

Α. Τ. Ε. Ι. Πατρών

Τμήμα Επιχειρηματικού Σχεδιασμού
&
Πληροφοριακών Συστημάτων



**Κίνητρα & Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών
στο Ελληνικό Χρηματιστήριο**



Καλαγκιά Αικατερίνη
Καραλή Αθηνά
Χαραλάμπου Γεωργία

Εισηγήτρια : Λιούλιου Αντωνία

Πάτρα, Μάρτιος 2005

Ανώτατο Τεχνολογικό
Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Πατρών

Τμήμα Επιχειρηματικού Σχεδιασμού
&
Πληροφοριακών Συστημάτων

*Κίνητρα & Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών
στο Ελληνικό Χρηματιστήριο*

Καλαγκιά Αικατερίνη
Καραλή Αθηνά
Χαραλάμπου Γεωργία

Εισηγήτρια : Λιούλιου Αντωνία

Πάτρα, Μάρτιος 2005

Ευχαριστίες

Αισθανόμαστε την υποχρέωση να ευχαριστήσουμε θερμά όλους εκείνους που μας βοήθησαν και μας κατεύθυναν στη σωστή διεκπεραίωση του θέματος της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας, έχοντας ως θέμα την ανάλυση των Κινήτρων και Αντικινήτρων Εισαγωγής των Εταιρειών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο.

Καταρχήν να ευχαριστήσουμε την υπεύθυνη καθηγήτρια μας, κυρία Λιούλιου Αντωνία για την υποστήριξη και την συνεργασία της. Επίσης δεν θα πρέπει να παραλείψουμε να ευχαριστήσουμε θερμά τον κύριο Μίντζολη Ιωάννη, ιδιοκτήτη χρηματιστηριακής εταιρείας, ο οποίος με την προθυμία του καθώς και με την συνέντευξη που μας παραχώρησε, μας έδωσε πολύτιμες πληροφορίες οι οποίες μας βοήθησαν ώστε να διεκπεραιώσουμε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την έρευνά μας γύρω από το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Στη συνέχεια θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε το προσωπικό της βιβλιοθήκης του Α.Τ.Ε.Ι. Πατρών για την πολύτιμη βοήθειά τους κατά την διάρκεια της συλλογής πληροφοριών.

Τέλος αισθανόμαστε την υποχρέωση να ευχαριστήσουμε τους γονείς μας, για την συμπαράσταση και την πολύτιμη βοήθειά τους, την οποία επέδειξαν κατά την διάρκεια των σπουδών μας.

Λίστα Περιεχομένων

Περίληψη Πτυχιακής Εργασίας.....	1
Πρόλογος.....	4

Κεφάλαιο 1^ο

Βασικές Έννοιες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

1.1 Λειτουργία Χρηματιστηριακής Αγοράς.....	6
1.2 Ο Ρόλος του Χρηματιστηρίου.....	7
1.3 Χρηματαγορά – Κεφαλαιαγορά.....	8
1.3.1 Πρωτογενής και Δευτερογενής Αγορά Κεφαλαίων.....	9
1.4 Έννοια και Κατηγορίες Χρηματιστηρίων.....	10
1.5 Ιστορική Αναδρομή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.).....	13
1.6 Η Σημασία των Χρηματιστηριακών Δεικτών.....	14
1.7 Τρόπος Λειτουργίας του Χ.Α.Α.....	15
1.8 Χρηματιστηριακές Συναλλαγές.....	16
1.9 Οργανωτική Δομή του Χρηματιστηρίου.....	18
1.9.1 Εποπτεία.....	18
1.9.2 Θεσμικό Πλαίσιο.....	18
1.9.3 Διοίκηση του Χρηματιστηρίου.....	19
1.9.3.1 Οι Αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	20
1.9.3.2 Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	23
1.9.3.3 Τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.....	25
1.10 Εισαγωγή Κινητών Αξιών στο Χ.Α.Α.....	26
1.11 Εξελίξεις σε Βασικά Μεγέθη της Αγοράς Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	28
1.12 Κύρια και Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.....	29
1.13 Προϋποθέσεις Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.....	30
1.13.1 Βασικές Προϋποθέσεις για Εισαγωγή Μετοχών στην Κύρια Αγορά.....	30
1.13.2 Βασικές Προϋποθέσεις για Εισαγωγή Μετοχών στην Παράλληλη Αγορά.....	32
1.14 Εμπειρική Ανάλυση των Εισαγωγών Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την Περίοδο 1994 – 2001.....	35

Κεφάλαιο 2^ο

Κίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

2.1	Εισαγωγή.....	40
2.2	Πηγή άντλησης Κεφαλαίων.....	40
2.2.1	Χρηματιστήριο ή Τραπεζικός Δανεισμός ;.....	42
2.2.2	Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.....	43
2.2.3	Το Δικαίωμα Προτίμησης των Παλαιών Μετόχων - Η Διεθνής Πρακτική και η Ελληνική Νομοθεσία.....	46
2.2.4	Είναι Βέβαιο ότι Κάθε Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου θα Είναι Επιτυχής;.....	47
2.2.5	Πόσο Συχνά Μπορεί να Κάνει Αυξήσεις στο Μετοχικό της Κεφάλαιο μια Επιχείρηση Εκδίδοντας Νέες Μετοχές ;.....	48
2.3	Διαφοροποίηση Κινδύνου Μετοχών.....	49
2.4	Καθορισμός Πραγματικής Τιμής Συναλλαγής.....	50
2.4.1	Βασικά Είδη Μετοχών.....	51
2.4.2	Διακρίσεις της Τιμής της Μετοχής.....	52
2.4.3	Παράγοντες που Επηρεάζουν την Τιμή της Μετοχής.....	54
2.5	Διευκολύνει τις Συγχωνεύσεις.....	58
2.6	Φορολογικές Διευκολύνσεις - Φορολογία Μερισμάτων.....	61
2.7	Πιστοποίηση Εμπιστοσύνης της Επιχείρησης.....	62
2.8	Υψηλότερη Αγοραία Μετοχική Αξία.....	63
2.9	Εξειδίκευση της Διοίκησης.....	68
2.10	Δωρεάν Διαφήμιση.....	69
2.11	Αύξηση Ρευστότητας Επένδυσης.....	70

Κεφάλαιο 3^ο

Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

3.1	Εισαγωγή.....	73
3.2	Αποκάλυψη Ενδοεπιχειρησιακών – Οικονομικών Πληροφοριών.....	73
3.3	Κόστος Εισαγωγής.....	76
3.3.1	Κόστος Αντιπροσώπευσης.....	76
3.3.2	Ετήσια Χρηματιστηριακή Συνδρομή.....	78
3.3.3	Κόστος λόγω Διοικητικών Δαπανών.....	79

3.3.4 Υπηρεσίες του Αναδόχου Έκδοσης.....	80
3.3.5 Κόστος Τιμολόγησης της Έκδοσης - Αφανές Κόστος.....	81
3.4 Φόβος Απώλειας Ελέγχου – Σύγκρουση Συμφερόντων.....	82
3.5 Υποτίμηση της Τιμής Εισαγωγής.....	83
3.5.1 Εμπειρική Ανάλυση των Εισαγωγών Εταιρειών στο Χ.Α.Α.....	87
3.6 Καθημερινή Αξιολόγηση από τους Αναλυτές – Επενδυτές.....	88

Κεφάλαιο 4^ο

Η Θεωρητική Ανάλυση του Φαινομένου της Υποτιμολόγησης των Νέων Εισαγωγών Τίτλων στο Χ.Α.Α.

4.1 Εισαγωγή.....	92
4.2 Η Θεωρητική Ανάλυση Σχετικά με την Υποτιμολόγηση Αρχικών Εισαγωγών.....	94
4.2.1 Η Υποτιμολόγηση με Συνθήκες Τέλειας Πληροφόρησης.....	94
4.2.2 Η Υποτιμολόγηση σε Συνθήκες Ατελούς Πληροφόρησης.....	96
4.2.2.1 Οι Θεωρίες Σήμανσης.....	96
4.2.2.2 Οι Θεωρίες Ασύμμετρης Πληροφόρησης.....	98

Κεφάλαιο 5^ο

Η Θέση της Αποτελεσματικής Αγοράς & το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

5.1 Εισαγωγή.....	103
5.1.1 Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς.....	103
5.2 Ανωμαλίες της Αγοράς.....	105
5.3 Το Χρηματιστήριο Αξιών και η Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς.....	107

Κεφάλαιο 6^ο
Σύγκριση Κινήτρων & Αντικινήτρων
Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

6.1 Εισαγωγή.....	108
6.2 Πηγή Αντίλησης Κεφαλαίων – Κόστος Εισαγωγής.....	108
6.3 Εξειδίκευση της Διοίκησης – Φόβος Απώλειας Ελέγχου.....	111
6.4 Καθορισμός Πραγματικής Τιμής Συναλλαγής – Υποτίμηση Τιμής Εισαγωγής.....	112
6.5 Πιστοποίηση Εμπιστοσύνης της Επιχείρησης - Δωρεάν Διαφήμιση - Αποκάλυψη Ενδοεπιχειρησιακών Πληροφοριών.....	113
6.6 Υψηλή Αγοραία Μετοχική Αξία – Υποτίμηση Τιμής Εισαγωγής.....	114

Συμπεράσματα – Επίλογος

Επίλογος.....	115
---------------	-----

Περιεχόμενα Πινάκων

Κεφάλαιο 1^ο

Βασικές Έννοιες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Πίνακας 1.1.....	27
Πίνακας 1.2.....	28
Πίνακας 1.3.....	36
Πίνακας 1.4.....	38
Πίνακας 1.5.....	39

Κεφάλαιο 2^ο

Κίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

Πίνακας 2.1.....	66
------------------	----

Κεφάλαιο 3^ο

Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

Πίνακας 3.1.....	86
Πίνακας 3.2.....	87

Περιεχόμενα Σχεδιαγραμμάτων

Κεφάλαιο 1^ο

Βασικές Έννοιες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Σχεδιάγραμμα 1.1.....	22
Σχεδιάγραμμα 1.2.....	37

Περίληψη Πτυχιακής Εργασίας

Στο σημερινό επιχειρηματικό περιβάλλον όπου ο ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων είναι πολύ έντονος, υπάρχουν πολλά και αντίθετα συμφέροντα μεταξύ των διαφόρων ομάδων τα οποία είναι γνωστά στη διεθνή οικονομική γλώσσα ως *conflicts*. Το Χρηματιστήριο, μέσα σε αυτά τα πλαίσια, θεωρείται ως η κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να αναπτυχθούν και να επιτύχουν τους στρατηγικούς και επενδυτικούς τους στόχους.

Η επιχείρηση που δραστηριοποιείται εκτός Χρηματιστηρίου, έχει ως κύριο στόχο την επίτευξη όσο το δυνατόν περισσότερων κερδών από τη λειτουργία της. Ο ιδιοκτήτης της συγκεκριμένης εταιρείας, δεν ενδιαφέρεται να παρουσιάσει στο επενδυτικό κοινό το πραγματικό ποσό των κερδών του ώστε να αποκτήσει καλή φήμη η εταιρεία του και να την ακολουθήσουν οι επενδυτές, αλλά αντίθετα κύριος στόχος του είναι πώς θα επωμιστεί ο ίδιος μεγαλύτερο μέρος των κερδών. Το γεγονός αυτό επιτυγχάνεται με την εφαρμογή διαφόρων λογιστικών μεθόδων, όπως για παράδειγμα LIFO, FIFO κλπ.. Από τις πρακτικές αυτές πιθανόν να αυξήσει την απόδοση της εταιρείας από την χαμηλότερη φορολογική της επιβάρυνση, λόγω εμφάνισης χαμηλότερων λογιστικών κερδών.

Στην περίπτωση όμως που η επιχείρηση έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο τα πράγματα είναι εντελώς διαφορετικά. Ο επιχειρηματίας δεν μπορεί να αποκρύπτει τα πραγματικά κέρδη της εταιρείας του, αλλά αντίθετα επιδιώκει να τα δημοσιοποιεί, γιατί με αυτό τον τρόπο θα καταφέρει να προσελκύσει μεγαλύτερο μέρος του επενδυτικού κοινού να επενδύσει στην εταιρεία του, με άμεσο αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής της μετοχής του. Με το να αποκρύπτονται τα πραγματικά οικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο αυτό που επιτυγχάνεται είναι το επενδυτικό κοινό να μην «ακολουθεί» την επιχείρηση και η τιμή της μετοχής της τελικά να μειώνεται, αφού το κοινό δεν δείχνει ενδιαφέρον επένδυσης και σαν τελικό αποτέλεσμα ο ιδιοκτήτης έχει κάποιο κόστος από όλη αυτή τη διαδικασία.

Ο θεσμός του Χρηματιστηρίου για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν την εισαγωγή τους σε αυτό, είναι η άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων αποφεύγοντας με αυτό τον τρόπο να καταφύγουν στον τραπεζικό δανεισμό για την απόκτησή τους. Η λειτουργία του Χρηματιστηρίου ώστε να αντληθούν τα απαραίτητα κεφάλαια για την πραγματοποίηση των στόχων μιας επιχείρησης ακολουθεί μια ορισμένη διαδικασία. Ο επιχειρηματίας, επομένως, «μπαίνει» στο Χρηματιστήριο και παραθέτει στους ενδιαφερόμενους τα πραγματικά οικονομικά στοιχεία της επιχείρησής του (κέρδη, κύκλο εργασιών κ.λ.π.) και τη συνολική της αξία και «ζητάει» κάποιο επιπλέον χρηματικό ποσό για την περαιτέρω ανάπτυξή της. Μέσα από αυτή τη διαδικασία και αφού το επενδυτικό κοινό έχει επενδύσει στην επιχείρηση αυτή και η επένδυση έχει επιφέρει το επιθυμητό κέρδος, μετά από κάποιο διάστημα η αξία της επιχείρησης αυξάνεται σημαντικά σε σύγκριση με την αρχική της αξία..

Η αξία αυτή της επιχείρησης, μπορεί να εκτιμηθεί βάση δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες ομοειδείς εταιρείες. Ένας από τους δείκτες που χρησιμοποιούνται ευρέως είναι ο πολλαπλασιαστής κερδών (P/E). Αυτός είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα κέρδη προ φόρων ανά μετοχή. Επομένως, το P/E είναι ένας αριθμός που αντιπροσωπεύει τον αριθμό των ετών μέσα στα οποία τα κέρδη γίνονται ίσα με την αξία της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα δείχνει το ποσό που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους της εταιρείας ή των αριθμό των ετών που θα χρειαστούν ώστε τα κέρδη της εταιρείας να αποπληρώσουν το κόστος της αγοράς τους. Με άλλα λόγια, ο δείκτης P/E δείχνει σε πόσα χρόνια ο επενδυτής «παίρνει» πίσω τα χρήματα που επένδυσε σε μια εταιρεία. Μια ικανοποιητική τιμή του πολλαπλασιαστή κερδών όπως εκτιμάται από τους χρηματιστηριακούς κύκλους είναι αυτός που κυμαίνεται μεταξύ του 6 με 7 ανεξαρτήτως κλάδου.

Το Χρηματιστήριο αποτελεί ένα «μαγαζί» του Κράτους. Το Κράτος επωφελείται από τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου και παρέχει κίνητρα για την εισαγωγή εταιρειών σε αυτό. Βασικοί παράγοντες καθορισμού των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων για την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο αποτελούν το εκάστοτε θεσμικό και φορολογικό πλαίσιο, αλλά και γενικότερα το οικονομικό περιβάλλον. Συνεπώς, αλλαγές στο θεσμικό –

φορολογικό πλαίσιο και στο οικονομικό περιβάλλον μπορούν να ευνοήσουν ή να αποτρέψουν επιχειρήσεις (τόσο τις εγχώριες όσο και τις ξένες) να επιλέξουν την εισαγωγή τους (ή και την παραμονή τους) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Πρόλογος

Σκοπός αυτής της πτυχιακής είναι να παρουσιάσουμε την λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μέσα στα πλαίσια της ελληνικής οικονομίας, καθώς και τα κίνητρα και αντικίνητρα που έχουν οι επιχειρήσεις πριν αποφασίσουν την εισαγωγή τους ή μη σε αυτό. Η συγκεκριμένη εργασία *απαρτίζεται από έξι κεφάλαια :*

Στο 1^ο κεφάλαιο γίνεται μια γενική αναφορά των βασικών εννοιών του Χρηματιστηρίου Αξιών. Ειδικότερα, αναπτύσσονται οι λειτουργίες του, ο ρόλος του στην αγορά, η οργανωτική του δομή, καθώς και οι προϋποθέσεις εισαγωγής των εταιρειών στην κύρια και παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου.

Στο 2^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα κίνητρα που ωθούν μια επιχείρηση να επιλέξει την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο. Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι η ανάλυση των πλεονεκτημάτων που απολαμβάνουν οι εταιρείες που επιθυμούν την εισαγωγή τους για την επίτευξη των στόχων της.

Στο 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αντικίνητρα που απορρέουν από την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο. Ειδικότερα, στο κεφάλαιο αυτό αναλύονται τα μειονεκτήματα που μπορεί να αποτρέψουν τις επιχειρήσεις να ακολουθήσουν την εισαγωγή τους στην Χρηματιστηριακή Αγορά.

Στο 4^ο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στη θεωρητική ανάλυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νέων εισαγωγών τίτλων στο Χρηματιστήριο Αξιών. Συγκεκριμένα, αναλύονται οι θεωρίες της υποτιμολόγησης σε συνθήκες τέλει και ατελούς πληροφόρησης, καθώς και οι θεωρίες σήμανσης και ασύμμετρης πληροφόρησης.

Το 5^ο κεφάλαιο αναφέρεται στη θέση της αποτελεσματικής αγοράς στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα, αναλύεται η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και οι ανωμαλίες που παρουσιάζονται σε αυτή.

Στο 6^ο κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια σύγκρισης των κινήτρων και αντικινήτρων της εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Σκοπός αυτής της σύγκρισης είναι η δημιουργία μιας σχέσης κόστους – οφέλους για κάθε επιχείρηση που επιθυμεί να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο.

Βασικές Έννοιες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών



Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε με την περιγραφή των χρηματοπιστωτικών αγορών και τις διακρίσεις τους προκειμένου να κατανοήσουμε τον ρόλο τους στην χρηματιστηριακή αγορά.

1.1 Λειτουργία Χρηματιστηριακής Αγοράς

Η λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς θεωρείται από πολλούς ιδιαίτερα σημαντική κυρίως επειδή :

- Έχουμε μεγάλη ταχύτητα στις συναλλαγές.
- Επιτυγχάνεται ορισμένη τιμή για τα εμπορεύματα και τις κινητές αξίες που διαπραγματεύονται, η οποία αντιστοιχεί προς στη συνολική οικονομική κατάσταση που υπάρχει κάθε φορά.
- Οι αγοραστές και οι πωλητές εμπορευμάτων μπορούν να παρακολουθούν καθημερινά τις διακυμάνσεις των τιμών, να επιλέγουν το χρόνο, τη «συμφέρουσα» τιμή και να πωλούν ή να αγοράζουν οποιαδήποτε επιθυμητή ποσότητα εμπορεύματος.
- Επιτυγχάνεται η άμεση, διαρκής και ειδική διαπραγμάτευση των μετοχών, ομολογιών και συναλλάγματος, δηλαδή η εύκολη τοποθέτηση κεφαλαίων σε δάνεια και επιχειρήσεις.
- Από οικονομική άποψη, οι χρηματιστηριακές πράξεις για εμπορεύματα που δίνουν a priori τις πιθανές τιμές αυτών, κάνουν πιο ομαλές τις κρίσεις από τις απότομες

μεταβολές των τιμών. Ο μεγαλύτερος αριθμός πράξεων στο Χρηματιστήριο δεν γίνεται τοις μετρητοίς αλλά επί προθεσμίας.

- Συμβάλει στην υγιή χρηματοδότηση και ανάπτυξη των επιχειρήσεων, χωρίς υψηλό κόστος χρήματος.
- 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.

1.2 Ο Ρόλος του Χρηματιστηρίου

Ο ρόλος του Χρηματιστηρίου¹ στις ανεπτυγμένες οικονομίες είναι πρωταρχικός. Η πορεία του είναι αλληλένδετη με την πορεία της οικονομίας της χώρας στην οποία λειτουργεί. Ανεπτυγμένο Χρηματιστήριο σημαίνει ανεπτυγμένη οικονομία. Το Χρηματιστήριο στα χέρια της Πολιτείας γίνεται ένα αποτελεσματικό εργαλείο άσκησης οικονομικής πολιτικής, αλλά και καθρέφτης αυτής. Για αυτό το λόγο το Χρηματιστήριο συνηθίζεται να αποκαλείται «βαρόμετρο της οικονομίας», καθώς προεξοφλεί τις περισσότερες φορές τα μελλούμενα να συμβούν σε αυτήν.

Παρατηρώντας την πορεία του ελληνικού Χρηματιστηρίου τα τελευταία χρόνια, βλέπουμε την προσπάθειά του να αναπτυχθεί, αλλά και τις δυσκολίες που συναντά σε αυτή την πορεία. Γενεσιουργές αιτίες αυτών των δυσκολιών είναι δίχως αμφιβολία η στάσιμη και εν πολλοίς προβληματική οικονομία, καθώς και ο τρόπος λειτουργίας του, ο οποίος χρήζει περαιτέρω βελτίωσης. Το περιορισμένο βάθος και πλάτος του Χ.Α.Α. ευνοεί τις απότομες διακυμάνσεις, με αποτέλεσμα οι κερδοσκοπικές ενέργειες να είναι εφικτές, για όσους είναι μυημένοι στα μυστικά της χρηματιστηριακής αγοράς. Το Χρηματιστήριο πάντως δεν επιτρέπει να

¹ Καραπιστόλης Ν. Δημήτριος, (έτος), «Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ανίκουλα, σελ. 15-16.

θεωρείται τόπος για κερδοσκοπικά παιχνίδια, αλλά να αποτελεί κυρίως για κάθε επενδυτή, χώρο επιχειρηματικής δραστηριότητας, όπου κάτω από συνθήκες διαφάνειας το κέρδος είναι θεμιτό.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι ο ρόλος του Χρηματιστηρίου είναι να διευκολύνει την ορθή κατανομή των αποταμιεύσεων της Οικονομίας στους πλέον παραγωγικούς τομείς αυτής.

1.3 Χρηματαγορά – Κεφαλαιαγορά

Ο χρηματοοικονομικός τομέας², αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρηματίες και τα αρμόδια στελέχη των επιχειρήσεων. Ο τομέας αυτός συντίθεται από τους εξής παράγοντες :

- *Τις χρηματαγορές*
- *Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα*
- *Τα χρηματοδοτικά μέσα*

Η ενδιαφερόμενη οικονομική μονάδα η οποία δεν διαθέτει τα απαιτούμενα κεφάλαια για διεύρυνση των δραστηριοτήτων της έχει τη δυνατότητα να καταφεύγει στην αποταμίευση του κοινού. Κατά συνέπεια, πρέπει να απευθυνθεί είτε στις εμπορικές Τράπεζες είτε στην Κεφαλαιαγορά. Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου, δηλαδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές³, διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες :

- *Στην Πρωτογενή αγορά και*
- *Στην Δευτερογενή αγορά*

² Κιόχος Α. Πέτρος (1996), «*Ιδιωτική Οικονομική*», Αθήνα : Α. Σταμούλης, σελ.314-315

³ Καραπιστόλης Π. Δημήτριος , (έτος), «*Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων*», Θεσσαλονίκη : Εκδόσεις Ανίκουλα, σελ. 11.

1.3.1 Πρωτογενής και Δευτερογενής Αγορά Κεφαλαίων

Πρωτογενή αγορά⁴ εννοούμε την αγορά όπου εκδίδονται νέες σειρές τίτλων - αξιόγραφων είτε απευθείας από τον εκδότη είτε μέσω ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, για παράδειγμα τράπεζες, που απορροφούνται από το κοινό ή και τους θεσμικούς επενδυτές. Με άλλα λόγια, στην πρωτογενή αγορά πραγματοποιούνται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) πρωτοεκδιδόμενων τίτλων - αξιόγραφων. Η δημιουργία νέων αξιόγραφων έχει σαν αποτέλεσμα την μεταβίβαση κεφαλαίων από τους αγοραστές των αξιογράφων (επενδυτές) στους εκδότες των αξιογράφων (ανώνυμες εταιρείες ή και το κράτος).

Στην πρωτογενή αγορά ο χρηματοπιστωτικός μεσολαβητής που παρεμβάλλεται ανάμεσα στον εκδότη του αξιόγραφου και στον αγοραστή είναι, στην συνηθέστερη περίπτωση, ο «εγγυητής» ή «ανάδοχος» της έκδοσης, ο οποίος :

1. Εγγυάται στον πρωταρχικό εκδότη τη διάθεση των αξιογράφων στους δυνητικούς αγοραστές τους και
2. Συχνά εγγυάται μια συγκεκριμένη «τιμή» διάθεσης.

Το δυνητικό κέρδος του εγγυητή προκύπτει προφανώς, και πέραν της ήδη συμφωνημένης με τον εκδότη προμήθειας, από τη διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης του αξιόγραφου και της τιμής διάθεσής τους στους αγοραστές.

Δευτερογενή αγορά εννοούμε την αγορά όπου πραγματοποιούνται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) σε τίτλους - αξιόγραφα που ήδη κυκλοφορούν στην αγορά. Στην δευτερογενή αγορά δηλαδή, αξιόγραφα ή τίτλοι, που έχουν ήδη εκδοθεί και ήδη βρίσκονται στα χέρια των πρώτων (ή δεύτερων ή τρίτων κλπ.) αγοραστών τους, προσκομίζονται από

⁴ Κιόχος ΔΡ. Π. Α. – Παπανοκόλαου ΔΡ. Γ. Δ. (2001), «Χρηματιστήριο Αξιών Και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια», Αθήνα : Αθ. Σταμούλης, σελ 58-59.

Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004

τους κατόχους τους για να «ρευστοποιηθούν» για παράδειγμα στο Χρηματιστήριο. Στην περίπτωση αυτή η εισηγμένη εταιρεία, μέσω της διαπραγμάτευσης των μετοχών της, δεν αντλεί καινούργια κεφάλαια ούτε εκδίδονται νέα αξιόγραφα, αλλά τα υπάρχοντα αξιόγραφα συναλλάσσονται (αγοράζονται και πωλούνται) μεταξύ των επενδυτών (ιδιωτών και θεσμικών). Επομένως, οι τίτλοι που κυκλοφορούν στην δευτερογενή αγορά είναι άμεσα διαπραγματεύσιμοι και ρευστοποιήσιμοι.

1.4 Έννοια και Κατηγορίες Χρηματιστηρίων

Το Χρηματιστήριο είναι δημόσιος χώρος στον οποίο πραγματοποιούνται αγορές και πωλήσεις συναλλάγματος, τίτλων και εμπορευμάτων. Όταν λέμε λοιπόν τον όρο «Χρηματιστήριο»⁵ εννοούμε ταυτόχρονα :

- Ένα συγκεκριμένο τόπο και χώρο (μια εγκατάσταση) όπου γίνονται ορισμένες ιδιόμορφες συναλλαγές
- Το σύνολο των προσώπων που συγκεντρώνονται σε αυτό το χώρο και πραγματοποιούν τις συναλλαγές και
- Τις δραστηριότητες (αγοραπωλησίες) αυτών των προσώπων σε αυτό το χώρο

Το Χρηματιστήριο διαφέρει από τις άλλες αγορές γιατί τα αγαθά που διαπραγματεύονται σε αυτό δεν υπάρχουν αυτούσια. Η αγορά λειτουργεί με βάση κανονισμό που καθορίζει όχι μόνο τα μέλη της, αλλά και τις ημέρες και τις ώρες που γίνονται οι διαπραγματεύσεις. Τα Χρηματιστήρια λοιπόν θεωρούνται οργανωμένες αγορές, συνήθως επίσημα αναγνωρισμένες από τα κράτη, όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για τη διενέργεια αγοραπωλησιών κινητών αξιών και εμπορευμάτων. Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό τα Χρηματιστήρια

⁵ Κιόχος Α. Πέτρος, «Οικονομική της Διοίκησης», 1999, σελ.199

Χολεβάς, «Τι Πρέπει Να Γνωρίζουμε Για Το Χρηματιστήριο»,1991 σελ. 17.

Κιόχος Π.Α. – Παπανικολάου Γ.Δ., «Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια», 2001, σελ 79-80, σελ.84.

Θεοδωρόπουλος Ε.Θ., «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις Ανάπτυξη και Εφαρμογή Επενδυτικής Στρατηγικής στο Χρηματιστήριο», 1999, σελ. 102.

αποτελούν (ιδιόμορφες) αγορές με την έννοια της όχι απλά αφηρημένης, αλλά της συγκεκριμένης συνάντησης της προσφοράς και της ζήτησης ορισμένων αγαθών.

Τα Χρηματιστήρια ανάλογα με το αντικείμενο διαπραγματεύσής τους και τον τρόπο της σύστασης και λειτουργίας τους διακρίνονται αντίστοιχα στις εξής κατηγορίες :

- *Χρηματιστήριο Αξιών*
- *Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων*
- *Επίσημα Χρηματιστήρια*
- *Ελεύθερα Χρηματιστήρια*

Πιο συγκεκριμένα στο «*Χρηματιστήριο Αξιών*» διαπραγματεύονται ορισμένες κινητές αξίες με σκοπό την ευκολότερη εξεύρεση κεφαλαίων και τη διευκόλυνση μετακίνησης κεφαλαίων τόσο προς τις επιχειρήσεις και τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, όσο και από τόπο σε τόπο. Για παράδειγμα στο Χρηματιστήριο Αξιών διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) τίτλων όπως μετοχών Ανώνυμων Εταιρειών, ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το Δημόσιο, από Οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (Ανώνυμες Εταιρείες).

Στη χώρα μας λειτουργεί από το 1876 το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), στο οποίο διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογίων, μετοχών) και όχι συναλλάγματος, όπως γίνεται σε ξένα Χρηματιστήρια, μιας και οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα Χρηματιστήρια Αξιών, επομένως, παρέχουν το χώρο, ορίζουν τους κανόνες και εφαρμόζουν τους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών. Ειδικότερα σε αυτά :

- Ρευστοποιούνται εύκολα οι αξίες,
- Επιτυγχάνεται η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και η διάδοση κινητών αξιών στο ευρύ αποταμιευτικό και γενικότερο επενδυτικό κοινό,

- Ορίζεται η δίκαιη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις της αγοράς, δηλαδή την προσφορά και τη ζήτηση.

Ορθά επομένως, έχει υποστηριχθεί από πολλούς ότι η υγιής ανάπτυξη του Χ.Α.Α. αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και συγχρόνως ένα δείκτη τόσο της οικονομικής ανάπτυξης όσο και της κοινωνικής προόδου μιας χώρας.

Στο «Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων» πραγματοποιείται το χονδρικό εμπόριο πρώτων υλών και γεωργικών προϊόντων ευρείας κατανάλωσης, όπως για παράδειγμα σιταριού, βαμβακιού, ζάχαρης, σταφίδας, ρυζιού, καφέ, πολύτιμων μετάλλων, ναυλώσεις πλοίων κλπ. Στη χώρα μας λειτουργούν δύο Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων του Πειραιώς (1924) και της Θεσσαλονίκης (1925). Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων είναι τυποποιημένα.

Τα «Επίσημα Χρηματιστήρια» είναι τα Χρηματιστήρια αυτά που ιδρύονται και ελέγχονται από το Κράτος, το οποίο εγκρίνει το καταστατικό τους και λειτουργούν υπό την άμεση εποπτεία του. Τα περισσότερα Χρηματιστήρια που λειτουργούν σήμερα στην Ευρώπη είναι επίσημα (για παράδειγμα στην Ελλάδα, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία κλπ.).

«Ελεύθερα Χρηματιστήρια» είναι αυτά που ιδρύονται και λειτουργούν με ιδιωτική πρωτοβουλία των ιδίων εταιρειών και το Κράτος δεν επεμβαίνει καθόλου στον οργανισμό τους ούτε ασκεί οποιαδήποτε εποπτεία.

Ανεξάρτητα από τη διάκριση αυτή των Χρηματιστηρίων σε «Επίσημα» και «Ελεύθερα» και σε «Αξιών» και «Εμπορευμάτων» ο θεσμός του Χρηματιστηρίου γενικά, οφείλει την ύπαρξη του σε οικονομικά αίτια. Η ανάγκη της ίδρυσης αυτού δεν παρουσιάστηκε απότομα αλλά προοδευτικά.

1.5 Ιστορική Αναδρομή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)

Η πρώτη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα⁶ άρχισε να λειτουργεί ανεπίσημα στο δεύτερο μισό του 19^{ου} αιώνα. Έμποροι και ναυτικοί της εποχής εκείνης ήταν οι πρώτοι που άρχισαν να διαπραγματεύονται συνάλλαγμα και κινητές αξίες στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης, της Σύρου και της Αθήνας. Το Χ.Α.Α. ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 1876 με απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου και είχε ως πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης τις ομολογίες των εθνικών δανείων και τις μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.

Τέσσερα χρόνια αργότερα εξελέγη η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου και από το Μάιο του 1880 το Χ.Α.Α. άρχισε να λειτουργεί επίσημα. Το Βασιλικό Διάταγμα της 12/16 Ιουνίου 1909 όρισε το Χρηματιστήριο ως το μοναδικό οργανωμένο χώρο για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου ή σε τίτλους αναγνωρισμένων τραπεζών ή άλλων Ανώνυμων Εταιρειών.

Εντούτοις, ως το 1917 δεν υπήρχε οργανωμένη κρατική εποπτεία των συναλλαγών, ενώ οι χρηματιστές και οι επενδυτές δε γνώριζαν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τους. Ο ρόλος των συναλλασσόμενων μερών προσδιορίστηκε σαφώς από το Νόμο 3632/1928. Ουσιαστική όμως μεταρρύθμιση στα χρηματιστηριακά θέματα έφερε ο Νόμος 1806/1988, με τον οποίο το Χ.Α.Α. εκσυγχρονίστηκε και κατέλαβε ισάξια θέση ανάμεσα στα άλλα ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια.

Το Χρηματιστήριο λοιπόν είναι ένας χώρος, όπου πραγματοποιείται η μεταφορά κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές. Το 1970, εγκαταλείφθηκε ο κανόνας του χρυσού για το δολάριο, καταργήθηκε το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τα επιτόκια διακυμάνθηκαν ελεύθερα, με αποτέλεσμα την κάθετη άνοδο στην αβεβαιότητα των

⁶ Κιόχος ΔΡ. Π. Α. – Παπανοκόλαου ΔΡ. Γ. Δ. (2001), «Χρηματιστήριο Αξιών Και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια», Αθήνα : Αθ. Σταμούλης, σελ.80-81.

<http://www.rom.gr/rom4/money/money.htm>

επιχειρηματικών συναλλαγών και επενδύσεων. Μέσα στα νέα αυτά πλαίσια αβεβαιότητας που δημιουργήθηκαν, ο ιδιοκτήτης μιας μεγάλης επιχείρησης έβρισκε πιο δύσκολα χρήματα, για να διατηρήσει τη δραστηριότητα της επιχείρησής του σε αποδεκτά ύψη και αυτό συνέβαινε γιατί όποιος είχε κάποια χρήματα, αισθανόταν ότι χρηματοδοτώντας τον, είναι σαν να παίζει σε κάποιο αρκετά παρακινδυνευμένο παιχνίδι.

Το Χρηματιστήριο ως θεσμός δημιουργήθηκε ακριβώς, για να διευκολύνει τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με τη θέσπιση κάποιων κανόνων χρηματοδότησης, με κρατική προστασία σε όλους όσους θα ήθελαν να διακινδυνεύσουν την επένδυση των χρημάτων τους σε διάφορες εταιρείες.

1.6 Η Σημασία των Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η δημιουργία των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών επέβαλλε την καθιέρωση κάποιων μέτρων τα οποία έχουν την δυνατότητα να μετράνε τις γενικές τάσεις και διαθέσεις ολόκληρης της αγοράς. Αυτά τα μέτρα ονομάστηκαν χρηματιστηριακοί δείκτες⁷ με σκοπό να αντικατοπτρίζουν όσο το δυνατόν καλύτερα τη γενική συμπεριφορά της αγοράς. Ένας χρηματιστηριακός δείκτης δεν είναι τίποτε άλλο παρά ένα «καλάθι» επιλεγμένων μετοχών από το σύνολο των εταιριών που είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Καθώς οι μετοχές που αποτελούν τον δείκτη προοδεύουν, οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζονται στον δείκτη.

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

⁷ <http://www.derivatives.gr/futures01.htm>

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

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

1.7 Τρόπος Λειτουργίας του Χ.Α.Α

Το Χρηματιστήριο λειτουργεί καθημερινά⁸ από τη Δευτέρα έως την Παρασκευή εκτός των επισήμων αργιών ή έκτακτων συμβάντων μετά από απόφαση του Επόπτη. Καθημερινά στο Χρηματιστήριο ακολουθείται η διαδικασία εκτέλεσης εντολών αγοράς και πώλησης χρεογράφων, με την ταυτόχρονη κατάθεση προκαταβολής αν πρόκειται για αγορά τίτλων ή των χρεογράφων αν πρόκειται για εντολή πώλησής τους. Αυτό γίνεται για να διασφαλιστεί ο χρηματιστής, ότι ο εντολέας θα ολοκληρώσει την συναλλαγή.

Στην περίπτωση όπου έχει αναπτυχθεί αμοιβαία εμπιστοσύνη από τις συχνές συναλλαγές μεταξύ εντολέα και χρηματιστή είναι δυνατόν να μην ζητηθεί κάτι τέτοιο. Για τους συστηματικούς πελάτες των χρηματιστηριακών γραφείων αρκεί συνήθως τηλεφωνική εντολή, αναλαμβάνοντας όμως ο χρηματιστής όλη την ευθύνη της ολοκλήρωσης της συναλλαγής.

⁸ Καραπιστόλη Π. Δημητρίου «Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», σελ. 29.

Οι εντολές προς τους χρηματιστές δίνονται συνήθως πριν την έναρξη των συνεδριάσεων του Χρηματιστηρίου, αλλά είναι δυνατόν να δοθούν και κατά την συνεδρίαση, επικοινωνώντας με το BOX⁹, μέσα στην αίθουσα των συναλλαγών. Οι συναλλαγές βάση του κανονισμού του Χρηματιστηρίου διαρκούν από τις 10.45 π.μ. έως και τις 13.30 μ.μ. Μετά την λήξη της συνεδρίασης τα μέλη του Χρηματιστηρίου τακτοποιούν τις αγοραπωλησίες της ημέρας, ώστε να προβούν στη συνέχεια στην έκδοση των σχετικών πινακιδίων αγοράς ή πώλησης, παραστατικό απαραίτητο για να νομιμοποιηθεί οποιαδήποτε χρηματιστηριακή συναλλαγή. Η εκκαθάριση των συναλλαγών γίνεται μέσα σε 48 ώρες, από τη έκδοση του πινακιδίου.

1.8 Χρηματιστηριακές Συναλλαγές

Σύμφωνα με τον Νόμο 1806/1988 για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές ορίζονται τα εξής :

- Χρηματιστηριακές συναλλαγές¹⁰ είναι μόνο η πώληση τοις μετρητοίς η οποία καταρτίζεται σύμφωνα με την ισχύουσα Νομοθεσία.
- Η πώληση με ειδικές συμφωνίες όπως η παράδοση των αξιών μετά την πάροδο ορισμένης προθεσμίας. Η διάταξη αυτή για να ισχύει πρέπει να εκδοθεί απόφαση του ΥΠΕΘΟ. (Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας)

Για να εξασφαλισθεί η διαφάνεια των συναλλαγών, καθορίζεται αφενός ο τρόπος σύναψης των χρηματιστηριακών συμβάσεων, αφετέρου τα βιβλία που πρέπει να τηρούν οι χρηματιστές, οι Χ.Α.Ε. και το ίδιο το Χρηματιστήριο. Στα πλαίσια αυτά καθορίζονται :

⁹ Το BOX είναι ειδικός χώρος μέσα στην αίθουσα που πραγματοποιούνται οι συναλλαγές, ο οποίος παραχωρείται σε κάθε μέλος του Χρηματιστηρίου. Ο χώρος αυτός διαθέτει τηλέφωνο, FAX, Η/Υ, και ότι άλλο θεωρείται αναγκαίο για την άμεση επικοινωνία του εντολέα με τον χρηματιστή.

¹⁰ Κιόχος Π.Α. – Παπανικολάου Γ.Δ., «Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια», 2001, σελ 83.

Καραπιστόλη Π Δημητρίου, «Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», σελ.25.

- Τα στοιχεία που πρέπει να περιλαμβάνει το Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου.
- Αναφέρεται η υποχρέωση ενημέρωσης του Χρηματιστηρίου και του κοινού, όταν κάποιος αποκτήσει ποσοστό πάνω από το 10% των μετοχών μιας εταιρείας. Για το θέμα αυτό η Ε.Ε. έχει εκδώσει οδηγία με αρ.88/627 στις 12/12/1989, η οποία επισημαίνει ποιες διαδικασίες πρέπει να τηρούνται όταν πρόκειται κάποιος να αποκτήσει μερίδιο εισηγμένης εταιρείας σε Χρηματιστήριο μεγαλύτερο του 10%.
- Ποινικοποιείται η χρήση και διοχέτευση εμπιστευτικών ή παραπλανητικών πληροφοριών, για προσωπικό όφελος. Έχει εκδοθεί σχετική οδηγία της Ε.Ε. με αρ.89/592 της 13/11/1989, όπου και περιγράφεται το τι αποτελεί εμπιστευτική πληροφορία.

Οι κινητές αξίες που είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο Αξιών, ονομάζονται «*χρηματιστηριακά πράγματα*». Αυτά είναι τα εξής :

- Οι μετοχές και οι ομολογίες ελληνικών ανώνυμων εταιρειών.
- Οι μετοχές και οι ομολογίες αλλοδαπών ανώνυμων εταιρειών με την προϋπόθεση να έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο της Πολιτείας, της οποίας έχουν την ιθαγένεια.
- Τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια καθώς και οι ομολογίες των δανείων του Ελληνικού Κράτους και των Ξένων Κρατών.
- Τα ομόλογα και οι ομολογίες των δανείων των Δήμων και Κοινοτήτων καθώς και των ΝΠΔ και γενικά των ΝΠΔΔ.
- Το συνάλλαγμα, τα χρυσά νομίσματα, ο χρυσός και ο άργυρος σε ράβδους, εφόσον το επιτρέπει ο Νόμος.

Στη Χώρα μας, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, οι συναλλαγές επί του συναλλάγματος, καθώς και των χρυσών νομισμάτων και χρυσών λιρών έχουν ανατεθεί αποκλειστικά στην Τράπεζα της Ελλάδος για λόγους προστασίας του εθνικού νομίσματος.

1.9 Οργανωτική Δομή του Χρηματιστηρίου

1.9.1 Εποπτεία

Στο Χρηματιστήριο εδρεύει η Διεύθυνση Εποπτείας Χρηματιστηρίου Αξιών. Στη θέση αυτή διορίζεται ένας επόπτης από το ΥΠΕΘΟ (Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας), ο οποίος είναι υπεύθυνος για την τήρηση της τάξεως στις συναλλαγές, βεβαιώνοντας τις καθημερινές τιμές των τίτλων, αφού εποπτεύει τη σύνταξη του Ημερήσιου Δελτίου Τιμών του Χ.Α.Α.

