



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΜΑΪΟΣ 1995

# ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΜΕ ΘΕΜΑ: **“ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ  
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ”**

ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ  
Κουτρούλης Γεώργιος

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ - ΣΥΝΤΑΞΗ  
Καραγιάννη Αικατερίνη  
Ανδρικόπουλος Κωνσταντίνος

|                      |      |
|----------------------|------|
| ΑΡΙΘΜΟΣ<br>ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ | 1829 |
|----------------------|------|

|   |           |
|---|-----------|
| Διαχείριση Χαρτοφυλακίου  | 2         |
| 2.2. Διακρίσεις ομολογιών   | 22        |
| 2.3. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ                                    | 23        |
| 2.4. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΩΝ                                     | 23        |
| <b>3. Ο Μ Ο Λ Ο Γ Α</b>   | <b>24</b> |
| 3.1. ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ  | 24        |
| 3.1.1. ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ:   | 24        |
| 3.1.2. ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ (Ο.Ε.Δ.)                              | 25        |
| 3.1.3. ΚΤΗΜΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ                             | 26        |
| 3.2. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ                                     | 26        |
| <b>4. ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ (Ε.Γ.Ε.Δ)</b>                 | <b>26</b> |
| 4.1. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΑΠΟ Ε.Γ.Ε.Δ.                                 | 26        |
| <b>5. ΧΡΥΣΗ ΛΙΡΑ ΑΓΓΛΙΑΣ</b>  | <b>27</b> |
| <b>6. COMMERCIAL PAPERS(CP).</b>  | <b>27</b> |
| <b>7. ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΑ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ</b>                                      | <b>27</b> |
| (CERTIFICATES OF DEPOSIT - CD).   | 27        |
| <b>8. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (Α/Κ)</b>                                       | <b>28</b> |
| 8.1. Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)   | 28        |
| 8.2. ΜΕΤΡΑ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ                                   | 28        |
| 8.3. ΤΙΤΛΟΣ Α/Κ   | 29        |
| 8.4. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ Α/Κ   | 29        |
| 8.5. ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ                 | 30        |
| 8.6. ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ   | 30        |
| 8.7. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΜΦΑΝΙΖΕΙ ΕΝΑ Α/Κ.                               | 31        |
| 8.8. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ Α/Κ  | 32        |
| 8.9. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΞΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ                               | 32        |
| <b>V. DERIVATIVES</b>   | <b>34</b> |
| <b>1. O P T I O N S</b>   | <b>35</b> |
| 1.1. ΠΡΟΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ ΛΗΞΕΩΣ ΚΑΙ ΤΙΜΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ.           | 35        |
| 1.2. ΓΙΑΤΙ ΚΑΠΟΙΟΣ ΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙ ΣΕ O P T I O N S                        | 36        |
| <b>2. W A R R A N T S</b>   | <b>37</b> |
| 2.1. ΟΡΟΙ   | 37        |
| <b>3. F U T U R E S</b>   | <b>37</b> |
| 3.1. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟ ΤΑ O P T I O N S                                      | 38        |
| 3.2. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ   | 38        |
| <b>VI. ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΙΤΛΩΝ</b>                                      | <b>39</b> |
| <b>1. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ</b>   | <b>40</b> |
| 1.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΟΙ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ  | 40        |
| 1.1.1. Ο ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΩΜΟΣ - ΚΕΦΑΛΗ - ΩΜΟΣ                      | 41        |
| 1.1.2. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΚΥΚΛΟΕΙΔΟΥΣ                                 | 41        |
| 1.1.4. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΣΗΜΑΙΑΣ                                     | 44        |
| 1.1.5. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΠΑΡΑΛΛΗΛΟΓΡΑΜΜΟΥ                            | 44        |
| 1.1.6. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΧΑΣΜΑΤΩΝ                                    | 45        |
| 1.2. ΤΕΧΝΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ   | 46        |
| 1.2.1. ΚΙΝΗΤΟΣ ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ (Moving Average)                              | 46        |
| 1.2.2. Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΙΣΧΥΟΣ ΜΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ (Relative Strength Index) | 48        |
| 1.2.3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΩΘΗΣΗΣ-ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ             | 48        |
| 1.3. ΤΑΛΑΝΤΩΤΕΣ (oscillator)  | 49        |
| 1.3.1. Ο ΤΑΛΑΝΤΩΤΗΣ ΤΩΝ 10 ΚΑΙ 20 ΗΜΕΡΩΝ                                | 49        |

|   |           |
|---|-----------|
| Διαχείριση Χαρτοφυλακίου  | 3         |
| 1.3.2. Ο ΤΑΛΑΝΤΩΤΗΣ ΤΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ  | 50        |
| <b>2. ΘΕΜΕΛΙΑΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ</b>   | <b>51</b> |
| <b>(FUNDAMENTAL ANALYSIS)</b>   | <b>51</b> |
| <b>3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΤΥΧΑΙΑΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (Θεωρία του τυχαίου περίπατου)</b>       | <b>55</b> |
| <b>4. ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ</b>   | <b>55</b> |
| <b>(Efficient Market Theory)</b>  | <b>55</b> |
| 4.1. Η ΑΔΥΝΑΤΗ ΜΟΡΦΗ (Weak form efficiency)   | 56        |
| 4.2. Η ΣΧΕΤΙΚΑ ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ (Semi-strong form efficiency)   | 56        |
| 4.3. Η ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ (Strong form efficiency)  | 56        |
| <b>VIII. ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ</b>  | <b>58</b> |
| <b>1. ΑΠΑΡΑΙΤΗΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ</b>   | <b>58</b> |
| 1.1. ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗΣ  | 59        |
| 1.2. ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ  | 59        |
| 1.3. ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ  | 59        |
| 1.5. ΕΠΙΣΦΑΛΕΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ   | 60        |
| 1.5.1. ΜΕΤΡΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ                                   | 60        |
| 1.5.2. ΜΕΤΡΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΤΥΠΙΚΕΣ ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ  | 61        |
| <b>2. HENRY MARKOWITZ</b>   | <b>62</b> |
| 2.1. ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ  | 62        |
| 2.2. ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ  | 63        |
| 2.3. ΕΠΙΛΟΓΗ ΑΡΙΣΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ  | 63        |
| <b>3. CAPITAL ASSET PRICING THEORY</b>  | <b>66</b> |
| 3.1. ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ  | 66        |
| 3.2. ΑΛΦΑ (Α), ΒΗΤΑ (Β) και ΡΗΘ (ΡΟ)  | 67        |
| <b>4. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΗ</b>  | <b>69</b> |
| 4.1. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΑΤΟΜΩΝ  | 70        |
| <b>IX. ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΓΛΩΣΣΙΚΑ ΙΔΙΩΜΑΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ</b>                                  | <b>71</b> |
| <b>X. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>   | <b>80</b> |
| 1. ΑΚΡΩΝΥΜΙΑ  | 80        |
| 2. ΧΡΗΣΙΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α ΤΟ 1994  | 81        |
| 3. ΤΙ ΔΕΙΧΝΟΥΝ ΤΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΤΗΣ Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ. | 84        |
| 4. ΑΥΛΑ ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ- ΑΟΡΑΤΗ Η ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ.  | 85        |
| 5. Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.   | 86        |
| <b>XI. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>   | <b>89</b> |

*" Δεν υπάρχει τίποτα πιο καταστροφικό από μία ορθολογική επενδυτική πολιτική σε ένα παράλογο κόσμο"*

*John Maynard Keynes*

## Ι. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το θέμα της εργασίας αυτής διαπραγματεύεται την έννοια της **Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου**. Ο όρος αυτός αποτελεί μετάφραση της Αγγλικής φράσης **Portfolio Management**. Ο ήχος της πολύ ηχηρός και το άκουσμα της προκαλεί δέος και περιέργεια για εξερεύνηση. Πόσο μάλλον όταν το πρώτο συνθετικό της φράσης (Portfolio)<sup>1</sup>, αποτελεί μία αρκετά διαδεδομένη λέξη στην Ελληνική πραγματικότητα.

Τα αισθήματα αυτά αποτέλεσαν το πρώτο ερέθισμα για την επιλογή του θέματος για την πτυχιακή εργασία μας. Σύντομα όμως συνειδητοποιήσαμε πως το θέμα είχε πολύ μεγαλύτερο ενδιαφέρον από το αναμενόμενο. Και αυτό για τρεις βασικούς λόγους.

1. Ήταν η πρώτη φορά που μία εργασία θα γινόταν στην γενικότερη έννοια της Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου.
2. Η συγκεκριμένη έννοια είναι παρεξηγημένη.
3. Η Ελληνική Βιβλιογραφία και οι πηγές γενικότερα ήταν ασήμαντες ως ανύπαρκτες.

Ο τρίτος λόγος αρχικά μας έκανε να διστάσουμε, αλλά στη συνέχεια μέσα από τις δυσκολίες αντιμετωπίσαμε το θέμα από διαφορετική σκοπιά και τελικά πραγματοποιήσαμε τον στόχο μας. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε πως καμία βιβλιοθήκη Πανεπιστημιακού Ιδρύματος στην Αθήνα δεν έχει βιβλία με αντίστοιχο τίτλο ή έστω αντίστοιχο περιεχόμενο. Η φράση της Ευμ. Βούλγαρη Παπαγεωργίου<sup>2</sup> στην εισαγωγή του βιβλίου της "Χρηματιστήριο Αξιών" περικλείει τον βαθμό δυσκολίας.

"Το βιβλίο αυτό γεννήθηκε σαν ιδέα, όταν αναζητώντας πληροφορίες για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και τις χρηματιστηριακές επενδύσεις, διαπίστωσα, ότι η Ελληνική βιβλιογραφία γύρω από αυτά ήταν ελάχιστη."

Μετά από μία μεγάλη περίοδο απογοήτευσης αποφασίσαμε να ξεκινήσουμε, σαφώς επηρεασμένη από το πρώτο βιβλίο που κυκλοφόρησε στην Ελληνική Αγορά με τον ίδιο τίτλο του Δ. Καραπιστόλη, και βασισμένη σε μεγάλο ποσοστό σε ξένη βιβλιογραφία κάναμε μία προσπάθεια, το αποτέλεσμα της οποίας ελπίζουμε να ικανοποιεί τις προσδοκίες σας.

Σκοπός μας δεν είναι να γράψουμε ένα επιστημονικό σύγγραμμα, αλλά να εξηγήσουμε σε όσο το δυνατόν πιο απλή γλώσσα τα βασικά χαρακτηριστικά της

<sup>1</sup>Το γνωστό μας πορτοφόλι δεν είναι ξενική λέξη και στην καθαρεύουσα φέρει το όνομα "χαρτοφύλας"

<sup>2</sup>Η Ευμ. Βούλγαρη - Παπαγεωργίου είναι Επ. Καθηγήτρια Τ.Ε.Ι. Πειραιά και το βιβλίο της αποτελεί κατά την κρίση μας, πολύ αξιόλογη προσπάθεια.

Χρηματοπιστηριακής πρακτικής και της αποτελεσματικής διαχείρισης των επενδύσεων. Έτσι ξεκινώντας από τα βασικά χαρακτηριστικά της οργάνωσης και λειτουργίας του χρηματιστηρίου, συνεχίζουμε στην έκθεση των εναλλακτικών μορφών επένδυσης και καταλήγουμε στις μεθόδους επιλογής τίτλων και στη σύγχρονη αντίληψη της διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Το τελευταίο μέρος της εργασίας απαιτεί την γνώση προχωρημένων στατιστικών μεθόδων. Ευνόητο είναι ότι η γνώσεις μας σε αυτό τον τομέα ήταν αρκετά περιορισμένες. Με μεγάλη προσπάθεια καταφέραμε να συλλάβουμε την πρακτική έννοια αυτών των μεθόδων και να τις χρησιμοποιήσουμε όσο το δυνατό πιο απλουστευμένα, χωρίς να πέσουμε στην παγίδα της υπεραπλούστευσης.

Αν και είναι αρκετά κοινότυπο θα θέλαμε να αφιερώσουμε αυτή την εργασία στην καλή συνεργασία μας. Θα ήταν όμως άδικο να μην αναφέρουμε και την βοήθεια του υπεύθυνου καθηγητή μας κ. Γεώργιο Κουτρούλη, ο οποίος σε όλη τη διάρκεια της εργασίας, μας βοήθησε να ξεπεράσουμε τις δυσκολίες και να περατώσουμε την πτυχιακή μας.

"Οκτώβριος! Είναι ένας από τους ιδιόρρυθμους, επικίνδυνους μήνες να κερδοσκοπήσεις. Οι άλλοι είναι: Ιούλιος, Ιανουάριος, Σεπτέμβριος, Απρίλιος, Νοέμβριος, Μάιος, Μάρτιος, Ιούνιος, Δεκέμβριος, Αύγουστος και Φεβρουάριος."

*Mark Twain*

## II. Ολίγα χρηματιστηριακά

### 1. ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

Η αγορά κεφαλαίων διακρίνεται σε πρωτογενή και δευτερογενή. Στην πρωτογενή αγορά οι νέο - εκδιδόμενοι τίτλοι περνούν στα χέρια του αποταμιευτή - επενδυτή μέσω τραπεζών ή άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων που δρουν σαν μεσολαβητές (underwrites) ανάμεσα στην επιχείρηση και το επενδυτικό κοινό. Μέσω αυτών, η αποταμίευση διοχετεύεται στις επιχειρήσεις που θέλουν να επενδύσουν σε παραγωγικά μέσα και υπηρεσίες. Ο μεσολαβητής πιστωτικός οργανισμός αγοράζει τις νέες εκδόσεις αξιογράφων, των επιχειρήσεων ή εγγυάται την τιμή τους. Στη συνέχεια προσπαθεί να τις πλάσσει στο κοινό σε ίση ή μεγαλύτερη από την ονομαστική τους τιμή. Αν το πετύχει τότε είναι κερδισμένος. Διαφορετικά, αν δεν απορροφηθούν από το κοινό, τα νέα αξιόγραφα, αναγκάζεται ή να τα κρατήσει στο δικό του χαρτοφυλάκιο τίτλων ή να τα διαθέσει υπό το άρτιο, σε μικρότερη τιμή, οπότε και ζημιώνει. Αυτό δεν επηρεάζει την χρηματοδότηση της επιχείρησης η οποία ούτως ή άλλως έχει αντλήσει τα κεφάλαιά της από την τράπεζα ή τον οργανισμό που ανέλαβε να προωθήσει τους τίτλους της. Αυτή την έννοια έχει η εγγύηση που παρέχει ο μεσολαβητής οργανισμός στην τιμή των νεοεκδιδόμενων τίτλων.

Η δευτερογενής αγορά είναι το χρηματιστήριο. Εδώ γίνεται η διαπραγμάτευση και ανταλλαγή αξιογράφων που ήδη βρίσκονται στα χέρια του κοινού, που αποκτήθηκαν δηλαδή στην πρωτογενή αγορά. Το χρηματιστήριο αξιών, δευτερογενής κεφαλαιαγορά, έμμεσα βοηθάει τη χρηματοδότηση των μακροχρόνιων αναγκών του οικονομικού οργανισμού, από την άποψη ότι κάνει τον τίτλο της ελκυστικό αφού του εξασφαλίζει μια γενικώς αποδεκτή τιμή και επιτρέπει την άμεση ρευστοποίηση.

#### 1.1. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Είναι μια θεσμοποιημένη αγορά αξιογράφων, κυρίως μετοχών. Οι αγοραπωλησίες λαμβάνουν χώρα μέσω χρηματιστών και χρηματιστηριακών εταιριών - τα μέλη του χρηματιστηρίου - προς τις οποίες και απευθύνονται οι επενδυτές, προκειμένου να αγοράσουν είτε να πωλήσουν. Η δυνητική χρησιμότητα ενός



χρηματιστηρίου βρίσκεται στο ότι, αν είναι υγιές, προσφέρει στις εταιρείες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σ' αυτό, έναν εναλλακτικό δίαυλο άντλησης κεφαλαίων, ενδεχομένως δε φθηνότερο απ' ότι αντιπροσωπεύει ο τραπεζικός δανεισμός και η έκδοση ομολογιών.

## 1.2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΙΔΡΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΚΑΙ ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

Μετά την βιομηχανική επανάσταση η διάρκεια ζωής της επιχείρησης γίνεται απροσδιόριστη, χωρίζεται από τον επιχειρηματία - ιδιοκτήτη και την προσωπική του περιουσία και συνδέεται με ξένες πηγές χρηματοδότησης. Αυτά τα κεφάλαια όμως είναι από τη φύση τους μακροχρόνια και σπάνια, γι' αυτό κοστίζουν ακριβά. Όλα αυτά έπαιξαν καθοριστικό ρόλο, ιδίως μετά το 1800, στη δημιουργία και ανάπτυξη του χρηματιστηρίου αξιών που επιτρέπει την εξεύρεση κεφαλαίων σε συμφέρουσες τιμές, την ελαχιστοποίηση του κινδύνου για τον ανεξάρτητο επενδυτή μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου.

Στην αρχή τα χρηματιστήρια είχαν τη μορφή λαϊκής αγοράς. Χρησιμοποιούσαν τον όρο BOURSE που σημαίνει την αγορά αντικειμένων από δεύτερο χέρι, κάτι σαν πλειστηριασμός. Η αγορά λοιπόν αυτή δεν είχε συγκεκριμένο τόπο και χρόνο. Μαζί μ' όλα τα άλλα αγαθά άρχισαν να εμφανίζονται στις διαπραγματεύσεις και αγοραπωλησίες διάφορα "χαρτιά" (κινητές αξίες) όπως τίτλοι εθνικών δανείων στην αρχή, μετοχές μετά την εμφάνιση των πρώτων ανωνύμων εταιριών. Με το πέρασμα του χρόνου το μέγεθος των καθημερινών συναλλαγών ανάγκασε το χρηματιστήριο ν' αποκτήσει το δικό του χώρο. Με τη διάδοση της ηλεκτρονικής τεχνολογίας σήμερα άγγιξε την πιο τελειοποιημένη του μορφή. Σήμερα τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια, από οικονομική βαρύτητα, φήμη και όγκο συναλλαγών, είναι: της Νέας Υόρκης, το CITY του Λονδίνου, του Τόκιο, του Παρισιού, της Φραγκφούρτης, της Ζυρίχης, του Μιλάνου.

## 1.3. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΙΔΡΥΣΗΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Α.Α.)

Όπως και τα άλλα χρηματιστήρια έτσι και το Χ.Α.Α., έχει για πρόδρομό του μια άτυπη αγορά που λειτουργούσε γύρω στα 1870. Αρχικά οι συναλλαγές χρεογράφων αφορούσαν τις πρώτες εκδόσεις των εθνικών δανείων, ενώ στην συνέχεια με την ίδρυση των εταιριών του Λαυρίου και της Τράπεζας Βιομηχανικής Πίστωσης, οι συναλλαγές αυξήθηκαν, προκαλώντας το ενδιαφέρον περισσότερων επενδυτών. Βασική αιτία της ζωηρής αύξησης του ενδιαφέροντος ήταν η κερδοσκοπία, που κατέβαλε τους Αθηναίους οι οποίοι πίστευαν ότι μπορούσαν να πλουτίσουν σε ελάχιστο χρονικό διάστημα χωρίς κανένα κίνδυνο. Σ' αυτό συντέλεσε και ο θόρυβος ότι τα μεταλλεία του Λαυρίου έκρυβαν αμύθητους θησαυρούς. Το Σεπτέμβριο του 1876 δημοσιεύτηκε Βασιλικό Διάταγμα, το οποίο αναφερόταν ότι εγκρίνεται η σύσταση χρηματιστηρίου στην Αθήνα. Μέχρι το 1917 επικρατούσε μεγάλη αταξία στη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Το 1918 χαρακτηρίστηκε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου και από τότε μέχρι σήμερα γίνεται προσπάθεια να εκσυγχρονιστεί, ώστε να σταθεί στο ύψος των άλλων διεθνών χρηματιστηρίων. Το Χ.Α.Α. στεγάστηκε πρώτα στο μέγαρο Μελά. Κατόπιν στην οικία Νοταρά και από το 1934 ως σήμερα σε ακίνητο της Εθνικής Τράπεζας (Σοφοκλέους) το οποίο χτίστηκε ειδικά για το Χ.Α.Α.

## 1.4. ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.

Αρχικά το χρηματιστήριο όπως προαναφέραμε συμβάλλει στην εξεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων για κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας Α.Ε. Υπάρχει βέβαια και ο τραπεζικός δανεισμός, ο οποίος είναι βραχυπρόθεσμος και δεν συμφέρει πάντα μια επιχείρηση. Επίσης δεν πρέπει να παραβλέψουμε το γεγονός ότι

σ' ένα φιλελεύθερο οικονομικό σύστημα το κράτος και οι άλλοι δημόσιοι οργανισμοί με έκδοση ομολόγων και ομολογιακών δανείων αντλούν κεφάλαια που αποβλέπουν στην κοινωνική πρόοδο και οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Το χρηματιστήριο τίθεται στην υπηρεσία κάθε εισοδηματία μικρού ή μεγάλου. Σίγουρα αν δεν υπήρχε το χρηματιστήριο θα υπήρχαν πολλές δυσκολίες στον τρόπο συνάντησης πωλητών - αγοραστών τίτλων καθώς και στον καθορισμό της αντικειμενικής τιμής που διαπραγματεύονται.

Σε κάθε χρηματιστήριο υπάρχει η διοίκηση του χρηματιστηρίου που με την εποπτεία και την παρέμβαση της οι συναλλαγές βρίσκονται σε κάποια πλαίσια και δεν φτάνουν σε παρανομίες. Η λειτουργία του χρηματιστηρίου έχει τα έξης πλεονεκτήματα:

- ◇ Δημιουργία οργανωμένης αγοράς χρεογράφων, όπου διεξάγονται οι συναλλαγές με χαμηλό κόστος.
- ◇ Η συνεχής διαπραγμάτευση τίτλων στην χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώνει δίκαιες τιμές στα χρεόγραφα για πωλητές και αγοραστές, ως αποτέλεσμα της δράσης των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης.
- ◇ Συμβάλλει στη σταθερότητα των τιμών με μικρές στην πλειοψηφία τους μεταβολές.
- ◇ Δημιουργεί προϋποθέσεις για εισαγωγή νέων χρεογράφων και τη ρευστοποίηση των παλαιών.
- ◇ Συμβάλλει στην υγιή χρηματοδότηση και ανάπτυξη των επιχειρήσεων, χωρίς υψηλό κόστος.
- ◇ Προσφέρει στους επενδυτές ευκαιρίες για καλύτερη τοποθέτηση των κεφαλαίων τους, στην περίπτωση που προβλέπεται δυναμική εξέλιξη της οικονομίας.
- ◇ Οι εισηγμένες επιχειρήσεις έχουν διάφορα προνόμια και μεγαλύτερο κύρος στην αγορά.

Ο ρόλος του χρηματιστηρίου στις ανεπτυγμένες οικονομίες είναι πρωταρχικός. Η πορεία του είναι αλληλένδετη με την πορεία της οικονομίας της χώρας στην οποία λειτουργεί. Στα χέρια της πολιτείας γίνεται ένα αποτελεσματικό εργαλείο άσκησης οικονομικής πολιτικής αλλά και καθρέπτης αυτής. Δίκαια αποκαλείται "βαρόμετρο της οικονομίας".

Οι κερδοσκοπικές ενέργειες είναι εφικτές για όσους είναι μνημένοι στα μυστικά της χρηματαγοράς. Δεν πρέπει όμως το χρηματιστήριο να θεωρείται τόπος για κερδοσκοπικά παιχνίδια αλλά χώρος επιχειρηματικής δραστηριότητας όπου κάτω από συνθήκες διαφάνειας το κέρδος είναι θεμιτό. Ο ρόλος του χρηματιστηρίου είναι να διευκολύνει την ορθή κατανομή των αποταμιεύσεων της οικονομίας στους πλέον παραγωγικούς τομείς αυτής.

### 1.5. Η ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Το χρηματιστήριο είναι Ν.Π.Δ.Δ., εποπτευόμενο από το κράτος. Την εποπτεία και τον έλεγχο ασκεί ο αρμόδιος Υπουργός (εθνικής οικονομίας). Τα όργανα που διοικούν το χρηματιστήριο είναι:

- I. Η γενική συνέλευση. Τα άτομα που συμμετέχουν σ' αυτή, επίσημα αποτελούν μέλη του. Στις κύριες αρμοδιότητες της γενικής συνέλευσης είναι η εκλογή της διοικούσας επιτροπής, η εκλογή χρηματιστού για την πλήρωση κενής θέσης, η αναστολή των εργασιών του χρηματιστηρίου.
- II. Η διοικούσα επιτροπή. Το όργανο που διοικεί ουσιαστικά το χρηματιστήριο, διαχειρίζεται την περιουσία του, εφορεύει των εργασιών του, παρακολουθεί τις υπηρεσιακές μεταβολές του προσωπικού. Καθορίζει τις ώρες λειτουργίας του,

διορίζει τους αντικριστές<sup>1</sup> και τους εκφωνητές<sup>2</sup> καταρτίζει προϋπολογισμό και απολογισμό χρηματιστηρίου, το εκπροσωπεί, εγκρίνει την είσοδο συνδρομητών σ' αυτό και διακόπτει τη διαπραγμάτευση τίτλου σε περίπτωση αδικαιολόγητης και απότομης διακύμανσης της τιμή του.

III. Συμβούλιο τιμής. Εξετάζει πράξεις ή παραλήψεις χρηματιστών που αντιβαίνουν στην καλή πίστη και εισηγείται στον Υπουργό την απόλυση αυτών που δεν εκπληρώνουν τα καθήκοντα τους.

IV. Επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Την αποτελούν δύο ανώτεροι δημόσιοι υπάλληλοι ένας του Υπουργείου Εμπορίου και ένας του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας καθώς και ένας εκπρόσωπος από: Τράπεζα Ελλάδος, Εμπορικές Τράπεζες, Τράπεζες Επενδύσεων, Εμπορικά και Βιομηχανικά Επιμελητήρια Αθηνών και Θεσσαλονίκης. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς αποφασίζει για την διαγραφή αξιών από τους πίνακες του χρηματιστηρίου, δίνει τη γνώμη της για την αναστολή διαπραγμάτευσης μετοχών καθώς και για θέματα οργάνωσης και λειτουργίας. Παρέχει άδεια στις επιχειρήσεις για την έκδοση ομολόγων και γνωμοδοτεί την έκδοση τραπεζικών ομολόγων καθώς και την εισαγωγή ή όχι νέων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο.

Οι αγοραστές και οι πωλητές τίτλων δεν συναλλάσσονται απ' ευθείας μεταξύ τους στην αίθουσα συναλλαγών του χρηματιστηρίου. Τη δουλειά αυτή την κάνουν για λογαριασμό τους ειδικοί υπάλληλοι, μέλη του χρηματιστηρίου. Είναι οι γνωστοί αντικριστές (έκτακτα μέλη) και οι χρηματιστές (τακτικά μέλη).

Οι χρηματιστές δέχονται έναντι αμοιβής να διεκπεραιώσουν εντολές αγοράς και πώλησης των πελατών τους. Παρά την ιδιότητά τους ως μεσάζοντες ασκούν δημόσιο λειτουργήμα (άμισθοι δημόσιοι υπάλληλοι που διορίζονται με προεδρικό διάταγμα ύστερα από πρόταση του αρμόδιου Υπουργού). Δικαίωμα εισόδου και παρακολούθησης των εργασιών του χρηματιστηρίου με δικαίωμα συναλλαγής οι συνδρομητές δεν έχουν παρά μόνο μέσω του χρηματιστή τους. Η παραπάνω παρουσίαση της οργάνωσης του χρηματιστηρίου αφορά κύρια το Ελληνικό χρηματιστήριο.

Τα χρηματιστήρια στην γενική τους μορφή, ανάλογα με τον τρόπο οργάνωσης διακρίνονται:

- ◇ Δημόσια, όπου ελέγχονται από το κράτος.
- ◇ Ιδιωτικά, οργανωμένα ελεύθερα και σύμφωνα με τους κανόνες που διέπουν τις ιδιωτικές επιχειρήσεις.
- ◇ Χρηματιστήριο τραπεζών. Στο οποίο κατά κύριο λόγο συμμετέχουν οι τράπεζες. Οι μεσίτες μετοχών (dealers) σε συνεργασία με τις τράπεζες πραγματοποιούν όλες τις συναλλαγές τίτλων.

### 1.6. ΣΥΝΕΔΡΙΑΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.

Το χρηματιστήριο ανοίγει τις πόρτες του στις 10:30 και έως τις 11:00 έχουμε την προσυνεδριακή περίοδο. Κατόπιν αρχίζει ο κύριος χρόνος συνεδρίασης που διαρκεί έως τις 13:30. Μόλις ανοίξει το χρηματιστήριο οι αντικριστές και εκφωνητές μαζεύονται γύρω από το "κάγκελο" που βρίσκεται στην αίθουσα των διαπραγματεύσεων. Με το που ο υπάλληλος του χρηματιστηρίου αναγγέλλει την πρώτη τιμή όσοι από τους αντικριστές έχουν στα "χαρτάκια" τους εντολές αγοράς που είναι εκτελέσιμες σ' αυτήν την τιμή, σηκώνουν το χέρι τους και φωνάζουν "παίρνω". Οι έχοντες εκτελέσιμες εντολές πώλησης, φωνάζουν "έχω". Η διαδικασία συνεχίζεται και ολοκληρώνεται όταν δεν εκδηλώνεται καμιά περισευματική ζήτηση ή προσφορά.

Οι κανόνες που οδηγούν την αγορά στην τελική της ισορροπία, περιγράφονται παρακάτω:

- Οι εντολές " στο καλύτερο" εκτελούνται πρώτες.

<sup>1</sup> Βοηθός χρηματιστή, εκφωνεί τις εντολές στο χρηματιστήριο

<sup>2</sup> Δηλώνουν προσφορές τίτλων κατά την διάρκεια των συναλλαγών εντός κύκλου

- Όλες οι εντολές αγοράς που δίνονται σε τιμή ανώτερη από την τιμή εκφώνησης είναι εκτελέσιμες. Όσο τείνουν προς την εντολή "στο καλύτερο" εκτελούνται γρηγορότερα.
- Όταν η προτελευταία τιμή εκφώνησης αφήνει μια περισσευματική ζήτηση, και η αμέσως επόμενη μια περισσευματική προσφορά, το χρηματιστήριο κλείνει στην τιμή εκείνη που επιτρέπει την πραγματοποίηση των περισσότερων πράξεων ανταλλαγής τίτλων.
- Η αγορά ανοίγει με την εκφώνηση της τιμής εκκίνησης ενώ κλείνει με την τιμή κλεισίματος που προέκυψε μέσω της διαδικασίας των διαπραγματεύσεων. Οι ενδιάμεσες τιμές οι οποίες εκφωνούνται διαδοχικά, μεταξύ τιμής εκκίνησης και τιμής κλεισίματος, ονομάζονται τιμές εκφώνησης.
- Οι συμφωνηθείσες συναλλαγές βεβαιώνονται στο γραφείο εκκαθάρισης του χρηματιστηρίου.

Στην περίπτωση όπου έγιναν πράξεις σε κάποια τιμή αλλά εξακολουθεί να υπάρχει περισσευματική ζήτηση δίχως αντίστοιχη προσφορά τίτλων, τότε η τιμή της μετοχής κλείνει με την ένδειξη "αγοραστής" π.χ. τιμή κλεισίματος 3100Α. Στην αντίθετη περίπτωση της περισσευματικής προσφοράς δίχως αντίστοιχη ζήτηση κλείνει με την ένδειξη "πωλητές" π.χ. τιμή κλεισίματος 3100Π.

Ο προηγούμενος τρόπος διαπραγμάτευσης είναι γνωστός σαν μέθοδος του "πλειστηριασμού" και χαρακτηρίζει τα δημόσια χρηματιστήρια όπως το Ελληνικό. Το βασικό χαρακτηριστικό του είναι ότι ο επενδυτής δεν γνωρίζει εκ των προτέρων τη τιμή στην οποία θα αγοράσει ή θα πουλήσει.<sup>1</sup>

Η αρχή αυτή παραμένει παρόλο που οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές αντικατέστησαν κάποια στοιχεία, όπως δεν αλλάζει και η μέθοδος του "κουτιού".<sup>2</sup>

Η βασική αυτή αρχή δεν συναντάται σε άλλες χώρες, ιδίως Αγγλοσαξωνικές και Γερμανικές αγορές, όπου οι ενδιαφερόμενοι γνωρίζουν εκ των προτέρων την τιμή.

Πέρα από τις επίσημες αγορές υπάρχουν σε πολλές χώρες δευτερες, τρίτες ή και τέταρτες ακόμα αγορές, μη συμπεριλαμβανόμενων των επίσημων - μικρότερων αγορών που δρουν σε περιφερειακό επίπεδο.

- ♦ **Δεύτερη ή παράλληλη αγορά (second market)**: είναι η αγορά στην οποία εισάγονται επιχειρήσεις που δεν μπορούν να ικανοποιήσουν πλήρως τις προϋποθέσεις εισαγωγής που ισχύουν για την επίσημη αγορά. Τελευταία ιδρύθηκε και στο χρηματιστήριο της Αθήνας παράλληλη αγορά.
- ♦ **Τρίτη ή εξωχρηματιστηριακή αγορά (over the counter market)**: αφορά μικρότερες και όχι μεγάλης ζήτησης, μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο μετοχές. Γίνεται έξω από τα οργανωμένα χρηματιστήρια μέσω ενός οργανωμένου ηλεκτρονικού συστήματος. Τέτοιο είναι το περίφημο NASDAQ system των Η.Π.Α. στο οποίο ανταλλάσσονται περισσότεροι τίτλοι από τις επίσημες αμερικάνικες αγορές.
- ♦ **Τέταρτη αγορά**: Είναι εξωχρηματιστηριακή αλλά καμίας οργανωμένης μορφής. π.χ. δύο επιχειρήσεις συμφωνούν μεταξύ τους να αγοράσει η μία τις μετοχές τις άλλης.
- ♦ **Περιφερειακά χρηματιστήρια**: Είναι οργανωμένα όπως και τα επίσημα αλλά δρουν σε περιφερειακό - τοπικό επίπεδο. Εισάγονται μικρότερες επιχειρήσεις αποκλειστικά τοπικού χαρακτήρα. Όταν αναπτυχθούν εισάγονται στην επίσημη ή κεντρική εθνική αγορά.

<sup>1</sup> Η τιμή αυτή δημιουργείται από τις διαπραγματεύσεις των συμμετεχόντων στην αγορά, με τη βοήθεια των εντολών αγοράς - πώλησης που δόθηκαν στους χρηματιστές.

<sup>2</sup> Οι χρηματιστές συγκεντρώνουν τις εντολές των πελατών τους και τις τοποθετούν σε ειδικά κουτιά, ένα για κάθε μετοχή που βρίσκονται σε συγκεκριμένο σημείο του χρηματιστηρίου. Προς το τέλος της ημέρας ειδικοί υπάλληλοι μαζεύουν τα χαρτάκια των εντολών, τα επεξεργάζονται και βγάζουν την τελική τιμή ισορροπίας της αγοράς. Οι συναλλαγές τότε γίνονται σε αυτή την τιμή.

### 17. ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΤΙΤΛΩΝ - ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΤΙΤΛΩΝ

Η διαδικασία συγκέντρωσης των προσφορών και ζητήσεων, διαπραγμάτευσης και επίτευξης της τελικής τιμής ισορροπίας έχει ως εξής: οι χρηματιστές συγκεντρώνουν τις προσφορές και τις ζητήσεις, κάνουν τις διαπραγματεύσεις και ολοκληρώνουν τη διαδικασία με την τελική πράξη αγοράς ή πώλησης. Δέχονται καθημερινά εντολές από τους πελάτες τους οι οποίες έχουν την εξής μορφή :

Εντολές αγοράς ή πώλησης συγκεκριμένου τίτλου "στο όριο" : δηλαδή σε προκαθορισμένη τιμή. Εντολές αγοράς ή πώλησης σε μη καθορισμένη τιμή: Οι εντολές αυτές χαρακτηρίζονται από τη φράση "όσο όσο", οφείλει δηλαδή να αγοράσει ή να πουλήσει όσο όσο στην πρώτη τιμή που θα συναντήσει στην αγορά. Επίσης υπάρχει και η εντολή "στο καλύτερο" κατά την οποία αφήνεται ο χρηματιστής να ενεργήσει κατά την αποδοτικότερη στρατηγική προς όφελος του επενδυτή.

Στην κατηγορία των εντολών "στο όριο" υπάρχουν εντολές της μορφής: "στην τελευταία τιμή" ή "στην τιμή κλεισίματος", στην " πρώτη τιμή" ή στην "τιμή εκκίνησης", εντολές STOP.

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι εντολές STOP, οι οποίες δίνονται όταν θέλουμε να προλάβουμε μια άνοδο ή πτώση των τιμών που κρίνουμε ως πολύ πιθανή να συμβεί τις επόμενες μέρες. Σύμφωνα με αυτή δίνεται εντολή στον χρηματιστή να μην πραγματοποιήσει μία εντολή πριν ή μετά από μία δεδομένη τιμή. Οι εντολές αυτές δίνονται στην περίπτωση που πιστεύουμε πως η δεδομένη τιμή θα αποτελέσει αφετηρία σημαντικών εξελίξεων.

## 2. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ & ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

### 2.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

Οι πράξεις αγοραπωλησίας συναλλάγματος ή τίτλων που διενεργούνται στην αγορά συναλλάγματος και στο χρηματιστήριο, χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: πράξεις τοις μετρητοίς ή όψεως και πράξεις επί προθεσμία.

Οι πράξεις τοις μετρητοίς (όψεως) πραγματοποιούνται μέσα σε 48 ώρες από τη στιγμή που έλαβε χώρα η συμφωνία.

Πράξεις επί προθεσμία : οι προϋποθέσεις εκτέλεσης συμφωνούνται από τη μέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο, ο διακανονισμός και η παράδοση των τίτλων ή του συναλλάγματος γίνεται με το πέρας δεδομένης προθεσμίας και σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία που ονομάζεται “ημέρα εκκαθάρισης” η οποία γίνεται σε τακτές χρηματιστηριακές περιόδους.

Για τις προθεσμιακές πράξεις τα πράγματα διαφέρουν και από άποψη της διαδικασίας και από άποψη οργάνωσης και λειτουργίας αυτής της ίδιας της αγοράς.

### 2.2. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ

Διαφέρουν από τις πράξεις όψεως ως προς:

- \* την ποσότητα, γίνονται πάνω σε συγκεκριμένο αριθμό τίτλων, το “πακέτο” ή πολλαπλάσιο αυτού.
- \* τον χρόνο, όπου είναι μήνας και διαιρείται σε τμήματα από τις μέρες εκκαθάρισης.
- \* το είδος των τίτλων: διαπραγματεύονται συνήθως μόνο οι τίτλοι που κινούνται περισσότερο.
- \* την τιμή: συνήθως οι τιμές των μετοχών είναι υψηλότερες στην προθεσμιακή αγορά.
- \* τα έξοδα συναλλαγής: είναι υψηλότερα (χαρτόσημα, προμήθεια κ.τ.λ.). Ο αγοραζόν επίσης καταβάλει στον χρηματιστή του εγγύηση.

Οι χρηματιστηριακές πράξεις προθεσμίας χωρίζονται σε επιμέρους όπως οι αμετάκλητες ( πρέπει οπωσδήποτε να εκτελεστούν με τη λήξη της συμφωνηθείσας περιόδου) και οι μετακλητές ( αφήνουν περιθώρια ακύρωσης).

#### 2.2.1. ΠΡΑΞΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΑΣ

Είναι οι πράξεις που επιτρέπουν στους συναλλασσόμενους να ανανεώσουν τη θέση τους (αγοραστή ή πωλητή), να μεταφέρουν την εκτέλεση της συμφωνηθείσας πράξης πέρα από την προκαθορισμένη ημερομηνία εκκαθάρισης, με κάποιο επιπλέον κόστος. Σε περίπτωση που η τιμή κλεισίματος της μετοχής, την ημέρα της εκκαθάρισης, δεν παρέμεινε στα ίδια επίπεδα, ο μεταφερόμενος<sup>1</sup> οφείλει να πληρώσει για την ανανέωση (αν θέλει ανανέωση) της θέσης του και τη διαφορά της τιμής της μετοχής, κάποιο ποσό.

<sup>1</sup> Αυτός που δέχεται να πωλήσει και να επαναγοράσει καλείται μεταφερόμενος.

## 2.2.2. ΠΡΑΞΕΙΣ ΕΠΙ ΔΩΡΟ

Εδώ ο προθεσμιακός αγοραστής ή πωλητής έχει το δικαίωμα να αρνηθεί την εκτέλεση της συμφωνηθείσας πράξης πληρώνοντας ένα ποσό ανά μετοχή, το καλούμενο "δώρο". Το "δώρο" συμφωνείται από τους δυο συναλλασσόμενους μέσα από μια λίστα που προτείνεται από αρμόδιο όργανο του χρηματιστηρίου και ποικίλει ανάλογα με την προθεσμία και την προθεσμιακή τιμή του διαπραγματεύσιμου τίτλου. Όσο η διάρκεια του προθεσμιακού συμβολαίου μεγαλώνει τόσο και το "δώρο" μεγαλώνει γιατί αυξάνονται οι πιθανότητες να επαληθευτεί η πρόβλεψη. Το "δώρο" καταβάλλεται την επόμενη της σύναψης της πράξης και δεν επιστρέφεται είτε εκτελεστεί, είτε όχι η πράξη αγοράς ή πώλησης που συμφωνήθηκε.

## 2.2.3. ΠΡΑΞΕΙΣ ΕΠΙ ΔΙΠΛΑΣΙΑΣΜΟ

Ανήκουν στην κατηγορία των πράξεων με δώρο. Μόνο που εδώ ο πωλητής ή αγοραστής έχει το δικαίωμα, την ημέρα εκκαθάρισης, να δηλώσει ότι επιθυμεί να αγοράσει ή να πωλήσει διπλάσιο αριθμό τίτλων απ' αυτόν που αρχικά συμφωνήθηκε.

## 2.2.4. ΠΡΑΞΕΙΣ ΕΠΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ (OPTIONS)<sup>1</sup>

Αναφέρονται όχι στους τίτλους καθ' αυτούς αλλά στην άσκηση ή μη του δικαιώματος να τους αγοράσουμε ή να τους πωλήσουμε. Ο αγοραστής του δικαιώματος αποκτά έναντι της καταβολής συγκεκριμένου ποσού, την ελευθερία να εκτελέσει ή όχι την συμφωνηθείσα πράξη. Ο πωλητής του δικαιώματος υπόκειται στην θέληση του αγοραστή και είναι υποχρεωμένος να του παραδώσει τους τίτλους ή το αντίτιμο τους. Ως προς τη διαδικασία εκτέλεσης τους οι πράξεις επί δικαιωμάτων χωρίζονται σε δύο τύπους: τον ευρωπαϊκό (ασκώ ή όχι το δικαίωμα μόνο κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου) και τον αμερικάνικο (το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης μπορώ να το ασκήσω καθ' όλη τη διάρκεια ισχύος του συμβολαίου).

## 2.3. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ

### 2.3.1. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Στις αγορές συναλλάγματος ο αγοραστής προθεσμιακού συναλλάγματος θα έχει στην κατοχή του το ποσό των χρημάτων που θα πρέπει να παραδώσει σε κάποιο χρονικό διάστημα, έναντι του συναλλάγματος που συμφώνησε ν' αγοράσει. Ο πωλητής αντίθετα θα έχει στην κατοχή του για όλη τη διάρκεια του συμβολαίου το ποσό του συναλλάγματος. Τα δύο υπό παράδοση ποσά θα πρέπει με την λήξη του συμβολαίου να είναι ισοδύναμα σε αξία, για να είναι η πράξη εκτελεστέα και να μην αποβαίνει σε βάρος κάποιου από τους συναλλασσόμενους. Οπότε τα επιτόκια των ποσών θα πρέπει να είναι ίδια. Κάθε διαφορά στα επιτόκια θα πρέπει να συμψηφίζεται με τη διαφορά μεταξύ της τιμής όψεως και της τιμής προθεσμίας.

Η τιμή συναλλάγματος στην προθεσμιακή αγορά ισούται με την τιμή όψεως επί την διαφορά των επιτοκίων. Έχουμε λοιπόν:

- Αν τα δύο επιτόκια είναι ίδια, τιμή όψεως και προθεσμίας συμπίπτουν.
- Αν το εγχώριο είναι μεγαλύτερο του ξένου, η τιμή προθεσμίας είναι μεγαλύτερη από την όψεως. Το νόμισμα (π.χ. FF), του οποίου η προθεσμιακή τιμή εκφρασμένη σε κάποιο άλλο νόμισμα (π.χ. DR) είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη τιμή όψεως

<sup>1</sup> Τα options αποτελούν ξεχωριστό κεφάλαιο της εργασίας.

σημειώνει ένα REPORT ή βρίσκεται σε υπερτίμηση. Το άλλο νόμισμα αντίθετα βρίσκεται σε DEPORT.

- Αν το εγχώριο επιτόκιο είναι χαμηλότερο τότε η τιμή συναλλάγματος όψεως είναι μεγαλύτερη από την προθεσμιακή.

