική Χρηματιστηριακή αξία

<sup>89</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.327.



των μετοχών σχετίζεται προς την αντίστοιχη του έτους βάσης 31/12/1980 η οποία ορίσθηκε ίση με 100 (Ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Αθηνών 2009).

Ο τρόπος υπολογισμού του Γενικού Χρηματιστηριακού δείκτη έχει ως εξής<sup>90</sup>:

$$\Delta = 100 \times \frac{\text{Σύνολο Χρηματιστηριακής αξίας}}{\text{Σύνολο Χρηματιστηριακής αξίας την 31-12-1980}}$$

Οι μετοχές με την μεγαλύτερη συμμετοχή στον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑΑ)

A/A	ΤΙΤΛΟΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	%ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ
1	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	5.03
2	ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.	1.31
3	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ	6.41
4	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.	7.68
5	ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1.38
6	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	3.53
7	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	12.89
8	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	1.14
9	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.	5.63
10	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	1.29
11	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	3.04
12	MARFIN INVESTMENT GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	3.86
13	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ	1.58
14	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	1.35
15	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.	12.16
16	ΟΤΕ Α.Ε.	10.89
17	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	3.84
18	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	2.39

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

<sup>90</sup> [http://www.euro2day.gr/dm\\_documents/ase\\_120503.pdf](http://www.euro2day.gr/dm_documents/ase_120503.pdf)

### **5.3 ΔΕΙΚΤΕΣ FTSE/ASE 20, FTSE/ASE mid 40 και FTSE/ASE SMALLCAP 80<sup>91</sup>**

#### **5.3.1 FTSE/ASE 20**

Ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20 είναι αποτέλεσμα της συνεργασίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και του οργανισμού FTSE International. Είναι βασισμένος σε 20 από τις μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες, οι οποίες είναι εγγεγραμμένες στο ΧΑΑ και των οποίων οι μετοχές πληρούν τα απαραίτητα κριτήρια εμπορευσιμότητας. Ο δείκτης αυτός απεικονίζει με ακρίβεια της κινήσεις τις αγοράς και χρησιμοποιείται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων για την αξιολόγηση της απόδοσης των επενδύσεών τους (benchmark), αλλά και για τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, η λειτουργία των οποίων βασίζεται σε χρηματιστηριακό δείκτη. Επίσης, ο δείκτης αυτός σχεδιάστηκε για να υποστηρίξει την λειτουργία της αγοράς παραγώγων, με την εισαγωγή προϊόντων που θα βασίζονται στο FTSE/ASE-20. Ο δείκτης ελέγχεται από ανεξάρτητη Συμβουλευτική Επιτροπή, η οποία συστάθηκε από το ΧΑ, το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου καθώς και από εκπροσώπους θεσμικών επενδυτών της αλλοδαπής και της ημεδαπής. Ως εκ τούτου, για τον σχεδιασμό του δείκτη έχουν υιοθετηθεί σταθεροί κανόνες. Η Επιτροπή αποφασίζει την αναπροσαρμογή του δείκτη κάθε εξάμηνο και το ΧΑ είναι υπεύθυνο για τον καθημερινό υπολογισμό του, ενώ ελέγχεται σε πραγματικό χρόνο από την FTSE International.

#### **5.3.2 FTSE/ASE mid 40**

---

<sup>91</sup> Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.354-357.

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 κατασκευάστηκε στις 9/12/1999. Όπως και ο δείκτης FTSE/ASE 20, ο FTSE/ASE Mid 40 είναι προϊόν συνεργασίας της συμβουλευτικής επιτροπής του Χ.Α.Α. και του οργανισμού FTSE. Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 έχει κατασκευαστεί με σκοπό να δείχνει στο επενδυτικό κοινό την πορεία των μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Ο FTSE/ASE Mid 40 αποτελείται από 40 μετοχές οι οποίες εξετάζονται σε 6 μηνιαία βάση εάν πληρούν τα κριτήρια να συμμετέχουν στο FTSE/ASE Mid 40. Η εναρκτήρια ημερομηνία του δείκτη ήταν στις 9/2/1999. Η τιμή βάσης του δείκτη είναι οι 1000 μονάδες. Στο FTSE/ASE Mid 40 όπως και στον FTSE/ASE 20 το μεγαλύτερο βάρος δίνουν οι τράπεζες με 16% και οι τηλεπικοινωνίες με 11%

### **5.3.3 FTSE/ASE SMALLCAP 80**

Ο δείκτης FTSE/ASE Small Cap 80 τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιουνίου 2001 και επικεντρώνεται σε μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης που δεν περιλαμβάνονται στους δύο προηγούμενους δείκτες. Ο τρόπος υπολογισμού του είναι ίδιος με των άλλων δεικτών FTSE.

## **6. ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

### **ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Το χρηματιστήριο είναι απαραίτητο μέρος του σημερινού οικονομικού συστήματος. Η φύση του είναι να παίρνει βραχυπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια και να τα κάνει μακροπρόθεσμα. Οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές για να εισπράξουν το μέρισμα και, όταν τις ρευστοποιήσουν, την διαφορά από την τιμή κτήσης. Οι εταιρείες από την άλλη πλευρά αντλούν μακροπρόθεσμα φθηνά κεφάλαια για την πραγματοποίηση επενδύσεων.

Κύριο χαρακτηριστικό της χρηματιστηριακής αγοράς είναι η διακύμανση. Οι τιμές των μετοχών κινούνται προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Ανάμεσα σ' αυτό το ζευγάρι δημιουργούνται τα κέρδη και οι ζημιές. Έχουν προταθεί εκατοντάδες θεωρίες σχετικά με τα σκαμπανεβάσματα των τιμών. Ο Πιγκού, ο Άγγλος οικονομολόγος θεωρεί ότι κύριος παράγοντας είναι η ανθρώπινη εξίσωση. Σύμφωνα μ' αυτόν, οι ανοδικές και καθοδικές κυμάνσεις προκαλούνται από υπερβάλλουσα ανθρώπινη αισιοδοξία, την οποία διαδέχεται υπερβάλλουσα απαισιοδοξία. Το εκκρεμές κινείται μακριά προς τη μια κατεύθυνση και παρατηρείται υπεραφθονία, κινείται μακριά από την άλλη κατεύθυνση και παρατηρείται έλλειψη. Μια ακραία κίνηση προς τη μία κατεύθυνση γεννά μια ακραία κίνηση προς την άλλη και ούτω καθεξής, διαστολή και συστολή σε μια ατέρμονη διαδοχή. Σύμφωνα με τον Kostolany βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα η ψυχολογία καθορίζει τις αποδόσεις των μετοχών και ευθύνεται για το 90% των διακυμάνσεων.

Ο Μπαρούχ, πολυεκατομμυριούχος μέσω χρηματιστηριακής δραστηριότητας και σύμβουλος Αμερικανών προέδρων, πέτυχε διάνα με

μερικές μόνο λέξεις. «Εκείνο όμως, που πραγματικά καταγράφεται στις διακυμάνσεις του χρηματιστηρίου», είπε, «δεν είναι αυτά καθαυτά τα γεγονότα, αλλά οι ανθρώπινες αντιδράσεις σ' αυτά. Κοντολογίς, το πώς κάθε άνθρωπος πιστεύει ότι τα συμβάντα αυτά θα επηρεάσουν το μέλλον τους». Ο Μπαρούχ πρόσθεσε: «Με άλλα λόγια, πάνω από καθετί άλλο το χρηματιστήριο είναι άνθρωποι. Είναι οι άνθρωποι που προσπαθούν να διαβάσουν το μέλλον. Και είναι αυτή η τόσο έντονα ανθρώπινη ιδιότητα που καθιστά το χρηματιστήριο μια τόσο δραματική αρένα, όπου άνδρες και γυναίκες παρατάσσουν τις αντικρουόμενες κρίσεις τους, τις ελπίδες και τους φόβους τους, τις δυνάμεις και τις αδυναμίες τους, την απληστία και τα ιδανικά τους».