1.9.2 Θεσμικό Πλαίσιο

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) εποπτεύεται¹¹ από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας διαμέσου της αρμόδιας Διεύθυνσης Εποπτείας του Υπουργείου και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελείται από δώδεκα (12) μέλη. Τα μέλη αυτά προέρχονται από εκπροσώπους του Υπουργείου και των εμπορικών, βιομηχανικών και επιστημονικών επιμελητηρίων της χώρας. Το Χ.Α.Α. διοικείται από το εννιαμελές Διοικητικό Συμβούλιο που εκλέγει τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο του Χ.Α.Α. Το Διοικητικό Συμβούλιο διοικεί και διαχειρίζεται την περιουσία του Χ.Α.Α., εκπροσωπεί το Χρηματιστήριο δικαστικώς, φροντίζει την ομαλή εκτέλεση των εργασιών του και αποφασίζει για την εισαγωγή νέων εταιρειών και για την έκδοση νέων ομολογιών σε αυτό.

Ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου μπορεί να διακόψει τις συναλλαγές για μια μετοχή, όταν κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης παρατηρηθούν αδικαιολόγητες αυξομειώσεις της τιμής της. Επίσης, μπορεί με τη σύμφωνη γνώμη της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς, να αναστείλει τις λειτουργίες του Χρηματιστηρίου, εάν συντρέχουν σοβαροί λόγοι (για παράδειγμα εμπόλεμη κατάσταση) προκειμένου να διασφαλίσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς.

¹¹ Κιόχου Α. Πέτρου, «Ιδιωτική Οικονομική», 1996, σελ.308-309.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, κατόπιν εισήγησης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου, να προβεί σε διαγραφή από το Χρηματιστήριο μιας μετοχικής αξίας ή εταιρείας, όταν αυτή δεν πληρεί ορισμένους όρους, αναγκαίους για την προστασία του επενδύτη όπως :

- Εάν έχει μειωθεί το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας κάτω των 50 εκατ. δρχ.
- Εάν δεν ακολουθεί η εταιρεία τους κανονισμούς και τις διατάξεις που έχουν θεσπισθεί για τη λειτουργία και τις ενέργειες της, από τον κανονισμό του Χρηματιστηρίου ή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- Εάν για τρία συνεχή χρόνια δεν δώσει η εταιρεία το ελάχιστο υποχρεωτικό μέρισμα που προβλέπεται από το νόμο.
- Εάν το ύψος των συναλλαγών των μετοχών της στο Χρηματιστήριο, σε σχέση με το συνολικό αριθμό των μετοχών που έχει εκδώσει, δεν είναι πάνω από 1% το χρόνο.

1.9.3 Διοίκηση του Χρηματιστηρίου

Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου¹² ασκείται από το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο διαχειρίζεται την περιουσία του Χρηματιστηρίου, το εκπροσωπεί δικαστικώς, παρακολουθεί τις εργασίες και τις μεταβολές του προσωπικού, διορίζει τους αντικριστές, καταρτίζει τον προϋπολογισμό και ότι άλλο αφορά στην εύρυθμη λειτουργία του Χρηματιστηρίου, αποφασίζει για την εισαγωγή νέων εταιρειών και ομολογιακών εκδόσεων, εγκρίνει το ενημερωτικό δελτίο που υποβάλλουν οι εταιρείες για την εισαγωγή μετοχών καθώς και άλλες δραστηριότητες που καθορίζονται από το Νόμο. Άλλα όργανα του Χρηματιστηρίου είναι :

- Η Γενική συνέλευση των μελών του Χρηματιστηρίου με κύριες αρμοδιότητες την εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου, την εκλογή για πλήρωση κάποιας κενής θέσης χρηματιστή και άλλα.

¹² Καραπιστόλη Π. Δημητρίου, «Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», σελ. 16-17.

- Το Συμβούλιο Τιμής, το οποίο εξετάζει τις πράξεις και τις τυχόν παραλήψεις των χρηματιστών και εισηγείται στον αρμόδιο Υπουργό την ανάλογη ποινή.
- Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο θεσμός της οποίας εισήχθη στην Ελλάδα με τον *A.N.148/1967*, για τα μέτρα προς ανάπτυξη της Κεφαλαιαγοράς και απέκτησε σημαντικότατο ρόλο στη λειτουργία του Χ.Α.Α. λόγω των σοβαρών αρμοδιοτήτων που της ανατέθηκαν.

1.9.3.1 Οι Αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς¹³ είναι αυτόνομη εποπτική αρχή που λειτουργεί με τη μορφή Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου. Η έδρα της βρίσκεται στην Αθήνα και η οργανωτική της διάρθρωση ορίζεται στο Προεδρικό Διάταγμα 25/2003 (ΦΕΚ Α' 26/6.2.2003). Οι αρμοδιότητες και η λειτουργία της διέπονται κυρίως από τους Νόμους 1969/91, 2166/93 και 2396/96 και το ΠΔ 25/2003. Ως Ν.Π.Δ.Δ., η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λειτουργεί υπό την εποπτεία του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών.

Στόχοι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας και την πρόληψη και καταστολή χρηματιστηριακών παραβάσεων. Για την επίτευξη των στόχων αυτών, η Επιτροπή δύναται να θέτει κανόνες λειτουργίας της αγοράς και να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα για την εφαρμογή των νόμων και των κανόνων που έχουν θεσπιστεί. Το Ελληνικό θεσμικό πλαίσιο που διέπει την λειτουργία της κεφαλαιαγοράς έχει ήδη προσαρμοστεί σε όλες τις σχετικές Ευρωπαϊκές Οδηγίες. Επομένως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λειτουργεί με βάση τις προδιαγραφές των Ευρωπαϊκών προτύπων.

¹³ <http://www.hcmc.gr/index2.htm>

«Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004»

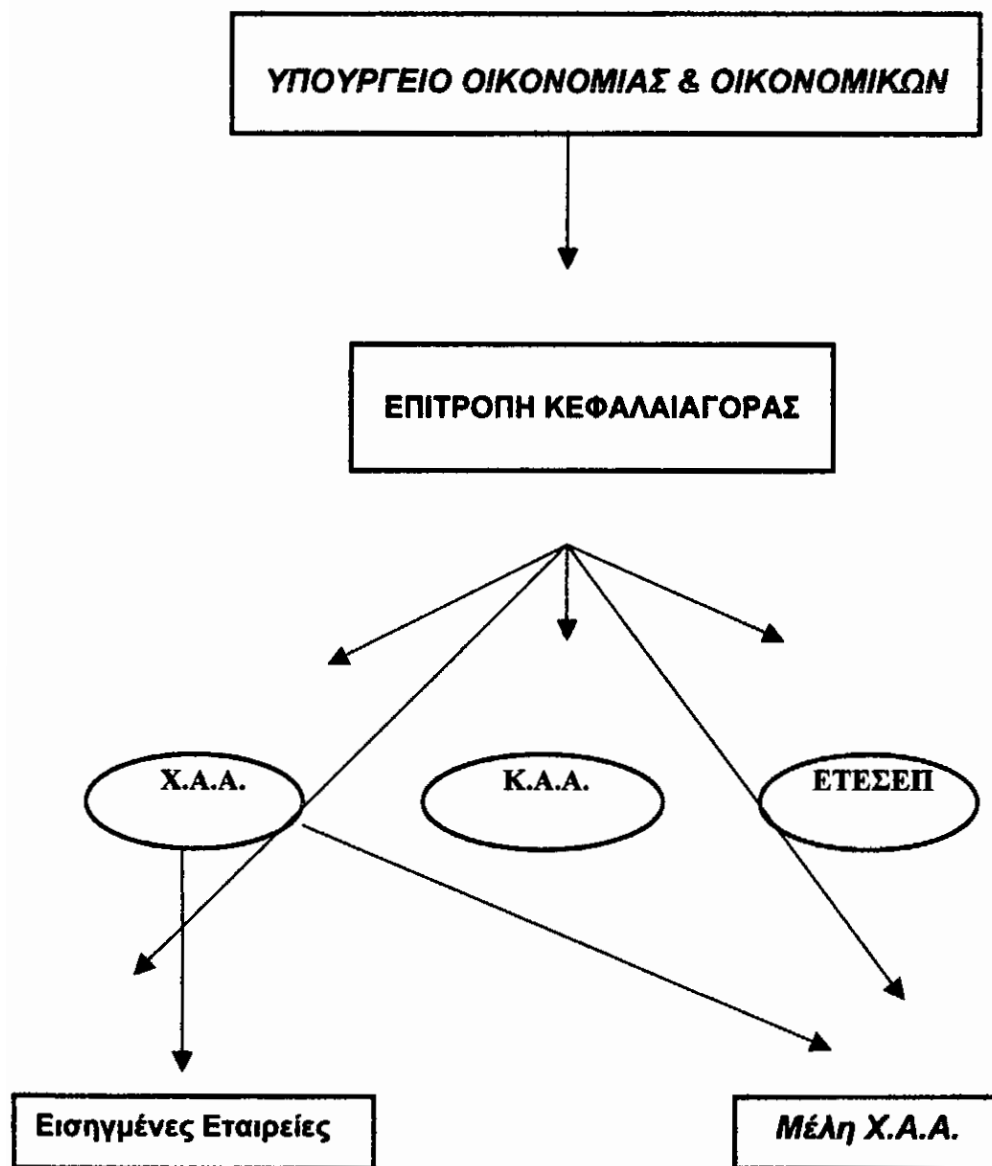
Ειδικότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει τη διάθεση κινητών Αξιών μέσω δημόσιας εγγραφής, χορηγεί και αναλύει τις άδειες και ασκεί έλεγχο στις χρηματιστηριακές εταιρείες (Α.Χ.Ε.), στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.), στις ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), στις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Χ.), ενώ εποπτεύει τις εταιρείες λήψης και διαβίβασης εντολών (Ε.Λ.Δ.Ε.). Περαιτέρω, ασκεί έλεγχο στις εισηγμένες εταιρείες για θέματα χρηματιστηριακής νομοθεσίας και συμπεριφοράς, αποφασίζει για την διαγραφή κινητών Αξιών, κάνει εισηγήσεις στο Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών για νομοσχέδια και γενικότερα επιβλέπει την όλη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, επιβάλλοντας πειθαρχικές ποινές και διοικητικές κυρώσεις όποτε είναι αναγκαίο.

Σύμφωνα με τον πρόσφατο Νόμο 3152/03 για την «Ίδρυση και εποπτεία Χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών και νέες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς» προβλέπεται ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρέχει την άδεια λειτουργίας για την Ίδρυση Χρηματιστηρίων. Προκειμένου να χορηγήσει τη σχετική άδεια, ελέγχει την ύπαρξη της αναγκαίας υποδομής, την ύπαρξη μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου, την εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, την καταλληλότητα των μελών της διοίκησης και των ανώτατων διευθυντικών στελεχών του Χρηματιστηρίου και εν γένει της οργανωμένης αγοράς, καθώς και των προσώπων που συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο με ποσοστό μεγαλύτερο του 5%, για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης και εγκρίνει τους όρους λειτουργίας και τον κανονισμό του Χρηματιστηρίου.

Για την άσκηση του εποπτικού της έργου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρακολουθεί και αναλύει τις εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά και παρεμβαίνει προληπτικά και κατασταλτικά κάθε φορά που αυτό κρίνεται αναγκαίο. Βασικό πλαίσιο αναφοράς κατά την άσκηση προληπτικών και κατασταλτικών ελέγχων αποτελούν οι Νόμοι και οι κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής, συμπεριλαμβανομένων και των κωδικών δεοντολογίας.

Παρακάτω, παρουσιάζονται διαγραμματικά (Σχήμα 1.1) οι βασικότερες σχέσεις των φορέων εποπτείας της ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Σχήμα 1.1



Πηγή: Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004

1.9.3.2 Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Το Διοικητικό Συμβούλιο¹⁴ αποτελείται από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους και έξι μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι του Διοικητικού Συμβουλίου διορίζονται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών ύστερα από σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της Ελληνικής Βουλής. Τα υπόλοιπα έξι μέλη επιλέγονται από κατάλογο δεκαοκτώ υποψηφίων που υποβάλλεται από κοινού από την Τράπεζα Ελλάδος, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών, την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, το Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών, το Σύνδεσμο Μελών Χρηματιστηρίων Αθηνών και την Ένωση Ελληνικών Τραπεζών και διορίζονται με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους και να διαθέτουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία σε θέματα κεφαλαιαγοράς. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. Η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου είναι πενταετής. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι μπορούν να αναδιορίζονται, αλλά η θητεία καθενός δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει τα δέκα έτη συνολικά. Τα λοιπά μέλη του Δ.Σ. αναδιορίζονται ελεύθερα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένο με τις ακόλουθες αρμοδιότητες :

- Τη χάραξη της γενικής πολιτικής
- Τη θέσπιση κανονιστικών πράξεων
- Την παροχή και ανάκληση αδειών
- Την επιβολή κυρώσεων
- Τη σύνταξη του προϋπολογισμού

¹⁴ Internet <http://www.hcmc.gr/index2.htm>.

- Τη σύσταση και τροποποίηση του κανονισμού εσωτερικής διοίκησης και λειτουργίας
- Τη λήψη αποφάσεων για θέματα προσωπικού

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου απαγορεύεται να συμμετέχουν άμεσα ή έμμεσα σε οποιαδήποτε ενέργεια ή συναλλαγή που αφορά αντικείμενο που τελεί υπό τον έλεγχο της Επιτροπής. Ο Πρόεδρος και οι Αντιπρόεδροι κατά τη διάρκεια της θητείας τους δεν επιτρέπεται να συμμετέχουν στην ίδρυση ή στο μετοχικό κεφάλαιο ή σε Διοικητικό όργανο επιχείρησης που τελεί υπό τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Επίσης, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν συμμετέχουν στη συζήτηση και λήψη αποφάσεων από το Διοικητικό Συμβούλιο ή την Εκτελεστική Επιτροπή¹⁵ για θέματα που αφορούν φυσικά πρόσωπα με τα οποία είναι σύζυγοι ή συγγενής μέχρι και τρίτου βαθμού ή νομικά πρόσωπα με τα οποία συνδέονται με σχέση εργασίας ή συμμετέχουν, άμεσα ή έμμεσα, στο μετοχικό τους κεφάλαιο.

Όπου ο Νόμος απαιτεί απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αυτή λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο, εκτός εάν η συγκεκριμένη αρμοδιότητα έχει εκχωρηθεί στην Εκτελεστική Επιτροπή. Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλείται δύο φορές το μήνα από τον Πρόεδρο και συνεδριάζει, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως πέντε τουλάχιστον μέλη.

¹⁵ Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Πρόεδρο και τους δύο Αντιπροέδρους και είναι επιφορτισμένη με την εκτέλεση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Συγκαλείται από τον Πρόεδρο και συνεδριάζει τουλάχιστον άπαξ εβδομαδιαίως, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως δύο τουλάχιστον από τα μέλη της. Επίσης, η Εκτελεστική Επιτροπή εκπροσωπεί την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δικαστικά ενώπιον των Ελληνικών και των αλλοδαπών δικαστηρίων.

1.9.3.3 Τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Το Χ.Α.Α. έχει «τακτικά» και «έκτακτα» μέλη¹⁶. Τακτικά μέλη είναι *οι χρηματιστές* και *οι χρηματιστηριακές εταιρείες* και έκτακτα μέλη είναι *οι αντικριστές*. Οι αντικριστές είναι τα άτομα στα οποία οι χρηματιστές ή οι χρηματιστηριακές εταιρείες έχουν δώσει το δικαίωμα εκφώνησης και αντιφώνησης για την αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών τίτλων.

Πιο συγκεκριμένα, ο *χρηματιστής ή ο εκπρόσωπος χρηματιστηριακής εταιρείας* διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αφού επιτύχει σε ειδικές εξετάσεις και πληρεί ορισμένες προϋποθέσεις. Οι χρηματιστές αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα (μετοχές, ομολογίες κλπ.) για λογαριασμό των πελατών τους. Οι χρηματιστές προσπαθούν να αγοράσουν όσο το δυνατό φθηνότερα και να πουλήσουν όσο το δυνατόν ακριβότερα, προς το συμφέρον των πελατών τους. Για την υπηρεσία τους αυτή εισπράττουν προμήθεια από 0,5% έως 1% της αξίας των συναλλαγών που εκτελούν.

Οι χρηματιστηριακές εταιρείες όπως προβλέπεται από το Νόμο 1806/1988 χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες :

1. Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100 εκατ. δρχ. που έχουν το δικαίωμα να κάνουν χρηματιστηριακές συναλλαγές μόνο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου και μόνο για λογαριασμό των πελατών τους.
2. Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 200 εκατ. δρχ. που έχουν το δικαίωμα να κάνουν χρηματιστηριακές συναλλαγές εκτός και εντός της διάρκειας της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου και για λογαριασμό δικό τους και των πελατών τους.
3. Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 1.000 εκατ. δρχ. που έχουν όλα τα δικαιώματα της δεύτερης κατηγορίας χρηματιστηριακής εταιρείας και επιπλέον μπορούν να αναλάβουν την κάλυψη εκδόσεως νέων μετοχών και ομολογίων, ως ανάδοχοι (*Underwriters*) της εκδότριας εταιρείας ή του Δημοσίου.

¹⁶ Κιόχος, Α. Πέτρος, « Οικονομική της Διοίκησης », 1999, σελ. 203-204.

Η άδεια λειτουργίας των χρηματιστηριακών εταιρειών, ελληνικών ή αλλοδαπών, χορηγείται κατόπιν υποβολής δικαιολογητικών που αποδεικνύουν τη σοβαρότητα του σκοπού τους και τη νομιμότητά τους. Οι αλλοδαπές χρηματιστηριακές εταιρείες, εκτός των δικαιολογητικών που πρέπει να προσκομίσουν, απαιτείται να έχουν και έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα χορηγήσει την άδεια εάν οι υποψήφιες εταιρείες είναι εισηγμένες και σε Χρηματιστήριο της αλλοδαπής και εάν υπάρχει αμοιβαιότητα έκδοσης τέτοιων αδειών λειτουργίας εταιρειών μεταξύ του Χ.Α.Α. και του αλλοδαπού Χρηματιστηρίου.

Οι αντικριστές διορίζονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α. μετά από αίτηση ενός μέλους του Χρηματιστηρίου και αφού υποβάλλουν ορισμένα δικαιολογητικά που να αποδεικνύουν τη σχέση τους με το μέλος του Χρηματιστηρίου και το ποινικό παρελθόν τους.

1.10 Εισαγωγή Κινητών Αξιών στο Χ.Α.Α.

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών λειτουργούν πέντε οργανωμένες αγορές Αξιών¹⁷ :

- Η Κύρια αγορά
- Η Παράλληλη αγορά
- Η νέα Χρηματιστηριακή αγορά (NEXA)
- Η Ελληνική αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαίων (ΕΑΓΑΚ)
- Η αγορά Αξιών Σταθερού Εισοδήματος

¹⁷ «Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004».

Επίσης είναι δυνατή η Δευτερογενής εισαγωγή Κινητών Αξιών, εισηγμένων σε Χρηματιστήρια εκτός Ελλάδος. Στον Πίνακα 1.1 που ακολουθεί, παρατείθονται στοιχεία που απεικονίζουν τον αριθμό των Εγχώριων και Ξένων Εταιρειών που έχουν εισχωρήσει στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά καθώς και στη ΝΕΧΑ και στην ΕΑΓΑΚ στην Ελλάδα μέχρι τον Δεκέμβριο του 2004.

Πίνακας 1.1

Δεκέμβριος 2004	Εγχώριες Εταιρίες	Ξένες Εταιρίες
Κύρια Αγορά	227	1
Παράλληλη Αγορά	123	-
Νέα Αγορά (ΝΕΧΑ)	9	-
Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Αγορών (ΕΑΓΑΚ)	-	1
Σύνολο	359	2
Επενδυτικές Εταιρίες	20	-

Πηγή: www.economis.gr

Στον Πίνακα 1.1 παρατηρούμε ότι στην Ελλάδα οι ξένες επενδύσεις στις διάφορες οργανωμένες Αγορές Αξιών που λειτουργούν στο Χρηματιστήριο Αθηνών, είναι αρκετά περιορισμένες. Μία μόνο Ξένη Εταιρεία έχει επενδύσει στην Κύρια Αγορά έναντι 227 εγχώριων εταιρειών. Επίσης, παρατηρούμε ότι στην ΕΑΓΑΚ ο αριθμός των εγχώριων εταιρειών είναι μηδενικός ενώ στις Ξένες Εταιρείες έχουμε μόλις μία εισαγωγή. Εμφανίζεται επίσης, σημαντική διαφορά ανάμεσα στο Σύνολο των Εγχώριων Εταιρειών που έχουν εισαχθεί και στις τέσσερις οργανωμένες αγορές φτάνοντας τις 359 έναντι των Ξένων Εταιρειών που αγγίζουν μόλις τις 2.

1.11 Εξελίξεις σε Βασικά Μεγέθη της Αγοράς Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α) έχει συμβάλλει καθοριστικά στην οικονομική ανάπτυξη που έχει συντελεσθεί στην Ελλάδα κατά τα τελευταία χρόνια. Εισήλθε σταδιακά στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος, σε συνδυασμό με τις καλές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας και των ελληνικών επιχειρήσεων και τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου που πραγματοποιήθηκε στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Στον Πίνακα 1.2 εμφανίζονται τα βασικά μεγέθη της αγοράς του Χ.Α.Α. για την περίοδο 1990 – 2004.

Πίνακας 1.2

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΜΕΣΗ ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (σε εκατ. ευρώ)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΚΔΟΣΕΩΝ	ΣΥΝΟΛΟ ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ¹⁸ (σε εκατ. ευρώ)
31.12.1990	8,37	145	229	2.071,22
31.12.1991	5,94	159	253	2.652,10
31.12.1992	3,87	164	259	369,30
31.12.1993	7,52	150	232	1.172,58
31.12.1994	14,87	196	280	4.164,57
31.12.1995	16,56	215	298	1.251,39
31.12.1996	23,40	235	313	4.797,80
31.12.1997	68,88	237	302	2.990,68
31.12.1998	166,17	258	313	6.738,31
31.12.1999	692,11	294	336	12.869,58
31.12.2000	403,48	342	380	10.407,90
31.12.2001	169,46	349	383	1.781,82
31.12.2002	100,29	349	377	1.925,00
31.12.2003	141,24	355	383	1.929,86
31.12.2004	132,24	362	389	477,39

Πηγή: Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004.

¹⁸ Το κριτήριο για τον υπολογισμό των αντληθέντων κεφαλαίων είναι η ημερομηνία πραγματοποίησης της Δημόσιας Εγγραφής από την εταιρεία και όχι η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσής της.

Παρατηρούμε ότι η μέση αξία των συναλλαγών του Χ.Α.Α. ήταν υποτονική μέχρι το 1997. Την περίοδο της μεγάλης ακμής του ελληνικού Χρηματιστηρίου αυξήθηκε στα 692,11 εκατ. ευρώ, ενώ μετά την έκρηξη του Χ.Α.Α. ακολούθησε η περίοδος της ύφεσης όπου η μέση αξία των συναλλαγών παρουσίασε σημαντική πτώση που έφτασε το 81%.

Ανεξάρτητα από τις αυξομειώσεις που παρατηρήθηκαν στην μέση αξία συναλλαγών κατά την περίοδο 1990 – 2004, ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α. παρέμεινε ανεπηρέαστος ακολουθώντας ανοδική πορεία με 362 εταιρείες το 2004 έναντι 145 εισηγμένων εταιρειών το 1990. Την ίδια ανοδική πορεία με τον αριθμό των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α. ακολούθησε και ο αριθμός των εισηγμένων μετοχικών εκδόσεων, σημειώνοντας μια αύξηση της τάξης του 70%. Επίσης, αξιοσημείωτες είναι οι μεγάλες διακυμάνσεις που παρατηρούνται στο σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων κατά την περίοδο αυτή, που εκτοξεύτηκαν στα 12.869,58 εκατ. ευρώ το 1999.

1.12 Κύρια και Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Όλες οι κινητές αξίες μπορούν να εισαχθούν στην Κύρια ή στην Παράλληλη αγορά¹⁹. Η Κύρια αγορά είναι μια Χρηματιστηριακή αγορά αποκλειστικά σχεδιασμένη για μεγάλες επιχειρήσεις. Από την άλλη πλευρά, η Παράλληλη αγορά είναι αποκλειστικά σχεδιασμένη για μικρομεσαίες επιχειρήσεις (αλλά με εξαιρετικές προοπτικές), οι οποίες μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με χαμηλό κόστος για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Η αγορά αυτή ονομάζεται Παράλληλη, γιατί λειτουργεί ταυτόχρονα με την Κύρια αγορά.

Ουσιαστικά δεν υπάρχει καμία διαφορά μεταξύ Κύριας και Παράλληλης αγοράς του Χρηματιστηρίου, ως προς τον τρόπο λειτουργίας, διαπραγματεύσεις των τίτλων, εκφώνησης και αντιφώνησης των εντολών, παράδοσης-παραλαβής των τίτλων, φορολογικών απαλλαγών

¹⁹ Χολεβάς, «Τι Πρέπει Να Γνωρίζουμε Για Το Χρηματιστήριο», 1991, σελ. 88.

Σεργιάδης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Οικονομικά Χρονικά, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

κλπ.. Η μόνη ουσιαστική διαφορά που υφίσταται είναι ότι στην Παράλληλη αγορά μπορούν να έχουν πρόσβαση μικρού ή μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις. Με άλλα λόγια, η Παράλληλη αγορά αποτελεί μοναδική ευκαιρία για τις μικρές και δυναμικές επιχειρήσεις, να αντλήσουν τα αναγκαία κεφάλαια για τον εκσυγχρονισμό τους, τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την ανάπτυξή τους στα πλαίσια της ευρωπαϊκής ενοποίησης.

1.13 Προϋποθέσεις Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

Για να πετύχει μια εταιρεία την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών θα πρέπει να πληρεί ορισμένες προϋποθέσεις²⁰. Οι προϋποθέσεις αυτές διαφέρουν ανάλογα με την αγορά που επιδιώκει η συγκεκριμένη επιχείρηση να εισχωρήσει. Έτσι λοιπόν υπάρχουν διαφορετικές προϋποθέσεις για την εισαγωγή μιας εταιρείας στην «**Κύρια αγορά**» και στην «**Παράλληλη αγορά**».

1.13.1 Βασικές Προϋποθέσεις για Εισαγωγή Μετοχών στην Κύρια Αγορά

Για την εισαγωγή μετοχών στην «**Κύρια αγορά**» του Χ.Α.Α. απαιτείται :

- Η εταιρεία να διαθέτει Ίδια Κεφάλαια τουλάχιστον 12.000.000 euro την περίοδο την οποία υποβάλλει την αίτηση εισαγωγής της. Διευκρινίζεται ότι η εταιρεία δύναται να προβεί σε αναμορφώσεις των Ιδίων Κεφαλαίων της μετά τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών.
- Η εταιρεία να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ως ανώνυμη εταιρεία για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής της και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό της. Εταιρείες με μικρότερο χρόνο ζωής μπορούν να

²⁰ «Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004».

εισαχθούν στην Κύρια αγορά κατά εξαίρεση, μετά από σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, εφόσον υφίστανται, δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση, για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση. Αν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές, καθώς και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης, σύμφωνα με την μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Η υποχρέωση αυτή εκτείνεται και σε όλες τις χρήσεις που περιλαμβάνονται στο τελικό Ενημερωτικό Δελτίο που θα εγκριθεί εφόσον η εταιρεία διατηρεί τις εν λόγω συμμετοχές.

- Να έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρείας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά. Τα αποτελέσματα δύνανται να μην είναι οριστικά, στις ακόλουθες περιπτώσεις :

A) εφόσον έχουν διατυπωθεί επιφυλάξεις που αφορούν εκκρεμείς δικαστικές αποφάσεις ή την ρύθμιση ειδικών θεμάτων ή τη συμμετοχή της εταιρείας σε άλλες εταιρείες για τις οποίες δεν προβλέπεται υποχρέωση φορολογικού ελέγχου,

B) εφόσον συντρέχει άλλος λόγος που προβλέπεται σε ειδική διάταξη ή απόφαση του Χ.Α.Α.. Αν η εταιρεία υποχρεούται να καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου επεκτείνεται και στις εταιρείες που όφειλαν να περιληφθούν στην τελευταία πριν την υποβολή της αίτησης ενοποίησης, με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν οικονομικές καταστάσεις.

- Η εταιρεία να εμφανίζει είτε :

A) συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 12.000.000 euro και τουλάχιστον 3.000.000 euro για κάθε μία εξ αυτών,

B) είτε συνολικά αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 16.000.000 euro και τουλάχιστον 4.000.000 euro για κάθε μία εξ' αυτών.

- Η εταιρεία κατά την εισαγωγή της να παρουσιάζει επαρκή διασπορά. Στην Κύρια αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό κατά τα παραπάνω, απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των όποιων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α. σε 2.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των όποιων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.
- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο, ο οποίος θα εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου.

1.13.2 Βασικές Προϋποθέσεις για Εισαγωγή Μετοχών στην Παράλληλη Αγορά

Για την εισαγωγή μετοχών στην «*Παράλληλη Αγορά*» του Χ.Α.Α. απαιτείται :

- Η εκδότρια εταιρεία να διαθέτει Ίδια Κεφάλαια τουλάχιστον 3.000.000 euro. Ως Ίδια Κεφάλαια λαμβάνονται τα υφιστάμενα κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής Ίδια Κεφάλαια της αιτούσας εταιρείας, αναμορφωμένα (εφόσον η εταιρεία δύναται να προβεί σε αναμορφώσεις) μετά τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών.

- Η εκδότρια εταιρεία να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ως ανώνυμη εταιρεία για δύο τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α. και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό της. Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, εφόσον υφίστανται, δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση, για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση. Αν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές, καθώς και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης, σύμφωνα με την μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Η υποχρέωση αυτή εκτείνεται και σε όλες τις χρήσεις που περιλαμβάνονται στο τελικό ενημερωτικό δελτίο που θα εγκριθεί εφόσον η εταιρεία διατηρεί τις εν λόγω συμμετοχές.
- Να έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρείας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά. Τα αποτελέσματα δύνανται να μην είναι οριστικά, στις ακόλουθες περιπτώσεις :

A) εφόσον έχουν διατυπωθεί επιφυλάξεις που αφορούν εκκρεμείς δικαστικές αποφάσεις ή την ρύθμιση ειδικών θεμάτων ή τη συμμετοχή της εταιρείας σε άλλες εταιρείες για τις οποίες δεν προβλέπεται υποχρέωση φορολογικού ελέγχου,

B) εφόσον συντρέχει άλλος λόγος που προβλέπεται σε ειδική διάταξη ή απόφαση του Χ.Α.Α.. Αν η εταιρεία υποχρεούται να καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου επεκτείνεται και στις εταιρείες που όφειλαν να περιληφθούν στην τελευταία πριν την υποβολή της αίτησης ενοποίησης, με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν οικονομικές καταστάσεις.

- Η εταιρεία να παρουσιάζει είτε :
 - A)* συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 4.000.000 euro και τουλάχιστον 1.000.000 euro για κάθε μία εξ αυτών,
 - B)* είτε συνολικά αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 6.000.000 euro και κέρδη τουλάχιστον 1.500.000 euro για κάθε μία εξ' αυτών.
- Η εταιρεία να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται να προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ενώ το 20% μπορεί να προέρχεται από διάθεση υφισταμένων μετοχών. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει εφόσον κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχει ολοκληρωθεί αύξηση κεφαλαίου με μετρητά, τουλάχιστον κατά το ποσό που απαιτείται για την επίτευξη επαρκούς διασποράς, την οποία έχει καλύψει κατά 100% ο ανάδοχος ή η ομάδα αναδόχων.
- Μέρος των εκδιδόμενων νέων ή υφισταμένων μετοχών μπορεί να μη διατίθεται με δημόσια εγγραφή υπό ορισμένες προϋποθέσεις.
- Η εταιρεία κατά την εισαγωγή της πρέπει να παρουσιάζει επαρκή διασπορά. Στην Παράλληλη Αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον 30% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των όποιων ζητείται η εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α., σε 1.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των όποιων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.
- Να υφίσταται σύμβαση με ανάδοχο (πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ) που να εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση με δημόσια εγγραφή

κεφαλαίου της εταιρείας. Ο ανάδοχος επίσης, εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου.

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να τονιστεί ότι οι προϋποθέσεις που θα πρέπει να πληρούν οι εταιρείες ώστε να μπορούν να εισχωρήσουν σε οποιαδήποτε αγορά, είτε στην Κύρια είτε στην Παράλληλη, δεν περιορίζονται μόνο στις συγκεκριμένες στις οποίες έχει γίνει αναφορά παραπάνω. Επιπλέον, θα πρέπει να επισημανθεί ότι οι προϋποθέσεις που ισχύουν για κάθε εταιρεία ώστε να μπορεί να εισαχθεί στην Κύρια ή στην Παράλληλη αγορά διαφέρουν ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η συγκεκριμένη εταιρεία. Για παράδειγμα, οι προϋποθέσεις που ισχύουν για μια εταιρεία που δραστηριοποιείται στον κατασκευαστικό κλάδο μπορεί να διαφέρουν σε κάποια σημεία από τις προϋποθέσεις μιας άλλης εταιρείας που δραστηριοποιείται στον τομέα της Ναυτιλίας²¹.

1.14 Εμπειρική Ανάλυση των Εισαγωγών Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την Περίοδο 1994 – 2001.

Ο παρακάτω Πίνακας 1.3 απεικονίζει τις εισαγωγές εταιρειών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1^η Ιανουαρίου 1994 μέχρι και την 31^η Δεκεμβρίου 2001. Ο πίνακας δεν περιλαμβάνει την εισαγωγή προνομιούχων μετοχών καθώς επίσης και δημόσιες εγγραφές για μετατάξεις εταιρειών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

²¹ Στα Παραρτήματα, γίνεται αναφορά σε συνεδρίαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., στην οποία καθορίζονται οι προϋποθέσεις εισαγωγής προς διαπραγμάτευση μετοχών των Κατασκευαστικών Εταιριών στο Χ.Α.Α.

Πίνακας 1.3

ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΤΑ ΕΤΟΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ²²				
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1/1/1994 – 31/12/2001				
Έτος	Αριθμός Εισαγωγών	Κύρια Αγορά	Παράλληλη Αγορά	Νέα Χρημ/κή Αγορά
1994	46	36	10	-
1995	20	10	10	-
1996	20	7	13	-
1997	12	3	9	-
1998	23	10	13	-
1999	38	15	23	-
2000	53	18	35	-
2001	21	13	6	2
ΣΥΝΟΛΟ	233	112	119	2

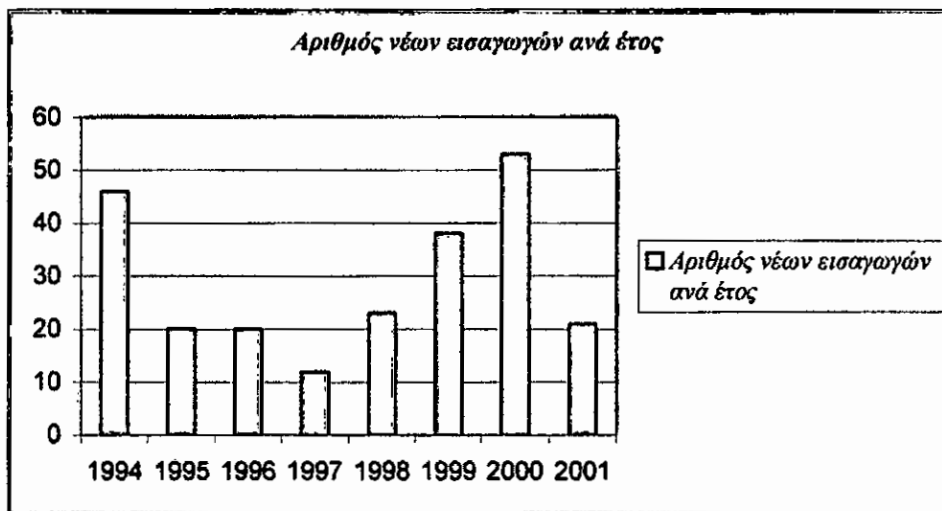
Πηγή : Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς – Ετήσια & Μηνιαία Στατιστικά Δελτία Χ.Α.Α.

Στον Πίνακα 1.3 παρατηρούμε ότι το έτος 2000 ήταν αυτό κατά το οποίο σημειώθηκε ο μεγαλύτερος αριθμός νέων εισαγωγών στο Χρηματιστήριο με 53 νέες εταιρείες. Όσον αφορά το κριτήριο της αγοράς, το αποτέλεσμα της καταγραφής έδειξε ότι συνολικά για την περίοδο 1994 – 2001 οι εισαγωγές εταιρειών στην Παράλληλη αγορά (119 εισαγωγές) υπερέβησαν αυτών της Κύριας αγοράς (112 εισαγωγές), ενώ οι εισαγωγές εταιρειών στο πρώτο έτος λειτουργίας της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (2001) ήταν περιορισμένες (2).

²² Η κατανομή των εισαγωγών κατά έτος έγινε με βάση την ημερομηνία εισαγωγής των εταιρειών στο Χ.Α.Α. και όχι με βάση την περίοδο ισχύος των δημόσιων εγγραφών που χρησιμοποιείται σε άλλες σχετικές μελέτες.

Το Σχεδιάγραμμα 1.2 απεικονίζει την ποσοστιαία κατανομή των δημοσίων εγγραφών μεταξύ Κύριας και Παράλληλης αγοράς. Αναλυτικά, η αναλογία εισαγωγής εταιρειών στην Κύρια και την Παράλληλη αγορά για κάθε έτος της περιόδου 1994 – 2001, ήταν η ακόλουθη : το 1994 η αναλογία εισαγωγών στην Κύρια και την Παράλληλη αγορά αντίστοιχα ήταν 36-10, το 1995 10-10, το 1996 7-13, το 1997 3-9, το 1998 10-13, το 1999 15-23, το 2000 15-6, και το 2001 15-6.

Σχεδιάγραμμα 1.2.



Πηγή : Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς – Ετήσια & Μηνιαία Στατιστικά Δελτία Χ.Α.Α.

Στους Πίνακες 1.4 και 1.5 παραθέτουμε ενδεικτικά κάποιες εταιρείες που έχουν αιτηθεί την εισαγωγή τους στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. την περίοδο 2000-2004.

Πίνακας 1.4

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΑΙΤΗΘΕΙ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΚΟΜΙΣΑΝ ΦΥΛΛΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ 2003 ΜΕΧΡΙ ΚΑΙ ΤΗΝ 1/11/04			
ΕΤΑΙΡΙΕΣ	ΑΓΟΡΑ	ΑΝΑΔΟΧΟΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΚΑΤΑΘΕΣΗΣ
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΡΗΤΗΣ ΑΠΟΛΛΩΝΙΑ	Κύρια	ALPHA FINANCE	25/1/2000
Θ. ΑΠΟΣΤΟΛΑΚΗΣ	Κύρια	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	7/6/2000
INTERNATIONAL LIFE Α.Ε. ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ ΖΩΗΣ	Κύρια	EFG TELESIS FINANCE	12/1/2001
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π	Κύρια	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	30/9/2003
ΑΡΓΟΝΑΥΤΗΣ ΕΕΠΝ	Κύρια	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	5/2/2004
ΛΑΜΔΑ ΝΤΙΤΕΡΤΖΕΝΤ Α.Ε.	Κύρια	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	27/2/2004
4 Ε ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	Κύρια	ΩΜΕΓΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	27/2/2004

Πηγή: Internet : www.ase.gr

Πίνακας 1.5

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΑΙΤΗΘΕΙ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ			
ΕΤΑΙΡΙΕΣ	ΑΓΟΡΑ	ΑΝΑΔΟΧΟΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΚΑΤΑΘΕΣΗΣ
ΠΑΓΩΤΑ ΔΩΔΩΝΗ ΑΒΕΕ	Παράλληλη	EFG TELESIS FINANCE	6/6/2001
ΚΑΤΩΓΙ ΚΑΙ ΣΤΡΟΦΙΛΙΑ ΑΜΠΕΛΟΥΡΓΙΚΗ ΟΙΝΟΠΟΙΗΤΙΚΗ Α.Ε.	Παράλληλη	ALPHA FINANCE	8/6/2001
CVL PATRAS ΧΗΜΙΚΑ ΚΑΙ ΒΙΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ ΠΑΤΡΩΝ Α.Ε.	Παράλληλη	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	9/6/2003
ΠΑΥΛΙΔΗΣ Α.Ε. ΜΑΡΜΑΡΑ ΓΡΑΝΙΤΕΣ	Παράλληλη	EFG TELESIS FINANCE	28/8/2003
Γ. ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ ΔΡΑΜΑΣ	Παράλληλη	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	3/6/2004
COSMOS BUSINESS SYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ & ΤΗΛΕΠ/ΩΝ ΑΕΒΕ	Παράλληλη	EFG TELESIS FINANCE	4/6/2004
ΧΡ. & Κ. ΜΗΤΣΙΔΗΣ ΛΙΜΙΤΕΔ	Παράλληλη	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	12/6/2004

Πηγή: Internet : www.ase.gr

Κίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.



2.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε αναλυτικά με τα διάφορα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να εισχωρήσουν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, στην προσπάθειά τους να αντλήσουν κεφάλαια για την περαιτέρω ανάπτυξή τους και την εδραίωσή τους στο σημερινό έντονα ανταγωνιστικό επιχειρηματικό περιβάλλον. Τα κίνητρα που ακολουθούν αναπτύσσονται κατά σειρά σημαντικότητας.

2.2 Πηγή άντλησης Κεφαλαίων

Το σημαντικότερο κίνητρο που ωθεί τις επιχειρήσεις να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών είναι ό,τι από πολλούς θεωρείται, ως η κυριότερη πηγή άντλησης κεφαλαίων²³. Οι γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις έχουν συνεχώς αυξημένες ανάγκες για κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τους στρατηγικούς τους στόχους. Η οικογενειακή δομή αρκετών ελληνικών ταχέως αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων έχει ως αποτέλεσμα τη γρήγορη εξάντληση τόσο των ιδίων κεφαλαίων των ιδρυτών της, όσο και των αποθεματικών της εταιρείας.

Το γεγονός αυτό οδηγεί στον τραπεζικό δανεισμό, μια πηγή κεφαλαίων, η οποία πέρα του ότι είναι ιδιαίτερα ακριβή εξαντλείται και σύντομα. Το κόστος των τραπεζικών δανείων διαφέρει

²³ Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», *Οικονομικά Χρονικά*, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

Παπούλιας Γ., «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις Ανάλυση & Διαχείριση», 1990, σελ. 88.

Internet : <http://www.parembasis.gr/index.htm>

Internet : <http://www.rom.gr/rom4/money/money.htm>

τόσο μεταξύ των δανειζομένων σε δεδομένη χρονική στιγμή, όσο και για όλους τους δανειζόμενους με την πάροδο του χρόνου. Για παράδειγμα, τα επιτόκια είναι υψηλότερα στην περίπτωση δανειζομένων που έχουν υψηλό κίνδυνο. Επίσης, τα επιτόκια είναι υψηλότερα στην περίπτωση των μικρών δανείων επειδή υπάρχει σταθερό κόστος έγκρισης και εξυπηρέτησης των δανείων, το οποίο είναι το ίδιο ανεξάρτητα από το ύψος του δανείου. Έτσι, ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης των στρατηγικών σχεδίων της εταιρείας παρουσιάζεται η άντληση κεφαλαίων από νέους μετόχους, κάτι που επιτυγχάνεται με την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών. Τα χρηματιστηριακά δάνεια είναι γνωστά σαν *call-loans*, θεωρούνται περισσότερο ασφαλή και για αυτό επιβαρύνονται με επιτόκιο χαμηλότερο από το αντίστοιχο της τραπεζικής αγοράς.