### 2.3.2. ΠΡΑΞΕΙΣ ΕΠΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ (OPTIONS) ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Τα συμβόλαια με options παρέχουν την ευχέρεια να αρνηθεί ο κομιστής τους την εκτέλεση της πράξης πληρώνοντας ένα ποσό. Βρίσκουν λοιπόν ευρύ πεδίο εφαρμογής στις προθεσμιακές συναλλαγματικές πράξεις διότι προφυλάσσουν τους συναλλασσόμενους από τις διακυμάνσεις των τιμών και των επιτοκίων. Ως προς τη διαδικασία τα συμβόλαια options σε ξένα νομίσματα δε διαφέρουν από τις αντίστοιχες χρηματιστηριακές πράξεις επί δικαιωμάτων.

### 2.3.3. ΟΙ ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ SWAPS.

Αναπτύχθηκαν στις αρχές του 1960 σαν πράξεις αμοιβαίας ανταλλαγής νομισμάτων μεταξύ κεντρικών τραπεζών για βραχυχρόνια κάλυψη προβλημάτων στενότητας στα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα και παρεμβάσεων στις αγορές συναλλάγματος για προστασία του εθνικού νομίσματος. Η τεχνική αυτή μπορεί να πάρει τη μορφή της αγοράς-πώλησης συναλλάγματος έναντι ποσοτήτων εθνικού νομίσματος. Ενέργεια η οποία μπορεί να συνοδεύεται από την υποχρέωση επαναγοράς (επαναπώλησης) του αρχικού ποσού εθνικού νομίσματος έναντι του συμφωνηθέντος συναλλάγματος στη λήξη του swap. Μπορεί όμως και να μην συνοδεύεται από την υποχρέωση επαναγοράς. Η συμφωνία swap γίνεται σε μια τιμή (προθεσμιακή) που όμως λαμβάνει υπόψη της τη διαφορά των επιτοκίων που ισχύει στις δύο χώρες και που παραμένουν σταθερά σ' όλη τη διάρκεια του συμβολαίου (παρά τις ενδιάμεσες εναλλαγές τους). Σήμερα συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων (currency swaps) μπορούν να συνάψουν και εμπορικές τράπεζες, ιδιώτες, θεσμικοί επενδυτές, επιχειρήσεις κ.ά.

## 3. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.

Η μέτρηση των μεταβολών μιας χρηματιστηριακής αγοράς γίνεται με την παρακολούθηση των μεταβολών των τιμών των μετοχών, που διαπραγματεύονται σ' αυτή. Οι τιμές των μετοχών που επιλέγονται συγχωνεύονται σ' ένα μοναδικό αριθμό, ο οποίος δείχνει τη σχετική μεταβολή των τιμών μεταξύ δύο χρονικών σημείων και ονομάζεται χρηματιστηριακός δείκτης.

Για την κατάρτιση ενός χρηματιστηριακού δείκτη πρέπει να ληφθούν υπόψη τρία πράγματα:

- I. Το μέγεθος. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μετοχών, που περιλαμβάνονται σ' ένα δείκτη, τόσο πιο αντιπροσωπευτικός είναι της τάσης της αγοράς.
- II. Το είδος των μετοχών. Για να είναι αντιπροσωπευτικός ο δείκτης, πρέπει να περιέχει μετοχές Α.Ε. Οι μετοχές πρέπει να είναι υψηλής ποιότητας και να έχουν ικανοποιητική διασπορά.
- III. Η στάθμιση. Η στάθμιση ενδείκνυται ώστε κάθε μετοχή να συμμετέχει στο δείκτη ανάλογα με τη συμμετοχή και τη σπουδαιότητά της στη χρηματιστηριακή αγορά. Οι περισσότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες είναι αριθμητικοί μέσοι σταθμισμένοι ή όχι. Αυθαίρετα πολλαπλασιάζονται μ' ένα αριθμό π.χ. το 100 ώστε να μετατρέπονται σε ποσοστό τοις εκατό, για να διευκολύνονται οι συγκρίσεις.



### 3.1 ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΟΝΤΑΙ ΓΙΑ ΤΟ Χ.Α.Α.

#### 3.1.1. Ο ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ.

Από 4. 1. 88 το Χ.Α.Α. εισήγαγε νέους δείκτες τιμών των μετοχών με έτος βάσης το 1980. Είναι σταθμισμένοι με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών που περιλαμβάνονται σ' αυτούς και υπολογίζονται ως εξής:

$$\Delta = 100 \times \frac{(\text{Αριθμός εισηγμένων μετοχών}) \times (\text{τρέχουσα τιμή μετοχής})}{(\text{Αριθμός εισηγμένων μετοχών}) \times (\text{τιμή μετοχής}) \text{ στις } 31/12/88}$$

Πολλαπλασιάζονται επί 100 για να μετατρέπονται σε ποσοστό τοις εκατό.

#### 3.1.2. Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Δημοσιεύεται σαν Γενικός Δείκτης, με επιμέρους δείκτες των Τραπεζικών Εταιρειών, τον δείκτη Βιομηχανικών Εταιρειών, των Κλωστοϋφαντουργικών, Μεταλλουργικών, Τοιμέντων, Χημικών, Τροφίμων και των Εμπορικών Εταιρειών.

$$\Delta = 100 \times \frac{(\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}) \times (\text{τιμή κλεισίματος μετοχής})}{(\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}) \times (\text{τιμή μετοχής}) \text{ στις } 31/12/88}$$

#### 3.1.3. Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΗΣ ΙΟΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Ο νέος δείκτης της Ιονικής Τράπεζας λαμβάνει υπόψη τις τιμές όλων των μετοχών των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. τη συγκεκριμένη μέρα που καταρτίζεται. Επίσης λαμβάνει υπόψη τον αριθμό των εισηγμένων μετοχών κάθε εταιρείας, ο οποίος χρησιμοποιείται σαν συντελεστής στάθμισης των τιμών των μετοχών της.

Ο δείκτης έχει επίσης τη δυνατότητα να προσαρμόζεται για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου οποιασδήποτε εταιρείας ή σε συγχωνεύσεις εταιρειών. εκ των οποίων η μια τουλάχιστον είναι εισηγμένη. Τέλος σημειώνουμε ότι ο δείκτης εξυπηρετεί ιδιαίτερα επενδυτές οι οποίοι έχουν χαρτοφυλάκια σημαντικής διασποράς.

#### 3.1.4. Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΙΣΤΕΩΣ

Έχει αξία βάσης το έτος 1959, όπου τότε ήταν ίσος με 10 και αποτελείται από 20 μετοχές από τις οποίες 3 τραπεζικές και 1 ασφαλιστική. Σταθμίζεται όπως και οι υπόλοιποι. Πλεονεκτεί από τους άλλους, γιατί το έτος βάσης 1959 ήταν μια κανονική χρονιά για τις τιμές του Χ.Α.Α. που δεν επηρεάστηκαν από διάφορα γεγονότα, όπως έγινε στη δεκαετία του 1970.

### 3.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΩΝ ΞΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

#### 3.2.1. ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΤΩΝ Η.Π.Α.

Το μεγαλύτερο χρηματιστήριο των Η.Π.Α. είναι εγκαταστημένο στη Ν.Υόρκη από το 1792 στη WALL STREET και είναι το NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE).

Το δεύτερο σε σημασία Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. είναι το AMERICAN STOCK EXCHANGE (A.M.E.X.) το οποίο βρίσκεται επίσης στη Ν.Υ.

Ο πιο γνωστός δείκτης, που δείχνει τις κινήσεις των τιμών των μετοχών στο Ν.Υ.Σ.Ε. είναι ο DOW JONES. Στην πραγματικότητα δεν είναι ένας αλλά τέσσερις. Ένας για τις μετοχές βιομηχανιών, ένας για των συγκοινωνιών, ένας για τις υπηρεσίες κοινής ωφελείας, και ένας σύνθετος που παρουσιάζει την κατάσταση των άλλων τριών.

Το Ν.Υ.Σ.Ε. αποφάσισε το 1966 να δημοσιεύσει τους δικούς του δείκτες, ένα Γενικό και τέσσερις επιμέρους, Βιομηχανικό, Μεταφορών, Κοινής Ωφελείας και

Οικονομικό και να περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες σ' αυτό μετοχές. Άλλοι δείκτες είναι του A.M.E.X. ο ονομαζόμενος Market Value Index που πρωτοεμφανίστηκε το 1973 και ο NASDAQ που είναι Γενικός με επιμέρους Βιομηχανικό, Ασφαλειών και Τραπεζών και άρχισε να δημοσιεύεται το 1971.

### 3.2.2. ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ

Ο κυριότερος είναι ο FINANCIAL TIMES STOCK EXCHANGE 100 (FT-SE 100). Παρουσιάζει τις επιδόσεις των μετοχών των 100 μεγαλύτερων βρετανικών επιχειρήσεων. Η λίστα του FT-SE 100 έχει καταρτιστεί από μια ειδική καθοδηγητική επιτροπή. Η βάση με την οποία υπολογίζεται, αναπροσαρμόζεται κάθε φορά που μια εταιρεία προβαίνει στην έκδοση νέων μετοχών. Η αύξηση του αριθμού των μετοχών μιας εταιρείας δεν μεταβάλλει το δείκτη, μόνο η μεταβολή της μετοχής της τον μεταβάλλει. Άλλοι δείκτες είναι :

- A. Ο FT-SE ALL SHARES που περιλαμβάνει 806 εταιρείες.
- B. Ο FT-SE 500
- C. Ο FT-SE MID 250
- D. Ο FT-SE ACTUARIES 350.

### ΔΕΙΚΤΕΣ ΛΟΙΠΩΝ ΞΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

|           |                        |
|-----------|------------------------|
| AMSTERDAM | <b>CBS GENERAL</b>     |
| AUSTRALIA | <b>ALL ORDINARIES</b>  |
| BRUSSELS  | <b>BEL-20 INDEX</b>    |
| FRANKFURT | <b>DAX</b>             |
| HONG-KONG | <b>HANG SENG</b>       |
| MADRIT    | <b>GENERAL INDEX</b>   |
| TOKYO     | <b>NIKKEI AVERAGE.</b> |

### 3.3. ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

Όλοι οι δείκτες αντιμετωπίζουν προβλήματα για να μπορέσουν να διατηρήσουν την αξιοπιστία τους:

1. Όταν κάποια μετοχή ή πολλές μετοχές που περιλαμβάνονται στον δείκτη χρειαστεί να αντικατασταθούν.
2. Να αυξήσουν το μέγεθος τους ώστε να συμπεριλάβουν και νέες μετοχές που ήδη εισήλθαν στο χρηματιστήριο.
3. Να προσαρμόσουν τις τιμές που τους αποτελούν.

Όλοι οι δημοσιευμένοι δείκτες, οι οποίοι αφορούν το Χ.Α.Α. είναι σταθμισμένοι και καταρτίζονται με βάση το στατιστικό τύπο:

$$\Delta = \frac{\sum P_1 X_1}{\sum P_0 X_0}$$

Όπου: Δ = δείκτης

$X_0$  = αριθμός εισηγμένων μετοχών στο έτος βάσης.

$P_0$  = χρηματιστηριακή τιμή μετοχών στο έτος βάσης

$X_1$  = αριθμός εισηγμένων μετοχών - τη στιγμή που καταρτίζεται ο δείκτης.

$P_1$  = χρηματιστηριακή τιμή μετοχών - τη στιγμή που καταρτίζεται ο δείκτης

Η στάθμιση είναι ο πολλαπλασιασμός με τη χρηματιστηριακή τιμή κάθε μετοχής. Οι σταθμισμένοι δείκτες δεν χρειάζονται προσαρμογή, όταν γίνονται κεφαλοποιήσεις υπεραξίας, σπάσιμο τιμών μετοχών (split) ή όταν δίνονται μερίσματα σε μετοχές. Χρειάζονται προσαρμογή όταν μια εταιρεία η οποία περιλαμβάνεται σ' αυτούς διαγραφεί, αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο τοις μετρητοίς ή όταν προστεθούν στο δείκτη νέα ή νέες εταιρείες.

*“ Τα λεφτά δεν φέρνουν ευτυχία, αλλά καλμάρουν τα νεύρα ”*

*French Proverb*

## III. Έννοια Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου

### 1. ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ ΤΗΣ ΕΝΝΟΙΑΣ

Το portfolio management ή αλλιώς η διαχείριση χαρτοφυλακίου δίνει στον επενδυτή την ικανότητα να παρακολουθεί σωστά την κίνηση της αγοράς, να σημειώνει την τρέχουσα αξία κάθε μετοχής, να συνειδητοποιεί τα κέρδη ή τις απώλειες της και να κάνει συγκρίσεις με άλλες μετοχές.

Η αποτελεσματική διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου<sup>1</sup>, είναι η τέχνη να χειρίζεται ο επενδυτής ένα μεγάλο αριθμό χρεογράφων και όχι μόνο να διατηρεί την πραγματική τους αξία αλλά και να αποδίδουν μεγάλα έσοδα. Είναι μια ολοκληρωμένη, δυναμική διαδικασία που αρχίζει να γίνεται αποτελεσματική με τη δημιουργία μιας σωστής επενδυτικής πολιτικής, ένα σύνολο αποφάσεων που οδηγούν στην επιτυχία. Η διαχείριση χαρτοφυλακίου βρίσκεται εκεί που υπάρχει η δράση.”

Σύμφωνα με την επενδυτική συμπεριφορά των επενδυτών διακρίνουμε την ενεργητική και την παθητική διαχείριση χαρτοφυλακίου. Η θεωρία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου δίνει οδηγίες για τη σωστή επιλογή επενδυτικής πολιτικής μεταξύ ενεργητικής και παθητικής πολιτικής. Πρόσφατα οι επενδυτές άρχισαν να εκτιμούν τα οφέλη του συνδυασμού αυτών των δύο στρατηγικών.

Η ενεργητική διαχείριση χαρτοφυλακίου περιγράφει τι κάνουν οι περισσότεροι επενδυτές για να αποδώσουν οι επενδύσεις τους, ακολουθώντας κινήσεις (π.χ. καλός συγχρονισμός αγοράς-πώλησης κ.τ.λ.) πέρα από αυτές που υπαγορεύει η γραμμή της αγοράς και αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο ρίσκο. Απαιτεί όμως, είτε προσανατολισμό σε μικρό αριθμό από εκδόσεις χρεογράφων με συνεχή επανεκτίμηση για εναλλακτικές λύσεις, είτε εναλλαγή με καλά διαμορφωμένα σε ποικιλία χαρτοφυλάκια. Φυσικά οι επενδυτές αυτής της περίπτωσης είναι πιο αισιόδοξοι και σίγουροι για τα πιθανά οφέλη. Η παθητική διαχείριση βασίζεται στο ότι οι αγορές λειτουργούν με τέτοιο τρόπο ώστε να επιτρέπουν κέρδη εξαιτίας σωστών επιλογών και εξαιτίας κάποιου καλού συγχρονισμού. Συνιστά τη δημιουργία ενός καλά οργανωμένου, με ποικιλία χρεογράφων, χαρτοφυλακίου που τα επίπεδα ρίσκου είναι οικεία και τη διατήρηση αυτών για μεγάλο διάστημα. Τα παθητικά χαρτοφυλάκια χαρακτηρίζονται από χαμηλές μεταβολές, χαμηλά επίπεδα ρίσκου και

<sup>1</sup> Χαρτοφυλάκιο είναι το σύνολο των χρεογράφων που αποτελούν επενδύσεις ενός μεμονωμένου ατόμου. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να αποτελείται και από απτές επενδύσεις, όπως: οικόπεδα, κτίρια κ.τ.λ. Η παραδοχή αυτή δεν γίνεται δεκτή σε αυτή την εργασία.

μειωμένα έξοδα διαχείρισης. Οι επενδυτές σ'αυτή την περίπτωση έχουν λιγότερη εμπιστοσύνη στις επενδυτικές τους ικανότητες.

## **2. ΔΙΑΦΟΡΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ.**

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου αφορά όχι μόνο το που και πως επενδύει κάποιος, μα και το πότε και σε πια έκταση αποσύρει τα επενδεδυμένα κεφάλαιά του από οποιαδήποτε συγκεκριμένη τοποθέτηση - από την απόφαση κλεισίματος μιας επιχείρησης ή "θανάτωσης" ενός εγχειρήματος, ως την απόφαση πώλησης ομολογιών ή μετοχών στο χρηματιστήριο.

Η διαφορά των χρηματοοικονομικών της διαχείρισης χαρτοφυλακίου από την χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων και εγχειρημάτων είναι ότι η δεύτερη περιλαμβάνει την πρώτη, ενώ η πρώτη δεν περιλαμβάνει κατ' ανάγκη τη δεύτερη. Α.χ., ένας κεφαλαιούχος μπορεί να παίζει στο χρηματιστήριο, αλλάζοντας τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του, χωρίς να χρειάζεται να αντιμετωπίζει τα καθημερινά προβλήματα ΧΟΔ των επιχειρήσεων των οποίων τις μετοχές αγοράζει και πωλεί. Δεν τον απασχολεί η επίλυση τέτοιων προβλημάτων. Το μόνο που τον απασχολεί είναι τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιρειών αυτών και οι προοπτικές τους.

Αντίθετα, η διευθύνουσα σύμβουλος και ο οικονομικός διευθυντής μιας εταιρείας οφείλουν, πέρα από τη ΧΟΔ της εταιρείας και των τρεχόντων εγχειρημάτων που την αποτελούν, να περιστρέφουν συνεχώς τις κεραίες τους, αναζητώντας εναλλακτικές τοποθετήσεις των κεφαλαίων των μετόχων - να έχουν δηλαδή συνεχώς και μια αντίληψη χαρτοφυλακίου.

*" Η μεγαλύτερη από όλες τις αρετές είναι η δύναμη να υπολογίζεις τα πράγματα στη σωστή τους αξία. "*

*La Rochefoucauld*

## **IV. Αντικείμενα Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου**

Είναι αδύνατο να κατανοήσουμε την έννοια της Δ.Χ. αν δεν αναλύσουμε κάθε είδους στοιχείο που μπορεί να περικλείεται στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή.

Αναμφισβήτητα το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων που μπορεί να πραγματοποιήσει οποιοσδήποτε άνθρωπος αποτελείται από τίτλους που εκδίδουν οι εταιρείες, οι Τράπεζες, το Κράτος και οι Δημόσιοι Οργανισμοί, οι οποίοι διαπραγματεύονται μέσω του Χρηματιστηρίου. Υπάρχουν όμως και εναλλακτικοί τρόποι επένδυσης, οι οποίοι αν και δεν σχετίζονται άμεσα με το χρηματιστήριο, αποτελούν σημαντικές μορφές επένδυσης, απαραίτητες στο χαρτοφυλάκιο ενός καλού επενδυτή.

Αποτελεί όμως βασική αρχή η σωστή και αναλυτική γνώση όλων των εναλλακτικών τρόπων επένδυσης. Γιατί είναι σίγουρο πως η σωστή ενημέρωση σε συνδυασμό με την ορθολογική χρήση των πόρων του, θα βοηθήσει τον εκάστοτε επενδυτή να αποφύγει κακοτοπιές και να αξιοποιήσει τα χρήματά του με τον καλύτερο δυνατό τρόπο σε μία ή περισσότερες από αυτές τις κατηγορίες. Με βάση λοιπόν αυτή την αρχή θα προχωρήσουμε στην ανάλυση των εναλλακτικών αυτών τρόπων επένδυσης για την πιο ουσιαστική κατανόηση της Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου.

### **1. ΜΕΤΟΧΕΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

Η Ανώνυμη Εταιρεία αποτελεί την τελειότερη μορφή εταιρείας. Το κεφάλαιο της δεν μπορεί να είναι μικρότερο από 10.000.000 και διαιρείται σε μικρότερα μέρη τα οποία αντιπροσωπεύουν οι μετοχές.

Οι μετοχές αποτελούν τον κυριότερο τίτλο συναλλαγής στο χαρτοφυλάκιο ενός κλασικού επενδυτή. Ο κάτοχος της μετοχής ονομάζεται μέτοχος και είναι συνέταιρος στην Α.Ε., στην περιουσία της και μπορεί να συμμετέχει στη Γενική Συνέλευση των μετόχων, που είναι το ανώτατο όργανο των επιχειρηματικών αποφάσεων.

Υπάρχουν διάφορες τιμές που προσδίδουμε στις μετοχές ανάλογα με το χαρακτηριστικό που θέλουμε να τονίσουμε. Έτσι έχουμε:

- I. Ονομαστική τιμή. Λέγεται η τιμή που γράφεται πάνω στη μετοχή. Λέγεται και ονομαστική αξία.
- II. Τιμή έκδοσης στο άρτιο. Όταν οι μέτοχοι για να αποκτήσουν τη μετοχή πληρώνουν την ονομαστική της αξία.
- III. Τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο. Η διάθεση των μετοχών γίνεται σε τιμή μεγαλύτερη από την ονομαστική τους αξία.
- IV. Τιμή έκδοσης υπό το άρτιο. Η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι μικρότερη από την ονομαστική. Ο νόμος όμως στην Ελλάδα απαγορεύει την έκδοση μετοχών σε τιμή μικρότερη του αρτίου.
- V. Εσωτερική ή Λογιστική Τιμή. Είναι η τιμή που βρίσκεται αν διαιρέσουμε την Καθαρά Περιουσία της Α.Ε. διά του αριθμού των μετοχών της, όπου Καθαρή Περιουσία = Ενεργητικό - Κυρίως Παθητικό.
- VI. Χρηματιστηριακή αξία. Είναι η τιμή που διαμορφώνεται από την προσφορά και τη ζήτηση μιας συγκεκριμένης μετοχής στο Χρηματιστήριο.
- VII. Πραγματική τιμή ή τιμή αγοράς. Είναι εκείνη που προκύπτει αν διαιρέσουμε την Πραγματική Καθαρή Περιουσία της Α.Ε. διά του αριθμού των μετοχών της, όπου Πραγματική Καθαρή Περιουσία = Τρέχουσες τιμές Ενεργητικού + Υπεραξία - Παθητικό.

Η ονομαστική αξία των μετοχών μπορεί να είναι από 100 μέχρι 30.000 δρχ<sup>1</sup>. Η έκδοση των μετοχών γίνεται συνήθως σε φύλλα των πέντε, δέκα κλπ, και λιγότερο σε φύλλα της μίας μετοχής. Κάθε μετοχή απλή ή πολλαπλή έχει πάνω της γραμμένο το Μ.Κ. της Α.Ε. τον αριθμό των μετοχών στις οποίες διαιρείται το Μ.Κ. και την αξία της μετοχής.

## 11. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 1.1.1. ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΕΣ

Λέγονται οι μετοχές πάνω στις οποίες γράφεται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου τα οποία καταχωρούνται και στο μητρώο μετοχών.

Υποχρεωτικά εκδίδονται ονομαστικές οι μετοχές Τραπεζών, Ασφαλιστικών Εταιρειών, Εταιρειών Κοινής Ωφέλειας και εταιρειών έκδοσης ημερήσιου τύπου.<sup>2</sup>

Η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών απλοποιήθηκε κατά πολύ διότι οι ονομαστικές μετοχές, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, κατατίθενται μόνιμα στην Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων και στη θέση τους κυκλοφορούν αποθετήρια έγγραφα. Όλα τα δικαιώματα που πηγάζουν από τις ανώνυμες μετοχές αποδεικνύονται από τα αποθετήρια έγγραφα.

### 1.1.2. ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Λέγονται οι μετοχές στις οποίες δεν γράφεται το όνομα του κατόχου. Ονομάζονται και μετοχές στον κομιστή, δηλαδή κάτοχος θεωρείται όποιος τις προσκομίσει. Οι μετοχές αυτές αποτελούνται από το κυρίως σώμα και μία σειρά μικρών αποδειξεων που ονομάζονται μερισματοαποδείξεις ή κουπόνια.

Οι μετοχές επίσης διακρίνονται βάση των δικαιωμάτων που προσδίδουν στον κάτοχο.

<sup>1</sup> Στην πράξη το μέγιστο της τιμής των 30.000 δρχ, διαφέρει.

<sup>2</sup> Πρόσφατα η διάταξη που αφορά την ονομαστικοποίηση των μετοχών άλλαξε με αποτέλεσμα όλο και περισσότερες εταιρείες να αναγκάζονται να ονομαστικοποιήσουν τις μετοχές τους. Το περιεχόμενο όμως αυτής της διάταξης δεν ήταν δυνατό να βρεθεί μέχρι την συγγραφή αυτής της εργοσίας.

### 1.1.3. ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι κοινές μετοχές δίνουν στο μέτοχο το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της Α.Ε. σε περίπτωση διάλυσης της Α.Ε., δικαίωμα στο προϊόν εκκαθάρισης και το δικαίωμα ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις.

Οι κάτοχοι των κοινών μετοχών εκλέγουν τα μέλη του Συμβουλίου (Δ.Σ.) εγκρίνουν τον Ισολογισμό, τροποποιούν το καταστατικό, δηλαδή παίρνουν όλες τις σημαντικές αποφάσεις για την πορεία της Α.Ε.

### 1.1.4. ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Είναι εκείνες, που εκτός από τα δικαιώματα των κοινών μετοχών δίνουν στον κάτοχό τους ορισμένα προνόμια όπως να παίρνει το πρώτο μέρος (6% επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής) πριν από τους κατόχους κοινών μετοχών και να ικανοποιείται προνομιακά από το προϊόν της εκκαθάρισης. Επίσης είναι δυνατό, σε περίπτωση που δεν επαρκούν ή δεν υπάρχουν κέρδη σε ορισμένες χρήσεις, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών να δικαιούνται προνομιακή καταβολή του πρώτου μερίσματος σωρευτικά ακόμα και για αυτές τις χρήσεις από τα κέρδη των επόμενων χρήσεων.

Οι προνομιακές μετοχές κατά κανόνα στην Ελλάδα εκδίδονται χωρίς δικαίωμα ψήφου, για αυτό στο Χρηματιστήριο η τιμή τους είναι μικρότερη από αυτή των κοινών. Οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. ανώνυμες εταιρείες δικαιούνται να εκδίδουν προνομιούχες μετοχές μόνο μέχρι 40% του συνόλου των μετοχών τους.

## 1.2. ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού αγνοεί ή δεν παίρνει σοβαρά υπόψη του το δικαίωμα μερίσματος που αποκτούν όλοι οι κάτοχοι μετοχών.

Είναι πολύ σημαντικό λοιπόν να γνωρίζουμε τον τρόπο που βγαίνει το μέρος της μετοχής των Α.Ε. Οι περισσότεροι επενδυτές δεν λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους το μέρος μιας μετοχής, ως αποφασιστικό παράγοντα επιλογής ανάμεσα σε διάφορους τίτλους αν και τα ετήσια κέρδη ανά μετοχή ( μέρος ) κάνουν πιο δελεαστικούς τους τίτλους μεγάλων επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα τα μικτά κέρδη των Α.Ε. διανέμονται ως εξής:

1. Ένα μέρος για το σύμφωνα με το νόμο ή το καταστατικό, υποχρεωτικό αποθεματικό, που είναι 5% επί των καθαρών κερδών.
2. Ποσοστό 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου σαν πρώτο μέρος στους μέτοχους ή ποσοστό 35% τουλάχιστον των καθαρών κερδών, μετά την αφαίρεση του τακτικού αποθεματικού και εφόσον το ποσό αυτό είναι μεγαλύτερο του 6%.
3. Το υπόλοιπο διατίθεται σύμφωνα με το καταστατικό.

## 1.3. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΑΠΟ ΚΕΡΑΗ ΚΑΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Τα κέρδη κεφαλαίου από μετοχές και από άλλα χρεόγραφα δεν φορολογούνται στην Ελλάδα, αντίθετα με ότι συμβαίνει σ' άλλες χώρες. Οι Α.Ε., όμως φορολογούνται με συντελεστή 35%.

## 2. ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Ομολογίες είναι τίτλοι που δηλώνουν το μακροχρόνιο δάνειο που συνάπτει ο φορέας που το εκδίδει με το κοινό.

Το ομολογιακό δάνειο διαιρείται σε ίσα μικρά τμήματα τα οποία αντιπροσωπεύονται με τίτλους, τις ομολογίες. Οι ομολογίες είναι αριθμημένες και σε κάθε μία αναγράφεται η ονομαστική της αξία και το επιτόκιο του δανείου. Οι ομολογίες συνοδεύονται από μία σειρά μικρών αποδείξεων που λέγονται τοκομερίδια<sup>1</sup>.

Κάθε ομολογία έχει δύο αριθμήσεις. Τον αύξοντα αριθμό και τον αριθμό των ομολογιών που αντιπροσωπεύει.

Οι ομολογίες μπορούν να ρευστοποιηθούν προ της λήξεώς τους στο Χρηματιστήριο, αρκεί να είναι εισηγμένες σ' αυτό.

### 2.1. ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Τα είδη των ομολογιακών δανείων χωρίζονται:

- I. Ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη.
- II. Ανάλογα με το βαθμό ασφάλειας που παρέχουν στον ομολογιούχο δανειστή.
- III. Ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησής τους.
- IV. Ανάλογα με την χώρα που εκδίδονται.
- V. Ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα σε μετοχές.
- VI. Ομολογιακά λαχειοφόρα δάνεια<sup>2</sup>
- VII. Ομολογιακά δάνεια σταθερού και μεταβλητού εισοδήματος<sup>3</sup>
- VIII. Ομολογιακά δάνεια χωρίς τοκομερίδια (Zero Coupon): Τα δάνεια αυτά εκδίδονται κάτω από την ονομαστική τιμή, εξοφλούνται στο άρτιο και δεν δίνουν τόκο σε ορισμένα χρονικά διαστήματα, γι' αυτό στο σώμα των ομολογιών τους δεν έχουν προσαρτημένα τοκομερίδια. Το εισόδημα που αποφέρουν αυτά τα ομολογιακά δάνεια είναι η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας, που είναι μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς των ομολογιών και εισπράττεται όταν λήξει η διάρκεια ζωής τους. Διαφέρει η περίπτωση των ομολογιακών δανείων, των οποίων οι ομολογίες πωλούνται υπό το άρτιο και εισπράττουν τον τόκο αθροιστικά στη λήξη τους.

### 2.2. Διακρίσεις ομολογιών

Με βάση τα παραπάνω είδη των ομολογιακών δανείων προκύπτουν τα εξής είδη ομολογιών:

Ανάλογα με το τρόπο έκδοσής τους:

1. Ονομαστικές. Αναγράφεται πάνω σ' αυτές το όνομα του δικαιούχου.
2. Μικτές. Ονομαστικές αλλά με τοκομερίδια στον κομιστή.

<sup>1</sup> Τα τοκομερίδια είναι προσαρτημένα στο κύριο σώμα της ομολογίας και δίνουν το δικαίωμα στον ομολογιούχο (κάτοχος ομολογιών), στις ημερομηνίες που ομειώνονται πάνω τους, να εισπράττει τον τόκο της ομολογίας με βάση το επιτόκιο που επίσης γράφεται πάνω σε αυτά. Όταν αποκοπουν αποτελούν ανεξάρτητους ανώνυμους τίτλους, δηλαδή εισπράττει τον τόκο ο κομιστής των τοκομεριδίων.

<sup>2</sup> Οι ομολογιούχοι σ' αυτά τα δάνεια εκτός από τον τόκο που εισπράττουν κάθε χρόνο και τυχόν δικαίωμα σε κλήρωση των ομολογιών υπέρ το άρτιο, συμμετέχουν και σε κληρώσεις χρηματικών λαχειών. Αυτές γίνονται σε διάφορα χρονικά διαστήματα μαζί με την κλήρωση ορισμένου αριθμού ομολογιών

<sup>3</sup> Σταθερού εισοδήματος είναι τα δάνεια που κατά τη διάρκεια την ζωής τους δίνουν ένα σταθερό τόκο, δηλαδή ένα σταθερό εισόδημα. Μεταβλητού εισοδήματος είναι τα δάνεια που ο τόκος τους κυμαίνεται ανάλογα με το πως διαμορφώνεται κάποια άλλη επένδυση.



3. Στον κομιστή (ανώνυμες). Μεταβιβάζονται με απλή παράδοση.
4. Σε διαταγή. Ονομαστικές αλλά μεταβιβάζονται με οπισθογράφηση.

Ανάλογα με την τιμή έκδοσής τους:

- 1) Έκδοσης στο άρτιο. Η τιμή έκδοσης συμπίπτει με την ονομαστική τους αξία.
- 2) Έκδοσης υπό το άρτιο. Η τιμή έκδοσης είναι κάτω από την ονομαστική αξία.

Ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησής τους:

- ⇒ Εξοφλητέες στο άρτιο. Η αξία εξόφλησης είναι ίδια με την ονομαστική.
- ⇒ Εξοφλητέες υπέρ το άρτιο. Η αξία εξόφλησης είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική.
- ⇒ Λαχειοφόροι. Δίνουν δικαίωμα σε λαχειοφόρο κλήρωση με πιθανότητα κέρδους.
- ⇒ Με συμμετοχή στα κέρδη.
- ⇒ Μετατρέψιμες σε μετοχές.

Ανάλογα με τις παρεχόμενες εγγυήσεις:

- ⇒ Συνήθειες ομολογίες. Ο δικαιούχος είναι απλός δανειστής του εκδότη του ομολογιακού δανείου.
- ⇒ Προνομιούχες. Οι ομολογίες συνοδεύονται με υποθήκη στα πάγια περιουσιακά στοιχεία του εκδότη ή ενέχυρο στα κινητά περιουσιακά στοιχεία του.

### **2.3. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ**

Η φορολογία μπορεί να αποτελέσει αποφασιστικό παράγοντα στη τελική επιλογή του επενδυτή. Και αυτό γιατί ο νομοθέτης έχει φροντίσει να κάνει πιο δύσκολο το έργο των επενδυτών θεσπίζοντας διαφορετικά καθεστώτα για τις εναλλακτικές μορφές επένδυσης. Συγκεκριμένα αντίθετα με ότι ισχύει για τα κέρδη από μετοχές, το εισόδημα από ομολογίες επιχειρήσεων φορολογείται με συντελεστή 20% από το 1990 και μετά. Το εισόδημα από τοκομερίδια αποτελεί εισόδημα Γ' πηγής (από κινητές αξίες).

Δεν φορολογούνται οι τόκοι ομολογιών που εκδίδονται από το Ελληνικό Δημόσιο, την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, το Ειδικό Ταμείο Ρυθμιστικών και Πολεοδομικών Σχεδίων (Ε.Τ.Ε.Ρ.Π.Σ.) και τα κτηματικά ομόλογα του Δημοσίου.

### **2.4. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Ο μέτοχος είναι συνétairos της Α.Ε., ενώ ο ομολογιούχος είναι απλός δανειστής του Κράτους, της εταιρείας ή του Δημοσίου Οργανισμού που εκδίδει το ομολογιακό δάνειο. Ο μέτοχος παίρνει μέρος μόνο αν η επιχείρηση πραγματοποιήσει κέρδη (εξαιρούνται ορισμένες προνομιούχες μετοχές), ενώ ο ομολογιούχος εισπράττει κάθε χρόνο τόκο, όπως κάθε δανειστής, ανεξάρτητα αν η επιχείρηση είχε κέρδη ή ζημιές. Οι τιμές των μετοχών εξαρτώνται από την πρόοδο της Α.Ε., τα πραγματοποιούμενα κέρδη, τις επενδύσεις της και τις προοπτικές της για το μέλλον, γι' αυτό παρουσιάζουν διακυμάνσεις μικρές ή μεγάλες. Ενώ οι τιμές των ομολογιών δεν παρουσιάζουν σοβαρές διακυμάνσεις και η ονομαστική τους αξία δεν διαφέρει και πολύ από τη χρηματιστηριακή.

Όταν διαλυθεί μια Α.Ε., πρώτοι πληρώνονται από το προϊόν της εκκαθάρισης οι ομολογιούχοι και κατόπιν οι προνομιούχοι και οι κοινοί μέτοχοι.

Τέλος ενώ οι τόκοι από ορισμένες ομολογίες απαλλάσσονται της φορολογίας, τα μερίσματα των μετοχών, πριν διανεμηθούν, φορολογούνται σαν καθαρά κέρδη της Α.Ε.

### 3. ΟΜΟΛΟΓΑ

Πολλοί επενδυτές και ακόμα περισσότερο ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού πιστεύει ότι τα ομόλογα και οι ομολογίες είναι το ίδιο πράγμα. Η πραγματικότητα όμως είναι διαφορετική. Ομόλογα και ομολογίες έχουν σημαντικές ομοιότητες αλλά και διαφορές. Η έκθεση αυτών θα βοηθήσει στην καλύτερη κατανόηση της έννοιας του ομολόγου. Αναλυτικότερα οι ομοιότητες των ομολόγων και των ομολογιών είναι οι εξής:

- Πρόκειται για κινητές αξίες<sup>1</sup>, σταθερής απόδοσης, βάση γνωστού επιτοκίου.
- Εκδίδονται από το δημόσιο, από τράπεζες, από ΝΠΔΔ και από δημόσιες επιχειρήσεις ισχυρής κεφαλαιακής συγκρότησης και εκφράζουν σύναψη δανείου.
- Συνήθως έχουν ελκυστικό επιτόκιο σε συνάρτηση με τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν. Σε περίοδο υψηλού πληθωρισμού καταβάλλεται προσπάθεια να βρίσκεται το επιτόκιο σε υψηλότερο επίπεδο από την εξέλιξη του τιμάρηθμου.
- Η διαπραγμάτευση τους γίνεται στο Χρηματιστήριο.
- Κατά κανόνα είναι τίτλοι ανώνυμοι στον κομιστή.
- Ο τόκος στην ονομαστική τους αξία πληρώνεται σε ορισμένο χρονικό διάστημα.
- Για να είναι ελκυστικότερες παρέχονται φορολογικές απαλλαγές τόσο στο εισόδημα από τους τόκους όσο και στη μεταβίβασή τους.

Οι διαφορές που παρουσιάζουν είναι οι εξής:

Τα ομόλογα συνήθως εκδίδονται από το δημόσιο, ΝΠΔΔ και τράπεζες, ενώ οι ομολογίες εκτός απ' αυτούς τους φορείς, εκδίδονται και από Ανώνυμες Εταιρείες.

Οι ομολογίες είναι προϊόν έκδοσης ομολογιακού δανείου, ενώ τα ομόλογα αποτελούν διαφορετική, αλλά συγγενή μορφή δημόσιου δανεισμού.

Τα ομόλογα εξοφλούνται σε συγκεκριμένη μελλοντική χρονολογία, οι ομολογίες εξοφλούνται με απόσβεση ή με κλήρωση.

Οι ομολογίες είναι συνήθως ανώνυμες, μπορεί όμως να είναι και ονομαστικές ή μικτές (με ονομαστικό τίτλο και τοκομερίδια στον κομιστή), ενώ τα ομόλογα είναι πάντοτε ανώνυμα.

Οι ομολογίες μπορεί να εκδίδονται ως λαχειοφόρες ή με βραβείο ενώ τα ομόλογα όχι.

Ορισμένα κρατικά ομόλογα μακροχρόνιας διάρκειας μπορεί να εκδοθούν με κυμαινόμενο επιτόκιο που ανακοινώνεται εγκαίρως, ενώ το επιτόκιο των ομολογιών είναι πάντοτε σταθερό.

#### 3.1. ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

##### 3.1.1. ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ:

Τα τραπεζικά ομόλογα είναι ανώνυμοι τίτλοι ομολογιακών δανείων που εκδίδονται από τις Τράπεζες κατόπιν απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Νομισματικής Επιτροπής. Η διάρκειά τους είναι από ένα έως πέντε χρόνια. Η έκδοσή τους δεν αφορά συγκεκριμένο αριθμό τίτλων, αλλά προσφέρονται μέχρι να καλυφθεί το ποσό του δανείου, που εγκρίθηκε. Τέλος το κεφάλαιο ορισμένων ομολόγων ανατοκίζεται κάθε χρόνο και ο τόκος πληρώνεται μαζί με την εξόφλησή τους.

Τα τραπεζικά ομόλογα διατίθενται τόσο σε επιχειρήσεις όσο και σε ιδιώτες. Οι τράπεζες που είναι εξουσιοδοτημένες να εκδίδουν ομόλογα είναι:

- \* Εθνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως (Ε.Τ.Β.Α.)

<sup>1</sup> Κινητή αξία: Ταυτόσημος όρος που χρησιμοποιείται εναλλακτικά με τον όρο χρεόγραφο ή τίτλο

- \* Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως (Ε.Τ.Ε.Β.Α.)
- \* Τράπεζα Επενδύσεων
- \* Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος (Ε.Κ.Τ.Ε.)
- \* Εθνική Στεγαστική Τράπεζα της Ελλάδος (Ε.Σ.Τ.Ε.)

Πάνω σε κάθε τραπεζικό ομόλογο γράφονται τα στοιχεία του εκδότη, η ημερομηνία έκδοσης, ο αύξοντας αριθμός του ομολόγου και οι αριθμοί της σειράς έκδοσης. Στο πίσω μέρος γράφονται οι όροι έκδοσης κάθε σειράς. Διατίθενται και εξοφλούνται στο τέλος κάθε μήνα από τις τράπεζες, το χρηματιστήριο και τα ταχυδρομικά ταμειυτήρια. Μπορούν να εξοφληθούν, πριν από την λήξη τους, στο Χρηματιστήριο, ένα μήνα μετά την έκδοσή τους ή από την εκδότρια Τράπεζα ένα εξάμηνο μετά από την έκδοσή τους.

Τα τραπεζικά ομόλογα που εκδίδονται είναι τα εξής:

**ΕΤΗΣΙΑ:** Δεν έχουν τοκομερίδια. Ανανεώνονται σιωπηρά μέχρι 4 χρόνια, αν δεν εξοφληθούν τρεις μήνες μετά τη λήξη τους. Το επιτόκιο τους είναι κάθε φορά αυτό με το οποίο εκδίδει ή τράπεζα νέα ομόλογα της ίδιας κατηγορίας.

**ΟΜΟΛΟΓΑ Ε.Τ.Β.Α. ( 6 μηνών - 9 μηνών και 12 μηνών ):** Η σειρά αυτή έχει το πλεονέκτημα ότι μπορούν να προεξοφληθούν μετά από 6 ή 9 μήνες από την έκδοσή τους, χωρίς ο επενδυτής να χάνει τους τόκους.

**ΔΙΕΤΗ ΚΑΙ ΤΡΙΕΤΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ:** Έχουν τοκομερίδια για την εισπραξη των τόκων. Δεν ανατοκίζονται και δεν ανανεώνονται πέρα από το χρονικό διάστημα για το οποίο εκδόθηκαν.

**ΑΝΑΤΟΚΙΖΟΜΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΤΒΑ (ZERO COUPON) :** Είναι τριετή με ανατοκιζόμενο επιτόκιο. Μοιάζουν με τις ομολογίες χωρίς τοκομερίδια ως προς την εισπραξη του εισοδήματος τους και τον υπολογισμό του επιτοκίου τους.

Η τιμή πώλησης του ομολόγου zero coupon (T) ετήσιο επιτόκιο ε% διάρκειας η ετών και ονομαστικής αξίας κατά την λήξη του Κ, βρίσκεται βάση του τύπου:

$$T = \frac{K}{(1+\varepsilon)^n}$$

Αν για παράδειγμα προσδιορίσουμε την ονομαστική αξία μετά από τρία χρόνια (n=3) σε Κ=1.000.000 με ετήσιο επιτόκιο ε=24%, σήμερα θα καταβάλουμε:

$$T = \frac{1000.000}{(1+0,24)^3} = 524,487\delta\rho\kappa.$$

### 3.1.2 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ (Ο.Ε.Δ.)

Το Ελληνικό δημόσιο, για να χρηματοδοτήσει τις ανάγκες του, εκδίδει από το 1987, μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος, ομόλογα τόσο σε δραχμές όσο και με ρήτρα ξένων νομισμάτων (ECU, USD, DEM) σε ποσά που κυμαίνονται από 100.000 έως 10.000.000δρχ. Η διάρκειά τους σήμερα ξεκινά από τρία έτη και φθάνει έως επτά.

Τα Ο.Ε.Δ. έχουν προσαρτημένα στο σώμα τους τοκομερίδια για την εισπραξη των τόκων τους, που γίνεται στο τέλος κάθε χρόνου. Η διάθεση τους γίνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και η εξόφληση ή προεξόφλησή τους γίνεται από όλες τις τράπεζες, το ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και το Ταχυδρομικό Ταμειυτήριο. Είναι τίτλοι ελεύθερα μεταβιβάσιμοι και μετατρέπονται σε ελεύθερο συνάλλαγμα, εφ' όσον αγοραστούν από ξένους με συνάλλαγμα μη υποχρεωτικά εκχωρητέο.

Στατιστικές μελέτες έδειξαν πως οι Έλληνες προτιμούν τα Ο.Ε.Δ. με ρήτρα ECU, επηρεαζόμενοι από την συνεχή τάση της δραχμής για υποτίμηση. Επίσης,

σύμφωνα με την ίδια μελέτη, πολλοί ξένοι επενδυτές προτίμησαν τα συγκεκριμένα Ο.Ε.Δ., επειδή είχαν επιτόκιο πολύ μεγαλύτερο από τις άλλες διεθνείς αγορές.

### 3.1.3. ΚΤΗΜΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Πρόκειται για ένα θεσμό ο οποίος δεν έχει εφαρμοστεί μέχρι τη στιγμή που γράφεται αυτή η εργασία, αποτελεί όμως νόμο του Ελληνικού Κράτους από το 1990.