Το κλίμα στο χρηματιστήριο είναι απρόβλεπτο. Κανένας δεν μπορεί να είναι σίγουρος για την πορεία του. Όλοι κάνουν προβλέψεις. Με βάση αυτές κατευθύνονται οι επενδυτές. Δεν υπάρχει κάποια μέθοδος με την οποία θα μπορούσαμε να προβλέψουμε με ακρίβεια τις τιμές των μετοχών. Αν αυτή είχε ανακαλυφθεί τότε το Χρηματιστήριο θα έπαυε να είναι το κέντρο της κερδοσκοπίας. Οι τιμές θα είχαν μια καθορισμένη τιμή και τα περιθώρια κέρδους θα ήταν ελάχιστα.

Παρακάτω θα αναλυθούν οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των χρηματιστηρίων. Μακροπρόθεσμα τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας ασκούν σημαντική επίδραση στην διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Όσο μεγαλύτερο είναι το βάθος της χρηματιστηριακής αγοράς τόσο μπορούμε να πούμε ότι αντικατοπτρίζει την εικόνα της οικονομίας. Επίσης η οικονομική θέση της εταιρείας, οι μετοχές της οποίας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, και οι προοπτικές ανάπτυξης της αντανακλώνται στην τιμή της μετοχής της. Βέβαια δεν θα μπορούσαμε να παραλείψουμε και τον ανθρώπινο παράγοντα, δηλαδή την ψυχολογία του επενδυτή, και τον ρόλο που έχει έστω και βραχυπρόθεσμα στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

## 6.1 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ<sup>92</sup>

### 6.1.1 Παράγοντες που αφορούν την εταιρεία

Στο χρηματιστήριο διαπραγματεύονται οι μετοχές των εισηγμένων εταιρειών. Ο επενδυτής αγοράζει τις μετοχές μίας συγκεκριμένης εταιρείας γιατί προσδοκά ότι αυτή θα παρουσιάσει κερδοφορία και μελλοντικά ικανοποιητική ανάπτυξη. Η πορεία της εταιρείας θα διαμορφώσει και την τιμή της μετοχής της στο χρηματιστήριο. Η αξιολόγηση της εταιρείας γίνεται από μια σειρά παραγόντων οι βασικότεροι εκ των οποίων είναι η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και αριθμοδεικτών, των ποιοτικών στοιχείων της εταιρείας (διοίκηση κτλ.) και του κλάδου στον οποίο ανήκει.

Η επιλογή των μετοχών γίνεται με την ανάλυση της χρηματοοικονομικής και χρηματιστηριακής συμπεριφοράς τους. Για την αξιολόγηση μιας μετοχής, αναζητούνται διάφορα στοιχεία, μεταξύ των οποίων:

- ⇒ Η σχέση τιμής προς κέρδη της εταιρείας (P/E) και η λογιστική αξία (P/BV) σε σύγκριση με τις άλλες του κλάδου.
- ⇒ Η τιμή της μετοχής σε σχέση με τα χαμηλότερα ή υψηλότερα ιστορικά επίπεδά της.
- ⇒ Η μερισματική πολιτική της εταιρείας.
- ⇒ Η πρόσφατη μεταβολή της τιμής της μετοχής και η μακροχρόνια χρηματιστηριακή συμπεριφορά της.
- ⇒ Η εμπορευσιμότητα της, δηλαδή ο όγκος των συναλλαγών της σε σχέση με τις άλλες εταιρείες ίδιου μεγέθους.

---

<sup>92</sup><http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AC>

- ⇒ Η χρηματιστηριακή πορεία των μετοχών εταιρειών με συναφές αντικείμενο δραστηριότητας.
- ⇒ Οι προβλέψεις που έχει διατυπώσει επισήμως για την εξέλιξη των μεγεθών της και πόσο έχουν επαληθευτεί οι προηγούμενες προβλέψεις της.
- ⇒ Οι προοπτικές του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και οι παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία του.
- ⇒ Τι είδους προϊόντα ή υπηρεσίες πουλάει η εταιρεία και τι ποσότητες εξάγει.
- ⇒ Ο ανταγωνισμός στον κλάδο που ανήκει.
- ⇒ Τα σχέδια που έχει αναπτύξει και πόσο αξιόπιστη φάνηκε στην υλοποίηση άλλων σχεδίων που είχε εξαγγείλει.

Η εκτίμηση όλων των παραπάνω παραγόντων κρίνεται απαραίτητη για την δημιουργία ενός καλαθιού από χρεόγραφα. Η προσεκτική επιλογή των μετοχών είναι προϋπόθεση για την απόδοση του χαρτοφυλακίου. Επομένως η πορεία της μετοχής μιας εταιρείας εξαρτάται από πολλούς παραμέτρους. Μπορεί βέβαια βραχυπρόθεσμα η τιμή της μετοχής να είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, μακροπρόθεσμα όμως θα αποτυπωθεί η πραγματική της αξία.

### **6.1.2 Παράγοντες που αφορούν την οικονομία**

Η σχέση μεταξύ της πορείας του Χρηματιστηρίου και της πραγματικής οικονομίας δεν λειτουργεί μονομερώς αλλά αμφίδρομα. Υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού, χαμηλά επιτόκια, χαμηλό ποσοστό ανεργίας και πλεονασματικοί κρατικοί προϋπολογισμοί επιδρούν θετικά στην πορεία του χρηματιστηρίου. Τα «κανάλια» μέσα από τα οποία εκδηλώνεται η αμφίδρομη αυτή σχέση είναι κυρίως της τόνωσης της επενδυτικής δραστηριότητας, της ανακατανομής

του εθνικού εισοδήματος υπέρ της κατανάλωσης και της αύξησης των κερδών των επιχειρήσεων.

Μια οικονομία που αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς και εφόσον προβλέπεται ότι θα συνεχιστεί αυτή η ανάπτυξη, δημιουργεί προσδοκίες για αύξηση των επενδύσεων, των επιχειρηματικών κερδών και της κατανάλωσης. Οι επενδυτές βλέποντας τις προοπτικές ανάπτυξης θα κάνουν τοποθετήσεις στην χρηματιστηριακή αγορά προσδοκώντας υψηλές αποδόσεις. Αντίθετα μία οικονομία που παρουσιάζει σημάδια στασιμότητας και δεν προβλέπεται μελλοντική ανάκαμψη θα αποτρέψει τους επενδυτές από τις χρηματιστηριακές επενδύσεις καθώς οι προοπτικές κέρδους θα είναι λίγες.

Επίσης ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού οι επιχειρήσεις ενσωματώνουν τις μεταβολές στις τιμές των προϊόντων τους σε αντίθεση με τους μισθωτούς, το πραγματικό εισόδημα των οποίων μειώνεται. Αυτή η αναδιανομή του εισοδήματος αυξάνει τα κέρδη των επιχειρήσεων και επομένως την τιμή των μετοχών τους. Αν όμως το πραγματικό εισόδημα των μισθωτών συνεχίσει να μειώνεται τότε οι τελευταίοι προσπαθούν να καλύψουν τις βασικές του ανάγκες και δεν διαθέτουν χρήματα για επενδύσεις. Εάν αυτό το ποσοστό των επενδυτών είναι σημαντικό τότε η ζήτηση για μετοχές μειώνεται.