Στο Χρηματιστήριο μπαίνουν όσες επιχειρήσεις πληρούν κάποιες προδιαγραφές και ως αντάλλαγμα μπορούν από εκεί να αντλήσουν «υγιές χρήμα». Αντί, δηλαδή, να δανειστούν από τράπεζες ή, ακόμη χειρότερα από τοκογλύφους, μπορούν να αυξάνουν το κεφάλαιό τους εκδίδοντας μετοχικούς τίτλους. Με την πρακτική αυτή δανείζονται από τους επενδυτές με την υπόσχεση ότι όποιος αγοράσει «τα χαρτιά» τους, θα συμμετάσχει στη διανομή κάποιων κερδών, τα οποία θα προκύψουν, αν όλα πάνε καλά, με δύο τρόπους :

- Με τη μορφή μερίσματος που θα διανεμηθεί κατά τη διάρκεια της χρονιάς και
- Με την διαφορά που θα προκύψει μεταξύ της τιμής πώλησης και αγοράς των μετοχών σε περίπτωση ρευστοποίησης τους.

Το Χρηματιστήριο επομένως, είναι ένας θεσμός που έχουν ανάγκη οι μεγάλες επιχειρήσεις προκειμένου να αντλούν κεφάλαια για τις επενδύσεις τους, αποφεύγοντας τον δανεισμό από τις τράπεζες και την εξάντληση των παλαιών κερδών τους που έχουν διατηρήσει με τη μορφή των αποθεματικών. Το δάνειο χρειάζεται επιστροφή και η χρήση των παλαιών κερδών για τις νέες επενδύσεις ελαττώνει τα αποθέματα, ενώ αντίθετα από το Χρηματιστήριο τα κεφάλαια αντλούνται «δωρεάν». Χρηματοδότες των επιχειρήσεων είναι οι επενδυτές, δηλαδή αυτοί που αγοράζουν τις μετοχές τους από το Χρηματιστήριο.

2.2.1 Χρηματιστήριο ή Τραπεζικός Δανεισμός ;

Ένα ερώτημα που βασανίζει τους ιδιοκτήτες κάθε επιχείρησης στην προσπάθειά τους να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για να πραγματοποιήσουν τους στρατηγικούς τους στόχους, είναι η πηγή στην οποία θα καταφύγουν για αυτό τον σκοπό. Με άλλα λόγια οι ιδιοκτήτες καλούνται να επιλέξουν είτε τον τραπεζικό δανεισμό για την εξεύρεση των κεφαλαίων που χρειάζονται, είτε την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Η επιλογή ανάμεσα στις δύο αυτές εναλλακτικές δεν είναι εύκολη υπόθεση και θα πρέπει να λαμβάνεται από τους ενδιαφερόμενους κάτω από σοβαρότητα και σκεπτικισμό.

Όταν επομένως, ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης επιλέξει να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο για άντληση κεφαλαίων, θα πρέπει να προσέξει το μέγεθος της εταιρείας του και το επίπεδο των επιτοκίων που επικρατούν στην αγορά. Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι την επιχείρηση τη συμφέρει να μπει στο Χρηματιστήριο όταν τα επιτόκια είναι υψηλά. Για παράδειγμα, στην περίπτωση που το επίπεδο των επιτοκίων στην αγορά είναι αρκετά υψηλό, γεγονός που σημαίνει ότι το κόστος του χρήματος είναι πολύ ακριβό, την επιχείρηση δεν τη συμφέρει να καταφύγει στον τραπεζικό δανεισμό για να αντλήσει τα απαραίτητα κεφάλαια και επομένως θα στραφεί προς άλλη κατεύθυνση, δηλαδή στο Χρηματιστήριο.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι ανάμεσα στο μέγεθος της εταιρείας και στα κεφάλαια που επιθυμεί να αντλήσει (είτε μέσα από το Χρηματιστήριο είτε μέσω του τραπεζικού δανεισμού) υπάρχει ανάλογη σχέση. Δηλαδή, μια μεγάλη σε μέγεθος εταιρεία χρειάζεται πολύ περισσότερα κεφάλαια για να ικανοποιήσει τις ανάγκες της συγκριτικά με μια μικρή επιχείρηση.

Στις μέρες μας, στην ελληνική επιχειρηματική αγορά ισχύουν τα λεγόμενα κεντρικά επιτόκια της Ευρώπης. Σε μία ενδεχόμενη λοιπόν εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο θα πρέπει να μελετηθεί προσεκτικά το μέγεθός της σε συνάρτηση με το μέγεθος του επιτοκίου που ισχύει στην αγορά. Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι το επίπεδο του επιτοκίου είναι

χαμηλό, άρα και το κόστος του χρήματος είναι χαμηλό, ενώ το μέγεθος της εταιρείας είναι αρκετά μεγάλο, τότε μπορεί η επιχείρηση κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις να έχει νόημα να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο για να αντλήσει κεφάλαια, παρόλο που οι συνθήκες αυτές κρίνονται οι πλέον κατάλληλες για τον τραπεζικό δανεισμό.

Ομοίως, αν έχουμε μια μικρή σε μέγεθος εταιρεία και το επιτόκιο στην αγορά είναι χαμηλό πράγμα που σημαίνει ότι το κόστος του χρήματος είναι μικρό, τότε τα κεφάλαια που αναζητά η συγκεκριμένη επιχείρηση μπορεί να τα αντλήσει μέσω του τραπεζικού δανεισμού, επειδή το μέγεθος των κεφαλαίων που χρειάζεται είναι σχετικά μικρό. Στην περίπτωση αυτή δεν συμφέρει την επιχείρηση για ένα χαμηλό σχετικά κεφάλαιο να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, επειδή μεταξύ των άλλων η διαδικασία αυτή συνεπάγεται ένα επιπλέον κόστος για την επιχείρηση.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η πηγή από την οποία θα αντλήσει μια επιχείρηση κεφάλαια για να ικανοποιήσει τους στόχους της είναι αποκλειστικά δική της επιλογή. Ωστόσο, θα πρέπει να εξετάζονται προσεκτικά το μέγεθος των επιτοκίων που επικρατούν στην αγορά σε συνάρτηση με το μέγεθος της «υπό ένταξης» εταιρείας. Η εφαρμογή μιας ανάλυσης «Κόστους – Οφέλους» σε συνδυασμό με τις εκάστοτε συνθήκες που επικρατούν, θα αποτελέσει σημαντικό εργαλείο προκειμένου να ληφθεί η πιο συμφέρουσα απόφαση για την επιχείρηση.

2.2.2 Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου²⁴ πραγματοποιείται είτε με μετρητά (*ουσιαστική*), οπότε υπάρχει πραγματική εισροή κεφαλαίων στην εταιρεία, είτε με κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας

²⁴ Αρτίκης Π. Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», 1999, σελ.51.

των αποθεματικών και των κερδών της χρήσεως (*τυπική*). Στη περίπτωση αυτή, δεν υπάρχει πραγματική εισροή κεφαλαίων, αλλά μόνο λογιστικές ανακατατάξεις των κονδυλίων των ιδίων κεφαλαίων για αναγνώριση της υπεραξίας ή της μετατροπής των αποθεματικών και των κερδών της χρήσεως σε μετοχικό κεφάλαιο. Η χρηματοδότηση επιχειρήσεων με κοινό μετοχικό κεφάλαιο έχει ορισμένα πλεονεκτήματα, τα οποία συνοψίζονται στα εξής :

- Το κοινό μετοχικό κεφάλαιο δεν συνεπάγεται την ανάληψη σταθερών επιβαρύνσεων. Αν η εταιρεία πραγματοποιήσει κέρδη, τότε ενδεχομένως να αποφασίσει να διανείμει μέρος στους κατόχους κοινών μετοχών. Δεν ισχύει το ίδιο με τους τόκους των δανείων, οι οποίοι πρέπει να πληρωθούν ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών της επιχείρησης.
- Το κοινό μετοχικό κεφάλαιο δεν έχει ορισμένη ημερομηνία λήξεως. Το κοινό μετοχικό κεφάλαιο είναι μόνιμο κεφάλαιο για το οποίο δεν υπάρχει υποχρέωση επιστροφής στους κατόχους κοινών μετοχών.
- Εφόσον το κοινό μετοχικό κεφάλαιο αποτελεί ασφαλιστική δικλείδα για τους δανειστές της εταιρείας (οι δανειστές προηγούνται από τους κοινούς μετόχους στην απόληψη της αμοιβής των κεφαλαίων τους), η χρησιμοποίηση κοινού μετοχικού κεφαλαίου διευκολύνει τη διαβάθμιση των ομολογιών σαν αξιόγραφα χαμηλότερου κινδύνου για τους επενδυτές και μειώνει το κόστος των δανείων.
- Ορισμένες φορές το κοινό μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να πουληθεί ευκολότερα από τα δάνεια, επειδή :
 - θεωρητικά έχει υψηλότερη προσδοκώμενη αποδοτικότητα από εκείνη του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και των ομολογιών,
 - παρέχει στους επενδυτές μεγαλύτερη προστασία έναντι του πληθωρισμού από εκείνη του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και των ομολογιών και
 - τα κεφαλαιακά κέρδη από κοινές μετοχές σε ορισμένες χώρες δεν φορολογούνται μέχρι να πραγματοποιηθούν, ενώ σε άλλες χώρες δεν φορολογούνται καθόλου.

Εκτός όμως των πλεονεκτημάτων που προσφέρει η χρηματοδότηση εταιρειών με κοινό μετοχικό κεφάλαιο υπάρχουν από την άλλη πλευρά και τα μειονεκτήματα της διαδικασίας αυτής, τα οποία εντοπίζονται στα παρακάτω σημεία :

- Η πώληση κοινών μετοχών συνήθως επεκτείνει το δικαίωμα ψήφου και ελέγχου σε νέους ιδιοκτήτες μετοχών, οι οποίοι εισέρχονται με αυτόν τον τρόπο στην εταιρεία. Για το λόγο αυτό, η αύξηση της χρηματοδότησης με κοινό μετοχικό κεφάλαιο συνήθως αποφεύγεται από τις μικρές επιχειρήσεις, στις οποίες οι ιδιοκτήτες – διευθυντές μπορεί να είναι απρόθυμοι να μοιραστούν τον έλεγχο των εταιρειών τους με άλλους εξωτερικούς επενδυτές.
- Η χρησιμοποίηση δανείων επιτρέπει στην εταιρεία να αντλήσει κεφάλαια με σταθερό κόστος, ενώ η χρησιμοποίηση κοινών μετοχών σημαίνει ότι περισσότεροι μέτοχοι θα μοιράζονται τα κέρδη της εταιρείας στο μέλλον.
- Το κόστος αναδοχής και διανομής των κοινών μετοχών είναι συνήθως υψηλότερο από το κόστος αναδοχής και διανομής των προνομιούχων μετοχών και των ομολογιών.
- Ορισμένες φορές η πώληση νέων κοινών μετοχών μπορεί να θεωρηθεί σαν ένδειξη αδυναμίας της εταιρείας και κατά συνέπεια μπορεί να προξενήσει μείωση της τιμής των κοινών μετοχών.

Η απόφαση για το αν θα γίνει ή όχι αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκάστοτε εταιρείας είναι αποκλειστική απόφαση του ιδιοκτήτη της και του άμεσου εμπλεκόμενου περιβάλλοντός του, Η απόφαση αυτή εξάγεται μέσα από μια ανάλυση των αναγκών της εταιρείας την δεδομένη χρονική στιγμή, των πλεονεκτημάτων έναντι των μειονεκτημάτων που θα έχει για αυτήν η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, καθώς και την αναμενόμενη πορεία της στην αγορά.

2.2.3 Το Δικαίωμα Προτίμησης των Παλαιών Μετόχων - Η Διεθνής Πρακτική και η Ελληνική Νομοθεσία

Το δικαίωμα της προτίμησης των ήδη μετόχων²⁵ ή κάποιας ευνοϊκής ρύθμισης υπέρ αυτών, σε περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου Α.Ε. είναι διεθνώς αναγνωρισμένο ως *stock right*. Το δικαίωμα αυτό στηρίζεται σε οικονομική ηθική και λογική βάση. Ο μέτοχος, ο οποίος με τη συνεισφορά του στο αρχικό μετοχικό κεφάλαιο συνέβαλε στην ίδρυση, στην ανάπτυξη και στην πρόοδο της επιχείρησης, όταν αυτή αποφασίσει να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο με την έκδοση νέων μετοχών, είναι δίκαιο και εύλογο να έχει κάποιο δικαίωμα προτίμησης σε αυτές. Ωστόσο, το δικαίωμα αυτό ενδέχεται να οδηγήσει στην ανάληψη των νέων μετοχών από τους ήδη μετόχους. Όπως ορίζεται με το Π.Δ. 350/1985, για να αποφευχθεί κάτι τέτοιο, προβλέπεται :

- Ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα είναι 25% και θα γίνει με δημόσια εγγραφή,
- Ο αριθμός των μετοχών που μπορούν με το δικαίωμα προτίμησης να πάρουν οι παλαιοί μέτοχοι είναι περιορισμένος.

Το *stock right* είναι ένα προνόμιο που παρέχεται στους μετόχους να αγοράσουν επιπλέον μετοχές, με βάση την αναλογία που κατέχουν στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου, σε χαμηλότερη όμως τιμή από εκείνη που θα καταβάλουν για την αγορά τους οι νέοι μέτοχοι. Η ελληνική νομοθεσία για τις Α.Ε. ορίζει ότι σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου παρέχεται δικαίωμα προτίμησης σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο υπέρ των κατά την εποχή της έκδοσης μετόχων ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο. Η πρόσκληση για την ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης δημοσιεύεται στο ΦΕΚ / Δελτίο Α.Ε. και δεν μπορεί να είναι μικρότερη από ένα μήνα. Μετά το τέλος της προθεσμίας, οι

²⁵ Χολεβάς, «Τι Πρέπει να Γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο», 1991, σελ.163-164.

Αρτίκης Π. Γεώργιος., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», 1999, σελ.43,50.

Κιόχος – Παπανικολάου, «Χρηματιστήριο Αξιών Και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια», 2001, σελ.106.

μετοχές που δεν έχουν αναληφθεί διατίθενται ελεύθερα από το Διοικητικό Συμβούλιο της Α.Ε.. Ενίοτε, στους ήδη μέτοχους διανέμονται και ορισμένες μετοχές δωρεάν.

Παρόλα αυτά, στο βαθμό που οι παλαιοί μέτοχοι διατηρούν υψηλό βαθμό διαχειριστικού ελέγχου της επιχείρησης, είναι σχεδόν αδύνατη η προσέλκυση νέων μετόχων. Σε αυτό το σημείο η επιχείρηση έχει δύο επιλογές :

- είτε να εγκαταλείπει χρήσιμα επενδυτικά σχέδια,
- είτε να εκχωρήσει σημαντικό μέρος του διαχειριστικού ελέγχου με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο μέσω δημόσιας εγγραφής.

Η διάθεση μετοχών με δημόσια εγγραφή νέων ή υφιστάμενων μετοχών πραγματοποιείται μόνο μέσω πιστωτικών ιδρυμάτων ή Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.), που μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου. Ο «*ανάδοχος*» εγγυάται την κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και αγοράζει τις μετοχές που ενδεχομένως δε θα καλυφθούν από το κοινό στην τιμή εισαγωγής αυτών στο Χρηματιστήριο.

2.2.4 Είναι Βέβαιο ότι Κάθε Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου θα Είναι Επιτυχής;

Κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι βέβαιο ότι θα τύχει της έγκρισης της αγοράς²⁶. Αν οι επενδυτές κρίνουν ότι δεν μπορεί να επιτευχθεί απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος των Ίδιων Κεφαλαίων, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα υποχωρήσει. Αν αντιθέτως, οι επενδυτές κρίνουν ότι η επιχείρηση μπορεί να επιτύχει απόδοση υψηλότερη από το κόστος των Ίδιων Κεφαλαίων, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα ανέλθει. Πράγματι, οι «*προοπτικές*», (κέρδη, μερίσματα) καθώς και η κατάσταση στην αγορά, είναι οι

²⁶ Σταμούλης, «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις Ανάπτυξη και Εφαρμογή Επενδυτικής Στρατηγικής στο Χρηματιστήριο», 1999, σελ 160.

παράγοντες που θα επηρεάσουν τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μετά την αύξηση του κεφαλαίου.

Αξίζει να αναφερθεί ότι η προς τα κάτω πίεση της μετοχής μετά τη διανομή των νέων μετοχών είναι προσωρινή. Επομένως, το πλεονέκτημα του κατάλληλου χρόνου και της υγιούς αγοράς, σε συνδυασμό με τους στόχους και τις προοπτικές της εταιρείας, μπορούν να εγγυηθούν για την επιτυχία της έκδοσης.

2.2.5 Πόσο Συχνά Μπορεί να Κάνει Αυξήσεις στο Μετοχικό της Κεφάλαιο μια Επιχείρηση Εκδίδοντας Νέες Μετοχές;

Οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με σκεπτικισμό και κάτω από την ανάγκη για εξεύρεση κεφαλαίων απαιτούμενων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους²⁷. Συνεπώς, προϋπάρχει ο επενδυτικός σχεδιασμός και ακολούθως αποφασίζεται η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου προς επίτευξη του στόχου.

Βέβαια, εάν μία εταιρεία έχει προχωρήσει πρόσφατα σε έκδοση νέων μετοχών, η αγορά μπορεί να μην ανταποκριθεί πλήρως σε μια νέα έκδοση. Για μικρές επιχειρήσεις με μικρά κεφάλαια μπορεί να αποδειχθεί επικίνδυνη η συνεχής έκδοση κοινών μετοχών από το φόβο μιας επικείμενης εξαγοράς, πράγμα που κάνει τη διοίκησή της περισσότερο επιφυλακτική σε τέτοιες κινήσεις. Είναι γεγονός ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε αυξήσεις των κεφαλαίων τους σε περιόδους οικονομικής και κοινωνικής εφορίας, προσφέροντας έτσι τις μετοχές τους χωρίς μεγάλη έκπτωση (*discount*) από την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία και βέβαια με χαμηλότερο ρίσκο.

Όσον αφορά τις νεοεισηγμένες επιχειρήσεις, το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών έχει αποφασίσει ότι απαιτείται να μεσολαβεί χρονικό διάστημα

²⁷ Σταμούλης, «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις Ανάπτυξη και Εφαρμογή Επενδυτικής Στρατηγικής στο Χρηματιστήριο», 1999, σελ.160-161.

τουλάχιστον δώδεκα μηνών μεταξύ της εισαγωγής μιας επιχείρησης στο Χ.Α.Α. και της αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου με μετρητά. Επίσης, το ίδιο χρονικό διάστημα απαιτείται να μεσολαβεί μεταξύ δύο διαδοχικών αυξήσεων κεφαλαίου με μετρητά. Το χρονικό αυτό διάστημα είναι απαραίτητο για να διαπιστωθεί η ορθολογική αξιοποίηση των αντληθέντων κεφαλαίων, σύμφωνα με τις δεσμεύσεις που περιλαμβάνονται στο αντίστοιχο Ενημερωτικό Δελτίο.

Επίσης, οι εισηγμένες εταιρείες που προγραμματίζουν να προχωρήσουν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με μετρητά σε διάστημα μικρότερο των 12 μηνών από την ημερομηνία εισαγωγής τους στο Χ.Α.Α. ή την τελευταία αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με μετρητά δύνανται με επιστολή τους προς το Χρηματιστήριο να αιτούνται την εξαίρεσή τους από την συγκεκριμένη απόφαση. Το Χρηματιστήριο αποφασίζει αφού εξετάσει τους όρους και τις προϋποθέσεις για τη νέα αύξηση στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας καθώς και το σχέδιο αξιοποίησης των νέων κεφαλαίων.

2.3 Διαφοροποίηση Κινδύνου Μετοχών

Με την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο δίνεται σε μεγαλύτερο βαθμό η δυνατότητα στους ιδρυτές της να αποφεύγουν την τοποθέτηση όλων των κεφαλαίων τους σε μια μόνο επιχείρηση²⁸. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η διασπορά των κεφαλαίων τους, η οποία οδηγεί σε καλύτερη διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου και κατά συνέπεια σε καλύτερη διαχείριση του επενδυτικού κεφαλαίου, με άμεσο αποτέλεσμα την μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης.

Από μακροοικονομική άποψη, η διασπορά του κινδύνου επιδρά θετικά, διότι οδηγεί στην αποτελεσματική κατανομή κεφαλαίων σε επενδυτικά σχέδια που εμπεριέχουν κινδύνους. Για

²⁸ Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Οικονομικά Χρονικά, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

το λόγο αυτό οι επιχειρήσεις κατανέμουν τα κεφάλαιά τους ανάμεσα σε διάφορες επενδύσεις. Το σύνολο των επενδύσεων που έχει μια επιχείρηση ονομάζεται χαρτοφυλάκιο επενδύσεων.

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, μια επιχείρηση στην προσπάθεια άντλησης κεφαλαίων που της είναι απαραίτητα για να ικανοποιήσει τους στρατηγικούς και επενδυτικούς στόχους της μπορεί να καταφύγει είτε σε τραπεζικό δανεισμό, είτε σε έκδοση μετοχών μέσω της εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο.

Η επιλογή του τραπεζικού δανεισμού, ως μέσο απόκτησης των απαιτούμενων κεφαλαίων, συνεπάγεται ότι ο ιδιοκτήτης της εταιρείας αναλαμβάνει εξ' ολόκληρου τον κίνδυνο στην περίπτωση που η επένδυσή του είτε δεν πραγματοποιήσει απόδοση τουλάχιστον ίση με το κόστος του δανεισμού. Στην περίπτωση που ο ιδιοκτήτης της εταιρείας αποφασίζει να συγκεντρώσει τα απαιτούμενα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου με την εισαγωγή της εταιρείας του σε αυτό, συνεπάγεται ότι ο κίνδυνος για τον ίδιο ελαχιστοποιείται, γιατί πολύ απλά ο κίνδυνος διασπείρεται και στους μετόχους που έχουν επενδύσει στην συγκεκριμένη εταιρεία αγοράζοντας μετοχές της. Αντίστοιχα, οι επενδυτές θα επιλέξουν την αγορά εκείνων των μετοχών των εταιρειών που θα προσφέρουν μερίσματα, τα οποία θα είναι υψηλότερα από τα επιτόκια που τους προσφέρει η τράπεζα.

Επομένως, κατανοούμε γιατί πολλές εταιρείες επιλέγουν πλέον το Χρηματιστήριο ως πηγή άντλησης των απαιτούμενων κεφαλαίων τους για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Είναι σαφές ότι ο κίνδυνος που υπάρχει σε περίπτωση αποτυχίας της επένδυσης, ελαττώνεται για τους αρχικούς ιδιοκτήτες.

2.4 Καθορισμός Πραγματικής Τιμής Συναλλαγής

Για να εισαχθεί μια επιχείρηση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαιτείται η έκδοση μετοχών. Η μετοχή γενικά αποτελεί ένα μερίδιο στο κεφάλαιο μιας Ανώνυμης Εταιρείας

(Α.Ε.). Προκειμένου να ιδρυθεί μια Α.Ε. συγκεντρώνεται ένα κεφάλαιο, το οποίο διαιρείται σε μικρότερα ή ίσα μερίδια, ονομαζόμενα μετοχές.

Ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει ένα μικρό ή ένα μεγαλύτερο μέρος μετοχών, ισάξιο του ποσού των χρημάτων που θέλει να επενδύσει. Από τη στιγμή που γίνεται μέτοχος μιας εταιρείας, γίνεται εν μέρει και ιδιοκτήτης της και μπορεί μεταξύ άλλων, να συμβάλει στην λήψη αποφάσεων που αφορούν τη διαχείρισή της μέσω συμμετοχής και ψήφου του στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας. Επίσης, έχει δικαίωμα συμμετοχής στα διανεμόμενα κέρδη και στην ανάληψη του ενεργητικού της εταιρείας σε περίπτωση εκκαθάρισης ανάλογα με το ποσοστό των μετοχών που κατέχει.

Η μετοχή εκδίδεται από την επιχείρηση με κάποια ονομαστική τιμή²⁹ και διατίθεται διαμέσου του Χρηματιστηρίου στο επενδυτικό κοινό. Με την εισαγωγή μιας μετοχής στο Χ.Α.Α. συνεπάγεται ότι αυξάνεται η ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων των αρχικών μετόχων, διευκολύνεται παράλληλα ο καθορισμός μιας πραγματικής τιμής συναλλαγής για την μετοχή. Το γεγονός της ύπαρξης μιας πραγματικής τιμής της μετοχής διευκολύνει τους μετόχους στην περίπτωση που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους και δυσκολεύονται στο να καθορίσουν με τον ενδιαφερόμενο την τιμή συναλλαγής.

2.4.1 Βασικά Είδη Μετοχών

Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά υπάρχουν σήμερα τέσσερις βασικές κατηγορίες³⁰ μετοχών :

- Οι *ονομαστικές*, στις οποίες αναφέρεται το ονοματεπώνυμο του μετόχου και η εταιρεία έχει στην διάθεσή της ειδικό βιβλίο μετοχών. Όταν γίνεται μεταβίβαση

²⁹ Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Οικονομικά Χρονικά, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

³⁰ Κιόχος, Α. Πέτρος, « Οικονομική της Διοίκησης», Interbooks, 1999, σελ. 208.

ονομαστικής μετοχής, διαγράφεται από το παραπάνω βιβλίο το όνομα του παλαιού μετόχου και γράφονται τα στοιχεία του νέου αγοραστή.

- Οι *ανώνυμες*, στις οποίες δεν αναφέρεται το ονοματεπώνυμο του μετόχου και επομένως, η ταυτότητα του μετόχου είναι άγνωστη στην εταιρεία. Οι μετοχές του είδους αυτού μεταβιβάζονται με απλή παράδοση. Οι περισσότερες χρηματιστηριακές πράξεις αναφέρονται σε ανώνυμες μετοχές.
- Οι *κοινές*, οι οποίες δίνουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, στις συνελεύσεις και στην διοίκηση της επιχείρησης στους μετόχους. Επιπλέον, οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα προτιμήσεως όταν εκδίδονται νέες μετοχές και μπορούν ελεύθερα να τις μεταβιβάσουν σε τρίτους.
- Οι *προνομιούχες*, οι οποίες δίνουν στους μετόχους κάποια επιπλέον δικαιώματα από αυτά που τους δίνουν οι κοινές μετοχές. Συγκεκριμένα, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών εισπράττουν πρώτοι μέρος και προηγούνται στην διανομή του ιδίου κεφαλαίου σε περίπτωση διαλύσεως της επιχείρησης. Επίσης, έχουν και δικαίωμα πολλαπλών ψήφων στις γενικές συνελεύσεις της επιχείρησης.

2.4.2 Διακρίσεις της Τιμής της Μετοχής

Στην αγορά υπάρχουν διάφορες «τιμές» που αναφέρονται σε μια μετοχή. Οι πιο γνωστές από αυτές αφορούν τις παρακάτω κατηγορίες:

- *Ονομαστική τιμή*: είναι η τιμή, η οποία αναγράφεται πάνω στο σώμα της μετοχής και αντιπροσωπεύει το ποσό για το οποίο ευθύνεται ο κάτοχος της μετοχής λόγω της συμμετοχής του στην εταιρεία. Ονομάζεται και «*ονομαστική αξία*».
- *Τιμή έκδοσης στο άρτιο*: είναι η τιμή διάθεσης των μετοχών και είναι ίση με την ονομαστική αξία της μετοχής.
- *Τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο*: είναι η τιμή διάθεσης των μετοχών και είναι υψηλότερη από την ονομαστική αξία τους.

- **Τιμή έκδοσης υπό το άρτιο:** είναι η τιμή διάθεσης των μετοχών και είναι χαμηλότερη από την ονομαστική τους αξία. Στη χώρα μας απαγορεύεται η έκδοση μετοχών υπό το άρτιο.
- **Εσωτερική (ή Λογιστική) τιμή:** είναι η τιμή που βρίσκεται, αν διαιρέσουμε το «Σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων» (Μετοχικό Κεφάλαιο + Αποθεματικά) με τον «Αριθμό των Μετοχών». Η τιμή αυτή επηρεάζεται από το ύψος των αποθεματικών κεφαλαίων. Όσο αυξάνεται η αυτοχρηματοδότηση (σχηματισμός αποθεματικών), τόσο αυξάνει η «λογιστική τιμή της μετοχής».
- **Πραγματική τιμή της μετοχής:** είναι εκείνη που προκύπτει, αν διαιρέσουμε την «πραγματική αξία των ιδίων κεφαλαίων» με τον «αριθμό των μετοχών». Για τον προσδιορισμό της πραγματικής τιμής της μετοχής είναι απαραίτητη η σύνταξη του ισολογισμού σε τρέχουσες τιμές για όλα τα περιουσιακά στοιχεία, οπότε στα «ίδια κεφάλαια» αναγράφεται και η «υπεραξία λόγω αναπροσαρμογής των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης».
- **Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής:** είναι η τιμή που επηρεάζεται και διαμορφώνεται από τα εξής:
 - από το μέρισμα ανά μετοχή, δηλαδή από τη μερισματική πολιτική της εταιρείας,
 - από την ποιότητα της εταιρείας, δηλαδή από τα επενδυτικά της προγράμματα και τις προοπτικές της και συνεπώς από την ικανότητά της να πραγματοποιήσει κέρδη μεσομακροπρόθεσμα, αλλά και βραχυπρόθεσμα,
 - από τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στη χρηματιστηριακή αγορά, και
 - από την προσφορά και την ζήτηση μιας συγκεκριμένης μετοχής μέσα στο Χρηματιστήριο.

2.4.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Τιμή της Μετοχής

Η τιμή μιας μετοχής διαμορφώνεται καθημερινά και υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που την επηρεάζουν και απεικονίζονται στην τιμή αυτή. Οι σημαντικότεροι από αυτούς τους παράγοντες³¹ είναι οι ακόλουθοι :

I. Παράγοντες που Αφορούν την Εταιρεία :

- Ο ρυθμός αύξησης των «κερδών ανά μετοχή» κατά έτος τουλάχιστον για τα τελευταία πέντε χρόνια.
- Ο ρυθμός αύξησης των «κερδών ανά μετοχή» για το πιο πρόσφατο τρίμηνο ή εξάμηνο.
- Η ποιότητα της διοίκησης και του ανθρώπινου δυναμικού καθώς και η οργανωτική δομή της εταιρείας, έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα την καλύτερη λειτουργία της επιχείρησης και λόγω αυτού αυξάνεται το κύρος της στους επενδυτικούς κύκλους και κατά συνέπεια επιτυγχάνεται η αύξηση της τιμής της μετοχής της .
- Η εισαγωγή νέων καινοτομιών, σύγχρονης τεχνολογίας και τεχνογνωσίας, καθώς και η παραγωγή νέων προϊόντων δημιουργεί θετικό κλίμα στους επενδυτές για τις περαιτέρω προοπτικές της εταιρείας και τις μελλοντικές προσδοκίες τους αυξάνοντας έτσι την τιμή της μετοχής της.
- Το δυναμικό Μάρκετινγκ μιας εταιρείας αυξάνει το κύρος και την φήμη της στην αγορά και κατά συνέπεια η προτίμηση των μετοχών της εταιρείας από τους επενδυτές αυξάνεται και αντίστοιχα έχουμε και άνοδο της τιμής της μετοχής της.
- Οι εργασιακές σχέσεις που δημιουργούνται σε κάθε επιχείρηση παίζουν σημαντικό ρόλο στην γενική λειτουργία της. Στην περίπτωση που οι εργασιακές σχέσεις των υπαλλήλων μέσα στην επιχείρηση κρίνονται εποικοδομητικές ή μη, επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά αντίστοιχα, την εύρυθμη λειτουργία της. Το γεγονός αυτό επηρεάζει άμεσα την ένδειξη εμπιστοσύνης των επενδυτικών

³¹ Καραπιστόλη Π. Δημητρίου, « Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», σελ.43-45.

κύκλων ως προς την επιχείρηση, καταλήγοντας σε αύξηση της τιμής της μετοχής αν οι εργασιακές σχέσεις είναι εποικοδομητικές και σε μείωση της τιμής στην αντίθετη περίπτωση.

- Η μερισματική πολιτική που υιοθετεί κάθε εταιρεία είναι ικανή να προσελκύει μεγαλύτερο ποσοστό επενδυτών ανάλογα με το μέρισμα που διανέμει για μια μετοχή. Αν το μέρισμα είναι υψηλό θα υπάρχει αύξηση της ζήτησης μετοχών από τους επενδυτές και αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής της μετοχής. Στην αντίθετη περίπτωση, δηλαδή όταν το μέρισμα μιας μετοχής είναι χαμηλό, η τιμή της συγκεκριμένης μετοχής θα μειωθεί εφ' όσον το επενδυτικό ενδιαφέρον μειώνεται.

II. Παράγοντες που Αφορούν τον Κλάδο (Υπό-κλάδο) :

- Η κατάσταση και οι προοπτικές του κλάδου (Υπό-κλάδου) επηρεάζουν ανάλογα την τιμή της μετοχής της επιχείρησης που δραστηριοποιείται σε αυτόν. Στην περίπτωση που ο κλάδος παραγωγής θεωρείται κορεσμένος η τιμή της μετοχής θα μειωθεί γιατί το επενδυτικό ενδιαφέρον είναι μειωμένο. Στην αντίθετη περίπτωση όταν ο κλάδος έχει προοπτικές εξέλιξης, η τιμή της μετοχής αυξάνεται αφού οι επενδυτές προβλέπουν σημαντική αύξηση των κερδών της επένδυσής τους στο μέλλον.
- Η εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής του κλάδου (Υπό-κλάδου).
- Η κατάσταση και η πορεία των δύο ή τριών «ηγέτιδων» εταιρειών του κλάδου (Υπό-κλάδου). Αν παρατηρήσουμε ότι οι «ηγέτιδες» μετοχές του κλάδου (Υπό-κλάδου) έπειτα από μια ανοδική πορεία παρουσιάζουν μια κάθοδο, τότε πρέπει να αναμένουμε «επίδραση διάχυσης» και στην μετοχή της συγκεκριμένης εταιρείας.
- Οι ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο (Υπό-κλάδο).

III. Οικονομικοί και Νομισματικοί Παράγοντες :

- Η οικονομική κατάσταση της χώρας (Α.Ε.Π.) επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τη ζήτηση και την προσφορά των Χρηματιστηριακών τίτλων. Η οικονομική πρόοδος μιας χώρας συμβάλλει στην δημιουργία ευνοϊκού κλίματος για επενδύσεις και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης των μετοχών, άρα και την αύξηση της τιμής της. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας, μειώνεται η ζήτηση άρα και η τιμή της μετοχής.
- Το επίπεδο πληθωρισμού μπορεί να προκαλέσει αύξηση των τιμών των μετοχών, αν οι εταιρείες πετύχουν να τον ενσωματώσουν στις τιμές των προϊόντων τους. Στην αντίθετη περίπτωση πολύ πιθανόν να έχουμε μείωση των τιμών των μετοχών.
- Η φορολογική πολιτική των εισοδημάτων από χρηματιστηριακούς τίτλους.
- Το επίπεδο του διατραπεζικού προεξοφλητικού επιτοκίου της Τράπεζας Ελλάδος και γενικότερα το επίπεδο των τρεχόντων επιτοκίων της χρηματαγοράς επιδρούν στην διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Ένα υψηλό επιτόκιο προκαλεί μετατόπιση των χρηματικών διαθέσιμων από το Χρηματιστήριο στην τραπεζική αγορά. Το αντίθετο συμβαίνει σε περίπτωση χαμηλών επιτοκίων με αποτέλεσμα να επηρεάζονται πτωτικά ή ανοδικά οι τιμές των μετοχών.
- Το επίπεδο ρευστότητας της αγοράς και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς (ποσότητας) χρήματος υπό την ευρεία έννοια.
- Οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων μπορούν να προκαλέσουν μεταφορά κεφαλαίων και να επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού και κατά συνέπεια την αύξηση ή την μείωση των τιμών των μετοχών.

IV. Πολιτικοί - Ψυχολογικοί Παράγοντες και Προσδοκίες :

- Η πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει αρνητικά την οικονομία μιας χώρας καθώς και την χρηματιστηριακή αγορά. Η πολιτική αστάθεια, ο κίνδυνος πόλεμου και οι κοινωνικές αναταραχές προκαλούν πτώση των τιμών των μετοχών. Τα κυβερνητικά μέτρα που λαμβάνονται για την ανάπτυξη της βιομηχανίας ή άλλων οικονομικών κλάδων και ειδικότερα για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς συντελούν στην γενική άνοδο των τιμών των μετοχών. Αντίθετα, αν με την πολιτική της κυβέρνησης παραβλέπονται τα συμφέροντα των αποταμιευτών ή των κεφαλαιούχων, αναμένεται πτώση των τιμών των μετοχών.
- Οι ψυχολογικοί παράγοντες και οι προσδοκίες επηρεάζουν επίσης, σημαντικά την χρηματιστηριακή αγορά. Η ανοδική και καθοδική ψυχολογία της αγοράς επηρεάζουν προς την ίδια κατεύθυνση ανοδικά ή καθοδικά την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και κατά συνέπεια και τις τιμές των μετοχών.

V. Διεθνείς Παράγοντες :

Διεθνή γεγονότα όπως συρράξεις, πόλεμοι, ανεργία, πετρελαϊκή κρίση, οικονομική κατάσταση των ισχυρότερων οικονομικά χωρών, όπως για παράδειγμα αυτές των Η.Π.Α., Γερμανίας, επηρεάζουν ο καθένας σε μεγαλύτερη ή μικρότερη έκταση τις τιμές των μετοχών. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι παράγοντες αυτοί ενσωματώνονται και προεξοφλούνται στην τιμή της κάθε μετοχής. Με άλλα λόγια, η αγορά «συλλαμβάνει», αναλύει και «ζυγίζει» όλους τους ανωτέρω παράγοντες και τελικά προσδιορίζει την τιμή της μετοχής.

Στο σημείο αυτό θα ήταν σκόπιμο να τονίσουμε ότι αγοράζοντας μια μετοχή, ταυτόχρονα «αγοράζουμε» και τις προσδοκίες της για το μέλλον. Η τιμή της μετοχής, η ζήτηση και η προσφορά της καθορίζονται σε μεγάλο βαθμό από τις προοπτικές που ενδέχεται να έχει μια

εταιρεία. Επομένως, μια εταιρεία που εντάσσεται σε έναν κλάδο, ο οποίος είναι κορεσμένος δεν έχει πολλές προοπτικές μελλοντικά άρα και η τιμή της μετοχής της δεν θα έχει την ανάλογη αύξηση. Αντιθέτως, η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας που εντάσσεται σε κλάδο, ο οποίος θα αναπτύσσεται σταδιακά και σταθερά και υπάρχουν προσδοκίες για την πορεία της στο μέλλον, θα είναι συνεχώς υψηλότερη, επειδή θα έχει μεγαλύτερη ζήτηση από το επενδυτικό κοινό.

Έτσι παρατηρείται σε περιόδους αισιόδοξων προσδοκιών οι τιμές των μετοχών να αυξάνονται, δίχως τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας να δικαιολογούν τέτοια κατάσταση. Το αντίθετο συμβαίνει όταν υπάρχει κλίμα απαισιοδοξίας, όπου οι τιμές των μετοχών μειώνονται συνεχώς, δημιουργώντας συνήθως συνθήκες πανικού στο επενδυτικό κοινό, δίχως να υπάρχει τις περισσότερες φορές ουσιαστικός λόγος για τέτοιες κινήσεις.

Κατανοούμε ότι ο καθορισμός μιας πραγματικής τιμής συναλλαγής της μετοχής επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, ενδογενείς και εξωγενείς, και διαμορφώνεται καθημερινά ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν την δεδομένη στιγμή στην χρηματιστηριακή αγορά.

2.5 Διευκολύνει τις Συγχωνεύσεις

Στο σημερινό επιχειρηματικό περιβάλλον με την ύπαρξη του τόσο έντονου ανταγωνισμού οι συγχωνεύσεις³² καθίστανται πλέον αναγκαίες για την επιβίωση των εταιρειών και την ύπαρξή τους στο μέλλον. Με την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο συνεπάγεται η ύπαρξη μιας καθορισμένης αγοραστικής αξίας της μετοχής, η οποία διευκολύνει σε περίπτωση συγχωνεύσεων.

Ο όρος συγχώνευση (*merger*) σημαίνει ένωση δύο επιχειρήσεων, από τις οποίες η μια διατηρεί την ταυτότητά της. Στο σημείο αυτό θα ήταν χρήσιμο να απαντήσουμε στο ερώτημα

³² «Χρηματοοικονομική», Gropelli A.A. & Ehsan Nikbakht Αθήνα : Κλειδάριθμος, 2000, σελ. 441-442, 444.

γιατί συγχωνεύονται οι εταιρείες. Μερικές εταιρείες προβαίνουν σε συγχώνευση, γιατί πιστεύουν ότι αυτή η ένωση θα φέρει ταχύτερη και πιο σταθερή αύξηση κερδών ανά μετοχή και για τις δύο εταιρείες. Αυτή η αύξηση των κερδών ανά μετοχή που παρατηρείται μέσω μίας συγχώνευσης, μπορεί να επιτευχθεί με μικρότερο κόστος και κίνδυνο από ό,τι αν ξεκινούσε η προσπάθεια από το μηδέν, δηλαδή αν προσπαθούσε η εταιρεία μόνη της να αυξήσει τα κέρδη των μετοχών της.

Η απόκτηση, «εξαγορά» άλλων εταιρειών έχει επίσης, πλεονεκτήματα και σε ότι αφορά τα προσόντα ορισμένων διευθυντικών στελεχών, τα οποία δεν έχουν τα στελέχη της επιχείρησης που κάνει την εξαγορά. Με άλλα λόγια, είναι δυνατόν μία συγχώνευση να γίνεται για να αποκτήσει η εταιρεία που κάνει την εξαγορά, τα διευθυντικά στελέχη μιας άλλης εταιρείας, μόνο και μόνο επειδή αυτά διαθέτουν ιδιαίτερα και εξειδικευμένα προσόντα. Οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε μια συγχώνευση για τον λόγο αυτό υποκινούνται από την ανάγκη τους για απόκτηση εξειδικευμένου και έμπειρου προσωπικού που με διαφορετικό τρόπο δεν θα μπορούσαν να αποκτήσουν.

Επίσης, υπάρχουν και τα «*συνεργατικά οφέλη*» που προκύπτουν από την επίτευξη οικονομιών κλίμακας, από την αύξηση των πωλήσεων που θα προέλθει από τα βελτιωμένα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και το χαμηλότερο κόστος λόγω καλύτερης αποδοτικότητας και από την εξάλειψη των διπλών τμημάτων. Πιο συγκεκριμένα, η συγχωνευμένη εταιρεία επωφελείται από τη μεγαλύτερη βάση σταθερού κόστους, το οποίο μπορεί να μειώσει το κόστος ανά μονάδα.