Απευθύνεται κυρίως σε άτομα που θέλουν να αποκτήσουν δική τους κατοικία και αξιοποιεί όσα από τα δημόσια κτήματα είναι κατάλληλα για οίκηση. Εκδότης αυτών των ομολόγων είναι η Κτηματική Εταιρεία του Δημοσίου (Κ.Ε.Δ.) μέσω Α.Ε. που θα είναι θυγατρικές της πρώτης και που θα λειτουργούν όπως όλες οι άλλες Α.Ε. με μοναδικό όμως μέτοχο την Κ.Ε.Δ.

Οι εταιρείες αυτές θα εκδίδουν ομόλογα τα οποία θα δίνουν το δικαίωμα στον κομιστή να του μεταβιβαστεί το πολύ μέσα σε 4 χρόνια η κυριότητα μεριδίου ή ολόκληρου οικοπέδου αξίας ίσης με την ονομαστική αξία των ομολόγων. Τα ομόλογα αυτά θα είναι ονομαστικά, έντοκα και θα μεταβιβάζονται εν ζωή και αιτία θανάτου. Η μεταβίβασή τους θα απαλλάσσεται κάθε φόρου υπέρ του δημοσίου και θα διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α.

### 3.2. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Η φορολογία αφορά κυρίως τα τραπεζικά ομόλογα και γίνεται διάκριση μεταξύ αυτών που εκδόθηκαν πριν από την 31/12/1990 και αυτά που εκδόθηκαν μετά την 1/9/1991.

Η πρώτη κατηγορία δεν φορολογείται, όπως επίσης και οι ανανεώσεις των ομολόγων αυτών. Αντίθετα τα ομόλογα που εκδόθηκαν από τις αρχές του 1991 φορολογούνται με 15% (μαζί με τις τραπεζικές καταθέσεις).

## **4. ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ (Ε.Γ.Ε.Δ)**

Είναι τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας οι οποίοι εκδίδονται από το Ελληνικό Δημόσιο, για να καλύπτει τις ανάγκες χρηματοδότησής του. Τους διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος και από τον Ιούλιο του 1985 άρχισε η διάθεσή τους σε φυσικά και νομικά πρόσωπα, ενώ μέχρι τότε διατίθονταν μόνο σε Τράπεζες.

Είναι ανώνυμοι τίτλοι και διατίθενται την τελευταία μέρα κάθε μήνα από το Κεντρικό Κατάστημα της Τράπεζας της Ελλάδος, τις εμπορικές Τράπεζες, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων καθώς και από τα μέλη του Χρηματιστηρίου.

Η διάρκειά τους είναι τρίμηνη, εξάμηνη και δωδεκάμηνη. Εάν δεν προσκομιστούν μέσα σε τριάντα ημέρες από την ημερομηνία λήξης τους για ανανέωση, θεωρείται ότι ανανεώνονται σιωπηρά για περίοδο ίση με την αρχική. Η ανανέωση αυτή γίνεται μια φορά και μετά τα Ε.Γ.Ε.Δ. παύουν να είναι τοκοφόρα.

Η ονομαστική τους αξία κυμαίνεται από 100.000 δρχ. έως 1.000.000 δρχ.

Είναι τίτλοι ελεύθερα μεταβιβάσιμοι και ρευστοποιούνται εύκολα. Προεξοφλούνται από τις Τράπεζες, τα πιστωτικά ιδρύματα και το Χρηματιστήριο. Ο τόκος τους υπολογίζεται, τόσο στην αγορά όσο και στην προεξόφληση με εσωτερική αφαίρεση.

Από τον Ιούνιο του 1990 η Τράπεζα της Ελλάδος (Τ.Ε.) εγκαινίασε τις πρώτες δημοπρασίες Ε.Γ.Ε.Δ. με συμφωνία επαναγοράς τους μέσα σε συγκεκριμένο διάστημα (Repos), όπου συμμετέχουν επιχειρήσεις και ιδιώτες εκτός από Τράπεζες.

### 4.1. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΑΠΟ Ε.Γ.Ε.Δ.

Η αγορά των Ε.Γ.Ε.Δ., η μεταβίβασή τους και η εξόφλησή τους απαλλάσσεται χαρτόσημου και οι τόκοι τους δεν φορολογούνται. Στις τράπεζες όμως και στους λοιπούς εξουσιοδοτημένους από την Τράπεζα της Ελλάδος για την διακίνηση των τίτλων φορείς, καταβάλλονται προμήθειες διάθεσης και εξόφλησης.

## 5. ΧΡΥΣΗ ΛΙΡΑ ΑΓΓΛΙΑΣ

Η αναφορά της γίνεται μόνο για ρομαντικούς λόγους, γιατί η χρυσή λίρα της Αγγλίας δεν μπορεί να θεωρηθεί σήμερα χρηματιστηριακό πράγμα. Είναι βέβαιο όμως πως όλοι οι παλαιοί παίχτες του χρηματιστηρίου θα την θυμούνται νοσταλγικά καθώς αποτελούσε αντικείμενο συχνών χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Μέχρι τον Ιανουάριο του 1964 η Τράπεζα της Ελλάδος διέθετε χιλιάδες λίρες. Αποτέλεσμα αυτής της μεγάλης διάθεσης ήταν η Νομισματική Επιτροπή να εμποδίσει την κερδοσκοπία πάνω στις λίρες Αγγλίας παίρνοντας μέτρα όπως αυτό που ισχύει ακόμα και σήμερα, σύμφωνα με το οποίο υποχρεώνονται όσοι θέλουν να αγοράσουν λίρες να υπογράψουν υπεύθυνη δήλωση ότι δεν θα πουλήσουν, διαθέσουν ή οπωσδήποτε δεν θα χάσουν από την κατοχή τους τις λίρες. Επιπρόσθετα τέθηκε περιορισμός πώλησης μέχρι 50 λίρες ημερησίως, για όλη την Ελλάδα.

## 6. COMMERCIAL PAPERS(CP).

Είναι ανώνυμοι πιστωτικοί τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας, που εκτείνονται από μία μέρα έως εννιά μήνες. Εκδότης τους μπορεί να είναι οποιαδήποτε μη τραπεζική επιχείρηση κάποιας οικονομικής επιφάνειας ή και το ίδιο το κράτος. Η έκδοσή τους έρχεται να καλύψει βραχυπρόθεσμες ανάγκες είτε δανειακές, είτε επενδυτικές.

Διατίθενται στην πρωτογενή αγορά έναντι αμοιβής από ειδικούς διαμεσολαβητικούς οργανισμούς ή ιδιώτες (underwriters-dealers) οι οποίοι παρεμβαίνουν μεταξύ εκδότη - πωλητή και του αγοραστή - επενδυτή. Η τιμή διάθεσης προσδιορίζεται από την ονομαστική τους τιμή μείον το ποσό της προεξόφλησης.

Παράδειγμα: η επιχείρηση X έχοντας ανάγκη 1.000.000 δρχ. για τις επόμενες 45 μέρες εκδίδει και διαθέτει στην αγορά 1000 CP ονομαστικής αξίας (Pov) 1.000 δρχ. και ετήσιο επιτόκιο 20%. Η τιμή (Pn) στην οποία θα διατεθούν είναι:

$$P_n = P_{ov} - [P_{ov} (45 \times 0.20/360)]$$

$$P_n = 1.000 - (1.000 \times 0.025) = 1.000 - 25 = 975$$

Ο επενδυτής δηλαδή αγοράζει το CP στην τιμή των 975 δρχ. και εισπράττει σε 45 μέρες την ονομαστική αξία των 1.000 δρχ. Η επιχείρηση δανειζεται 975.000 δρχ., μείον το κόστος έκδοσης και επιστρέφει σε ενάμιση μήνα 1.000.000.

Μόνη εγγύηση για τον επενδυτή σε CP είναι η οικονομική επιφάνεια της εκδότης επιχείρησης.

## 7. ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΑ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ (CERTIFICATES OF DEPOSIT - CD).

Πρόκειται για τίτλους που εκδίδονται από εμπορικές τράπεζες και πιστοποιούν την (συνήθως μεγάλου ύψους) κατάθεση, με διαπραγματεύσιμο επιτόκιο, ιδιωτών, επιχειρήσεων, οργανισμών, θεσμικών επενδυτών στην εκδότη τράπεζα. Πωλούνται στο άρτιο. Έχουν μεγάλη διάδοση στις χρηματαγορές των Η.Π.Α. κυρίως, αλλά και χωρών της Ευρώπης.

## 8. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (Α/Κ)

Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ) είναι μια ομάδα περιουσιακών στοιχείων που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, τα οποία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα, τους μεριδιούχους. Η ισότιμη συμμετοχή των μεριδιούχων στα κέρδη ή τις ζημιές που προκύπτουν από τη διαχείριση της περιουσίας αυτής, δηλαδή του κεφαλαίου, εξηγεί την έννοια του Αμοιβαίου.

Υπάρχουν αρκετές παρανοήσεις γύρω από την έννοια του Α/Κ. Παρανοήσεις που δεν συνδέονται μόνο με την έννοια του Α/Κ αλλά και με τα δικαιώματα και με τις υποχρεώσεις που απορρέουν από το σχετικά αυτό καινούργιο τρόπο επένδυσης για τα Ελληνικά δεδομένα. Η φυσική αυτή λοιπόν περιέργεια γύρω από κάθε τι καινούργιο γεννά ερωτήματα και αμφιβολίες, ταυτόχρονα με την αίσθηση ότι μιλάς για κάτι ξεχωριστό και σύγχρονο.

Φθάνει να ανοίξεις τα οικονομικά φύλλα οποιασδήποτε εφημερίδας και θα αντικρίσεις πίνακες, παρόμοιους με αυτούς των μετοχών, γεμάτους με ξενικές συνήθως λέξεις και δίπλα σε αυτές νούμερα εκφρασμένα συχνά σε τιμές ξένων νομισμάτων. Πρόκειται για τα Α/Κ που μόλις περιγράψαμε την έννοια τους.

Πολλές εταιρείες που ασχολούνται με τα αμοιβαία κεφάλαια (κυρίως ασφαλιστικές), έχουν εκδώσει φυλλάδια που παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες γύρω από τα Α/Κ της εταιρείας τους ακόμα και για νομικά ζητήματα. Παρόλα αυτά έχουν δημιουργηθεί μεγάλες απορίες γύρω από τις προμήθειες των εταιρειών αυτών και τα τεράστια κέρδη που παρουσιάζουν.

Μία σύντομη ανάλυση γύρω από τις έννοιες που περικλείουν τα Α/Κ ίσως δώσει λύσεις σε πολλές από αυτές τις απορίες.

### 8.1. Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Όπως τονίσαμε και παραπάνω τα αμοιβαία κεφάλαια διακινούνται από Α.Ε. που είναι συνήθως θυγατρικές εταιρείες ασφαλιστικών εταιρειών ή τραπεζών. Οι Α.Ε. αυτές συνίσταται με αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση ενός ή περισσότερων Α/Κ. Το μετοχικό τους κεφάλαιο θα πρέπει να έχει καταβληθεί σε μετρητά και να έχει ελάχιστο ύψος 50 εκ. δρχ. Για την ίδρυσή τους απαιτείται η έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι μετοχές τους είναι ονομαστικές και μεταβιβάζονται μόνο με την άδεια του Ε.Κ.

### 8.2. ΜΕΤΡΑ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Ο νομοθέτης φρόντισε να βάλει κάποιους περιορισμούς στις Α.Ε.Δ.Α.Κ. για την προστασία του επενδυτή. Οι περιορισμοί αυτοί είναι:

- ⇒ Τα 2/5 τουλάχιστον του Μ.Κ. της Α.Ε.Δ.Α.Κ. (40%) πρέπει να ανήκουν σε Α.Ε. με Μ.Κ. ολοσχερώς καταβεβλημένο 500.000.000 δρχ. ή ισόποσό του σε ξένο νόμισμα.
- ⇒ Απαγορεύεται σε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να συμμετέχει στο Μ.Κ. της Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε ποσοστό που να ξεπερνά το μισό αυτού.
- ⇒ Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. εκπροσωπεί δικαστικώς ή εξωδίκως τους μεριδιούχους γιατί το Α/Κ δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο.
- ⇒ Η φύλαξη του ενεργητικού του Α/Κ (σύνολο περιουσιακών στοιχείων) πραγματοποιείται από Ελληνική ή ξένη τράπεζα ανάλογα με το χρηματιστήριο που διαπραγματεύονται. Η τράπεζα αυτή καλείται θεματοφύλακας.
- ⇒ Η συμμετοχή στο Α/Κ αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο ο οποίος εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ προσηγογράφεται από το θεματοφύλακα και λέγεται μερίδιο.

### 8.3. ΤΙΤΛΟΣ Α/Κ

Η περιουσία του Α/Κ διαιρείται σε ίσης αξίας μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Ο κάθε τίτλος αντιπροσωπεύει έναν ορισμένο αριθμό μεριδίων και πρέπει να περιέχει:

- ⇒ Την ονομασία του Α/Κ.
- ⇒ Τον αριθμό της άδειας σύστασης του Α/Κ.
- ⇒ Τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ και του θεματοφύλακα.
- ⇒ Τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο ( που μπορεί να είναι και κλάσματα ).
- ⇒ Το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων.
- ⇒ Βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου.

Για την απόκτηση των μεριδίων Α/Κ απαιτούνται γραπτή αίτηση προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., ολοσχερής καταβολή στο θεματοφύλακα της τιμής των μεριδίων σε μετρητά ή κινητές αξίες και αποδοχή του Κανονισμού<sup>1</sup> του Α/Κ.

### 8.4. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ Α/Κ

Το ενεργητικό των Α/Κ επιτρέπεται να επενδύεται μόνο:

- \* Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών κράτους μέλους της Ε.Ο.Κ., στην Π.Α. του Χ.Α.Α., σε κοινοτικό χρηματιστήριο με όρους εισαγωγής αντιστοιχούς με εκείνους της Π.Α. του Χ.Α.Α. ή σε άλλη αναγνωρισμένη χρηματιστηριακή αγορά κράτους - μέλους που ορίζεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ.
- \* Σε τίτλους μεριδίων Ελληνικών Α/Κ και σε μη εισηγμένους σε χρηματιστηριακή αγορά τίτλους - μεριδίων κοινοτικών Α/Κ που πληρούν τις προϋποθέσεις της οδηγίας της ΕΟΚ 85/611.
- \* Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες υπό την προϋπόθεση να εισαχθούν μέσα σ'ένα έτος σε χρηματιστηριακές αγορές των περιπτώσεων 1 έως 4.
- \* Σε κινητές αξίες, που είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου κράτους μη μέλους της ΕΟΚ, μέχρι ποσού που δεν υπερβαίνει το 1/5 της καθαρής αξίας του Α/Κ.
- \* Σε άλλες κινητές αξίες μέχρι ποσού, που κατά την τοποθέτηση, δεν υπερβαίνει σε ποσοστό το 10% της καθαρής αξίας του Α/Κ.
- \* Σε μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις.

Σύμφωνα όμως με τη νομολογία τα Α/Κ υπόκεινται και σε άλλους περιορισμούς με αντικειμενικό σκοπό να εμποδίσουν τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. να αποκτούν μέσω των Α/Κ έλεγχο, λόγω πλειοψηφίας των μετοχών, της διοίκησης των Α.Ε. Πιο συγκεκριμένα:

Κατά την πραγματοποίηση επενδύσεων απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 10% της καθαρής αξίας του Α/Κ, σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη και πάνω από το 40% της καθαρής του αξίας σε κινητές αξίες εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει επενδύσει μέχρι 5% της καθαρής αξίας του.

Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 50% της καθαρής αξίας του Α/Κ, σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτη - μέλη της

<sup>1</sup> Ο κανονισμός του Α/Κ περιέχει: την ονομασία του Α/Κ και την επωνυμία της ΑΕΔΑΚ/θεματοφύλακα, τον σκοπό και το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνει το Α/Κ, την τιμή του μεριδίου, τους όρους διάθεσης, την διάρκεια (αορίστου χρόνου) και άλλες χρήσιμες πληροφορίες

ΕΟΚ ή από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους - μέλους ή από διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχει το κράτος - μέλος.

Το Α/Κ δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές μιας Α.Ε. που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των μετοχών της καθώς και τα Α/Κ, που διαχειρίζεται η ίδια η Α.Ε.Δ.Α.Κ., να αποκτούν μετοχές μιας εταιρείας μεγαλύτερο του 30%.

### **8.5. ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ**

Το είδος των Α/Κ εξαρτάται από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους. Στην Ελλάδα τα είδη των Α/Κ είναι ακόμη λίγα, εξαιτίας της σχετικά πρόσφατης εμφάνισης τους. Αναλυτικότερα:

**Σταθερά (Bond funds):** Απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές που επενδύουν κυρίως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος όπως ομόλογα, ομολογίες, έντοκα γραμμάτια κλπ.. Μερικά από τα Α/Κ σταθερού εισοδήματος περιέχουν στο χαρτοφυλάκιο τους και μετοχές σε μικρό όμως ποσοστό έως 20%.

**Μικτά - αναπτυξιακά (balanced funds - growth funds):** Είναι Α/Κ που επενδύουν σε τίτλους σταθερής αλλά και κυμαινόμενης απόδοσης (μετοχές), στην Ελλάδα κυρίως αλλά και στο εξωτερικό, διατηρώντας μια ισορροπία ώστε να προστατεύουν αποτελεσματικά τα κεφάλαιά τους από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Τα επιθετικότερης μορφής μικτά - αναπτυξιακά Α/Κ έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών που κυμαίνεται από 70% - 90%. Τα μικτού τύπου (balanced funds) και τα αναπτυξιακά Α/Κ (growth funds) σε άλλες χώρες είναι δύο διαφορετικές κατηγορίες.

**Διαχειρίσεως διαθέσιμων (Money market funds).** Είναι μία ιδιαίτερη κατηγορία στα Α/Κ σταθερού εισοδήματος, που απευθύνονται στους μικροεπενδυτές, που δεν θέλουν να δεσμεύσουν τα χρήματά τους σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις και ταυτόχρονα επιδιώκουν από την αγορά χρήματος τα υψηλότερα δυνατά επιτόκια .

**Διεθνή (International or global funds):** Πρόκειται για μια μεγάλη κατηγορία Α/Κ. Σ' αυτή περιλαμβάνονται Α/Κ μετοχών των οποίων η εταιρεία διαχείρισης εδρεύει στην Ελλάδα, ομολόγων που διαχειρίζονται από Ελληνική Α.Ε.Δ.Α.Κ., Διεθνών Α/Κ (ομολογίων, μικτών, εξειδικευμένων) που διαχειρίζονται από εταιρείες του εξωτερικού και αντιπροσωπεύονται από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες.

### **8.6. ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ**

Τα μερίδια των Α/Κ πωλούνται μέσω τραπεζών, των μελών του Χ.Α.Α., ασφαλιστικών πρακτόρων κλπ.

Η τιμή διάθεσης ή αγοράς του μεριδίου θεωρείται αυτή της ημέρας υποβολής αίτησης για την απόκτηση του συν ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου, που είναι η προμήθεια διάθεσης. Η προμήθεια διάθεσης κυμαίνεται από 4% έως 6% και επιβαρύνει τον μεριδιούχο όταν αγοράζει τα μερίδια, δηλαδή:

$$\text{Τιμή αγοράς μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} + \text{προμήθεια διάθεσης}$$

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ., μπορεί να μην αποδεχτεί αίτηση επενδυτή για αγορά μεριδίων. Αντίθετα η εξαγορά μεριδίων είναι υποχρεωτική για την Α.Ε.Δ.Α.Κ. όταν το ζητήσει ο μεριδιούχος. Για το σκοπό αυτό ο μεριδιούχος υποβάλλει γραπτή αίτηση και παραδίδει στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται για να ακυρωθούν.

Τιμή εξαγοράς θεωρείται αυτή της ημέρας υποβολής της αίτησης εξαγοράς και βρίσκεται αν αφαιρεθεί από την καθαρή τιμή του μεριδίου η προμήθεια εξαγοράς, δηλαδή:

$$\text{Τιμή εξαγοράς μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} - \text{προμήθεια εξαγοράς}$$



Η καθαρή τιμή του μεριδίου επιβαρύνεται με προμήθεια 1% για τις περισσότερες Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Η προμήθεια διάθεσης του μεριδίου είναι μεγαλύτερη απ'αυτή της εξαγοράς ώστε να παρακινεί τους πωλητές μεριδίων να επιτύχουν μεγαλύτερες πωλήσεις.

Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν την πορεία των Α/Κ, δίνοντας αναλυτικά το είδος, την ποσότητα των κινητών αξιών, την τρέχουσα τιμή μονάδας, το διαθέσιμο ενεργητικό, την πορεία της εταιρείας καθώς και τριμηνιαίες, εξαμηνιαίες και εννιαμηνιαίες εκθέσεις της γενικότερης πορείας των Α/Κ.

Επίσης είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν καθημερινά την καθαρή αξία των Α/Κ η οποία προσδιορίζεται ως εξής:

$$\text{Καθαρή τιμή μεριδίου} = \frac{\text{Σύνολο καθαρού ενεργητικού}}{\text{Αριθμός μεριδίων σε κυκλοφορία}}$$

### 8.7. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΜΦΑΝΙΖΕΙ ΕΝΑ Α/Κ

Τα Α/Κ παρουσιάζουν ποικίλα πλεονεκτήματα όπως:

- Μικροί αποταμιευτές μπορούν να συμμετάσχουν στο σχηματισμό του Α/Κ, αποκομίζοντας όλα τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την διαχείριση ενός μεγάλου και καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Έτσι είναι συγκύριοι πολλών μετοχών και χρεογράφων σταθερού εισοδήματος, εισηγμένων όχι μόνο στο Χ.Α.Α., αλλά και Χρηματιστηρίων του εξωτερικού.
- Υπάρχει απόλυτη εξασφάλιση των μεριδιούχων αφού το σύνολο του Ενεργητικού είναι κατατεθειμένο μόνο σε Ελληνική Τράπεζα.
- Οι μεταπτώσεις του Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχεδόν αντισταθμίζονται από τις αποδόσεις των ομολόγων, των ομολογιών και των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου των οποίων οι αποδόσεις αφού είναι σταθερές δεν παρουσιάζουν κανένα κίνδυνο.
- Σε κάθε Α.Ε. Διαχείρισεως υπάρχουν έμπειρα στελέχη τα οποία παρακολουθούν τις εσωτερικές και διεθνείς εξελίξεις, επιτυγχάνοντας έτσι σωστότερες επιλογές αξιογράφων από οποιονδήποτε μεμονωμένο επενδυτή.
- Υπάρχει πλήρης διαφάνεια κατά τις συναλλαγές ενός Α/Κ αφού ο μεριδιούχος γνωρίζει πως διαμορφώνεται η καθαρή τιμή του μεριδίου. Η δημοσιοποίηση των στοιχείων είναι υποχρεωτική για την Α.Ε. Διαχείρισεως η οποία κάθε τρίμηνο πρέπει να ανακοινώνει την σύνθεση του χαρτοφυλακίου του Α/Κ, ώστε να είναι δυνατή η μελέτη και η σύγκρισή του με τα άλλα Α/Κ που κυκλοφορούν στην αγορά.
- Ο μεγάλος αριθμός μεριδιούχων αποτελεί ασφαλιστική δικλείδα των συμφερόντων τους από τρίτους, που με διάφορα τεχνάσματα θα ήθελαν να καρπωθούν οφέλη αποκλειστικά γι'αυτούς.
- Ο μεριδιούχος αποκτά κέρδη από τρεις πηγές, από την άνοδο της τιμής του μεριδίου, από τις προσόδους του Α/Κ (τα μερίσματα των μετοχών και των τόκων των ομολόγων κ.τ.λ.) που διανέμονται κάθε χρόνο πλέον υπό μορφή μερισμάτων του Α/Κ και τρίτον από κέρδη προερχόμενα από αγορές ή πωλήσεις χρεογράφων, αφού πρώτα έχουν συμψηφιστεί με τυχόν ζημιές από ανάλογες πράξεις.
- Τα κέρδη από μερίδια Α/Κ υπό μορφή μερισμάτων έχουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση. Για να φορολογηθεί κάποιος από τα διανεμόμενα σ' αυτόν μερίσματα, πρέπει να έχει επενδύσει σε μερίδια Α/Κ περίπου 8.000.000 δρχ. Ο λόγος είναι ότι φορολογείται μόνο το τμήμα του μερίσματος που προέρχεται από μερίσματα μετοχών και όχι το τμήμα που προέρχεται από τους τόκους των ομολόγων, των έντοκων γραμματίων κ.λ.π. των οποίων οι πρόσοδοι δεν φορολογούνται. Εξ'άλλου η αγορά μεριδίων δεν εμπίπτει στο "πόθεν έσχες".

- Η μεταβίβαση εν ζωή ή λόγω θανάτου απαλλάσσεται από κάθε επιβάρυνση.
- Η υπεραξία που αποκτάται από τους μεριδιούχους όταν εξαγοράζονται τα μερίδια δεν φορολογείται.
- Τα μερίδια μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο για τη χορήγηση δανείου ή να γίνει ανταλλαγή αυτών με χρεόγραφα εισηγμένα στο Χ.Α.Α.
- Η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική από το νόμο για την Α.Ε. Διαχείρισεως.
- Ένας μεριδιούχος, κάτοικος εξωτερικού, όταν αγοράσει μερίδια με συνάλλαγμα, διατηρεί το πλεονέκτημα της εξαγωγής του κεφαλαίου που θα προκύψει από την εξαγορά των μεριδίων και τα κέρδη που αντιστοιχούν σ' αυτά, πάλι σε συνάλλαγμα.
- Ένας επενδυτής αν, αντί να καταθέσει τα χρήματά του σε μια τράπεζα, τα επενδύσει μακροχρόνια τουλάχιστον ένα χρόνο, σε μερίδια Α/Κ, τότε η απόδοση του κεφαλαίου του αφενός υπερκαλύπτει τον προσφερόμενο τόκο, αλλά επι πλέον κερδίζει την μάχη με τον πληθωρισμό.

### 8.8. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ Α/Κ

Τα εισοδήματα των Α/Κ από τόκους, μερίσματα και κέρδη, που προκύπτουν από την κλήρωση ομολογιών υπέρ το άρτιο, διανέμονται κάθε χρόνο στους μεριδιούχους, αφού αφαιρεθούν οι συνολικές δαπάνες της χρήσης.

Τα κέρδη από την πώληση κινητών αξιών (κεφαλαιακά κέρδη) διανέμονται στους μεριδιούχους κατά την κρίση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εφ' όσον δεν εξουδετερώνονται από τυχόν κεφαλαιακές ζημιές που προέκυψαν μέχρι το τέλος της χρήσης.

Όταν εισπράττονται οι τόκοι επ' ονόματι και για λογαριασμό του Α/Κ, ο καταβάτων διενεργεί παρακράτηση φόρου εισοδήματος (15% για τραπεζικές καταθέσεις και τραπεζικά ομόλογα και 20% για τοκομερίδια ομολογιών ιδιωτικών επιχειρήσεων). Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των δικαιούχων.

Τα κέρδη που διανέμονται από το Α/Κ στους μεριδιούχους απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος, γιατί έχουν φορολογηθεί στην πηγή.

### 8.9. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΞΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι διεθνείς χρηματαγορές για την ποικιλία που προσφέρουν σε είδη Α/Κ. Ποικιλία που δείχνει τόσο την εξειδίκευση των επενδυτικών λύσεων γύρω από το ίδιο αντικείμενο, αλλά και το μέλλον την Ελληνικής χρηματαγοράς. Είναι λοιπόν απαραίτητη η μελέτη των ξένων Α/Κ γιατί ο επενδυτικός ορίζοντας διευρύνεται συνέχεια και η ενημέρωση είναι ο μοναδικός τρόπος να τον αντιμετωπίσουμε.

Αναλυτικότερα οι ξένες χρηματαγορές (κυρίως η Αμερικάνικη) χρησιμοποιούν πολλές φορές τις ίδιες ονομασίες με διαφορετικό όμως αντικείμενο<sup>1</sup>:

- I. Aggressive growth funds: Επιζητούν μέγιστο κέρδος. Για την κατηγορία αυτή, μια αποδεκτή απόδοση δεν είναι αρκετή. Επενδύουν σε μετοχές καινούργιων εταιρειών, εταιρειών που περνούν περίοδο κρίσης και γενικότερα επιχειρήσεων που δεν συγκεντρώνουν την προτίμηση του κοινού. Πολλές φορές χρησιμοποιούν εξειδικευμένες τεχνικές επένδυσης, όπως επενδύσεις σε οπτίονς.
- II. Growth funds: Επενδύουν σε κοινές μετοχές "νοικοκυρεμένων" επιχειρήσεων, αλλά πάλι ο κύριος σκοπός τους είναι να παράγουν μια σημαντική αύξηση στην αξία των επενδύσεων και όχι μια συνηθισμένη απόδοση μετοχών.

<sup>1</sup> Για λόγους ακριβείας αποφεύγουμε να μεταφράσουμε τους ξένους όρους, δεδομένου ότι δεν υπάρχει επίσημη μετάφραση ούτε σε οικονομικά λεξικά.

- III. Growth and Income funds: Επενδύουν σε κοινές μετοχές μεγάλων επιχειρήσεων με σημαντική ιστορία στο χώρο και αναμένουν περισσότερο από μια ικανοποιητική απόδοση. Οι εταιρείες αυτές επίσης έχουν ιστορικό σταθερής απόδοσης σε μέρισμα.
- IV. Precious metals funds: Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που ασχολούνται με χρυσορυχεία ή επεξεργασία πολύτιμων μετάλλων.
- V. GNMA of Ginnie Mae funds (Government National Mortgage Association): Επενδύουν κατά πλειοψηφία σε γραμμάτια ή ομολογίες δημοσίου.
- VI. Corporate bond funds: όπως και τα Income funds αποβλέπουν σε υψηλής ασφάλειας αλλά συχνά και μεγέθους απόδοση επενδύοντας το μεγαλύτερο μέρος τους σε ομολογίες εταιρειών και το υπόλοιπο σε ομολογίες του δημοσίου.
- VII. Municipal bond funds: επενδύουν σε ομολογίες που έχουν εκδοθεί από μεγάλους δήμους (πολλές φορές από πολιτείες της Αμερικής) που χρησιμοποιούν τα λεφτά για να χτίσουν βιβλιοθήκες, σχολεία, δρόμους ή άλλα έργα. Το εισόδημα από αυτά τα Α/Κ δεν φορολογείται από την κυβέρνηση. Η εταιρεία αγοράζει το σύνολο της ομολογίας πολλές φορές και με αυτό τον τρόπο μεταβιβάζει το αφορολόγητο στο μεριδιούχο.
- VIII. Balanced funds: Έχει τρεις αντικειμενικούς επενδυτικούς στόχους: 1. Να διατηρήσει το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή. 2. να δώσει ένα τρέχων εισόδημα και 3. να πετύχει μια μακροπρόθεσμη αύξηση τόσο στο αρχικό κεφάλαιο όσο και στο μέρισμα. Σκοπεύουν να το πετύχουν αυτό επενδύοντας σε ομολογίες, προνομιούχες και κοινές μετοχές.
- IX. Income funds: αποσκοπούν σε υψηλή απόδοση τρέχοντος εισοδήματος. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί επενδύοντας σε κοινές μετοχές εταιρειών που έχουν ιστορικό πολύ καλού μερίσματος. Πολλές φορές ομόλογα δημοσίου ή συνεταιρισμών αποτελούν μέρος του χαρτοφυλακίου τους.
- X. Option/Income funds: αποσκοπούν και αυτές σε υψηλή τρέχουσα απόδοση επενδύοντας σε κοινές μετοχές με μέρισμα που όμως αποτελούν options στα εθνικά χρηματιστήρια. Το τρέχων εισόδημα αποτελείται από τα μερίσματα, υπεραξία των options και άλλα κέρδη από τις συναλλαγές που προέρχονται από αγορές στο κλείσιμο.
- XI. Single state municipal bond fund: Οι αρχές του είναι ίδιες με αυτές του Municipal bond Funds, αλλά με την διαφορά ότι το ενεργητικό τους προέρχεται από μία μόνο χώρα ή πολιτεία. Απαλλάσσονται και αυτά από φόρους.
- XII. Money market mutual funds: Επενδύουν σε βραχυπρόθεσμες ομολογίες που πωλούνται στο "money market". Στο επενδυτικό φάσμα αποτελούν τα πιο ασφαλή Α/Κ.
- XIII. Short - term municipal bond funds: Επενδύουν σε βραχυχρόνια κρατικά ομόλογα. Είναι επίσης γνωστά σαν φοροαπαλασσόμενα αμοιβαία κεφάλαια (tax -exempt money market funds).

<sup>1</sup> money market: Είναι το μέρος όπου μεγάλες επιχειρήσεις, τράπεζες και άλλα ιδρύματα επενδύουν τα αποθεματικά τους για μικρό χρονικό διάστημα.

*"Οι επιφανειακοί άνθρωποι πιστεύουν στην τύχη, οι σοφοί κα δυνατοί στην αιτία και στο αποτέλεσμα."*

*Ralph Waldo Emerson*

## V. Derivatives

Τα derivatives αποτελούν μία καινοτομία στο χώρο των διεθνών χρηματαγορών. Αν και η Ελλάδα δεν έχει ακόμα γνωρίσει την εναλλακτική αυτή μορφή επένδυσης, τα derivatives<sup>1</sup> είναι οπωσδήποτε μία μορφή επενδυτικού τίτλου που διευρύνει τον επενδυτικό ορίζοντα.

Ονομάζονται έτσι γιατί οι αξίες τους **παράγονται** από τις αξίες των πιο παραδοσιακών μετοχών.

Τα derivatives αποτελούν χρηματοοικονομικά εργαλεία με τα οποία μπορεί κανείς να κερδίσει (ή να χάσει) χρήματα προβλέποντας τις μεταβολές που θα έχουν οι τιμές διαφόρων αξιόγραφων (μετοχές, ομόλογα κ.τ.λ.) ή προϊόντων.

Δημιουργήθηκαν και χρησιμοποιούνται ως ένας τρόπος προστασίας επιχειρήσεων και επενδυτών από τις απότομες διακυμάνσεις των τιμών στις αγορές συναλλάγματος, επιτοκίων, μετάλλων και πρώτων υλών. Έτσι, π.χ., μία εισαγωγική εταιρεία που είναι αναγκασμένη να πληρώσει τις υποχρεώσεις της σε συνάλλαγμα θα χρησιμοποιήσει ένα πολύ απλό παράγωγο για να προφυλαχθεί από μία υποτίμηση συμφωνώντας να αγοράσει συνάλλαγμα την ημέρα της πληρωμής σε προκαθορισμένη τιμή. Είναι όμως δεδομένο ότι τα derivatives μπορούν να προκαλέσουν αναλογικά μεγαλύτερες ζημιές σε σχέση με την επένδυση σε απλές μετοχές. Και αυτό γιατί τα "στοιχήματα" που βάζουν οι διαπραγματευτές αφορούν μόνον τη μεταβολή της τιμής των αγαθών και όχι όλη την αξία τους και επομένως με λίγα χρήματα μπορεί κανείς να "παίξει" πάνω σε συμβόλαια με πολλαπλάσια αξία.

Για παράδειγμα, στην αγορά των futures μπορεί κανείς να αναλάβει την υποχρέωση να αγοράσει 1.000 μετοχές κάποιας εταιρείας σε μία συγκεκριμένη τιμή σε έξι μήνες καταβάλλοντας μόνο το ένα δέκατο της τιμής τους. Αν οι μετοχές αυτές ανέβουν, τότε θα καρπωθεί την διαφορά. Αν όμως οι μετοχές πέσουν, τότε είναι υποχρεωμένος να πληρώσει όλη την αξία τους στην τιμή που είχε συμφωνήσει. Γι' αυτό άλλωστε ζητείται όποιος παίζει στην αγορά των παραγώγων να έχει την αντίστοιχη οικονομική επιφάνεια. Μπορεί βεβαίως μετά να πωλήσει τις μετοχές περιορίζοντας τις ζημιές του. Αλλά καθένας καταλαβαίνει τι σημαίνει να πουλάς σε πτωτική αγορά.

Θα εξετάσουμε τρεις μορφές derivatives.

<sup>1</sup> Τα derivatives σε ελεύθερη μετάφραση σημαίνουν παράγωγα. Όμως επίσημη ονομασία δεν υπάρχει και γι αυτό αποφεύγουμε να τα αναφέρουμε με την Ελληνική μετάφραση.

## 1. OPTIONS

Καθημερινά ερχόμαστε αντιμέτωποι με νέα προϊόντα που μας δημιουργούν ένα αίσθημα φόβου και ανασφάλειας. Το αίσθημα αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στην άγνοια γύρω από το συγκεκριμένο προϊόν. Είναι όμως σίγουρο πως και η περιέργεια φουντώνει και η έρευνα προβάλετε ως επιτακτική. Πόσο μάλλον όταν το προϊόν αποτελεί μια επενδυτική καινοτομία που εμφανίστηκε για να ταράξει τα νερά, να φέρει μία επανάσταση στο χώρο του χρηματιστηρίου.

Δυστυχώς η επανάσταση αυτή δεν έχει επηρεάσει ακόμα την Ελλάδα. Είναι όμως αδύνατο να την αφήσει έξω από τις εξελίξεις. Και αυτό γιατί η επανάσταση των options έχει γίνει πριν από πολλά χρόνια σε πιο αναπτυγμένες χρηματαγορές και είναι θέμα χρόνου να εισχωρήσει και στην Ελληνική πραγματικότητα.

Τι είναι όμως τα options, για τα οποία γίνεται μεγάλος λόγος αλλά ούτε καν Ελληνική μετάφραση δεν υπάρχει.

“Option είναι μετακλητή προθεσμιακή πράξη που αναφέρεται όχι στους τίτλους αυτούς καθ'αυτούς αλλά στην άσκηση ή μη του δικαιώματος να τους αγοράσουμε ή να τους πωλήσουμε.”<sup>1</sup>

Σύμφωνα με Αγγλικό ορισμό: Option ή καλύτερα traded option, όπως μία συνηθισμένη μετοχή, είναι ένα χρηματιστηριακό πράγμα που περιλαμβάνει αγοραστές και πωλητές. Στην επαγγελματική φρασεολογία ο πωλητής καλείται “writer” (εκδότης) του traded option.<sup>2</sup>

Έχουμε δύο ειδών options:

- I. Call options (αγοράς): Ο αγοραστής ενός call option έχει το δικαίωμα να αγοράσει μετοχές από τον εκδότη σε μία τιμή που είναι γνωστή ως συμφωνημένη τιμή (strike or exercise price)
- II. Put options (πώλησης): Ο αγοραστής ενός put option έχει το δικαίωμα να πουλήσει μετοχές στον εκδότη σε μία συμφωνημένη τιμή.

Ένα option μετοχής δίνει στον ιδιοκτήτη της το δικαίωμα να πωλήσει ή να αγοράσει μετοχές σε προκαθορισμένη τιμή και ημερομηνία λήξης. Ένας αγοραστής call option αποκτά ένα δικαίωμα αγοράς ενώ ένας πωλητής put option αναλαμβάνει μια υποχρέωση πώλησης. Όπως έχει προαναφερθεί το δικαίωμα της αγοράς ή της πώλησης options στην Αμερικάνικη αγορά μπορεί να ασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή πριν από τη λήξη τους, ενώ στην Ευρωπαϊκή αγορά μπορεί να ασκηθεί μόνο κατά τη λήξη τους. Επίσης στην Αμερικάνικη αγορά τα options επιτρέπουν πιο περίπλοκες στρατηγικές συναλλαγής. Η συναλλαγή των options και στο χρηματιστήριο ξεκίνησε το 1973.

### 1.1. ΠΡΟΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ ΛΗΞΕΩΣ ΚΑΙ ΤΙΜΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ

Έχουν προσδιοριστεί τρεις περιοδοί μέσα στις οποίες ένα option μπορεί να λήξει, αυτές είναι:

- ⇒ Ιανουάριος, Απρίλιος, Ιούλιος, Οκτώβριος
- ⇒ Φεβρουάριος, Μάιος, Αύγουστος, Νοέμβριος
- ⇒ Μάρτιος, Ιούνιος, Σεπτέμβριος, Δεκέμβριος

Για παράδειγμα το option του Ιανουαρίου μπορεί να λήξει ή στο τέλος του 9μηνου δηλαδή τον Οκτώβριο ή στα δύο προηγούμενα τρίμηνα Απρίλιο ή Ιούλιο.

<sup>1</sup> Βασίλης Πανάγος: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ-ΤΡΑΠΕΖΕΣ-ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ εκδόσεις ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΣ 1990

<sup>2</sup> Brian J. Millard: TRADED OPTIONS SIMPLIFIED 1989

Στην κάθε περίοδο οι τιμές των οπτιόνς είναι διαφορετικές οπότε είναι στην κρίση του κάθε επενδυτή το πότε θα αγοράσει ένα οπτιόν δηλαδή σε πια περίοδο απ'αυτές θα ανήκει. Ο αγοραστής των οπτιόνς πρέπει να δίνει μεγάλη προσοχή σε όλες τις χρονικές στιγμές που ένα οπτιόν λήγει διότι πρέπει να παρθούν σημαντικές αποφάσεις που θα καθορίσουν την πορεία του οπτιόν καθώς και των κερδών του. Καθ'όλη την διάρκεια ζωής ενός οπτιόν μπορούμε:

- ◊ Να το πωλήσουμε πριν τη λήξη του.
- ◊ Να κάνουμε χρήση του δικαιώματος που μας παρέχει το οπτιόν και να αγοράσουμε ή να πωλήσουμε τις προκαθορισμένες μετοχές στην προκαθορισμένη τιμή.
- ◊ Να μην επιχειρήσουμε τίποτα και να περιμένουμε την λήξη του. Αυτό βέβαια γίνεται στην περίπτωση που δεν υπάρχει κανένα όφελος στο να κάνουμε χρήση του οπτιόν.

Όπως η ημερομηνία λήξεως αποφασίζεται από εξουσιοδοτημένες αρχές έτσι ακριβώς αποφασίζεται και η τιμή. Αυτή η τιμή βασίζεται στην τιμή που έχουν οι μετοχές τη στιγμή που γίνεται η συναλλαγή του call οπτιόν ή του put οπτιόν, αφήνοντας ένα περιθώριο 10% περίπου πάνω ή κάτω από την τιμή των μετοχών. Σε περίπτωση που μελλοντικά υπάρξει πολύ μεγαλύτερη διαφορά έχουμε δημιουργία νέου οπτιόν.

## 12. ΓΙΑΤΙ ΚΑΠΟΙΟΣ ΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙ ΣΕ ΟΠΤΙΟΝΣ

Έχοντας σαν αρχή ότι τα οπτιόνς απευθύνονται σε ανθρώπους που τους αρέσει να ρισκάρουν μπορούμε να εξετάσουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα από την αγορά μετοχών ή οπτιόνς.

Τα μειονεκτήματα από την αγορά μετοχών είναι:

- Κέρδος επιτυγχάνεται μόνο εάν η μετοχή ανέβει.
- Η αγορά ή η πώληση μετοχών είναι περιορισμένη σε συγκεκριμένες περιόδους στο συνολικό κύκλο διακύμανσης της τιμής, εάν το ρίσκο θέλουμε να ελαχιστοποιηθεί.
- Εάν θέλεις να κινηθείς έξω από αυτές τις περιόδους το ρίσκο αυξάνει δυσανάλογα σε σχέση με την απόδοση της επένδυσης.
- Τα τρία παραπάνω σημεία δείχνουν ότι ο επενδυτής μπορεί να ξοδέψει μήνες ή χρόνια έξω από το χρηματιστήριο εάν η τάση του τελευταίου είναι καθοδική ή και σταθερή.
- Οι συνήθειες αποδόσεις από τέτοιου είδους επενδύσεις κυμαίνονται στατιστικά από 10% έως 50% σε ετήσια βάση.

Φυσικά υπάρχουν και θετικές πλευρές στην επένδυση σε μετοχές.

- Μία μακροπρόθεσμη πολιτική αγοράς μετοχών και ξεχνώντας ότι αυτές υπάρχουν είναι συνήθως επιτυχής, καθώς επίσης βολεύει τους επενδυτές στο ότι αποσχολούν πολύ λίγο από τον πολύτιμο χρόνο τους για την διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους.
- Οι αποφάσεις πάνω στο τι θα αγοράσεις και πότε θα το πουλήσεις είναι απλές εάν ακολουθήσεις τις γενικές κατευθυντήριες αρχές.
- Το ρίσκο για μεγάλη απώλεια είναι πολύ μικρό, αν ο επενδυτής μείνει πιστός σε 50 μετοχές κορυφαίων επιχειρήσεων.

Αντίστοιχα τα πλεονεκτήματα την αγορά οπτιόνς είναι:

- ◇ Οποιαδήποτε είναι η κατεύθυνση της αγοράς – ανοδική ή καθοδική – μπορούμε να ακολουθήσουμε κερδοφόρα πορεία
- ◇ Ο επενδυτής μπορεί να διαλέξει το ρίσκο που αρμόζει περισσότερο στην ψυχολογική του σύνθεση.
- ◇ Η απόδοση της επένδυσης είναι αναλογικά μεγαλύτερη από την επένδυση στις ίδιες τις μετοχές.