Το κόστος του χρήματος ή αλλιώς το επιτόκιο επηρεάζει καθοριστικά την ζήτηση των μετοχών. Τα χαμηλά επιτόκια ευνοούν τα επιχειρηματικά σχέδια και πραγματοποιούνται επενδύσεις με χαμηλή αποδοτικότητα. Επίσης αν ένας επενδυτής έχει να επιλέξει ανάμεσα στα καταθετικά προϊόντα των τραπεζών και στην επένδυση στο χρηματιστήριο, τότε επειδή η απόδοση του κεφαλαίου του από τις καταθέσεις θα είναι μικρή και σε συνδυασμό με τον πληθωρισμό, μία επένδυση σε μετοχές θα μπορούσε να αποφέρει μεγαλύτερο κέρδος.



Η δημοσιονομική κατάσταση της χώρας, το κρατικό έλλειμμα, το δημόσιο χρέος και η φορολογική πολιτική συνθέτουν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων τα οποία σε πολλές περιπτώσεις επενδύονται μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Η σταθερότητα και η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής είναι προϋπόθεση για την δημιουργία επενδύσεων και πόσο μάλλον σε ένα ανταγωνιστικό διεθνές περιβάλλον, όπου οι ξένες επενδύσεις είναι καταλύτης για την ανάπτυξη και πολλές χώρες ανταγωνίζονται για την επιλογή τους ως τόπο προορισμού αυτών.

## 6.2 ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΚΑΙ ΨΥΧΟΛΟΓΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Το πρώτο βιβλίο που κυκλοφόρησε σχετικά με το χρηματιστήριο είχε τον τίτλο "Confusion de Confusiones" (Η σύγχυση των συγχύσεων). Το βιβλίο αυτό γράφτηκε από τον Χόσεφ Πένσο δε λα Βέγκα και δημοσιεύτηκε στο Άμστερνταμ το 1688. Μέσα από μια σειρά διαλόγων ανάμεσα σ' ένα έμπορο και έναν κάτοχο μετοχών, ο Βέγκα περιγράφει τη χρηματιστηριακή αγορά σαν ένα τρελοκομείο, γεμάτο από παράδοξες προλήψεις, ιδιόρρυθμες πρακτικές και παθολογικές έλξεις. Παρουσιάζει μια ξεκάθαρη εικόνα της ψυχολογίας των ανθρώπων που ασχολούνται με το χρηματιστήριο. Την ίδια στιγμή που κάποιος αγοράζει, κάποιος άλλος πουλάει. Γιατί όμως να πιστεύει ο ένας ότι η μετοχή θα «ανέβει» και άλλος ότι θα «πέσει»; Τι τους ωθεί στην πράξη αγοράς ή πώλησης;

Ίσως η «επιστήμη» που μπορεί να μας δώσει απάντηση στο ερώτημα αυτό να είναι η ψυχολογία. Ο επαγγελματίας χρηματιστής αποφασίζει το πρωί, για τον ένα ή τον άλλο λόγο και μετά από ώριμη σκέψη, να πουλήσει όλα τα χαρτιά του. Εισέρχεται στην αίθουσα του χρηματιστηρίου και μαθαίνει ότι επικρατεί εκεί μια πολύ αισιόδοξη διάθεση. Μέσα σ' ένα δευτερόλεπτο έχει αλλάξει γνώμη. Αλλάζει το σχέδιό του και αντί να πουλήσει αγοράζει επιπλέον χαρτιά. Την ερμηνεία στον τρόπο που ενήργησε

ο χρηματιστής μας τη δίνει η ψυχολογία. Αυτή ερμηνεύει την συμπεριφορά των ανθρώπων, οι ενέργειες των οποίων κατευθύνουν τις τιμές των μετοχών. Πραγματικά, το χρηματιστήριο αποτελεί το καλύτερο εργαστήριο μέσα στο οποίο η ψυχολογία - επιστήμη μπορεί να βρει άφθονο υλικό για έρευνα. Ο σερ Ισαάκ Νεύτων όταν κάποτε τον ρώτησαν για την πορεία της αγοράς απάντησε: «Μπορώ να υπολογίσω τις κινήσεις των ουρανίων σωμάτων, όχι όμως και την τρέλα των ανθρώπων». Ίσως το παιχνίδι του χρηματιστηρίου να είναι ένα παιχνίδι ψυχολογίας όπου ο κάθε επενδυτής προσπαθεί να ανακαλύψει τι κάνουν οι άλλοι και να προβλέψει τι σκοπεύουν να κάνουν. Βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα η ψυχολογία αποτελεί το 90% του χρηματιστηριακού γίνεσθαι. Τα υπόλοιπα είναι μόνο το 10% και αφορούν τα θεμελιώδη μεγέθη των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, την πορεία της οικονομίας, τις ειδήσεις και τα έκτακτα γεγονότα. Εάν βέβαια το 90% καθορίζει το 10% ή το 10% το 90% αποτελεί ένα φιλοσοφικό ερώτημα. Το μόνο σίγουρο είναι ότι μακροπρόθεσμα οι θεμελιώδεις αρχές είναι αυτές που παίζουν το μεγαλύτερο ρόλο.

Στα Χρηματιστήρια όλου του κόσμου, από την γέννησή τους μέχρι σήμερα, παρατηρούνται οι ίδιες σκηνές. Είναι σαν ένα θεατρικό έργο που είτε παίζεται τον 17ο αιώνα είτε τον 21ο έχει το ίδιο περιεχόμενο. Πράγματι, ο επενδυτής που συναλλασσόταν το 1690 στο χρηματιστήριο του Λονδίνου θα ένιωθε οικεία αν βρισκόταν σήμερα στην Wall Street. Θα έβλεπε ανθρώπους να συμπεριφέρονται με τον ίδιο ακριβώς τρόπο, να χρησιμοποιούν την ίδια ορολογία και να ζουν το παιχνίδι με την ίδια ένταση. Τίποτα δεν έχει αλλάξει στην ουσία, μόνο ο χρόνος. Η ιστορία επαναλαμβάνεται.

Το χρηματιστήριο δημιουργεί εθισμό στους επενδυτές. Μέσα σ' αυτό επικρατεί μια εντελώς διαφορετική ατμόσφαιρα. Ο αέρας που αναπνέει κανείς στο εσωτερικό αυτής της αίθουσας επιδρά σαν ναρκωτικό. Πολλοί που μπήκαν τυχαία στο χρηματιστήριο δεν μπόρεσαν να «απεξαρτηθούν». Η

χρηματιστηριακή αγορά ασκεί σύμφωνα με τον Βέγκα μια νοσηρή έλξη: «Όποιος μπει μια φορά στον μαγικό κύκλο του χρηματιστηρίου, βρίσκεται σε αιώνια αναταραχή και εγκαθίσταται σε μια φυλακή, που το κλειδί της βρίσκεται στα βάθη του ωκεανού και τα κάγκελά της δεν θ' ανοίξουν ποτέ». Ο πυρετός του χρηματιστηρίου κυριεύει τους επενδυτές. Βλέπουν μπροστά τους τις αξίες να μεταβάλλονται προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Θέλουν να κερδίσουν. Όταν έχουν χαρτιά τρέμουν μήπως πέσει η τιμή τους και όταν δεν έχουν τότε τρέμουν ότι θα μπορούσε να ανέβει. Εδώ ίσως να βρίσκεται η παγίδα. Το κέρδος και η ζημιά βρίσκεται στο μυαλό σου, στην τσέπη σου, είτε έχεις χαρτιά είτε όχι.