Επιπλέον, η συγχώνευση μπορεί να περιορίσει τη μεταβλητότητα των κερδών. Για παράδειγμα, η ενοποίηση των λειτουργιών δύο εταιρειών των οποίων τα κέρδη έχουν διαφορετική διακύμανση, μπορεί να μειώσει τη συνολική μεταβλητότητα των κερδών. Οι επενδύτες θα αναγνωρίσουν αυτό το σταθερό σχήμα κερδών, γεγονός που μπορεί να σημαίνει χαμηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο και υψηλότερη αξία των μετοχών της νέας επιχείρησης που έχει δημιουργηθεί μετά την συγχώνευση. Μερικές φορές η συγχώνευση γίνεται και για φορολογικούς λόγους. Μια εταιρεία με μεγάλο ποσό ζημιών που μεταφέρονται σε επόμενη

χρήση μπορεί να εξαγοραστεί από μια επιχείρηση που έχει σημαντικά κέρδη. Σε αυτή την περίπτωση, οι ζημίες χρησιμοποιούνται για τη μείωση των φορολογητέων κερδών της συγχωνευμένης πια επιχείρησης. Η μείωση της φορολογίας έως και 10%, που σχεδιάζεται για τις εταιρίες που συγχωνεύονται αν και δεν είναι ικανή από μόνη της να πυροδοτήσει ένα περιορισμένο έστω κύμα επιχειρηματικών συνενώσεων, θα πρέπει να εξετάζεται υπό το "πρίσμα" των γενικότερων πολιτικοοικονομικών εξελίξεων και πρωτοβουλιών.

Παρόλα αυτά, η μείωση των φορολογικών συντελεστών κατά 10% για τη πρώτη τριετία μετά την συνένωση δύο εταιριών, ανάλογα με τη κατάσταση της εταιρίας (εισηγμένη ή μη), δεν είναι μέτρο ικανό να προκαλέσει από μόνο του ευρύτερες αλλαγές στο χώρο των επιχειρήσεων. Πόσο μάλλον εάν αναλογιστεί κανείς ότι αντίστοιχα μέτρα που έλαβαν τα προηγούμενα έτη οι κυβερνήσεις των υπολοίπων χωρών μελών της Ε.Ε. ήταν πραγματικά γενναία (μειώσεις έως και 40% στη φορολόγηση επιχειρήσεων) και όχι περιορισμένης εμβέλειας.

Συνοψίζοντας θα λέγαμε ότι μερικοί από τους λόγους για τους οποίους γίνονται οι συγχωνεύσεις είναι για να μειωθούν οι φόροι, για να αποκτηθεί τεχνογνωσία, για να αυξηθεί η ρευστότητα της επιχείρησης που κάνει την εξαγορά, για να επεκταθεί σε παραγωγή νέων προϊόντων, για να επεκταθεί σε νέες περιφερειακές αγορές, για να εξισορροπηθεί η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας που κάνει την εξαγορά, για να αποκτήσει νέα διευθυντικά στελέχη και για να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας. Η συγχωνευμένη επιχείρηση θα ωφεληθεί από τη μειωμένη μεταβλητότητα των κερδών εξαιτίας της ευνοϊκής συνδιακύμανσης και της υψηλότερης αποδοτικότητας των επενδύσεων της εταιρείας στόχου.

Για την καλύτερη κατανόηση των ωφελειών και των λόγων που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε συγχώνευση, παραθέτουμε στο 2^ο Παράρτημα ένα υπόδειγμα³³ πραγματικής

³³ Τα στοιχεία προέρχονται από το Ενημερωτικό Δελτίο των δύο αυτών εταιρειών. Τα Διοικητικά Συμβούλια των συγχωνευομένων εταιρειών ενέκριναν στις 20/7/2001 το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης όπως αυτό είχε προταθεί από τις Διοικήσεις των δύο εταιρειών και θα προτείνουν στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων τους ως δίκαιη και εύλογη σχέση ανταλλαγής μετοχών των δύο εταιρειών τη σχέση 1 μετοχή NEXTNET Α.Ε. προς 1,0697 μετοχές της ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Τ.

συγχώνευσης που πραγματοποιήθηκε στις 24-5-2001, μεταξύ της εταιρείας **ΣΙΤΙΚΟΜ Α.Ε.Τ.** από την εταιρεία **NEXTNET Α.Ε.** (πρώην **ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ TELECOM Α.Ε.**). Στο υπόδειγμα γίνεται φανερό ότι οι λόγοι που οδήγησαν τις δύο αυτές εταιρείες να προβούν στη συγχώνευση διακρίνονται σε *οικονομικούς*, δηλαδή σε λόγους αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου, και σε *νομικούς*.

2.6 Φορολογικές Διευκολύνσεις - Φορολογία Μερισμάτων

Στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις φορολογούνται με δύο κυρίως τρόπους³⁴ :

- Οι επιχειρήσεις που αποτελούν νομικά πρόσωπα, φορολογούνται με ένα συντελεστή επί των καθαρών κερδών τους, δηλαδή επί του καθαρού εισοδήματός τους.
- Οι ελεύθεροι επαγγελματίες και οι ιδιοκτήτες ατομικών επιχειρήσεων φορολογούνται με βάση τα εισοδήματα που δηλώνουν στη φορολογική τους δήλωση, στο τέλος του έτους.

Με την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο, συνεπάγεται αυτομάτως για την ίδια την εταιρεία, κάποιου είδους φορολογικές διευκολύνσεις που προέρχονται από το ίδιο το ελληνικό κράτος. Για παράδειγμα, η διατήρηση της ανωνυμίας των μετοχών, προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες φοροαποφυγής στις περιπτώσεις μεταβίβασης τίτλων σε μεγάλη μάζα επενδυτών και επομένως σημαντικά κίνητρα δημιουργίας εταιρειών πολυμετοχικής βάσης, που διευκολύνεται σημαντικά με την εισαγωγή των μετοχών στο Χρηματιστήριο.

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία (άρθρο 109 του Ν. 2238/1994) οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, πλην τραπεζών, βαρύνονται

³⁴ Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.
«Ενημερωτικό Δελτίο NEXTNET Α.Ε.», Σεπτέμβριος 2001, σελ. 39.

με φόρο 35% επί των φορολογητέων κερδών τους πριν από οποιαδήποτε διανομή. Έτσι, τα μερίσματα διανέμονται από τα ήδη φορολογηθέντα στο νομικό πρόσωπο κέρδη, και επομένως ο μέτοχος δεν έχει καμία φορολογική υποχρέωση επί του ποσού των μερισμάτων που εισπράττει. Ως χρόνος απόκτησης του εισοδήματος από τα μερίσματα λογίζεται η ημερομηνία έγκρισης του Ισολογισμού από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας.

2.7 Πιστοποίηση Εμπιστοσύνης της Επιχείρησης

Η ένδειξη εμπιστοσύνης³⁵ προς μια επιχείρηση αποτελεί σημαντικό κίνητρο για την εισαγωγή των εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Κι αυτό γιατί η έγκριση εισαγωγής μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α λαμβάνεται από τους επενδυτές ως έμμεση ψήφος εμπιστοσύνης για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας.

Το γεγονός ότι η διοίκηση μιας οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) δέχεται την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο αυξάνει αυτόματα το κύρος της εταιρείας τόσο στα μάτια των πελατών όσο και στα μάτια των ανταγωνιστών της. Επίσης, ενισχύει τη διάθεση του επενδυτικού κοινού να τοποθετήσει τα χρήματά του σε αυτήν την εταιρεία, καθώς ο έλεγχος στον οποίο υπόκειται η επιχείρηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μειώνει την πιθανότητα οι επενδυτές να χάσουν τα χρήματά τους. Με αυτό τον τρόπο η εταιρεία αυξάνει τις δυνατότητές της για ανάπτυξη, κερδίζει την εμπιστοσύνη μέρους του επενδυτικού κοινού καθώς και το σεβασμό των αντιπάλων της.

Το κύρος που αποκτά η εταιρεία, συντελεί στη σύναψη καλύτερων συμφωνιών με τους προμηθευτές της, τους δανειστές της και τους υπόλοιπους συνεργάτες της. Ενισχύει επίσης,

³⁵ Σεργαδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», *Οικονομικά Χρονικά*, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

Πέτρος Α. Κιόχος «Οικονομική της Διοίκησης», 1999.

Κοτζαμάνης Ν. Στέφανος, «Ο Κόσμος των Επενδύσεων», Έτος

τη θέση της στο εξωτερικό, διευκολύνοντας τις εξαγωγές της και τις διεθνείς της συνεργασίες. Μια επιχείρηση, εξασφαλίζοντας το απαιτούμενο κύρος στην αγορά έναντι των ανταγωνιστών της, ταυτόχρονα ενισχύει και το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού (εγχώριο ή μη) για ενδεχόμενη συνεργασία.

Με αυτό τον τρόπο η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να προσελκύσει πολλούς ξένους επενδυτές που ενδιαφέρονται να αναπτύξουν τις δραστηριότητές τους στο ελληνικό Χρηματιστήριο, αλλά και εγχώριους που δίνουν μεγάλη σημασία στο προφίλ της επιχείρησης και επιδιώκουν μια όσο το δυνατόν καλύτερη επένδυση. Μια τέτοια ενέργεια μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και στην επίτευξη των επενδυτικών της σχεδίων που δεν θα μπορούσε να υλοποιήσει παραμένοντας έξω από το Χρηματιστήριο.

Θα πρέπει να επισημάνουμε ότι, η ένδειξη εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού προς την επιχείρηση είναι αρκετά δύσκολο να αποκτηθεί, είναι όμως ακόμα πιο δύσκολο να διατηρηθεί. Γι' αυτό τον λόγο τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας θα πρέπει να προσέχουν τους χειρισμούς τους, γιατί άστοχες ενέργειες μπορεί να κλονίσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών που την «ακολουθούν», για τον τρόπο που διοικείται και λειτουργεί η επιχείρηση. Στόχος επομένως, κάθε επιχείρησης θα πρέπει να είναι η διατήρηση της εμπιστοσύνης που έχει δημιουργηθεί μεταξύ της ίδιας και των επενδυτών της, ώστε να προσελκύει συνεχώς το ενδιαφέρον και νέων επενδυτών ενισχύοντας με αυτό τον τρόπο το κύρος και τη φήμη της στη χρηματιστηριακή αγορά.

2.8 Υψηλότερη Αγοραία Μετοχική Αξία

Η αγοραία μετοχική αξία που εξασφαλίζει η είσοδος μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για τις μετοχές της, μπορεί άλλοτε να λειτουργήσει ως κίνητρο για την εισαγωγή των επιχειρήσεων στο Χ.Α.Α, και άλλοτε σαν αντικίνητρο.

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, υποστηρίζεται πως η αποδοχή από τις χρηματιστηριακές αρχές της αίτησης εισαγωγής μιας επιχείρησης θεωρείται ως επιβεβαίωση της εμπιστοσύνης των διοικητικών στελεχών της επιχείρησης για το μέλλον της. Συνεπώς, η εισαγωγή επηρεάζει θετικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού σχετικά με την μελλοντική πορεία της επιχείρησης και εξασφαλίζει υψηλότερη αγοραία μετοχική αξία³⁶.

Είναι γενικά αποδεκτό πως όσοι ασχολούνται με το Χρηματιστήριο, επιδιώκουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τις επενδύσεις τους. Όταν λοιπόν μια επιχείρηση ξεκινά την πορεία της στην αγορά του Χρηματιστηρίου, συγκεντρώνει το ενδιαφέρον των επενδυτών που σε διαφορετική περίπτωση ίσως να μην γνώριζαν καν την ύπαρξή της. Το επενδυτικό κοινό, μετά την ένδειξη εμπιστοσύνης από τις αρμόδιες αρχές προς την επιχείρηση, στρέφει το ενδιαφέρον του προς τις μετοχές της επιχείρησης, αφού ευκολότερα οδηγείται σε μια επένδυση που ενδεχόμενα θα προσφέρει κάποιο ποσοστό επιτυχίας και θα έχει μεγαλύτερες προοπτικές εξέλιξης από ότι είχε όταν ήταν εκτός Χρηματιστηρίου.

Η αγοραία τιμή της μετοχής καθορίζεται στο Χρηματιστήριο Αξιών (ανοικτή αγορά) από την προσφορά και τη ζήτηση. Όταν οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού επηρεάζονται θετικά, η ζήτηση των μετοχών της επιχείρησης από μέρους του κοινού αυξάνεται, αλλά δεν αυξάνεται ισόποσα και η προσφορά τους τόσο από την πλευρά της επιχείρησης, που τη δεδομένη στιγμή δεν εκδίδει νέες μετοχές, όσο και από τους υπόλοιπους επενδυτές, που τη δεδομένη χρονική στιγμή δεν είναι πρόθυμοι να πουλήσουν. Στην περίπτωση αυτή η αγοραία τιμή της μετοχής αυξάνεται.

Αντίθετα, όταν οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού επηρεάζονται αρνητικά, η ζήτηση των μετοχών της επιχείρησης μειώνεται από μέρος του κοινού, ενώ η ποσότητα των μετοχών της επιχείρησης που προσφέρονται τη δεδομένη χρονική στιγμή στο Χρηματιστήριο αυξάνεται, είτε από την ίδια την επιχείρηση ή από ήδη μετόχους που επιθυμούν να πουλήσουν). Η κατάσταση αυτή έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα να μειώνεται η αγοραία τιμή της μετοχής. Στο

³⁶ Σαχινίδης Κοριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.
Κιόχος, Α Πέτρος, «Οικονομική της Διοίκησης», 1999.

σημείο αυτό, μπορούμε να αναφέρουμε ενδεικτικά δύο παραδείγματα. Το πρώτο παράδειγμα αφορά την εταιρεία Folli Follie. Η συγκεκριμένη εταιρεία, στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας απευθύνθηκε στο επενδυτικό κοινό με ένα προϊόν (κοσμήματα) που δεν ήταν κορεσμένο και για το λόγο αυτό είχε μεγάλες προοπτικές εξέλιξης. Το γεγονός αυτό έκανε τους επενδυτές να στραφούν προς αυτή την επιχείρηση και να αγοράσουν τις μετοχές της, οι οποίες διαπραγματεύονταν με ένα **premium**³⁷. Ακριβώς το ίδιο φαινόμενο παρατηρήθηκε και το 1987 με την MICROSOFT, όπου διαπραγματευόταν ένα αντικείμενο που τότε βρισκόταν στην αρχή της εξέλιξής του. Θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι ανάλογα με το προϊόν (ή υπηρεσία) που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, καθώς και οι δυνατότητες εξέλιξής του, είναι αιτία που μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση ή μείωση της αγοραίας τιμής της μετοχής της.

Ενδεικτικά μπορούμε να αναφέρουμε ό,τι κατά την περίοδο 1998 – 1999 (το έτος 1998 οι συναλλαγές στο Χρηματιστήριο ανήλθαν στα 166,17 εκατ. ευρώ έναντι των 68,88 εκατ. ευρώ το έτος 1997, ενώ έως το τέλος του 1999 οι συναλλαγές εκτοξεύθηκαν στα 692,11 εκατ. ευρώ σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία του Χρηματιστηρίου, Πίνακας 2.1), η αύξηση της ζήτησης μετοχών από Έλληνες και ξένους επενδυτές οδήγησε τις τιμές σε υψηλά επίπεδα, καθώς η προσφορά παρέμεινε χαμηλή. Όταν όμως, με κάποια χρονική καθυστέρηση, η προσφορά (που εκδηλώθηκε με τη μορφή αυξήσεων μετοχικών κεφαλαίων ή εισαγωγή νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο) ανταποκρίθηκε, τότε οι τιμές των μετοχών άρχισαν συστηματικά να υποχωρούν.

³⁷ Στην τιμή δηλαδή της μετοχής της συγκεκριμένης εταιρείας, συμπεριλαμβάνεται και η προσδοκία του κοινού για περαιτέρω ανάπτυξη της.

Πίνακας 2.1

Βασικά Μεγέθη της Αγοράς Αξιών του Χ.Α.Α κατά τα έτη 1994-2004

Ημερομηνία	Μέση Αξία Συναλλαγών (σε εκατ. ευρώ)	Αριθμός Εισηγμένων Εταιρειών
31-12-1994	14,87	196
31-12-1995	16,56	215
31-12-1996	23,40	235
31-12-1997	68,88	237
31-12-1998	166,17	258
31-12-1999	692,11	294
31-12-2000	403,48	342
31-12-2001	169,46	349
31-12-2002	100,29	349
31-12-2003	141,24	355
31-12-2004	132,24	362

Πηγή: Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004.

Υπάρχουν επιπλέον, εξωγενείς παράγοντες, όπως οικονομικοί, κοινωνικοί και πολιτικοί, οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών στην αγορά. Μερικοί από τους παραπάνω παράγοντες τις επηρεάζουν θετικά, ενώ άλλοι αρνητικά. Ανάμεσα σε αυτούς που τις επηρεάζουν θετικά είναι οι φοροαπαλλαγές, τα χαμηλά επιτόκια, η πολιτική σταθερότητα και το χαμηλό ποσοστό ανεργίας. Επικείμενες εκλογές και πολιτική αστάθεια, τα υψηλά επιτόκια, οι υψηλοί φόροι, τα υψηλά ποσοστά ανεργίας καθώς και οι διεθνείς αναταραχές και συγκρούσεις, μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την τιμή μιας μετοχής στην χρηματιστηριακή αγορά.

Επίσης, η «ζήτηση» μιας συγκεκριμένης μετοχής εξαρτάται από τους εξής παράγοντες :

- **Από το ύψος της τιμής της μετοχής.** Αν πρόσφατα έχει αυξηθεί η τιμή της μετοχής και το κοινό δεν αναμένει άλλη αύξηση, τότε η ζήτηση της μετοχής αυτής μειώνεται. Αντίθετα, αν η τιμή της μετοχής βρίσκεται σε χαμηλό ύψος και το κοινό αναμένει ότι θα αυξηθεί, τότε η ζήτηση της μετοχής αυτής αυξάνει.

- **Από τις οικονομικές συνθήκες της επιχείρησης που έχει εκδώσει τις μετοχές.** Αν η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και οι προοπτικές εξέλιξής της θεωρούνται ικανοποιητικές από το επενδυτικό κοινό, τότε η ζήτηση των μετοχών της αυξάνεται. Το αντίθετο συμβαίνει, αν το κοινό πληροφορηθεί για την κακή οικονομική κατάσταση και τις μικρές προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης.
- **Από το ύψος του μερίσματος που διανέμει η επιχείρηση στους μετόχους της.** Αν η επιχείρηση χορηγεί τα τελευταία χρόνια ένα ικανοποιητικό και σχετικά αυξανόμενο μέρισμα στους μετόχους της, τότε η ζήτηση των μετοχών της αυξάνεται αφού η απόδοση των τίτλων της (όσον αφορά το στοιχείο του μερίσματος) αυξάνεται και εδραιώνεται η εμπιστοσύνη του κοινού για την καλή πορεία της επιχείρησης. Αντίθετα, αν τα προηγούμενα χρόνια η επιχείρηση δεν έδινε μέρισμα ή έδινε μικρό μέρισμα και με συχνές αυξομειώσεις στο ύψος του, χωρίς σοβαρό επενδυτικό λόγο, τότε η απόδοση της μετοχής της μειώνεται και κλονίζεται η εμπιστοσύνη του κοινού στην καλή λειτουργία και τις προοπτικές εξέλιξης της επιχείρησης. Βέβαια, πολλοί επενδυτές και κυρίως οι λεγόμενοι κερδοσκόποι δεν αγοράζουν χρηματιστηριακούς τίτλους αποσκοπώντας στην ετήσια απόδοσή τους (δηλ. μέρισμα, τοκομερίδιο ομολογίας) αλλά στην εκμετάλλευση της μεταβολής των τιμών των τίτλων αυτών. Με άλλα λόγια, κυρίως οι συντηρητικοί μικροεπενδυτές είναι αυτοί που υπολογίζουν σοβαρά την ετήσια απόδοση του τίτλου που κατέχουν (εκτός της μεταβολής της τιμής του), ενώ οι άλλοι αγοράζουν τίτλους με την προσδοκία να τους πουλήσουν όταν η τιμή τους αυξηθεί.
- **Από το ύψος κινδύνου που συνοδεύει τη μετοχή.** Αν η μετοχή αυτή στο παρελθόν είχε απότομες και αιφνίδιες αυξομειώσεις στην τιμή της, ο κίνδυνος που τη συνοδεύει αυξάνεται, τουλάχιστον για τους συντηρητικούς επενδυτές. Οι κερδοσκόποι επενδυτές όμως, πιθανόν να βρουν ελκυστική την αγοραπωλησία τέτοιων μετοχών, αφού ο υψηλός κίνδυνος που τις συνοδεύει υπόσχεται και πολλά κέρδη.

2.9 Εξειδίκευση της Διοίκησης

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο διαχωρίζει συνήθως, την ιδιοκτησία από την διοίκηση. Το γεγονός αυτό επιτρέπει την ανέλιξη μέσα στην εταιρεία εξειδικευμένων ανθρώπων³⁸ (*managers*), οι οποίοι ασκούν αποτελεσματική διοίκηση στην εταιρεία. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι ο διαχωρισμός διοίκησης και ιδιοκτησίας οδηγεί σε σημαντική αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Συνήθως σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου, δηλαδή προσωποπαγείς επιχειρήσεις που από την φύση τους δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, οι ιδιοκτήτες ασκούν και την διοίκηση της επιχείρησης. Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και διοίκησης στα ίδια χέρια έχει το μειονέκτημα πως στερεί την επιχείρηση από τα προσόντα του εξειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού. Παρ' ότι σε μικρές επιχειρήσεις οι ιδιοκτήτες αρχικά διοικούν αποτελεσματικά σε μετέπειτα στάδια συνήθως αποτελούν τροχοπέδη περαιτέρω ανάπτυξης .

Μέσα στο Χ.Α.Α. υπάρχουν και λειτουργούν τρεις μεγάλες οντότητες, οι οποίες έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα (*conflicts*). Τις οντότητες αυτές τις αποτελούν οι ιδρυτές και μεγαλομέτοχοι, οι μέτοχοι και μικρομέτοχοι και οι *managers*. Στην περίπτωση που το μέγεθος μιας εταιρείας είναι μικρό δεν απαιτείται η ύπαρξη πολλών *managers* για να την διοικήσουν. Αντιθέτως, αν η εταιρεία είναι μεγάλη δεν μπορεί να διοικηθεί από ένα μεμονωμένο άτομο. Συνεπώς, η εταιρεία χωρίζεται σε επιμέρους μονάδες και κάθε μονάδα διοικείται από ένα *manager* .

Ένας *manager* ασχολείται με ένα συγκεκριμένο τομέα μιας επιχείρησης, βάσει των εξειδικευμένων γνώσεών που μπορεί να έχει πάνω στον τομέα αυτό. Το γεγονός αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να είναι πιο αποδοτικός στην εργασία του, προσφέροντας έτσι

³⁸ Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Οικονομικά Χρονικά, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», Οικονομικά Χρονικά, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.

ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην εταιρεία. Πολλές μεγάλες εταιρείες βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στους managers και για τον λόγο αυτό τους παρέχουν πολλές αρμοδιότητες. Έτσι, ο ιδρυτής (μεγαλομέτοχος) αποκόπτεται από τον ολοκληρωτικό έλεγχο της εταιρείας και καταλήγει να ελέγχει και να παρακολουθεί μόνο τα βασικά μεγέθη της εταιρείας του.

Εξαιτίας του γεγονότος ότι οι ιδρυτές έχουν μεταβιβάσει μεγάλη δύναμη στους managers, οι οποίοι κατά κάποιο τρόπο ελέγχουν την εταιρεία και την πορεία της, ενώ ο ιδρυτής δεν ασχολείται ουσιαστικά με βασικούς τομείς της εταιρείας, υπάρχει ο κίνδυνος οι managers να αποκτήσουν εξαιρετικά μεγάλη δύναμη και τελικά να αποκτήσουν ακόμη και τον ολοκληρωτικό έλεγχο της εταιρείας. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα εταιρείας που είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α. και λειτουργεί κατά βάση με managers είναι ο Ο.Τ.Ε., όπου βασικός μέτοχος είναι το κράτος αλλά κατά κύριο λόγο διοικείται από managers. Ένα άλλο χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιου είδους εταιρείας που λειτουργεί εξολοκλήρου με managers αποτελεί η General Motors. Η συγκεκριμένη εταιρεία είναι εξαιρετικά μεγάλη σε μέγεθος και για αυτό το λόγο η διοίκησή της γίνεται αποκλειστικά από τους managers.

Επομένως, οι σύγχρονες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο κατά κανόνα δεν διοικούνται από τους ιδιοκτήτες τους κι αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αξιοποίηση ατόμων με εξειδικευμένες ικανότητες. Η συγκεκριμένη πρακτική μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη ανάπτυξη την εταιρεία, αλλά θα της δημιουργήσει πρόσθετες δαπάνες και γενικά εγκυμονεί τον κίνδυνο να λειτουργήσει εναντίον των ιδιοκτητών .

2.10 Δωρεάν Διαφήμιση

Οι εταιρείες, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο έχουν το πλεονέκτημα ότι απολαμβάνουν δωρεάν διαφήμισης³⁹ τόσο από τον οικονομικό όσο και από το χρηματιστηριακό Τύπο. Το γεγονός αυτό της δωρεάν διαφήμισης από τα Έντυπα Μέσα, είναι

³⁹ Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Οικονομικά Χρονικά, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

αναπόφευκτο αφού η ύπαρξη και μόνο μιας εταιρείας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο, προσελκύει το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού να ενημερώνεται συνεχώς για την οικονομική της πορεία. Η διαφήμιση βοηθά την εταιρεία να αποκτήσει φήμη αλλά και κύρος σε σχέση με τους ανταγωνιστές της, γεγονός το οποίο έχει θετικά αποτελέσματα, αφού μέσω της διαφήμισης στους επιχειρηματικούς κύκλους δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να προσελκύει συνεχώς καλύτερο εργατικό δυναμικό, ενώ παράλληλα αυξάνεται και ο πελατειακός κύκλος της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Η δωρεάν διαφήμιση που απολαμβάνουν οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο γίνεται μέσα από την ίδια την ύπαρξή τους σε αυτό. Για παράδειγμα, υπάρχουν στην αγορά μεγάλες και πολύ κερδοφόρες επιχειρήσεις που όμως λόγω του ότι δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο σπάνια συζητιέται η πορεία τους από τους επενδυτικούς και επιχειρηματικούς κύκλους. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η εταιρεία **ΦΑΓΕ Α.Ε.**, η οποία παρόλο που είναι μια μεγάλη εταιρεία και εξαιρετικά κερδοφόρα δεν επιθυμεί την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο. Το γεγονός αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τα διάφορα οικονομικά έντυπα να μην ασχολούνται τόσο πολύ με την πορεία της εταιρείας αυτής πράγμα που σημαίνει ότι η διαφήμισή της πρέπει να προέλθει εξολοκλήρου από την ίδια την εταιρεία.

Αντίθετα αν υποθέσουμε ότι μια μικρότερη και λιγότερο κερδοφόρα εταιρεία από τη **ΦΑΓΕ Α.Ε.** είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο τότε αυτή απολαμβάνει την δωρεάν διαφήμιση που της προσφέρει η ύπαρξή της στο χρηματιστηριακό χώρο ανεξάρτητα από την πορεία της στο επιχειρηματικό περιβάλλον και το κύρος της.

2.11 Αύξηση Ρευστότητας Επένδυσης

Μιλώντας γενικά για ρευστότητα⁴⁰, αναφερόμαστε στην ικανότητα μιας εταιρείας να αντεπεξέρχεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Η ρευστότητα μιας εταιρείας ενδιαφέρει

⁴⁰ Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Οικονομικά Χρονικά, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

τόσο τους πιστωτές (τράπεζες, προμηθευτές), όσο και τους μετόχους της εταιρείας. Οι πρώτοι ενδιαφέρονται να ξέρουν αν η εταιρεία θα είναι ικανή να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της προς αυτούς, ενώ οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την πορεία της εταιρείας, αλλά και για το κόστος δανεισμού της. Και αυτό γιατί συνήθως, όσο χαμηλότερη είναι η ρευστότητα μιας εταιρείας, τόσο χειρότεροι είναι και οι όροι με τους οποίους δανείζεται

Οι μετοχές μιας επιχείρησης μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο έχουν περιορισμένη δυνατότητα ρευστοποίησης. Κατά συνέπεια, οι μέτοχοι που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους, συνήθως δυσκολεύονται να βρουν αγοραστή. Αλλά και όταν βρεθεί αγοραστής οι μέτοχοι αντιμετωπίζουν δυσκολία στον καθορισμό μιας κοινώς αποδεκτής τιμής συναλλαγής. Με την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας για διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι αρχικοί μέτοχοι (ιδρυτές ή ιδιοκτήτες) της εταιρείας αποκτούν το πλεονέκτημα της αύξησης της ρευστότητας των μετοχών τους. Δηλαδή, η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α. αυξάνει σημαντικά το βαθμό ρευστότητας μιας μετοχής, λόγω του ότι η μετοχή εμπορεύεται καθημερινά σε μια συγκεκριμένη αγορά, η οποία είναι προσιτή τόσο στους εγχώριους όσο και στους διεθνείς επενδυτές.

Όταν μία επιχείρηση που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, θελήσει να εκδώσει έναν αριθμό μετοχών είτε γιατί έχει αυξημένες ανάγκες σε κεφάλαια, για την υλοποίηση κάποιου επενδυτικού σχεδίου, είτε για την αντιμετώπιση αναγκών σε «κεφάλαιο κίνησης», δηλαδή κεφάλαια που είναι αναγκαία για τη διεκπεραίωση των εργασιών της, τότε είναι σίγουρο ότι θα προσελκύσει το ενδιαφέρον μιας κατηγορίας επενδυτών από τους οποίους θα απορροφήσει ρευστότητα και θα καταφέρει να εκπληρώσει το στόχο της. Έτσι, οι μέτοχοι μπορούν με ευκολία να πουλούν και να αγοράζουν τις μετοχές της εταιρείας τους.

Από αυτή τη διαδικασία είναι πολύ πιθανό να προκύψουν κεφαλαιακά κέρδη (*capital gains*) από την πλευρά των επενδυτών, αν σε περιόδους κάμψης αγοράσουν μετοχές της εταιρείας τους και σε περιόδους ανόδου τις ρευστοποιήσουν. Σε αυτό το σημείο πρέπει να

Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.
«Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής», 1991, σελ. 145, 147.

επισημάνουμε ότι απαραίτητη προϋπόθεση για την επιτυχία αυτής της στρατηγικής είναι η ύπαρξη μακροπρόθεσμης ταμειακής ρευστότητας.

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τους χρηματιστηριακούς κύκλους, το κίνητρο της αύξησης ρευστότητας επένδυσης, για την εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο, χαρακτηρίζεται ως «αντιδεοντολογικό». Αυτό συμβαίνει γιατί οι ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης δεν επιδιώκουν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, για να «ξεπουλήσουν» την επιχείρησή τους.

Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.



3.1 Εισαγωγή

Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εκτός των πλεονεκτημάτων που ήδη αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, επιφέρει και ορισμένα μειονεκτήματα, τα οποία λαμβάνονται σοβαρά υπόψη όταν η επιχείρηση εξετάζει την εισαγωγή της σε αυτό. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί γίνεται εκτενέστερα η ανάλυση των μειονεκτημάτων που επιφέρει η εισαγωγή των επιχειρήσεων στο Χ.Α.Α.. Η ανάλυση αυτών των αντικινήτρων πραγματοποιείται με σειρά σημαντικότητας.

3.2 Αποκάλυψη Ενδοεπιχειρησιακών – Οικονομικών Πληροφοριών

Κάθε εταιρεία που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποχρεούται σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 5 του Π.Δ. 350/1985, να διασφαλίζει την έγκαιρη δημοσιοποίηση πληροφοριών ή γεγονότων⁴¹ που επέρχονται στη σφαίρα των δραστηριοτήτων της, προκειμένου να είναι προσιτές στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Το γεγονός αυτό της δημοσιοποίησης στοιχείων για την περιουσιακή - οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και γενικότερα για την πορεία των υποθέσεών της, μπορεί να προκαλέσει σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της.

⁴¹ Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.
Internet: <http://www.hcmc.gr/index2.htm>

Πριν από την διαδικασία δημοσιοποίησης όλων των στοιχείων που αφορούν την εταιρεία στο επενδυτικό κοινό και στα οικονομικά έντυπα, είναι απαραίτητο να διασφαλίζεται μέσα από την ίδια την επιχείρηση ο εμπιστευτικός χαρακτήρας των πληροφοριών αυτών. Επιπλέον, είναι αναγκαία η αποφυγή χρησιμοποίησης μεθόδων ή πρακτικών δημοσιότητας που στρέφονται κατά της αξιοπιστίας και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς κινητών αξιών.

Οι Νόμοι επίσης, διασφαλίζουν την οργάνωση, τις δομές, τους μηχανισμούς εσωτερικής λειτουργίας του Χρηματιστηρίου και τη διαφάνεια της αγοράς και συνεπώς την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων, αλλά και γενικότερα του επενδυτικού κοινού.

Κάθε εταιρεία οφείλει να προβαίνει σε σχετική ανακοίνωση μέσω του Ημερησίου Δελτίου Τιμών του Χ.Α.Α. στις παρακάτω περιπτώσεις:

- Σε περίπτωση δημοσιοποίησης ανεπιβεβαιώτων πληροφοριών ή φημών ή διαρροής πληροφοριών για επικείμενες εξελίξεις που ανάγονται στη σφαίρα της δραστηριότητάς της και θα μπορούσαν να προκαλέσουν σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών της.
- Στην περίπτωση που οι φήμες ή οι πληροφορίες αυτές είναι βάσιμες ή αληθείς, η εταιρεία υποχρεούται να προβεί σε άμεση επιβεβαίωσή τους διευκρινίζοντας ταυτόχρονα και το στάδιο εξέλιξης στο οποίο βρίσκονται τα γεγονότα στα οποία αναφέρονται οι σχετικές φήμες ή πληροφορίες.
- Στην περίπτωση που οι φήμες είναι ανυπόστατες ή οι πληροφορίες είναι ψευδείς ή ανακριβείς, η εταιρεία οφείλει να προβεί στην άμεση διάψευση ή αντίστοιχα, στον εντοπισμό της ανακρίβειας τέτοιων φημών ή πληροφοριών. Η εταιρεία έχει επίσης, τη δυνατότητα να ανακοινώσει ότι επιφυλάσσεται, και να μην σχολιάσει τις φήμες ή τις πληροφορίες, ενόψει οριστικών ανακοινώσεων.
- Σε περίπτωση που η εταιρεία έχει βάσιμες υπόνοιες για την απώλεια του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών και για την διαρροή τους σε τρίτους πριν

από την τυχόν γνωστοποίησή τους, οφείλει να προβεί αμελλητί στην επίσημη γνωστοποίησή τους ή σε σχετική προειδοποίηση του επενδυτικού κοινού.

Παρά τους κανονισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορεί να παρατηρηθεί το φαινόμενο διάρρευσης ενδοεπιχειρησιακών και οικονομικών πληροφοριών. Το ενδεχόμενο αυτό μπορεί να γίνει αντικείμενο εκμετάλλευσης είτε από τις εταιρείες είτε από τους επενδύτες για λόγους αθέμιτου ανταγωνισμού και κερδοφορίας, αντίστοιχα.

Η αποκάλυψη επομένως, ενδοεπιχειρησιακών και οικονομικών πληροφοριών μιας επιχείρησης αποτελεί ίσως το σημαντικότερο αντικίνητρο για εταιρείες που βρίσκονται υπό την σκέψη εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ειδικότερα στην Ελλάδα, λόγω της γνωστής μυστικοπάθειας της πλειοψηφίας των επιχειρήσεων, αποτελεί σοβαρό αντικίνητρο για την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α.

Κάθε εταιρεία παρά το γεγονός ότι αντιμετωπίζει τον κίνδυνο να διαρρεύσουν σημαντικές πληροφορίες που αφορούν την λειτουργία και την δράση της και να χρησιμοποιηθούν εις βάρος της, είναι υποχρεωμένη να προβεί στην έκδοση ενός πληροφοριακού δελτίου (*Prospectus*), στο οποίο πέρα από τα οικονομικά της στοιχεία (για παράδειγμα ισολογισμοί των τελευταίων πέντε οικονομικών χρήσεων), δημοσιοποιούνται και άλλες πληροφορίες, γεγονός το οποίο μπορεί να αποκαλύψει στους ανταγωνιστές της επιχειρηματικές στρατηγικές και μυστικά για τα μελλοντικά της σχέδια και τους στόχους της. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης των εταιρειών ή των επενδυτών στους κανονισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έχουν προβλεφθεί και οι αντίστοιχες κυρώσεις.

Συνοψίζοντας, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι όταν μια πληροφορία που αφορά την εταιρεία δίνεται δημόσια υπάρχει ο κίνδυνος του ανταγωνισμού και δίνεται η δυνατότητα σε πολλές ομάδες ενδιαφερομένων, όπως για παράδειγμα σε δημοσιογράφους, σε συνδικαλιστές, σε πολιτικούς και σε ανταγωνιστές να παρακολουθούν όλες τις δραστηριότητές της και οι πληροφορίες αυτές να γίνουν αντικείμενο εκμετάλλευσης. Επιπρόσθετα, στην περίπτωση που

κάποιοι αποκομίζουν οφέλη λόγω εσωτερικής πληροφόρησης (*inside information*), προβλέπονται κυρώσεις από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

3.3 Κόστος Εισαγωγής

Για να εισαχθεί μία οποιαδήποτε επιχείρηση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και επομένως να διαπραγματεύεται τις μετοχές της σε αυτό, πρέπει να ακολουθήσει μια ορισμένη διαδικασία, η οποία θεσπίζεται από διάφορους κανόνες και από ειδικούς Νόμους. Η διαδικασία αυτή που πρέπει να ακολουθηθεί έως ότου η εισαγωγή της επιχείρησης να είναι επιτυχής συνεπάγεται ένα κόστος για την ίδια την επιχείρηση, το λεγόμενο «κόστος εισαγωγής». Το κόστος εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κυμαίνεται από 4% έως 8% της αξίας έκδοσης. Το κόστος εισαγωγής διακρίνεται στις παρακάτω κατηγορίες :

3.3.1 Κόστος Αντιπροσώπησης

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στα Χρηματιστήρια, συνήθως δεν διοικούνται από τους ιδιοκτήτες τους, αλλά από διοικητικά στελέχη που κατά κανόνα κατέχουν λίγες μόνο μετοχές της επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή έχουν παρατηρηθεί φαινόμενα άσκοπων δαπανών, με αποτέλεσμα σημαντικοί πόροι της επιχείρησης να χρησιμοποιούνται για τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητας των διευθυντικών στελεχών, αντί της αξίας της επιχείρησης, και κατ' επέκταση των μετόχων της.

Υπό το πρίσμα της θεωρίας του κόστους αντιπροσώπησης⁴², ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης είναι το σημείο εξισορρόπησης του κόστους αντιπροσώπησης που συνδέεται με το μετοχικό κεφάλαιο και του κόστους αντιπροσώπησης που συνδέεται με

⁴² Καραθανάση Α. Γεωργίου, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», 1999, σελ.270. Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», Οικονομικά Χρονικά, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.

τα δανειακά κεφάλαια. Επιχειρήσεις με σημαντικό κόστος αντιπροσώπευσης μετοχικού κεφαλαίου και χαμηλό κόστος αντιπροσώπευσης δανειακών κεφαλαίων, στηρίζονται κατά κύριο λόγο σε μετοχικό κεφάλαιο των ιδρυτών της και σε υψηλά τραπεζικά δάνεια.

Η ύπαρξη επιχειρήσεων οικογενειακού χαρακτήρα δημιουργεί υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης που πηγάζει από τις σχέσεις των αρχικών μετόχων που έχουν απόλυτο διαχειριστικό έλεγχο (κατέχουν δηλαδή πάνω από το 50% των μετοχών) και των μικρομετόχων. Η συνύπαρξη μεγαλομετόχων και μικρομετόχων είναι δυνατόν να δημιουργήσει συνθήκες εκμετάλλευσης των δευτέρων από τους πρώτους με πολλούς τρόπους, όπως προώθηση συγγενικών προσώπων στη διοίκηση, πραγματοποίηση οικονομικών συναλλαγών των μεγαλομετόχων με την επιχείρηση με επαχθείς όρους για τους μικρομετόχους, πραγματοποίηση επαχθών οικονομικών συναλλαγών της επιχείρησης με άλλες επιχειρήσεις που συνδέονται ιδιοκτησιακά με τους μεγαλομετόχους της πρώτης.

Η συγκεκριμένη μορφή ιδιοκτησίας, που συναντάται τόσο στην Ελλάδα όσο και σε άλλες χώρες της Ευρώπης, ενώ στο παρελθόν ελάττωνε το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού να αγοράσει τις μετοχές αυτών των εταιρειών και αποδυνάμωνε τη δυνατότητα εισαγωγής πολλών επιχειρήσεων σε Χρηματιστήρια, σήμερα δεν υφίσταται σε τόσο μεγάλο βαθμό.

Το κόστος αντιπροσώπευσης που απορρέει από τις σχέσεις μεγαλομετόχων και μικρομετόχων γίνεται εντονότερο σε περιπτώσεις αδιαφάνειας συναλλαγών. Η ύπαρξη ανώνυμων μετοχών συμβάλλει στην έλλειψη διαφάνειας και αποθαρρύνει τους μικρομετόχους να συμμετέχουν στην αύξηση κεφαλαίων και εταιρειών που επιδιώκουν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Αντίθετα, η διαφάνεια των συναλλαγών που συνδέεται άμεσα με την ονομαστικοποίηση των μετοχών, μπορεί να ενισχύσει την εμπιστοσύνη των μικροεπενδυτών, αλλά και των θεσμικών επενδυτών στο Χρηματιστήριο. Υπό αυτή την άποψη, μακροπρόθεσμα, διευκολύνεται η εισαγωγή των εταιρειών στα Χρηματιστήρια.

3.3.2 Ετήσια Χρηματιστηριακή Συνδρομή

Οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες, υπόκεινται σε ετήσια χρηματιστηριακή συνδρομή⁴³. Επιπλέον, η ύπαρξη ενός μεγάλου αριθμού μετοχών συνεπάγεται σημαντικά έξοδα εξυπηρέτησής τους. Για να εισαχθεί επομένως, μια εταιρεία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χρειάζεται να ακολουθήσει μια διαδικασία, που σκοπό έχει :

- Να δώσει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για την οικονομική της κατάσταση στο κοινό, για τα περασμένα πέντε ή λιγότερα χρόνια, εάν η εταιρεία είναι νέα. Οι πληροφορίες αυτές πρέπει να αφορούν στην παραγωγή, τις δαπάνες προσωπικού, τα κέρδη, τα αποθέματα και άλλα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας για τα τελευταία πέντε χρόνια.
- Να ενημερώσει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όχι μόνο για την οικονομική της κατάσταση, αλλά και για τη νομιμότητα των διάφορων ενεργειών της (αποφάσεις Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας).
- Να πληροφορήσει το κοινό και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τα άτομα που ασχολούνται με τη διοίκηση της εταιρείας και για τους μετόχους της.

Όταν η εταιρεία εισαχθεί στο Χρηματιστήριο είναι υποχρεωμένη να καταβάλει ένα ποσό χρημάτων για δικαίωμα εισαγωγής και κάθε τρίμηνο ένα ποσοστό της αξίας των διαπραγματευόμενων τίτλων της (από 0,022% έως 0,12%), για δικαίωμα διαπραγμάτευσης. Επίσης, η εταιρεία που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει σε ημερήσια εφημερίδα εξαμηνιαία έκθεση για τη χρηματοοικονομική της κατάσταση, ώστε να πληροφορούνται οι επενδυτές για την πορεία της και την οικονομική της κατάσταση.