Τα μειονεκτήματα, τέλος από την αγορά options είναι:

- ◇ Η μεγαλύτερη δυνατή περίοδος επένδυσης είναι εννέα μήνες.
- ◇ Υπάρχει πάντα μία ατελείωτη σειρά από πιθανές επιλογές και έτσι η απόφαση γίνεται πολύ δύσκολη και πολύπλοκη.
- ◇ Υπάρχει πάντα ο κίνδυνος ολικής ζημιάς, ακόμα και στην περίπτωση που επενδύσεις σε μεγάλες επιχειρήσεις.

## 2. WARRANTS

Τα warrants μπορούμε να τα παρομοιάσουμε με τα call options, τα οποία όμως έχουν εκδοθεί από εταιρείες ή οργανισμούς για τις δικές τους μετοχές. Συνήθως διαπραγματεύονται για πολύ μεγαλύτερες χρονικές περιόδους από ότι τα options.

Τα warrants συχνά εκδίδονται από κοινού με ομολογίες ή προσφορά νέων κοινών μετοχών από εταιρείες που έχουν σκοπό την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Με άλλα λόγια με την λήξη τους τα warrants προσφέρουν στον κάτοχο τους νέες μετοχές μίας εταιρείας που ταυτόχρονα πραγματοποιεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Όπως όμως με όλα τα είδη derivatives έτσι και με τα warrants, οι επενδυτές αποβλέπουν περισσότερο στην δημιουργία υψηλών κερδών παρά στην απόκτηση μετοχών.

### 2.1. ΟΡΟΙ

Τα περισσότερα warrants έχουν ημερομηνία λήξεως μετά από ορισμένα χρόνια. Η τιμή τους καθορίζεται σε επίπεδα υψηλότερα από τις ισχύουσες χρηματιστηριακές τιμές όταν αυτά εκδίδονται. Μερικές φορές όμως η τιμή αλλάζει στην πάροδο του χρόνου (αυξάνεται), δίνοντας έτσι ένα κίνητρο για γρηγορότερη ρευστοποίηση τους.

Όπως και τα options έτσι και τα warrants δεν αποκτούν δικαιώματα ψήφου ή μερίσματος στις μετοχές της συγκεκριμένης εταιρείας που εκδίδονται.

Η αγορά τους προϋποθέτει μείωση της χρηματιστηριακής προμήθειας, η οποία έμμεσα δημιουργεί πτώση της προκαθορισμένης τιμής και αύξηση του αριθμού των μελλοντικών μετοχών ή των άλλων αξιογράφων που προσφέρει το warrant.

Επειδή τα warrants έχουν μεγάλη περίοδο ζωής δίνουν την δυνατότητα στον επενδυτή να επιτύχει υψηλά κέρδη. Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα warrants δίνουν μεγαλύτερη ευκαιρία για κέρδη από ότι τα options.

## 3. FUTURES

Ο όρος futures αναφέρεται με δύο έννοιες στην χρηματιστηριακή πρακτική. Η πρώτη αναφέρεται σε διάφορα προϊόντα και την συναντάμε με τον όρο Commodity Futures και η δεύτερη που ακούει στο όνομα Financial Futures αναφέρεται σε

χρεόγραφα. Μέχρι το 1977 τα futures αναφέρονταν σε κρατικά χρεόγραφα. Στη συνέχεια όμως και με αρχή το χρηματιστήριο του Chicago τα futures άρχισαν να διαπραγματεύονται και μετοχές.

### **3.1. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟ ΤΑ OPTIONS**

Όπως τονίσαμε στο κεφάλαιο για τα options ο αγοραστής αποκτά ένα δικαίωμα τη στιγμή που ο πωλητής αναλαμβάνει υποχρέωση. Στα Futures όμως και οι δύο συμβαλλόμενοι αναλαμβάνουν υποχρέωση.

Ο αγοραστής ή ο πωλητής ενός future, ουσιαστικά κάνει μία αγορά ή πώληση ενός τίτλου, που θα παροδοθεί όμως από διάστημα το μέγιστο 18 μηνών, κάτι που εξαρτάται από την εκάστοτε συμφωνία (contract).

### **3.2. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ**

Η κατανόηση των derivatives είναι αρκετά δύσκολη, γιατί ουσιαστικά η προσαρμογή τους στα Ελληνικά δεδομένα είναι πολύ δύσκολη αν όχι αδύνατη. Παρόλο που τον τελευταίο καιρό εμφανίστηκαν δειλά - δειλά κάποια παράγωγα και οι οικονομικές εφημερίδες όλο και περισσότερο γεμίζουν τις σελίδες τους με τις καθημερινές εξελίξεις των derivatives στα ξένα χρηματιστήρια, θεωρούμε πως το Ελληνικό Χρηματιστήριο δεν είναι ακόμα ώριμο να δεχτεί τέτοιου είδους συναλλαγές.

Είναι απαραίτητο να τονίσουμε ότι τα derivatives αποτελούν μία επένδυση που μπορεί να αποφέρει τεράστια κέρδη στον επενδυτή ή αντίστοιχη ζημία (πολλές φορές ολική)<sup>1</sup>. Αυτό ενισχύεται από το γεγονός ότι τα derivatives απαιτούν μεγάλα κεφάλαια και οικονομική επιφάνεια. Συνεπώς ανταποκρίνονται σε μεγαλοεπενδυτές και όχι σε τυχοδιώκτες. Ενδεικτικά αναφέρουμε πως η διαπραγμάτευση options σε διάφορα χρηματιστήρια του κόσμου αφορούν την σειράς από 100 μετοχές το λιγότερο και ξεπερνούν τις 1.000 για μετοχές με μικρή τιμή.

Ένα αμερικάνικο παράδειγμα όμως για τα futures είναι ακόμα πιο πειστικό.

Τα futures στην Αμερική διαπραγματεύονται συνήθως ή στοιχηματίζουν καλύτερα σε χρηματιστηριακούς δείκτες. Έτσι ένα future εκτιμάται \$500 την κάθε μονάδα του δείκτη. Αυτό σημαίνει ότι ο S&P 500 Index future έχει αξία \$90.000 όταν ο δείκτης είναι στο επίπεδο των 180 μονάδων ( $180 \times 500 = 90.000$ ).

Χρησιμοποιώντας αυτό το δεδομένο ως υποθέσουμε ότι έχουμε δύο επενδυτές τον Χ και τον Ψ. Ο Χ στοιχηματίζει ότι ο δείκτης θα ανέβει και ο Ψ ότι ο δείκτης θα πέσει. Το συμβόλαιο διαρκεί μέχρι τον Ιούνιο και διαπραγματεύεται στις 183 μονάδες. Έτσι η εσωτερική τιμή του ανέρχεται στα \$91.500 ( $500 \times 183$ ). Οι δύο επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να καταβάλουν 7%<sup>2</sup> της εσωτερικής αξίας του future με περιθώριο. Δηλαδή πρέπει να καταβάλουν περίπου \$6.500. Στο τέλος κάθε ημέρας ο λογαριασμός τους πιστώνεται ή χρεώνεται με \$500 για κάθε αλλαγή μίας μονάδας του S&P Index. Έτσι ο Χ κερδίζει στις αυξήσεις του δείκτη και χάνει στην πτώση του δείκτη. Το αντίστροφο συμβαίνει για τον Ψ. Όταν το περιθώριο του Χ ή του Ψ πέσει κάτω από τις \$4.000 πρέπει να καταβάλει συμπληρωματική κάλυψη τόση ώστε να φθάσει ξανά το περιθώριο στις \$6.500. Η συναλλαγή λήγει την προκαθορισμένη ημερομηνία του Ιουνίου οπότε γίνεται και η εκκαθάριση.

Αν υποθέσουμε ότι ο δείκτης τον Ιούνιο βρίσκεται στις 165 μονάδες η αξία του S&P500 index, θα είναι \$82.500. Έτσι ο Χ θα έχει χάσει και ο Ψ θα έχει κερδίσει \$9.000. Ασφαλώς από τα ποσά αυτά αφαιρούνται και έξοδα συναλλαγής.

<sup>1</sup> Είναι πολύ πρόσφατο το παράδειγμα της οικονομικής καταστροφής της Barings, (της πιο παραδοσιακής τράπεζας της Αγγλίας) από την επένδυση σε derivatives.

<sup>2</sup> Το ποσοστό κυμαίνεται συνήθως από 5% έως 10%.



"Δεν αποτελεί συνήθειά μου να φυλάω χρήματα για να τα κοιτώ"

*George Washington*

## VI. Μέθοδοι επιλογής τίτλων

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε 4 διαφορετικές μεθόδους επιλογής τίτλων. Διαφορετικές τόσο στο περιεχόμενο, όσο και στον τρόπο σκέψης. Οι μέθοδοι αυτοί είναι:

1. Τεχνική ανάλυση
2. Θεμελιακή ανάλυση
3. Ανάλυση της τυχαίας εξέλιξης των τιμών των μετοχών (θεωρία του περιπάτου)
4. Μοντέλο Αποτελεσματικής Αγοράς.

Αναλυτικότερα:

## 1. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η τεχνική ανάλυση έχει τις ρίζες της στις αρχές του αιώνα μας όταν ο **Charles Dow** το 1900-1902 με μία σειρά από ενδιαφέροντα άρθρα την εισήγαγε στην χρηματιστηριακή πρακτική.

Η μέθοδος αυτή έχει τρεις βασικές αρχές:

- Ο μέσος επενδυτής δεν έχει στη διάθεσή του τις αποτελεσματικές πληροφορίες που ρυθμίζουν σε ένα βαθμό την πορεία του χρηματιστηρίου. Οι πληροφορίες αυτές γίνονται γνωστές όταν έχει επέλθει το αποτέλεσμα και γι' αυτό το μόνο που μένει στον μέσο επενδυτή είναι να χρησιμοποιήσει την μελέτη αυτού του αποτελέσματος για μελλοντική χρήση.
- Το χρηματιστήριο όπως και κάθε τι μέσα στη ζωή δεν είναι ανεξάρτητο από τις καθημερινές εξελίξεις. Επηρεάζεται και αυτό από οικονομικούς, πολιτικούς και κοινωνικούς παράγοντες μέσω των επενδυτών. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι αιτίες για τη διαμόρφωση κάποιων τάσεων (trends). Η τεχνική ανάλυση σκοπό έχει να εντοπίσει χρονικά έγκαιρα την εναλλαγή ή την αναστροφή της τάσης.
- Αποτελεί βασική αρχή της τεχνικής ανάλυσης ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται. Τα ίδια ερεθίσματα που έκαναν μία ομάδα ανθρώπων να αντιδράσει με ένα συγκεκριμένο τρόπο είναι ικανά να προκαλέσουν το ίδιο αποτέλεσμα.

Οι οπαδοί αυτής της σχολής γνωστοί ως "chartistes"<sup>1</sup>, πιστεύουν πως μία μετοχή έχει μόνο μία τιμή, την Χρηματιστηριακή. Με τη βοήθεια διαγραμμάτων και σχεδίων που δημιουργούνται από την καθημερινή παρακολούθηση, της πορείας των τιμών, προσπαθούν να λάβουν "θέση" ως προς την μελλοντική τους εξέλιξη, ώστε να αποκομίσουν προκαθορισμένα οφέλη. Ως μέλημα τους έχουν ακόμη να προσδιορίσουν συγκεκριμένα επίπεδα τιμών στα οποία εκδηλώνεται ενδιαφέρον για πώληση, τα λεγόμενα επίπεδα αντίστασης καθώς και τα επίπεδα στα οποία εκδηλώνεται αγοραστικό ενδιαφέρον τα λεγόμενα επίπεδα στήριξης.

Ένα μεγάλο πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί με επιτυχία από αυτούς που αναμένουν βραχυπρόθεσμα οφέλη.

Τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για τις προβλέψεις είναι:

1. Οι χαρακτηριστικοί σχηματισμοί
2. Οι τεχνικοί δείκτες
3. Οι ταλαντωτές

### 1.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΟΙ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ

Σε όλα τα εργαλεία που χρησιμοποιεί η τεχνική ανάλυση γίνεται έρευνα γύρω από μία μόνο μετοχή και όχι από το σύνολο ή μία ομάδα μετοχών.

Με βάση αυτή την αρχή και ερευνώντας συνήθως για δύο μήνες την εξέλιξη της τιμής μίας μετοχής, απεικονίζουμε στο Καρτεσιανό επίπεδο την εξέλιξη της τιμής. Συμβαίνει έτσι πολλές φορές να σχηματίζονται σχήματα, η επανάληψη των οποίων οδηγεί σε πολύτιμα συμπεράσματα. Μερικά από αυτά τα σχήματα είναι τα παρακάτω.

<sup>1</sup> Λέξη που προέρχεται από την αγγλική λέξη chart που σημαίνει διάγραμμα.

### 1.1.1. Ο ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΩΜΟΣ – ΚΕΦΑΛΗ – ΩΜΟΣ

Το σχήμα 1 είναι το διάγραμμα που απεικονίζει την καμπύλη τιμών έτσι όπως αυτή διαμορφώνεται σε διάστημα δύο μηνών. Η συγκεκριμένη απεικόνιση προειδοποιεί για καθοδική τάση των τιμών. Είναι επίσης δυνατή η εκτίμηση της πιθανής πτώσης, προσδιορίζοντας την τιμή στόχο η οποία φαίνεται στο σχεδιάγραμμα με το γράμμα Z.

Βάση του σχηματισμού αυτού ο επενδυτής πρέπει να πουλήσει όταν η καμπύλη τιμών βρεθεί κάτω από την γραμμή των ώμων και να αγοράσει όταν η τιμή φθάσει στη τιμή στόχο.

Η τιμή στόχος βρίσκεται φέρνοντας την παράλληλη προς την γραμμή των ώμων σε απόσταση ίση με αυτή που εκτείνεται μεταξύ της κεφαλής (β) και της γραμμής των ώμων (ε). Δηλαδή  $u=u'$ .

Το αντίστροφο συμβαίνει όταν υπάρχει τάση ανόδου μετά από μία μεγάλη περίοδο πτώσης (σχήμα 2)

Πάντως ο συγκεκριμένος σχηματισμός εμφανίζεται συνήθως σε περιπτώσεις με αντίστοιχες το πρώτο διάγραμμα.

### 1.1.2. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΚΥΚΛΟΕΙΔΟΥΣ

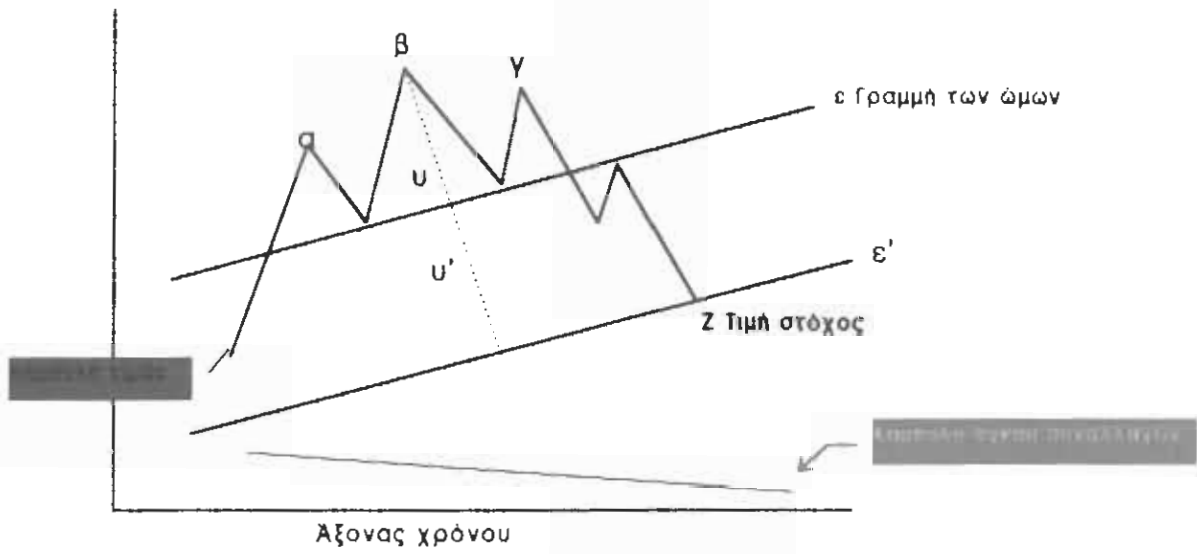
Σε αντίθεση με τα πιστεύω πολλών το χρηματιστήριο πολλές φορές ακολουθεί τη δική του δυναμική, ανεξάρτητα από το κλίμα της εποχής ή τις προσδοκίες κάποιων.

Αυτό έχει σαν συνέπεια να παρατηρούνται πολλές φορές αψυχολόγητες αγορές ή πωλήσεις τίτλων (συνήθως μετά από έντονη φημολογία)

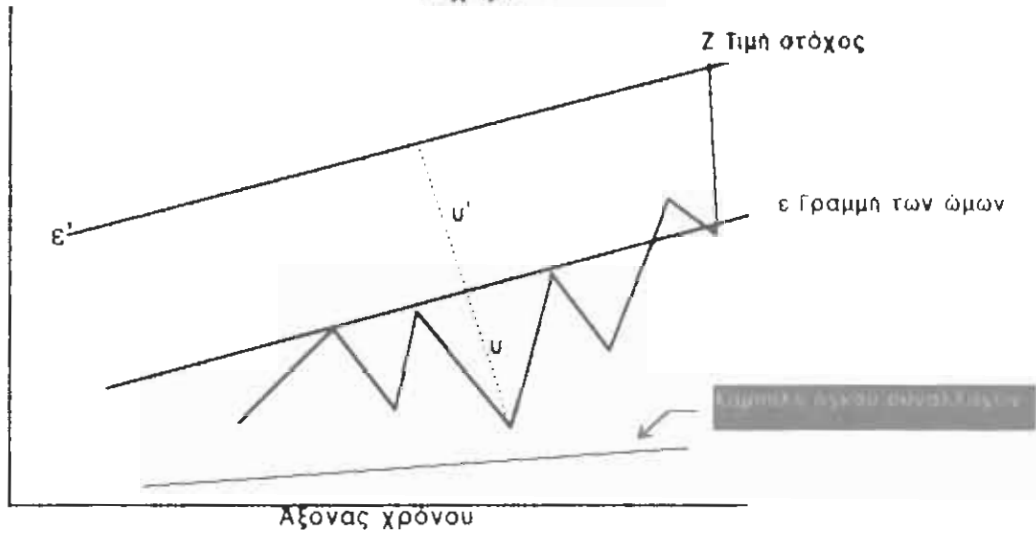
Ο σχηματισμός σε μορφή κυκλοειδούς έρχεται να καλύψει αυτή την περίπτωση.

Για να βρούμε την τιμή στόχο (σχήμα 3 & 4) αρκεί να φέρουμε την παράλληλη προς τον άξονα του χρόνου στο σημείο που ξεκινά η απότομη αναστροφή. Η τομή της παράλληλης ημιευθείας με την καμπύλη των τιμών είναι η τιμή στόχος.

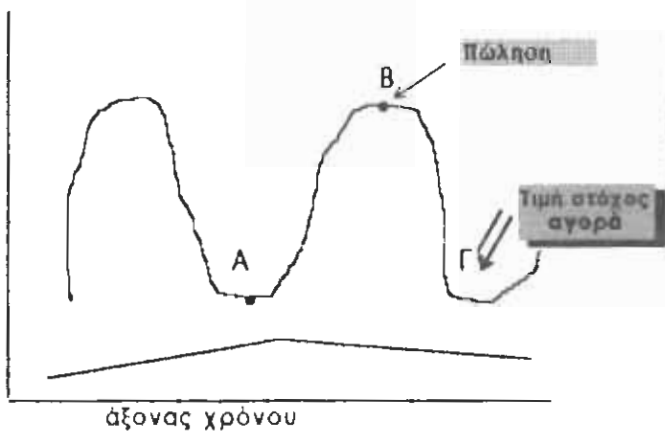
σχήμα 1



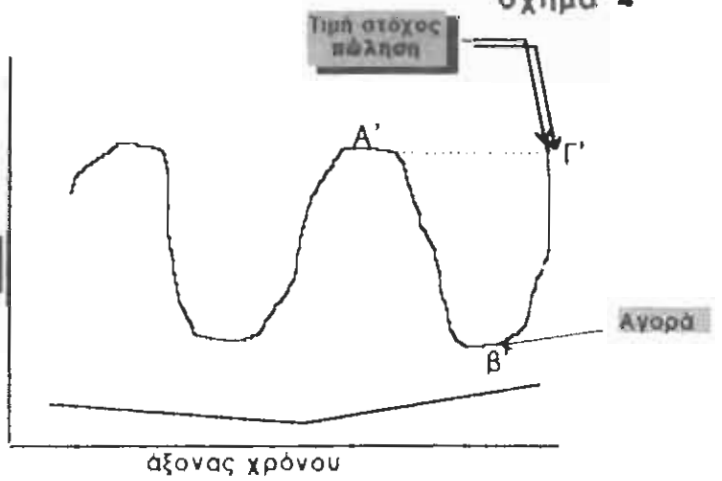
σχήμα 2



σχήμα 3



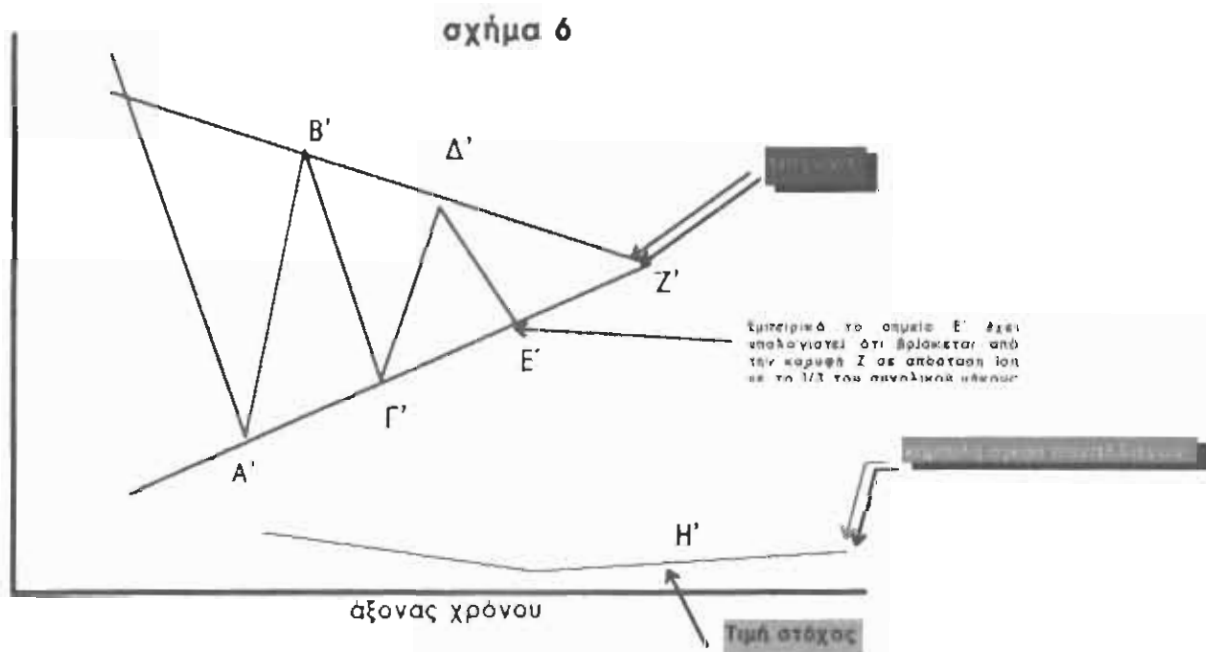
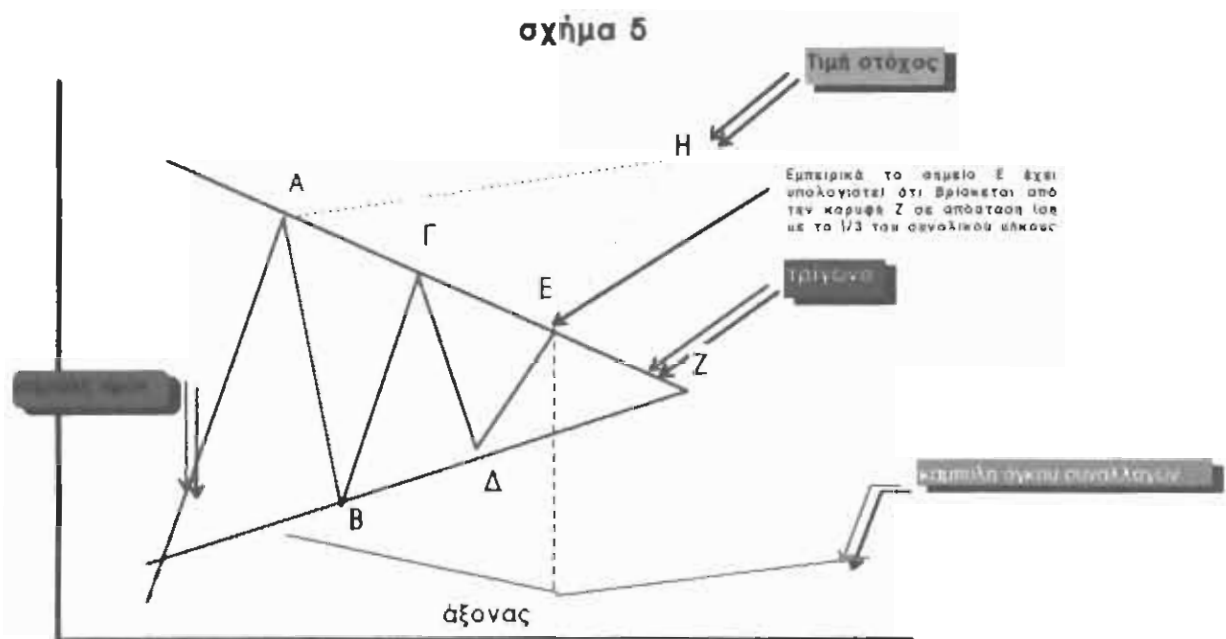
σχήμα 4



**1.1.3. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΓΩΝΙΑΚΟΥ ΣΥΓΚΛΙΝΟΝΤΟΣ ΤΡΙΓΩΝΟΥ.**

Ο σχηματισμός αυτός είναι συνήθως αποτέλεσμα καθοδικής πορείας του όγκου των συναλλαγών και προκύπτει μετά την μελέτη των τιμών για διάστημα μέχρι 2 μήνες.

Βάση αυτή του σχηματισμού (σχήμα 5) παρατηρείται καθοδική πορεία του όγκου των συναλλαγών. Η πορεία αυτή διατηρείται μέχρι το σημείο που η καμπύλη των τιμών περάσει από την μία πλευρά του τριγώνου (AZ) και στη συνέχεια όπως φαίνεται και από το σχήμα είναι ανοδική. Το αντίστροφο φαίνεται στο σχήμα 6.



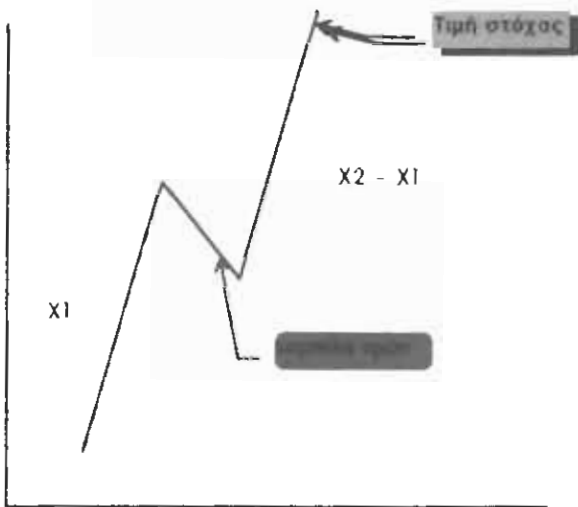
1.1.4. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΣΗΜΑΙΑΣ

Ο σχηματισμός αυτός παρατηρείται σε περιπτώσεις όπου παρουσιάζεται απότομη άνοδος ή κάθοδος των τιμών για κάποιο διάστημα και στη συνέχεια παρατηρείται μία περίοδος "σταθεροποίησης" των τιμών με μικρή πτώση ή άνοδο αντίστοιχα.

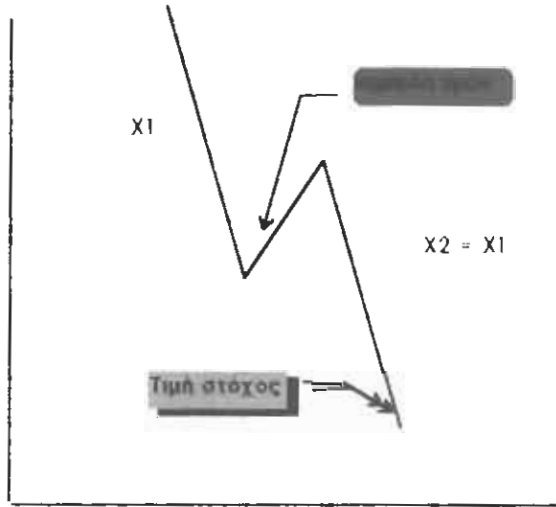
Στις περισσότερες των περιπτώσεων μετά από αυτή την περίοδο ανάπαυλας σημειώνεται η αρχική ανοδική ή καθοδική πορεία. Με αυτό τον σχηματισμό έχουμε τη δυνατότητα να προσδιορίσουμε την τιμή στόχο ως εξής:

Όπως βλέπουμε και από τα σχήματα 7 & 8, η απόσταση που θα διανύσει η νέα ευθεία, που απεικονίζει άνοδο ή κάθοδο, είναι ίση με την αντίστοιχη της πρώτης περιόδου. Δηλαδή  $X_1 = X_2$ .

σχήμα 7



σχήμα 8

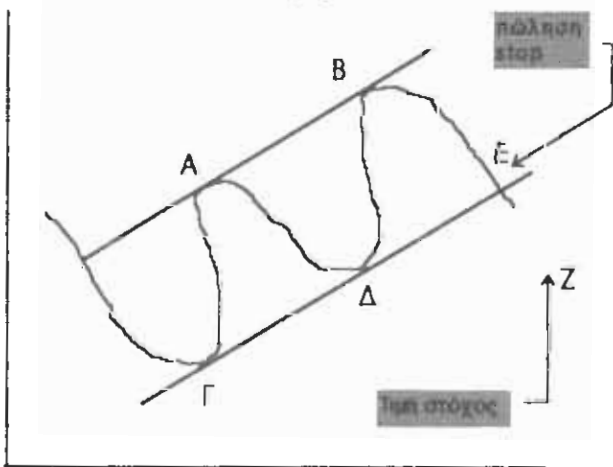


1.1.5. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΠΑΡΑΛΛΗΛΟΓΡΑΜΜΟΥ

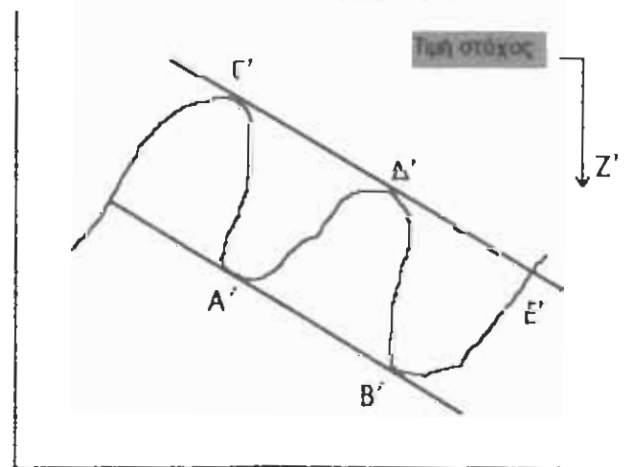
Ο σχηματισμός αυτός είναι και πάλι αποτέλεσμα της εξέλιξης των τιμών μιας μετοχής σε διάστημα δύο μηνών. Όπως φαίνεται και στο σχήμα 9 & 10 η καμπύλη των τιμών μπορεί να περιληφθεί μεταξύ δύο παράλληλων. Η πάνω παράλληλος καλείται παράλληλος ζήτησης και η κάτω, παράλληλος προσφοράς.

Όπως έχει παρατηρηθεί μετά από αυτή την περίοδο ακολουθεί έντονη ανοδική ή καθοδική πορεία ως συνέπεια της πίεσης που ασκούν οι περισσότεροι ανεξάρτητοι επενδυτές.

σχήμα 9



σχήμα 10



Οι ευθείες ΔΖ και Δ'Ζ' χαράσσονται από το τελευταίο σημείο επαφής της καμπύλης με την παράλληλο προς τον άξονα του χρόνου T.

Υπάρχει όμως περίπτωση το υποτιθέμενο παραλληλόγραμμο να έχει διεύθυνση παράλληλη με τον οριζόντιο άξονα όποτε η τιμή στόχος προσδιορίζεται ως εξής:

Προσθέτουμε ή αφαιρούμε, αντίστοιχα εάν υπάρχει άνοδος ή κάθοδος, ένα ποσοστό της τάξης του 10% στη διαμορφωθείσα μέση τιμή.

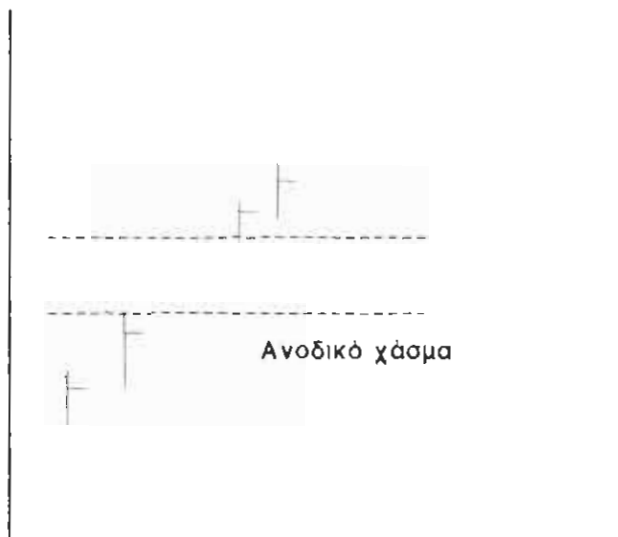
1.1.6. ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΧΑΣΜΑΤΩΝ

Αποτελεί την πιο πολύπλοκη μορφή σχηματισμού. Στηρίζεται όχι στην εξέλιξη των τιμών αλλά στην εξέλιξη της ανώτερης και χαμηλότερης τιμής που διαμορφώνεται καθημερινά στο Χρηματιστήριο.

Είναι δυνατό σε περιόδους έντονων διακυμάνσεων να παρατηρηθεί κενό διάστημα μεταξύ της υψηλότερης τιμής της μιας μέρας και της χαμηλότερης της επόμενης, στη περίπτωση που υπάρχει άνοδος (σχήμα 11). Το αντίστροφο συμβαίνει σε περίπτωση καθόδου (σχήμα 12). Στη πρώτη περίπτωση το διάστημα καλείται ανοδικό χάσμα και στη δεύτερη καθοδικό χάσμα.

Τα χάσματα βοηθούν στην επιβεβαίωση της αναστροφής της τάσης. Όταν φθάσουμε για παράδειγμα, στο τέλος της ανοδικής πορείας, όπου ήδη υπάρχουν σημεία ανάκαμψης και παρατηρηθεί η φιγούρα του σχήματος 13 πρέπει να ετοιμαζόμαστε μάλλον για συνέχιση της πτώσης, αντί να πιστεύουμε ότι πρόκειται για διορθωτική κάμψη.

σχήμα 11



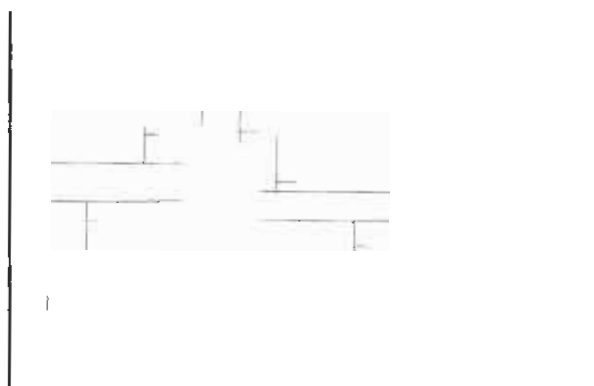
Άξονας χρόνου

σχήμα 12



Άξονας χρόνου

σχήμα 13



**1.2. ΤΕΧΝΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ**

Η χρήση των τεχνικών δεικτών χρειάζεται προσοχή, γιατί προϋποθέτει ότι δεν θα υπάρξουν θεαματικά γεγονότα που θα επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά την πορεία τιμών του Χρηματιστηρίου<sup>1</sup>.

**1.2.1. ΚΙΝΗΤΟΣ ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ (Moving Average)**

Η κινητός μέσος όρος είναι ένα εργαλείο απαραίτητο στα χέρια των οπαδών της τεχνικής ανάλυσης. Αν και φαντάζει αρκετά δύσκολος και δυσνόητος, η πραγματικότητα διαφέρει.

Οι κινητοί μέσοι όροι κ ημερών μιας χρονολογικής σειράς βρίσκονται αν υπολογίσουμε τους διαδοχικούς μέσους όρους που προκύπτουν κάθε φορά από κ διαφορετικές τιμές της σειράς, αρχίζοντας από τις κ πρώτες παρατηρήσεις. Στη συνέχεια για να υπολογίσουμε τον δεύτερο διαδοχικό μέσο όρο, αφήνουμε την 1η παρατήρηση και τοποθετούμε στη θέση της την παρατήρηση που κατέχει την κ+1 θέση στην εν λόγω σειρά κ.ο.κ., μέχρι να εξαντληθεί η δυνατότητα σχηματισμού ομάδας με κ παρατηρήσεις. Το πλήθος ρ των κινητών μέσων βρίσκεται από τη σχέση.

$$\rho = n - k + 1$$

πλήθος των κινητών μέσων όρων  
 π το πλήθος των παρατηρήσεων της ομάδας που υπολογίζουμε κάθε φορά τον μέσο όρο  
 κ το πλήθος των παρατηρήσεων της ομάδας που υπολογίζουμε κάθε φορά τον μέσο όρο

Ένα παράδειγμα θα κάνει πιο κατανοητό τον ΚΜΟ  
 Έστω ότι θέλουμε τον ΚΜΟ ενός χρηματιστηριακού δείκτη.

| Μέρα συναλλαγής | Χρηματιστηριακός δείκτης (Dow Jones Index) | Κινητό σύνολο 5-ημερών       | Κινητός μέσος όρος 5-ημερών |
|-----------------|--|------------------------------|-----------------------------|
| 1               | 1,511                                      |                              |                             |
| 2               | 1,511                                      |                              |                             |
| 3               | 1,535                                      |                              |                             |
| 4               | 1,553                                      |                              |                             |
| 5               | 1,544                                      | 7,654 (άθροισμα σημείων 1-5) | 1,530                       |
| 6               | 1,543                                      | 7,636 (άθροισμα σημείων 2-6) | 1,537                       |
| 7               | 1,542                                      | 7,717 (άθροισμα σημείων 3-7) | 1,543                       |

Εφαρμόζοντας τον παραπάνω τύπο βρίσκουμε ότι  $\rho=7-5+1$  δηλαδή  $\rho=3$

Οι βετεράνοι αναλυτές χρησιμοποιούν ΚΜΟ 200 ημερών τους οποίους απεικονίζουν γραφικά για την ευκολότερη χρησιμοποίησή τους. Μελέτες έδειξαν ότι ΚΜΟ περισσότερων ημερών δεν προσθέτουν τίποτα παραπάνω. Χρησιμοποιώντας λοιπόν ΚΜΟ 200 ημερών (30 εβδομάδες συναλλαγών) μπορούμε να βγάλουμε τα εξής συμπεράσματα;

**ΚΑΝΟΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ**

1. Αν ο ΚΜΟ200 είναι επανορθωτικός μίας προηγούμενης πτώσης ή εάν αυξάνεται, και η καμπύλη τιμής της μετοχής διαπερνάει την πάνω πλευρά της γραμμής του ΚΜΟ, υπάρχει ισχυρή ένδειξη αγοράς.

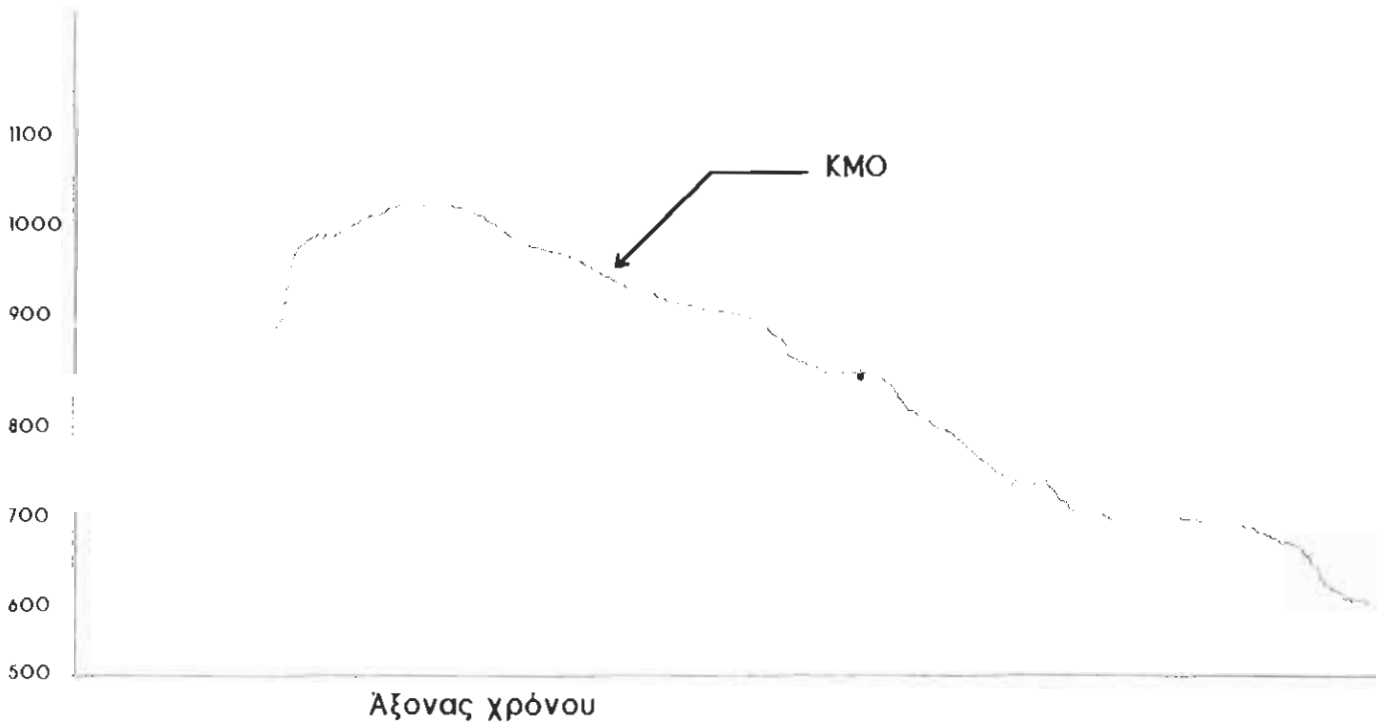
<sup>1</sup> Η προϋπόθεση αυτή καλείται **ceteris paribus**



2. Αν η καμπύλη της μετοχής πέσει κάτω από την γραμμή του ΚΜΟ200, την στιγμή που ο ΚΜΟ συνεχίζει να ανεβαίνει, υπάρχει επίσης ένδειξη αγοράς.
3. Αν η καμπύλη της μετοχής είναι πάνω από την γραμμή του ΚΜΟ200, ακολουθεί πτωτική πορεία προς την γραμμή του ΚΜΟ, αλλά αποτυγχάνει να την διαπεράσει και συνεχίζει πάλι προς τα πάνω, υπάρχει ένδειξη αγοράς.
4. Αν η καμπύλη της μετοχής πέφτει με γρήγορο ρυθμό κάτω από την καθοδική πορεία της γραμμής του ΚΜΟ200, είναι ένδειξη ότι θα ακολουθήσει απότομη πορεία προς τα πάνω που θα διαπεράσει την γραμμή του ΚΜΟ και η μετοχή πρέπει να αγοραστεί για αυτή την μικρή τεχνική αύξηση.

**ΚΑΝΟΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΩΛΗΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ**

1. Αν η καμπύλη του ΚΜΟ200 είναι επανορθωτική μίας προηγούμενης αύξησης ή εάν πέφτει και η καμπύλη της μετοχής διαπερνά την κάτω πλευρά της, υπάρχει ισχυρή ένδειξη για πώληση.
2. Αν η καμπύλη της μετοχής ανέβει πάνω από την γραμμή του ΚΜΟ200, την στιγμή που η γραμμή του ΚΜΟ πέφτει, υπάρχει επίσης ένδειξη πώλησης.
3. Αν η καμπύλη της μετοχής είναι κάτω από την γραμμή του ΚΜΟ200, ακολουθεί ανοδική πορεία προς την γραμμή του ΚΜΟ, αλλά αποτυγχάνει να την διαπεράσει και συνεχίζει πάλι προς τα κάτω, υπάρχει ένδειξη πώλησης.
4. Αν η καμπύλη της μετοχής ανεβαίνει με γρήγορο ρυθμό πάνω από την ανοδική γραμμή του ΚΜΟ200, είναι ένδειξη ότι θα ακολουθήσει απότομη πορεία προς τα κάτω που θα διαπεράσει την καμπύλη του ΚΜΟ και η μετοχή πρέπει να πουληθεί για την βραχυπρόθεσμη αυτή τεχνική αντίδραση.