Την ιστορία του χρηματιστηρίου τη χαρακτηρίζει η εναλλαγή μεταξύ καλών και κακών περιόδων: τα μπουμ και τα κραχ του χρηματιστηρίου. Και τα δύο τους αποτελούν ένα αχώριστο ζευγάρι. Τα μπουμ φουσκώνουν στο ρυθμό της ευημερίας στην αρχή αργά - αργά, σαν μπαλόني. Και τότε εντελώς ξαφνικά, το μπαλόني μοιραία γίνεται τεράστιο και μπορεί να σκάσει με το τσίμπημα μιας βελόνας. Υπάρχει ένας νόμος στην κερδοσκοπία: δεν υπάρχει κραχ, δεν υπάρχει αναστάτωση, της οποίας δεν προηγήθηκε ένα μπουμ και δεν υπάρχει μπουμ που να μην τελειώνει με ένα χρηματιστηριακό κραχ. Ανάμεσα σ' αυτό το ζευγάρι προσπαθούν να μπουν οι επενδυτές και να κερδίσουν από αυτή τη σχέση. Πώς όμως συμπεριφέρονται οι επενδυτές στην φάση της ανόδου και πώς στην πτώση;

Η φάση της ανόδου διαιρείται σε τρία στάδια. Στο πρώτο η τιμή που είχε πέσει χαμηλά διορθώνεται φτάνοντας σε ένα επίπεδο το οποίο κατά κάποιο τρόπο είναι ρεαλιστικό και δικαιολογημένο. Στο δεύτερο στάδιο η τιμή εξελίσσεται παράλληλα με τα τρέχοντα γεγονότα. Αν αυτά δεν είναι ευνοϊκά για το είδος της μετοχής αυτής, τότε η τιμή δικαιολογημένα υποχωρεί πάλι. Αν τα γεγονότα είναι θετικά, η τιμή της μετοχής τα συνοδεύει ακολουθώντας ανοδική πορεία. Τώρα, σε ένα συγκεκριμένο σημείο στο δεύτερο στάδιο υπάρχει ο κίνδυνος η ευνοημένη από τα νέα

θετικά γεγονότα τιμή της μετοχής να περάσει αυτόματα στο τρίτο στάδιο. Σ' αυτό το στάδιο της αγοράς των αισιόδοξων επενδυτών οι τιμές εκτινάσσονται από ώρα σε ώρα στα ύψη. Οι τιμές και οι διαθέσεις εξελίσσονται αμοιβαία. Οι αυξημένες τιμές γεννούν μια πολύ καλή διάθεση, η αισιοδοξία δεν έχει πια όρια και γίνεται ευφορία ωθώντας τις τιμές ακόμα πιο ψηλά. Δεν έχουν πια σημασία, τις καθορίζει αποκλειστικά η μαζική υστερία.

Στο τρίτο στάδιο, το στάδιο της υπερβολής και υπερτίμησης των αξιών στο χρηματιστήριο η δραστηριότητα είναι φρενήρης και οι προσδοκίες γίνονται εξωπραγματικές. Τα χρήματα που επενδύονται είναι περισσότερα από τους τίτλους. Οι προσδοκίες προσθέτουν αέρα στην φούσκα, καθώς οι αξίες που αντιπροσωπεύουν οι μετοχές δεν δικαιολογούνται. Η αισιοδοξία κλείνει τα μάτια των ανθρώπων και ο εύκολος πλουτισμός ναρκώνει τους επενδυτές, οι οποίοι σαν κοπάδι από πρόβατα κινούνται μαζικά. Αυτή η κατάσταση δεν αντιπροσωπεύει μόνο μια εποχή ή ένα χρηματιστήριο.

Μετά από ένα μπουμ ακολουθεί το κραχ. Η υπερτιμημένη αγορά φτάνει στο απόγειο της και τότε ξαφνικά ξεκινάει η κατάρρευση των χρηματιστηριακών αξιών. Τη στιγμή της κατάρρευσης η ψυχολογία που επικρατεί είναι «ο σώζων εαυτόν σωθήτω». Οι επενδυτές κυριεύονται από πανικό, τα όνειρά τους γκρεμίζονται, οι περιουσίες τους χάνονται και κάποιοι αυτοκτονούν. Η μαύρη απαισιοδοξία κυριαρχεί. Ενώ οι άνθρωποι μιλούσαν μόνο για μετοχές ξαφνικά τις αποστρέφονται. Ξυπνούν από το παραμύθι που ζούσαν και ορκίζονται ότι ποτέ ξανά δεν θα παρασυρθούν στο παιχνίδι του χρηματιστηρίου. Η μανία για μετοχές μετατρέπεται σε φοβία. Οι επενδυτές προσπαθούν να βρουν εξιλαστήρια θύματα. Κατηγορούν τις αρχές που δεν τους προστάτευσαν από τους κερδοσκόπους, τους πολιτικούς αρχηγούς που τους παρέσυραν με τις προτροπές τους και ζητούν την παραδειγματική τιμωρία αυτών που κάποτε, την εποχή της ανόδου, τους

θεωρούσαν ηγέτες και ακολουθούσαν τις κινήσεις τους στη χρηματιστηριακή σκακιέρα.

## 7. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αναμφίβολα το 2008 ήταν μια δύσκολη χρονιά για την παγκόσμια οικονομία που διανύει μια από τις δυσκολότερες περιόδους της. Για τις χρηματιστηριακές αγορές το 2008 ήταν χρονιά αρνητικό ορόσημο και από τις χειρότερες στην ιστορία των κεφαλαιαγορών από το 1930. Η πτώση στις διεθνείς αγορές κυμαίνεται μεταξύ 35% - 65% ενώ μέσα σε 12 μήνες τα διεθνή χρηματιστήρια έχασαν 30 τρισεκατομμύρια δολάρια. Στο ΧΑΑ η μείωση του γενικού δείκτη, σε σύγκριση με το τέλος του 2007, ήταν 77,15% και η συνολική κεφαλαιοποίηση της κυπριακής κεφαλαιαγοράς μειώθηκε από 25,3 δισ. ευρώ σε 10,3 δισ. ευρώ.