Επιπλέον, είναι υποχρεωμένη να πληροφορεί το κοινό για τυχόν συμβάντα που μπορεί να επηρεάσουν την αγοραία τιμή των μετοχών της, δηλαδή μπορεί να αφορούν την οικονομική

⁴³ Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.
Κιόχος Α. Πέτρος, «Οικονομική της Διοίκησης», 1999, σελ. 211.

της κατάσταση, τη διοίκησή της, έτσι ώστε να ενημερώνονται οι επενδυτές. Αν και αυτά τα έξοδα αντιπροσωπεύουν ένα μικρό ποσοστό των συνολικών εξόδων μιας μεγάλης επιχείρησης, αποτελούν σημαντικές δαπάνες και απαιτούν την ύπαρξη συγκεκριμένης οργανωτικής υποδομής για νέο-εισηγμένες εταιρείες.

3.3.3 Κόστος λόγω Διοικητικών Δαπανών

Για τη διαδικασία εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο απαιτούνται οι υπηρεσίες των αναδόχων και άλλων εμπειρογνομόνων. Το κόστος αυτό της υπηρεσίας των αναδόχων⁴⁴, επιβαρύνει τους αρχικούς μετόχους. Εάν σε αυτό το κόστος προστεθεί και το άδηλο κόστος εισαγωγής των νέων μετοχών στη δημόσια εγγραφή, τότε το κόστος εισαγωγής είναι πολύ σημαντικό για μια επιχείρηση που βρίσκεται υπό τη σκέψη της εισαγωγής και ενδέχεται να λειτουργήσει αρνητικά ως προς αυτή.

Συγκεκριμένα, για να εισαχθεί μια εταιρεία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαιτείται η εξασφάλιση ενός ή περισσοτέρων αναδόχων, οι οποίοι θα εγγυηθούν τη κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Το κόστος εισαγωγής για τις εταιρείες των αναδόχων είναι αρκετά σημαντικό και διεθνώς ανέρχεται περίπου στο 10% του ποσού της έκδοσης.

Βέβαια, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, το κόστος αναδοχής επιβαρύνει τους ιδρυτές - αρχικούς μετόχους της εταιρείας. Επιπλέον, απαιτούνται δαπάνες για τη διαφήμιση της έκδοσης και για τη συγγραφή και κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου (*Prospectus*).

Η εισαγωγή και παραμονή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο συνεπάγεται τη συνεχή παροχή οικονομικών πληροφοριών στο επενδυτικό κοινό. Αυτό επιτυγχάνεται με την ανά διαστήματα αποτύπωση και δημοσίευση των οικονομικών στοιχείων και των

⁴⁴ «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Γεωργίου Α. Καραθανάση, 1999, σελ.270.

επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Το κόστος αυτό είναι σημαντικό ιδιαίτερα για τις μικρές επιχειρήσεις που αξιολογούν την πιθανή εισαγωγή τους.

3.3.4 Υπηρεσίες του Αναδόχου Έκδοσης

Όπως προαναφέραμε, οι επιχειρήσεις για την πραγματοποίηση της έκδοσης συνήθως ζητούν τις υπηρεσίες ενός ειδικευμένου ιδρύματος, που είναι γνωστός ως ανάδοχος. Μιλάμε στην περίπτωση αυτή διεθνώς για *investment banking* ή *underwriting* που αποτελεί αντικείμενο του κλάδου των χρεογράφων. Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο ανάδοχος της έκδοσης⁴⁵ (*underwriter*) είναι :

- Συμβουλές που αφορούν τη μελέτη της αγοράς για τον καθορισμό των όρων έκδοσης και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που πρέπει να έχει για να είναι ελκυστική στο κοινό, την τιμή πώλησης και τον χρόνο έκδοσης.
- Σύνταξη του «*Prospectus*»⁴⁶ που υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για έγκριση της έκδοσης, απαραίτητο στο πλαίσιο προστασίας του επενδυτικού κοινού.
- *Underwriting*, εξασφάλιση δηλαδή της επιχείρησης για την είσπραξη των κεφαλαίων της έκδοσης, πράγμα που σημαίνει μεταφορά του κινδύνου και των συνεπειών αποτυχίας της έκδοσης από την επιχείρηση στον μεσάζοντα.
- Πώληση, που κατευθύνεται προς τους ήδη πελάτες του και κάθε τρίτο που ενδιαφέρεται να επενδύσει στα χρεόγραφα αυτά.
- Σταθεροποίηση της τιμής του χρεογράφου της έκδοσης με εντολές αγοράς προς το χρηματιστηριακό του γραφείο, ώστε η τιμή να μην πέσει κάτω από την τιμή πώλησης στο επενδυτικό κοινό για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί αυτή.

⁴⁵ Παπούλιας Γ., «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις - Ανάλυση και Διαχείριση», 1990, σελ. 18-20.

⁴⁶ Στο 4^ο Υπόδειγμα παρατίθεται το Πληροφοριακό Δελτίο Δημόσιας Πρότασης από την εταιρεία ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο οποίο ανάδοχος ήταν η ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. τον Αύγουστο του 2004. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε το περιεχόμενο του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου δυνάμει της από 13 Αυγούστου 2004 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της, σύμφωνα με το άρθρο 9, παράγραφος 4 της υπό στοιχεία 2/258/5.12.2002 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη «Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών».

Η απόφαση αυτή που καλείται να πάρει η επιχείρηση για την εισαγωγή της ή μη στο Χρηματιστήριο Αξιών είναι συνήθως καταλυτική για την περαιτέρω εξέλιξή της και η εισαγωγή της εξασφαλίζει συνήθως την πραγματοποίηση των στρατηγικών στόχων και την τελική της επιβίωση.

3.3.5 Κόστος Τιμολόγησης της Έκδοσης - Αφανές Κόστος

Με τον όρο κόστος τιμολόγησης της έκδοσης⁴⁷ εννοούμε τη διαφορά μεταξύ της τιμής που διαμορφώθηκε την ημέρα εισαγωγής (πρώτης διαπραγμάτευσης) στο Χρηματιστήριο και της τιμής έκδοσης. Αν η τιμή, όπως αυτή διαμορφώθηκε την πρώτη ημέρα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο (δευτερογενή αγορά) από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης, είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης (την τιμή που οι επενδυτές αγόρασαν τις μετοχές από την πρωτογενή αγορά), τότε υπάρχει ένα κόστος για την εταιρεία.

Η εταιρεία επιθυμεί να επιτύχει όσο το δυνατό υψηλότερη τιμή έκδοσης στην πρωτογενή αγορά, έτσι ώστε να εισπράξει περισσότερα χρήματα. Από την άλλη πλευρά, οι ανάδοχοι τείνουν να υποεκτιμούν τη μετοχή επειδή αν η τιμή της μετοχής θεωρηθεί υψηλή στην πρωτογενή αγορά υπάρχει κίνδυνος μη πώλησης όλων των μετοχών. Αν αυτό πράγματι συμβεί, τότε εκτός από το ότι οι ανάδοχοι θα υποχρεωθούν να αγοράσουν τις μετοχές που δεν έχουν αγοραστεί από το ευρύ επενδυτικό κοινό, υπάρχει κίνδυνος μείωσης της τιμής κατά την ημέρα έναρξης των διαδικασιών διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών. Γίνεται φανερό ότι στο θέμα της τιμολόγησης των μετοχών, συνήθως υπάρχει σύγκρουση μεταξύ των αναδόχων και της εταιρείας.

⁴⁷ Καραθανάση Α. Γεωργίου, « Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», 1999, σελ.270.

3.4 Φόβος Απώλειας Ελέγχου – Σύγκρουση Συμφερόντων

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών διαχέει την ιδιοκτησία της σε πολλούς μετόχους⁴⁸. Συνεπώς, ο διαχειριστικός έλεγχος των αρχικών ιδιοκτητών - ιδρυτών της εταιρείας εξασθενεί. Οι μελλοντικές διαδοχικές αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου μπορούν επίσης να καταλήξουν σε απώλεια διαχειριστικού ελέγχου από τους αρχικούς μετόχους σε περίπτωση που αυτοί αδυνατούν να συμμετάσχουν στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου. Επομένως, η πιθανή απώλεια διαχειριστικού ελέγχου εξηγεί την απροθυμία πολλών ελληνικών επιχειρήσεων οικογενειακής μορφής να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο.

Επιπλέον, η σύνδεση πολλών επιχειρήσεων με τον τραπεζικό κλάδο, υπό τη μορφή υψηλής συμμετοχής των Τραπεζών στο μετοχικό κεφάλαιο των δανειζόμενων επιχειρήσεων, περιορίζει αισθητά τις περιοχές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ πιστωτών και μετόχων και συνηγορεί στη διατήρηση υψηλών βαθμών δανειοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, ο τραπεζικός κλάδος με τη μορφή δανειακών κεφαλαίων υποκαθιστά το αναγκαίο μετοχικό κεφάλαιο πολλών εταιρειών και έτσι αποφεύγεται η άντληση μετοχικού κεφαλαίου μέσω της δημόσιας εγγραφής και της συνεπαγόμενης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο. Έχοντας υπόψη όλες αυτές τις συνθήκες, είναι φανερό πως ο δείκτης δανειοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων είναι πολύ υψηλός σε αντίθεση με τους αντίστοιχους των μεγάλων βιομηχανικών χωρών.

Για να γίνει κατανοητή η έννοια του φόβου απώλειας ελέγχου ως αντικινήτρου για τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών παραθέτουμε το παρακάτω παράδειγμα. Ας υποθέσουμε ότι μια εταιρεία είναι ήδη εισηγμένη στο Χρηματιστήριο και ο ιδιοκτήτης – μεγαλομέτοχος⁴⁹ αρχίζει να «πουλάει» τις μετοχές της εταιρείας στο επενδυτικό

⁴⁸ Σαχινίδης Κοριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.

⁴⁹ Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο βαθμός ελέγχου που έχει κάποιος σε μια εταιρεία εξαρτάται από το ποσοστό των μετοχών που έχει στην κατοχή του. Λόγου χάρη, πλειοψηφία θεωρείται ότι έχει ο μέτοχος που συγκεντρώνει στην ιδιοκτησία του το 50% και πάνω των μετοχών μιας εταιρείας, ενώ όταν ο μέτοχος συγκεντρώνει ποσοστό μετοχών από 67% και πάνω θεωρείται ότι έχει τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας.

κοινό μέσω του Χρηματιστηρίου. Μέσα από αυτή τη διαδικασία της αγοραπωλησίας καταλήγει ο μεγαλομέτοχος – ιδιοκτήτης να μείνει έστω με ποσοστό μετοχών 29% της εταιρείας αυτής. Στην περίπτωση αυτή ο ιδιοκτήτης της εταιρείας αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο από τη στιγμή που έχει μείνει με ένα τόσο χαμηλό ποσοστό μετοχών να «χάσει» την ιδιοκτησία της εταιρείας εφόσον κάποιος άλλος επενδυτής βρεθεί με μεγαλύτερο από αυτόν ποσοστό μετοχών.

Ο φόβος απώλειας ελέγχου, ο οποίος μπορεί να προέλθει από ένα λάθος χειρισμό ή μία λάθος κίνηση του ιδιοκτήτη της εταιρείας, είναι ουσιαστικά αντικείμενο ενδεχόμενης επιθετικής εξαγοράς. Το γεγονός αυτό δικαιολογεί γιατί ο φόβος της απώλειας του ελέγχου της επιχείρησης αποτελεί σημαντικό αντικίνητρο για κάποιες εταιρείες για την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών.

3.5 Υποτίμηση της Τιμής Εισαγωγής

Η τιμή εισαγωγής προσδιορίζεται με τη διαδικασία του *Βιβλίου Προσφορών (book building)*⁵⁰, σύμφωνα με την υπ' αριθμόν 6/306/22.06.2004 απόφαση του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ δύναται να προσδιοριστεί και μέσω του *Ηλεκτρονικού Βιβλίου Προσφορών (ΗΒΙΠ)*⁵¹, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο Μέρος Δ, της Ενότητας 2 του Κανονισμού του Χ.Α.Α.

Η περίοδος που προηγείται της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών ονομάζεται *«pre-marketing period»* κατά τη διάρκεια της οποίας ο ανάδοχος οφείλει να λαμβάνει ενδεικτικές προσφορές από επαρκή αριθμό θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι καλύπτουν σημαντικό τμήμα

⁵⁰ Το βιβλίο προσφορών (*book building*) είναι ένας μηχανισμός όπου η τιμή έκδοσης μιας μετοχής, η οποία είναι αντικείμενο δημόσιας εγγραφής, προκύπτει μέσω «δημοπρασίας». Αυτό έχει σαν συνέπεια να ενσωματώνονται στην τιμή αυτή οι τάσεις της προσφοράς και της ζήτησης. Η διαδικασία του βιβλίου προσφορών γίνεται σύμφωνα με τα οριζόμενα στην παράγραφο 2, του άρθρου 4 του Π.Δ. 348/1985 και την απόφαση της ΕΚ 6/306/22-6-2004

⁵¹ Η υπηρεσία του Ηλεκτρονικού Βιβλίου Προσφορών (ΗΒΙΠ) έχει ως στόχο την παροχή προς τον ανάδοχο αρωγής για τον καθορισμό, κατά το άρθρο 4 παρ. 2 Π.Δ. 348/1985, της τιμής διάθεσης τίτλων. Η υπηρεσία ΗΒΙΠ δεν έχει υποχρεωτικά ως αποτέλεσμα την κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών, άλλα τον προσδιορισμό της βέλτιστης τιμής εντός συγκεκριμένου εύρους τιμών που προσδιορίζει ο ανάδοχος.

της αγοράς, ώστε να είναι σε θέση να προσδιορίσει σύμφωνα με επαγγελματικά κριτήρια την τιμή που θα ανταποκρίνεται καλύτερα στις συνθήκες ζήτησης της αγοράς.

Ωστόσο, εμπειρικές μελέτες τόσο στο εξωτερικό όσο και στην Ελλάδα έχουν δείξει ότι υπάρχει σημαντική υποτίμηση της τιμής διαπραγμάτευσης των νεοεισηγμένων μετοχών. Το εύρημα αυτό σημαίνει ότι η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α. για την άντληση μετοχικού κεφαλαίου, είναι επαχθής για τους ιδρυτές-αρχικούς μετόχους της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, οι αρχικοί μέτοχοι εκτός από τα προαναφερόμενα άμεσα έξοδα εισαγωγής αναλαμβάνουν και το έμμεσο κόστος της υποτίμησης της τιμής εισαγωγής της μετοχής. Το κόστος αυτό για τα δεδομένα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών δεν είναι καθόλου ευκαταφρόνητο, αφού συνήθως ανέρχεται στο 23,6% της αρχικής τιμής εισαγωγής.

Η επιτυχία της εισαγωγής εξαρτάται, μεταξύ άλλων παραγόντων, και από τον ορθό καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε ένα επίπεδο που να αντιπροσωπεύει την εσωτερική αξία της μετοχής, δηλαδή την αναμενόμενη μελλοντική ροή των κερδών της εταιρείας, κατάλληλα προεξοφλημένη για τον κίνδυνο που εγκυμονεί. Ο καθορισμός αυτής της τιμής όμως δεν είναι εύκολος και συνεπάγεται σοβαρούς κινδύνους τόσο για τους αρχικούς ιδιοκτήτες μετόχους, όσο και για τους νέους επενδυτές που αγοράζουν τους νεοεισηγμένους τίτλους. Πιο συγκεκριμένα, τα οικονομικά συμφέροντα των πρώτων επιτάσσουν τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε ένα επίπεδο που αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της μετοχής, όπως διαμορφώνεται στη χρηματιστηριακή αγορά αμέσως μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο.

Ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής σε ένα επίπεδο κατώτερο της αξίας συνεπάγεται μετακύλιση πλούτου από τους παλαιούς μετόχους στους νέους, αφού οι παλαιοί μέτοχοι της επιχείρησης θα μεταβιβάσουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας στους νέους μετόχους για την άντληση ενός συγκεκριμένου ποσού νέων κεφαλαίων, από ό,τι θα ήταν απαραίτητο με υψηλότερη τιμή έκδοσης. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση που η τιμή εισαγωγής αποδειχθεί υψηλότερη από την πραγματική αξία της μετοχής. Έτσι, στην περίπτωση της

υπερτίμησης, οι μετοχές ή δεν θα διατεθούν καθόλου ή αν διατεθούν, δημιουργούν μετακύλιση πλούτου από τους νέους στους παλαιούς μετόχους.

Μια καλά οργανωμένη Κεφαλαιαγορά πρέπει να διασφαλίζει τα συμφέροντα και των δύο μερών. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μόνο εάν το πλαίσιο λειτουργίας της χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό αποτελεσματικότητας (*efficient market hypothesis*). Υπό τέτοιες συνθήκες η εισαγωγή των τίτλων πρέπει να γίνεται σε «πλήρη» τιμή, δηλαδή σε τιμή εισαγωγής ίση προς την προσδοκώμενη τιμή αγοράς, που αναμένεται να διαμορφωθεί κατά την έναρξη της χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης.

Ωστόσο, η διαφορά μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής ισορροπίας των τιμών των μετοχών στις αρχικές δημόσιες εγγραφές αποτελεί ένα ιδιαίτερα εμφανές και επίμονο ως προς την εκδήλωσή του φαινόμενο για πολλές Κεφαλαιαγορές, στις οποίες έχει πραγματοποιηθεί εμπειρική ανάλυση. Έτσι, εάν λάβουμε υπόψη τα διεθνή εμπειρικά ευρήματα (Πίνακας 3.1), προκύπτει ότι οι εισαγωγές εταιρειών σε Χρηματιστήρια συνοδεύονται από μεγάλες και στατιστικά σημαντικές αρχικές αποδόσεις⁵² οι οποίες για παράδειγμα, κυμαίνονται από 4,2% (Γαλλία) σε 388% (Κίνα).

⁵² Ως αρχική απόδοση ορίζεται η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής της μετοχής από την τιμή εισαγωγής της, λαμβάνοντας ως τιμή μετοχής τη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος που αυτή λαμβάνει την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

Μέσες Αρχικές Αποδόσεις 12 Χωρών

Πίνακας 3.1

Χώρα	Πηγή	Μέγεθος Διੱγματος	Χρονική Περίοδος	Μέση Αρχική Απόδοση
Αυστρία	Aussenegg	61	1984 – 1995	6,50%
Βέλγιο	Rogiers - Manigart - Ooghe	28	1984 – 1990	10,10%
Γαλλία	Husson & Jacquillat, Leleux & Muzyka, Palliard & Belletante	187	1983 – 1992	4,20%
Δανία	Bisgard	29	1989 – 1997	8,00%
Ελλάδα	Kazantzis & Levis	79	1987 – 1991	48,50%
Ισπανία	Rahnema - Fernandez & Martinez	71	1985 – 1990	35,00%
Ιταλία	Cherubini & Ratti	75	1985 – 1991	27,10%
Κίνα	Datar & Mao	226	1990 – 1996	388,00%
Νορβηγία	Emilsen - Pedersen & Sættern	68	1984 – 1996	12,50%
Σουηδία	Rydqvist	251	1980 – 1994	34,10%
Τουρκία	Kiyamaz	138	1990 – 1996	13,60%
Φιλιππίνες	Sullivan & Unite	104	1987 - 1997	22,70%

Πηγή: "Initial Public Offerings: International Insights", Tim Loughran, Jay R. Ritter & Kristian Rydqvist, *Pacific – Basin Finance Journal*, vol. 2, No 2 – 3 (June 1994), pp.165 – 199.

Συνεπώς, οι μετοχές των δημοσίων εγγραφών εισάγονται στο Χρηματιστήριο υποτιμολογημένες⁵³ και άρα, επιβεβαιώνουν το συμπέρασμα ότι οι αρχικοί ιδιοκτήτες της επιχείρησης δεν εισπράττουν την πραγματική αξία των τίτλων που πωλούν στους νέους μετόχους. Υπάρχουν πολλές εξηγήσεις για αυτήν τη διαφορά στην τιμή. Κατά κύριο λόγο, η υποτίμηση αποδίδεται είτε στην έλλειψη τέλει ανταγωνισμού στον κλάδο των αναδόχων, είτε στην ύπαρξη συνθηκών ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στα συναλλασσόμενα μέρη (εκδότης εταιρεία – ανάδοχοι – επενδυτικό κοινό).

⁵³ Στο 4^ο κεφάλαιο της συγκεκριμένης εργασίας πραγματοποιείται μια αναλυτική προσέγγιση του φαινομένου της υποτίμησης των τιμών των νεοεισηγμένων τίτλων στα Χρηματιστήρια Αξιών που έχει παρατηρηθεί διεθνώς μέσα στα πλαίσια της παγκόσμιας οικονομίας και επιπλέον παρατείνονται οι διάφορες θεωρίες οι οποίες έχουν αναπτυχθεί γύρω από το συγκεκριμένο φαινόμενο.

3.5.1 Εμπειρική Ανάλυση των Εισαγωγών Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

Στον Πίνακα 3.2 παρουσιάζεται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των νεοεισαγόμενων τίτλων στο Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 1994 – 2001. Ειδικότερα, για κάθε έτος της περιόδου αυτής, υπολογίστηκε το ποσοστό υποτιμολόγησης των νέων εισαγωγών με βάση την απλή σύγκριση της μέσης τιμής εισαγωγής και της μέσης τιμής κλεισίματος της πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο.

Εμπειρική Ανάλυση των Εισαγωγών Εταιρειών στο Χ.Α.Α.

κατά την Περίοδο 1994 – 2001

Πίνακας 3.2

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.					
Έτος	Αριθμός Νέων Εισαγωγών	Μέση Τιμή Εισαγωγής	Μέση Τιμή Κλεισίματος την 1 ^η Μέρα Διαπρ/σης	Ποσοστό Υποτιμολόγησης	Αριθμός Εξαιρέσεων ⁵⁴ Ανά Έτος
1994	46	5,48	5,73	4,56%	5
1995	20	4,32	4,51	4,40%	5
1996	20	4,36	4,62	5,96%	4
1997	12	4,90	6,43	31,22%	1
1998	23	5,85	8,90	52,14%	0
1999	38	10,72	20,94	95,34%	1
2000	53	14,59	22,50	54,22%	12
2001	21	6,31	8,19	29,79%	10
Σύνολο	233	8,29	12,40	49,58%	38

Πηγή: www.aislab.aueb.gr/hfaa/ar/Nounis.doc

⁵⁴ Ο αριθμός των εξαιρέσεων ανά έτος αναφέρεται στον αριθμό των περιπτώσεων όπου η τιμή κλεισίματος της πρώτης μέρας χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης των τίτλων διαμορφώθηκε σε τιμή μικρότερη της τιμής εισαγωγής τους. Παρατηρείται δηλαδή το φαινόμενο της υπερτιμολόγησης ορισμένων εισαγωγών για το συγκεκριμένο διάστημα.

Από τα στοιχεία του Πίνακα 3.2 προκύπτει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό υποτιμολόγησης, όπως αυτή υπολογίστηκε με τον απλοϊκό τρόπο της σύγκρισης των μέσων τιμών, καταγράφηκε το έτος κατά το οποίο ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α. άγγιξε ιστορικά τα υψηλότερα επίπεδα τιμών του, δηλαδή το 1999. Έτσι, προκύπτει το συμπέρασμα ότι το έτος υπερθέρμανσης του ελληνικού Χρηματιστηρίου συνοδεύτηκε επιπλέον και από έντονα υποτιμολογημένες δημόσιες εγγραφές (*hot issues*). Το ίδιο συνέβη και κατά τα έτη 1998 και 2000, δηλαδή τα έτη πριν και μετά από αυτό της χρηματιστηριακής ευφορίας.

Παρατηρούμε επίσης ότι το 2001, έτος σημαντικής κάμψης των χρηματιστηριακών τιμών (23,5% πτώση του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. σε σχέση με το 2000 και 62,3% σε σχέση με το 1999), σχεδόν οι μισές δημόσιες εγγραφές εισήχθησαν στην αγορά υπερτιμολογημένες. Το γεγονός αυτό αντανακλά αφενός την γενικότερη εικόνα χρηματιστηριακής καχεξίας της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου και αφετέρου αναδεικνύει πιθανά προβλήματα ορθής τιμολόγησης των νέων εισαγωγών από πλευράς αναδόχων.

3.6 Καθημερινή Αξιολόγηση από τους Αναλυτές – Επενδυτές

Κάθε επιχείρηση, οι μετοχές της οποίας διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, δέχεται καθημερινή αξιολόγηση⁵⁵ από τους αναλυτές και τους επενδυτές. Οι αναλυτές παρακολουθούν την πορεία της εισηγμένης εταιρείας, εξετάζουν την αυθεντικότητα των ισολογισμών που δημοσιοποιεί, την αποτελεσματικότητα των κινήσεων που κάνει και γενικότερα ασκούν κριτική στις ενέργειές της. Το γεγονός αυτό είναι αναπόφευκτο για μια επιχείρηση που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο. Από την άλλη πλευρά οι επιχειρήσεις που βρίσκονται εκτός Χρηματιστηρίου έχουν την δυνατότητα να μεταβάλλουν τα

⁵⁵ Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», *Οικονομικά Χρονικά*, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51.

Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56.

www.ase.gr/content/gr/ases

πραγματικά οικονομικά στοιχεία που δημοσιοποιούν (για παράδειγμα μπορούν να αποκρύψουν τα πραγματικά στοιχεία του Ισολογισμού της επιχείρησης και να δημοσιοποιήσουν ψευδή στοιχεία), με απώτερο σκοπό να προσελκύσουν το επενδυτικό κοινό εξαπατώντας το, δημοσιεύοντας ψευδής πληροφορίες για την πορεία της επιχείρησης.

Αυτή η παρακολούθηση των αναλυτών φορτώνει με επιπρόσθετο άγχος τη διοίκηση μιας επιχείρησης, αφού οποιαδήποτε επιχειρηματική αστοχία και διοικητική αποτυχία θα οδηγήσει σε πτώση της τιμής της μετοχής και επομένως σε μείωση της αξίας της εταιρείας. Το γεγονός αυτό είναι πιθανό να προκαλέσει μείωση του πλούτου του επιχειρηματία ή των αρχικών μετόχων αν θελήσουν ή αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν το «πακέτο» των μετοχών τους σε μια τέτοια περίοδο. Το πιθανό αυτό ενδεχόμενο σε συνδυασμό με το φόβο απώλειας του διαχειριστικού ελέγχου, αποτελεί ένα από τα βασικότερα αντικίνητρα εισαγωγής μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α.

Οι επιχειρηματικές αποφάσεις παρακολουθούνται άγρυπνα και αξιολογούνται συνεχώς και από το επενδυτικό κοινό. Αυτή η αδιάκοπη παρακολούθηση της επιχείρησης θα μπορούσε, υπό κανονικές συνθήκες, να αυξήσει την αποδοτικότητα της διοίκησης (φόβος αντικατάστασης σε περίπτωση σφαλμάτων) και συνεπώς την παραγωγικότητα της εταιρείας.

Από τη στιγμή που η επιχείρηση εισάγεται στο Χρηματιστήριο, τα πράγματα λειτουργούν διαφορετικά. Μια λανθασμένη ενέργεια της επιχείρησης έχει αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής της. Αυτό μπορεί να κλονίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, οι οποίοι θα αρχίσουν να αντιδρούν ασκώντας κριτική στην επιχείρηση και ίσως να επιλέξουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους, χάνοντας μέρος της επένδυσής τους.

Το Χρηματιστήριο παρακολουθείται καθημερινά και από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης (Μ.Μ.Ε.). Η πορεία των μετοχών που διαπραγματεύονται σε αυτό, αξιολογείται και σχολιάζεται από δημοσιογράφους και ειδικούς χρηματιστηριακούς συντάκτες, οι οποίοι μπορούν έμμεσα να ασκήσουν επιρροή στο επενδυτικό κοινό. Το γεγονός αυτό έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής της μετοχής και για το λόγο αυτό οι ιδιοκτήτες –

μέτοχοι της επιχείρησης να αναγκαστούν να διαθέσουν επιπλέον χρήματα για να στηρίξουν τη μετοχή, δηλαδή να αναγκαστούν να προβούν στην αγορά μετοχών για να διατηρηθεί η τιμή της μετοχής σε υψηλά επίπεδα.

Για την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού και των μέσων μαζικής ενημέρωσης, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών προσφέρει μέσω της σελίδας του στο διαδύκτιο (www.ase.gr) δύο συνδρομητικές υπηρεσίες :

- **Συνδρομητική Υπηρεσία Ανακοινώσεων Κοινού**⁵⁶. Το Χ.Α.Α. προσφέρει στο ευρύ επενδυτικό κοινό, τη δυνατότητα καθημερινής ενημέρωσης για τις χρηματιστηριακές εξελίξεις. Η Συνδρομητική Υπηρεσία Ανακοινώσεων Κοινού λειτουργεί αποκλειστικά με μέλη, δηλαδή όποιος το επιθυμεί μπορεί να γίνει μέλος αυτής της υπηρεσίας συμπληρώνοντας απλά μία φόρμα εγγραφής. Το μέλος ενημερώνεται ηλεκτρονικά για τις εξελίξεις που συντελούνται στο Χρηματιστήριο. Η υπηρεσία αυτή προσφέρεται δωρεάν και μεταδίδει μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, τις τιμές κλεισίματος των μετοχών, τις ανακοινώσεις του Χ.Α.Α. και την πλήρη κάλυψη των χρηματιστηριακών και επιχειρηματικών ειδήσεων των εισηγμένων εταιριών, μέσω της 'Ροής Εξελίξεων'.

- **Συνδρομητική Υπηρεσία για τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης - Χρηματιστηριακούς Συντάκτες**. Το Χ.Α.Α στα πλαίσια της προσπάθειάς του για παροχή πληρέστερης πληροφόρησης σε ενδιαφερόμενους επαγγελματίες (πρακτορεία ειδήσεων, ειδικούς χρηματιστηριακούς συντάκτες και ανταποκριτές εφημερίδων, περιοδικών, τηλεοπτικών και ραδιοφωνικών σταθμών), έχει ξεκινήσει τη λειτουργία μιας δωρεάν «Συνδρομητικής Υπηρεσίας για Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης». Όσοι επιθυμούν να ενημερώνονται ηλεκτρονικά για τις εξελίξεις του Χρηματιστηρίου μπορούν και σε αυτή την περίπτωση να γίνουν μέλη αυτής της υπηρεσίας, συμπληρώνοντας μία

⁵⁶ Στο 3^ο Παράρτημα παρατίθενται οι φόρμες εγγραφής για τη Συνδρομητική Υπηρεσία Ανακοινώσεων Κοινού και για τη Συνδρομητική Υπηρεσία για τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης - Χρηματιστηριακούς Συντάκτες αντίστοιχα.

φόρμα εγγραφής στην οποία εκτός των άλλων, θα αναφέρονται και τα στοιχεία της εταιρείας στην οποία απασχολείται ο ενδιαφερόμενος.

Έτσι, καθημερινά και λίγο μετά το τέλος της συνεδρίασης, αποστέλλονται σε ηλεκτρονική μορφή, οι ανακοινώσεις του Ημερησίου Δελτίου Τιμών του Χ.Α.Α, καθώς και το Ημερήσιο Στατιστικό Δελτίο του Χ.Α.Α.. Παράλληλα κατά τη διάρκεια της ημέρας, αποστέλλονται όλες οι χρηματιστηριακές ειδήσεις και επιχειρηματικές εξελίξεις των εισηγμένων εταιρειών μέσω της 'Ροής Εξελίξεων'.

Διαπιστώνουμε επομένως, ότι μια επιχείρηση για να φανεί αντάξια των απαιτήσεων και των προσδοκιών του κοινού και να κερδίσει την υποστήριξη των πιθανών επικριτών της, θα πρέπει να απαρτίζεται από στελέχη έμπειρα και ικανά ώστε να αντιδρούν αποτελεσματικά σε οποιαδήποτε δυσκολία και να κερδίζουν την εύνοια αυτών που την αντιμετωπίζουν με καχυποψία. Η εμφάνιση των συμβούλων επιχειρήσεων (*managers*) κατά την προηγούμενη δεκαετία βοήθησε προς αυτή την κατεύθυνση. Οι *managers*, με τις ειδικές γνώσεις που διέθεταν συμβούλευαν από μικροεπενδυτές μέχρι και μεγαλοεπιχειρηματίες, πώς να επενδύσουν καλύτερα τα κεφάλαιά τους.

Η Θεωρητική Ανάλυση του Φαινομένου της Υποτιμολόγησης των Νέων Εισαγωγών Τίτλων στο Χ.Α.Α.



4.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό επιχειρείται μια αναλυτική παρουσίαση του θεωρητικού πλαισίου που έχει αναπτυχθεί για την εξήγηση του φαινομένου της υποτίμησης ή υποτιμολόγησης των αρχικών δημοσίων εγγραφών νέων τίτλων στο Χρηματιστήριο. Η υποτιμολόγηση νέων εισαγωγών τίτλων στη χρηματιστηριακή αγορά αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία οι τιμές που καθορίζει η εκάστοτε επενδυτική τράπεζα – ανάδοχος για τις μετοχές των εταιρειών, των οποίων επίκειται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, αποδεικνύονται κατά κανόνα σημαντικά χαμηλότερες από τις τιμές που αυτές λαμβάνουν μετά την έναρξη των χρηματιστηριακών διαπραγματεύσεων.

Το γεγονός αυτό εγείρει μια σειρά θεμάτων αποτελεσματικότητας και ορθής διανομής του εισοδήματος. Ειδικότερα, σε περίπτωση μη ορθού καθορισμού της τιμής εισαγωγής σε επίπεδο που αντιπροσωπεύει την εσωτερική αξία της μετοχής⁵⁷, δημιουργούνται σοβαροί κίνδυνοι τόσο για τους αρχικούς – μετόχους, όσο και για τους επενδύτες που αγοράζουν τους νεοεισηγμένους τίτλους. Συγκεκριμένα, τα οικονομικά συμφέροντα των πρώτων επιτάσσουν τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε ένα επίπεδο που αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της μετοχής, όπως αυτή διαμορφώνεται στη χρηματιστηριακή αγορά αμέσως μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο.

⁵⁷ Με τον όρο «εσωτερική αξία της μετοχής» νοείται η αξία μιας μετοχής, η οποία εκφράζει την αναμενόμενη μελλοντική ροή των κερδών που αυτή αναμένεται να δημιουργήσει κατάλληλη προεξοφλημένη για τον κίνδυνο που εγκυμονεί.

Καθορισμός της τιμής εισαγωγής σε ένα επίπεδο κατώτερο της πραγματικής αξίας συνεπάγεται μετακύλιση πλούτου από τους παλαιούς μετόχους στους νέους, αφού οι παλαιοί μέτοχοι της επιχείρησης θα μεταβιβάσουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας στους νέους μετόχους για την άντληση ενός συγκεκριμένου ποσού νέων κεφαλαίων από ότι θα ήταν απαραίτητο με υψηλότερη τιμή έκδοσης. Αυτό μπορεί να αποθαρρύνει τις επιχειρήσεις από το να αναζητούν κεφάλαια από το Χρηματιστήριο, γεγονός που βλάπτει τη διαδικασία συσσώρευσης επενδυτικών κεφαλαίων στη συνολική οικονομία.

Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση του ενδεχομένου, όπου η τιμή εισαγωγής αποδεικνύεται υψηλότερη από την πραγματική αξία της μετοχής. Στην περίπτωση αυτή της υπερτιμολόγησης, υπάρχουν δύο πιθανά ενδεχόμενα, οι μετοχές ή δε θα διατεθούν καθόλου στο επενδυτικό κοινό ή στην περίπτωση που θα διατεθούν, θα δημιουργηθεί μετακύλιση πλούτου από νέους στους παλαιούς μετόχους.

Το συμπέρασμα που εξάγεται είναι ότι οι υποτιμολογήσεις, στο βαθμό που αποτελούν επαναλαμβανόμενο γεγονός, συνεπάγονται μεταφορά πλούτου από τους παλαιούς στους νέους μετόχους και ενδεχομένως σε τρίτους (μεσολαβητές). Αυτή η μεταφορά πλούτου εξαιτίας των υποτιμολογήσεων δεν σχετίζεται φυσικά με την παραγωγική διαδικασία των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, είναι δυνατόν οι υποτιμολογήσεις να αποτελούν προϊόν ανήθικων πρακτικών όταν αυτή είναι σκόπιμη για εξυπηρέτηση συγκεκριμένων συμφερόντων. Όλα αυτά είναι προφανές ότι έχουν επιπτώσεις τόσο στην οικονομική ανάπτυξη και τη διανομή του εισοδήματος μιας χώρας, όσο και στη συνολική αποτελεσματικότητα του θεσμού της κεφαλαιαγοράς.

4.2 Η Θεωρητική Ανάλυση Σχετικά με την Υποτιμολόγηση Αρχικών Εισαγωγών

Καθώς η υποτιμολόγηση των δημόσιων εγγραφών χαρακτηρίζει πάρα πολλά Χρηματιστήρια του κόσμου, έχει γίνει αντικείμενο διερεύνησης για ένα μεγάλο αριθμό ερευνητών, κυρίως στις βιομηχανικά ανεπτυγμένες χώρες. Οι ερευνητές αυτοί έχουν αναπτύξει διάφορες θεωρίες που εξηγούν το φαινόμενο αυτό ως επακόλουθο της «κανονικής» λειτουργίας του μηχανισμού της αγοράς. Οι εξηγήσεις αυτές βασίζονται στη λύση της αβεβαιότητας και σε διαφορές πληροφόρησης μεταξύ των συναλλασσόμενων μερών – εκδότριας εταιρείας, αναδόχων και επενδυτικού κοινού. Επιχειρείται, δηλαδή, ανάλυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης με βάση τις δύο γενικές καταστάσεις λειτουργίας της αγοράς, ήτοι αυτής που χαρακτηρίζεται από τέλεια ή συμμετρική πληροφόρηση όλων των συναλλασσόμενων μερών και αυτής που χαρακτηρίζεται από ατελή πληροφόρηση.

4.2.1 Η Υποτιμολόγηση με Συνθήκες Τέλειας Πληροφόρησης

Κάτω από συνθήκες συμμετρικής πληροφόρησης⁵⁸, τα εμπλεκόμενα μέρη διαθέτουν την ίδια ποσότητα και ποιότητα πληροφοριών, αφού το σύνολο των πληροφοριών είναι άμεσα προσβάσιμο από κάθε ενδιαφερόμενο μέρος. Επομένως, υπό αυτές τις συνθήκες η εισαγωγή των τίτλων θα πρέπει να γίνεται σε πλήρη τιμή (δηλαδή τιμή εισαγωγής ίση με την προσδοκώμενη τιμή της αγοράς). Ο ορισμός της τιμής εισαγωγής πάνω από την τιμή αγοράς δεν είναι ορθολογική, γιατί οι επενδυτές θα αρνηθούν να αγοράσουν τίτλους. Αντίθετα, ο ορισμός της τιμής εισαγωγής κάτω από την προσδοκώμενη τιμή αγοράς είναι επίσης αδικαιολόγητη, καθώς δεν συμφέρει τον εκδότη (δηλαδή την εταιρεία), αφού δεν μεγιστοποιεί με αυτόν τον τρόπο τις προσόδους από την εισαγωγή του στο Χρηματιστήριο.

⁵⁸ Νούνης Π. Χρήστος, (2000), «Θεωρητική Ανάλυση του Φαινομένου της Υποτιμολόγησης των Νέων Εισαγωγών Τίτλων στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Μάιος – Νοέμβριος 2000, Τεύχος 109, σελ. 33-35.

Παρ' όλα αυτά, η υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών υπάρχει έστω και με συνθήκες τέλει πληροφόρησης. Έτσι, οι σχετικές θεωρίες ή υποθέσεις που πλαισιώνουν αυτή την περίπτωση είναι ότι οι καινούργιοι τίτλοι εισάγονται υποτιμημένοι είτε ως συμπληρωματική αμοιβή των αναδόχων, (σύμφωνα με τους Affleck, Graves και Miller 1989), είτε ως εξασφάλιση έναντι νομικών κινδύνων που μπορούν να προκύψουν από την παροχή εσφαλμένων ή ελλιπών πληροφοριών προς τους επενδυτές (σύμφωνα με τον Tinic 1988) ή τέλος ως αποτέλεσμα της μονοφωνιακής ισχύος των αναδόχων (σύμφωνα με τον Ritter 1984).

Στην πρώτη περίπτωση η έρευνα των Affleck, Graves και Miller⁵⁹ έδειξε ότι οι κανονισμοί και οι διαδικασίες εισαγωγής νέων τίτλων των ΗΠΑ δεν επιτρέπανε στους ανάδοχους να καλύπτουν πάντα το κόστος της αναδοχής και για αυτό το λόγο χρησιμοποιούσαν την υποτίμηση των τίτλων ως μια προσπάθεια να επηρεάσουν το πραγματικό κόστος αναδοχής και να το φέρουν στο επίπεδο της αμοιβής που δικαιολογούσε το κόστος της εκάστοτε έκδοσης, αναλόγως του βαθμού κινδύνου που αυτή ενσωμάτωνε.

Η δεύτερη θεωρία του Tinic⁶⁰ δικαιολογεί την υποτίμηση με βάση την πιθανότητα μήνυσης του ανάδοχου από επενδυτές στην περίπτωση καταγραφής ζημιών από επενδύσεις σε αρχικές εισαγωγές. Αυτό συνεπάγεται έκθεση του ανάδοχου στον κίνδυνο οικονομικής ζημιάς προερχόμενης από τη μείωση της επαγγελματικής του υπόληψης και αξιοπιστίας και μεταφράζεται σε απώλειες εσόδων από εργασίες αναδοχής σε μελλοντικές εισαγωγές τίτλων. Ωστόσο, η θεωρία αυτή του Tinic όχι μόνο δεν έτυχε ευρείας αποδοχής από τον ακαδημαϊκό χώρο, αλλά επιπλέον καταρρίφθηκε από τους Drake και Vetsuypens⁶¹ το 1993, οι οποίοι βρήκαν ότι οι αρχικές αποδόσεις εισαγωγών που σχετίζονται με μηνύσεις, δεν διέφεραν στατιστικώς σημαντικά από εκείνες των εισαγωγών που δεν επέσυραν μηνύσεις.

⁵⁹ Affleck – Graves, J. and Miller R.E. (1989), "Regulatory and procedural effects on the underpricing of initial public offerings". *Journal of Financial Research*, Vol. 12, pp.193-202.

⁶⁰ Tinic S. M. (1988), "Anatomy of initial public offerings of common stock", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 789-822.

⁶¹ Drake P.D. and M.R. Vetsuypens(1993), "IPO underpricing and insurance against legal liability", *Financial Management*, Vol. 22, pp.64-73.

Τέλος, η υπόθεση της υποτίμησης ως αποτέλεσμα μονοφωνίου του Ritter, σύμφωνα με την οποία οι ανάδοχοι από πρόθεση εισάγουν τους τίτλους υποτιμημένους αποβλέποντας σε μια εμμέσως πρόσθετη αμοιβή, δεν έχει διερευνηθεί εμπειρικά.