### 1.2.2. Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΙΣΧΥΟΣ ΜΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ (Relative Strength Index)

Το RSI αποτελεί και αυτό μία μέθοδο που εξαρτάται από τους ΚΜΟ. Μόνο που σε αυτή την περίπτωση δεν εξετάζονται η ανώτερη και η χαμηλότερη τιμή μιας ημέρας αλλά οι θετικές και οι αρνητικές αποκλίσεις των τιμών μιας μετοχής από την προηγούμενη χρηματιστηριακή ημέρα. Έχει και αυτή σαν αντικείμενο μία συγκεκριμένη μετοχή και κατασκευάζεται σε τρία στάδια.

- I. Στο α' στάδιο δημιουργούμε δύο στήλες που τις ονομάζουμε Α και Β και αναγράφουμε σε αυτές τις θετικές και τις αρνητικές αποκλίσεις αντίστοιχα. Σε περίπτωση που δεν υπάρχει μεταβολή αφήνουμε κενό που λογίζεται σαν 0
- II. Στο β' στάδιο δημιουργούμε δύο καινούργιες στήλες, τις Γ και Δ, και οι οποίες περιλαμβάνουν τους ΚΜΟ 14 ημερών, με στοιχεία που αναφέρονται στις στήλες Α,Β.
- III. Στο γ' στάδιο υπολογίζουμε τον δείκτη RSI ο οποίος προκύπτει από την λύση της παρακάτω εξίσωσης.

$$RSI = 100 \cdot \left(1 - \frac{\Delta}{\Gamma + \Delta}\right)$$

Ο δείκτης αυτός παίρνει κάποιες τιμές που κυμαίνονται μεταξύ 0-100. Ανάλογα με την τιμή που διαμορφώνεται κάθε φορά καταλήγουμε σε κάποια συμπεράσματα:

- A. Όταν ο δείκτης RSI λάβει τιμές υψηλότερες του 70, τότε παρέχει την ένδειξη, ότι η μετοχή βρίσκεται σε κατάσταση **overbought**, οφειλόμενη στη μεγάλη ζήτηση της, αποτέλεσμα της οποίας ήταν να έχουμε υπερβολικά γρήγορη άνοδο της τιμής σε σχέση με ανάλογες κινήσεις στο παρελθόν. Έτσι μας προειδοποιεί για πιθανή διορθωτική (πτωτική) κίνηση των τιμών, χωρίς να αποκλείεται βέβαια να υπάρξει για μικρό χρονικό διάστημα (4-8 συνεδριάσεις) πλευρική κίνηση των τιμών της μετοχής.
- B. Όταν ο δείκτης RSI πάρει τιμή μικρότερη του 30 τότε μας παρέχει την ένδειξη, ότι η μετοχή βρίσκεται σε κατάσταση **oversold**, οφειλόμενη στην υπερπώληση της μετοχής, αποτέλεσμα της οποίας ήταν να έχουμε γρήγορη πτώση της τιμής σε σχέση με ανάλογες κινήσεις στο πρόσφατο παρελθόν.

Μας προειδοποιεί λοιπόν για πιθανή διορθωτική τάση (ανοδική) των τιμών, χωρίς βέβαια να αποκλείεται και σ'αυτή την περίπτωση για μικρό χρονικό διάστημα (το πολύ 4-8 συνεδριάσεις) πλευρικές κινήσεις των τιμών της μετοχής.

### 1.2.3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΩΘΗΣΗΣ-ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ

Ο δείκτης ώθησης επιβράδυνσης χρησιμοποιείται με βάση την θεωρία των ΚΜΟ. Όμως αντικείμενο αυτής της μεθόδου δεν είναι η συγκεκριμένη και αυτόνομη μετοχή αλλά ο χρηματιστηριακός δείκτης στο σύνολό του.

Εξετάζει λοιπόν το σύνολο των μετοχών που έκλεισαν με άνοδο  $N_{\theta}$  (θετικά) και αυτές που έκλεισαν με κάθοδο  $N_{\alpha}$  (αρνητικά) σε σχέση με την προηγούμενη μέρα κλεισίματος. Στη συνέχεια βρίσκουμε τον λόγο P βάση της σχέσης:

$$P = \frac{N_{\theta}}{N_{\theta} + N_{\alpha}} \cdot 100$$

Τέλος με τη βοήθεια των αριθμών που θα προκύψουν υπολογίζουμε τον ΚΜΟ 10 ημερών. Η νέα σειρά αποτελεί τις τιμές του Δείκτη Ωθησης - Επιβράδυνσης (T.M.I.) του Γενικού Δείκτη ενός Χρηματιστηρίου.

Με τον ίδιο τρόπο που ο RSI έδινε ενδείξεις για την πορεία των εκάστοτε μετοχών ο δείκτης ώθησης - επιβράδυνσης μας δίνει πληροφορίες για την πορεία του γενικού δείκτη χρησιμοποιώντας νούμερα- όρια, το πέρασμα των οποίων δημιουργεί τάσεις.

Είναι όμως πολύ σημαντικό να τονίσουμε ότι οι δείκτες αυτοί έχουν διαμορφωθεί κάτω από την επίδραση του Αμερικάνικου Χρηματιστηρίου και κατά συνέπεια οποιαδήποτε γενίκευση είναι αρκετά παρακινδυνευμένη. Γίνεται λοιπόν αντιληπτό ότι η χρήση των μεθόδων αυτών πρέπει να γίνεται με προσοχή.

### 1.3. ΤΑΛΑΝΤΩΤΕΣ (oscillator)

Οι ταλαντωτές αποτελούν την τελευταία μέθοδο που θα εξετάσουμε σε σχέση πάντα με την τεχνική ανάλυση. Αντικείμενο τους αποτελεί η τάση που διαμορφώνεται κάθε φορά και όχι η συγκεκριμένη μετοχή ή δείκτης τιμών του εκάστοτε χρηματιστηρίου. Κύριο εργαλείο τους αποτελεί και σε αυτή την περίπτωση η χρήση των ΚΜΟ, με την βοήθεια του οποίου κατασκευάζει κάποιους δείκτες που μετράνε τον ρυθμό μεταβολής της τάσης.

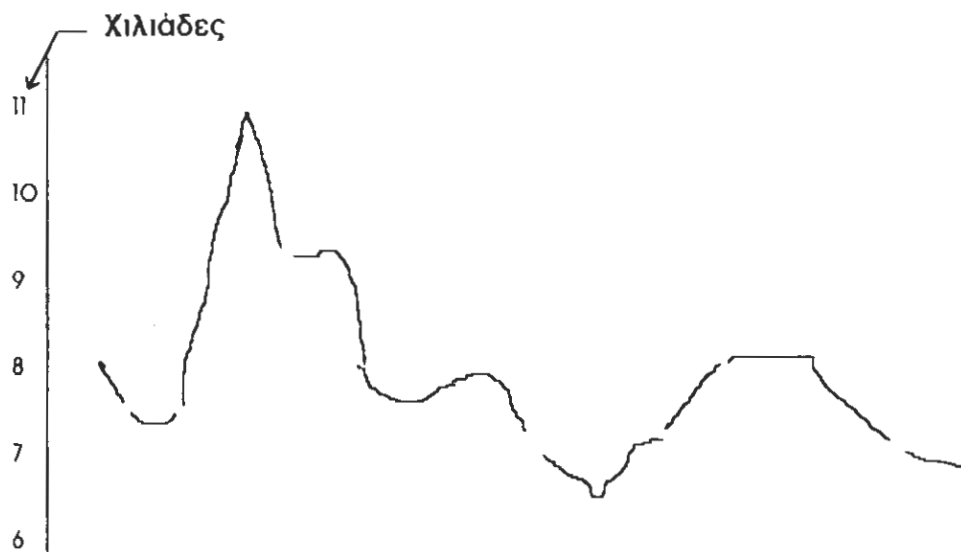
Σε αυτή την εργασία θα αρκεστούμε στην εξέταση δύο δεικτών, αυτών που κατά την κρίση μας είναι οι πιο σημαντικοί.

#### 1.3.1. Ο ΤΑΛΑΝΤΩΤΗΣ ΤΩΝ 10 ΚΑΙ 20 ΗΜΕΡΩΝ

Κατασκευάζουμε αρχικά τους κινητούς μέσους των 10 και 20 ημερών. Στη συνέχεια υπολογίζουμε τον ταλαντωτή βάση της σχέσης:

$$T_{10,20} = KM10 - KM20$$

- ⇒ Όταν ο ΚΜ10 (μικρός) βρίσκεται διαγραμματικά πάνω από τον ΚΜ20 (μεγαλύτερος), τότε ο ταλαντωτής είναι θετικός. Αντίθετα είναι αρνητικός όταν ο μικρός βρίσκεται κάτω από τον μεγαλύτερο και ίσος με το μηδέν όταν οι δύο κινητοί μέσοι τέμνονται.
- ⇒ Όταν ο ταλαντωτής παρουσιάζει μεγάλες τιμές, δηλαδή όταν οι κινητοί μέσοι κινούνται μακριά ο ένας από τον άλλο, τότε η αγορά βρίσκεται σε ακραία κατάσταση, η οποία οδηγεί σε παύση της υπάρχουσας τάσης, βοηθώντας κατά περίπτωση, στη διάγνωση για ενδεχόμενη "πώληση" ή "αγορά" της μετοχής.
- ⇒ Όταν ο μικρός κινητός μέσος διασταυρωθεί από κάτω προς τα πάνω με τον μεγάλο κινητό μέσο, δηλαδή όταν Π10-20 διέρχεται από την αρνητική περιοχή στην θετική τότε διαφαίνεται η ευκαιρία αγοράς της μετοχής, αφού προοιωνίζεται συνέχιση της ανοδικής τάσης των τιμών της.
- ⇒ Το αντίθετο σκεπτικό πρυτανεύει όταν ο μικρός ΚΜΟ διασταυρώνεται από πάνω προς τα κάτω με τον μεγάλο. Στη περίπτωση αυτή σηματοδοτείται πώληση της μετοχής, αφού πιθανότατα θα συνεχιστεί η καθοδική πορεία της τιμής της.



### 1.3.2. Ο ΤΑΛΑΝΤΩΤΗΣ ΤΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ

Ο ταλαντωτής του ρυθμού μεταβολής (Rate of change oscillator) είναι πολύ εύκολος στην κατασκευή του. Σχηματίζεται ως εξής:

Παίρνουμε την τιμή κλεισίματος μιας συγκεκριμένης ημέρας και την διαιρούμε με την τιμή κλεισίματος π.χ. πριν 5 ημερών αφαιρώντας από το πηλίκο την μονάδα. Με αυτό τον τρόπο π.χ. η θετική ένδειξη μας πληροφορεί ότι η υπό θεώρηση τιμή κλεισίματος είναι υψηλότερη από εκείνη που είχε η μετοχή πριν πέντε ημέρες, προσδιορίζοντας και το αντίστοιχο ποσοστό.

Η σημαντική πάντως πληροφορία που μας παρέχει ο ταλαντωτής αυτός, είναι τα ανώτατα και τα κατώτατα όρια μέσα στα οποία κυμαίνεται συνήθως ο ρυθμός μεταβολής της μετοχής. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να προσδιορίσουμε με μεγάλη πιθανότητα επιτυχίας την αναμενόμενη τιμή της μετοχής στην επόμενη συνεδρίαση, αφού γνωρίσουμε την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης, τον ρυθμό μεταβολής των τιμών ανά πέντε ημέρες και την τιμή που είχε η μετοχή πριν πέντε συνεδριάσεις.

Η τεχνική ανάλυση αποδείχτηκε αρκετά αποτελεσματική γιατί ο ίδιος ο Dow έκανε ένα πείραμα ακόμα, εκμεταλλευόμενος τις αναστροφές της τάσης του NYSE, που ανακάλυψε την μέθοδό του. Τοποθέτησε σε τίτλους το 1897 44 δολάρια και τον Ιούλιο του 1981 πήρε 18,000 δολάρια. Αν κρατούσε τους τίτλους στο χαρτοφυλάκιό του θα του απέφερε 960 δολάρια. Αν κατάθετε τα χρήματα στην τράπεζα με επιτόκιο 5% - 7% θα είχε την ίδια περίοδο 2,287 ή 10,812 αντίστοιχα.

## 2. ΘΕΜΕΛΙΑΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (FUNDAMENTAL ANALYSIS)

Κριτήριο και χαρακτηριστικό γνώρισμα της θεμελιακής ανάλυσης αποτελεί η οικονομική εικόνα κάθε επιχείρησης. Δίκαια λοιπόν πολλοί την ονομάζουν σαν την θεωρία των οικονομολόγων και λογιστών.

Οι οπαδοί αυτής της θεωρίας πιστεύουν πως η οικονομική πορεία μιας εταιρείας, αντανakλάται στην τιμή της μετοχής της ή το αντίστροφο. Με άλλα λόγια οι μέτοχοι επηρεάζονται από την οικονομική πορεία της εταιρείας και οι μετοχές αντίστοιχα αυξάνουν ή μειώνουν την τιμή τους ανάλογα με την θετική ή αρνητική οικονομική πορεία των μετοχών. Μία καλή λοιπόν μελέτη των οικονομικών δεδομένων επιτρέπει την ασφαλή πρόβλεψη της διακύμανσης την μετοχής.

Στην πιο απλή της μορφή η θεμελιακή ανάλυση χρησιμοποιεί δύο τεχνικές:

- ◊ Την τεχνική της πραγματικής αξίας της μετοχής, βάση της οποίας υπολογίζεται η πραγματική αξία της μετοχής και στη συνέχεια συγκρίνεται με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Στη περίπτωση που η χρηματιστηριακή τιμή είναι μικρότερη από την πραγματική τότε υπάρχει ένδειξη για άνοδο της μετοχής και αν είναι μεγαλύτερη υπάρχει ένδειξη πτώσης το οποίο σημαίνει ότι ο επενδυτής πρέπει να πουλήσει.
- ◊ Η δεύτερη στηρίζεται στα κέρδη και στα διανεμόμενα μερίσματα. Σ'αυτή την περίπτωση ο επενδυτής κρίνει βάση των κερδών και πωλήσεων του παρελθόντος μιας εταιρείας και εκτιμά τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης. Ο επενδυτής συγκρίνει τις δικές του εκτιμήσεις με τις εκτιμήσεις της αγοράς (υποθέτουμε ότι οι εκτιμήσεις της αγοράς ενσωματώνονται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής) για την συγκεκριμένη Α.Ε. και αγοράζει μετοχές της, όταν βρίσκει ότι η αγορά υπερεκτιμά τα αναμενόμενα κέρδη της.

Το κυριότερο εργαλείο των αναλυτών αυτής της θεωρίας αποτελούν οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, επιρροής, δραστηριότητας και κερδών.

Το πλήθος των αριθμοδεικτών είναι αρκετά μεγάλο. Η απαρίθμηση όλων ίσως οδηγήσει σε χρηματοοικονομική και όχι θεμελιακή ανάλυση, μια και οι δύο αναλύσεις έχουν αρκετά κοινά σημεία. Με βάση λοιπόν αυτό το κριτήριο οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες που βοηθούν στην κατανόηση της θεμελιακής ανάλυσης είναι:

$$1. \text{ Κέρδη ανά μετοχή (πρό φόρων)} = \frac{\text{Κέρδη χρήσης} + \text{Φόροι} - \text{Αμοιβές Δ.Σ.}}{\text{Αριθμός μετοχών}} = \text{EPS}$$

earnings per share

$$2. \text{ Κέρδη ανά μετοχή (μετά φόρων)} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη χρήσης} - \text{Φόροι} - \text{Αμοιβές Δ.Σ.}}{\text{Αριθμός μετοχών}}$$

$$3. \text{ Μέρισμα ανά μετοχή (Dividends per Share DPS)} = \frac{\text{Συνολικό μέρισμα}}{\text{Αριθμός μετοχών που δικαιούνται μερίσμα}}$$

$$4. \text{ Ποσοστό διανεμόμενων κερδών ή Δείκτης διανομής μερίσματος} = 100\% \times \frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

$$5. \text{ Μερισματική απόδοση (Dividend yield)} = 100\% \times \frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή αξία μετοχής}}$$

$$6. \text{ Δείκτης Τιμής προς εσωτερική αξία} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή αξία μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}}$$

$$7. \text{ Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη χρήσεως πρό φόρων}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

$$8. \text{ Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης} = \frac{\text{Ξένα κεφάλαια}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

$$9. \text{ Δείκτης ταμειακής ροής ανά μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} + \text{Προβλέψεις}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Cash flow per share

$$10. \text{ Δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας ή Γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό: (Αποθέματα + Απαιτήσεις + Διαθέσιμα)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

$$11. \text{ Δείκτης ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

$$12. \text{ Δείκτης εμπορευσιμότητας} = \frac{\text{Μετοχές που κινήθηκαν σε μία περίοδο}}{\text{Συνολικές μετοχές}}$$

13. Αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings ratio)

$$P/E = \frac{\text{Τρέχουσα τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

$$\text{Επιτόκιο κεφαλοποίησης} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη ανά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή αξία μετοχής}}$$

Το P/E είναι ίσως ο πιο σημαντικός δείκτης στην θεμελιακή ανάλυση. Ο δείκτης αυτός εκφράζει το πόσες φορές το αποκομιζόμενο κέρδος από μία μετοχή περιέχεται μέσα στην τιμή της, προσδιορίζοντας χρονικά και την προσδοκία που έχει ο επενδυτής να ανακτήσει το κεφάλαιο που επένδυσε σ' αυτή.

Το P/E είναι πάντοτε θετικό γιατί δεν υπολογίζεται όταν υπάρχουν ζημιές.

Η σύγκριση δύο εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο θα βοηθήσει στην κατανόηση του P/E, της χρησιμότητας του, αλλά κυρίως των προτερημάτων και μειονεκτημάτων του.

Οι εταιρείες που θα αναλύσουμε είναι η ΝΗΜΑΤΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε. και η ΕΘΝΙΚΗ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. κατά την οικονομική χρήση του 1987.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**

|                         | ΝΗΜΑΤΕΜΠΟΡΙΚΗ | ΕΘΝ. ΣΤΕΓ. ΤΡΑΠΕΖΑ |
|-------------------------|---------------|--------------------|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ                | 13.199.820    | 179.694.000        |
| ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ | 129           | 201                |
| ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ         | 102.000       | 894.000            |
| ΚΕΡΔΗ                   | 13.266.000    | 162.100.000        |
| ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΧΡΗΜ. ΑΞΙΑ (1) | 1.500         | 3.600              |
| ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (2)    | 130,06        | 304,22             |
| P/E (1)/(2)             | 12            | 12                 |

Συμπεραίνουμε πως και οι δύο εταιρείες, παρόλες τις διαφορές στα οικονομικά μεγέθη, έχουν το ίδιο P/E. Αυτό σημαίνει πως αν κάποιος επενδυτής αποφάσιζε να επενδύσει ένα συγκεκριμένο ποσό π.χ. 1.000.000 θα ανακτούσε το κεφάλαιό του και στις δύο περιπτώσεις μετά από 12 χρόνια, με την προϋπόθεση πάντα ότι τα P/E θα παρέμεναν σταθερά και τα επόμενα χρόνια.

Πως μπορούμε όμως να ξέρουμε την εξέλιξη των δύο εταιρειών τα επόμενα χρόνια. Οι προβλέψεις βασίζονται πάλι στους ισολογισμούς των εταιρειών καθώς και επίσης και σε προσωπικές εκτιμήσεις, φήμες και προβλέψεις της ίδιας εταιρείας.

Σε κάθε περίπτωση πάντως γίνεται αντιληπτό πως ο δείκτης P/E δεν αποτελεί ασφαλές μέσο για την επιλογή μίας επένδυσης. Οι λόγοι είναι δύο:

- I. Ο βαθμός ανάπτυξης της επιχείρησης και οι προσδοκίες για τους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον, είναι σοβαροί παράγοντες οι οποίοι ανατρέπουν σε πολλές περιπτώσεις την στατική εικόνα που δίνει το P/E για μία συγκεκριμένη περίοδο της εταιρείας.
- II. Η δυνατότητα που έχουν οι επιχειρήσεις οι οποίες με διάφορα τεχνάσματα μπορούν και κρύβουν την πραγματική εικόνα της εταιρείας, όπως η μεταφορά μέρους των κερδών σε άλλες λογιστικές εγγραφές, λ.χ. αποσβέσεις, αποθέματα, προβλέψεις.

Για παράδειγμα αν με κάποιο τρόπο μπορούσαμε να προβλέψουμε στο προηγούμενο παράδειγμα την πιθανή ανάπτυξη των εταιρειών, που εξετάσαμε και υποθετικά υπολογίζαμε ότι η ΝΗΜΑΤΕΜΠΟΡΙΚΗ θα έχει μέση ανάπτυξη τα επόμενα χρόνια 12% και η "ΕΘΝΙΚΗ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε." 20% θα μπορούσαμε να υπολογίσουμε τον δείκτη<sup>1</sup> για τα επόμενα χρόνια:

| ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΧΡΗΣΗ | ΝΗΜΑΤΕΜΠΟΡΙΚΗ    | ΕΘΝ. ΣΤΕΓ. ΤΡΑΠΕΖΑ |
|------------------|------------------|--------------------|
| 1987             | 12               | 12                 |
| 1988             | 1.500/145.6 = 10 | 3.600/365 = 10     |
| 1989             | 1.500/163.1 = 9  | 1.500/438 = 8      |

Γίνεται λοιπόν ορατή η ανάγκη το P/E να συνοδεύεται από τον υπολογισμό του CASH FLOW της εταιρείας.

Το CASH FLOW υπολογίζεται από τον δείκτη 9 και σε συνδυασμό με τον προηγούμενο δείκτη οδηγεί σε πιο ασφαλή αποτελέσματα. Στο προηγούμενο παράδειγμα και οι δύο εταιρείες είχαν το ίδιο P/E, γεγονός που δυσκόλευε την επιλογή ανάμεσα στους δύο τίτλους. Χρησιμοποιώντας το CASH FLOW βρίσκουμε:

<sup>1</sup> Δεχόμαστε ότι η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή θα κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα.

$$\text{CASH FLOW 1st} = \frac{13.266.000 + 1.563.000 + 2.377.000}{102.000} = 168,7$$

$$\text{CASH FLOW 2nd} = \frac{162.100.000 + 14.779.000 + 89.991.000}{894.000} = 298,5$$

Βλέπουμε πως η μελέτη του παραπάνω δείκτη μας δείχνει την υπεροχή της 2ης εταιρείας.

Ακόμα όμως και όταν χρησιμοποιείται το P/E, θα πρέπει να βγάζουμε το μέσο όρο των τελευταίων χρόνων προκειμένου να έχουμε πιο αξιόπιστα αποτελέσματα.

Με αυτή την προοπτική, πολύ σημαντική είναι και η μελέτη του κλάδου της συγκεκριμένης εταιρείας. Έτσι το P/E μίας συγκεκριμένης επιχείρησης θα πρέπει να συγκρίνεται με το P/E του κλάδου, ο υπολογισμός του οποίου είναι αρκετά απλός. Αρκεί να πάρουμε τα αθροίσματα των μεταβλητών που ορίζουν το P/E από το σύνολο ή το πιο αντιπροσωπευτικό τμήμα του κλάδου και να υπολογίσουμε τον δείκτη. Για παράδειγμα, εάν έχουμε 4 εταιρείες σε ένα κλάδο (Α,Β,Γ,Δ) το P/E προκύπτει ως εξής:

| ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ     | Εισηγμένες μετοχές | Κέρδη              | Αξία μετοχής | Χρηματ. αξία εταιρείας |
|---------------|--------------------|--------------------|--------------|------------------------|
| A             | 500.000            | 30.000.000         | 200          | 100.000.000            |
| B             | 2.000.000          | 150.000.000        | 200          | 200.000.000            |
| Γ             | 4.500.000          | 400.000.000        | 450          | 2.025.000.000          |
| Δ             | 3.000.000          | ---                | 700          | 2.100.000.000          |
| <b>ΣΥΝΟΛΑ</b> | <b>10.000.000</b>  | <b>580.000.000</b> |              | <b>4.425.000.000</b>   |

$$\text{Το } E = \frac{580.000.000}{10.000.000} = 58 \text{ και το } P = \frac{4.425.000.000}{10.000.000} = 442,5$$

$$\text{Άρα το } P/E = 442,5/58 = 8$$

Σε τελευταία ανάλυση η μελέτη όλων αυτών των δεικτών έχει σκοπό να δώσει στον αναλυτή την δυνατότητα να συγκρίνει την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή με την υπολογισθείσα πραγματική αξία της μετοχής. Αν η χρηματιστηριακή αξία είναι μικρότερη από την πραγματική της αξία, ο αναλυτής υιοθετεί μια "θέση", η οποία προβλέπει αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής, ενώ στην αντίθετη περίπτωση προβλέπει μείωση της τιμής.



### 3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΤΥΧΑΙΑΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (Θεωρία του τυχαίου περίπατου)

Όπως και οι δύο προηγούμενες θεωρίες έτσι και η ανάλυση της τυχαίας εξέλιξης των τιμών θεωρεί σαν αποφασιστικό παράγοντα το βαθμό ενσωμάτωσης των πληροφοριών ή φημών στο επενδυτικό κοινό.

Όντας πιο ακραία σαν θεωρία, πιστεύει πως υπάρχει καθολική ενσωμάτωση κάθε είδους πληροφορίας στους επενδυτές και τελικά ο επηρεασμός της τιμής της μετοχής είναι αναπόφευκτος. Υπάρχει δηλαδή μία αδυναμία πρόβλεψης της τιμής μίας μετοχής την στιγμή που η ενσωμάτωση της πληροφορίας γίνεται κατά τρόπο τυχαίο και η μελέτη του παρελθόντος δεν οδηγεί σε ασφαλή συμπεράσματα.

Στηριζόμενος λοιπόν κανείς στην πληθώρα των ικανών χρηματιστηριακών αναλυτών και με δεδομένη την αποτελεσματικότητα της αγοράς (η οποία εξαρτάται μόνο από την ταχύτητα αφομοίωσης των πληροφοριών), ακόμα και οι καινούργιοι επενδυτές μπορούν να εμπιστευθούν την αγορά και να αγοράσουν τίτλους ανάλογα με την επιθυμητή απόδοση και το αναμενόμενο ρίσκο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν.

Με άλλα λόγια το Χρηματιστήριο αποτελεί ένα χώρο όπου η τύχη και η φημολογία είναι τα κύρια χαρακτηριστικά του. Η πορεία του δεν έχει ιστορική μνήμη και οι επενδυτές καλούνται να μπουν στο κυνήγι των πληροφοριών και των εκάστοτε τάσεων.

### 4. ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (Efficient Market Theory)

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, σε μία αποτελεσματική αγορά, όλες οι πληροφορίες που αφορούν μια μετοχή αντικατοπτρίζονται στην τρέχουσα τιμή της. Συνεπώς η καλύτερη εκτίμηση της πραγματικής αξίας μίας μετοχής δίνεται από την τρέχουσα τιμή της.

Η θεωρία αυτή αντιλαμβάνεται την αγορά σαν ένα αποτελεσματικό μηχανισμό. Μόλις γίνει γνωστή μία πληροφορία π.χ. που αφορά την πραγματική τιμή της μετοχής, η αγορά θα αντιδράσει και η τιμή της μετοχής θα έρθει στο επίπεδο της πραγματικής της αξίας.

Γενικά σε μία αποτελεσματική αγορά ο επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει τις πληροφορίες που αφορούν μία μετοχή, για να επιτύχει επί πλέον κέρδη, γιατί όλες οι πληροφορίες έχουν ήδη ληφθεί υπ' όψη και έχουν ενσωματωθεί στην τιμή της. Εφ' όσον οι τιμές των μετοχών είναι ήδη σωστά διαμορφωμένες, δεν υπάρχουν για τον επενδυτή ευκαιρίες για κέρδη.

Ορισμένοι οπαδοί της θεωρίας αυτής χωρίζουν τους επενδυτές σε δύο κατηγορίες. Αυτούς που είναι η πλειονότητα και οι οποίοι θεωρούν την αγορά αποτελεσματική, γιατί όλες οι διαθέσιμες σ' αυτούς πληροφορίες αντικατοπτρίζονται στη τιμή της μετοχής και σε μία δεύτερη κατηγορία, που είναι οι επαγγελματίες χρηματιστές, αναλυτές, στελέχη επιχειρήσεων οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που ακόμη δεν έχουν αποτυπωθεί στην τιμή της μετοχής και για τους οποίους η αγορά είναι μη αποτελεσματική.

Γενικά, όταν ένας επενδυτής επιτυγχάνει συστηματικά επί πλέον κέρδη, συμπεραίνετε ότι γνωρίζει πληροφορίες που δεν αντικατοπτρίζονται στη τιμή μίας μετοχής. Χρησιμοποιεί τις πληροφορίες αυτές για να αγοράσει ή να πουλήσει τη

μετοχή και είναι αυτός ο οποίος πρώτος διαμορφώνει ένα καινούργιο επίπεδο ισορροπίας στην τιμή της, είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω, αποκομίζοντας και κέρδος από τη συναλλαγή.

Ανάλογα με το είδος των πληροφοριών που ενσωματώνονται στην τιμή της μετοχής, η αποτελεσματικότητα της αγοράς προσδιορίζεται κατά τρεις (3) τρόπους.

#### 4.1. Η ΑΔΥΝΑΤΗ ΜΟΡΦΗ (Weak form efficiency)

Ο πρώτος οικονομολόγος που ασχολήθηκε με την αδύνατη μορφή ήταν ο γνωστός Adam Smith<sup>1</sup>. Σύμφωνα με αυτή τη μορφή, που συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την προηγούμενη θεωρία του περιπάτου, οι πληροφορίες του παρελθόντος ενσωματώνονται με διάφορους τρόπους στην τιμή της μετοχής. Οι οικονομικοί αναλυτές είναι ανίσχυροι να βοηθήσουν στη διαμόρφωση αποδοτικών χαρτοφυλακίων.

Όπως φαίνεται και στο σχήμα 14 η καμπύλη των τιμών της μετοχής είναι τελείως άσχετη με την πραγματική αξία της μετοχής.

#### 4.2. Η ΣΧΕΤΙΚΑ ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ (Semi-strong form efficiency)

Σε αυτή την μορφή αρχίζει η διάκριση μεταξύ δημοσιευμένων πληροφοριών και αυτών που δεν δημοσιεύονται για ευνόητους λόγους. Η αγορά θεωρείται μέτρια αποτελεσματική<sup>2</sup>. Όπως φαίνεται και στο σχήμα 15 η καμπύλη των τιμών τείνει να ταυτιστεί με την πραγματική αξία της μετοχής.

#### 4.3. Η ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ (Strong form efficiency)

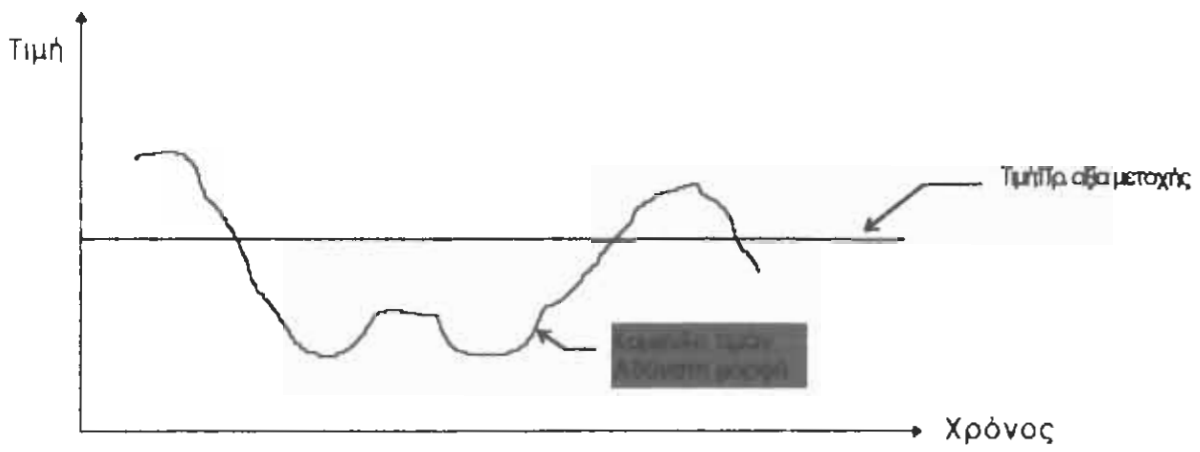
Η ταχύτητα ενσωμάτωσης κάθε είδους πληροφορίας είναι πολύ μεγάλη και η αγορά θεωρείται πολύ αποτελεσματική. Όπως φαίνεται και στο σχήμα 16 η καμπύλη των τιμών συμπίπτει με την πραγματική τιμή της μετοχής.

Σε αυτή την μορφή οι οικονομικοί αναλυτές μπορούν να βοηθήσουν τους επενδυτές να φτιάξουν ένα ικανοποιητικό χαρτοφυλάκιο με βάση τη σχέση κίνδυνος - απόδοση.

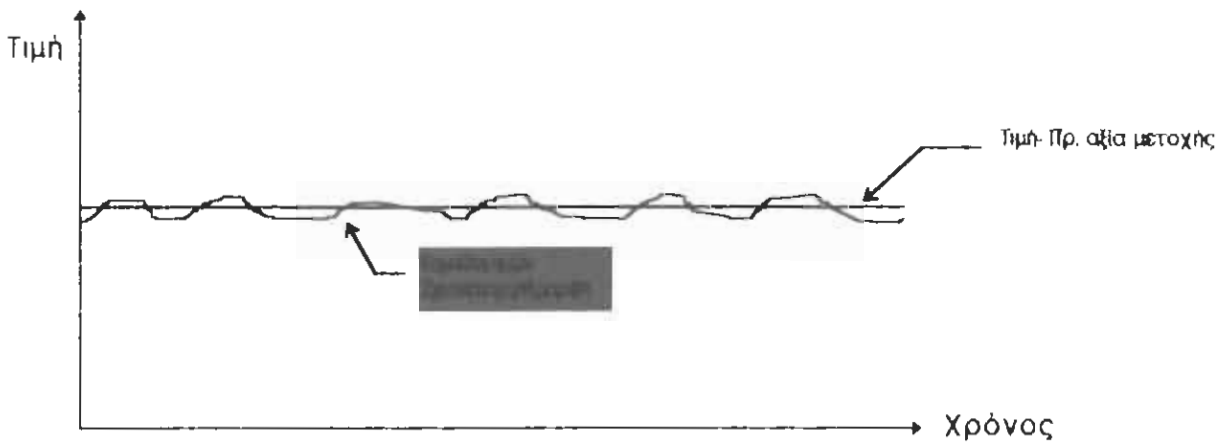
<sup>1</sup>1969 Βιβλίο " Το παιχνίδι του χρήματος" όπου χαρακτηριστικά αναφέρει ότι "οι τιμές δεν έχουν μνήμη και το σήμερα δεν έχει σχέση με το αύριο"

<sup>2</sup>Η αποτελεσματικότητα εξαρτάται από την ταχύτητα ενσωμάτωσης των πληροφοριών στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

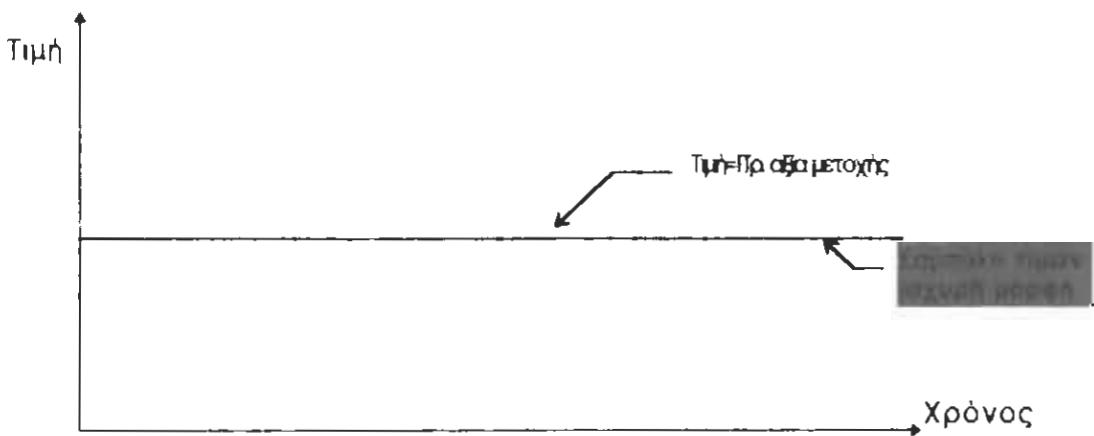
σχήμα 14



σχήμα 15



σχήμα 16



*"Η πρόοδος είναι αδύνατη χωρίς αλλαγή και αυτοί που δεν μπορούν να αλλάξουν τον τρόπο ακέφης τους δεν μπορούν να αλλάξουν τίποτα.*

*George Bernard Shaw*

## VIII. Σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου

### 1. ΑΠΑΡΑΙΤΗΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Η επιστήμη της διαχείρισης χαρτοφυλακίου απαιτεί γνώσεις γύρω από στατιστικές μεθόδους και ορολογίες σε υψηλό βαθμό. Θεωρώντας ότι κάτι τέτοιο είναι αδύνατο για τον απλό αναγνώστη προσπαθήσαμε να απλοποιήσουμε, όσο είναι δυνατό, την περιγραφή μας. Στο πνεύμα αυτής της αρχής παραθέτουμε κάποιες βασικές στατιστικές ορολογίες, απαραίτητες στην συνέχεια της εργασίας.

**Επισφαλής** χαρακτηρίζεται μια επένδυση όταν οι καθαρές ταμειακές εισροές της είναι επισφαλείς.

Η **αναμενόμενη αξία (E)** είναι μία στατιστική έννοια που ισοδυναμεί με την πιο γνωστή έννοια του **μέσου όρου**. Με άλλα λόγια είναι ο μέσος όρος των πιθανών ταμειακών ροών από μία επένδυση, αφού η κάθε μία έχει σταθμιστεί με την πιθανότητα που έχει να πραγματοποιηθεί.

Η ποσοτικοποίηση της απόκλισης των αναμενόμενων αποδόσεων μίας επένδυσης από την αναμενόμενη αξία της (E) παρέχεται από το στατιστικό μέτρο της **τυπικής απόκλισης (σ)**.

Όσο χαμηλότερη η τυπική απόκλιση, τόσο πιο σίγουρη ή επένδυση ή πράγμα που είναι το ίδιο, τόσο μικρότερες οι πιθανές αποκλίσεις από την αναμενόμενη αξία της επένδυσης. Η τυπική απόκλιση είναι ένα καλό μέτρο της επισφάλειας μίας επένδυσης.

Στην περίπτωση που σε μία επένδυση έχουμε διαφορετικές αναμενόμενες αξίες και διαφορετικούς βαθμούς επισφάλειας - δηλαδή διαφορετικές τυπικές αποκλίσεις - ο επιχειρηματικός κίνδυνος μετριέται με τον **συντελεστή μεταβλητότητας (CV)**. Ο συντελεστής αυτός προκύπτει από την διαίρεση της τυπικής απόκλισης (σ) δια της αναμενόμενης αξίας της (E). Με άλλα λόγια επιτυγχάνουμε να βρούμε το ρίσκο που αντιστοιχεί σε κάθε δραχμή της αναμενόμενης αξίας.

## 1.1. ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗΣ

Αν ένας επενδυτής τοποθετήσει όλα του τα χρήματα σε μία επένδυση, ευνόητο είναι ότι, αν κάτι δεν πάει καλά, κινδυνεύει να τα χάσει όλα. Αν όμως **διαφοροποιήσει** κατάλληλα τις επενδύσεις του, αν δηλαδή κατανείμει τα χρήματά του σε μία πλειάδα ή δέσμη διαφορετικών επενδύσεων, ο κίνδυνος να ζημιώσει από όλες μαζί μειώνεται σημαντικά.

Η κατά Markowitz διαφοροποίηση δεν εννοείται σαν μία τοποθέτηση των χρημάτων του επενδυτή σε πολλές μετοχές, ώστε να μοιραστεί ο κίνδυνος. Αυτή είναι η απλοϊκή αντίληψη για διαφοροποίηση. Η διαφοροποίηση του Markowitz εννοεί ότι ένα χαρτοφυλάκιο δεν πρέπει να αποτελείται από μετοχές ενός κλάδου και μόνο, διότι αυτές έχουν θετική συσχέτιση<sup>1</sup> μεταξύ τους. Δηλαδή αν αγοράσουν 20 μετοχές μόνο κατασκευαστικών εταιριών, το χαρτοφυλάκιο εξαρτάται από την τύχη των κατασκευαστικών έργων και μόνο. Ενώ αν επενδύσει σε 5 μετοχές κατασκευαστικές, 2 τραπεζικές, 3 βιομηχανικές κ.ο.κ., ο κίνδυνος μειώνεται σημαντικά, διότι δεν υπάρχει αλληλεξάρτηση μεταξύ των μετοχών.

## 1.2. ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

Η αλληλεξάρτηση αυτή των μετοχών στατιστικά εκφράζεται με τον όρο συσχέτιση. Δηλαδή η στατιστική συσχέτιση δύο μεταβλητών εκφράζει το βαθμό στον οποίο οι μεταβολές των τιμών της μιας παρακολουθούνται από τις μεταβολές των τιμών της άλλης. Γι αυτό και οι τιμές που μπορεί να λάβει ο ίδιος ο συντελεστής συσχέτισης κυμαίνονται μεταξύ +1 έως -1. Αν είναι +1 τότε έχουμε τέλεια θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών, δηλαδή οι μεταβολές της μιας παρακολουθούνται από τις ακριβώς αντίστοιχες μεταβολές της άλλης. Αν είναι -1, τότε έχουμε τέλεια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών, δηλαδή οι θετικές (ή αρνητικές) μεταβολές της μιας παρακολουθούνται από τις ακριβώς αντίστοιχες, αλλά αρνητικές (ή θετικές), μεταβολές της άλλης. Επομένως, όσο πιο κοντά στο 0 είναι ο συντελεστής συσχέτισης, τόσο πιο "άσχετες" μεταξύ τους είναι οι μεταβολές των δύο μεταβλητών.

Επομένως για να συνδέσουμε τις δύο έννοιες της διαφοροποίησης με την συσχέτιση, μπορούμε να συμπεράνουμε τα εξής:

Ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων, των οποίων οι αποδόσεις χαρακτηρίζονται από τέλεια αρνητική συσχέτιση (-1), θεωρητικά μπορεί να εξαλείψει τελείως τον επιχειρηματικό κίνδυνο του επενδυτή. Αυτό βέβαια είναι πρακτικά αδύνατο να επιτευχθεί. Αντίστροφα, ένα χαρτοφυλάκιο του οποίου οι επενδύσεις έχουν  $r=+1$ , σε καμία περίπτωση δεν μετριάσει το ρίσκο του επενδυτή - το ρίσκο του χαρτοφυλακίου στο σύνολό του εξισούται απλώς με το ρίσκο μιας οποιασδήποτε από τις επενδύσεις που το απαρτίζουν. Όμως ο κίνδυνος μπορεί να μετριάσει σημαντικά και στην περίπτωση που το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από άσχετες (ή ασυσχέτιστες) μεταξύ τους επενδύσεις, των οποίων το  $r=0$  ή είναι κοντά στο 0.