Τα τελευταία χρόνια οι χρηματιστηριακοί δείκτες παγκόσμια κατέγραψαν σημαντική άνοδο και κατέρριπταν το ένα ρεκόρ μετά το άλλο. Η ευφορία ήταν διάχυτη διεθνώς. Από τα τέλη του 2007, όμως, άρχισαν να παρουσιάζονται τα πρώτα σημάδια της κρίσης. Όλοι, συμπεριλαμβανομένων και των αναλυτών, απέτυχαν παταγωδώς να προβλέψουν την κάθετη πτώση των χρηματιστηρίων και την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας προς την ύφεση. Ίσως το μεγαλύτερο λάθος που έγινε να ήταν ότι αφέθηκε να καταρρεύσει η Lehman Brothers, ο τραπεζικός αυτός κολοσσός. Οι αιτίες της κρίσης είναι γνωστές. Η κρίση ξεκίνησε βασικά από τις ΗΠΑ με τα στεγαστικά δάνεια και ξαπλώθηκε πολύ γρήγορα σ' όλο τον κόσμο. Λόγω των χαμηλών επιτοκίων, της κατάχρησης των δυνατοτήτων δανεισμού και της απουσίας αποτελεσματικής εποπτείας, η χρηματοπιστωτική αγορά οδηγήθηκε σε υπερβολές. Πέραν, όμως, όλων αυτών ήταν και τα τραπεζικά επενδυτικά προϊόντα ύψους 60 τρισεκατομμυρίων δολαρίων που διαπραγματεύτηκαν σε εξωχρηματιστηριακές αγορές. Οι αγορές αυτές

διαφέρουν από τις παραδοσιακές - οργανωμένες αγορές που λειτουργούν τα χρηματιστήρια. Επειδή δε ο τομέας των τραπεζών είναι συνδεδεμένος με τις επενδύσεις, το απαισιόδοξο κλίμα επηρέασε ουσιαστικά τις τιμές των μετοχών.

## **7.1 ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΓΙΑ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ**

Η κρίση επέδειξε για ακόμη μια φορά την αναγκαιότητα για διαφάνεια και για αξιόπιστους μηχανισμούς διαμόρφωσης τιμών. Η κρίση ήρθε για να υπενθυμίσει στους επενδυτές τα σημαντικά οφέλη που μπορούν να αποκομίζουν επιλέγοντας να διεξάγουν τις συναλλαγές τους μέσα από τα παραδοσιακά χρηματιστήρια.

Είναι φανερό ότι οι αιτίες της κρίσης δεν έχουν καμία σχέση με τα χρηματιστήρια. Τελικά όμως τόσο τα χρηματιστήρια όσο και οι επενδυτές επηρεάστηκαν σημαντικά από αυτήν. Στους επενδυτές επικρατεί σήμερα κλίμα αβεβαιότητας, η κρίση τους προκαλεί φόβο και έτσι απέχουν από την ανάληψη κινδύνων και από επενδυτικές δραστηριότητες.

Η πτώση του Ελληνικού χρηματιστηρίου ήταν το άμεσο αποτέλεσμα της αβεβαιότητας και του κλονισμού της εμπιστοσύνης του κόσμου από τη διεθνή κρίση. Λόγω μεγέθους, η Ελληνική κεφαλαιαγορά, που λειτουργεί με τη λογική της αναδυόμενης αγοράς, παρουσιάζεται με μεγαλύτερες πτώσεις και μεταβλητότητα απ' ό,τι τα αναπτυγμένα χρηματιστήρια.

Οι σημαντικότεροι κίνδυνοι της κρίσης για τα χρηματιστήρια είναι η μείωση της ρευστότητας, που γι' αυτά τα είναι εξ ίσου σημαντική όσο και το οξυγόνο για τον άνθρωπο, καθώς και η προοπτική μειωμένης επικερδότητας των εισηγμένων εταιρειών. Τα αποτελέσματα, δυστυχώς, παρουσιάζουν ότι η άντληση κεφαλαίων μέσα από τα χρηματιστήρια να είναι πολύ δύσκολη έως αδύνατη ενώ οι όγκοι συναλλαγών να έχουν μειωθεί δραματικά. Η ψυχολογία, περισσότερο ίσως και από τα οικονομικά θεμελιώδη, επηρεάζει τις καθημερινές διακυμάνσεις στις χρηματαγορές όλου του

κόσμου. Ανάλογα με το επίπεδο της ψυχολογίας τα ίδια οικονομικά στοιχεία ερμηνεύονται με διαφορετικό τρόπο όταν στις κεφαλαιαγορές επικρατεί ευφορία και διαφορετικά όταν κυριαρχεί η απογοήτευση. Θα πρέπει, λοιπόν, να σταματήσει η καταστροφολογία και η κινδυνολογία και να επικεντρωθούμε στα πραγματικά δεδομένα και στις προοπτικές.

## **7.2 ΤΕΡΑΣΤΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ**

Πάντοτε οι μεγάλες κρίσεις δημιουργούν ανακατατάξεις και αναδιαρθρώνουν το οικονομικό και επιχειρηματικό σκηνικό. Η μεγαλύτερη πρόκληση για το 2009 είναι η διαχείριση των επιπτώσεων της κρίσης στην πραγματική οικονομία και ειδικότερα στην κερδοφορία των εισηγμένων εταιρειών. Η κρίση φαίνεται να έχει διάρκεια και κανένας στις διεθνείς χρηματαγορές δεν μπορεί να προβλέψει με σιγουριά πότε η παγκόσμια οικονομία θα ανακάμψει. Φαίνεται ότι οι άσχημες οικονομικές και εταιρικές ειδήσεις θα συνεχίσουν να ανακοινώνονται και μέσα στο 2009. Όλες σχεδόν οι χώρες του κόσμου και οι σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής παίρνουν πρωτοβουλίες και προχωρούν με σχέδια διάσωσης, με κρατικές παρεμβάσεις και με δημοσιονομικά μέτρα χαλαρώνοντας τη δημοσιονομική τους πολιτική με στόχο την αποφυγή επανάληψης των δεκαετιών 1930 και 1970. Ο Μπάρακ Ομπάμα, ο νέος Πρόεδρος από τις 20 Ιανουαρίου 2009 των ΗΠΑ, αναμένεται να προτείνει επιπρόσθετο δημοσιονομικό πακέτο στήριξης της οικονομίας και για ώθηση της επενδυτικής υποδομής.

Η πλέον, όμως, αποφασιστική και επιβεβλημένη ενέργεια για τον περιορισμό των ενεργειών της οικονομικής ύφεσης είναι η ανάκτηση της εμπιστοσύνης και της ψυχολογίας των επενδυτών. Η βελτίωση της ψυχολογίας στην Wall Street και στα άλλα χρηματοπιστωτικά κέντρα όπως και η διόρθωση των τιμών θα επιτρέψουν στους διαχειριστές κεφαλαίων να ξαναρχίσουν τις επενδύσεις τους στις ΗΠΑ και στις άλλες χώρες. Είναι δε



γνωστό ότι υπάρχουν τεράστια κεφάλαια στο περιθώριο που περιμένουν να επενδυθούν κατάλληλα έχοντας υπόψη και το ύψος των επιτοκίων.

### 7.3 Η ΚΡΙΣΗ ΓΕΝΝΑ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ

Μεταξύ των ιδίων των χρηματιστηρίων, των εποπτικών αρχών, των μελών και των τραπεζών υπάρχει συνεργασία για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση της κρίσης. Όλοι οι συντελεστές της κεφαλαιαγοράς γνωρίζουν ότι δεν είναι πλέον ανεξάρτητες και απομονωμένες οντότητες και ότι συμβεί γύρω τους επηρεάζει τόσο τα ίδια όσο και τους πελάτες τους. Οι επενδυτές πρέπει να γνωρίζουν ότι τα χρηματιστήρια είναι προεξοφλητικοί μηχανισμοί και ότι ο χρόνος της ανάκαμψης έρχεται νωρίτερα απ' ό,τι γενικά αναμένεται. Συνεπώς, οι επενδυτές πρέπει να αποφασίζουν με γνώμονα τις μελλοντικές προσδοκίες παρά τα σημερινά δεδομένα. Είναι λογικό να αναμένεται ότι η αγορά θα αναγνωρίσει το σημείο καμπής αρκετά πριν αυτό φανεί στα εταιρικά κέρδη και θα αντιδράσει ανάλογα. Οι αναλυτές υποστηρίζουν ότι σήμερα τα χρηματιστήρια είναι σε χαμηλό σημείο, διότι έχει ήδη προεξοφληθεί ότι το μέλλον ή τουλάχιστον το άμεσο μέλλον είναι δύσκολο.