4.2.2 Η Υποτιμολόγηση σε Συνθήκες Ατελούς Πληροφόρησης

Το θεωρητικό πλαίσιο ανάλυσης των εν λόγω συνθηκών βρίσκει μεγαλύτερη απήχηση μεταξύ των ερευνητών, καθώς έχουν γραφτεί περισσότερες θεωρίες και άρθρα για αυτές, αλλά επιπλέον το σημαντικότερο είναι ότι επαληθεύονται εμπειρικά. Βασίζονται στην παραδοχή ότι τα συναλλασσόμενα μέρη έχουν διαφορετική πρόσβαση⁶² σε σημαντικές πληροφορίες. Η κατάσταση αυτή δημιουργεί κίνητρα για υποτίμηση των τίτλων προς εξυπηρέτηση στόχων που διαφέρουν από θεωρία σε θεωρία. Έτσι, δύο βασικές κατηγορίες θεωριών έχουν αναπτυχθεί :

- Οι θεωρίες σήμανσης (signaling theories) και
- Οι θεωρίες ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theories)

4.2.2.1 Οι Θεωρίες Σήμανσης

Ένα αριθμός ερευνητών, εκ των οποίων αξίζει να αναφερθούν ο Welch⁶³ (1989), οι Allen και Faulhaber⁶⁴ (1989) και οι Grinblatt και Hwang⁶⁵ (1989), υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση

⁶² Νούνης Π. Χρήστος, (2000), «Θεωρητική Ανάλυση του Φαινομένου της Υποτιμολόγησης των Νέων Εισαγωγών Τίτλων στο Χρηματιστήριο», Οικονομικά Χρονικά, Μάιος – Νοέμβριος 2000. Τεύχος 109, σελ. 35.

⁶³ Welch I. (1989), "Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 421-449.

⁶⁴ Allen F. and G.R. Faulhaber (1989), "Signaling by underpricing in the IPO market", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 303-323.

⁶⁵ Grinblatt M. and C. Y. Hwang (1989), "Signalling and the pricing of new issues", *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 393-420.

χρησιμοποιείται ως σήμα της εσωτερικής αξίας της εκδότριας εταιρείας. Ειδικότερα, η εκδότρια εταιρεία παρουσιάζεται να έχει πληρέστερες πληροφορίες σε σύγκριση με τους επενδυτές σχετικά με την αξία των στοιχείων της. Με συνθήκες ατελούς πληροφόρησης, οι επενδυτές αδυνατούν να διακρίνουν τις εταιρείες υψηλής ποιότητας από τις εταιρείες χαμηλής ποιότητας. Επομένως, οι εταιρείες υψηλής ποιότητας επιλέγουν να υποτιμήσουν τις αρχικές εισαγωγές τους, ώστε να σημάνουν την πραγματική τους αξία.

Αυτή η υποτίμηση θεωρείται αξιόπιστο σήμα από την αγορά, διότι μόνο υψηλής ποιότητας εταιρείες έχουν επενδύσεις με υψηλή καθαρή παρούσα αξία και άρα περιθώρια για απώλειες αξίας για τους υπάρχοντες μετόχους τους. Η ζημιά από την υποτίμηση των νέων τίτλων αναμένεται να καλυφθεί στο μέλλον από την ανταπόκριση των επενδυτών σε μελλοντικές προσφυγές της εταιρείας στο Χρηματιστήριο. Δηλαδή, οι εν λόγω επιχειρήσεις προσδοκούν επαρκή ζήτηση από πλευράς επενδυτών για τις μεταγενέστερες εκδόσεις τίτλων, στις οποίες θα προβούν μέσω νέων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου και μάλιστα σε καλύτερες τιμές. Σημειώνεται βέβαια ότι το κίνητρο σήμανσης είναι σημαντικό κυρίως στις περιπτώσεις όπου οι αυξήσεις κεφαλαίου που έπονται της αρχικής αύξησης κεφαλαίου για εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, γίνονται πάλι με τη μέθοδο των δημόσιων εγγραφών και οι υφιστάμενοι μέτοχοι προσπαθούν να προσελκύσουν νέους μετόχους. Στην Ελλάδα η πρακτική που συνοδεύει τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου είναι αυτή του δικαιώματος προτίμησης, δηλαδή της προνομιακής προτεραιότητας που δίνεται στους παλαιούς μετόχους για αγορά των νέων τίτλων. Άρα, η σημασία της σήμανσης ως κίνητρο υποτιμολόγησης μετριάζεται.

Πράγματι, τα εμπειρικά αποτελέσματα του Welch (1989) δείχνουν ότι οι εταιρείες που υποτιμούν τις αρχικές εισαγωγές τίτλων τους είναι πιθανότερο να επιστρέψουν στην αγορά νέων κεφαλαίων και μάλιστα με σκοπό να αντλήσουν μεγαλύτερο όγκο κεφαλαίων. Αντίθετα ο Garfinkel (1943) και οι Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993) βρίσκουν ότι η υποτίμηση δεν συσχετίζεται στατιστικώς σημαντικά με την πιθανότητα μεταγενέστερων εκδόσεων τίτλων και μειώνουν σημαντικά την εγκυρότητα των υποθέσεων σήμανσης.

4.2.2.2 Οι Θεωρίες Ασύμμετρης Πληροφόρησης

Οι θεωρίες ασύμμετρης πληροφόρησης⁶⁶ διαφοροποιούνται με βάση την πληροφοριακή ασυμμετρία που διατρέχουν συγκεκριμένα συναλλασσόμενα μέρη της κεφαλαιαγοράς, ως εξής:

- Ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ εταιρειών και αναδόχων
- Ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ επενδυτών
- Ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ εκδοτριών εταιρειών και επενδυτών
- Ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ αναδόχων και επενδυτών

Ο Baron⁶⁷ (1982) ανέπτυξε ένα μοντέλο επενδυτικής στρατηγικής (principal – agent) για τη ζήτηση των υπηρεσιών αναδοχής και διανομής, σύμφωνα με το οποίο ο ανάδοχος έχει πληρέστερες πληροφορίες σε σύγκριση με την εκδότρια εταιρεία σχετικά με την αγοραία αξία των νέων τίτλων. Η πληροφοριακή υπεροχή του αναδόχου δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι ανάδοχοι έχουν πείρα και τεχνικές γνώσεις γύρω από την αποτίμηση τίτλων, λόγω της φύσης του αντικειμένου εργασιών τους. Επίσης, ο Baron κάνει την παραδοχή ότι ο εκδότης αδυνατεί να έχει γνώση σχετικά με την έκταση της προσπάθειας του αναδόχου στη διάθεση των τίτλων. Αυτό αποτελεί κίνητρο για τον ανάδοχο να επιβάλει υποτίμηση των νέων τίτλων χρεώνοντας ταυτόχρονα αμοιβή αναδοχής με βάση την προσδοκώμενη τιμή αγοράς και όχι την υποτιμολογημένη τιμή εισαγωγής. Με αυτό τον τρόπο ο ανάδοχος καρπώνεται ένα επιπλέον κέρδος πέρα από το «δίκαιο» ή ορθό επίπεδο του πραγματικού κόστους αναδοχής.

Το υπόδειγμα του Baron προβλέπει ότι εκδόσεις που περιβάλλονται από υψηλότερη αβεβαιότητα και επομένως μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφοριών, υφίστανται μεγαλύτερη

⁶⁶Νούνης Π. Χρήστος, (2000), «Θεωρητική Ανάλυση του Φαινομένου της Υποτιμολόγησης των Νέων Εισαγωγών Τίτλων στο Χρηματιστήριο», *Οικονομικά Χρονικά*, Μάιος – Νοέμβριος 2000, Τεύχος 109, σελ. 35-37.

⁶⁷ Baron D. P. (1982), "A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 955-976.

υποτίμηση. Οι Muscarella και Vetsuypens⁶⁸ (1989), χρησιμοποιώντας δείγμα δημόσιων εγγραφών επενδυτικών τραπεζών, διαπίστωσαν ότι οι αρχικές αποδόσεις ήταν σημαντικά θετικές, δηλαδή υπόκειντο και αυτές σε υποτίμηση, εύρημα το οποίο αντιτίθεται στην εξήγηση της υποτίμησης που έδωσε ο Baron και η οποία ανέφερε ότι στην περίπτωση επενδυτών τραπεζών δεν πρέπει να υπάρχει ασυμμετρία μεταξύ εκδότη και ανάδοχου.

Μια ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα σε διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών είναι το θεωρητικό υπόβαθρο «της υπόθεσης της κατάρας του νικητή» (winner's curse) ή «πύρρειου νίκης», που αναπτύχθηκε από τον Rock⁶⁹ (1986). Πιο συγκεκριμένα, ο Rock θεωρεί ότι στην αγορά νέων εισαγωγών υπάρχουν δύο κατηγορίες επενδυτών :

- Μια μικρή σε μέγεθος κατηγορία πληροφορημένων επενδυτών και
- Μια μεγαλύτερη σε μέγεθος κατηγορία απληροφόρητων επενδυτών όπου οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές δεν αρκούν να καλύψουν πλήρως μια νέα έκδοση.

Θεωρητικά και σύμφωνα πάντα με τον Rock, υπάρχουν «καλές» - υποτιμημένες και «κακές» - υπερτιμημένες εκδόσεις. Ενώ οι απληροφόρητοι επενδυτές θα προσπαθήσουν να εγγραφούν για όλες τις νέες εισαγωγές, οι πληροφορημένοι επενδυτές θα το κάνουν μόνο για αυτές που είναι υποτιμημένες. Λόγω της υψηλής ζήτησης για υποτιμημένες εκδόσεις και μιας πιθανής κατά συνέπεια υπερκάλυψης, οι πληροφορημένοι, αλλά και οι απληροφόρητοι επενδυτές θα λάβουν ένα μόνο ποσοστό του αριθμού των μετοχών από αυτόν για τον οποίο εγράφησαν αρχικά.

Στις υπερτιμημένες εκδόσεις όμως, οι μετοχές θα κατανεμηθούν μόνο στους απληροφόρητους επενδυτές. Έτσι από το σύνολο των συμμετοχών των απληροφόρητων επενδυτών σε νέες εκδόσεις, το μεγαλύτερο μέρος θα απαρτίζεται από υπερτιμημένες εκδόσεις. Άρα, οι απληροφόρητοι επενδυτές κατά πάσα πιθανότητα θα αποκομίσουν

⁶⁸ Muscarella C. J. and M. R. Vetsuypens (1989), "A simple test of Barons' model of IPO underpricing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 125-135.

⁶⁹ Rock K. (1986), "Why new issues are underpricing *Journal of Financial Economics*", Vol. 15, pp. 789-212.

αρνητικές αποδόσεις και αυτό θα έχει ως συνέπεια να αποσυρθούν από την αγορά νέων τίτλων, καθιστώντας έτσι την άντληση νέων κεφαλαίων αβέβαιη.

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, αυτό δεν συμφέρει τους καλά πληροφορημένους επενδυτές και υποκύπτοντας στην «κατάρτα του νικητή» οι νέες εκδόσεις τίτλων πρέπει να υποτιμούνται από τους αναδόχους, έτσι ώστε κατά μέσο όρο οι αποδόσεις να είναι ικανοποιητικές και για τους απληροφόρητους επενδυτές και να είναι ισοδύναμες με την απόδοση επενδύσεων μηδενικού κινδύνου (risk – free rate). Οι Koh και Walter⁷⁰ (1989), βασιζόμενοι σε δείγμα αρχικών εισαγωγών στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης, επιβεβαιώνουν εμπειρικά την υπόθεση του Rock.

Μια άλλη θεωρία, που βασίζεται στην ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ της εκδότριας εταιρείας και των επενδυτών, έχει αναπτυχθεί από τους Beatty και Ritter⁷¹ (1986), καθώς και τους Booth και Smith⁷² (1986). Βασικές παραδοχές ή υποθέσεις της θεωρίας αυτής είναι ότι αφενός οι επενδυτές δεν μπορούν να ξεχωρίσουν τις υπερτιμημένες από τις υποτιμημένες εκδόσεις νέων τίτλων και αφετέρου οι εκδότριες εταιρείες δεν μπορούν να πιστοποιήσουν την ίδια τους την έκδοση. Έτσι, οι εκδότριες εταιρείες καταφεύγουν σε επενδυτικές τράπεζες (αναδόχους), οι οποίες με το κύρος και την επαγγελματική τους υπόληψη, πιστοποιούν την έκδοση. Ωστόσο, λόγω της έλλειψης πλήρους πληροφόρησης οι ανάδοχοι υποτιμούν την έκδοση, ώστε να μην τεθεί σε κίνδυνο το κεφάλαιο υπόληψης και το κύρος που έχουν διαμορφώσει στην αγορά, με βάση το οποίο αποκομίζουν έσοδα και αναλαμβάνουν μελλοντικές εισαγωγές τίτλων.

⁷⁰ Koh F. and T. Walter (1989), "A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 251-272.

⁷¹ Beatty R.P. and J. R. Ritter (1986), "Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-232.

⁷² Booth J. R. and R. L. Smith (1986), "Capital raising, underwriting and the certification hypothesis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 261-281.

Τέλος, οι Benveniste και Spindt⁷³ (1990) υποθέτουν μια ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ αναδόχων και επενδυτών υπέρ των τελευταίων. Σύμφωνα με την πρακτική δημόσιων εγγραφών που ισχύει στις ΗΠΑ, δηλαδή αυτής των προκαταρκτικών εντολών αγοράς (book building) για εκτίμηση των συνθηκών ζήτησης των νέων τίτλων, οι καλύτερα πληροφορημένοι επενδυτές διοχετεύουν μέσω αυτών των εντολών τους τις προνομιακές τους πληροφορίες στους αναδόχους. Βέβαια κάνοντας κάτι τέτοιο, προσβλέπουν σε μια ιδιαίτερη μεταχείριση από τους αναδόχους σε όρους διάθεσης περισσότερων, αλλά και πιο υποτιμολογημένων τίτλων. Κάτι τέτοιο είναι δυνατό, διότι οι ανάδοχοι έχουν τον έλεγχο όχι μόνο σχετικά με τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής, αλλά και με την κατανομή των τίτλων στους επενδυτές που έχουν υποβάλει αιτήσεις αγοράς. Η ισχύουσα πρακτική στην Ελλάδα είναι εντελώς αντίθετη, με τους αναδόχους να αποκλείονται από τον άμεσο έλεγχο της κατανομής των τίτλων στους επενδυτές και συνεπώς της δυνατότητάς τους να αμείψουν τους εκάστοτε επενδυτές για τυχόν παρεχόμενες πληροφορίες.

Γενικά, οι Benveniste και Wilhelm συμπεραίνουν ότι οι διαδικασίες που επιτρέπουν στους αναδόχους να ελέγχουν την κατανομή των νέων τίτλων επιφέρουν μικρότερη υποτίμηση, σε σύγκριση με διαδικασίες που στερούν τον ανάδοχο από τον έλεγχο αυτόν (όπως συμβαίνει στην περίπτωση της Ελλάδας).

Συνοψίζοντας, η εκδήλωση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των αρχικών εισαγωγών φαίνεται να σχετίζεται με τις ιδιαίτερες συνθήκες ή καταστάσεις που επικρατούν σε κάθε κεφαλαιαγορά. Οι συνθήκες αυτές αφορούν το βαθμό πληροφόρησης των συναλλασσόμενων μερών (εταιρειών – αναδόχων – επενδυτικού κοινού), το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της κάθε κεφαλαιαγοράς και την πρακτική των αναδόχων στις εργασίες αναδοχής, τις οποίες αναλαμβάνουν. Η ακολουθούμενη πρακτική των αναδόχων είναι συνάρτηση της αβεβαιότητάς τους για την αγορά, αλλά και για την εκάστοτε εταιρεία που αναδέχονται και καθορίζεται από την πληρότητα πληροφόρησης, την εμπειρία τους στην αποτίμηση τίτλων καθώς και στο ισχύον θεσμικό πλαίσιο δημόσιων εγγραφών της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς.

⁷³ Benveniste L. M. and P. A. Spindt (1990), "A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, pp. 173-208.

Όλα τα παραπάνω χαρακτηριστικά αποτελούν προσδιοριστικούς παράγοντες καθορισμού της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισηγμένων τίτλων στο Χρηματιστήριο.

Η Θέση της Αποτελεσματικής Αγοράς & το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών



5.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μια προσπάθεια διερεύνησης της ισχύος της γενικά παραδεκτής Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών (ΥΑΑ) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

5.1.1 Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς⁷⁴ (Efficient Market Hypothesis, EMH) είναι το θεμέλιο πάνω στο οποίο έχει χτισθεί η σύγχρονη θεωρία της Κεφαλαιαγοράς. Σύμφωνα με τον E. Fama⁷⁵ (1993), σε μια αποτελεσματική αγορά «...οι παρούσες τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία με τρόπο γρήγορο και ακριβή». Ο ίδιος έχει ορίσει και τις τρεις μορφές της θεωρίας :

- Μορφή ασθενούς αποτελεσματικότητας (*Weak form efficiency*). Σύμφωνα με αυτή τη μορφή, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να πετύχει μη κανονικές (υπερβολικές) αποδόσεις στηριζόμενος σε πληροφορίες με ιστορικές τιμές και αποδόσεις.
- Μορφή ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (*Semi-strong form efficiency*). Σύμφωνα με αυτή τη μορφή, ένας επενδυτής δεν μπορεί να πετύχει μη κανονικές

⁷⁴ Σπύρου Ι. Σπύρος – Χαρίσης Φ. Χαρίλαος (1997), «Η Θέση της Αποτελεσματικής Αγοράς και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», *Οικονομικά Χρονικά*, Ιανουάριος – Φεβρουάριος 1997, Τεύχος 96, σελ. 20-21.

⁷⁵ Fama E. (1993), "Efficient capital markets II", *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 65-92.

(υπερβολικές) αποδόσεις στηριζόμενος σε ήδη δημοσιευμένες, όπως ισολογισμοί εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων κ.λ.π.

- Μορφή ισχυρής αποτελεσματικότητας (*Strong form efficiency*). Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση δεν γίνεται δεκτή η πραγματοποίηση μη κανονικών αποδόσεων, ούτε από άτομα τα οποία διαθέτουν εσωτερική πληροφόρηση. (inside information).

Με άλλα λόγια, εάν μια αγορά είναι αποτελεσματική κανένας επενδυτής δεν μπορεί να πετύχει υπερβολικές αποδόσεις. Ο εμπειρικός έλεγχος της θεωρίας έχει ξεκινήσει από τη δεκαετία του 1960 και διαρκεί με αμείωτη ένταση έως και σήμερα, κυρίως για τις αμερικανικές κεφαλαιαγορές και τις πιο βιομηχανοποιημένες χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία, την Ιαπωνία κ.λ.π. Οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η θεωρία είναι σωστή στην ασθενή της μορφή (*Fama and Blume, 1966*). Επίσης, αρκετές μελέτες *Fama Fisher and Roll (1969)* βρίσκουν την ημι-ισχυρή μορφή σωστή, ενώ για την ισχυρή μορφή, αρκετές μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι δεν ισχύει (*Main 1977*).

Είναι προφανές, ότι η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών έρχεται σε αντίθεση με δύο από τις επικρατέστερες αντιλήψεις σχετικά με τις κεφαλαιαγορές και τη χρηματοοικονομική ανάλυση, δηλαδή :

- Αυτή της τεχνικής ανάλυσης και
- Αυτή της θεμελιώδους ανάλυσης

Η πρώτη χρησιμοποιεί ιστορικές πληροφορίες και η δεύτερη πληροφορίες δημοσιευμένες στον Τύπο, με σκοπό την επίτευξη μη κανονικών αποδόσεων στο μέλλον. Όμως, σε μια αποτελεσματική αγορά κάθε πληροφορία, θεμελιώδης ή τεχνική έχει ήδη προεξοφληθεί. Οι τιμές κινούνται μόνον όταν κάποια νέα πληροφορία φτάσει στην αγορά. Παρόλα αυτά, η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αναγνωρίζει ότι οι θεμελιώδεις αναλυτές θα πετυχαίνουν αποδόσεις αναλόγως της ικανότητάς τους να αξιολογούν τις διαθέσιμες πληροφορίες.

Η πιο βασική υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, αναγνωρίζουν δηλαδή με μια συνολική έννοια, ποια πληροφορία είναι σημαντική και ποια όχι. Έτσι, μετά την επεξεργασία κάθε καινούργιας πληροφορίας και την αποτίμηση των κινδύνων, η συλλογική διεργασία στην αγορά θα εξασφαλίσει την τιμή της ισορροπίας. Επιπλέον, η ύπαρξη μεγάλου αριθμού επενδυτών, αναλυτών, χρηματιστών, διαχειριστών χαρτοφυλακίου κ.λ.π., είναι αυτή που θα εξασφαλίσει ότι η τιμή ενός τίτλου είναι «τίμια», δηλαδή ορθολογική.

Σαν αποτέλεσμα, η σημερινή μεταβολή της τιμής ενός τίτλου προέρχεται μόνον από τα σημερινά απροσδόκητα νέα. Τα «χθεσινά νέα» δεν είναι πια σημαντικά, και η σημερινή απόδοση είναι ανεξάρτητη από τη χθεσινή απόδοση. Εάν οι αποδόσεις είναι ανεξάρτητες, τότε είναι τυχαίες μεταβλητές που ακολουθούν μια τυχαία διαδικασία ή όπως αναφέρεται στη διεθνή βιβλιογραφία, ένα Random Walk⁷⁶ (τυχαίος περίπατος).

5.2 Ανωμαλίες της Αγοράς

Παρά το γεγονός ότι η θεωρία της Αποτελεσματικής αγοράς διδάσκεται πλέον στα περισσότερα Πανεπιστήμια του κόσμου ως γεγονός, η ακαδημαϊκή διαμάχη για το εάν ισχύει ή όχι, δεν έχει κοπάσει ακόμα. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 άρχισαν να εμφανίζονται στη διεθνή βιβλιογραφία μελέτες που αποδεικνύουν ότι η συμπεριφορά των αγορών δεν είναι αποτελεσματική.

⁷⁶ Οι διακυμάνσεις των τιμών των τίτλων οφείλονται στην έλευση καθαρά αβέβαιων ενδεχόμενων, συνεπώς και τελείως απρόβλεπτων. Στο Βαθμό που όλα συμβαίνουν έτσι, οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών είναι τυχαίες μεταβλητές. Η θεωρητική αυτή υπόθεση είναι γνωστή με το όνομα τυχαίος περίπατος (Random Walk), την οποία και εισήγαγε πρώτος ο M.F. Osborne το 1964 και την ανέπτυξε ακόμα περισσότερο ο E.F. Fama το 1965.

Για παράδειγμα οι Banz⁷⁷ (1981) και Reinganum⁷⁸ (1981), μεταξύ άλλων έδειξαν ότι υπάρχει μια σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας ενός τίτλου και της χρηματιστηριακής του απόδοσης, η οποία δεν προβλέπεται από την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς : ότι δηλαδή μετοχές εταιρειών μικρού μεγέθους έχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από μετοχές εταιρειών μεγάλου μεγέθους, ειδικά κατά το μήνα Ιανουάριο (Keim, 1983).

Άλλες μελέτες αναφέρουν ότι οι αποδόσεις κατά το μήνα Ιανουάριο, είναι μεγαλύτερες από τις αποδόσεις των υπολοίπων μηνών του έτους (Rozzef and Kinney⁷⁹, 1976, Gultekin and Gultekin⁸⁰, 1983). Επίσης, άλλοι ερευνητές (French⁸¹, 1988), έδειξαν ότι οι αποδόσεις χρηματιστηριακών τίτλων είναι συνήθως θετικές την Παρασκευή και αρνητικές την Δευτέρα. Τα εποχικά, όπως καλούνται, αυτά φαινόμενα βαπτίσθηκαν «φαινόμενο του Ιανουαρίου» και «φαινόμενο της Δευτέρας», αντίστοιχα. Αυτά τα φαινόμενα καταστρατηγούν τη βασική αρχή της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή ότι οι αποδόσεις είναι ανεξάρτητες, τυχαίες μεταβλητές και άρα δεν θα έπρεπε να διαφέρουν ανάλογα με το μήνα ή με την ημέρα, ούτε θα έπρεπε να διαφέρουν ανάλογα με το μέγεθος της εταιρείας. Έτσι, τα φαινόμενα αυτά ονομάστηκαν «Ανωμαλίες της Αγοράς». (*Market anomalies*)

⁷⁷ Banz B. (1981), " The relationships between return and market value of common stocks ", *Journal of Financial Economics* 7, pp. 3-18.

⁷⁸ Reinganum M. (1981), " *Mispecification of the CAPM* ", *Journal of Financial Economics* 9, pp. 19-46.

⁷⁹ Rozzef M. S. and Kinney W. R. (1976) " *Capital market seasonality : the case of stock returns* ", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 379-402.

⁸⁰ Gultekin M. Gultekin N. (1983), " *Stock market seasonality: International evidence* " *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, pp. 469-481.

⁸¹ French F. (1980), " *Stock returns and the weekend effect* ", *Journal of Financial Economics* 8, pp. 55-69.

5.3 Το Χρηματιστήριο Αξιών και η Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς

Σχεδόν όλες οι προαναφερθείσες μελέτες έγιναν στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ ή άλλων ανεπτυγμένων χρηματιστηριακά χωρών. Ελάχιστες μελέτες έχουν ασχοληθεί με τις

αναδυόμενες αγορές, και ειδικότερα με τη συμπεριφορά των τιμών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο. Παρόλα αυτά μια πρόσφατη έρευνα που πραγματοποιήθηκε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έδειξε θετικά αποτελέσματα όσον αφορά τα προαναφερθέντα φαινόμενα (Παρασκευής και Δευτέρας). Οι υψηλές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις του μηνός Φεβρουαρίου που παρουσιάστηκαν στο Χ.Α.Α. αποτέλεσε ένα καινούργιο στοιχείο, το οποίο όμως δεν έχει αναφερθεί στη διεθνή βιβλιογραφία για άλλες αγορές.

Η εξέταση της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς στο Ελληνικό Χρηματιστήριο ήταν αρνητική, δηλαδή τα αποτελέσματα οδήγησαν στο συμπέρασμα ότι η Ελληνική Κεφαλαιαγορά (όπως αυτή μετριέται από το Γενικό Δείκτη) δεν είναι αποτελεσματική κατά των Fama (1965), και άρα κάθε σχετική πληροφορία δεν αντικατοπτρίζεται στις τιμές με τρόπο γρήγορο και ακριβή, δίνοντας την δυνατότητα υπερβολικών αποδόσεων.

Σύγκριση Κινήτρων & Αντικινήτρων Εισαγωγής Εταιρειών στο Χ.Α.Α.



6.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα επιχειρηθεί μια σύγκριση ανάμεσα στα κίνητρα και αντικίνητρα που απορρέουν από την εισαγωγή των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο λόγος αυτού του εγχειρήματος αποσκοπεί στο να βρεθεί μια απάντηση στο ερώτημα που απασχολεί τους ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων για το αν τελικά πρέπει να επιλέξουν το δρόμο του Χρηματιστηρίου για την ανεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων και τους κινδύνους που κρύβει αυτό ή την προσφυγή τους σε άλλες μεθόδους.

6.2 Πηγή Αντλησης Κεφαλαίων – Κόστος Εισαγωγής

Στο σημερινό οικονομικό περιβάλλον το Χρηματιστήριο αποτελεί την κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών στόχων κάθε επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο είναι σε θέση να αντλούν «δωρεάν» τα κεφάλαια που τους είναι απαραίτητα για να εκπληρώσουν τους στόχους τους σε αντίθεση με τον τραπεζικό δανεισμό όπου εξαντλείται γρήγορα και παράλληλα η επιχείρηση επιβαρύνεται με το κόστος που επιφέρει το επιτόκιο του δανείου. Η χρηματοδότηση των επενδύσεων γίνεται δωρεάν, μέσω του Χρηματιστηρίου, δηλαδή εκλείπει το κόστος του επιτοκίου, γιατί χρηματοδότες της επιχείρησης είναι οι ίδιοι οι επενδυτές, όσοι βέβαια το επιθυμούν, αγοράζοντας τις μετοχές της.

Στην απόφαση που καλείται να πάρει η κάθε επιχείρηση για την πηγή από την οποία θα αντλήσει τα κεφάλαια που της είναι απαραίτητα για την επίτευξη των επενδυτικών της στόχων, (Χρηματιστήριο ή τραπεζικός δανεισμός), σημαντικό ρόλο παίζει και το επίπεδο των επιτοκίων που επικρατεί στην αγορά την εκάστοτε χρονική περίοδο, σε συνδυασμό με το χρηματικό ποσό των απαραίτητων κεφαλαίων και το μέγεθος της κάθε επιχείρησης.

Στην περίπτωση που τα επιτόκια στην αγορά βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα και το μέγεθος της επιχείρησης είναι αρκετά μεγάλο, τα κεφάλαια που χρειάζεται για την περαιτέρω ανάπτυξή της ανέρχονται σε αρκετά μεγάλο χρηματικό ποσό, γεγονός που θα την οδηγήσει στην εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο για την εξεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων γιατί το κόστος ενός τόσο μεγάλου δανείου από την τράπεζα θα έθετε σε κίνδυνο την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης αφού θα μείωνε σε μεγάλο βαθμό το κέρδος της επένδυσης.

Στην αντίθετη περίπτωση δηλαδή όταν έχουμε μια μικρή σε μέγεθος οικογενειακής μορφής επιχείρηση και χρειάζονται κάποια κεφάλαια για την ανάπτυξή της και το επίπεδο των επιτοκίων στην αγορά είναι χαμηλό πράγμα που σημαίνει ότι το κόστος χρήματος είναι μικρό, η μικρή αυτή επιχείρηση θα καταφύγει στον τραπεζικό δανεισμό για να αντλήσει τα κεφάλαια που χρειάζεται γιατί η είσοδός της στο Χρηματιστήριο κάτω από αυτές τις συνθήκες δεν θα της επιφέρουν τα προσδοκώμενα κέρδη, αφού θα επιβαρυνθεί επιπλέον και με το κόστος που προϋποθέτει η εισαγωγή.

Στο Χρηματιστήριο τα κεφάλαια μπορεί να αντλούνται «δωρεάν» αλλά η διαδικασία της εισαγωγής και η παραμονή της σε αυτό απαιτεί κάποιο κόστος για την επιχείρηση το λεγόμενο *κόστος εισαγωγής*. Για να εισαχθεί λοιπόν μια επιχείρηση στο Χρηματιστήριο Αξιών συνεπάγεται η ύπαρξη μιας σειράς δαπανών για το σκοπό αυτό. Το κόστος εισαγωγής που συνεπάγεται η είσοδος στο Χρηματιστήριο διακρίνεται σε πολλούς και διαφορετικούς μεταξύ τους τομείς. Έτσι έχουμε το κόστος αντιπροσώπευσης, το οποίο είναι το κόστος που δημιουργείται από την ανάγκη που έχουν οι σύγχρονες επιχειρήσεις με το εξαιρετικά μεγάλο μέγεθος τους να διοικούνται από εξειδικευμένα άτομα αφού η διοίκηση μόνο από τον ιδιοκτήτη της επιχείρησης είναι πλέον αδύνατη.

Επίσης η είσοδος στο Χρηματιστήριο απαιτεί από την επιχείρηση να προβαίνει σε ετήσια χρηματιστηριακή συνδρομή που σκοπό έχει να ενημερώνει το επενδυτικό κοινό για θέματα που αφορούν την ίδια την επιχείρηση όπως για την οικονομική της κατάσταση, την νομιμότητα των ενεργειών της καθώς και την ύπαρξη ενός μεγάλου αριθμού μετοχών που αυξάνει τα έξοδα εξυπηρέτησής τους χρόνο με το χρόνο.

Επιπλέον υπάρχουν και οι διοικητικές δαπάνες που απορρέουν από την εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο, όπως είναι οι δαπάνες για τις υπηρεσίες των αναδόχων και άλλων εμπειρογνομόνων. Για να εισαχθεί λοιπόν μια εταιρεία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαιτείται η εξασφάλιση ενός ή περισσότερων αναδόχων, οι οποίοι θα εγγυηθούν την κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Το κόστος εισαγωγής για τις εταιρείες των αναδόχων είναι αρκετά σημαντικό και διεθνώς ανέρχεται περίπου στο 10% του ποσού της έκδοσης. Ακόμα απαιτούνται δαπάνες για τη διαφήμιση της έκδοσης και για τη συγγραφή και κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου (*Prospectus*).

Αν σε όλα αυτά τα έξοδα που καλείται να επωμιστεί η επιχείρηση προστεθεί και το κόστος τιμολόγησης της έκδοσης, δηλαδή το κόστος που δημιουργείται από τη διαφορά μεταξύ της τιμής που διαμορφώθηκε την ημέρα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο και της τιμής έκδοσης, το τελικό κόστος που καλείται να πληρώσει η επιχείρηση ώστε να πετύχει την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο για να αντλήσει τα απαραίτητα κεφάλαια ανέρχεται σε ένα πολύ μεγάλο μέγεθος, στο οποίο δεν είναι βέβαιο ότι θα μπορέσει τελικά να ανταποκριθεί.

Η εισαγωγή λοιπόν μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αξιών για την άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων κρύβει δύο διαφορετικές πλευρές του ίδιου νομίσματος. Από την μια πλευρά τα κεφάλαια ανεξάρτητα από το μέγεθός τους αντλούνται δωρεάν και από την άλλη η εισαγωγή συνεπάγεται και ένα τεράστιο κόστος για την επιχείρηση, το οποίο δεν είναι βέβαιο ότι θα μπορέσει να αντέξει. Συνεπώς, η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο αποτελεί ένα είδος τυχερού παιχνιδιού που εμπεριέχει μεγάλο ποσοστό ρίσκου για την επιχείρηση το οποίο ανάλογα με τις δυνάμεις που διαθέτει και τις προθέσεις που έχει καλείται να πάρει. Όπως έχει

λεχθεί⁸² «Να μην ξεχνάει κανείς ότι κερδισμένοι στο Χρηματιστήριο είναι συνήθως αυτοί που ξέρουν από τα μέσα και λόγω της δύναμής τους μπορούν να καθορίζουν τους όρους του παιχνιδιού...» ΒΗΧΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

6.3 Εξειδίκευση της Διοίκησης – Φόβος Απώλειας Ελέγχου

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, κατά κανόνα δεν διοικούνται από τους ιδιοκτήτες τους αλλά από διοικητικά στελέχη (managers) που συνήθως κατέχουν λίγες μετοχές της επιχείρησης. Οι μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις απαιτούν την ύπαρξη πολλών εξειδικευμένων ατόμων - όπως είναι οι managers – για την ομαλή και εποικοδομητική διεξαγωγή των λειτουργιών τους. Οι managers με τις εξειδικευμένες γνώσεις τους σε διάφορους τομείς προσθέτουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην επιχείρηση και βοηθούν στην ανοδική πορεία της. Υπάρχει όμως το ενδεχόμενο ο ιδιοκτήτης να αποκοιπέ ουσιαστικά από τον έλεγχο της εταιρείας και οι managers με την δύναμη που τους έχει δοθεί να καταφέρουν να αποκτήσουν ακόμη και τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας.

Επιπλέον, με την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο η ιδιοκτησία διασπείρεται σε πολλούς μετόχους. Υπάρχει επομένως το ενδεχόμενο ο ιδιοκτήτης να χάσει τον απόλυτο διαχειριστικό έλεγχο λόγω πώλησης μεγάλου ποσοστού μετοχών, εφόσον ο ίδιος πλέον δεν θα κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρείας του. Το ενδεχόμενο αυτό είναι γνωστό στους επιχειρηματικούς κύκλους ως φόβος απώλειας ελέγχου. Έτσι, ο κίνδυνος επιθετικής εξαγοράς της εταιρείας κρίνεται ιδιαίτερα πιθανός. Το γεγονός αυτό δικαιολογεί γιατί ο φόβος της απώλειας του ελέγχου της επιχείρησης αποτελεί σημαντικό αντικίνητρο για κάποιες εταιρείες για την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών.

Επομένως με την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο υπάρχει η δυνατότητα περαιτέρω ανάπτυξής της από τις αρμοδιότητες που παρέχονται σε στελέχη με εξειδικευμένες

⁸² <http://bhxos.tripod.com/>

γνώσεις (*managers*). Παράλληλα όμως, ελλοχεύει πάντα ο κίνδυνος για τους ιδιοκτήτες από τις αυξημένες αρμοδιότητες που έχουν δοθεί στους *managers*, οι οποίοι έχουν την δυνατότητα να αποκτήσουν ακόμη και την εταιρεία, αλλά και από τους επενδυτές της επιχείρησης που μπορεί να κατέχουν μεγάλο ποσοστό μετοχών και να αποκτήσουν τον διαχειριστικό έλεγχό της.

6.4 Καθορισμός Πραγματικής Τιμής Συναλλαγής – Υποτίμηση Τιμής Εισαγωγής

Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο διευκολύνει τον καθορισμό της πραγματικής τιμής συναλλαγής της μετοχής της. Η ύπαρξη μιας πραγματικής τιμής της μετοχής προκύπτει από τη διαίρεση της «πραγματικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων» με τον «αριθμό των μετοχών» της επιχείρησης και διευκολύνει τους μετόχους σε περίπτωση που θέλουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους και δυσκολεύονται να καθορίσουν με τον ενδιαφερόμενο την τιμή συναλλαγής.

Όμως, πολύ συχνά παρατηρείται το φαινόμενο της σημαντικής υποτίμησης της τιμής εισαγωγής των νεοεισηγμένων επιχειρήσεων. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει η διεξαγωγή ορισμένων εμπειρικών μελετών, που πραγματοποιούνται τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Αυτό το φαινόμενο επιβαρύνει τους αρχικούς μετόχους οι οποίοι αναλαμβάνουν και το έμμεσο κόστος της υποτίμησης της τιμής εισαγωγής της μετοχής.

Διαπιστώνουμε λοιπόν, πως η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο βοηθά στο να καθοριστεί μια πραγματική τιμή της μετοχής της η οποία θα διευκολύνει τις συναλλαγές των μετόχων της, όμως τις περισσότερες φορές οδηγεί σε σημαντική υποτίμηση της τιμής εισαγωγής της μετοχής. Μια επιχείρηση οφείλει να λάβει υπόψη της αυτό το γεγονός και να εξετάσει το ενδεχόμενο εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο γνωρίζοντας και τους κινδύνους που ενδεχομένως απορρέουν από την κίνηση αυτή.

6.5 Πιστοποίηση Εμπιστοσύνης της Επιχείρησης - Δωρεάν Διαφήμιση - Αποκάλυψη Ενδοεπιχειρησιακών Πληροφοριών

Η εισαγωγή μια εταιρείας στο Χρηματιστήριο αυξάνει το κύρος της στην αγορά έναντι των ανταγωνιστών και επιπλέον την εμπιστοσύνη του κοινού προς την εταιρεία αυτήν. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α ελέγχεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και υπόκειται στους κανόνες που έχουν οριστεί. Άρα το γεγονός αυτό εξασφαλίζει ψήφο εμπιστοσύνης προς την επιχείρηση για τις προοπτικές της και την ομαλή και διαφανή λειτουργία της .

Επιπλέον το κύρος και η φήμη της εταιρείας που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο αυξάνεται, έναντι των ανταγωνιστών, λόγω της δωρεάν και συνεχούς διαφήμισης που απολαμβάνει μέσω του οικονομικού τύπου. Αυτό λειτουργεί θετικά για την επιχείρηση, καθώς της δίνει τη δυνατότητα να προσελκύει συνεχώς καλύτερο εργατικό δυναμικό, και ταυτόχρονα να αυξάνει τον αριθμό των επενδυτών της.

Παράλληλα όμως με την διαφήμιση που προσφέρουν τα οικονομικά έντυπα η καθημερινή αξιολόγηση των αναλυτών για τις εταιρείες μέσω των εντύπων και ταυτόχρονα η δημοσιοποίηση όλων των οικονομικών και ενδοεπιχειρησιακών στοιχείων της επιχείρησης μπορεί να έχει και αρνητικές συνέπειες για αυτήν.

Με την δημοσιοποίηση σημαντικών πληροφοριών για την λειτουργία της εταιρείας υπάρχει η πιθανότητα εκμετάλλευσης αυτών από ανταγωνιστές και άλλους ενδιαφερόμενους. Επιπλέον, σε περίπτωση που η αξιολόγηση των αναλυτών είναι αρνητική για την εταιρεία, μπορεί να προκαλέσει μείωση της τιμής της μετοχής και γενικότερα να επηρεάσει αρνητικά την πορεία της εταιρείας .

6.6 Υψηλή Αγοραία Μετοχική Αξία – Υποτίμηση Τιμής Εισαγωγής

Κατά την είσοδο μιας επιχείρησης στο χρηματιστήριο, καθορίζεται μια τιμή εισαγωγής από τους αναδόχους έκδοσης. Το επενδυτικό κοινό εξετάζει τους τίτλους των νεοεισηγμένων εταιρειών και ειδικότερα ελέγχει τις προοπτικές του κλάδου στον οποίο εντάσσεται η εταιρεία και τις προσδοκίες που έχουν μακροπρόθεσμα. Στην περίπτωση που οι προσδοκίες του κοινού επηρεάζονται θετικά για την εταιρεία σαν άμεσο αποτέλεσμα έχουμε την αύξηση της ζήτησης των μετοχών. Η αύξηση της ζήτησης των μετοχών συνεπάγεται αύξηση της αγοραίας μετοχικής της αξίας.

Στην αντίθετη περίπτωση, όταν οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού επηρεάζονται αρνητικά λόγω κορεσμού του κλάδου, η ζήτηση της μετοχής μιας συγκεκριμένης εταιρείας μειώνεται. Το γεγονός αυτό έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα τη μείωση της αγοραίας μετοχικής αξίας και συνεπώς την υποτίμηση της τιμής εισαγωγής.

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να τονιστεί ότι συνήθως η τιμή των νεοεισηγμένων χρηματιστηριακών τίτλων είναι υποτιμημένη από τους ανάδοχους, οι οποίοι προσπαθούν να αποφύγουν το ενδεχόμενο μη πώλησής τους στο επενδυτικό κοινό και να αναγκαστούν να αγοράσουν οι ίδιοι το πλεόνασμα αυτών των μετοχών. Για το λόγο αυτό παρατηρείται το φαινόμενο της αύξησης της τιμής των μετοχών των νεοεισηγμένων εταιρειών κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων ημερών διαπραγματεύσεώς τους στο Χρηματιστήριο.

Η εισαγωγή λοιπόν των εταιρειών στο Χρηματιστήριο έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Η αντιπαράθεση κινήτρων και αντικινήτρων από τη σκοπιά της επιχείρησης σε συνδυασμό με τις δυνατότητες και τις προσδοκίες της, της δίνει τη δυνατότητα να αποφασίσει εάν θα επιλέξει να εισαχθεί ή όχι στην χρηματιστηριακή αγορά.

Επίλογος

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αν και ιδρύθηκε το 1876, μόλις τα τελευταία χρόνια έχει αρχίσει να προσελκύει νέες εταιρείες και έχει αρχίσει να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της ελληνικής Κεφαλαιαγοράς και Οικονομίας. Βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να παρουσιάσει τα βασικότερα κίνητρα και αντικίνητρα που αφενός ωθούν τις διοικήσεις αρκετών εταιρειών να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και αφετέρου ωθούν τις διοικήσεις άλλων να αποφεύγουν την εισαγωγή τους. Η επιλογή της εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών αποτελεί μια χρηματοοικονομική απόφαση που καλούνται να πάρουν οι επιχειρήσεις, σταθμίζοντας τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα για να ληφθεί η τελική απόφαση εισαγωγής ή όχι.