## 1.3. ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου είναι πάντοτε ο σταθμικός μέσος όρος των αποδόσεων, που αποτελούν τους χωριστούς τίτλους. π.χ. αν έχουμε το ακόλουθο χαρτοφυλάκιο που απαρτίζεται από υποθετικού τίτλους:

<sup>1</sup>Ο όρος συσχέτιση αναλύεται στην επόμενη παράγραφο.

| Όνομα Τίτλου | Ποσοστό Τίτλου στο Χαρτοφυλάκιο<br>(βάση αξίας) | Απόδοση Τίτλου |
|--------------|---|----------------|
| A            | 22%   | 18%            |
| B            | 28%   | 7%             |
| Γ            | 35%   | 27%            |
| Δ            | 15%   | 22%            |

Τότε η αναμενόμενη απόδοση  $E_x$  του χαρτοφυλακίου θα είναι

$$E_x = 22\%(18) + 28\%(7) + 35\%(27) + 15\%(22) = 18,67\%$$

Γενικότερα, ο τύπος που δίνει την αναμενόμενη απόδοση χαρτοφυλακίου, όταν η είναι ο αριθμός των τίτλων στο χαρτοφυλάκιο,  $w$  το ποσοστό της αξίας τίτλου  $J$  στο χαρτοφυλάκιο και  $k$  η αναμενόμενη απόδοση του τίτλου  $J$ , είναι:

$$E_x = \sum_{j=1}^n w_j k_j$$

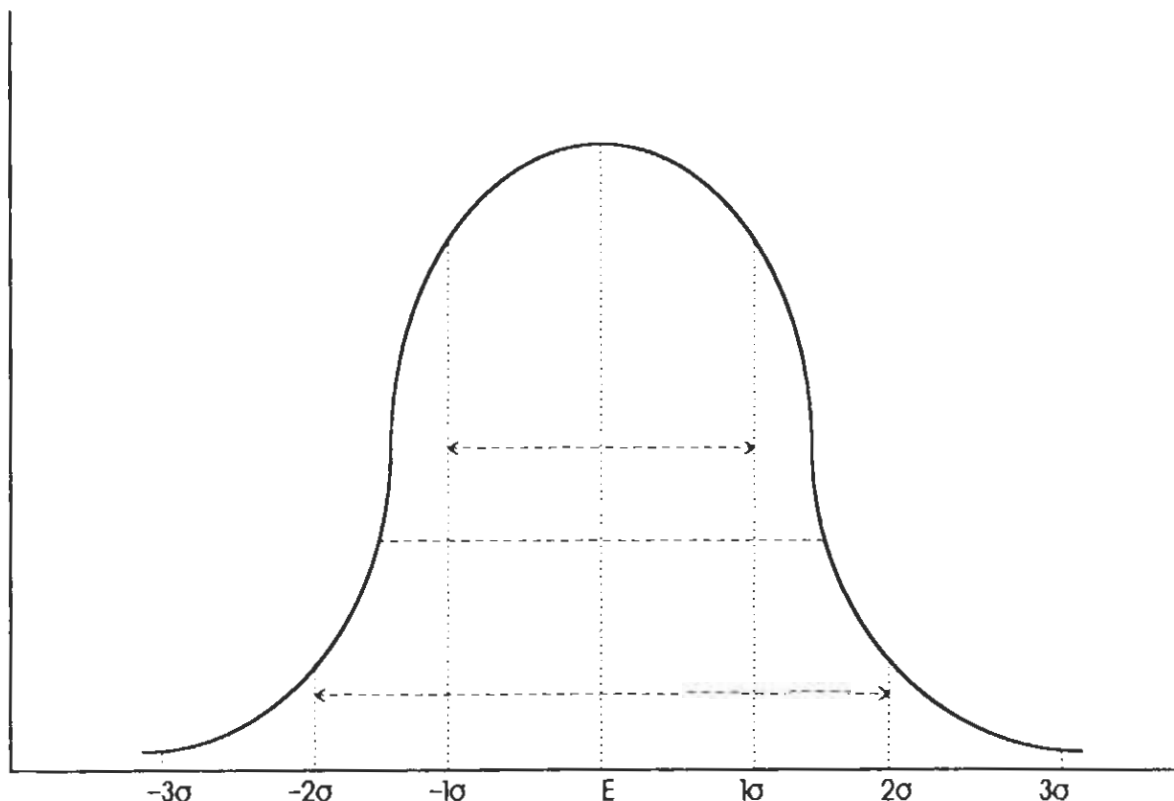
### 1.5. ΕΠΙΣΦΑΛΕΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η επισφάλεια του χαρτοφυλακίου μετριέται με δύο τρόπους:

#### 1.5.1. ΜΕΤΡΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η μέθοδος αυτή παρουσιάζεται μόνο για κανονικές κατανομές. Μια κατανομή θεωρείται κανονική όταν γενικά έχει το συμμετρικό κωδωνικό σχήμα του Διαγράμματος 17.

σχήμα 17



Έτσι η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου δίνεται από τον τύπο:

$$\sigma_x = \sqrt{\sum_{\epsilon=1}^n (k_{x\epsilon} - E_x)^2 \Pi_{\epsilon}} \quad (1)$$

όπου  $k_{x\epsilon}$  = η αναμενόμενη απόδοση  $k_x$  του χαρτοφυλακίου, αν συμβεί εξέλιξη ή σενάριο  $\epsilon$ ,

$E_x$  = η αναμενόμενη απόδοση χαρτοφυλακίου από όλα τα πιθανά σενάρια, δηλαδή ο μέσος όρος των αναμενόμενων αποδόσεων, και

$\Pi_{\epsilon}$  = η πιθανότητα να συμβεί η εξέλιξη ή το σενάριο  $\epsilon$ .

Για την κατανόηση των παραπάνω θα χρησιμοποιήσουμε ένα υποθετικό παράδειγμα.

Έστω ότι έχουμε ένα χαρτοφυλάκιο, του οποίου οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι οι ακόλουθες: 27%, αν υπάρξει άνοδος της οικονομίας, 22%, αν υπάρξει ομαλότητα και 16% αν υπάρξει κάθοδος. Ποιο το ρίσκο του χαρτοφυλακίου, αν τα τρία σενάρια για την οικονομία έχουν πιθανότητες να συμβούν 18%, 32% και 50% αντιστοίχως:

| Σενάριο<br>(1) | Πιθανότητα<br>Πραγματοποίησης<br>(2) | Απόδοση Τίτλου<br>(3) | E<br>(2)·(3)<br>(4) | Απόκλιση<br>(3)-E<br>(5) | Απόκλιση στο<br>τετράγωνο<br>(6) | Διακύμανση<br>(6)·(2)<br>(7) | Τυπική απόκλιση<br>(8) |
|----------------|--------------------------------------|-----------------------|---------------------|--------------------------|----------------------------------|------------------------------|------------------------|
| Άνοδος         | 18%                                  | 27%                   | 4,86%               | 7,1%                     | 0,5041%                          | 0,09074%                     |                        |
| Ομαλότητα      | 32%                                  | 22%                   | 7,04%               | 2,1%                     | 0,0441%                          | 0,01411%                     |                        |
| Κάθοδος        | 50%                                  | 16%                   | 8,00%               | -3,9%                    | 0,1521%                          | 0,07605%                     |                        |
|                |                                      |                       | 19,90%              |                          |                                  | 0,18090%                     | σ=425%                 |

Βλέπουμε ότι η τυπική απόκλιση του τύπου (1) προκύπτει 4,25%. Άρα, η πραγματική απόδοση του χαρτοφυλακίου ξέρουμε ότι θα σημειωθεί 4,25 ποσοστιαίες μονάδες από τον μέσο όρο των αναμενόμενων αποδόσεων, ο οποίος είναι 19,9%. Θα σημειωθεί δηλαδή στο διάστημα από 15,65% έως 24,15%.

### 1.5.2. ΜΕΤΡΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΤΥΠΙΚΕΣ ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

Όπως και στην προηγούμενη μέθοδο έτσι και εδώ ο παρακάτω τύπος αφορά κανονικές κατανομές

$$\sigma_x = \sqrt{w^2\sigma_A^2 + (1-w)^2\sigma_B^2 + 2w(1-w)\text{Cov}_{AB}}$$

όπου:  $w$  = το ποσοστό της αξίας του χαρτοφυλακίου, που έχει επενδυθεί στον τίτλο A

$\sigma_A$  = η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του τίτλου A,

$\sigma_B$  = η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του τίτλου B,

$\text{Cov}$  = η συνδιακύμανση (covariance) των τίτλων A και B.

Γίνεται αντιληπτή η ανάγκη για να καθορίσουμε τον τύπο της συνδιακύμανσης.

Έτσι:

$$\text{Cov}_{BA} = r_{AB} \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B$$

όπου:  $r_{AB} = \frac{\sum(k_A - E_A)(k_B - E_B)}{\sqrt{\sum(k_A - E_A)^2 \sum(k_B - E_B)^2}}$

Το  $r$  είναι ο γνωστός συντελεστής συσχέτισης.

Για χαρτοφυλάκιο  $N$  τίτλων, ο τύπος είναι ο εξής:

$$\sigma_x = \sqrt{\sum_{i=1}^N w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N w_i w_j r_{ij} \sigma_i \sigma_j}$$

Η όψη των τίτλων είναι τρομακτική ακόμα περισσότερο όταν πρόκειται να γίνουν υπολογισμοί. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται από το γεγονός που τονίζουν οι ειδικοί αναλυτές ότι ο υπολογισμός γίνεται μόνο με ηλεκτρονικό υπολογιστή. Για παράδειγμα ένα χαρτοφυλάκιο 50 τίτλων οι όροι κάτω από το ριζικό γίνονται 2.500.

Η χρησιμοποίηση του όμως είναι αρκετά ασφαλής γιατί είναι η μόνη που παίρνει υπόψη της τον συντελεστή συσχέτισης, την σημασία του οποίου τονίσαμε στην προηγούμενη παράγραφο.

## 2. HENRY MARKOWITZ

Μια δημοσίευση στην "Journal of Finance" το 1952 τάρaxε τα νερά στο χώρο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και δημιούργησε μία νέα εποχή και ένα νέο τρόπο σκέψης στην χρηματιστηριακή πρακτική. Παίρνοντας σοβαρά υπόψη της την στατιστική επιστήμη αλλά και τις πιθανότητες, ο Henry Markowitz κατέληξε σε κάποια συμπεράσματα τα οποία αργότερα αποτέλεσαν και την ύλη του βιβλίου του (1959) με τον τίτλο "Portfolio Selection".

### 2.1. ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Ο Markowitz διατύπωσε το "θεώρημα των αποτελεσματικών Συνδυασμών"<sup>1</sup> βάση του οποίου

" Όλοι οι επενδυτές μπορούν να διαλέξουν το ιδανικό γι αυτούς χαρτοφυλάκιο, το οποίο:

- χαρακτηρίζεται είτε από τη μέγιστη δυνατή απόδοση για δεδομένο ύψος κινδύνου, είτε από τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο για δεδομένο ύψος απόδοσης. Ο συνδυασμός των χαρτοφυλακίων που διέπονται από αυτή την αρχή αποτελούν το **Αποτελεσματικό Σύνολο** ή **Σύνολο Αποτελεσματικών συνδυασμών (efficient set ή efficient frontier)**
- από όλα τα διαθέσιμα αποδοτικά χαρτοφυλάκια να βρίσκει εκείνο που του ταιριάζει περισσότερο, που ανταποκρίνεται περισσότερο στην προσωπική του στάση έναντι του ανταλλάγματος "απόδοση - ρίσκο".

Στο σχήμα 18 σχηματίζονται όλα τα δυνατά χαρτοφυλάκια όπως αυτά διαγράφονται βάση της σχέσεως αναμενόμενης απόδοσης και επισφάλειας χαρτοφυλακίου. Το σύνολο αυτών των εφικτών συνδυασμών απεικονίζεται συνήθως με την μορφή μίας ομπρέλας που απλώς βρίσκονται σε διαφορετικό σημείο μέσα στο διάγραμμα.

Τα σημεία Α,Β,Γ,Δ,Ε,Ζ,Η,Θ δείχνουνε μερικά από αυτά τα χαρτοφυλάκια. Γίνεται αντιληπτό ότι από όλα τα χαρτοφυλάκια πιο αποδοτικά είναι εκείνα που βρίσκονται στην βορειοδυτική καμπύλη, δηλαδή αυτή που σχηματίζεται από τα σημεία Α,Β,Γ,Δ,Ε. Οποιοδήποτε άλλο χαρτοφυλάκιο είναι υποδεέστερο. Για παράδειγμα, το χαρτοφυλάκιο που απεικονίζεται με το γράμμα Ζ έχει το ίδιο ρίσκο με το Δ, αλλά λιγότερη απόδοση ή έστω ίση με το Γ, αλλά περισσότερο κίνδυνο.

Ποιο από τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται στη βορειοδυτική καμπύλη είναι ιδανικό για κάθε επενδυτή εξαρτάται από την αναμενόμενη ωφελιμότητα<sup>2</sup>. Είναι

<sup>1</sup> Efficient set theorem



αρκετά δύσκολο να υπολογίσουμε την αναμενόμενη ωφελιμότητα στην διαχείριση χαρτοφυλακίου και αυτό γιατί εξαρτάται από πολλούς υποκειμενικούς παράγοντες. Απλά μπορούμε να υποθέσουμε ότι υπάρχουν κάποιοι συνδυασμοί αναμενόμενης απόδοσης με επισφάλεια χαρτοφυλακίου που αφήνουν αδιάφορο τον επενδυτή. Εννοούμε ότι η επιλογή μεταξύ των δύο χαρτοφυλακίων (π.χ. Α και Γ) προκαλεί το ίδιο ερέθισμα για επένδυση. Οι συνδυασμοί αυτοί σχηματίζουν τις **καμπύλες αδιαφορίας** που φαίνονται στο σχήμα 19.

Η κόκκινη καμπύλη αδιαφορίας σχηματίζεται από τα Α,Β,Γ χαρτοφυλάκια. Όπως βλέπουμε όμως από το σχήμα 19 σχηματίζονται περισσότερες από μία καμπύλες αδιαφορίας όλες παράλληλες με την κόκκινη. Συμπεραίνουμε επίσης ότι η πράσινη και η μπλε καμπύλη αδιαφορίας εκφράζουν υψηλότερη απόδοση για δεδομένο ρίσκο, είτε λιγότερο ρίσκο για δεδομένη απόδοση. Π.χ. για ρίσκο  $\sigma_1$  η κόκκινη ενέχει απόδοση  $E_1$ , η πράσινη καμπύλη αδιαφορίας ενέχει απόδοση  $E_2$  κ.ο.κ.

Αντίστροφα για δεδομένη απόδοση  $E_3$ , η μπλε καμπύλη αδιαφορίας ενέχει ρίσκο  $\sigma_3$ , η πράσινη ρίσκο  $\sigma_2$  κ.ο.κ. Με άλλα λόγια συμφέρει τον επενδυτή να επιλέξει συνδυασμούς που βρίσκονται πάνω στην μπλε καμπύλη και γενικότερα καμπύλες που βρίσκονται όσο το δυνατόν αριστερότερα.

Στο σχήμα μας καμία καμπύλη δεν τέμνει τον άξονα της αναμενόμενης απόδοσης γιατί δεν νοείται μηδενικό ρίσκο. Αυτό το φαινόμενο όμως μπορεί να παρατηρηθεί όταν το χαρτοφυλάκιο σχηματίζεται από κρατικά χρεόγραφα ή άλλους τίτλους σταθερού εισοδήματος.

## 2.2. ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Στο σχήμα 20 παρουσιάζονται οι καμπύλες αδιαφορίας δύο επενδυτών. Αμφότερες εκκινούν από μία επένδυση, υποτίθεται, άνευ ρίσκου. Όμως ο επενδυτής Β, με την μπλε καμπύλη αδιαφορίας, απεχθάνεται το ρίσκο πιο πολύ από τον επενδυτή Α με την πράσινη καμπύλη αδιαφορίας. Ο λόγος είναι ότι, για δεδομένο ρίσκο  $\sigma_1$ , ο Β απαιτεί υψηλότερη απόδοση  $E_2$  από ότι ο Α, που απαιτεί  $E_1$ . Αντίστροφα, για δεδομένη απόδοση  $E_2$ , ο Β απαιτεί λιγότερο ρίσκο,  $\sigma_1$ , από ότι ο Α, που είναι ικανοποιημένος με ρίσκο  $\sigma_2$ . Η διαφορά δεδομένης απόδοσης από την απόδοση που αντιστοιχεί σε μηδενικό κίνδυνο καλείται ασφάλιστρο κινδύνου (**risk premium**). Μπορούμε λοιπόν να πούμε ότι, για δεδομένο ρίσκο  $\sigma_1$ , ο επενδυτής Β απαιτεί υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου από ότι ο Α.

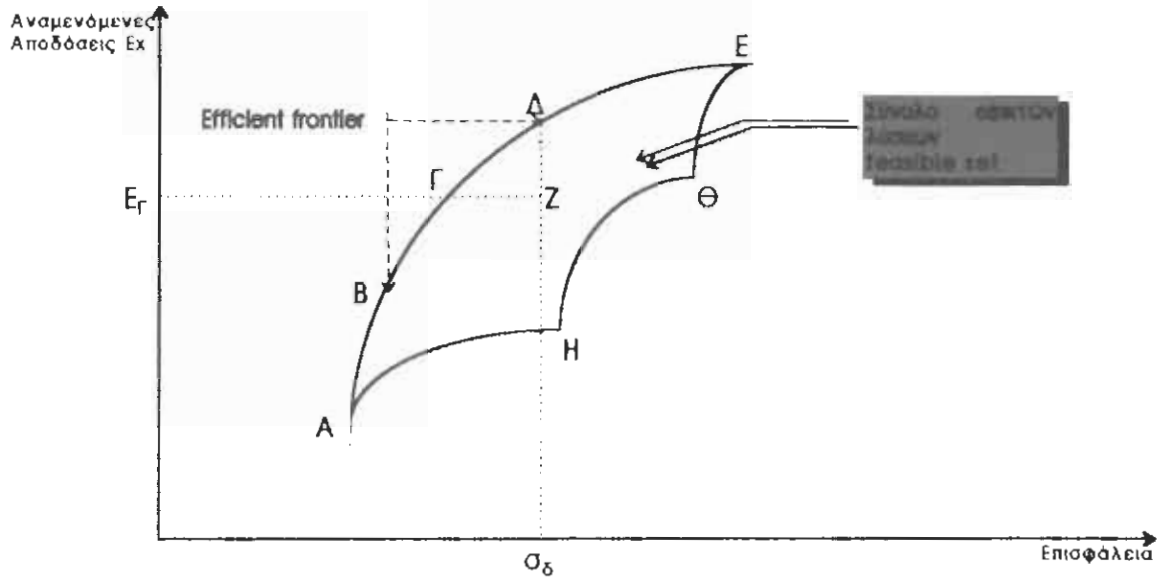
## 2.3. ΕΠΙΛΟΓΗ ΑΡΙΣΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Ο κάθε επενδυτής έχει το δικό του χάρτη από καμπύλες αδιαφορίας, ανάλογα με το μέγεθος του κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει.

Αν κάθε επενδυτής χαράξει τις δικές του καμπύλες αδιαφορίας στο ίδιο διάγραμμα με το feasible set όπως φαίνεται στο σχήμα 21, συμπεραίνουμε ότι το άριστο χαρτοφυλάκιο κάθε επενδυτή είναι το σημείο, όπου η πράσινη καμπύλη αδιαφορίας, που βρίσκεται όσο το δυνατό βορειοδυτικότερα, εφάπτεται στο feasible set. Όλες οι άλλες βορειοδυτικότερες λύσεις αποτελούν ιδανικές καταστάσεις που πρακτικά αποκλείεται να εμφανιστούν.

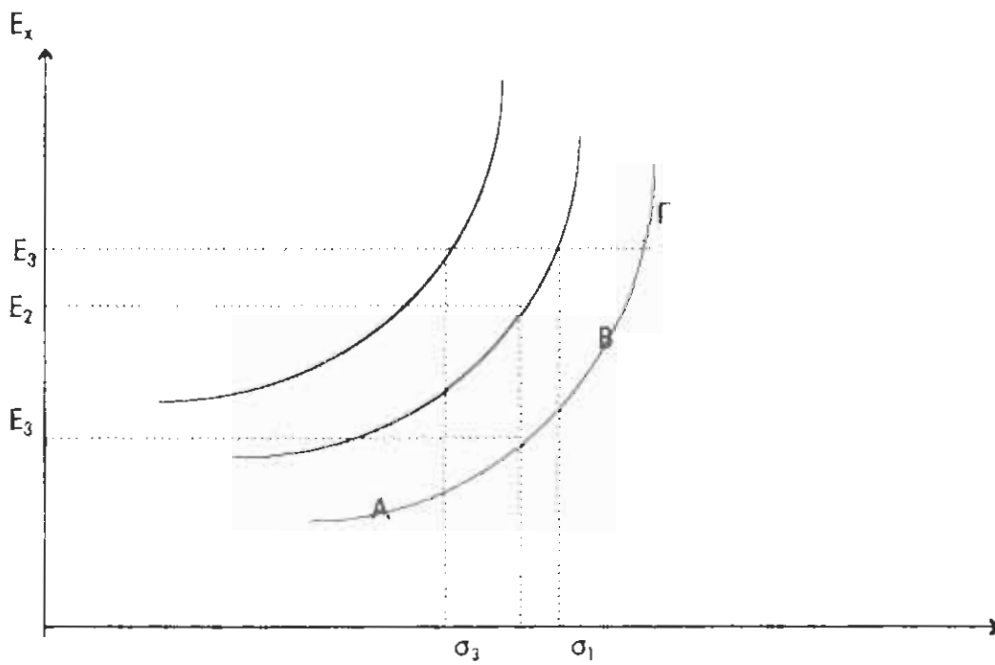
<sup>2</sup> Η αναμενόμενη ωφελιμότητα είναι το άθροισμα των υποκειμενικών αξιών διαφόρων αποδόσεων ή ταμειακών ροών επί τις πιθανότητες πραγματοποίησής τους.

σχήμα 18

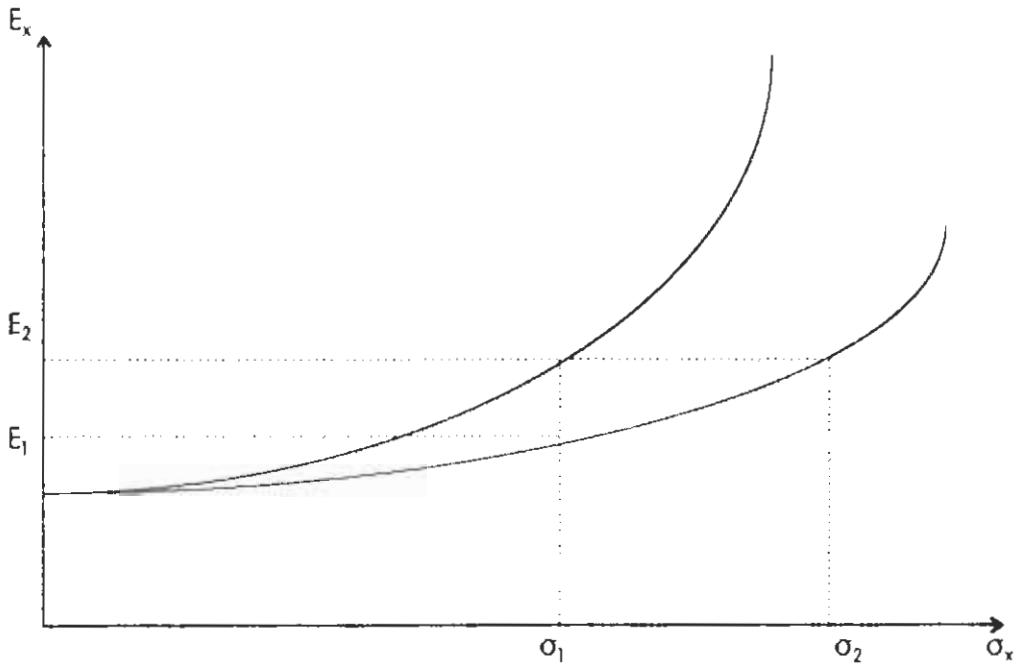


Γραμμή ΒΔ= σύνολο αποδοτικών χαρτοφυλακίων (efficient frontier)

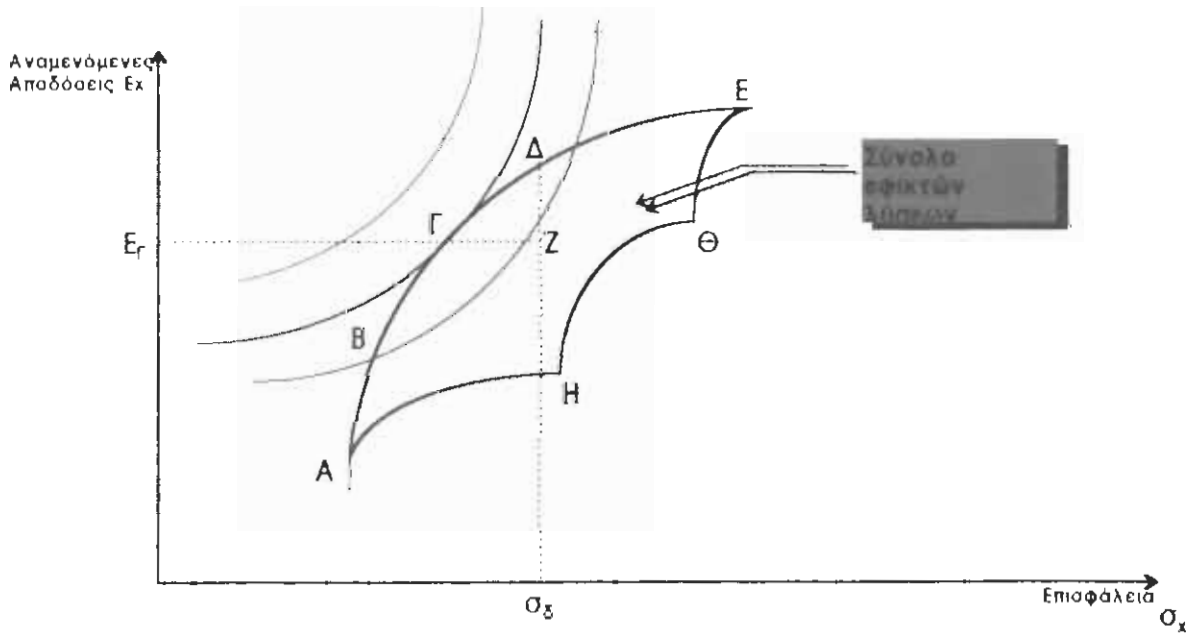
σχήμα 19



σχήμα 20



σχήμα 21



### 3. CAPITAL ASSET PRICING THEORY

Η παρουσίαση του θεωρίας του Markowitz συνοδεύτηκε από μία περίοδο ενεργής ακαδημαϊκής έρευνας και εκδόσεων σχετικά με τον μηχανισμό των τιμών των χρεογράφων στην κεφαλαιαγορά. Αυτή η θεωρία που φέρει τον τίτλο *capital asset pricing theory*, έχει τις ρίζες της στο 1964. Εμπνευστής αυτής της θεωρίας δίκαια θεωρείται ο William F. Sharpe, ο οποίος με την δημοσίευση του στην εφημερίδα "The Journal of Finance" το 1964 δημιούργησε μία θεωρία, η αξία της οποίας δοκιμάστηκε στο πέρασμα των χρόνων.

Υπάρχουν ορισμένες βασικές αρχές (περιορισμοί) που διέπουν αυτή την θεωρία.

- ◊ Παρόλο που υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις, οι περισσότεροι επενδυτές αποφεύγουν να ρισκάρουν και επιθυμούν την μέγιστη δυνατή απόδοση με το μικρότερο ρίσκο.
- ◊ Οι επενδυτές τείνουν να ελέγχουν τον κίνδυνο μέσω της διαφοροποίησης των τίτλων που επιλέγουν.
- ◊ Οι επενδυτές στο σύνολό τους, οραματίζονται τον κίνδυνο ή την απόδοση στις ίδιες χρονικές περιόδους (π.χ. έχουν τους ίδιους επενδυτικούς ορίζοντες).
- ◊ Οι επενδυτές έχουν την ίδια άποψη για την διακύμανση των μελλοντικών αποδόσεων σχετικά με διαφορετικούς τίτλους.
- ◊ Τα χρεόγραφα είναι διαιρετά, και ο κάθε επενδυτής είναι ικανός να αγοράσει όσους τίτλους θέλει, χωρίς να μπορεί ουσιαστικά να επηρεάσει την τιμή ή την απόδοση κάθε εναλλακτικής επένδυσης.<sup>1</sup>

#### 3.1. ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (CAPM) ξεκινάει από το σημείο που τελειώνει ο Markowitz. Τη στιγμή που ο Markowitz προσαρμόζει τον κίνδυνο μετακινώντας πάνω - κάτω το σύνορο των αποτελεσματικών συνδυασμών (efficient frontier σχ. 18), το CAPM θεωρεί ότι το ρίσκο σχηματίζεται από την επένδυση στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς.<sup>2</sup>

Η χρήση του μοντέλου του Markowitz, ανάδουσε εκείνη την εποχή πληθώρα υπολογιστικών προβληματισμών, την στιγμή που το χρησιμοποιούσαν σε ένα μεγάλο αριθμό χρεογράφων. Θέλοντας να εισχωρήσει η μέθοδος στο πεδίο της εφαρμογής, έψαξαν να βρουν τρόπο ώστε να ελαφρύνουν την μέθοδο από τους πολύπλοκους υπολογισμούς.

Ο William Sharpe το 1963 πρότεινε μια λύση, η οποία βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αποδόσεις των διαφόρων χρεογράφων είναι αποκλειστικά συνδεδεμένες βάσει κοινής σχέσης με ένα οικονομικό παράγοντα. Ο παράγοντας αυτός μπορεί να είναι ένας οποιοσδήποτε οικονομικός δείκτης. Με άλλα λόγια το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Με αυτό τον τρόπο συσχετίζοντας κάθε τίτλο με μία κοινή βάση, κάθε ένας τίτλος θα συσχετιστεί αυτόματα με τους υπόλοιπους, και αυτό θα μας βγάλει από τον κόπο να υπολογίζουμε τις συνδιακυμάνσεις τους.

<sup>1</sup> Πολλοί θεωρητικοί κάνουν και άλλες δύο υποθέσεις, α) το κόστος των συναλλαγών είναι αμελητέο β) η φορολογία είναι ασήμαντη.

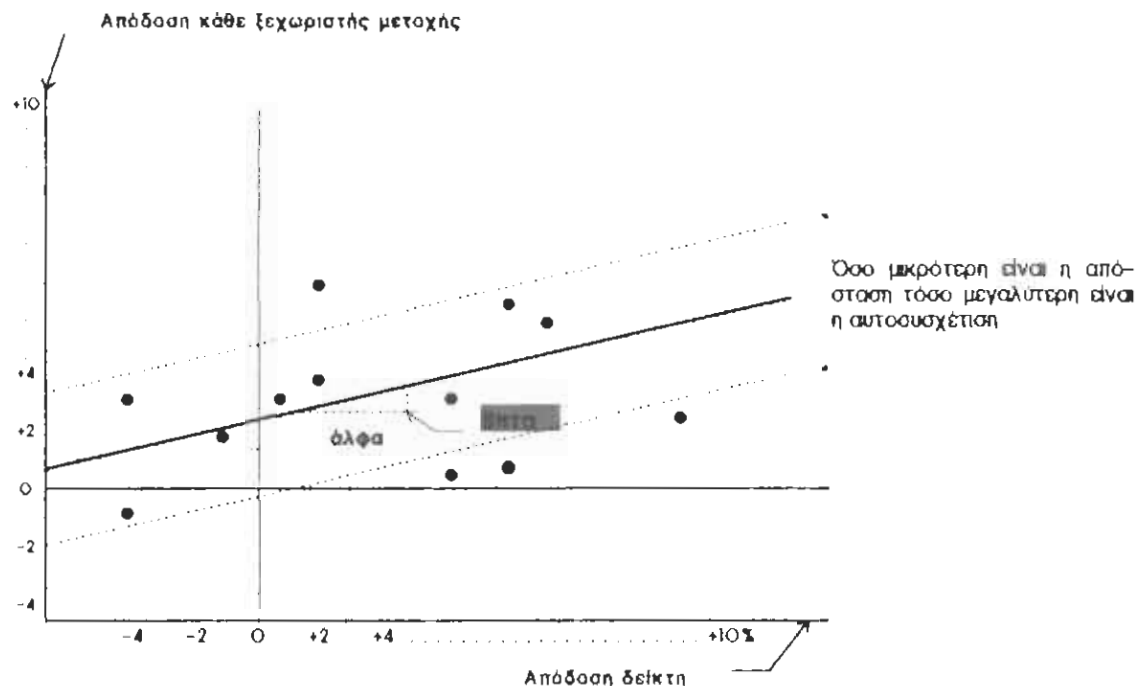
<sup>2</sup> Το **Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς** είναι ένα χαρτοφυλάκιο όπου επενδύονται χρήματα σε όλες τις μετοχές της αγοράς. Πειραματικά έχει αποδειχθεί ότι ένα χαρτοφυλάκιο, αποτελούμενο από 15-20 μετοχές, έχει περίπου τον ίδιο κίνδυνο με αυτόν του *Χαρτοφυλακίου της Αγοράς*.

Ο Sharpe επίσης έκανε μια διάκριση στο κίνδυνο (ρίσκο). Το πρώτο το ονόμασε συστηματικό κίνδυνο ή κίνδυνο της αγοράς. Ο κίνδυνος αυτός αναφέρεται στην αναλογία αυτή της διακύμανσης κάθε μετοχής που μπορεί να αποδοθεί στη αγορά στο σύνολό της. Οφείλεται δε σε παράγοντες όπως η φορολογία, ο πληθωρισμός, οι διάφορες οικονομικές συγκυρίες κ.τ.λ. Είναι αντιληπτό ότι ο κίνδυνος αυτός δεν μπορεί να μειωθεί.

Το δεύτερο είδος είναι ο ειδικός κίνδυνος ή μη συστηματικός. Είναι το κομμάτι εκείνο του κινδύνου που αποδίδεται σε παράγοντες που αφορούν αποκλειστικά μία επιχείρηση και τα χαρακτηριστικά της.

Είναι ορατό ότι όλες οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να αντιδράσουν στο ίδιο βαθμό στις κινήσεις της χρηματιστηρίου στο σύνολό του. Δεν έχουν δηλαδή τον ίδιο βαθμό ευαισθησίας. Ο βαθμός όμως αυτός ευαισθησίας μπορεί να μετρηθεί.

σχήμα 22



Υποθέτουμε ότι μετράμε τις αποδόσεις μηνιαία για ένα χρόνο, αναγνωρίζοντας όμως ότι οποιοδήποτε άλλο μεσοδιάστημα μπορεί να θεωρηθεί ως βάση. Κάθε σημείο στο σχήμα 22 αντιπροσωπεύει το κέρδος ή τη ζημιά της μετοχής που εξετάζουμε στον κάθετο άξονα σε σχέση με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς για κάθε μήνα του χρόνου.

Χρησιμοποιώντας στατιστικές μεθόδους, βρίσκουμε την γραμμή παλινδρόμησης η οποία βρίσκεται ανάμεσα στα σημεία που αντιπροσωπεύουν τους μήνες. Αυτή η γραμμή είναι μία ποσοτική περιγραφή της σχέσης που υπάρχει ανάμεσα στην απόδοση της μετοχής με την συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η γραμμή αυτή μας οδηγεί σε πολύτιμα συμπεράσματα:

**3.2. ΑΛΦΑ (Α), ΒΗΤΑ (Β) και ΡΗΘ (ΡΟ)**

\* Το βήτα είναι η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης, δείχνει δηλαδή το "ποσό" της κάθετης μετατόπισης (απόδοσης μετοχής) σε κάθε μονάδα οριζόντιας μετατόπισης (απόδοση αγοράς). Εάν η κλίση είναι μεγαλύτερη από 1,0 σημαίνει ότι κατά μέσο όρο κάθε 1 ποσοστιαία μονάδα απόδοσης της αγοράς συνοδεύεται με 1,0 ποσοστιαία μονάδα απόδοσης της μετοχής. Μία μικρότερη κλίση θα εκπροσωπούσε βήτα με λιγότερο από 1%. Αυτό σημαίνει πως για 1% απόδοση της αγοράς θα έχουμε απόδοση μικρότερη από 1%, για παράδειγμα 0.8%. Το

αντίστροφο συμβαίνει για μεγαλύτερη κλίση της γραμμής παλινδρόμησης. Έτσι μετοχές με υψηλό βήτα θεωρούνται ασταθές και μετοχές με χαμηλό βήτα σταθερές. Ο συντελεστής β χωρίζει τις μετοχές σε επιθετικές και αμυντικές. Επιθετικές θεωρούνται οι μετοχές με Β μεγαλύτερο της μονάδας, ενώ αμυντικές όσες έχουν Β μικρότερο της μονάδας. Η απόδοση των επιθετικών μετοχών μεταβάλλεται πιο απότομα από την μεταβολή από την μεταβολή της αγοράς. Στην περίπτωση των αμυντικών μετοχών οι αποδόσεις τους μεταβάλλονται πιο ήπια από την αγορά.

- \* Το Άλφα (Α) είναι η τομή της γραμμής παλινδρόμησης. Είναι το διάστημα που προσδιορίζεται από το σημείο που η γραμμή παλινδρόμησης τέμνει τον κάθετο άξονα και το Ο του οριζώντιου άξονα. Αντιπροσωπεύει το ρυθμό της απόδοσης της μετοχής, ανεξάρτητα από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αν υποθέσουμε ότι μία μετοχή έχει Α 1% και Β 1,5%. Σε αυτή την περίπτωση, αν η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς είναι 2%, η πιο πιθανή απόδοση της μετοχής αυτόν τον μήνα θα είναι 4%, το οποίο υπολογίζεται ως εξής: Ένα 2% αύξηση της αγοράς είναι κατά μέσο όρο μία αύξηση 3% απόδοσης της μετοχής (2x1,5) και επιπρόσθετα η μετοχή τείνει να έχει αύξηση άσχετα από την αγορά 1%<sup>1</sup>.
- \* Μέχρι αυτό το σημείο χρησιμοποιούσαμε αρκετά συχνά τον όρο μέσος όρος. Αυτό συμβαίνει γιατί η σχέση ανάμεσα στην απόδοση μίας μετοχής και της απόδοσης της αγοράς, δεν είναι κάθε μήνα σταθερή. Εάν ήταν τότε όλα τα σημεία θα έπεφταν πάνω στην γραμμή παλινδρόμησης. Αλλά κάτι τέτοιο όπως βλέπουμε και στο σχήμα 22 δεν συμβαίνει. Η γραμμή παλινδρόμησης δείχνει τον μέσο όρο αυτής της σχέσης. Οι στατιστικοί έχουν ένα μέτρο που εκτιμά την παρέκκλιση των προσωπικών παρατηρήσεων από την γραμμή παλινδρόμησης. Ονομάζεται ΡΟ (rho) ή συντελεστής αυτοσυσχέτισης. Το ΡΟ είναι ίσο με 100% όταν όλες οι παρατηρήσεις συμπίπτουν με την γραμμή παλινδρόμησης. Αυτό σημαίνει ότι η διακύμανση της απόδοσης μίας μετοχής μπορεί να προσδιοριστεί από την διακύμανση της απόδοσης της αγοράς. Όσο οι παρατηρήσεις αποκλίνουν από την γραμμή το ΡΟ μειώνεται. Οι αναλυτές έχουν παρατηρήσει ότι όσο περισσότερες μετοχές προσθέτονται στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή το ΡΟ τείνει στο 100%.

Οι παραπάνω εκτιμήσεις οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου βρίσκεται σε σχέση με το Β. Έτσι :

$$R_p = R_f + B(R_m - R_f)$$

Όπου:

$R_p$  = Η απόδοση του χαρτοφυλακίου την συγκεκριμένη περίοδο

$R_f$  = Η απόδοση που παρατηρείται χωρίς ρίσκο, στην συγκεκριμένη περίοδο

$R_m$  = Ο ρυθμός απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς την συγκεκριμένη περίοδο

και  $B$  = Το β του χαρτοφυλακίου την συγκεκριμένη περίοδο.

<sup>1</sup> "Κράτα το Α σου σε υψηλά επίπεδα και το Β σε χαμηλά επίπεδα", συνθηθίζουν να λένε οι χρηματιστές.

## 4. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Οι αντικειμενικοί στόχοι ενός επενδυτή γύρω από ένα χαρτοφυλάκιο επηρεάζονται από μία ποικιλία παραγόντων, οι πιο σημαντικοί των οποίων είναι α) η ηλικία του επενδυτή και β) η ψυχολογική ικανότητα του να αντιστέκεται στο άγχος και την ψυχολογική ένταση του ρίσκου.

Για παράδειγμα ας πάρουμε τρία στάδια ζωής ενός ατόμου: α. Αυτό ενός νεαρού επενδυτή β. ενός μεσήλικα και γ. ενός συνταξιούχου.

Οι περισσότεροι οικονομικοί σύμβουλοι πιστεύουν ότι οι νεαροί επενδυτές δεν πρέπει να ρισκάρουν πολύ, τη στιγμή που είναι καινούργιοι στο παιχνίδι και πιθανόν έχουν υποστεί μια σημαντική απώλεια του αρχικού τους κεφαλαίου ( το οποίο τις περισσότερες φορές έχει αποκτηθεί με σκληρή δουλειά ). Σύμφωνα όμως με τους ίδιους συμβούλους το ρίσκο από την επένδυση σε κοινές μετοχές είναι ανεκτό, πολύ περισσότερο όταν οι νέοι αυτοί έχουν εξασφαλίσει από τους γονείς τους ένα αποθεματικό για περιπτώσεις ανάγκης και ένα καλό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα έχει ήδη αρχίσει. Είναι αναμενόμενο ότι θα έχουν αποτυχίες σε διάφορες επενδύσεις τους, αλλά στη διάρκεια του χρόνου οι ποιοτικές μετοχές είναι εκείνες που έχουν ανοδική πορεία και τα μερίσματα και οι αποδόσεις είναι εξασφαλισμένες. Τι καλύτερο λοιπόν από τέτοιου είδους επενδύσεις τη στιγμή που ο χρόνος είναι κάτι που έχουν σε αφθονία οι νέοι.

Ο μέσος όρος ηλικίας ενός επιχειρηματία που βρίσκεται στο ζενίθ της καριέρας του κυμαίνεται μεταξύ 40 και 50 χρόνων. Παρόλο που τα εισοδήματα δεν βρίσκονται στο υψηλότερο επίπεδο που θα επιτευχθούν, βρίσκουν τους εαυτούς τους να έχουν μεγαλύτερη οικονομική ευκινησία από προηγούμενες ηλικίες. Γενικά τα έξοδα του σπιτιού καλύπτονται, ένα σημαντικό χρηματικό απόθεμα στη τράπεζα μπορεί να εξασφαλίσει το άτομο ή την οικογένεια από μία περίπτωση ανάγκης, αλλά και ασφαλιστικά προγράμματα ζωής συνήθως υπάρχουν για κάλυψη αναγκών και σύνταξης. Ο επενδυτής αυτού του τύπου είναι πιο ώριμος. Είναι η εποχή που τα κεφάλαια του μπορούν να χρησιμοποιηθούν πιο επιθετικά. Έτσι όλη η γκάμα από επενδύσεις μπορεί να χρησιμοποιηθεί. Πιο συγκεκριμένα, οι οικονομικοί αναλυτές προτείνουν την επένδυση σε μετοχές που συγκεντρώνουν τις προτιμήσεις της εποχής, ή κυκλικές μετοχές<sup>1</sup>. Μπορούν επίσης να σκεφτούν σοβαρά την αγορά με προθεσμία (δώρο, options, derivatives). Πρέπει επίσης να λαμβάνουν πάντοτε υπόψη τους το φορολογικό καθεστώς σε κάθε επένδυση. Έτσι κάποια κρατικά ομόλογα ή γενικότερα επενδύσεις με ευνοϊκές φορολογικές συνθήκες πρέπει πάντοτε να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη.

Όλοι όμως συμφωνούν πως πάνω από όλες τις κατευθυντήριες γραμμές σημασία έχει ο προσωπικός χαρακτήρας του καθενός. Η ικανότητα να ρισκάρεις ποικίλει μεταξύ των ατόμων. Πολλοί επιθυμούν τη διατήρηση του κεφαλαίου τους (συνήθως αυτοί που έχουν εργαστεί σκληρά για να το αποκτήσουν), άλλοι περισσότερο αισιόδοξοι επιδιώκουν υψηλότερη απόδοση πληρώνοντας το ανάλογο τίμημα σε ρίσκο.

Όσο ο επενδυτής μεγαλώνει στο όριο της συνταξιοδότησης, θα περιμέναμε να ρισκάρει περισσότερο. Για τον επενδυτή μεταξύ 55 και 65, είναι όμως λιγότερο λογικό να αναλαμβάνει κερδοσκοπικές πιθανότητες στο κυνήγι κεφαλαιακών κερδών και υψηλών αποδόσεων. Την στιγμή που τα πιο αποδοτικά χρόνια βρίσκονται στο τέρμα τους δεν υπάρχουν περιθώρια για αποκατάσταση τυχών ζημιών. Πιθανόν στις παραμονές μιας συνταξιοδότησης ο επενδυτής θελήσει να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο του σε τίτλους που θα του εξασφαλίσουν ήσυχα γηρατειά και τακτικό εισόδημα. Ο αντικειμενικός στόχος γίνεται κυρίως η μέγιστη δυνατή απόδοση σε συνδυασμό με την ασφάλεια και τα βραχυπρόθεσμα οφέλη.

<sup>1</sup>Cyclical stocks: Καλούνται οι μετοχές που η τιμή τους στο χρηματιστήριο ρυθμίζεται σε μεγάλο βαθμό από τη πορεία της εταιρείας ή καλύτερα από την φάση που διέρχεται η εταιρεία στην επιχειρηματική καμπύλη (έναρξη, ανάπτυξη, ωριμότητα, κάμψη)

#### 4.1. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΑΤΟΜΩΝ

Μέχρι πρόσφατα, πολύ λίγα στοιχεία υπήρχαν για την επενδυτική συμπεριφορά διαφορετικών ομάδων. Διάφορες όμως, στατιστικές κυρίως, έρευνες γύρω από το πως διαφορετικές κατηγορίες ανθρώπων επενδύουν τα κεφάλαιά τους, έκαναν σημαντικές ανακαλύψεις γύρω από τους τομείς της ΔΧ. Πολλές από αυτές τις ανακαλύψεις είναι αρκετά εντυπωσιακές και αξίζει να επισημανθούν.