Δεν μπορούμε να σχολιάσουμε τις αποτιμήσεις των μετοχών και ούτε πώς θα συμπεριφερθεί ο επενδυτής. Ένα σημείο, όμως, στο οποίο συμφωνούν σχεδόν όλοι οι αναλυτές είναι ότι με τις παρούσες αποτιμήσεις των τίτλων στα περισσότερα χρηματιστήρια, μετά την κατακόρυφη πτώση των τιμών σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες. Οι εκτιμήσεις αυτές συνάδουν με το ότι κατά κανόνα η χρηματιστηριακή κρίση γεννά ευκαιρίες.

Επίσης, η διαφαινόμενη μείωση των επιτοκίων κατάθεσης αναμένεται ότι θα διοχετεύσει κεφάλαια στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι επενδυτές που επιζητούν πραγματικές αποδόσεις, έπειτα από την

αναπροσαρμογή για πληθωρισμό, θα επιλέξουν και τα χρηματιστήρια για τοποθέτηση των κεφαλαίων τους.

#### **7.4 Η ΣΥΝΤΑΓΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ**

Οι επενδυτές, λαμβάνοντας υπόψη όλα τα δεδομένα και τη συμβουλή του πιο επιτυχημένου επενδυτή στον κόσμο, του Warren Buffet «Να είστε αχόρταγοι όταν οι άλλοι είναι φοβισμένοι και φοβισμένοι όταν οι υπόλοιποι εμφανίζονται αχόρταγοι» πρέπει να αποφασίζουν ανάλογα. Επαναλαμβάνω, όμως, και πάλι ότι οι επενδυτές σ' αυτή τη δύσκολη οικονομική συγκυρία πρέπει να λειτουργούν με λογική, σύνεση, αντικειμενικότητα, χωρίς συναισθηματισμούς και να αξιολογούν τα θεμελιώδη τόσο της οικονομίας όσο και των εταιρειών. Ο ενθουσιασμός και η απογοήτευση είναι κακοί σύμβουλοι.

Ο κάθε επενδυτής πρέπει να καθορίσει το χρονικό επενδυτικό του ορίζοντα εκτιμώντας και πάλι τη συμβουλή του Warren Buffet «Αν μια μετοχή δεν μπορεί να την κρατήσεις για δέκα χρόνια, τότε πούλησέ την σε δέκα λεπτά». Θα πρέπει να ξεπερασθεί το φαινόμενο οι ιδιώτες επενδυτές να είναι οι τελευταίοι που τοποθετούνται στην αγορά όταν αυτή βρίσκεται σχεδόν στο ψηλότερο σημείο και να είναι επίσης αυτοί οι οποίοι αποχωρούν από την αγορά όταν αυτή βρίσκεται στο χαμηλότερο σημείο. Γι' αυτό και επιβάλλεται οι ιδιώτες επενδυτές να απευθύνονται για τις επενδυτικές τους αποφάσεις στους επαγγελματίες συμβούλους.

Στο ΧΑΑ έχουν διαμορφώσει κατάλληλους σχεδιασμούς με στόχο το ΧΑΑ να συνεχίσει την πορεία του σ' αυτή τη δύσκολη περίοδο της κρίσης. Χρειάζονται να έχουν κοντά τους τόσο τους ιδιώτες επενδυτές όσο και τους θεσμικούς επενδυτές. Οι χρηματιστηριακές αγορές και το ΧΑΑ θα αντέξει και αυτή την κρίση, όπως άντεξε και άλλες κρίσεις στο παρελθόν, για το καλό τόσο των οικονομιών όσο και των επενδυτών.

Με ατμομηχανή τον τραπεζικό κλάδο το ελληνικό χρηματιστήριο κινείται στην πιο γρήγορη τροχιά ανόδου απ' όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ενώ βρίσκεται και παγκοσμίως στις υψηλότερες θέσεις.

Η υπερθέρμανση της ελληνικής αγοράς -που έχει ως αποτέλεσμα το τελευταίο 7μηνο Μάρτιος-Οκτώβριος 2009 να ενισχυθεί η κεφαλαιοποίηση κατά 50 δισ. ευρώ και ταυτόχρονα ο Γενικός Δείκτης να σημειώσει άνοδο 97,14% - αποδίδεται, σύμφωνα με τους χρηματιστηριακούς κύκλους, στην προσπάθεια των τραπεζών να αυξήσουν τις αποτιμήσεις τους. Στόχος τους να είναι έτοιμες για τις επικείμενες αυξήσεις κεφαλαίου με μετρητά που προγραμματίζονται για το 2011.

Το «φούσκωμα» των τιμών όχι μόνο των τραπεζών αλλά και άλλων μετοχών της υψηλής κεφαλαιοποίησης, δεν μπορεί να δικαιολογηθεί ούτε από τα προσδοκώμενα εταιρικά κέρδη του γ' τριμήνου του 2011 ούτε από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, καθώς η ελληνική οικονομία παραμένει σε στενωπό και η εικόνα ασφυξίας αναδύεται από πολλές επιχειρήσεις. Ο κ. Δημήτρης Τζάνας, σύμβουλος επενδύσεων της Proton Bank, εξηγεί με δηλώσεις του ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι ρηχή και η διοχέτευση μεγάλου αριθμού κεφαλαίων όπως συμβαίνει τώρα, δημιουργεί συνθήκες ανατιμητικής κερδοσκοπίας καθώς από τον απόλυτο παραλογισμό του περσινού Οκτωβρίου βιώνουμε εφέτος την αντίθετη όψη, δηλαδή μία υπερβολική ευφορία που δεν δικαιολογείται και από την προβληματική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι ξένοι επενδυτές προσεγγίζουν τα 2 δισ. ευρώ σε αγορές μετοχών με τη συμπλήρωση του πενταμήνου της τρέχουσας οικονομικής χρήσης.

Ωστόσο, αυτή η μεγάλη εισροή φρέσκου χρήματος γίνεται μονοδιάστατα και σχεδόν το 70% κατευθύνεται σε τραπεζικές μετοχές και μετοχές της υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Η Morgan Stanley από την πλευρά της σημειώνει ότι το Χρηματιστήριο της Αθήνας παραμένει το φθηνότερο στην Ευρώπη, αφού διαπραγματεύεται με το χαμηλότερο P/E στη Γηραιά Ήπειρο, όμως, το κλείσιμο της ψαλίδας των αποτιμήσεων είναι εμφανές. Οι ισπανικές μετοχές διαπραγματεύονται σε p/e 13, ενώ λίγο ακριβότερο είναι το χρηματιστήριο της Νορβηγίας.