Από την ανάλυση των εξελίξεων στο οικονομικό περιβάλλον προκύπτει η τάση των επιχειρήσεων για εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. Οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν πλέον συνειδητοποιήσει τη σημαντικότητα του θεσμού του Χρηματιστηρίου ως μοχλού ανάπτυξης και χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων με το μικρότερο δυνατό για αυτές κόστος, μέσω της άντλησης κεφαλαίων από αυτό. Για αυτό το λόγο ένας μεγάλος αριθμός ελληνικών επιχειρήσεων αναμένει στο άμεσο μέλλον την εισαγωγή των μετοχών τους στη χρηματιστηριακή αγορά.

Επίσης οι ρυθμίσεις που πρόκειται να τεθούν σε εφαρμογή στο άμεσο μέλλον (για παράδειγμα η φορολόγηση κερδών), αν και βραχυπρόθεσμα αναμένεται να δημιουργήσει αρνητικό κλίμα, μακροπρόθεσμα θα επιδράσει θετικά στη σταθερή ανάπτυξη των εταιρειών και κατά συνέπεια της ελληνικής οικονομίας παράγοντες που συντελούν θετικά στην εισαγωγή εταιρειών στο ελληνικό Χρηματιστήριο για την ανεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων με στόχο την περαιτέρω ανάπτυξη και εξέλιξη τους.

Ειδικότερα με τις εξελίξεις των τελευταίων ετών, με την οικονομική ενίσχυση της χώρας μας από την Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και με την ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 δημιουργήθηκαν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις και ιδιαίτερα για τις κατασκευαστικές. Επομένως οι ανάγκες μεγάλων αυξήσεων κεφαλαίων των επιχειρήσεων κρίθηκαν αναγκαίες. Λόγω του μεγέθους των απαιτούμενων κεφαλαίων και του επιχειρηματικού κινδύνου, οι ιδιοκτήτες των κατασκευαστικών και το τραπεζικό σύστημα δεν μπορούσαν να προσφέρουν τα απαιτούμενα κεφάλαια και έτσι οι επιχειρήσεις ωθούνται στην εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο.

Οι βασικότεροι παράγοντες οι οποίοι δρουν ανασταλτικά στη στάση των εταιρειών για την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο προέρχονται λόγω εξωγενών παραγόντων ή λόγω της πολιτικής αστάθειας στον ευρύτερο χώρο των Βαλκανίων. Ειδικότερα οι ρυθμίσεις του Χ.Α.Α. , που καθιστούν αναγκαία την λεπτομερειακή παροχή πληροφοριών των εταιρειών, που επιζητούν την εισαγωγή τους, αποτελούσαν ανασταλτικό παράγοντα για την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. , λόγω του φόβου διαρροής επιχειρηματικών μυστικών σε ανταγωνιστές. Ωστόσο, σήμερα το αρνητικό αυτό κλίμα έχει ανατραπεί λόγω των μεγάλων προοπτικών που ανοίγονται για τις επιχειρήσεις από την άντληση μεγάλων κεφαλαίων από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο.

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να αναφερθεί ότι τα κίνητρα και αντικίνητρα αφορούν τους ιδρυτές ή τους αρχικούς μετόχους της εταιρείας. Για το λόγο αυτό η τελική απόφαση λαμβάνεται με γνώμονα τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους.

Χρηματιστηριακή Ορολογία

Αίθουσα συναλλαγών. Χώρος του Χρηματιστηρίου όπου γίνονται οι συναλλαγές. Διαθέτει εκτός του χρηματιστηριακού κύκλου, όπου συναθροίζονται οι εκφωνητές, ειδικά χωρίσματα για την εξυπηρέτηση των χρηματιστών (BOX). Στον χώρο υπάρχουν ακόμη ο πίνακας του Χρηματιστηρίου όπου αναγράφονται οι τιμές των μετοχών, ο χώρος από όπου παρακολουθούν τις συνεδριάσεις οι συνδρομητές και ο εξώστης για όσους πάρουν σχετική άδεια για να παρακολουθήσουν την συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου.

Ανάδοχος έκδοσης (Underwriter). Είναι μια Τράπεζα ή Όμιλος Πιστωτικών Ιδρυμάτων ο οποίος αναλαμβάνει τη διάθεση των μετοχών μέσω των υπηρεσιών που διαθέτει, αφού προηγουμένως έχει καταβάλλει το αντίστοιχο ποσό στην εταιρεία, με το ανάλογο όφελος.

Αντικριστής. Υπάλληλος χρηματιστηριακού γραφείου, βοηθός του χρηματιστή, ο οποίος έχει τη δυνατότητα να εκφωνεί τις εντολές των πελατών στο χρηματιστηριακό κύκλο.

Ανόνομος μετοχή. Η μετοχή στην οποία δεν αναγράφονται τα στοιχεία του κατόχου. Η νόμιμος κατοχή μιας τέτοιας μετοχής αποδεικνύεται με το πινακίδιο αγοράς της.

Άρτιο. Η ονομαστική αξία ενός χρεογράφου που αναγράφεται επί του σώματος του τίτλου. Αν η χρηματιστηριακή αξία είναι μεγαλύτερη της ονομαστικής λέμε ότι είναι υπέρ το άρτιο, ενώ στην αντίθετη περίπτωση υπό το άρτιο.

Βάθος της αγοράς. Το ύψος των πραγματοποιούμενων συναλλαγών που «σηκώνει» μια χρηματιστηριακή αγορά χωρίς αυτές να προκαλέσουν σημαντικές διακυμάνσεις στις τιμές των χρεογράφων της αγοράς αυτής.

Βήτα (Beta). Συντελεστής μετοχής στο Χρηματιστήριο. Δείχνει τη συμπεριφορά της μετοχής σε συνάρτηση με τη διαμόρφωση του Γενικού Δείκτη Τιμών. Beta = 1 σημαίνει ότι η μετοχή

συμβαδίζει απόλυτα με τον Γ.Δ.Τ. $Beta > 1$ σημαίνει ότι η μετοχή αυξάνεται ή μειώνεται ταχύτερα από τον Γ.Δ.Τ. $Beta < 1$ σημαίνει ότι η αύξηση ή μείωση της τιμής της μετοχής είναι μικρότερη από το Γ.Δ.Τ.

Γενικός Δείκτης Τιμών Χρηματιστηρίου. Ο σταθμικός μέσος όρος 60 επιλεγμένων μετοχών, ο οποίος εκφράζει την ημερήσια εξέλιξη του συνόλου των εισηγμένων μετοχών.

Γραφείο εκκαθάρισης. Υπηρεσία του Χρηματιστηρίου η οποία έχει ως έργο την διεκπεραίωση των καθημερινών συναλλαγών μεταξύ χρηματιστών, πιστοποιώντας τις πράξεις αυτών.

Δευτερογενής αγορά. Η αγορά όπου διαπραγματεύονται τα εισηγμένα χρεόγραφα.

Δελτίο τιμών του Χρηματιστηρίου. Επίσημη έκδοση η οποία συντάσσεται καθημερινά παρουσιάζοντας τις τιμές των μετοχών, τον όγκο των συναλλαγών καθώς και ανακοινώσεις των εταιρειών όσον αφορά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ. Σ. τους.

Διακύμανση τιμής μετοχής. Προσδιορίζει την υψηλότερη και χαμηλότερη τιμή της μετοχής κατά το κλείσιμο της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου.

Διαπραγμάτευση τίτλων. Το σύνολο των τίτλων (κυρίως μετοχών) που προσφέρθηκαν και ζητήθηκαν στο Χρηματιστήριο μέσα σε μια χρονική περίοδο.

Διαχείριση χαρτοφυλακίου. Μεταβολές στη σύνθεση των χρεογράφων ενός χαρτοφυλακίου.

Δικαίωμα. Προνομιακή μεταχείριση των μετόχων για αγορά συμπληρωματικού αριθμού μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή και χρόνο που προσδιορίζει η Γ.Σ. της εταιρείας. Είναι μεταβιβάσιμο και διαπραγματεύσιμο στη δευτερογενή αγορά.

Δικαίωμα προτίμησης. Ο Ν. 2190 για τις Α.Ε. ορίζει ότι σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών, υπάρχει δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετοχών, με μια σχέση παλαιών προς νέες μετοχές που ορίζεται από την έκτακτη Γενική Συνέλευση της Α.Ε. η οποία αποφασίζει την αύξηση (λ.χ. για κάθε 5 παλαιές μετοχές, 1 νέα).

Εκκαθάριση. Η τακτοποίηση των λογαριασμών μεταξύ των χρηματιστών που μεσολάβησαν στη σύναψη μιας χρηματιστηριακής συναλλαγής, μέσω ειδικού γραφείου του Χρηματιστηρίου.

Εκφώνηση. Η δήλωση προσφοράς τίτλων κατά την διάρκεια των συναλλαγών εντός κύκλου.

Ενημερωτικό φυλλάδιο. Έντυπο στο οποίο αναγράφονται οικονομικά και άλλα στοιχεία που πρέπει να γνωρίζει ο επενδυτής για μια εταιρεία ή ένα Α/Κ.

Εντολή. Η οδηγία που δίνει ο επενδυτής στον χρηματιστή για αγορά ή πώληση τίτλων.

Ενημερωτικό δελτίο. Έντυπο που εκδίδουν οι εταιρείες όταν επιθυμούν να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο ή όταν πρόκειται να αυξήσουν το μετοχικό του κεφάλαιο, ώστε το επενδυτικό κοινό να ενημερωθεί για τις οικονομικές δραστηριότητες και προοπτικές της εταιρείας που το εκδίδει.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Επιτροπή η οποία αποφασίζει την είσοδο ή την διαγραφή μιας εταιρείας, εγκρίνει την άδεια λειτουργίας, μιας χρηματιστηριακής Α.Ε., εισηγείται την παύση ενός χρηματιστή κ.α.

Εποπτεία του Χ.Α.Α. Ο κρατικός έλεγχος που ασκείται με εξουσιοδοτημένα όργανα στο Χ.Α.Α. για την κανονική διενέργεια των συναλλαγών.

Επόπτης. Κρατικός λειτουργός εκπρόσωπος του Υπουργείου με αρμοδιότητα την παρακολούθηση των εργασιών του Χρηματιστηρίου, ώστε να εξασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία του.

Εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Είναι μια Α.Ε. με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου χρεογράφων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών, αλλά και ξένων Χρηματιστηρίων της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.). Η Ε.Π.Ε.Υ είναι μια εταιρεία η οποία δραστηριοποιείται στη διαμεσολάβηση των χρηματιστηριακών πράξεων μεταξύ επενδυτών και χρηματιστηριακών εταιρειών καθώς και στη διαχείριση χαρτοφυλακίων πελατών τους.

Ισολογισμός. Ετήσια οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων.

Κάμψη. Όταν πέφτουν οι τιμές, ένδειξη η οποία αποτυπώνεται στο Γενικό Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου.

Κέρδη χρηματιστηριακά. Προκύπτουν όταν σε μια ημερήσια συνεδρίαση και μέχρι τη λήξη της οι τιμές ορισμένων μετοχών παρουσιάζουν άνοδο («έκλεισαν με κέρδη»). Το αντίθετο «ζημία ή ζημιές χρηματιστηριακές».

Κερδοσκοπία. Σύναψη συναλλαγής με σκοπό το χρηματικό κέρδος και όχι με σκοπό την μακροχρόνια επένδυση.

Κεφαλαιαγορά. Πηγή άντλησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων.

Κινητή αξία. Όρος ταυτόσημος με το χρεόγραφο.

Κίνδυνος. Ο αγοράζων μια μετοχή ενδέχεται κατά την πώληση της να εισπράξει λιγότερα χρήματα από όσα έδωσε για να την αγοράσει. Η πιθανότητα να συμβεί αυτό ονομάζεται κίνδυνος της μετοχής. Προσδιορίζεται μαθηματικά με το βήτα της μετοχής.

Κοινή μετοχή. Βλέπε μετοχή.

Κραχ (Crash). Απότομη πτώση των τιμών των μετοχών λόγω σοβαρών εσωτερικών ή εξωτερικών, πολιτικών ή οικονομικών εξελίξεων.

Κύρια αγορά. Την αποτελούν εταιρείες μεγάλου μεγέθους και οικονομικής επιφάνειας, οι οποίες πήραν σχετική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Λογιστική αξία μετοχής. Οικονομική κατάσταση της εταιρείας η οποία αναφέρεται σε τρίμηνη ή εξαμηνιαία περίοδο.

Μέλη Χρηματιστηρίου. Είναι τα τακτικά (χρηματιστές και χρηματιστηριακές εταιρείες) και τα έκτακτα (αντικριστές).

Μέρισμα. Τμήμα των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή και διανέμεται στους μετόχους της εταιρείας.

Μερισματοπόδειξη. Αριθμημένο τεμάχιο ενσωματωμένο στις ανώνυμες μετοχές, το οποίο προσδιορίζόμενο στην εταιρεία ο κάτοχος του λαμβάνει το μέρισμα που αντιστοιχεί την συγκεκριμένη χρόνια.

Μετοχή. Η μικρότερη διαίρεση του μετοχικού κεφαλαίου μιας Α.Ε. Ο κάτοχός της ως συνιδιοκτήτης της εταιρείας, συμμετέχει στην Γ.Σ. της εταιρείας και καρπούται το μέρισμα που χορηγείται κατά έτος.

Όγκος συναλλαγών. Το πλήθος των μετοχών που διακινήθηκαν μέσα σε μια χρονική περίοδο.

Ονομαστική αξία μετοχής. Η αξία της μετοχής κατά τη σύσταση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

Ονομαστική μετοχή. Η μετοχή στην οποία αναγράφονται τα στοιχεία του κατόχου και για τις οποίες εκδίδονται αποθετήρια κατά την αγορά τους.

Παράλληλη αγορά. Την αποτελούν μετοχές εταιρειών με λιγότερο αυστηρές προδιαγραφές από εκείνες που απαιτούνται για την κύρια αγορά, δίχως να διαφέρει σε τίποτα από αυτήν, ούτε στον τρόπο αλλά ούτε στους όρους διαπραγμάτευσης των τίτλων της.

Πινακίδιο. Τριπλότυπο το οποίο είναι αποδεικτικό σύναψης μιας χρηματιστηριακής πράξης.

Προμήθεια. Η αμοιβή του χρηματιστή ή της χρηματιστηριακής εταιρείας ή της Ε.Π.Ε.Υ. για την αγορά ή πώληση τίτλων στο Χρηματιστήριο.

Προνομιούχος μετοχή. Μετοχή στην οποία αναγράφεται πάνω στον τίτλο τα συγκεκριμένα προνόμια που δίνει στον κάτοχό της.

Προσπέκτους (Prospectus). Ενημερωτικό Δελτίο που είναι υποχρεωμένες κατά τα Π.Δ. 348/1985, 350/1985 και 52/1992 να εκδώσουν και κυκλοφορήσουν για την κατατόπιση του επενδυτικού κοινού οι Α.Ε. που προτίθενται να εισαγάγουν μετοχές τους στο Χ.Α.Α. ή να αυξήσουν τα κεφάλαιά τους με έκδοση νέων μετοχών.

Ρευστοποίηση. Πώληση μετοχών.

Ρίσκο. Συνώνυμο του κινδύνου.

Σοφοκλέους. Κοινή έκφραση όταν αναφέρεται κανείς στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Συνδρομητής. Ονομάζονται τα άτομα τα οποία με ειδική άδεια παρακολουθούν τη συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου μέσα στην αίθουσα των συναλλαγών.

Συνεδρίαση. Λειτουργία του Χ.Α.Α. σε οριζόμενο ωράριο για την διαπραγμάτευση των τίτλων.

Τίτλος Α/Κ. Χρεόγραφο στο οποίο αναγράφονται τα μερίδια του Α/Κ που αντιστοιχούν στο ποσό που κατέβαλε ο επενδυτής.

Τιμή διάθεσης μεριδίου. Η τιμή την οποία πληρώνει ο αποταμιευτής για την αγορά μεριδίων. Η τιμή αυτή είναι προσαυξημένη κατά ποσοστό κυμαινόμενο μεταξύ 2% - 6% , της καθαρής τιμής του μεριδίου.

Τιμή κλεισίματος. Είναι η τιμή της μετοχής η οποία ισχύει από τη λήξη της συνεδρίασης μέχρι την έναρξη της επόμενης συνεδρίασης.

Τόκος. Η ετήσια σταθερή απόδοση του ομολόγου και της ομολογίας, που προκύπτει από το αναγραφόμενο επί του τίτλου επιτόκιο. Ο τόκος των ομολογιών ομολογιακών δανείων εισπράττεται με τα προσαρτημένα σε κάθε ομολογία τοκομερίδια. Ο τόκος των ομολόγων εισπράττεται κάθε έτος στις αναγραφόμενες ημερομηνίες, ανάλογα με τη διάρκειά τους.

Τοκομερίδια. Μικρά κομμάτια ενσωματωμένα με τις ομολογίες ή τα ομόλογα με τα οποία ο κάτοχός τους έχει δικαίωμα είσπραξης του αναγραφόμενου τόκου πάνω στο τοκομερίδιο, την ημερομηνία που αναγράφεται.

Υπεραξία. Η θετική διαφορά της τρέχουσας τιμής μιας επένδυσης σε σχέση με την αξία της απόκτησής της.

Υποτίμηση αξίας ή τίτλου. Πτώση της τιμής της κινητής αξίας που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, σε σχέση με την τιμή που είχε σε κάποιο προηγούμενο χρονικό σημείο (συνήθως η σύγκριση γίνεται με την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας).

Χαρτιά. Κοινή αναφορά των μετοχών.

Χαρτοφυλάκιο. Το σύνολο των χρεογράφων που διαθέτει ένας επενδυτής.

Χρεόγραφο. Όρος ταυτόσημος με τον όρο κινητή αξία.

Χρηματαγορά. Η αγορά στην οποία μπορεί να προσφύγει κανείς για να δανειστεί ή να τοποθετήσει βραχυπρόθεσμα τα κεφάλαιά του.

Χρηματιστηριακή αξία. Η αξία μιας εισηγμένης εταιρείας στο Χρηματιστήριο η οποία υπολογίζεται αν πολλαπλασιάσει κανείς τον αριθμό των μετοχών με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Χρηματιστηριακή εταιρεία. Μέλος του Χρηματιστηρίου η οποία μεσολαβεί στις χρηματιστηριακές συμβάσεις, όπως ακριβώς και ο χρηματιστής.

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Είναι ο χώρος όπου διαπραγματεύονται οι μετοχές, τα ομόλογα και οι ομολογίες στη χώρα μας.

Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων. Χρηματιστήριο όπου οι συναλλαγές αφορούν εμπορεύματα, όπως μέταλλα, πετρέλαιο, γεωργικά προϊόντα κ.λ.π. Βρίσκεται στον Πειραιά.

Χρηματιστηριακό ταμπλό. Ειδικός πίνακας στον οποίο αναγράφονται οι πράξεις και οι τιμές αγοράς ή πώλησης των μετοχών που διαπραγματεύονται κατά την συνεδρίαση.

Χρηματιστηριακός εκπρόσωπος. Επέχει θέση χρηματιστή σε μια χρηματιστηριακή εταιρεία για να διενεργεί τις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Χρηματιστηριακός κύκλος. Ο χώρος όπου συναντώνται οι αντικριστές και εκφωνούν τις εντολές των πελατών.

Χρηματιστής. Ο μεσολαβητής για την διεκπεραίωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Συντομογραφίες

Χ.Α.Α	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
ΑΧΕ	Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία
ΥΠΕΘΟ	Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας
ΧΑΕ	Χρηματιστηριακές Ανώνυμες Εταιρείες
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΝΠΔΔ	Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου
ΠΔ	Προεδρικό Διάταγμα
ΕΠΕΥ	Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΑΕΔΑΚ	Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων
ΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου
ΕΛΔΕ	Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών
ΝΕΧΑ	Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά
ΕΑΓΑΚ	Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαίων
ΦΕΚ	Φύλο Εφημερίδας Κυβερνήσεως
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
ΑΕ	Ανώνυμη Εταιρεία
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Έγχωριο /Εθνικό Προϊόν
ΗΒΗΠ	Ηλεκτρονικό Βιβλίο Προσφορών
ΥΑΑ	Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών

Παράρτημα 1^ο**Προϋποθέσεις Εισαγωγής προς Διαπραγμάτευση Μετοχών Κατασκευαστικών Εταιριών
στο Χ.Α.Α.****ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΟΥ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ
(Συνεδρίαση 14-5-99)**

Λαμβάνοντας υπ' όψιν το άρθρο 1 παράγραφος 7 του Ν. 2651/3-11-98 «Τροποποίηση και συμπλήρωση της χρηματιστηριακής και συναφούς νομοθεσίας»,

αποφασίζει:

Για την εισαγωγή μετοχών Κατασκευαστικών Εταιριών στην Κύρια ή Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, πέραν των όρων του Π.Δ. 350/85 όπως τροποποιήθηκε από το Ν. 2651/3-11-98, πρέπει να συντρέχουν οι ακόλουθες πρόσθετες προϋποθέσεις :

1. Αν ποσοστό μεγαλύτερο ή ίσο του 5% του συνολικού κύκλου εργασιών ή των αποτελεσμάτων της εκδότριας εταιρίας, όπως έχουν δημοσιευθεί κατά την τελευταία πριν από την εισαγωγή χρήση προέρχεται από τη συμμετοχή της σε κοινοπραξία, η κοινοπραξία αυτή πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες, κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής, έχουν δημοσιευθεί οι οικονομικές της καταστάσεις. Αν η έδρα της Κ/Ξ είναι στο εξωτερικό, οι τυχόν φορολογικές της υποχρεώσεις πρέπει να προκύπτουν από βεβαίωση που εκδίδεται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό οίκο.
2. Για όλες τις κοινοπραξίες στις οποίες συμμετείχε η εκδότρια εταιρία κατά τις τρεις τελευταίες πριν από την υποβολή της αίτησης εισαγωγής χρήσεις, πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί έλεγχος από Ορκωτό Ελεγκτή των οικονομικών τους καταστάσεων, συντασσομένου σχετικού πιστοποιητικού ελέγχου. Ο Ορκωτός Ελεγκτής της εκδότριας πρέπει να εκφέρει γνώμη για το επισφαλές ή μη των απαιτήσεων που διατηρεί η εκδότρια

έναντι των Κ/Ε στις οποίες συμμετέχει. Προκειμένου περί Κοινοπραξιών με έδρα το εξωτερικό τα ανωτέρω στοιχεία πρέπει να πιστοποιούνται με βεβαίωση που εκδίδεται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό οίκο.

3. Το ανεκτέλεστο υπόλοιπο των έργων της εκδότριας εταιρίας καθώς και αυτό που της αναλογεί από τη συμμετοχή της σε κοινοπραξίες κατά το χρόνο λήξης του τελευταίου προ της υποβολής του ενημερωτικού δελτίου τριμήνου (31/3, 30/6, 30/9 και 31/12) θα πιστοποιείται από τον Τακτικό Ορκωτό Ελεγκτή. Το ανεκτέλεστο υπόλοιπο πρέπει να παρουσιάζεται χωριστά για κάθε έργο και να περιλαμβάνει τόσο τις εργασίες που δεν έχουν εκτελεστεί όσο και αυτές που έχουν εκτελεστεί, αλλά δεν έχουν πιστοποιηθεί. Ο τρόπος παρουσίασης των ως άνω στοιχείων πρέπει να είναι σύμφωνος με το τμήμα II της παρούσας απόφασης.
4. Η εκδότρια πρέπει να υποβάλει έκθεση του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών για την πραγματική αξία των στοιχείων του παγίου ενεργητικού της εταιρίας.

Παράρτημα 2^ο

Υπόδειγμα πραγματικής συγχώνευσης που πραγματοποιήθηκε στις 24-5-2001, μεταξύ της εταιρείας **ΣΙΤΙΚΟΜ Α.Ε.Τ.** από την εταιρεία **NEXTNET Α.Ε.** (πρώην **ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ TELECOM Α.Ε.**).

Οικονομική Άποψη

Με τη συγχώνευση επιδιώκεται η επίτευξη μιας σειράς θετικών αποτελεσμάτων που θα ωφελήσουν τόσο την οικονομική θέση της απορροφώσας εταιρείας όσο και τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Οι βασικοί λόγοι που οδήγησαν στην απόφαση της συγκεκριμένης αυτής συγχώνευσης είναι οι εξής :

- Η επίτευξη με τη συγχώνευση στόχων όπως :
 - Αύξηση της παραγωγικότητας.
 - Μείωση των λειτουργικών εξόδων κυρίως με μείωση των εξόδων διοικητικής λειτουργίας.
 - Τη δημιουργία μιας μεγάλης οικονομικής μονάδας με καλύτερες δυνατότητες ανάπτυξης, δυνατότητα επίτευξης οικονομιών κλίμακας και αύξησης της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης στην αγορά, δεδομένου ότι η εξαγοράζουσα Α.Ε. είναι ήδη εισηγμένη στο Χ.Α.Α.
 - Αύξηση της συνδρομητικής βάσεως, άρα και αντίστοιχη αύξηση των παροχών από την **ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΕΕΤ** προς την ενοποιημένη πλέον εταιρεία.
- Η άσκηση από την εξαγοραζόμενη εταιρεία κοινών δραστηριοτήτων.

Συνοπτικά, η συγχώνευση ανάμεσα στις δύο αυτές εταιρείες, κρίνεται ιδιαίτερα συμφέρουσα και επωφελής, καθώς με την ενοποίηση θα προκύψει μια ισχυρή οικονομική μονάδα με

μεγάλα κεφάλαια. Επίσης, θα προέλθει σημαντική μείωση των δαπανών του λειτουργικού κόστους και ιδιαίτερα σημαντική βελτίωση της αποδοτικότητας της ενοποιημένης πια επιχείρησης, με ενισχυμένο τον κύκλο εργασιών της και τα κέρδη της.

Όλα τα πιο πάνω στοιχεία συναινούν ότι η συγχώνευση είναι προς το συμφέρον και των δύο εταιρειών καθώς κατά κύριο λόγο, έτσι αντιμετωπίζεται καλύτερα ο εγχώριος ανταγωνισμός στον κλάδο που δραστηριοποιούνται οι δύο εταιρείες. Οι προοπτικές της νέας εταιρείας μετά τη συγχώνευση παρουσιάζονται ιδιαίτερα ευοίωνες μέσα στα πλαίσια της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς, στην οποία μόνο ισχυρές και μεγάλες μονάδες προβλέπεται να επιζήσουν και να προοδεύσουν.

Νομική άποψη

- Με τη συγχώνευση λύεται η εξαγοραζόμενη εταιρεία χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάρισή της και μεταβιβάζει το σύνολο της περιουσίας της με λογιστική ενοποίηση του ενεργητικού και του παθητικού της με την απορροφούσα εταιρεία, έναντι απόδοσης στους μετόχους της, μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρείας μας και μάλιστα χωρίς να οφείλεται φόρος ή τέλος ή εισφορά υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων χάρη στις ευεργετικές διατάξεις του Ν. 2166/1993.
- Δεν γίνεται εκτίμηση της περιουσίας των συγχωνευόμενων εταιρειών από Επιτροπή του άρθρου 9 του Κ.Ν. 2190/20, όπως προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 71 του ίδιου νόμου, αλλά προσδιορισμός της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων (Ενεργητικού και Παθητικού) του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της 31/3/2000 της εξαγοραζόμενης εταιρείας από Ορκωτό Ελεγκτή - Λογιστή, κάνοντας χρήση του άρθρου 3 του Ν. 2166/1993.
- Από την επόμενη ημέρα του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, βάσει του οποίου προσδιορίσθηκε η καθαρή περιουσία της εξαγοραζόμενης εταιρείας ήταν από 1/4/2000 και μέχρι την ημέρα ολοκλήρωσης της συγχώνευσης των παραπάνω εταιρειών, οι πράξεις που θα γίνουν από την εξαγοραζόμενη εταιρεία θεωρούνται ότι γίνονται για λογαριασμό της εξαγοράζουσας εταιρείας μας. Με την περαίωση

της συγχώνευσης, οι πράξεις αυτές θα μεταφερθούν με συγκεντρωτική έγγραφη στα βιβλία της εξαγοράζουσας εταιρείας.

- Το μετοχικό κεφάλαιο της εξαγοράζουσας εταιρείας μας με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης θα αυξηθεί με έκδοση νέων μετοχών κατά το μετοχικό κεφάλαιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας, όπως εμφανίζεται στα λογιστικά της βιβλία, το οποίο αποτελεί σύμφωνα με τον Ν. 2166/1993 το εισφερόμενο κεφάλαιο και έτσι το μετοχικό κεφάλαιο θα αυξηθεί κατά 442.750.000 δρχ. με την έκδοση 4.427.500 νέων μετοχών ονομαστικής αξίας 100 δρχ. η κάθε μία.

Ο Πίνακας 2.1 που ακολουθεί, παρουσιάζει τη διάρθρωση των Ιδίων Κεφαλαίων πριν και μετά τη συγχώνευση των ως άνω εταιρειών :

Πίνακας 2.1

	Πριν τη Συγχώνευση (σε δρχ.)		Μετά τη Συγχώνευση (σε δρχ.)
	Εξαγοράζουσα Εταιρεία	Εξαγοραζόμενη Εταιρεία	
Αριθμός Μετοχών	6.322.500	4.427.500	10.750.000
Ονομαστική Αξία Μετοχής	100	100	100
Μετοχικό Κεφάλαιο	632.250.000	442.750.000	1.075.000.000
Αποθεματικό από Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο	3.492.750.000		3.492.750.000
Αποθεματικά Κεφάλαια και Διαφορές Αναπροσαρμογής- Επιχορηγήσεις Επενδύσεων	681.168.406	44.513.444	725.681.850
Αποτέλεσμα εις Νέων	61.910		61.910
Διαφορές Ενοποίησης			
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	4.806.230.316	487.263.444	5.293.493.760
Λογιστική Αξία Μετοχών	760,18	110,05	492,42

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας πριν και μετά την παρούσα αύξηση κεφαλαίου παρουσιάζεται στον Πίνακα 2.2 και διαμορφώνεται ως εξής :

Πίνακας 2.2

	Αριθμός Μετοχών (μετά τη μείωση της ονομαστικής αξίας)	Ονομαστική Αξία (σε δρχ.)	Σύνολο Μετοχικού Κεφαλαίου (σε δρχ.)
Πριν τη Συγχώνευση	6.322.500	100	6.322.500
Νέα Έκδοση	4.427.500	100	442.750.000
Μετά τη Συγχώνευση	10.750.000		1.075.000.000

Παράρτημα 3^ο

Παρακάτω παρατίθενται οι φόρμες εγγραφής όπου οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να συμπληρώσουν σε περίπτωση που επιθυμούν να χρησιμοποιήσουν τις συνδρομητικές υπηρεσίες του Χ.Α.Α.

ΦΟΡΜΑ ΕΓΓΡΑΦΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΝΔΡΟΜΗΤΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΩΝ ΚΟΙΝΟΥ

Στοιχεία Συνδρομητή

(*)Απαραίτητο Πεδίο

* E-mail	<input type="text"/>
* Όνομα	<input type="text"/>
* Επώνυμο	<input type="text"/>
Χώρα	<input type="text"/>
Πόλη	<input type="text"/>
Διεύθυνση	<input type="text"/>
Ταχ.Κώδικας	<input type="text"/>
Τηλέφωνο	<input type="text"/>
FAX	<input type="text"/>
Ηλικία	<input type="text"/>
Επάγγελμα	<input type="text"/>

**ΦΟΡΜΑ ΕΓΓΡΑΦΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΝΔΡΟΜΗΤΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ
ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥΣ ΣΥΝΤΑΚΤΕΣ****Στοιχεία Συνδρομητή****Όλα τα πεδία είναι απαραίτητα.**

Όνομα (1)	<input type="text"/>
Επώνυμο (1)	<input type="text"/>
Θέση Εργασίας	<input type="text"/>

Τα στοιχεία αφορούν την εταιρεία στην οποία εργάζεται ο ενδιαφερόμενος.

Όλα τα πεδία είναι απαραίτητα.

Email (2)	<input type="text"/>
Επωνυμία	<input type="text"/>
Πόλη	<input type="text"/>
Διεύθυνση	<input type="text"/>
Ταχ.Κώδικας	<input type="text"/>
Τηλέφωνο	<input type="text"/>
FAX	<input type="text"/>

(1) Ονοματεπώνυμο Υπεύθυνου για την επικοινωνία.

(2) Κεντρικό email εταιρείας.

Παράρτημα 4^ο

**ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΔΕΛΤΙΟ
ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ**

ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε.

ΠΡΟΣ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

«Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.»

**ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ 10.477.671 ΚΟΙΝΩΝ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑ ΨΗΦΟΥ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ**

«Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.»

Με τιμή εξαγοράς

σε μετρητά

5,30 Ευρώ ανά Κοινή Ονομαστική Μετά Ψήφου Μετοχή

ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ EFG

Telesis Finance Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Εξουσιοδοτημένο Πιστωτικό Ίδρυμα για την κατάθεση

Δηλώσεων Αποδοχής

ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.

■ ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2004

Το παρόν έντυπο δεν θα διατεθεί ή αποσταλεί στις Ηνωμένες Πολιτείες, τον Καναδά, την Ωκεανία ή την Ιαπωνία

ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Η παρούσα Δημόσια Πρόταση (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω) απευθύνεται στους μετόχους της Ελληνικής ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας -Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.» (στο εξής η «**Εταιρεία**»), της οποίας οι μετοχές έχουν εισαχθεί και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (στο εξής το «**Χ.Α.**»), σύμφωνα με τη διαδικασία που προβλέπεται στην υπό στοιχεία 2/258/5.12.2002 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη «Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών» (στο εξής η «**Απόφαση**») και απευθύνεται μόνο προς πρόσωπα τα οποία μπορούν να την αποδεχθούν νόμιμα. Συγκεκριμένα, και προς συμμόρφωση με τη σχετική χρηματιστηριακή νομοθεσία των παρακάτω κρατών, η παρούσα Δημόσια Πρόταση (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω) δεν απευθύνεται με κανέναν τρόπο ή τύπο (έγγραφο ή άλλο), άμεσα ή έμμεσα, εντός ή προς τις Ηνωμένες Πολιτείες, τον Καναδά, την Ωκεανία ή την Ιαπωνία ή οποιαδήποτε άλλη χώρα, στην οποία σύμφωνα με τους νόμους αυτής, η διενέργεια της παρούσας Δημόσιας Πρότασης (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω) ή η ταχυδρόμηση / διανομή του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου είναι παράνομη ή αποτελεί παραβίαση οποιασδήποτε εφαρμοστέας νομοθεσίας, κανόνα ή κανονισμού (στο εξής από κοινού οι «**Εξαιρούμενες Χώρες**» και ξεχωριστά η «**Εξαιρούμενη Χώρα**»). Για το λόγο αυτό, απαγορεύεται η αποστολή, διανομή, ταχυδρόμηση ή με οποιονδήποτε άλλο τρόπο προώθηση αντιγράφων του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου και κάθε σχετικού με την παρούσα Δημόσια Πρόταση (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω) εγγράφου ή άλλου υλικού από οποιοδήποτε πρόσωπο προς ή από τις Εξαιρούμενες Χώρες.

Πρόσωπα που είναι πολίτες, κάτοικοι ή που διαμένουν σε οποιαδήποτε χώρα εκτός Ελλάδος ή οι αντιπρόσωποι τους, θεματοφύλακες ή εμπιστευματοδόχοι τους θα πρέπει να αναγνώσουν την παράγραφο 2.20 του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου.

Καμία Δήλωση Αποδοχής της παρούσας Δημόσιας Πρότασης (όπως οι όροι αυτοί ερμηνεύονται κατωτέρω) δεν θα πρέπει να παραληφθεί από τις Εξαιρούμενες Χώρες και το Τίμημα (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω) δεν θα μπορεί να καταβληθεί σε λογαριασμό ή να αποσταλεί σε διεύθυνση εντός οποιασδήποτε Εξαιρούμενης Χώρας. Μέτοχος (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω) δύναται να θεωρηθεί ότι δεν έχει αποδεχθεί έγκυρα την παρούσα Δημόσια Πρόταση (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω), στο βαθμό που δεν έχει συμπληρώσει πλήρως τη Δήλωση Αποδοχής (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω) σύμφωνα με τους όρους και τις προϋποθέσεις της.

Η εταιρεία με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε.» (στο εξής ο «Προτείνων») ή οι αντιπρόσωποι ή οι εντολοδόχοι του (οι οποίοι ενεργούν στο όνομα και για λογαριασμό του Προτείνοντος) δύναται να αγοράσουν μετοχές της Εταιρείας χρηματιστηριακά ή εξωχρηματιστηριακά κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω). Αυτές οι αγορές θα ανακοινώνονται σύμφωνα με την παρ. 2 του άρθρου 17 της Απόφασης, την απόφαση 5/204/14.11.2000 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και το Π.Δ. 51/1992.

Το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο περιλαμβάνει μελλοντικές εκτιμήσεις σχετικά με τα σχέδια και στόχους του Προτείνοντα ως προς τη Δημόσια Πρόταση. Οι μελλοντικές αυτές εκτιμήσεις εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες τους οποίους δεν δύναται να προβλέψουν ούτε ο Προτείνων αλλά ούτε και ο Σύμβουλος. Σημαντικοί παράγοντες λόγω των οποίων τα πραγματικά αποτελέσματα και εξελίξεις θα μπορούσαν να διαφέρουν ουσιωδώς από τα αποτελέσματα και τις εξελίξεις που αναφέρονται ρητά ή υπονοούνται από αυτές τις μελλοντικές εκτιμήσεις, αποτελούν ενδεικτικά και όχι περιοριστικά: οι οικονομικές συνθήκες, εμπορικοί, λειτουργικοί οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί παράγοντες.

Η Δημόσια Πρόταση υπόκειται στην αίρεση της λήψης έγκρισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού για τη σκοπούμενη συγκέντρωση. Η σχετική αίτηση προς την Επιτροπή Ανταγωνισμού υποβλήθηκε στις 4 Αυγούστου 2004 (αρ. πρωτ.4062/4.8.04). Σύμφωνα με όσα

προβλέπονται στο άρθρο 4δ του ν. 703/1977, όπως ισχύει, εφόσον διαπιστωθεί μέσα σε ένα (1) μήνα από την ημερομηνία γνωστοποίησης ότι η γνωστοποιηθείσα συγκέντρωση εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του άρθρου 4β παρ. 1 του ως άνω νόμου και η υπόθεση εισαχθεί στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, η τελευταία οφείλει μέσα σε προθεσμία δύο (2) μηνών από την εισαγωγή της υπόθεσης σε αυτή να αποφανθεί αναφορικά με τη σκοπούμενη συγκέντρωση. **Τυχόν μη έγκριση από την Επιτροπή Ανταγωνισμού εντός της Περιόδου Αποδοχής θα οδηγήσει σε ματαίωση της Δημόσιας Πρότασης.** Ο Προτείνων και οι νομικοί του σύμβουλοι εκτιμούν, ότι δεν συντρέχουν λόγοι απαγόρευσης της συγκέντρωσης δεδομένου ότι η μόνη αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται και οι δύο οργανισμοί (ο Προτείνων και η Εταιρεία) είναι αυτή της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας στον οποίο όμως κάθε ένας κατέχει πολύ μικρό ποσοστό της αγοράς, που δεν αναμένεται να αλλάξει ουσιωδώς μετά τη συγκέντρωση. Σε κάθε περίπτωση, η μεταβίβαση των μετοχών δεν θα γίνει πριν από την λήψη σχετικής έγκρισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

Οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν Πληροφοριακό Δελτίο αναφορικά με την Εταιρεία έχουν ληφθεί από το δημοσιευμένο ετήσιο δελτίο χρήσης 2003, τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τη χρήση 2003 σε επίπεδο μητρικής εταιρείας και σε επίπεδο ενοποιημένο, καθώς και τις λογιστικές καταστάσεις περιόδου 1/1/ - 31/3/2004 της Εταιρείας, επίσης σε επίπεδο μητρικής εταιρείας και σε επίπεδο ενοποιημένο. Ούτε ο Προτείνων ούτε ο Σύμβουλος ήλεγξαν ανεξάρτητα αυτές τις πληροφορίες. Εάν έχετε οποιαδήποτε αμφιβολία ως προς τις ενέργειες στις οποίες θα πρέπει να προβείτε, σας συνιστάται να επιδιώξετε να λάβετε άμεσα χρηματοοικονομικές συμβουλές από τον χρηματοοικονομικό σας σύμβουλο.

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΥΠΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΝΤΑΞΗΣ ΤΟΥ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

Σύμφωνα με το άρθρο 9 παράγραφος 1(δ) της Απόφασης, οι κκ. Αναστάσιος Καλλιτσάντης και Γεώργιος Κουτσοποδιώτης, υπό την ιδιότητα του Προέδρου Δ.Σ. και Διευθύνοντος Συμβούλου και του Συμβούλου αντίστοιχα, του Προτείνοντος, και ως υπεύθυνοι σύνταξης του Πληροφοριακού Δελτίου βεβαιώνουν ότι το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο είναι πλήρες και ακριβές, χωρίς παραλείψεις που θα μπορούσαν να αλλοιώσουν το περιεχόμενο του και την ουσία της Δημόσιας Πρότασης.

Αναστάσιος Καλλιτσάντης

Γεώργιος Κουτσοποδιώτης

Πρόεδρος Δ.Σ. και Διευθύνων Σύμβουλος

Σύμβουλος

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ

Σύμφωνα με το άρθρο 10 της Απόφασης, η EFG Telesis Finance Α.Ε.Π.Ε.Υ., η οποία είναι εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που έχει συσταθεί στην Αθήνα, εδρεύει στην Αθήνα, Όθωνος 6, Τ.Κ. 105 57, συνυπογράφει το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο και βεβαιώνει, έχοντας καταβάλει την απαιτούμενη επιμέλεια, ότι το περιεχόμενο του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου είναι ακριβές.

Για την EFG Telesis Finance Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Υπογραφή :

Όνομα: Κωνσταντίνος Βουσβούνης

Διευθύνων Σύμβουλος

Υπογραφή :

Όνομα: Απόστολος Κοζάκος

Διευθυντής

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.	ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΟΥ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ.....	7
1.1	Δημόσια Πρόταση.....	7
1.2	Ο Προτείνων.....	8
1.3	Επιχειρηματική στρατηγική του Προτείνοντα αναφορικά με την Εταιρεία.....	9
1.4	Οι Μετοχές που αποτελούν το αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης	9
1.5	Προσφερόμενο Τίμημα.....	9
1.6	Διαδικασία της Δημόσιας Πρότασης	9
1.7	Δεσμευτικότητα της Δημόσιας Πρότασης.....	10
1.8	Ο Σύμβουλος του Προτείνοντος	10
2.	ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ «Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας-Χ. ΡΟΚΑΣ α.β.ε.ε.».....	11
2.1	Εισαγωγή.....	11
2.2	Η Υπό Εξαγορά Εταιρεία	12
2.3	Ο Προτείνων και οι Συνδεδεμένες με αυτόν Επιχειρήσεις.....	15
2.4	Ο Σύμβουλος του Προτείνοντος	20
2.5	Εξουσιοδοτημένο Πιστωτικό Ίδρυμα για την κατάθεση των Δηλώσεων Αποδοχής.....	20
2.6	Υπεύθυνοι σύνταξης του Πληροφοριακού Δελτίου.....	20
2.7	Βεβαίωση χορηγούμενη από την ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E. και την Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ A.E.....	20
2.8	Οι Μετοχές που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης	21
2.9	Μετοχές της Εταιρείας τις οποίες κατέχει ήδη ο Προτείνων.....	21
2.10	Ανώτατος αριθμός Μετοχών που δεσμεύεται να αποκτήσει ο Προτείνων	22
2.11	Ελάχιστος αριθμός Μετοχών που πρέπει να αποκτηθούν προκειμένου να ισχύσει η Δημόσια Πρόταση	22
2.12	Το Προσφερόμενο Τίμημα	22
2.13	Αιρέσεις.....	23
2.14	Περίοδος Αποδοχής.....	23
2.15	Δηλώσεις Αποδοχής - Διαδικασία Παραλαβής των Δηλώσεων Αποδοχής - Μη Ανακλητό των Δηλώσεων Αποδοχής.....	23

2.16	Δημοσίευση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης.....	24
2.17	Διαδικασία Καταβολής του Προσφερόμενου Τιμήματος - Διαδικασία Μεταβίβασης των Προσφερόμενων Μετοχών. Μεταφορά των Μετοχών που δεν μεταβιβάζονται	24
2.18	Επιχειρηματικά σχέδια του Προτείνοντος σχετικά με την Εταιρεία.....	25
2.19	Πληροφορίες σχετικά με πρόσφατες συναλλαγές επί Μετοχών.....	28
2.20	Μέτοχοι εκτός Ελλάδας	28
2.21	Εφαρμοστέο δίκαιο και δικαιοδοσία	28
3.	ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ	30

1. ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΟΥ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

Η παρούσα περίληψη αποτυπώνει τμήματα του Πληροφοριακού Δελτίου και πρέπει να διαβάζεται σε συνάρτηση με το πλήρες κείμενο του Πληροφοριακού Δελτίου.