Η έρευνα πραγματοποιήθηκε στην Αμερική τον Απρίλιο του 1989 από την εταιρεία Gallup Financial Services Monitor. Όπως βλέπουμε στον παρακάτω πίνακα οι περισσότεροι επενδυτές δεν είναι ούτε πολύ συντηρητικοί αλλά ούτε επιθετικοί. Η μέση οδός είναι μάλλον αυτή που τελικά επιλέγεται από τους περισσότερους, αναφορικά με το ρίσκο. Είναι επίσης ενδιαφέρον να τονιστεί ότι οι γυναίκες επενδύτριες τείνουν να είναι περισσότερο συντηρητικές από τους αντίστοιχους άνδρες.

|                     |   | Μη εύπορα άτομα |               | Εύπορα άτομα |           | Συνολικά<br>Μη εύποροι% | Συνολικά<br>εύποροι% |
|---------------------|---|-----------------|---------------|--------------|-----------|-------------------------|----------------------|
|                     |   | Ανδρες<br>%     | Γυναίκες<br>% | Ανδρες<br>%  | Γυναίκες% |                         |                      |
| Ουσιαστικό<br>ρίσκο | 1 | 8               | --            | 4            | 3         | 4                       | 3                    |
|                     | 2 | 27              | 13            | 17           | 8         | 21                      | 14                   |
|                     | 3 | 32              | 36            | 51           | 47        | 34                      | 49                   |
|                     | 4 | 21              | 26            | 18           | 24        | 24                      | 21                   |
| Ελάχιστο ρίσκο      | 5 | 11              | 23            | 7            | 18        | 16                      | 12                   |
| Ανύπαρκτο           |   | 1               | 2             | 3            | --        | 1                       | 1                    |
| Σύνολο              |   | 100             | 100           | 100          | 100       | 100                     | 100                  |

| Κατηγορίες      | Δείγμα | Μέγεθος εισοδήματος                          |
|-----------------|--------|--|
| Μη εύπορα άτομα | 145    | Ετήσιο εισόδημα από 3,450,000 έως 11,500,000 |
| Εύπορα άτομα    | 287    | Ετήσιο εισόδημα πάνω από 11,500,000          |
| Σύνολο          | 432    |  |

Άλλες μελέτες έδειξαν ότι το ρίσκο που αναλαμβάνει κάθε επενδυτής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το εισόδημα και όχι από την ηλικία.

Μία έρευνα που πραγματοποιήθηκε στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης<sup>1</sup> έδειξε ότι 49% των μετόχων είναι κάτοχοι μίας μετοχής στο χαρτοφυλάκιό τους και 20% έχουν στην κατοχή τους μόνο 2 μετοχές εταιρειών, 22% έχουν στην κατοχή τους από 2 έως 7 διαφορετικές μετοχές και μόνο 9% έχουν περισσότερες από 8 διαφορετικές μετοχές. Συνολικά, δηλαδή 91% των μετόχων που επενδύουν στο χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης έχουν χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει λιγότερες από 8 διαφορετικές μετοχές, κάνοντας τα χαρτοφυλάκιά τους πιο ριψοκίνδυνα, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την προηγούμενη μελέτη. Η ειρωνεία όμως γίνεται ακόμα μεγαλύτερη γιατί οι ίδιοι επενδυτές όταν ερωτήθηκαν συμφώνησαν ότι η διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο είναι πολύ καλή ιδέα.

<sup>1</sup> Η έρευνα πραγματοποιήθηκε το 1985 σε 753 άτομα



## ΙΧ. Βασικοί όροι και γλωσσικά ιδιώματα του Χρηματιστηρίου

|  |   |
|--|---|
| <b>Αίθουσα συναλλαγών</b>                | Χώρος του χρηματιστηρίου όπου γίνονται οι συναλλαγές. Διαθέτει εκτός του χρηματιστηριακού κύκλου, όπου συναθροίζονται οι εκφωνητές, ειδικά χώρισματα για την εξυπηρέτηση των χρηματιστών (BOX). Στον χώρο υπάρχουν ακόμη ο πίνακας του χρηματιστηρίου όπου αναγράφονται οι τιμές των μετοχών, ο χώρος απ' όπου παρακολουθούν τις συνεδριάσεις οι συνδρομητές και ο εξώστης για όσους πάρουν σχετική άδεια να παρακολουθήσουν την συνεδρίαση του χρηματιστηρίου. |
| <b>Αμοιβαίο κεφάλαιο.Α.Κ.</b>            | Κοινή περιουσία αποτελούμενη από ρευστά και χρεόγραφα, σχηματιζόμενη από εισφορές μεγάλου πλήθους αποταμιευτών, καθιστάμενοι συνδικαιούχοι της περιουσίας του Α.Κ. Την περιουσία αυτή την διαχειρίζεται μια Α.Ε., ενώ οι χρηματικές και χρηματιστηριακές δοσοληψίες πραγματοποιούνται μέσω Τραπέζης, η οποία ονομάζεται θεματοφύλακας του Α.Κ   |
| <b>Ανάδοχος έκδοσης (Under writer).</b>  | Είναι μια Τράπεζα ή Ομίλος Πιστωτικών Ιδρυμάτων ο οποίος αναλαμβάνει την διάθεση των μετοχών μέσω των υπηρεσιών που διαθέτει, αφού προηγουμένως έχει καταβάλει το αντίστοιχο πόσο στην εταιρεία, με το ανάλογο όφελος.  |
| <b>Ανάκαμψη.</b>                         | Μετά από μια περίοδο όπου οι τιμές των μετοχών σημείωσαν πτώση, ακολουθείται μια περίοδος ανόδου των τιμών. Την χρονική στιγμή της αναστροφής της τάσης, λέμε ότι έχουμε <u>ανάκαμψη των τιμών</u> .  |
| <b>Ανθηση.</b>                           | Είναι η περίοδος όπου η ζήτηση των μετοχών είναι διαρκής και αυξανόμενη.  |
| <b>Αντικριστής</b>                       | Υπάλληλος χρηματιστηριακού γραφείου, βοηθός του χρηματιστή, ο οποίος έχει την δυνατότητα να εκφωνεί τις εντολές των πελατών στο χρηματιστηριακό κύκλο.  |
| <b>Αντιφώνηση.</b>                       | Η δήλωση αποδοχής συναψης χρηματιστηριακής συναλλαγής εντός κύκλου, μετά από αντίστοιχη εκφώνηση.   |
| <b>Αγορά</b>                             | Η προσφορά και ζήτηση χρεογράφων στο χρηματιστήριο.   |
| <b>Αγοράζω τίτλους.</b>                  | Δίνω εντολή στο χρηματιστηριακό μέλος να αγοράσει τίτλους για λογαριασμό μου.   |
| <b>Αδυναμία χρηματιστηριακού μέλους.</b> | Η διαδικασία που ακολουθείται όταν το χρηματιστηριακό μέλος δηλώσει αδυναμία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του από χρηματιστηριακές συναλλαγές.   |
| <b>Αέρας μετοχής.</b>                    | Η τάση της τιμής της μετοχής να ανεβαίνει.  |
| <b>Αλλάζω μετοχές.</b>                   | Τρόπος εκτέλεσης εντολής από το χρηματιστηριακό μέλος που έχει εντολή από διαφορετικούς πελάτες να αγοράσει και να πουλήσει το ίδιο χρεόγραφο. Δεν καταφεύγει στην αγορά αλλά σε άλλο χρηματιστηριακό μέλος με εντολές για το ίδιο χρεόγραφο και προσπαθεί να τις συνδυάσει με τις δικές του.   |
| <b>Αλογα.</b>                            | Είναι οι μετοχές που θα παιχτούν πολύ.  |
| <b>Αλογομούρης.</b>                      | Είναι ο επενδυτής που κυνηγά κερδοσκοπικά παιχνίδια, τζογαδόρος.  |
| <b>Αμυντικές μετοχές.</b>                | Οι μετοχές των οποίων οι τιμές αντιδρούν ήπια σε αλλαγές της αγοράς.  |
| <b>Ανώνυμος μετοχή.</b>                  | Η μετοχή στην οποία δεν αναγράφονται τα στοιχεία του κατόχου. Η νόμιμος κατοχή μιας τέτοιας μετοχής αποδεικνύεται με το πινακίδιο αγοράς της.   |

|  |   |
|--|---|
| <b>Απόδοση χρεογράφου.</b>                   | Η διαφορά μεταξύ της τιμής δεδομένης χρονικής στιγμής και της τιμής κτήσης του χρεογράφου.  |
| <b>Απόδοση στη λήξη.(Yield to maturity)</b>  | Είναι ο υπολογισμός της συνολικής απόδοσης ομολογίας ή ομολόγου από την ημερομηνία αγοράς έως τη λήξη του.  |
| <b>Αποθετήριο.</b>                           | Τίτλος ονομαστικός, που αποφέρει στον κάτοχο τα ίδια δικαιώματα όπως οι ονομαστικές μετοχές. Εκδίδεται από την Εταιρεία Αποθετηρίων.  |
| <b>Αποθεματικά.</b>                          | Το μέρος των καθαρών κερδών που δεν διενέμεται σαν μέρισμα στους μέτοχους, αλλά παρακρατείται από την Α.Ε.  |
| <b>Αποκοπή δικαιώματος.</b>                  | Η μετοχή διαπραγματεύεται χωρίς δικαίωμα συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή διανομής δωρεάν μετοχών στους παλαιούς μετόχους.  |
| <b>Απολογισμός.</b>                          | Ετήσια έκδοση των εταιριών πριν την Γενική Συνέλευση, όπου παρουσιάζουν τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις τους.   |
| <b>Απόρρητο χρηματιστηριακού μέλους.</b>     | Υποχρεούται να μην ανακοινώνει το όνομα του πελάτη του στον αντισυμβαλλόμενο, εκτός αν ο πελάτης το επιτρέψει.  |
| <b>Απόσβεση.</b>                             | Ποσό που αφαιρείται από τα μικτά κέρδη της επιχείρησης για να καλύψει την φθορά των πάγιων της. Σε ομολογιακά δάνεια απόσβεση λέγεται η εξόφλησή τους.  |
| <b>Αποτίμηση.</b>                            | Υπολογισμός της πραγματικής αξίας ενός εισηγμένου στο χρηματιστήριο τίτλου.   |
| <b>Αρμπιτράζ (Arbitrage)</b>                 | Ταυτόχρονη αγορά τίτλων από ένα χρηματιστήριο και πώληση σ' άλλο για να επιτευχθεί κέρδος από την διαφορά τιμών. Γίνεται και με διαφορετικά ισοδύναμα χρεόγραφα στο ίδιο χρηματιστήριο.   |
| <b>Άρτιο.</b>                                | Η ονομαστική αξία ενός χρεογράφου που αναγράφεται στο σώμα του. Η αξία που είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική λέγεται υπέρ το άρτιο, αν είναι ίση στο άρτιο και αν είναι μικρότερη υπό το άρτιο.                                   |
| <b>Ατομική μερίδα.</b>                       | Η συμμετοχή κάθε χρηματιστηριακού μέλους στο Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών.   |
| <b>Βαρύ χαρτί.</b>                           | Μετοχή της οποίας η αξία είναι μεγαλύτερη και γι' αυτό δεν παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή της.  |
| <b>Βιβλία χρηματιστηριακών μελών.</b>        | Τα προβλεπόμενα από τον νόμο ειδικά για τα χρηματιστηριακά μέλη βιβλία, όπως βιβλιάριο εντολών, πινακίδιο συναλλαγών.   |
| <b>BEAR(αρκούδα).</b>                        | Ο απαισιόδοξος επενδυτής που προβλέπει πτώση στις τιμές των μετοχών.  |
| <b>BULL(ταύρος).</b>                         | Ο αισιόδοξος επενδυτής που προβλέπει αύξηση στις τιμές των μετοχών.   |
| <b>Γενικός δείκτης τιμών χρηματιστηρίου.</b> | Ο σταθμικός μέσος όρος 48 επιλεγμένων μετοχών, ο οποίος εκφράζει την ημερήσια εξέλιξη του συνόλου των εισηγμένων μετοχών.   |
| <b>Γραφείο εκκαθάρισης.</b>                  | Υπηρεσία του χρηματιστηρίου η οποία έχει ως έργο την διεκπεραίωση των καθημερινών συναλλαγών μεταξύ χρηματιστών, πιστοποιώντας τις πράξεις αυτών.   |
| <b>COMMERCIAL BANKING.</b>                   | Παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες όπως οι καταθέσεις, δάνεια, εισαγωγές, κ.λ.π.  |
| <b>Δεδουλευμένος τόκος.</b>                  | Ο τόκος ομολογίας που αναλογεί στο χρονικό διάστημα από την αποκοπή του τελευταίου τοκομεριδίου μέχρι πριν τη λήξη του προσαρτημένου τοκομεριδίου.  |
| <b>Δελτίο τιμών Χ.Α.Α.</b>                   | Συντάσσεται κάθε εργάσιμη μέρα από το Χ.Α.Α. μετά τη λήξη της συνεδρίασης. Περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες αξίες στο Χ.Α.Α., τις τιμές στις οποίες έγιναν συναλλαγές και σε ποιες υπάρχει προσφορά ή ζήτηση που δεν ικανοποιήθηκε. |
| <b>Δευτερογενής χρηματοδότηση.</b>           | Η άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις όταν οι τίτλοι που εκδίδουν διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.   |
| <b>Δημοπρασία μετοχών.</b>                   | Ρευστοποίηση μετοχών στην αίθουσα συναλλαγών του χρηματιστηρίου, με τη μέθοδο της πλειοδοσίας.  |
| <b>Διαχείριση χαρτοφυλακίου.</b>             | Μεταβολές στη σύνθεση των χρεογράφων ενός χαρτοφυλακίου.  |

|   |  |
|---|--|
| <b>Διαγραφή χρεογράφων.</b>                     | Μετά από εισήγηση του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου και με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς παύει να διαπραγματεύεται ένα χρεόγραφο στο Χρηματιστήριο.  |
| <b>Διακίνηση τίτλων.</b>                        | Οι συναλλαγές που έγιναν σε τίτλους στο Χρηματιστήριο μέσα σ' ένα χρονικό διάστημα στο σύνολό τους ή κατά κατηγορία.   |
| <b>Διαπραγμάτευση τίτλων.</b>                   | Το σύνολο των τίτλων που προσφέρθηκαν και ζητήθηκαν σε μια χρονική περίοδο.  |
| <b>Διάσπαση μετοχών.</b>                        | Σπάζει η μετοχή σε περισσότερες, γιατί οι συναλλαγές λόγω του ύψους της τιμής της δυσκολεύονται. Μια μετοχή που δεν έχει "σπάσει" λέγεται "άκοφτη".  |
| <b>Διασπορά μετοχών.</b>                        | Όταν οι μετοχές μιας Α.Ε., βρίσκονται στα χέρια μεγάλου αριθμού μετόχων.   |
| <b>Δικαίωμα προτίμησης.</b>                     | Σε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών οι παλαιοί μέτοχοι έχουν δικαίωμα να συμμετέχουν σ' αυτή κατά το ποσοστό συμμετοχής τους στο κεφάλαιο.   |
| <b>Διοικητικό Συμβούλιο Χ.Α.Α.</b>              | Εννεαμελές όργανο το οποίο διοικεί το Χ.Α.Α., διαχειρίζεται την περιουσία του, εκπροσωπεί το Χ.Α.Α. και εποπτεύει για την ομαλή λειτουργία του.  |
| <b>Διόρθωση τιμών.</b>                          | Η τάση των τιμών των μετοχών να επανέλθουν σε λογικότερα επίπεδα μετά από μια έντονη άνοδό τους.   |
| <b>Διώξ' τα.</b>                                | Εντολή να πουληθούν ορισμένοι τίτλοι.  |
| <b>Δώρο.</b>                                    | Ποσό που καταβάλλεται εκ των προτέρων σε προθεσμιακές συναλλαγές και δίνει το δικαίωμα στον καταβάλλοντα να αγοράσει ή να πουλήσει τίτλους στην τιμή που συμφωνήθηκε. Το δώρο σε καμία περίπτωση δεν επιστρέφεται. |
| <b>Είναι ανοικτός.</b>                          | Όταν κάποιος χρωστά χρήματα ή μετοχές σε χρηματιστηριακό μέλος και δεν έχει να τα δώσει.   |
| <b>Εισαγωγή στο Χ.Α.Α.</b>                      | Η διαδικασία που οφείλει να τηρήσει μια Α.Ε. , αν θέλει οι μετοχές της και οι ομολογίες της να διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α.  |
| <b>Εκκαθάριση (χρηματιστηριακή).</b>            | Τακτοποίηση λογ/μων μεταξύ μελών του Χ.Α.Α. που ενήργησαν με αντίθετες εντολές.  |
| <b>Εκποίηση (χρηματιστηριακή)</b>               | Η εκποίηση χρηματιστηριακών πραγμάτων λόγω αναγκαστικής εκτέλεσης, δικαστικής διανομής και εκούσιας πώλησης από επίτροπο ανηλικού ή απαγορευμένου που γίνεται στο Χ.Α.Α. τοις μετρητοίς.                           |
| <b>Εκφώνηση.</b>                                | Η προσφορά τίτλων από ένα μέλος του Χ.Α.Α. που γινόταν μέσα στην αίθουσα συνεδριάσεων με δυνατή φωνή και δημόσια.  |
| <b>Εκφωνητής.</b>                               | Ο αντικριστής που είχε το δικαίωμα εκφώνησης στον "κύκλο" του Χ.Α.Α. για την αγορά ή πώληση τίτλων.  |
| <b>Εμπορευσιμότητα τίτλου.</b>                  | Ο βαθμός συχνότητας των συναλλαγών που παρουσιάζει ο τίτλος.   |
| <b>Εμπορικό χρηματογράφο (commercial paper)</b> | Βραχυπρόθεσμο ομολογιακό δάνειο που εκδίδεται από επιχειρήσεις και οργανισμούς.  |
| <b>Ενημερωτικό δελτίο (prospectus)</b>          | Ειδικό έντυπο με πληροφορίες για την επιχείρηση, το οποίο υποχρεούνται να εκδίδουν οι Α.Ε. όταν διαθέτουν μετοχές και ομολογίες στο κοινό.   |
| <b>Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου.</b>           | Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι, που εκδίδονται από το Δημόσιο για να καλύψει τις ανάγκες του.   |
| <b>Έντολή.</b>                                  | Η οδηγία που δίνεται στο τακτικό μέλος του Χρηματιστηρίου για αγορά ή πώληση τίτλων.   |
| <b>Έντολή ανοικτή.</b>                          | Έντολή αγοράς ή πώλησης μετοχών χωρίς να έχει τεθεί όριο τιμής.  |
| <b>Έντολή στο κλείσιμο.</b>                     | Αγορά ή πώληση μετοχής στην τιμή κλεισίματος της ημέρας.   |
| <b>Έντολή με όριο.</b>                          | Αγορά ή πώληση μετοχής με όριο τιμής.  |
| <b>Εξαγορά μεριδίου.</b>                        | Εξόφληση μεριδίου Αμοιβαίων Κεφαλαίων.   |
| <b>Εξαμηνιαία λογιστική κατάσταση.</b>          | Η οικονομική κατάσταση η οποία περιλαμβάνει τον Ισολογισμό και τα αποτελέσματα της Α.Ε. ενός εξαμήνου και την οποία υποχρεούνται να δημοσιεύουν οι Α.Ε. των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.          |
| <b>Επενδυτής (χρηματιστηριακός).</b>            | Αυτός που αγοράζει τίτλους εισηγμένους στο Χρηματιστήριο.  |

|   |  |
|---|--|
| <b>Επενδυτικά μέσα χρηματαγοράς.</b>            | Χρεόγραφα βραχυπρόθεσμης διάρκειας όπως έντοκα γραμμάτια του κράτους, πιστοποιητικά καταθέσεων, εμπορικά χρηματούγραφα κ.λ.π.  |
| <b>Επετηρίδα Χρηματιστηρίου.</b>                | Ετήσια έκδοση του Χρηματιστηρίου με πλήρη στοιχεία για όλους τους διαπραγματευόμενους τίτλους και διάφορες πληροφορίες για τους επενδυτές.   |
| <b>Επιθετικές μετοχές.</b>                      | Οι μετοχές που αντιδρούν απότομα στις αλλαγές των τιμών της αγοράς.  |
| <b>Επικαρπίας μετοχές.</b>                      | Εκδίδονται κατά την απόσβεση του μετοχικού κεφαλαίου και δεν δικαιούνται πρώτο μέρος παρά πρόσθετο μέρος. Έχουν δικαίωμα ψήφου.  |
| <b>Εταιρεία αποθετηρίων.</b>                    | Ανώνυμος εταιρεία η οποία εκδίδει τα αποθετήρια.   |
| <b>Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.</b>                  | Συλλογικό όργανο με αρμοδιότητες για τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου και γενικότερα για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα.   |
| <b>Εποπτεία Χρηματιστηρίου.</b>                 | Εκπρόσωπος του ΥΠΕΘΟ που εποπτεύει και ελέγχει τους χρηματιστές και τις εταιρείες που έχουν εισηγμένους τίτλους.   |
| <b>Εσωτερική ή λογιστική αξία μιας μετοχής.</b> | Η αξία της μετοχής που προκύπτει αν διαιρέσουμε την καθαρή θέση της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών της.   |
| <b>Εσωτερικές πληροφορίες.</b>                  | Πληροφορίες οι οποίες αφορούν Ανώνυμες Εταιρείες που έχουν μετοχές στο Χρηματιστήριο και οι οποίες δεν είναι γνωστές. Η διάδοση τους τιμωρείται.   |
| <b>Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.</b>       | Ανώνυμες εταιρείες με υψηλά κεφάλαια που έχουν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου χρεογράφων, ομολογίες, ομόλογα, μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έντοκα γραμμάτια και μετοχές. |
| <b>Εταιρεία Ναυτική.</b>                        | Ειδικής μορφής εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό την κυριότητα, διαχείριση και εκμετάλλευση πλοίων. Είναι δυνατή η εισαγωγή μετοχών της στο Χρηματιστήριο.                                  |
| <b>Εταιρεία Χρηματιστηριακή Ανώνυμη.</b>        | Ανώνυμη εταιρεία με κεφάλαιο πάνω από 100 εκ. δρχ. ,τακτικό μέλος του Χ.Α.Α. που συνάπτει χρηματιστηριακές συναλλαγές.   |
| <b>Ζημιά Χρηματιστηριακή.</b>                   | Πώση των τιμών των μετοχών σε μια ημερήσια συνεδρίαση. Η έκφραση που συνηθίζεται είναι "έκλεισαν με ζημιές οι τάδε μετοχές".   |
| <b>Ζωρότητα χρηματιστηριακή.</b>                | Όταν υπάρχει έντονη ζήτηση τίτλων στο Χρηματιστήριο.   |
| <b>Η αγορά ή το χαρτί έσφιξε.</b>               | Η τιμή της μετοχής κρατιέται στα ίδια επίπεδα.   |
| <b>Η μετοχή δεν βγήκε στο ταμπλό.</b>           | Δεν εμφανίστηκαν στο Χρηματιστήριο (πίνακα) συγκεκριμένες εντολές για αγορά ή πώληση.  |
| <b>Η μετοχή έμεινε άπρακτη.</b>                 | Δεν έγιναν συναλλαγές για την συγκεκριμένη μετοχή.   |
| <b>Ηλεκτρονική ταινία.</b>                      | Η ταινία στην οποία γράφονται με μεγάλη ταχύτητα οι συναλλαγές οι οποίες πραγματοποιούνται ανά πάσα στιγμή, η τρέχουσα τιμή του Γενικού Δείκτη και των επί μέρους Δεικτών.               |
| <b>Θεσμικός επενδυτής.</b>                      | Είναι οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και τα Αμοιβαία Κεφάλαια.  |
| <b>Θεματοφύλακας Α.Κ.</b>                       | Είναι μια Τράπεζα Ελληνική η οποία φυλάει την περιουσία του Α.Κ. και διενεργεί ως ταμίας, όλες τις χρηματικές συναλλαγές του Α.Κ.  |
| <b>Ίδια κεφάλαια.</b>                           | Είναι το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. και τα αποθεματικά της, ενώ ξένα κεφάλαια είναι οι υποχρεώσεις της.  |
| <b>Ίδιωτική τοποθέτηση.</b>                     | Διάθεση νέων μετοχών απ' ευθείας στους επενδυτές, χωρίς να μεσολαβήσει η διαδικασία της δημόσιας εγγραφής.   |
| <b>Ίδρυτικοί τίτλοι.</b>                        | Μετοχές χωρίς ονομαστική αξία και χωρίς δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη. Δίνονται συνήθως στους ιδρυτές της Α.Ε. για ανταμοιβή των υπηρεσιών τους.   |
| <b>Ίσολογισμός.</b>                             | Η οικονομική κατάσταση που δημοσιεύουν υποχρεωτικά οι Α.Ε. και δείχνει τα περιουσιακά τους στοιχεία και τις υποχρεώσεις τους.  |
| <b>Investment banking.</b>                      | Τραπεζικές εργασίες που αφορούν την παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σε θέματα αύξησης κεφαλαίου, διανομής μετοχών,  |

|   |  |
|---|--|
|   | διαχείρισης χαρτοφυλακίου κ.λ.π.   |
| <b>Κάγκελο.</b>                                   | Κοινή ονομασία του κύκλου διαπραγματεύσεων.  |
| <b>Καγκελίτης.</b>                                | Ο επενδυτής που σαν συνδρομητής βρισκόταν μέσα στην αίθουσα των συναλλαγών και έδινε απ' ευθείας εντολές στο κάγκελο.  |
| <b>Καλό χαρτί(blue chip).</b>                     | Μετοχή εταιρείας γνωστής και με καλή προϊστορία στο Χρηματιστήριο.   |
| <b>Κάμψη τιμών δεικτών.</b>                       | Πτώση στις τιμές των μετοχών και των χρηματιστηριακών δεικτών.   |
| <b>Κανονισμός.</b>                                | Διάταγμα που ρυθμίζει την λειτουργία του Χρηματιστηρίου.   |
| <b>Κανονισμός Α/Κ.</b>                            | Συμφωνητικό μεταξύ μεριδιούχων και Α.Ε. διαχείρισης του Α/Κ, για το τρόπο λειτουργίας του Α/Κ.   |
| <b>Κανονισμός Χρηματιστηρίου.</b>                 | Το διάταγμα που ρυθμίζει κάθε λεπτομέρεια για την λειτουργία του Χρηματιστηρίου.   |
| <b>Κάνω μουαγέν.</b>                              | Τεχνική αγοράς μετοχών με ένα σταθερό ποσό σε κανονικά χρονικά διαστήματα. Όταν η αγορά είναι καθοδική αγοράζονται περισσότερες μετοχές. Έτσι, η μέση τιμή κτήσης της μετοχής καταλήγει να είναι χαμηλότερη από τη μέση τιμή της αγοράς. |
| <b>Κέρδη ανά μετοχή (earnings per share-eps.)</b> | Όταν σε μια ημερήσια συνεδρίαση οι τιμές ορισμένων μετοχών ανέβουν, συνηθίζεται να λέγεται ότι "οι τάδε μετοχές έκλεισαν με κέρδη".  |
| <b>Κεφαλαιαγορά Capital market.</b>               | Η αγορά όπου προσφέρονται και ζητούνται μακροπρόθεσμα κεφάλαια.  |
| <b>Κεφαλαιακό κέρδος.</b>                         | Η θετική διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης ενός τίτλου.  |
| <b>Κίνδυνος μετοχής.</b>                          | Η πιθανότητα που έχει ο επενδυτής να μην εισπράξει το μέρισμα από μία μετοχή ή να πέσει η τιμή της.  |
| <b>Κινητές αξίες.</b>                             | Τίτλοι που εκδίδονται από τράπεζες, ιδιωτικές εταιρείες, το κράτος ή άλλους οργανισμούς και που παρέχουν δικαιώματα στους κατόχους τους.   |
| <b>Κίνητρα εισαγωγής.</b>                         | Τι επιδιώκει να πετύχει η Α.Ε. όταν εισάγει στο Χρηματιστήριο αξίες της για διαπραγμάτευση.  |
| <b>Κλείσιμο τιμής.</b>                            | Η τελευταία τιμή που αναγράφεται στο ημερήσιο χρηματιστηριακό δελτίο.  |
| <b>Κλήρωση στο άρτιο.</b>                         | Όταν για την απόσβεση ομολογιακών δανείων, οι ομολογίες που κληρώνονται εξοφλούνται στην ονομαστική τους αξία (παρένθεση στο άρτιο).   |
| <b>κολλυβιστές.</b>                               | Από αυτούς προήλθαν πολλοί από τους πρώτους χρηματιστές του Χ.Α.Α.   |
| <b>κουπόνι.</b>                                   | Η απόδειξη που βρίσκεται προσαρμοσμένη σε μία μετοχή ή ομολογία για να εισπραχθεί το μέρισμα ή ο τόκος αντίστοιχα.   |
| <b>Κραχ.</b>                                      | Απότομη πτώση των τιμών των χρεογράφων λόγω σοβαρών εσωτερικών ή εξωτερικών πολιτικών ή οικονομικών εξελίξεων. Το μεγαλύτερο διεθνές κραχ, σημειώθηκε το 1929 αρχίζοντας από το χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης.                             |
| <b>Κτήματα.</b>                                   | Συνθηματική ονομασία των μετοχών της Κτηματικής Τράπεζας.  |
| <b>Κύκλος.</b>                                    | Ταυτόσημος με τη λέξη κάγκελο.   |
| <b>Κύρια αγορά.</b>                               | Χρηματιστήριο αξιών για το οποίο οι διαδικασίες εισαγωγής είναι αυστηρότερες.  |
| <b>Libor.</b>                                     | Τα διατραπεζικό επιτόκιο της αγοράς του Λονδίνου.  |
| <b>Λιραυτής.</b>                                  | Αυτός που ασχολείται με χρυσές λίρες Αγγλίας.  |
| <b>Λογιστική αξία.</b>                            | Ταυτόσημο με την εσωτερική αξία της μετοχής.   |
| <b>Λογιστική κατάσταση.</b>                       | Η οικονομική κατάσταση της εταιρείας, η οποία αναφέρεται σε τριμηνή ή εξαμηνιαία περίοδο.  |
| <b>Λογιστική Καθαρή Θέση.</b>                     | Είναι το μετοχικό κεφάλαιο, τα πάσης φύσης αποθεματικά και τα τυχόν κέρδη εις νέων, μιας Α.Ε.  |
| <b>Lombard.</b>                                   | Ανώτατο επίπεδο που θέτει η Bundesbank (κεντρική τράπεζα της Γερμανίας) για τα επιτόκια στη Γερμανική Χρηματαγορά.   |
| <b>Μαϊμού μετοχή.</b>                             | Πλαστή μετοχή παραχαραγμένη.   |
| <b>Μάνες.</b>                                     | Οι παλιές μετοχές σε αύξηση κεφαλαίου οι οποίες δίνουν παιδιά δηλαδή νέες μετοχές.   |

|                                    |  |
|------------------------------------|--|
| <b>Μέλη του Χ.Α.Α.</b>             | Τακτικά (χρηματιστές) και χρηματιστηριακές εταιρείες και Έκτακτα (αντικριστές).  |
| <b>Μερίδια Α/Κ.</b>                | Έγγραφοι ονομαστικοί τίτλοι στους οποίους διαιρείται το ενεργητικό των Α/Κ.  |
| <b>Μέρισμα.</b>                    | Το μέρος των καθαρών κερδών μίας Α.Ε. που αναλογεί σε μία μετοχή και διανέμεται στους μέτοχους.  |
| <b>Μερισματοσπόδειξη.</b>          | Μικρή απόδειξη, προσαρτημένη στο σώμα της μετοχής και φέρει αυξοντα αριθμό. Όταν αποκοπεί αποκτά αυτοτέλεια και ενσωματώνει το δικαίωμα του μετόχου να πάρει μέρισμα.  |
| <b>Μεσιτικά δικαιώματα.</b>        | Η αμοιβή του χρηματιστή ή της ΑΧΕ για την σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών.  |
| <b>Μετατρέψιμες ομολογίες.</b>     | Ομολογίες που παρέχουν το δικαίωμα στον κάτοχο τους να τις μετατρέψει σε μετοχές της ίδιας εταιρείας, υπό ορισμένες προϋποθέσεις.  |
| <b>Μετοχή.</b>                     | Έγγραφος τίτλος που παριστάνει την αναλογία με την οποία ο κάτοχος της μετέχει στο κεφάλαιο της Α.Ε.   |
| <b>Μίζα.</b>                       | Η προμήθεια των χρηματιστών.   |
| <b>Μικρό χαρτί.</b>                | Μετοχή με μικρή χρηματιστηριακή αξία.  |
| <b>Μικροεπενδυτής.</b>             | Αυτός που επενδύει στο Χρηματιστήριο μικρά ποσά.   |
| <b>Μονάδα διαπραγμάτευσης.</b>     | Το ποσό των μετοχών ή ομολογιών που ορίζεται ως ελάχιστο στο οποίο μπορεί να γίνονται οι χρηματιστηριακές συναλλαγές.  |
| <b>Μπουμ.</b>                      | Μεγάλη και απότομη άνοδος των τιμών των χρεογράφων του Χρηματιστηρίου.   |
| <b>Ναός.</b>                       | Αποκαλείται το μέγαρο του Χ.Α.Α.   |
| <b>Ντεπόρ.</b>                     | Η αρνητική διαφορά όταν η τιμή τοις μετρητοίς μιας συναλλαγής είναι μεγαλύτερη από την τιμή επί προθεσμία.   |
| <b>Όγκος συναλλαγών.</b>           | Δείχνει τον αριθμό των χρεογράφων που αγοράστηκαν και πωλήθηκαν σ'ένα χρονικό διάστημα και το συνολικό ποσό δρχ. που αντιστοιχεί σε κάθε ποσότητα.   |
| <b>Ομόλογα.</b>                    | Τίτλοι ομολογιακών δανείων που εκδίδονται από τράπεζες, το Δημόσιο και Ν.Π.Δ.Δ. και έχουν διάρκεια το πολύ μέχρι 7 χρόνια.   |
| <b>Ομόλογα ZERO COUPON.</b>        | Ομόλογα χωρίς τοκομερίδια τα οποία αγοράζονται σε τιμή χαμηλότερη της ονομαστικής τους αξίας. Ο αγοραστής την ημέρα της λήξης εισπράττει την ονομαστική αξία και κερδίζει από τη διαφορά.  |
| <b>Ομολογία.</b>                   | Τίτλος, ο οποίος δείχνει ότι ο κάτοχος δάνεισε ένα ορισμένο ποσό στο κράτος, την εταιρεία, το Ν.Π.Δ.Δ. ή την Τράπεζα που τον εξέδωσε.  |
| <b>Ονομαστική μετοχή.</b>          | Μετοχή στην οποία το όνομα του κατόχου αναγράφεται πάνω στο σώμα της και η οποία κατατίθεται στην Α.Ε.. Αποθετηρίων Τίτλων και ο μέτοχος έχει το αποθετήριο έγγραφο αντ'αυτής.   |
| <b>OPTION.</b>                     | Κατά λέξη μεταφράζεται "δικαίωμα επιλογής". Είναι τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα είτε αγοράς (call option), είτε πώλησης (put option) ενός ορισμένου ποσού, συγκεκριμένου χρεογράφου, σε συμφωνημένη τιμή κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου ή στο τέλος της περιόδου. |
| <b>Παιδιά.</b>                     | Οι νέες μετοχές που μοιράζει δωρεάν μια Α.Ε. στους παλαιούς μετόχους σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της.  |
| <b>Παίζω αέρα.</b>                 | Αγοράζω ή πουλώ μετοχές που δεν έχω στην κατοχή μου.   |
| <b>Παίζω με τα πάνω.</b>           | Αγοράζω μετοχές γιατί προβλέπω ότι θα αυξηθούν οι τιμές τους.  |
| <b>Παίζω με τα κάτω ή σορτάρω.</b> | Πουλώ μετοχές γιατί πιστεύω ότι θα πέσει η τιμή τους.  |
| <b>Πακέτο μετοχών.</b>             | Διαπραγμάτευση μεγάλου αριθμού μετοχών.  |
| <b>Παπαγαλάκια.</b>                | Όλοι όσοι διαδίδουν φήμες.   |
| <b>Παραγραφή.</b>                  | Η απόσβεση αξιώσεων διότι δεν ασκήθηκαν μέσα σ'ένα ορισμένο χρονικό διάστημα. Τα μερίσματα και τα τοκομερίδια υπόκεινται σε 5ετή παραγραφή από την ημερομηνία έναρξης της πληρωμής τους.   |
| <b>Παράλληλη αγορά.</b>            | Χρηματιστήριο Αξιών στο οποίο οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή σ'αυτό χρεογράφων είναι λιγότερο αυστηρές απ' αυτές της Κύριας Αγοράς.  |
| <b>Περιθώρια.</b>                  | Εγγυήσεις που κατατίθενται για την ασφάλεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών.   |

|   |   |
|---|---|
| <b>Πινακίδιο.</b>   | Τριπλότυπο βιβλιάριο που συμπληρώνεται μετά από κάθε χρηματιστηριακή συναλλαγή και αναφέρει το όνομα του πελάτη το είδος και την ποσότητα των τίτλων και την αξία τους.   |
| <b>Πιστοποιητικά κατάθεσης διαπραγμάτευση (negotiable certificates of deposit.) CDs</b> | Χρεόγραφα που εκδίδονται από εμπορικές τράπεζες για διάστημα ενός έως έξη μηνών. Εκδίδονται για μεγάλα ποσά και μοιάζουν με τις καταθέσεις προθεσμίας. Τα CDs διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.  |
| <b>Πλαφόν.</b>  | Το ανώτατο όριο της τιμής μιας μετοχής στο χρηματιστήριο.   |
| <b>Πληρεξούσιο ή απόδειξη κατοχής μετοχών.</b>  | Χορηγείται στους μέτοχους για να συμμετάσχουν στις γενικές συνελεύσεις των επιχειρήσεων.  |
| <b>Πολλαπλός τίτλος.</b>  | Αυτός που αποτελείται από περισσότερες από μία μετοχές ή μία ομολογία. Συνήθως λέμε πολλαπλή μετοχή αυτή που περιέχει αριθμό μετοχών πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης.   |
| <b>Πραγματική καθαρά θέση.</b>  | Βρίσκεται αν στο Ενεργητικό της εταιρείας σε τρέχουσες τιμές, προσθέσουμε την υπεραξία των παγίων και αφαιρέσουμε το κυρίως Παθητικό.   |
| <b>Πράξεις χρηματιστηριακές.</b>  | Αγοραπωλησίες χρηματιστηριακών τίτλων, χρηματιστηριακές συναλλαγές.   |
| <b>Premium μετοχής.</b>   | Το επί πλέον ποσό από την αξία της μετοχής με την οποία διαπραγματεύεται η μετοχή.  |
| <b>Προεγγραφή.</b>  | Μέρος της διαδικασίας εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο ή της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, που αφορά τη διάθεση μετοχών στο κοινό μέσω τραπεζής.   |
| <b>Προμέρισμα.</b>  | Μέρος από το ετήσιο μέρισμα που διανέμεται στους μέτοχους πριν από τη λήξη της χρήσης.  |
| <b>Προνομιούχες μετοχές.</b>  | Έχουν ορισμένα προνόμια έναντι των κοινών μετοχών. Παίρνουν το πρώτο μέρισμα πριν από τις κοινές μετοχές. Ικανοποιούνται πρώτες από το προϊόν εκκαθάρισης της εταιρείας, μπορεί ακόμη να παίρνουν τόκο και σε περίπτωση ανυπαρξίας κερδών. Συνήθως στην Ελλάδα εκδίδονται χωρίς δικαίωμα ψήφου.   |
| <b>Πρωτογενής χρηματοδότηση.</b>  | Η άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις απ'ευθείας από το επενδυτικό κοινό, με έκδοση νέων μετοχών ή ομολογιακών δανείων.  |
| <b>Ρεπόρ.</b>   | Η διαφορά μεταξύ της τιμής τοις μετρητοίς από την τιμή με προθεσμία. Θεωρείται σαν αμοιβή για το κεφάλαιο που διατίθεται, για τη μεταφορά των πράξεων με προθεσμία.   |
| <b>REPOS.</b>   | Τεχνική συναλλαγών με αντικείμενο αξιόγραφο και κυρίως χρηματιστηριακά αξιόγραφα, τα οποία οι τράπεζες πωλούν στους πελάτες τους, με συμφωνία να τα επαναγοράσουν μετά από ένα χρονικό διάστημα. Δικαίωμα σύναψης συναλλαγών Repos έχουν και τα μέλη του Χ.Α.Α. Μοιάζουν με καταθέσεις προθεσμίας αλλά η απόδοση τους δεν φορολογείται. |
| <b>REVERSE REPOS.</b>   | Με αυτά δίνεται η δυνατότητα στην τράπεζα πριν επαναπουλήσει στον πελάτη της τους τίτλους, που αγοράζει από αυτόν με συμφωνία επαναπώλησης, να τους πουλήσει στο μεταξύ με σύμφωνο επαναγοράς σε άλλους πελάτες της.  |
| <b>Ρετάλια.</b>   | Ποσό μετοχών ή ομολογιών μικρότερο από τη μονάδα διαπραγμάτευσης.   |
| <b>Ρευστοποίηση κερδών.</b>   | Η πώληση τίτλων, που οι τιμές τους ανέβηκαν σ'ένα χρονικό διάστημα, για να εισπραχθεί μέρος ή το σύνολο των κερδών.   |
| <b>Ρήτρα συναλλάγματος.</b>   | Όταν ο εκδότης ομολογιακού δανείου αναλαμβάνει να πληρώσει τις ομολογίες και τα τοκομερίδια σε δραχμές μεν, αλλά με την τιμή συναλλάγματος που έχουν εκδοθεί.   |
| <b>Σκούπισμα.</b>   | Αθρόα αγορά μετοχών.  |
| <b>Σοφοκλέους.</b>  | Το μέγαρο του Χ.Α.Α , ο δρόμος που είναι εγκατεστημένο.   |
| <b>Σπέκουλα.</b>  | Κερδοσκοπία μέσω χρηματιστηριακών τίτλων.   |
| <b>Στελλάζ.</b>   | Πράξη με δώρο, όπου το δικαίωμα που αποκτάται είναι είτε διττό, δηλαδή να δηλωθεί είτε αγορά, είτε πώληση των τίτλων που  |