Όσον αφορά τα κέρδη ανά μετοχή του Χ.Α., σύμφωνα με τη Morgan Stanley αναμένεται να καταγράψουν μείωση 3% το τρέχον έτος, ενώ για το 2011 εκτιμάται πως θα ενισχυθούν κατά 7% και 22% αντίστοιχα. Από την πλευρά της η JP Morgan αναδεικνύει το ελληνικό χρηματιστήριο ως το δεύτερο ελκυστικότερο στην Ευρώπη, καθώς διαπραγματεύεται σε P/E 11,4 με βάση τα εκτιμώμενα κέρδη του επόμενου 12μήνου. Το χαμηλότερο P/E 10,9 εμφανίζει η αγορά της Νορβηγίας. Με βάση τα εκτιμώμενα κέρδη του 2010 το P/E της Αθήνας διαμορφώνεται στο 11,9 και είναι από τα χαμηλότερα στη Γηραιά Ήπειρο. Για το 2011 το P/E του Χ.Α. υπολογίζεται στο 11,3 και για το 2011 στο 8,9.

Για τους επενδυτές αλλά και τους επαγγελματίες διαχειριστές, η διάθρωση και διαχείριση χαρτοφυλακίου αποτελούν μια ιδιαίτερα επίπονη προσπάθεια. Δυστυχώς όμως δεν υπάρχουν σίγουροι κανόνες για την αποτελεσματική διαχείριση χαρτοφυλακίων. Για να επιτευχτεί το καλύτερο αποτέλεσμα, μια επένδυση δεν θα πρέπει να εξετάζεται μεμονωμένα αλλά η αξιολόγηση της να βασίζεται στον αναμενόμενο βαθμό απόδοσης και στον κίνδυνο της. Παράλληλα όμως πρέπει να αξιολογείται και η αγορά και ο τρόπος αντιμετώπισης σε περιπτώσεις έντονης μεταβλητότητας των αγορών.

Ανάλογα λοιπόν από τους στόχους που θέτει και από την στρατηγική που θα ακολουθήσει ένας επενδυτής, είτε ιδιώτης είτε επαγγελματίας διαχειριστής, ο οποίος κατέχει κάποια κεφάλαια τα οποία θέλει να επενδύσει με κύριο σκοπό του την αύξηση αυτών των κεφαλαίων, θα καταρτίσει ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο του προσφέρει την ευκαιρία μετριασμού του

κινδύνου ή μεγιστοποίησης της απόδοσης. Συνεπώς πρέπει να επιλέγεται ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο του ταιριάζει περισσότερο, που ανταποκρίνεται περισσότερο στην προσωπική του στάση έναντι του ανταλλάγματος απόδοση - ρίσκο.

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου δεν μένει μόνο στην επιλογή και διάθρωση των χαρτοφυλακίων. Ένα σημαντικό κομμάτι της που δεν πρέπει να παραλείπεται είναι η αξιολόγηση της επενδυτικής επίδοσης, η οποία είναι εξαιρετικής σημασίας για τους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων αλλά και για τους επενδυτές. Η αξιολόγηση γίνεται για να ελεγχτεί η επίτευξη ή όχι των στόχων που έχουν οριστεί.

Η μελέτη της Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου δεν θα μπορούσε να κατανοηθεί αν δεν εξεταζόταν η συμπεριφορά των αποδόσεων των χρεογράφων και ειδικότερα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η πρόβλεψη της μελλοντικής απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και γενικότερα των χρηματοοικονομικών προϊόντων θεωρείται μια πολύ δύσκολη μελέτη, η οποία εμπεριέχει κίνδυνο για λανθασμένες εκτιμήσεις δεδομένου ότι τα Α/Κ χαρακτηρίζονται από πολύπλοκη σύνθεση, η οποία προϋποθέτει την παρακολούθηση ταυτόχρονα πολλών παραγόντων και των εξελίξεων τους τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και παγκόσμιο. Δεν πρόκειται για εύκολη διαδικασία δεδομένου ότι οι διεθνείς εξελίξεις μεταβιβάζονται με ταχύτατους ρυθμούς στην παγκόσμια χρηματιστηριακή αγορά. Ωστόσο δεν θα πρέπει να παραμεριστεί το σημαντικό πλεονέκτημα που θα αποκόμιζε ο επενδυτής από μια τέτοια μελέτη. Οι εν λόγω μελέτες προβλέψεων θα βοηθήσουν τους επενδυτές να αποφύγουν σημαντικά λάθη, να διαχειριστούν αποτελεσματικά τις επενδύσεις τους και να αυξήσουν με την πάροδο του χρόνου την αποδοτικότητά τους.

## 7.5 ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η σύγχρονη ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου ξεκινάει από την δεκαετία του 1980 και περικλείει την εντονότερη φάση ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, αλλά και γενικότερα της εθνικής οικονομίας.

Αναμφίβολα το Ελληνικό χρηματιστήριο αποτέλεσε μοχλό ανάπτυξης για την οικονομία και με το μέγεθος που έχει σήμερα η Ελληνική κεφαλαιαγορά μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί μία μικρογραφία της οικονομίας.

### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 1981 – 1985

Στο μεγαλύτερο μέρος αυτής της περιόδου το Ελληνικό χρηματιστήριο κινήθηκε εν μέσω άτονων συνεδριάσεων αλλά και περιορισμένων διακυμάνσεων, ενώ η αξία των συναλλαγών ήταν σε πενιχρά επίπεδα. Ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης την πενταετία αυτή σημείωσε πτώση 18,06% από τις 86,59 στις 70,95 μονάδες.

### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 1986 -1988

Η λήψη μέτρων για την σταθεροποίηση της οικονομίας με απώτερο στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας σηματοδότησε την ανοδική πορεία του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη.

### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 1989 – 1991

Το 1989 μπορεί να χαρακτηριστεί ως η χρονιά του χρηματιστηρίου καθώς παρά την κακή πορεία της οικονομίας και της πολιτικής αστάθειας, ο γενικός δείκτης σημείωσε άνοδο κατά 64,29% με σημαντική αύξηση του όγκου των συναλλαγών (η άνοδος αποδόθηκε κυρίως στην είσοδο ξένων επενδυτών).

### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 1992 – 1996

Η περίοδος από το 1992 και μετά χαρακτηρίζεται από τις προσπάθειες εκσυγχρονισμού της Ελληνικής οικονομίας με κύριο άξονα την

επίτευξη των στόχων της Σύγκλισης και την είσοδο της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

#### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 1997 – 1999

Το 1997 από οικονομικής και χρηματιστηριακής σκοπιάς υπήρξε ένα πολύ σημαντικό έτος. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά στο διάστημα της τριετίας 1997-1999 γνώρισε την μεγαλύτερη φάση ανάπτυξης στην ιστορία της.

#### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 2000 - 2003

Το 2000 παρά την προσπάθεια για ανάκαμψη του χρηματιστηρίου, η τάση παρέμεινε πτωτική. Επίσης η είσοδος της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. τον Ιούνιο του ίδιου έτους δεν απέτρεψε την πτώση που θα ακολουθούσε. Οι πληθωριστικές πιέσεις που ήταν αποτέλεσμα της έλευσης του ευρώ και η προς τα πάνω αναθεώρηση του δημόσιου χρέους επέδρασαν αρνητικά στην αγορά. Η αλόγιστη άνοδος του 1999 οδήγησε στην απαξίωση των αξιών των μετοχών το 2003.

#### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 2004 – 2008

Την περίοδο αυτή μετά την επιτυχή ολοκλήρωση των ολυμπιακών αγώνων το χρηματιστήριο θα αρχίσει να ανακάμπτει από τα χαμηλά και θα βρεθεί στο τέλος του 2007 πάνω από τις 5.000 μονάδες.