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
|                                   | συμφωνήθηκαν κατά τη λήξη της προθεσμίας.   |
| <b>Στενό χαρτί.</b>               | Μετοχή που δεν παρουσιάζει πολλές συναλλαγές.   |
| <b>Σύμβαση "εκτός κύκλου".</b>    | Χρηματιστηριακή συναλλαγή που γίνεται μόνο από Α.Χ.Ε. και κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις.  |
| <b>Σύμβαση "εντός κύκλου".</b>    | Χρηματιστηριακή συναλλαγή που γίνεται από τα μέλη του χρηματιστηρίου μέσα στην αίθουσα συναλλαγών.  |
| <b>Σύμβαση μεταφοράς.</b>         | Η μετάθεση μιας συναλλαγής με προθεσμία από το ένα δεκαπενθήμερο στο άλλο.  |
| <b>Σπάσιμο μετοχής.</b>           | Διανομή νέων μετοχών με μικρότερη χρηματιστηριακή αξία, όταν η μετοχή φθάσει σε υψηλά επίπεδα, δημιουργώντας δυσκολίες στη διαπραγμάτευση της.  |
| <b>Συμπύξη μετοχών.</b>           | Αντίθετη πράξη από το σπάσιμο των μετοχών. Οι μετοχές μιας εταιρείας συμπύσσονται και συνεπώς μειώνεται ο αριθμός τους και αυξάνεται η ονομαστική τους αξία.  |
| <b>Συμφηφισμός.</b>               | Χρηματιστηριακή συναλλαγή που γινόταν χωρίς εκφώνηση στον κύκλο και αφορούσε εκτέλεση αντίθετων εντολών πελατών για τους ίδιους τίτλους.  |
| <b>Συναλλαγές με προθεσμία.</b>   | Η παράδοση του τίτλου και η πληρωμή γίνεται στο τέλος μιας χρονικής περιόδου.   |
| <b>Συναλλαγές τοις μετρητοίς.</b> | Η παράδοση τίτλων και η πληρωμή πρέπει να γίνεται τις 2 επόμενες εργάσιμες μέρες από τη συναλλαγή.  |
| <b>Συνδρομητές.</b>               | Τα άτομα που έναντι μηνιαίας συνδρομής έχουν δικαίωμα να παρευρίσκονται σε ορισμένο χώρο κατά τις ώρες των συνεδριάσεων.  |
| <b>Συνεγγυητικό.</b>              | Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου όπου όλα τα μέλη του Χ.Α.Α. καταθέτουν ένα ποσό σαν εγγύηση για την ασφάλεια των συναλλαγών.   |
| <b>Σωρευτικό μέρισμα.</b>         | Μερίσματα προηγούμενων ετών που δεν έχουν καταβληθεί σε μέτοχους προνομιούχων μετοχών και διανέμονται όλα μαζί.   |
| <b>Συμβούλιο τιμής.</b>           | Όργανο του χρηματιστηρίου που κρίνει τις πράξεις των χρηματιστών.   |
| <b>Ταμπλό.</b>                    | Ο ξύλινος πίνακας στην αίθουσα συναλλαγών με τους διαπραγματευόμενους τίτλους, όπου αναγράφονταν οι τιμές των συναλλαγών, η προσφορά και η ζήτηση. Σήμερα γράφονται οι τιμές των ομολόγων.                  |
| <b>Τάση.</b>                      | Ανοδική ή καθοδική κατεύθυνση που ακολουθούν οι τιμές των τίτλων.   |
| <b>Ταράτσα.</b>                   | Το υψηλότερο επίπεδο ενός χρηματιστηριακού δείκτη.  |
| <b>Τιμές ακραίες.</b>             | Η ανώτατη και η κατώτατη τιμή ενός τίτλου σε μια ημερήσια συνεδρίαση ή μέσα σε μια χρονική περίοδο.   |
| <b>Τιμή κλεισίματος.</b>          | Η τελευταία τιμή που γράφεται για κάθε τίτλο στο ημερήσιο δελτίο τιμών. Μπορεί να είναι η τελευταία τιμή συναλλαγής αλλά και η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζήτησης.  |
| <b>Τοκομερίδια.</b>               | Μικρά κομμάτια ενσωματωμένα με τις ομολογίες ή τα ομόλογα με τα οποία ο κάτοχός τους έχει δικαίωμα εισπραχής του αναγραφόμενου επί του τοκομεριδίου τόκου, την ημερομηνία που αναγράφεται..                 |
| <b>Τιμές συμφηφισμού.</b>         | Καθορίζονται την τελευταία εργάσιμη μέρα μιας χρηματιστηριακής προθεσμίας, με βάση τις τιμές κλεισίματος την ημέρα εκείνη. Όλες οι συναλλαγές που έγιναν μέσα στο 15μερο εκκαθαρίζονται με τις τιμές αυτές. |
| <b>Το χαρτί έχει δύναμη.</b>      | Η μετοχή έχει ζήτηση και η τιμή της πιθανόν να ανέβει.  |
| <b>Υπεραξία.</b>                  | Υπάρχει όταν μια επένδυση έχει τρέχουσα τιμή μεγαλύτερη από το κόστος κτήσης της.   |
| <b>Υπεραξία παγίων.</b>           | Η πραγματική αξία των παγίων στοιχείων της εταιρείας που είναι μεγαλύτερη απ'αυτή που εμφανίζεται στον ισολογισμό και που είναι η τιμή κτήσης των παγίων. Η διαφορά οφείλεται στον πληθωρισμό.              |
| <b>Υπερκάλυψη αξίας μετοχών.</b>  | Συμβαίνει όταν το συνολικό ποσό για το οποίο υποβάλλονται αιτήσεις από το κοινό είναι μεγαλύτερο από το ποσό αύξησης του κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.  |
| <b>FIXING.</b>                    | Διαπραγματευτική τιμή συναλλάγματος.  |
| <b>FINANCIAL FUTURES.</b>         | Προθεσμιακές αγορές χρηματοπιστωτικών τίτλων. Είναι συμβόλαια για αγορά ή πώληση ενός συγκεκριμένου τίτλου σε μια συγκεκριμένη  |



|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
|                                     | μελλοντική ημερομηνία και σε προκαθορισμένη τιμή.   |
| <b>Χαρτιά.</b>                      | Κοινή αναφορά των μετοχών.  |
| <b>Χάρτινοι τίτλοι.</b>             | Τίτλοι που δεν έχουν εσωτερική αξία.  |
| <b>Χαρτοφυλάκιο.</b>                | Το σύνολο των χρεογράφων που διαθέτει ένας επενδυτής.   |
| <b>HEDGING.</b>                     | Κατά λέξη μεταφράζεται σαν "εμπόδιο" και σημαίνει χρηματιστηριακές πράξεις οι οποίες γίνονται για να προστατεύσουν τον επενδυτή από ανατιμήσεις εμπορευμάτων κ.λ.π. |
| <b>Χρηματιστηριακά πράγματα.</b>    | Κινητές αξίες όταν διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.   |
| <b>Χρηματαγορά.</b>                 | Η αγορά στην οποία μπορεί να προσφύγει κανείς για να δανειστεί ή να τοποθετήσει βραχυπρόθεσμα τα κεφάλαιά του.  |
| <b>Χρηματιστηριακή αξία.</b>        | Η αξία μιας εισηγμένης εταιρείας στο χρηματιστήριο η οποία υπολογίζεται αν πολλαπλασιάσει κανείς τον αριθμό των μετοχών με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.     |
| <b>Χρηματιστηριακή εταιρεία.</b>    | Μέλος του χρηματιστηρίου, η οποία μεσολαβεί στις χρηματιστηριακές συμβάσεις, όπως ακριβώς και ο χρηματιστής.  |
| <b>Χρηματιστήριο εμπορευμάτων.</b>  | Χρηματιστήριο όπου οι συναλλαγές αφορούν εμπορεύματα, όπως μέταλλα, πετρέλαιο κ.λ.π. Βρίσκεται στον Πειραιά.  |
| <b>Χρηματιστηριακός εκπρόσωπος.</b> | Έχει θέση χρηματιστού σε μια χρηματιστηριακή εταιρεία για να διενεργεί τις χρηματιστηριακές συναλλαγές.   |
| <b>Ψυχολογία της αγοράς.</b>        | Οι διαθέσεις, οι προτιμήσεις των επενδυτών και το γενικό κλίμα που επικρατεί στην χρηματιστηριακή αγορά.  |

# Χ. Παράρτημα

## 1. ΑΚΡΩΝΥΜΙΑ

|        |   |
|--------|---|
| Α.Ε    | Ανώνυμη Εταιρεία  |
| ΑΕΔΑΚ  | Ανώνυμος Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων       |
| Α/Κ    | Αμοιβαία Κεφάλαια                                       |
| Δ.Χ.   | Διαχείριση Χαρτοφυλακίου                                |
| D.P.S. | Dividends Per Share                                     |
| ΕΓΕΔ   | Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου                     |
| Ε.Κ.   | Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς                                  |
| ΕΚΤΕ   | Εθνική Κτηματική Τράπεζα Ελλάδος                        |
| Ε.Ρ.Σ. | Earnings per share                                      |
| ΕΣΤΕ   | Εθνική Στεγαστική Τράπεζα Ελλάδος                       |
| ΕΤΒΑ   | Εθνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης                   |
| ΕΤΕΒΑ  | Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Ανάπτυξης        |
| ΕΤΕΡΠΣ | Ειδικό Ταμείο Ρυθμιστικών & Πολεοδομικών Σχεδίων        |
| ΚΕΔ    | Κτηματική Εταιρεία Δημοσίου                             |
| ΚΜΟ    | Κινητός Μέσος Όρος                                      |
| Μ.Κ.   | Μετοχικό Κεφάλαιο                                       |
| NASDAQ | National Association Dealers Automated Quotation System |
| ΝΠΔΔ   | Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου                         |
| ΟΕΔ    | Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου                              |
| Π.Α.   | Παράλληλη Αγορά   |
| P/E    | Price Earnings Ratio                                    |
| RSI    | Relative Strength Index                                 |
| Τ.Ε.   | Τράπεζα Ελλάδος   |
| ΥΠΕΘΟ  | Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας                           |
| Χ.Α.Α. | Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών                              |
| ΧΟΔ    | Χρηματοοικονομική Διαχείριση                            |

## 2. ΧΡΗΣΙΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α ΤΟ 1994

| Κατηγορία                  | Τεμάχια   | Αξία (Χ.δρχ) | Τεμ.% | Αξία % | Μ.Τ.Τεμ. | Μέση αξία |
|----------------------------|-----------|--------------|-------|--------|----------|-----------|
| Τράπεζες                   | 29854197  | 202815746    | 8,30  | 21,60  | 119896   | 814521    |
| Ασφάλειες                  | 1475728   | 3071975      | 0,40  | 0,30   | 5927     | 12337     |
| Εταιρείες Επενδύσεων       | 27384945  | 43638265     | 7,60  | 4,70   | 109980   | 175254    |
| Εταιρείες Χρηματ. Μισθωτ.  | 4542742   | 31457979     | 1,30  | 3,40   | 18244    | 126337    |
| Τηλεοπλ. & Τηλεπ/Μισ       | 9927852   | 94639537     | 2,80  | 10,10  | 39871    | 380078    |
| Κλωστοϋφαντουργίες         | 45850962  | 83694274     | 12,80 | 8,90   | 184140   | 336122    |
| Χημικές                    | 14392501  | 18788539     | 4,00  | 2,00   | 57801    | 75456     |
| Οικοδομησιμων υλών         | 5527180   | 20989243     | 1,50  | 2,20   | 22198    | 84294     |
| Μεταλλουργικές             | 54680710  | 115314037    | 15,30 | 12,30  | 219601   | 463109    |
| Ηλεκτρικών συσκευών        | 5261217   | 4908435      | 1,50  | 0,50   | 21129    | 19713     |
| Τροφίμων, ποτών & διατροφ. | 56614115  | 157851843    | 15,80 | 16,80  | 227366   | 633943    |
| Καπνού                     | 1290954   | 4716832      | 0,40  | 0,50   | 5185     | 18943     |
| Οικοδομικών επιχειρήσεων   | 16244486  | 63556408     | 4,50  | 6,80   | 65239    | 255247    |
| Εμπορικές                  | 11052007  | 16590584     | 3,10  | 1,80   | 44386    | 66629     |
| Ξενοδοχεία                 | 818190    | 674392       | 0,20  | 0,10   | 3286     | 2708      |
| Εύλου & Χάρτου             | 13913005  | 9560681      | 3,90  | 1,00   | 55876    | 38396     |
| Διάφορες εταιρείες         | 46534456  | 30127872     | 13,00 | 3,20   | 186885   | 120995    |
| Παράλληλη αγορά            | 12777264  | 34413028     | 3,60  | 3,70   | 51314    | 138205    |
| Εύλογα                     | 358142511 | 936809670    | 100   | 100    | 1438324  | 3762287   |

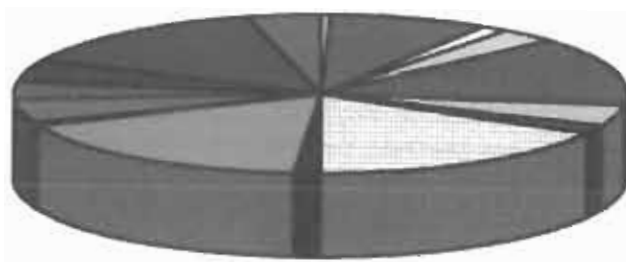
Στην επόμενη σελίδα υπάρχει αντίστοιχο σχήμα

### ΠΟΣΟ ΕΛΚΥΣΤΙΚΕΣ ΕΙΝΑΙ ΟΙ ΜΕΤΟΧΕΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ

Σταθμισμένοι δείκτες Ρ/Ε κατά κλάδο ( με βάση τις τιμές μετοχών στις 31.12.94 και τα ιστορικά κέρδη 1993)

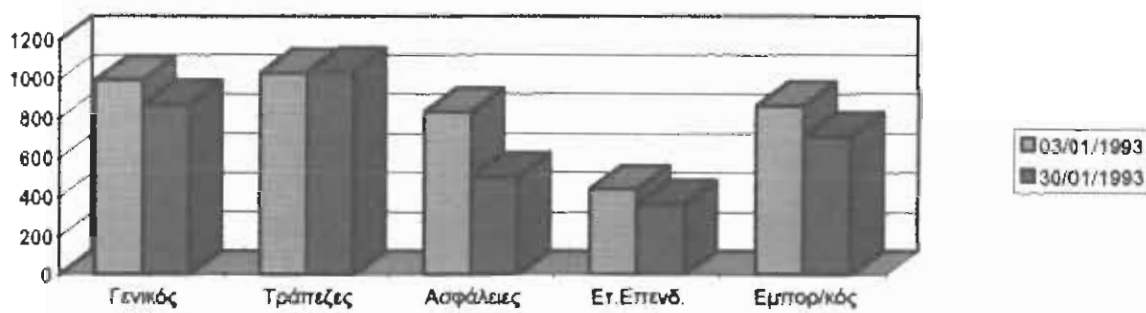
| ΚΛΑΔΟΙ                     | Ρ/Ε προ φόρων | Ρ/Ε μετά από φόρους |
|----------------------------|---------------|---------------------|
| <b>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ</b>         |               |                     |
| Τράπεζες                   | 6,0           | 7,7                 |
| Ασφάλειες                  | 24,5          | 33,3                |
| Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτ. | 6,0           | 6,0                 |
| Leasing                    | 6,1           | 9,2                 |
| Εταιρείες συμμετοχών       | 21,5          | 22,4                |
| Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης    | 8,8           | 9,5                 |
| Επιβατηγός Ναυτιλία        | 18,1          | 18,6                |
| Κλωστοϋφαντουργικές        | 14,8          | 19,6                |
| Χημικών Προϊόντων          | 28,4          | 39,3                |
| Οικοδομικών Υλικών         | 15,1          | 19,1                |
| Κατασκευαστικές            | 13,8          | 15,9                |
| Μεταλλουργικές             | 17,6          | 26,1                |
| Μεταλλεία                  | 15,1          | 22,0                |
| Διατροφής                  | 15,7          | 22,3                |
| Αλευροποιητικές            | 16,7          | 25,5                |
| Καπνού                     | 6,7           | 8,3                 |
| Συσκευασίας                | 10,6          | 14,6                |
| Έντυπη Πληροφορική         | 15,9          | 19,7                |
| Εταιρείες Πληροφορικής     | 15,7          | 22,3                |
| Διάφορες                   | 12,4          | 18,7                |
| Παράλληλη Αγορά            | 21,5          | 27,1                |
| Ρ/Ε Αγοράς                 | 10,2          | 13,2                |

Όγκος Συναλλαγών κατά κλάδο

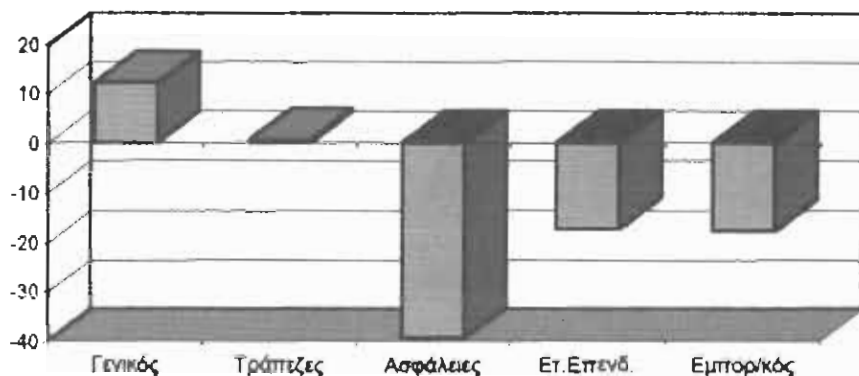


- Ασφάλειες
- Εταιρείες επενδύσεων
- Ετ. Χρηματοδοτ. Μισθ.
- Πληροφορ.-Τηλ/νίες
- Κλωστοϋφαντουργίες
- Χημικές
- Οικοδομήσιμων υλικών
- Μεταλλουργικές
- Ηλεκτρικών συσκευιών
- Τροφίμων, Ποτών, Διατρ.
- Καπνού
- Οικοδομικών επιχειρ.
- Εμπορικές
- Ξενοδοχεία
- Ξύλου και χάρτου
- Διάφορες εταιρείες
- Παράλληλη Αγορά

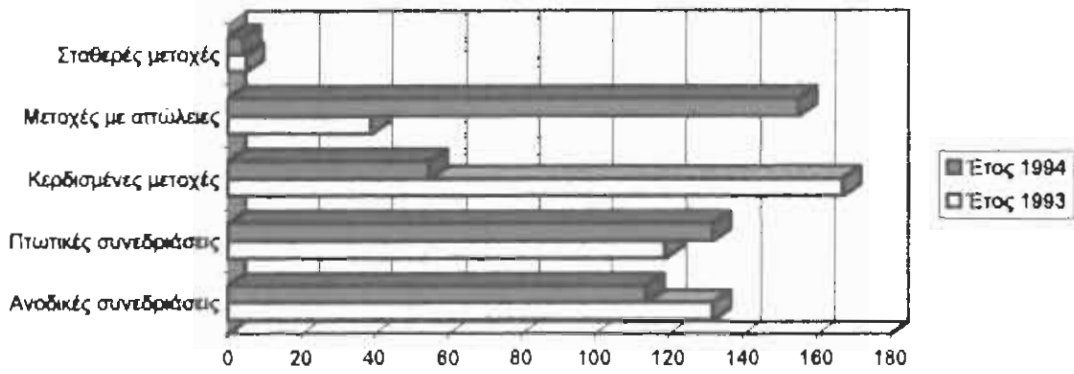
Μεταβολή δεικτών το 1994



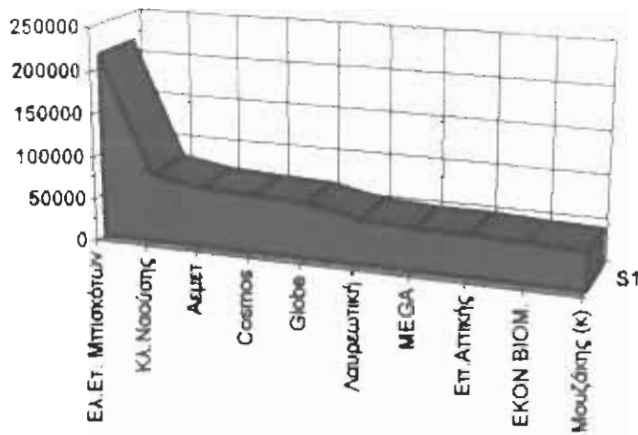
Ποσοστιαία μεταβολή δεικτών το 1994 σε σχέση με το 1993



Η εικόνα του χρηματιστηρίου το έτος 1993-94



Οι 10 μετοχές του 1994 με τη μεγαλύτερη τιμή τεμαχίων ανά χρηματιστηριακή ημέρα



### 3. ΤΙ ΔΕΙΧΝΟΥΝ ΤΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΩΝ Η.Π.Α.ΤΗΣ Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ.

- Ο DOW JONES καταγράφει ανάπτυξη.
- Ο FT-SE 100 εκφράζει φοβία για τα επιτόκια.
- Ο γ.δ. Χ.Α.Α. την απουσία "αναπτυξιακού καυσίμου".

Λέγεται πως το Χρηματιστήριο αποτελεί τον καθρέπτη της κάθε οικονομίας. Για του γραπτού λόγου το αληθές εξετάζουμε οικονομίες, αλλά και τα Χρηματιστήρια τριών χωρών. Των Η.Π.Α., της Βρετανίας και της Ελλάδας. Συγκεκριμένα:

#### Η.Π.Α.

Η οικονομία των Η.Π.Α. βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης και το μόνο πρόβλημα εντοπίζεται - εάν φυσικά εξαιρέσουμε το μεγάλο έλλειμμα σε ισοζύγιο πληρωμών - στην ανοδική πορεία του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός καταγράφηκε τον Ιανουάριο στο 2,8% παρουσιάζοντας άνοδο της τάσης 0,3% έναντι αύξησης 0,2% το Δεκέμβριο. Η συγκρατημένη αυτή άνοδος του πληθωρισμού οδήγησε την κεντρική τράπεζα των Η.Π.Α. στην αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου στο 5,25% από 4,75% που ήταν μέχρι την 1η Φεβρουαρίου '95. Η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε κατά 0,4% τον Ιανουάριο έναντι 0,9% το Δεκέμβριο του '94. Η ανεργία καταγράφηκε 5,4% το Δεκέμβριο '94, ενώ το Δεκέμβριο του '93 βρισκόταν στο 6,4%. Φυσικό επομένως ήταν και ο δείκτης DOW JONES τις πρώτες 45 μέρες του νέου χρόνου να παρουσιάζει ανοδική πορεία. Από τις 3.834,4 μονάδες που καταγράφηκε στις 2/1/95 έφθασε τις 3.987,52 μονάδες στις 16/2/95 παρουσιάζοντας άνοδο της τάξης του 3,9% ή άνοδο 153,12 μονάδων.

#### Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ.

Η αναζωπύρωση των πληθωριστικών πιέσεων είναι το μεγαλύτερο πρόβλημα της Βρετανίας αυτή τη χρονική περίοδο πράγμα που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι όλη η διαδικασία ανάκαμψης της οικονομίας παραμένει ευάλωτη.

Ο ρυθμός πληθωρισμού καταγράφηκε στο 3,3% τον Ιανουάριο από 2,9% το Δεκέμβριο και 2,6% το Νοέμβριο του '94. Αυτές ακριβώς οι πληθωριστικές πιέσεις οδήγησαν τη Βρετανία στις 2 Φεβρουαρίου να αυξήσει το βασικό της επιτόκιο κατά μισή ποσοστιαία μονάδα σε 6,75% ακολουθώντας κατά μια μέρα την αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων. Η οικονομία αναπτύσσεται με ετήσιο ρυθμό 4% πράγμα που σημαίνει ότι κάθε κίνηση αύξησης των επιτοκίων θα έχει ως αντίκτυπο τη μείωση του ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης.

Η στεργλίνα παρουσιάζεται αρκετά ευάλωτη κυρίως έναντι του γερμανικού μάρκου και του αμερικανικού δολαρίου. Οι λιανικές πωλήσεις σημείωσαν κάμψη 0,9% τον Ιανουάριο και το μόνο παρήγορο εντοπίζεται στους ανέργους οι οποίοι από 8,6% του άνεργου πληθυσμού που καταγράφηκαν το Δεκέμβριο έπεσαν στο 8,5% τον πρώτο μήνα του 1995. Ακριβώς αυτή την ανησυχία για την πορεία της Βρετανικής οικονομίας αντικατοπτρίζει ο δείκτης FT-SE 100 του Χρηματιστηρίου. Από τις 3.065,5 μονάδες που καταγράφηκε στις 2/1/95 έπεσε στις 3.051,1 μονάδες στις 16/2/95 παρουσιάζοντας πτώση της τάξης του -0,46% ή 14,4 μονάδων κατά τον πρώτο 1 1/2 μήνα του καινούργιου χρόνου.

**ΕΛΛΑΔΑ**

Πέρα από τα γνωστά προβλήματα των ελλειμμάτων και του υψηλού δημοσίου χρέους, αλλά και της πρόσκαιρης πολιτικής αβεβαιότητας που προήλθε από την εκλογή του νέου Προέδρου της Δημοκρατίας, τρία είναι τα σημαντικότερα προβλήματα που επηρεάζουν το ελληνικό χρηματιστήριο.

- Πρώτον, η αναζωπύρωση των πληθωριστικών πιέσεων.
- Δεύτερον, το αβέβαιο μέλλον των μεγάλων δημοσίων έργων και
- Τρίτον, η εγκατάλειψη του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων.

Το αποτέλεσμα, ο δείκτης από τις 873,02 μονάδες που βρισκόταν στις 2/1/95, να πέσει κάτω από το ψυχολογικό φράγμα των 800 μονάδων στις 6/2/95 και να ανέβει πρόσκαιρα στις 845,48 μονάδες λόγω της αισιοδοξίας που προκάλεσε η συμφωνία για τον νέο Πρόεδρο της Δημοκρατίας, στις 15/2/95. Το πρόσκαιρο της ανοδικής πορείας όπως έδειξε και η πορεία του γ.δ. κατά την συνεδρίαση της 16/2/95 μάλλον θα παραμείνει πρόσκαιρο, αφού το Χρηματιστήριο θα συνεχίσει να επηρεάζεται αρνητικά από τους παράγοντες που προαναφέραμε και το γεγονός ότι κατά διάστημα υπάρχουν ανοδικές τάσεις δεν οφείλεται σε υγιείς παραμέτρους αλλά σε κερδοσκοπικούς και σίγουρα μη φυσιολογικούς παράγοντες. Πάντως από τις αρχές του 1995 ο γ.δ. του Ελληνικού Χρηματιστηρίου σημείωσε πτώση της τάξης του -4,31%.

*ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ "Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ" Σάββατο 18 Φεβρουαρίου 1995*

## **4. ΑΪΛΑ ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ- ΑΟΡΑΤΗ Η ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ.**

*ΞΕΠΕΡΝΑ ΤΑ 15 ΤΡΙΣ. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΚΗ ΠΑΡΑΜΕΝΕΙ Η ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ.*

Σημαντικά κενά αφήνει το σύστημα των άυλων ηλεκτρονικών κρατικών τίτλων που θα λειτουργήσει από 1/6/95 με την ευθύνη της Τράπεζας Ελλάδος. Πρόκειται να λειτουργήσει απλά ως λογιστική ηλεκτρονική εκκαθάριση των κρατικών τίτλων αλλά αφήνει αναπάντητα πολλά ερωτήματα που αφορούν τη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς των κρατικών τίτλων. Το σύστημα δεν παρέχει τη δυνατότητα να γνωρίζει ο απλός επενδυτής σε ποια τιμή και ποια ποσότητα ομολόγων μπορεί να σπάσει σε περίπτωση που έχει ανάγκη ρευστού. Το σύστημα απούλοποίησης των κρατικών τίτλων αποτελεί σίγουρα μια σημαντική καινοτομία η οποία έρχεται να καλύψει κινδύνους, όπως η κλοπή, η παραχάραξη και το μεγάλο κόστος έκδοσης. Κινείται προς τη σωστή κατεύθυνση και αποτελεί βήμα εκσυγχρονισμού αλλά δεν βοηθά στην δημιουργία μιας δεύτερης αγοράς ομολόγων. Χιλιάδες Έλληνες και ξένοι επενδυτές έχουν στα χέρια τους ομόλογα ή έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου αξίας πολλών εκατομμυρίων.

Είναι γνωστό ότι αυτή τη στιγμή δευτερογενής αγορά ομολόγων ανοικτή στο ευρύ κοινό δεν υπάρχει. Η δευτερογενής αγορά λειτουργεί κυρίως μέσω και μεταξύ των τραπεζών, ενώ ελάχιστες χρηματιστηριακές εταιρείες εξυπηρετούν μερικούς μεγάλους πελάτες τους. Ο μικροεπενδυτής όμως που για διάφορους λόγους θα ήθελε κάποια στιγμή να εξαργυρώσει έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου αξίας 3-4 εκ. πριν τη λήξη τους, είναι υποχρεωμένος να πάει στην τράπεζα όπου τα αγόρασε και να δεχτεί όποια τιμή του προτείνουν, είτε να προσπαθήσει να τα πουλήσει στο Χρηματιστήριο όπου οι πιθανότητες είναι ακόμη λιγότερες αφού ελάχιστες είναι οι συναλλαγές των έντοκων γραμματίων που γίνονται σήμερα στην Ελλάδα.

Για τα ομόλογα η κατάσταση είναι ακόμα δυσκολότερη, καθότι οι τράπεζες είναι διστακτικές στο να εξαργυρώνουν διετή ή τριετή ομόλογα. Επίσης υπάρχει εμφανής έλλειψη πληροφόρησης στην αγορά για το τι προσφέρεται σε ποια τιμή και ποια ποσότητα. Ουσιαστικά δεν υπάρχει αγορά, δεν λειτουργεί ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης.

Σε περίπτωση που διαπιστωθεί κλοπή ή απώλεια ομολόγων, ο κατάλογος με τους αριθμούς των απωλεσθέντων φθάνει σε γνώση των παραγόντων της αγοράς με καθυστέρηση πολλών εβδομάδων. Το πρόβλημα βεβαίως θα λυθεί οριστικά με την επιχειρούμενη απούλοποίηση και τον ηλεκτρονικό τρόπο εγγραφής. Είναι όμως απαραίτητο να δημιουργηθεί ένας τρόπος γρήγορης κυκλοφορίας των ομολόγων και άμεσης πληροφόρησης των επενδυτών σχετικά με τις ποσότητες, τις τιμές και τις λήξεις των κρατικών τίτλων.

Στη σημερινή χρηματιστηριακή αγορά η κεφαλοποίηση των μετοχών ανέρχεται σε 3,3 τρις. και αφορά μερικές χιλιάδες επενδυτές. Η αγορά των ομολόγων είναι πενταπλάσια σε μέγεθος και αφορά πολλαπλάσιο αριθμό συμπολιτών μας.

*ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ 13/05/95*

## 5. Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.

Ένα από τα θέματα στα οποία καλούνται να εκφέρουν γνώμη οι οικονομικοί σύμβουλοι είναι η κατάσταση στην οποία βρίσκονται οι διάφορες αγορές, π.χ. προς τα πού κατευθύνεται μια συγκεκριμένη αγορά. Ερωτήματα αυτού του είδους εμπεριέχουν την προσμονή ενός συγκεκριμένου τύπου απάντησης στο που βρίσκεται η αγορά τώρα και από που προέρχεται. Αυτό που πραγματικά αναζητείται είναι εάν επικρατεί κάποιο σχέδιο που θα συνιστούσε το πλαίσιο προβλέψεων για το μέλλον.

Χωρίς να πάψη να αναγνωρίζει ότι έχει βρεθεί σε δύσκολη θέση, ο σύμβουλος μπορεί να αποφύγει το ερώτημα με απαντήσεις όπως η περίφημη του J.P.MORGAN:2 "η αγορά θα συνεχίσει να διακυμαίνεται". Αντ' αυτού μπορεί να τονίσει το πιο σημαντικό πράγμα που γνωρίζει περί αγορών: ότι έχουν κυκλικό χαρακτήρα, ότι είναι κυκλικής μορφής, όπως δηλαδή ο επιχειρηματικός κύκλος τον οποίο θεωρείται ότι απεικονίζουν.

Αλλά εδώ αντιμετωπίζουμε την πρώτη δυσκολία. Οι αγορές δεν απεικονίζονται άμεσα. Μάλλον προβλέπουν και προεξοφλούν μελλοντικές οικονομικές πραγματικότητες. Και δεν υπάρχει μία σταθερή σχέση με την περίοδο πρόβλεψης, ούτε με το μέγεθος των μελλοντικών γεγονότων. Απλώς μπορεί να πει κανείς ότι υφίσταται κάποια αναλογία με τα οικονομικά δεδομένα που οι αγορές προεξοφλούν. Αυτή η ελαστικότητα σχέσης μεταξύ αγορών και λανθανουσών οικονομικών πραγματικοτήτων, σημαίνει ότι μπορεί μεν ένα ευφυές οικονομικό επιτελείο να προβλέψει με υψηλό βαθμό ακριβείας ορισμένα βασικά οικονομικά γεγονότα, αλλά όχι όμως και να διατυπώσει ασφαλείς προβλέψεις για το που θα βρίσκονται οι αγορές κατά την ίδια χρονική περίοδο.

Τι έχουμε πετύχει λοιπόν πέραν του να εξηγήσουμε γιατί ο σύμβουλος δέχεται ακόμη πελάτες αντί να αποσυρθεί και να ζήσει πολυτελώς κάπου; Πριν προχωρήσουμε περαιτέρω έχουμε ήδη επιτύχει κάτι πολύ σπουδαίο καταρρίπτοντας την αφελή δοξασία ότι ακόμη και η πιο οξυδερκής οικονομική ανάλυση μπορεί να αποτελέσει μια αξιόπιστη ένδειξη ως προς την μελλοντική εξέλιξη και χρονική καταλληλότητα της αγοράς. Η σκληρή αυτή διαπίστωση δεν μπορεί παρά να ενδυναμώσει την απαραίτητη περίσκεψη με την οποία πρέπει να κινείται ο οποιοσδήποτε ασχολείται με οικονομικές αγορές.



Ας εξετάσουμε τους κύκλους της αγοράς λίγο προσεκτικότερα. Οι κινήσεις των αγορών μπορούν να θεωρηθούν ως αποτέλεσμα της μεταβολής της επικρατούσας γνώμης όλων των συμμετεχόντων στα δρώμενα της αγοράς.

Για την πιο σωστή εξέταση του θέματος πρέπει να χωρίσουμε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά σε δύο ομάδες. Η πρώτη ομάδα απαρτίζεται από όλους μαζί τους μικροεπενδυτές έναντι των οποίων αντιπαράκειται η δεύτερη, των πολύ λιγότερων αριθμητικά αλλά πολύ ισχυρότερων οικονομικά μεγαλοεπενδυτών.

Μια από τις θεμελιώδεις διαφορές που υπάρχουν μεταξύ αυτών των ομάδων είναι η διαφορά στο ρίσκο που αναλαμβάνει η κάθε μια. Η σημαντικότερη όμως διαφορά μικρών και μεγάλων είναι ότι οι πρώτοι δεν έχουν καταλάβει την προαναφερθείσα ελαστική σχέση μεταξύ αγορών και μελλοντικών γεγονότων που αυτές προεξοφλούν. Εναντι αυτών των μικρών, νευρικών και μερικά τυφλών ξένων πλοηγών δεν πρέπει να μας εκπλήσσει ότι η πιο δυνατή ομάδα θα επιδείξει καλύτερη απόδοση κατά τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις της αγοράς. Το ίδιο συμβαίνει μακροπρόθεσμα ώστε η ομάδα των μεγαλοεπενδυτών να ωφελείται σε βαθμό δυσανάλογα υψηλότερο του πραγματικού της μεριδίου από την μακροχρόνια ανοδική τάση που χαρακτηρίζει τις αγορές της Δύσεως, οι οποίες προοδεύουν ανάλογα με την τεχνολογία και τον πληθυσμιακό ρυθμό ανάπτυξής τους.

Η αιτία της ύπαρξης σταθερά κερδισμένων και χαμένων προέρχεται από τη διαφορετική συμπεριφορά των δύο διαφορετικών ομάδων κατά τις διάφορες φάσεις του κύκλου της αγοράς.

Υπάρχουν τέσσερα βασικά στάδια σε αυτό τον κύκλο αγοράς:

- ⇒ Το χαρακτηριστικό του πρώτου σταδίου είναι η ανοδική επιτάχυνση των τιμών.
- ⇒ Στο δεύτερο στάδιο ο ανοδικός ρυθμός μειώνεται βαθμιαία μέχρι τον τελικό μηδενισμό του.
- ⇒ Στο τρίτο στάδιο οι τιμές καταρρέουν και ακολουθεί το
- ⇒ τέταρτο στάδιο όπου οι τιμές φθάνουν στο χαμηλότερο σημείο και σταθεροποιούνται προετοιμάζοντας κατ'αυτόν τον τρόπο τον επόμενο κύκλο.

Η ουσιαστική διαφορά στη συμπεριφορά των δύο ομάδων είναι ότι οι μικρομέτοχοι συνήθως έλκονται από τη δημιουργούμενη ανοδική τάση συνήθως πολύ μετά την αρχική εκδήλωση του φαινομένου. Ενδέχεται δε να περιμένουν λίγο ακόμη για να σιγουρευτούν ότι πράγματι υπάρχει ανοδική τάση και στη συνέχεια αποφασισμένοι μπαίνουν στην αγορά, αλλά στο δεύτερο στάδιο. Υποβοηθούνται δε στην αυτοκαταστροφική αυτή συμπεριφορά τους από την διάσταση μεταξύ αγοράς και οικονομικού κύκλου. Έτσι, ενώ μπαίνουν στην αγορά αργοπορημένοι όταν η ανοδική τάση έχει ολοκληρωθεί, τότε τα νέα γίνονται όλο και πιο ενθαρρυντικά παρέχοντας τη ψευδοδιαβεβαίωση που έχουν τόσο ανάγκη. Αλλά στο ίδιο ακριβώς σημείο του δεύτερου σταδίου, οι προνοητικοί μεγαλοεπενδυτές, οι οποίοι είχαν μπει νωρίτερα στην αγορά, αρχίζουν να ρευστοποιούν τα χαρτιά τους αποκομίζοντας κέρδη. Έτσι, για κάποιο χρονικό διάστημα οι δύο ομάδες βρίσκονται σε ισορροπία και η εκ πλαγίου διαμόρφωση των τιμών είναι γνωστή ως περίοδος διανομής.

Όσο πλησιάζει προς την ολοκλήρωσή της η περίοδος διανομής, η αγορά αρχίζει να συρρικνώνεται, η προσφορά υπερκαλύπτει τη ζήτηση και έτσι εισερχόμεθα στο τρίτο στάδιο του οικονομικού κύκλου, αυτό της καθοδικής τάσεως.

Στην αρχή του τρίτου σταδίου οι μικροεπενδυτές εθελοτυφλούν ελπίζοντας ότι το φαινόμενο δεν είναι παρά μια διορθωτική κίνηση και περιμένουν στο "παιχνίδι". Στη συνέχεια αισθάνονται το σφίξιμο καθώς οι τιμές κατρακυλούν κάτω από το επίπεδο εισαγωγής τους, πράγμα που τους οδηγεί σε απώλειες.

Αυτό που ακολουθεί καθώς ο πτωτικός ρυθμός αυξάνεται, είναι ανάμικτα ουναισθήματα, κυμαινόμενα μεταξύ της επιθυμίας να "τα βροντήξουν κάτω" και

της θελήσεως να παραμείνουν στο "παιχνίδι" μέχρι να ολοκληρωθεί κατ'αυτούς η διορθωτική διαδικασία στην ανοδική πορεία των τιμών. Καθώς όμως οι τιμές δεν ανακάμπτουν και υποχωρούν πλέον στο επίπεδο που τις τοποθετούν οι θεωρητικοί αναλυτές ή πέφτουν και κάτω από αυτό, οι μικροί αρχίζουν να βγαίνουν σε μια επιτάχυνση του πτωτικού ρυθμού, η οποία είναι το προοίμιο της έλευσης του τέταρτου σταδίου, δηλαδή της διαμόρφωσης των τιμών στο χαμηλότερο αποδεκτό επίπεδο. Παρ'όλα αυτά όμως, ακόμη και αυτό το νέο χαμηλό στάδιο ισορροπίας εμπεριέχει βίαιες πτωτικού χαρακτήρα διακυμάνσεις, οι οποίες επαναφέρουν τον τρόπο της καθολικής πτώσεως. Όλα αυτά μαζί με τα κακά οικονομικά νέα που δεν αργούν να έλθουν, είναι ότι χρειάζονται οι πλέον λιπόψυχοι για να παραδεχτούν και να καταγράψουν τις απώλειές τους, συνεισφέροντας έτσι στην εκ νέου συσσώρευση από τους ισχυρότερους μεγαλοεπενδυτές και ολοκληρώνοντας τον κύκλο.

Είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι ο οποιοσδήποτε μπορεί να συμπεριφερθεί είτε σαν επαγγελματίας μεγαλοεπενδυτής, είτε σαν μικροεπενδυτής, και αυτό εξαρτάται από το πόσο καλά καταλαβαίνει τη φύση και τη συμπεριφορά των αγορών. Επαναλαμβάνουμε ότι πέρα από τη σχετική τους άγνοια για τη λειτουργία των αγορών ο λόγος για τον οποίο οι μικροί είναι συνήθως οι χαμένοι, είναι ότι κερδοσκοπούν με πολύ μεγαλύτερα ποσά από το μέγεθος της πραγματικής οικονομικής τους κατάστασης.

Το ηθικό δίδαγμα της ιστορίας είναι ότι πρέπει να μάθει κανείς να ενεργεί στην αγορά όπως "παίζουν" οι μεγάλοι. Εν ολίγης, αυτό σημαίνει αύξηση των αγορών του όταν οι τιμές είναι χαμηλές και το αντίστροφο, δηλαδή να αυξάνει την ρευστότητα όταν οι τιμές είναι υψηλές.

Ως προς την Ελληνική αγορά τώρα..... Αυτή πέφτει από τον Ιούλιο του 1990 πάνω από 4 χρόνια και υπάρχουν σίγουρα ενδείξεις ότι πλησιάζει στον "πάτο". Με τα οικονομικά νέα στο χειρότερό τους επίπεδο, αξίζει να διαθέσει κανείς μερικά κεφάλαια μακροχρόνια. Ας μην ξεχνάμε ότι 80 δρχ., τοποθετημένες το 1986 στο Χ.Α.Α., θα αξίζουν σήμερα 800 δρχ. παρά τα 4,5 χρόνια πτώσεως, υπερβαίνοντας έτσι το διπλάσιο της αποδόσεως αφορολόγητων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου κατά την ίδια περίοδο.

*ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΟΣ 27 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 1995  
ΑΝΤΩΝΗΣ ΛΥΚΙΑΡΔΟΠΟΥΛΟΣ.*

# XI. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Ευμ. Βούλγαρη - Παπαγεωργίου **Χρηματιστήριο Αξιών**  
Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική 1994
2. Νικόλαος Πειρουνάκης **Χρηματοοικονομική Διαχείριση**  
Εκδόσεις ANUBIS 1993
3. Δημήτριος Καραπιστόλης **Διαχείριση Χαρτοφυλακίου**  
Εκδόσεις ΕΛΛΗΝ 1994
4. Βασίλης Πανάγος **Χρηματιστήριο - Τράπεζες - Κεφαλαιαγορές**  
Εκδόσεις Παρατηρητής 1990
5. Παπούλιας Γ. **Χρηματιστηριακές επενδύσεις - Ανάλυση και Διαχείριση** Εκδόσεις Δ. Μαραθιός & ΣΙΑ 1989
6. Δημητρίου Αθανασόπουλου - Βασιλείου Μπενου **Εφαρμογές Στατιστικής** Εκδόσεις Σταμούλη 1990
7. Παναγιώτης Θ. Σύψας **Σημειώσεις Στατιστικής** 1990

## ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. **Investment Analysis and Portfolio Management**  
Cohen - Zinbarg - Zelkel (5th edition) IRWIN 1987
2. **Managerial Finance** Fred Weston - Thomas E. Copeland  
(9th edition) DRYDEN 1992
3. **Trading Financial Options** A.L.H. SMITH  
London Butterworths 1987
4. **Traded Options Simplified** Brian J Millard  
Bramhall, 1989

## ΕΝΤΥΠΑ

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, ΒΗΜΑ  
ΕΝΤΥΠΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ: ΧΡΗΜΑ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΟΣ, ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Συλλέξαμε πληροφορίες από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία (ΕΣΥ) και τον ΙΟΒΕ.

Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι τα γλωσσικά ιδιώματα έχουν βρεθεί από τα βιβλία "Χρηματιστήριο αξιών" της Ευμ. Βουλγαρή και "Διαχείριση Χαρτοφυλακίου" του Δ. Καραπιστόλη. Επίσης έχουμε αντλήσει σημαντικές πληροφορίες από τα ίδια βιβλία για τα Θεμελιακή και Τεχνική Ανάλυση αντίστοιχα.

**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΣΧΗΜΑΤΩΝ**

|          |   |    |
|----------|---|----|
| ΣΧΗΜΑ 1  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΩΜΟΣ - ΚΕΦΑΛΗ - ΩΜΟΣ                    | 42 |
| ΣΧΗΜΑ 2  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΩΜΟΣ - ΚΕΦΑΛΗ - ΩΜΟΣ                    | 42 |
| ΣΧΗΜΑ 3  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΚΥΚΛΟΕΙΔΟΥΣ                    | 42 |
| ΣΧΗΜΑ 4  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΚΥΚΛΟΕΙΔΟΥΣ                    | 42 |
| ΣΧΗΜΑ 5  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΓΩΝΙΑΚΟΥ ΣΥΓΚΛΙΝΟΝΤΟΣ ΤΡΙΓΩΝΟΥ | 43 |
| ΣΧΗΜΑ 6  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΓΩΝΙΑΚΟΥ ΣΥΓΚΛΙΝΟΝΤΟΣ ΤΡΙΓΩΝΟΥ | 43 |
| ΣΧΗΜΑ 7  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΣΗΜΑΙΑΣ                        | 44 |
| ΣΧΗΜΑ 8  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΣΗΜΑΙΑΣ                        | 44 |
| ΣΧΗΜΑ 9  | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΠΑΡΑΛΛΗΛΟΓΡΑΜΜΟΥ               | 44 |
| ΣΧΗΜΑ 10 | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΠΑΡΑΛΛΗΛΟΓΡΑΜΜΟΥ               | 44 |
| ΣΧΗΜΑ 11 | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΧΑΣΜΑΤΩΝ                       | 45 |
| ΣΧΗΜΑ 12 | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΧΑΣΜΑΤΩΝ                       | 45 |
| ΣΧΗΜΑ 13 | ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΧΑΣΜΑΤΩΝ                       | 45 |
| ΣΧΗΜΑ 14 | ΑΔΥΝΑΤΗ ΜΟΡΦΗ                                       | 57 |
| ΣΧΗΜΑ 15 | ΣΧΕΤΙΚΑ ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ                                | 57 |
| ΣΧΗΜΑ 16 | ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ  | 57 |
| ΣΧΗΜΑ 17 | ΣΧΗΜΑ ΚΑΝΟΝΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ                           | 60 |
| ΣΧΗΜΑ 18 | EFFICIENT FRONTIER MARKOWITZ                        | 64 |
| ΣΧΗΜΑ 19 | ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΑΔΙΑΦΟΡΙΑΣ                                 | 64 |
| ΣΧΗΜΑ 20 | ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ                                 | 65 |
| ΣΧΗΜΑ 21 | ΕΠΙΛΟΓΗ ΑΡΙΣΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ                       | 65 |
| ΣΧΗΜΑ 22 | ΑΛΦΑ, ΒΗΤΑ & ΡΟ                                     | 67 |