#### ⇒ Χρηματιστηριακός κύκλος 2009 – 2011

Το 2009 ήταν χρονιά ανάκαμψης των διεθνών χρηματιστηρίων μετά τη μεγάλη πτώση του 2008. Η ελληνική αγορά ακολούθησε μέχρι τα μέσα Οκτωβρίου παράλληλη πορεία με τις ευρωπαϊκές αγορές.

Το 2010 ήταν χρονιά σταθεροποίησης των διεθνών χρηματιστηρίων μετά τη ανάκαμψη του 2009, το ίδιο συνέβη και στην Ελλάδα. Ήταν συνδυασμός της υψηλής ρευστότητας, λόγω των έκτακτων μέτρων που έλαβε η Ελλάδα, λόγω οικονομικής κρίσης.

## ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ

- ◆ Α.Ε.: Ανώνυμη Εταιρεία
- ◆ ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εθνικό Εισόδημα
- ◆ ΑΣΗΣ: Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών
- ◆ ΑΧΕ: Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία
- ◆ ΔΑΑ: Δείκτης Ανθρώπινης Ανάπτυξης
- ◆ ΔΕΗ: Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού
- ◆ ΔΝΤ: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
- ◆ Ε.Ε.: Ευρωπαϊκής Ένωσης
- ◆ ΕΚ: Ευρωπαϊκές Κοινότητες
- ◆ ΕΚΑΧ: Ευρωπαϊκής Κοινότητας Άνθρακα και Χάλυβα
- ◆ ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- ◆ ΕΟΚ: Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
- ◆ ΕΛΔΕ: Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών
- ◆ ΕΥΡΑΤΟΜ: Ευρωπαϊκή Κοινότητα Ατομικής Ενέργειας
- ◆ Η.Π.Α.: Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
- ◆ ΝΠΔΔ: Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου
- ◆ ΟΝΕ: Οικονομική και Νομισματική Ένωση
- ◆ ΟΟΣΑ: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
- ◆ ΟΤΕ: Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος
- ◆ ΥΠΕΘΟ: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας
- ◆ ΦΠΑ: Φόρος Προστιθέμενης Αξίας
- ◆ Χ.Α.Α.: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- ◆ ADF: Application Development Framework
- ◆ APT: Advanced Packaging Tool
- ◆ ARIMA: Autoregressive integrated moving average



- ◆ CAPM: Capital asset pricing model
- ◆ LOMAC: Lock On: Modern Air Combat

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### 1. ΒΙΒΛΙΑ

- ◆ Λεβεντάκης Ι., «Διεθνής Μακροοικονομική & Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις: Σταμούλη, Έτος έκδοσης: 2003
- ◆ Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», Εκδόσεις: Σύγχρονη εκδοτική, Έτος έκδοσης: 2004
- ◆ Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», Εκδότης: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών - Εταιρεία Ο.Π.Α. Α.Ε., Έτος Έκδοσης: 2010
- ◆ Πελαγίδης Θ., Μητσόπουλος Μ., «Η στιγμή της στροφής για την ελληνική οικονομία», Εκδότης: Παπαζήσης, Έτος έκδοσης: 2010
- ◆ Πετράκης Π., Αλεξάκης Π., «Εμπορικές και αναπτυξιακές τράπεζες», Εκδόσεις Παπαζήσης ΑΕΒΕ, Έτος έκδοσης: 2010

### 2. ΑΡΘΡΑ

- ◆ Ντόκας Α., Άρθρο στην Εφημερίδα: «ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ», Δευτέρα 18 Απριλίου 2011.
- ◆ Ζάντζας Δ., Άρθρο στην ηλεκτρονική εφημερίδα: capital.gr, «Έρμαιο φημών το Χρηματιστήριο», Τετάρτη, 20 Απριλίου 2011: [http://communenews.blogspot.com/2011/04/blog-post\\_20.html](http://communenews.blogspot.com/2011/04/blog-post_20.html)
- ◆ Θεοδοσίου Π., Ph.D. Καθηγητής Χρηματοοικονομικών Τεχνολογικού Πανεπιστημίου Κύπρου, Ειδική Έκδοση του Managerial Finance “Διαταραχές Τιμών στις Διεθνείς Χρηματαγορές,” Τόμος 20, No.5/6, 1994.

## ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- ◆ [http://www.actuar.aegean.gr/Dep/Milionis\\_A.html](http://www.actuar.aegean.gr/Dep/Milionis_A.html)
- ◆ <http://www.blackfriday2011.com/>
- ◆ <http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF>
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Granger\\_causality](http://en.wikipedia.org/wiki/Granger_causality)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Stock\\_exchange](http://en.wikipedia.org/wiki/Stock_exchange)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's\\_q](http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's_q)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Advanced\\_Packaging\\_Tool](http://en.wikipedia.org/wiki/Advanced_Packaging_Tool)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Capital\\_asset\\_pricing\\_model](http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_asset_pricing_model)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Time-variant\\_system](http://en.wikipedia.org/wiki/Time-variant_system)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Random\\_walk](http://en.wikipedia.org/wiki/Random_walk)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Benoit\\_Mandelbrot](http://en.wikipedia.org/wiki/Benoit_Mandelbrot)
- ◆ [http://en.wikipedia.org/wiki/Paul\\_Samuelson](http://en.wikipedia.org/wiki/Paul_Samuelson)
- ◆ <http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AC>
- ◆ [http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF\\_%CE%91%CE%B8%CE%B7%CE%BD%CF%8E%CE%BD](http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF_%CE%91%CE%B8%CE%B7%CE%BD%CF%8E%CE%BD)
- ◆ <http://www.gocurrency.com/countries/euro.htm>
- ◆ [http://communenews.blogspot.com/2011/04/blog-post\\_20.html](http://communenews.blogspot.com/2011/04/blog-post_20.html)
- ◆ [http://www.eurojournals.com/irjfe\\_51\\_07.pdf](http://www.eurojournals.com/irjfe_51_07.pdf)
- ◆ <http://www.kelley.iu.edu/clundbla/poterbasummers.pdf>
- ◆ [http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/classes/mfe/docs/richards\\_on\\_stock\\_jfe\\_1989.pdf](http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/classes/mfe/docs/richards_on_stock_jfe_1989.pdf)

- ◆ <http://www.linkedin.com/in/glengroenewold>
- ◆ <http://www.uwa.edu.au/people/nicolaas.groenewold>
- ◆ <http://www.lib.uchicago.edu/e/busecon/busfac/Fama.html>
- ◆ <http://ideas.repec.org/f/ppa215.html>
- ◆ [http://www.euro2day.gr/dm\\_documents/ase\\_120503.pdf](http://www.euro2day.gr/dm_documents/ase_120503.pdf)
- ◆ [http://www.seodi.gr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=39%3A2009-10-27-17-39-29&catid=2%3A2009-10-09-10-12-58&Itemid=20&lang=](http://www.seodi.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=39%3A2009-10-27-17-39-29&catid=2%3A2009-10-09-10-12-58&Itemid=20&lang=)
- ◆ [http://users.uom.gr/~drits/Eidika\\_Themata\\_Oikonometrias.html](http://users.uom.gr/~drits/Eidika_Themata_Oikonometrias.html)
- ◆ Ετήσια έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιογοράς,  
[http://www.hcmc.gr/photos/Annual\\_Reports/files/etisia\\_2008.pdf](http://www.hcmc.gr/photos/Annual_Reports/files/etisia_2008.pdf)  
[http://www.hcmc.gr/photos/Annual\\_Reports/files/etisia\\_2009.pdf](http://www.hcmc.gr/photos/Annual_Reports/files/etisia_2009.pdf)