1.1 Δημόσια Πρόταση

Η εταιρεία με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε.» (στο εξής ο «Προτείνων») απευθύνει την παρούσα προαιρετική δημόσια πρόταση (στο εξής η «Δημόσια Πρόταση») προς όλους τους κατόχους κοινών ονομαστικών μετοχών (στο εξής οι «Μέτοχοι» και οι «Μετοχές», αντίστοιχα) της ελληνικής ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.» (ΑΡΜΑΕ 2971/06/Β/86/08) (στο εξής η «Εταιρεία»), της οποίας οι Μετοχές είναι εισηγμένες και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.. Η Δημόσια Πρόταση διενεργείται σύμφωνα με την υπό στοιχεία 2/258/5.12.2002 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη «Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών» (στο εξής η «Απόφαση»).

Ο Προτείνων ενημέρωσε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας την 23 Ιουλίου 2004 σχετικά με την απόφαση του να απευθύνει την παρούσα προαιρετική Δημόσια Πρόταση στους Μετόχους για την αγορά των μετοχών.

Ο Προτείνων δεν κατέχει άμεσα ή έμμεσα Μετοχές ή δικαιώματα ψήφου στην Εταιρεία, αλλά έχει προχωρήσει σε συμφωνία με τους ακόλουθους μετόχους της Εταιρείας που παρατίθενται στον πίνακα κατωτέρω (οι πωλητές μέτοχοι), η οποία υπεγράφη την 23 Ιουλίου 2004, δηλαδή την ίδια ημέρα που ξεκίνησε η διαδικασία της Δημόσιας Πρότασης, σύμφωνα με το άρθρο 7, παράγραφος 1 της Απόφασης. Η συμφωνία αυτή προβλέπει ότι οι πωλητές μέτοχοι αναλαμβάνουν την υποχρέωση, έχοντας μάλιστα παράσχει ανέκκλητο πληρεξούσιο προς τούτο στο Σύμβουλο του Προτείνοντα, να προσφέρουν τις κάτωθι κοινές με

δικαιώματα ψήφου Μετοχές που κατέχουν στην Εταιρεία στον Προτείνοντα κατά τη Δημόσια Πρόταση :

Μελέτιος Ρόκας του Γεωργίου	1,926,368	9,38%
Γεώργιος Ρόκας του Μελετίου	1,192,898	5,81%
Γεώργιος Σπύρου του Συμεών	433,088	2,11%
Μαρία Σπύρου του Γεωργίου	130,000	0,63%
Σύνολο	3,682,354	17,92%

Περαιτέρω, συμφωνήθηκε ότι η ως άνω συμφωνία ισχύει μόνο εφόσον ο Προτείνων συγκεντρώσει τουλάχιστον 10.272.227 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 50% πλέον μία Μετοχή του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των ως άνω Μετοχών, που θα αποκτηθούν από τους πωλητές μετόχους.

Συγκεκριμένα, η Δημόσια Πρόταση θα ισχύσει εφόσον ο Προτείνων συγκεντρώσει 6.589.873 Μετοχές (που αντιστοιχούν στο 32,08% επί του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου μετοχών της Εταιρείας) επιπλέον των 3.682.354 κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών (που αντιστοιχούν στο 17,92% επί του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας) για τις οποίες έχει υπογραφεί η ως άνω συμφωνία.

Δοθέντος ότι η Δημόσια Πρόταση τελεί υπό την αίρεση της έγκρισης της Επιτροπής Ανταγωνισμού, σε περίπτωση που τέτοια έγκριση δεν δοθεί στον Προτείνοντα, αυτός μπορεί αζημίως να υπαναχωρήσει από τη συμφωνία.

Για τη διασφάλιση της υλοποίησης των ανωτέρω όπως συμβατικά προβλέπονται, οι συμβαλλόμενοι έδωσαν εγγυήσεις εκατέρωθεν.

Η Δημόσια Πρόταση αφορά σε 10.477.671 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου μετοχών της Εταιρείας.

Η Δημόσια Πρόταση τελεί υπό την προϋπόθεση της λήψης από τον Προτείνοντα δηλώσεων αποδοχής για Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω), οι οποίες κατά τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω), θα ανέρχονται τουλάχιστον σε 10.272.227 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 50% πλέον μία Μετοχή του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου μετοχών της Εταιρείας. Οι Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης αντιστοιχούν σε ποσοστό 43,207%, στην περίπτωση απόκτησης του ελαχίστου αριθμού Μετοχών και σε ποσοστό 44,071% στην περίπτωση απόκτησης του ανώτατου αριθμού Μετοχών του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας.

Σε περίπτωση μη εκπλήρωσης αυτής της προϋπόθεσης, ο Προτείνων δεν θα υποχρεούται να αποκτήσει Μετοχές στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης.

Η Δημόσια Πρόταση υπόκειται στην αίρεση της λήψης έγκρισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού για τη σκοπούμενη συγκέντρωση. Η σχετική αίτηση προς την Επιτροπή Ανταγωνισμού υποβλήθηκε στις 4 Αυγούστου 2004 (αρ. πρωτ.4062/4.8.04). Σύμφωνα με όσα προβλέπονται στο άρθρο 4δ του ν. 703/1977, όπως ισχύει, εφόσον διαπιστωθεί μέσα σε ένα (1) μήνα από την ημερομηνία γνωστοποίησης ότι η γνωστοποιηθείσα συγκέντρωση εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του άρθρου 4β παρ. 1 του ως άνω νόμου και η υπόθεση εισαχθεί στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, η τελευταία οφείλει μέσα σε προθεσμία δύο (2) μηνών από την εισαγωγή της υπόθεσης σε αυτή να αποφανθεί αναφορικά με τη σκοπούμενη συγκέντρωση. **Τυχόν μη έγκριση από την Επιτροπή Ανταγωνισμού εντός της Περιόδου Αποδοχής θα οδηγήσει σε ματαίωση της Δημόσιας Πρότασης.** Ο Προτείνων και οι νομικοί του σύμβουλοι εκτιμούν, ότι δεν συντρέχουν λόγοι απαγόρευσης της συγκέντρωσης δεδομένου ότι η μόνη αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται και οι δύο οργανισμοί (ο Προτείνων και η Εταιρεία) είναι αυτή της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας στην οποία όμως κάθε ένας κατέχει πολύ μικρό ποσοστό της αγοράς, που δεν αναμένεται να αλλάξει ουσιωδώς μετά

τη συγκέντρωση. Σε κάθε περίπτωση, η μεταβίβαση των μετοχών δεν θα γίνει πριν από την λήψη σχετικής έγκρισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

1.2 Ο Προτείνων

Ο Προτείνων έχει τη νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας, η οποία ιδρύθηκε το 2001, λειτουργεί σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο, εδρεύει στην Αθήνα (οδός Λουίζης Ριανκούρ αρ. 78^Α) και έχει καταχωρηθεί στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών της Νομαρχίας Αθηνών με αριθμό μητρώου 49598/01/Β/01/121(02). Το μετοχικό κεφάλαιο του Προτείνοντος ανέρχεται σε 200.000 Ευρώ.

Μοναδικός μέτοχος του Προτείνοντος με ποσοστό συμμετοχής 100% είναι η εταιρεία με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.», η οποία αποτελεί μέλος του ομίλου εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ.

Στους καταστατικούς σκοπούς του Προτείνοντος περιλαμβάνεται η σύμφωνα με την εκάστοτε ισχύουσα νομοθεσία παραγωγή και πώληση ηλεκτρικής ενέργειας, παροχή υπηρεσιών τεχνικού συμβούλου, καθώς και κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα που σχετίζεται με την παραγωγή, μεταφορά, διανομή, εμπορία, κλπ., ενέργειας σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία και γενικότερα την χρήση και διαχείριση Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας.

1.3 Επιχειρηματική στρατηγική του Προτείνοντα αναφορικά με την Εταιρεία

Η Δημόσια Πρόταση για την απόκτηση 10.477.671 κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας (που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών), εμπίπτει στη στρατηγική του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. Αναφορικά με την ενέργεια ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ήδη από το 1999 δραστηριοποιείται στον τομέα παραγωγής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές και συγκεκριμένα στα αιολικά πάρκα. Ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ έχει ήδη εξασφαλίσει άδειες παραγωγής ή θετικές γνωμοδοτήσεις για 20 αιολικά πάρκα, συνολικής ισχύος 298 MW, ενώ διεκδικεί

επιπλέον άδειες για την κατασκευή/επέκταση 21 αιολικών πάρκων συνολικής ισχύος 219 MW. Τα πρώτα αιολικά πάρκα έχουν τεθεί σε λειτουργία στη Νήσο Λέσβο από το Φεβρουάριο του 2003.

Ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ μέσω του Προτείνοντος, εφόσον υπάρξει θετική κατάληξη της Δημόσιας Πρότασης, τοποθετείται πλέον δυναμικά στην αγορά παραγωγής ενέργειας μέσω ανανεώσιμων πηγών, ιδιαίτερα δε στην παραγωγή αιολικής ενέργειας. Παράλληλα, ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ μετά την επιτυχή λήξη της Δημόσιας Πρότασης θα δραστηριοποιείται πλέον και στις μεταλλικές κατασκευές, έναν τομέα στον οποίο μέχρι σήμερα δεν έχει δραστηριότητα.

1.4 Οι Μετοχές που αποτελούν το αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης

Με την παρούσα Δημόσια Πρόταση, ο Προτείνων προσφέρεται να αποκτήσει 10.477.671 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας (στο εξής από κοινού οι «Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης».)

Ο Προτείνων προτίθεται να αποκτήσει Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης μαζί με όλα τα υφιστάμενα και μελλοντικά δικαιώματα που απορρέουν από αυτές, μόνον εφ' όσον οι Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης είναι ελεύθερες και απαλλαγμένες από οποιοδήποτε εμπράγματο ή ενοχικό βάρος ή δικαίωμα, περιορισμό, διεκδίκηση, επικαρπία, επιβάρυνση ή από οποιοδήποτε άλλο δικαίωμα τρίτων.

1.5 Προσφερόμενο Τίμημα

Σύμφωνα με τη Δημόσια Πρόταση, ο Προτείνων προσφέρεται να καταβάλει για κάθε Μετοχή σε σχέση με την οποία η Δημόσια Πρόταση γίνεται εγκύρως αποδεκτή το ποσό των 5,30 Ευρώ ανά Μετοχή σε μετρητά (στο εξής το «Προσφερόμενο Τίμημα»).

Το Προσφερόμενο Τίμημα είναι ανώτερο κατά ποσοστό 6,86%, ήτοι 0,34 Ευρώ ανά Μετοχή από την τιμή κλεισίματος των 4,96 Ευρώ ανά Μετοχή, την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, ανώτερο κατά ποσοστό 9,89%, ήτοι 0,48 Ευρώ ανά Μετοχή από την μέση χρηματιστηριακή τιμή των Μετοχών σταθμισμένη με το όγκο συναλλαγών («ΜΣΧΤ»), του τελευταίου μήνα (από 23/06/04 έως 22/07/04) που τελειώνει την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, δηλαδή από την τιμή των 4,82 Ευρώ ανά Μετοχή, κατώτερο κατά ποσοστό 0,60%, ήτοι 0,03 Ευρώ ανά Μετοχή από την ΜΣΧΤ των τελευταίων έξι μηνών (από 23/12/03 έως 22/07/04) που τελειώνουν την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης δηλαδή από την τιμή των 5,33 Ευρώ ανά Μετοχή, και ανώτερο κατά ποσοστό 1,48%, ήτοι 0,08 Ευρώ ανά Μετοχή από την ΜΣΧΤ του τελευταίου χρόνου (από 23/07/03 έως 22/07/04) που τελειώνει την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης δηλαδή από την τιμή των 5,22 Ευρώ ανά Μετοχή.

Επιπλέον, ο Προτείνων θα καταβάλει τα ανερχόμενα σε ποσοστό 0,06% δικαιώματα εκκαθάρισης για λογαριασμό των Αποδεχόμενων Μετόχων (όπως ο όρος αυτός ερμηνεύεται κατωτέρω), οι οποίοι συνεπώς θα λάβουν το σύνολο του Προσφερόμενου Τιμήματος των 5,30 Ευρώ ανά Μετοχή της Δημόσιας Πρότασης. Για περισσότερες πληροφορίες ως προς αυτό το θέμα παραπέμπουμε στην παράγραφο 2.12 του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου.

1.6 Διαδικασία της Δημόσιας Πρότασης

Ο Προτείνων ξεκίνησε τη διαδικασία της Δημόσιας Πρότασης ενημερώνοντας εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας την 23 Ιουλίου 2004 και ανακοινώνοντας τη Δημόσια Πρόταση με δημοσίευση στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α. και στον Τύπο την 24 Ιουλίου, σύμφωνα με το άρθρο 7, παράγραφο 1 της Απόφασης. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε την 31 Αυγούστου 2004 το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο σύμφωνα με τα άρθρο 9 παράγραφος 4 της Απόφασης.

Η περίοδος για την αποδοχή της Δημόσιας Πρότασης θα διαρκέσει από την 8 Σεπτεμβρίου 2004 έως και την 8 Οκτωβρίου 2004 (στο εξής η «Περίοδος Αποδοχής»). Ο Προτείνων έχει

ορίσει και εξουσιοδοτήσει την ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (στο εξής η «**Διαχειρίστρια**») για την παραλαβή των δηλώσεων αποδοχής, όπως προβλέπεται στο άρθρο 12 της Απόφασης (στο εξής κάθε μία ξεχωριστά η «**Δήλωση Αποδοχής**»). Οι Μέτοχοι που επιθυμούν να αποδεχθούν τη Δημόσια Πρόταση πρέπει να ακολουθήσουν τη διαδικασία, η οποία περιγράφεται λεπτομερώς στην παράγραφο 2.15 του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου.

Τα αποτελέσματα της Δημόσιας Πρότασης θα δημοσιευθούν εντός δύο εργάσιμων ημερών από την λήξη της Περιόδου Αποδοχής σύμφωνα με το άρθρο 19 της Απόφασης.

Η μεταβίβαση των προσφερθεισών Μετοχών της Δημόσιας Πρότασης από τους Μετόχους που θα έχουν αποδεχθεί τη Δημόσια Πρόταση (στο εξής οι «**Αποδεχόμενοι Μέτοχοι**») θα πραγματοποιηθεί εξωχρηματιστηριακά σύμφωνα με το άρθρο 15 του Ν. 3632/1928 και θα καταχωρηθεί στο Αρχείο του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (στο εξής το «**Κ.Α.Α.**») την τρίτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημερομηνία κατάθεσης των απαραίτητων εγγράφων στο Κ.Α.Α. από τη Διαχειρίστρια.

Το αργότερο την έκτη εργάσιμη ημέρα μετά τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής, η Διαχειρίστρια θα καταβάλει το Προσφερόμενο Τίμημα στους Αποδεχόμενους Μετόχους, οι οποίοι έγκυρα αποδέχτηκαν τη Δημόσια Πρόταση με έναν από τους ακόλουθους τρόπους: (1) με κατάθεση σε τραπεζικό λογαριασμό τους στην Διαχειρίστρια, ή (2) τοις μετρητοίς στο υποκατάστημα της Διαχειρίστριας στην Ελλάδα, στο οποίο ο Αποδεχόμενος Μέτοχος έχει καταθέσει τη Δήλωση Αποδοχής προσκομίζοντας την ταυτότητα ή το διαβατήριό του/της.

1.7 Δεσμευτικότητα της Δημόσιας Πρότασης

Υπό τους όρους και τις προϋποθέσεις του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου και υπό την επιφύλαξη των διατάξεων της Απόφασης, η Δημόσια Πρόταση είναι δεσμευτική για τον Προτεινόντα και κάθε Δήλωση Αποδοχής είναι δεσμευτική για τον Αποδεχόμενο Μέτοχο που την υπέβαλε, με εξαίρεση την περίπτωση υποβολής «Ανταγωνιστικής Πρότασης»,

δηλαδή δημόσιας πρότασης, την οποία θα έχει εγκρίνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με το άρθρο 21 της Απόφασης, οπότε εφαρμόζονται οι διατάξεις της παρακάτω παραγράφου 2.15 του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου.

1.8 Ο Σύμβουλος του Προτείνοντος

Η EFG Telesis Finance A.E.Π.Ε.Υ. (στο εξής ο «Σύμβουλος») ενεργεί ως σύμβουλος του Προτείνοντος για τη Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με το άρθρο 10 της Απόφασης.

2. ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ «ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΡΚΑΔΙΑΣ - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.»

2.1 Εισαγωγή

Ο Προτείνων ενημέρωσε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας την 23 Ιουλίου 2004 σχετικά με την απόφαση του να απευθύνει την παρούσα προαιρετική Δημόσια Πρόταση στους Μετόχους για την αγορά των Μετοχών. Ο Προτείνων δεν κατέχει άμεσα ή έμμεσα μετοχές ή δικαιώματα ψήφου στην Εταιρεία, αλλά έχει προχωρήσει σε συμφωνία με τους ακόλουθους μετόχους της Εταιρείας που παρατίθενται στον πίνακα κατωτέρω, η οποία υπεγράφη την 23 Ιουλίου 2004, δηλαδή την ίδια ημέρα που ξεκίνησε η διαδικασία της Δημόσιας Πρότασης, σύμφωνα με το άρθρο 7, παράγραφο 1 της Απόφασης. Η συμφωνία αυτή προβλέπει ότι οι πωλητές μέτοχοι αναλαμβάνουν την υποχρέωση, έχοντας μάλιστα παράσχει ανέκκλητο πληρεξούσιο προς τούτο στο Σύμβουλο του Προτείνοντα, να προσφέρουν τις κάτωθι κοινές με δικαιώματα ψήφου Μετοχές που κατέχουν στην Εταιρεία, στον Προτείνοντα, κατά τη Δημόσια Πρόταση :

Μελέτιος Ρόκας του Γεωργίου	1,926,368	9,38%
Γεώργιος Ρόκας του Μελετίου	1,192,898	5,81%
Γεώργιος Σπύρου του Συμεών	433,088	2,11%
Μαρία Σπύρου του Γεωργίου	130,000	0,63%
Σύνολο	3,682,354	17,92%

Περαιτέρω, συμφωνήθηκε ότι η ως άνω συμφωνία ισχύει μόνο εφόσον ο Προτείνων συγκεντρώσει τουλάχιστον 10.272.227 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 50% πλέον μία Μετοχή του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των ως άνω Μετοχών.

Συγκεκριμένα, η Δημόσια Πρόταση θα ισχύσει εφόσον ο Προτείνων συγκεντρώσει 6.589.873 Μετοχές (που αντιστοιχούν στο 32,08% επί του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου μετοχών της Εταιρείας) επιπλέον των 3.682.354 κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών (που αντιστοιχούν στο 17,92% επί του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας) για τις οποίες έχει υπογραφεί η ως άνω συμφωνία.

Δοθέντος ότι η Δημόσια Πρόταση τελεί υπό την αίρεση της έγκρισης της Επιτροπής Ανταγωνισμού, σε περίπτωση που τέτοια έγκριση δεν δοθεί στον Προτείνοντα εντός της Περιόδου Αποδοχής, αυτός μπορεί αζημίως να υπαναχωρήσει από τη συμφωνία.

Για τη διασφάλιση της υλοποίησης των ανωτέρω όπως συμβατικά προβλέπονται, οι συμβαλλόμενοι έδωσαν εγγυήσεις εκατέρωθεν.

Η Δημόσια Πρόταση ανακοινώθηκε με δημοσίευση στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α. και στον ημερήσιο τύπο την 24 Ιουλίου 2004. Η Δημόσια Πρόταση διενεργείται σύμφωνα με τις διατάξεις της Απόφασης και τους όρους που περιλαμβάνονται στο παρόν Πληροφοριακό Δελτίο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε την 31 Αυγούστου 2004 το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο σύμφωνα με το άρθρο 9 παράγραφος 4 της Απόφασης.

Με την παρούσα Δημόσια Πρόταση, ο Προτείνων αποσκοπεί να αποκτήσει 10.477.671 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας.

Ο Προτείνων ή οι αντιπρόσωποι ή οι εντολοδόχοι του (οι οποίοι ενεργούν στο όνομα και για λογαριασμό του Προτείνοντος) δύνανται να αγοράσουν Μετοχές χρηματιστηριακά ή εξωχρηματιστηριακά κατά τη διάρκεια της Περιόδου Αποδοχής σε τιμή που δεν θα υπερβαίνει το Προσφερόμενο Τίμημα. Αυτές οι αγορές θα ανακοινώνονται σύμφωνα με την παρ. 2 του άρθρου 17 της Απόφασης, την απόφαση 5/204/14.11.2000 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και το Π.Δ. 51/1992.

2.2 Η Υπό Εξαγορά Εταιρεία

Η Δημόσια Πρόταση αφορά την απόκτηση κοινών ονομαστικών Μετοχών της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.», η οποία ιδρύθηκε το 1958 σύμφωνα με το Ελληνικό δίκαιο, έχει την έδρα της το Δήμο Αθηναίων, οδός Πατησίων αριθμός 46, και έχει καταχωρηθεί στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του Υπουργείου Ανάπτυξης με αριθμό μητρώου 2791/06/Β/86/08. Σύμφωνα με το δημοσιευμένο ετήσιο δελτίο χρήσης 2003 της Εταιρείας, ο αριθμός των εργαζομένων στην Εταιρεία και στις θυγατρικές της ανήλθε συνολικά σε 235.

Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 1958 από τον κ. Χρήστο Ρόκα με τη μορφή προσωπικής εταιρείας. Το 1965 η Εταιρεία μετετράπη σε εταιρεία περιορισμένης ευθύνης με την επωνυμία «ΧΡΗΣΤΟΣ ΡΟΚΑΣ ΚΑΙ ΣΙΑ Ε.Π.Ε.». Τον Ιανουάριο του 1977 μετετράπη σε ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «ΧΡΗΣΤΟΣ ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.», ενώ τον Μάιο του 1985 μετονομάστηκε σε «Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.». Οι Μετοχές της Εταιρείας εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α. το 1990, ενώ το 1993 ξεκίνησε η διαπραγμάτευση των Μετοχών της στην Κύρια Αγορά.

Το υφιστάμενο καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε 11.887.162 Ευρώ και διαιρείται σε 23.774.324 ονομαστικές Μετοχές, ονομαστικής αξίας 0,50 Ευρώ η κάθε μία, εκ των οποίων 20.544.452 είναι κοινές μετοχές με δικαίωμα ψήφου και 3.229.872 είναι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου. Οι κυριότεροι μέτοχοι της Εταιρείας και τα αντίστοιχα ποσοστά μετοχών που κατείχαν στις 29.3.2004, σύμφωνα με το Ετήσιο Δελτίο χρήσης 2003 έχουν ως ακολούθως :

Μέτοχοι	Αριθμός Μετοχών	%
ΧΡΗΣΤΟΣ Γ. ΡΟΚΑΣ	3.946.142	19,21%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ Χ. ΡΟΚΑΣ	2.612.151	12,71%
ΜΕΛΕΤΙΟΣ Γ. ΡΟΚΑΣ	1.926.368	9,38%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ Μ. ΡΟΚΑΣ	1.192.898	5,81%
ΒΑΣΙΛΙΚΗ Ι. ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΠΟΥΛΟΥ	646.264	3,15%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ Σ. ΣΠΥΡΟΥ	433.088	2,11%
ΙΩΑΝΝΗΣ Γ. ΔΕΛΗΓΙΑΝΝΗΣ	300.000	1,46%
ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ Κ. ΔΕΛΗΓΙΑΝΝΗ	300.000	1,46%
ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΑ Γ. ΔΕΛΗΓΙΑΝΝΗ	300.000	1,46%
ΜΑΡΙΑ Γ ΣΠΥΡΟΥ	140.000	0,68%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ Ι ΔΕΛΗΓΙΑΝΝΗΣ	119.477	0,58%
ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ Γ ΤΣΑΝΤΙΛΑΣ	70.000	0,34%
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ Α/Κ		
ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	865.000	4,21%
ΛΟΙΠΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	7.693.064	37,45%
ΣΥΝΟΛΟ	20.544.452	100,00%
ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ ΑΝΕΥ	ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	
Μέτοχοι	Αριθμός Μετοχών	%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ Χ. ΡΟΚΑΣ	731.843	22,66%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ Μ. ΡΟΚΑΣ	359.411	11,13%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΔΕΛΗΓΙΑΝΝΗΣ	123.382	3,82%
ΧΡΗΣΤΟΣ Γ. ΡΟΚΑΣ	107.782	3,34%
ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΛΙΤΣΑΣ	96.560	2,99%
ΑΝΝΑ Γ. ΣΠΥΡΟΥ	87.380	2,71%
ΒΑΣΙΛΙΚΗ Ι. ΧΡΗΣΤΟΔΟΥΛΟΠΟΥΛΟΥ	78.138	2,42%
ΓΕΩΡΓΙΟΣ Σ. ΣΠΥΡΟΥ	23.015	0,71%
ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ Γ ΤΣΑΝΤΙΛΑΣ	2.561	0,08%
ΛΟΙΠΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	1.619.800	50,15%
ΣΥΝΟΛΟ	3.229.872	100,00%

ΚΟΙΝΕΣ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑ ΨΗΦΟΥ ΜΕΤΟΧΕΣ

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας σύμφωνα με σχετικό Δελτίο Τύπου, το οποίο ανακοινώθηκε στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών με ημερομηνία 12/8/2004, είναι τα εξής:

Χρήστος Γεωργίου Ρόκας	Πρόεδρος του Δ.Σ., Εκτελεστικό Μέλος
Γεώργιος Χρήστου Ρόκας	Αντιπρόεδρος Δ.Σ., Εκτελεστικό Μέλος
Ματθαίος Ιωάννου Τρούλης	Διευθύνων Σύμβουλος, Εκτελεστικό Μέλος
Αθανάσιος Γεωργίου Τσαντίλας	Εκτελεστικό Μέλος
Γεώργιος Ιωάννου Δεληγιάνης	Μη Εκτελεστικό Μέλος
Βασιλική Ιωάννου Χριστοδουλοπούλου	Εκτελεστικό Μέλος
Γεώργιος Εμμανουήλ Ανδρεάκης	Μη Εκτελεστικό Μέλος
Ανδρέας Αναστασίου Γκούφας	Ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό Μέλος
Ιωάννης Αποστόλου Τσελεγκούνης	Ανεξάρτητο Μη Εκτελεστικό Μέλος
Γεώργιος Μελετίου Ρόκας	Μη Εκτελεστικό Μέλος

Η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου λήγει την 26/6/2008.

Η εταιρεία ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΡΚΑΔΙΑΣ - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε. δραστηριοποιείται στην κατασκευή μεταλλικών κατασκευών και μερών, την κατασκευή εξοπλισμού ανύψωσης και διακίνησης φορτίων και την παροχή υπηρεσιών. Ο όμιλος δραστηριοποιείται επιπλέον στην παραγωγή και διάθεση ηλεκτρικού ρεύματος και στον τομέα των ιχθυοκαλλιέργειών. Σύμφωνα με το Ετήσιο Δελτίο Χρήσης 2003, ο κύκλος εργασιών του ομίλου προέρχεται από:

- α) τον τομέα των Μεταλλικών Κατασκευών και εξοπλισμών ανύψωσης και διακίνησης (ποσοστό 20,5%)
- β) την παραγωγή και διάθεση ηλεκτρικού ρεύματος (ποσοστό 75,1%) και
- γ) τον τομέα της ιχθυοκαλλιέργειας (ποσοστό 4,4%).

Στον τομέα των μεταλλικών κατασκευών η Εταιρεία έχει εξειδικευτεί στην μελέτη, κατασκευή και εγκατάσταση ανυψωτικών μηχανημάτων τα οποία χρησιμοποιούνται σε λιμένες, χαλυβουργεία και συναφείς δραστηριότητες στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Επιπλέον, εκτελεί σύνθετες μεταλλικές κατασκευές για τον εξοπλισμό ορυχείων, αιολικών

πάρκων καθώς και σύνθετα μεταλλικά κτήρια ενώ έχει εκτελέσει και μεγάλα ενεργειακά έργα.

Στον τομέα της ενέργειας, η Εταιρεία θεωρείται πρωτοπόρος στις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. Έχει κατασκευάσει σειρά αιολικών πάρκων για την ΔΕΗ αλλά και για ίδια εκμετάλλευση. Σύμφωνα με το Ετήσιο Δελτίο του 2003, λειτουργεί 12 αιολικά πάρκα συνολικής εγκατεστημένης ισχύος 148,2 MW, ενώ το 2001 έθεσε σε λειτουργία και το πρώτο και μεγαλύτερο Φωτοβολταϊκό Πάρκο στην Ελλάδα, ισχύος 172 KW στην Κρήτη.

Σύμφωνα με το Ετήσιο Δελτίο χρήσης 2003 και τις δημοσιευμένες οικονομικές και λογιστικές καταστάσεις της Εταιρείας, τα οικονομικά αποτελέσματα τόσο σε εταιρικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο ομίλου είναι τα ακόλουθα:

Ο κύκλος εργασιών της εταιρείας διαμορφώθηκε από 23,4 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 21,5 εκατ. Ευρώ το 2003 σημειώνοντας μείωση κατά 8,5%. Κατά το ίδιο διάστημα τα κέρδη προ φόρων διαμορφώθηκαν από 9,8 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 4,3 εκατ. Ευρώ το 2003 σημειώνοντας πτώση τάξεως 56%. Τα ίδια κεφάλαια μειώθηκαν από 84,1 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2002 σε 83,8 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003 ενώ το σύνολο του ενεργητικού παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο από 96,2 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2002 σε 96,4 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003.

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου των εταιρειών διαμορφώθηκε από 30,4 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 32,7 εκατ. Ευρώ το 2003, σημειώνοντας αύξηση κατά 7,8%. Κατά το ίδιο διάστημα τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν από 6,6 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 8,8 εκατ. Ευρώ το 2003, σημειώνοντας αύξηση τάξεως 33%. Τα ίδια κεφάλαια αυξήθηκαν από 98,5 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2002 σε 100,0 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003 ενώ το σύνολο του ενεργητικού αυξήθηκε από 155,9 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2002 σε 167,3 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003.

Επιπλέον, σε εταιρικό επίπεδο, ο κύκλος εργασιών διαμορφώθηκε από 4,5 εκατ. Ευρώ την περίοδο 1/1 - 31/3/2003 σε 2,7 εκατ. Ευρώ για το αντίστοιχο διάστημα του 2004, σημειώνοντας πτώση κατά 39,4%. Τα κέρδη προ φόρων μειώθηκαν από 2,2 εκατ. Ευρώ την περίοδο 1/1 - 31/3/2003 σε 1,9 εκατ. Ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2004, σημειώνοντας πτώση τάξεως 13%. Τα ίδια κεφάλαια στις 31/3/2003 ανέρχονταν σε 86,3 εκατ. Ευρώ ενώ

στις 31/3/2004 ανήλθαν σε 85,7 Ευρώ εκατ. Το ενεργητικό παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο από 97,0 εκατ. Ευρώ στις 31/3/2003 σε 97,0 εκατ. Ευρώ στις 31/3/2004.

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου των εταιρειών διαμορφώθηκε από 11,4 εκατ. Ευρώ την περίοδο 1/1 - 31/3/2003 σε 10,7 εκατ. Ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2004, σημειώνοντας πτώση κατά 6,7%. Τα κέρδη προ φόρων μειώθηκαν από 4,3 εκατ. Ευρώ την περίοδο 1/1 -31/3/2003 σε 2,7 εκατ. Ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2004 σημειώνοντας πτώση τάξεως 38%. Τα ίδια κεφάλαια στις 31/3/2003 ανέρχονταν σε 124,0 εκατ. Ευρώ ενώ στις 31/3/2004 διαμορφώθηκαν σε 93,3 εκατ. Ευρώ. Το σύνολο του ενεργητικού μειώθηκε από 174,2 εκατ. Ευρώ στις 31/3/2003 σε 166,4 εκατ. Ευρώ στις 31/3/2004.

Σε επίπεδο ομίλου, οι λοιπές εταιρείες που περιλαμβάνονται στις ετήσιες δημοσιευμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της χρήσης 2003, είναι οι: «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΨΑΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε.», «ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΒΕΕ», «ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΕΥΒΟΙΑ ΑΒΕΕ», ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΖΑΡΑΚΕΣ ΑΒΕΕ», «ΔΕΗ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ ΡΟΚΑΣ ΑΒΕΕ», «ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΘΡΑΚΗ ΑΒΕΕ» και «ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΚΡΗΤΗ ΑΒΕΕ».

Οι ενοποιούμενες εταιρείες της χρήσης 2003 εμφανίζονται στο κάτωθι διάγραμμα :

ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΡΚΑΔΙΑΣ - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.						
99%	99%	99%	51%	99%	99%	68%
ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ	ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΕΥΒΟΙΑ	ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΖΑΡΑΚΕΣ	ΔΕΗ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ	ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΘΡΑΚΗ	ΡΟΚΑΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΚΡΗΤΗ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΨΑΡΙΑ

Η ετήσια τακτική γενική συνέλευση των μετόχων της Εταιρείας συνεδρίασε την 29/4/2004 και ενέκρινε, μεταξύ άλλων, τη διανομή μερίσματος 0,14 Ευρώ ανά Μετοχή, του οποίου δικαιούχοι ήταν οι Μέτοχοι της Εταιρείας κατά τη λήξη της συνεδρίασης του Χ.Α. της 29/4/2004. Σύμφωνα με τη σχετική ανακοίνωση της Εταιρείας, η καταβολή αυτού του μερίσματος ξεκίνησε την 30/4/2004.

Σύμφωνα με το Ετήσιο Δελτίο χρήσης 2003, η Εταιρεία δεν έχει συνάψει συμβάσεις με μέλη του ομίλου της.

2.3 Ο Προτείνων και οι Συνδεδεμένες με αυτόν Επιχειρήσεις

Ο Προτείνων έχει τη νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας η οποία ιδρύθηκε το έτος 2001, λειτουργεί σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο, εδρεύει στην Αθήνα (οδός Λουίζης Ριανκούρ αριθμός 78^Α) και έχει καταχωρηθεί στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του Υπουργείου Ανάπτυξης με αριθμό μητρώου 49598/01/Β/01/121(02). Το μετοχικό κεφάλαιο του Προτείνοντος ανέρχεται σε 200.000,00 Ευρώ.

Σύμφωνα με το καταστατικό του, σκοπός του Προτείνοντος είναι:

1. Η αδειοδότηση, εγκατάσταση, λειτουργία, συντήρηση και εκμετάλλευση σταθμών παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας.
2. Η παροχή υπηρεσιών συμβούλου σε θέματα: α) εκπόνησεως κάθε είδους οικονομοτεχνικών ή οικονομικών μελετών, β) εγκατάστασης, λειτουργίας και εκμετάλλευσης σταθμών παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας οποιασδήποτε κατηγορίας και πάσης φύσεως λοιπών υπηρεσιών (π.χ. μηχανοργάνωσης, δημοσίων σχέσεων, σχέσεων με επενδυτές, διαχείρισης διαθεσίμων, σχέσεων με Τράπεζες, ασφάλειες, χρηματοδοτικούς οργανισμούς, εσωτερικού ελέγχου, φορολογικών υποθέσεων και συμβολής στην τήρηση λογιστικών προτύπων, οικονομικής ανάλυσης και οικονομικών αναφορών, έρευνας αγοράς ανταγωνισμού, υποστήριξης κατά την εκπόνηση - ανάλυση επιχειρηματικών σχεδίων, υποστήριξης και υλοποίησης συμφωνιών και συγχωνεύσεων, κλπ.).
3. Η συμμετοχή σε επένδυση, χρηματοδότηση ενεργειακών έργων.
4. Η παροχή υπηρεσιών τεχνικού συμβούλου (technical/design consultant) ή συμβούλων **κατασκευής (project manager)**.
5. Κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα που σχετίζεται με την παραγωγή, μεταφορά, διανομή,

εμπορία, κλπ., ενέργειας σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία και γενικότερα την χρήση και διαχείριση Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας.

6. Η αντιπροσώπευση εμπορικών και βιομηχανικών οίκων του εσωτερικού ή του εξωτερικού.
7. Η συμμετοχή σε άλλες ημεδαπές ή αλλοδαπές επιχειρήσεις που έχουν τους ίδιους ή παρεμφερείς με τους δικούς του σκοπούς, είτε ιδρύοντας απαρχής τέτοιες επιχειρήσεις είτε αποκτώντας μετοχικούς ή εταιρικούς τίτλους υφισταμένων τέτοιων επιχειρήσεων.
8. Η άσκηση και ανάπτυξη οποιασδήποτε άλλης επενδυτικής δραστηριότητας στην ημεδαπή ή / και στην αλλοδαπή.

Σχετικά με τις δραστηριότητες του Προτείνοντος σημειώνονται τα ακόλουθα:

Ο Προτείνων, το προσωπικό του οποίου ανέρχεται σε 12 άτομα, δραστηριοποιείται στον τομέα της ενέργειας και ειδικότερα στον τομέα της παραγωγής και πώλησης ηλεκτρικής ενέργειας. Περαιτέρω, ο Προτείνων παρέχει υπηρεσίες τεχνικού συμβούλου σε θέματα εγκατάστασης, λειτουργίας και εκμετάλλευσης σταθμών παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας οποιασδήποτε κατηγορίας.

Ο Προτείνων έχει το ακόλουθο διοικητικό συμβούλιο:

Αναστάσιος	Πρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος
Καλλιτσάντης	
Γεώργιος Κουτσοποδιάτης	Σύμβουλος
Γεώργιος Σωσσίδης	Αντιπρόεδρος
Αντώνιος Φράγκος	Σύμβουλος

Η θητεία του παραπάνω Διοικητικού Συμβουλίου είναι τριετής και λήγει κατά την Τακτική Γενική Συνέλευση του πρώτου εξαμήνου του έτους 2007.

Ο Προτείνων αποτελεί κατά 100% θυγατρική εταιρεία της εταιρείας με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ». Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, είναι εταιρεία συμμετοχών, εισηγμένη στο Χ.Α. με συμμετοχές σε εταιρείες κατασκευών, εταιρεία διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, εταιρείες

απασχολούμενες στον τομέα της ενέργειας κτλ. Το σύνολο των εταιρειών αυτών απαρτίζουν τον όμιλο εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. Ο όμιλος εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ στη σημερινή του μορφή προέκυψε μετά το μετασχηματισμό το 2002. Συγκεκριμένα, ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ προέκυψε από τη συγχώνευση με απορρόφηση της ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ Α.Ε. από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (νυν ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ) και την συνακόλουθη απόσχιση των κατασκευαστικών τους κλάδων και την αναδοχή των κλάδων αυτών, από την ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ.

Μετά το πέρας της αναδιάρθρωσης, η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ μετατράπηκε σε εταιρεία διαχείρισης έργων, συμμετοχών και παραχωρήσεων. Συνεχίζει να δραστηριοποιείται στον ευρύτερο χώρο των κατασκευών αφενός μέσω της δραστηριοποίησης του σε constructionmanagement και αφετέρου στην παροχή υπηρεσιών (διοικητικές υπηρεσίες κ.α.) και συμβουλών, βάσει της τεχνογνωσίας που έχει αναπτύξει στις λουπές κατασκευαστικές εταιρίες του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ.

Η ΑΚΤΩΡ, είναι εισηγμένη εταιρεία στο Χ.Α. και αποτελεί τον βραχίονα του κατασκευαστικού τομέα του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. Η REDS, επίσης εισηγμένη στο Χ.Α. εταιρεία, αποτελεί τον βραχίονα της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας (REAL ESTATE). Επιπλέον, ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ, μέσω των εταιρειών του, δραστηριοποιείται και σε άλλους τομείς όπως είναι η ενέργεια και οι παραχωρήσεις.

Ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ δραστηριοποιείται ήδη στον τομέα της ενέργειας από το 1999. Έχει εξασφαλίσει 20 άδειες παραγωγής ενέργειας από αιολικά πάρκα συνολικής ισχύος 298 MW, ενώ ήδη λειτουργούν δύο αιολικά πάρκα και μία μονάδα παραγωγής ενέργειας από βιοαέριο ισχύος 13 MW.

Σύμφωνα με το ενημερωτικό δελτίο, από το σύνολο των πωλήσεων του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ, το 50,3% προέρχεται από την κατασκευή κτιρίων και τεχνικών

έργων, το 38,6% από κατασκευή αυτοκινητοδρόμων, οδών, αεροδρομίων και αθλητικών εγκαταστάσεων, το 4,4% από κατασκευή υδραυλικών και λιμενικών έργων και το υπόλοιπο 6,7% από άλλες δραστηριότητες του ομίλου εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ.

Το υφιστάμενο Διοικητικό Συμβούλιο της «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» όπως αυτό έχει επικυρωθεί από την Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων στις 24 Ιουνίου 2004, έχει την κατωτέρω σύνθεση:

Νικόλαος Β. Τρίχας	Πρόεδρος	Εκτελεστικό μέλος
Λεωνίδας Γ. Μπόμπολας	Διευθύνων Σύμβουλος	Εκτελεστικό μέλος
Αναστάσιος Π. Καλλιτσάντης	Διευθύνων Σύμβουλος	Εκτελεστικό μέλος
Ιωάννης Α. Κούτρας	Μέλος	Μη Εκτελεστικό μέλος
Λουκάς Ι. Γιαννακούλης	Μέλος	Εκτελεστικό μέλος
Δημήτριος Π. Καλλιτσάντης	Μέλος	Εκτελεστικό μέλος
Δημήτριος Α. Κούτρας	Μέλος	Εκτελεστικό μέλος
Άλκηστις Β. Τρίχα - Αθανασούλη	Μέλος	Εκτελεστικό μέλος
Άνθιμος Κων. Θωμόπουλος	Μέλος	Μη Εκτελεστικό μέλος
Χριστόφορος Ι. Βογιατζόγλου	Μέλος	Μη Εκτελεστικό μέλος Ανεξάρτητο
Γεώργιος Γ. Μπεκιάρης	Μέλος	Μη Εκτελεστικό μέλος Ανεξάρτητο

Η θητεία του παραπάνω Διοικητικού Συμβουλίου είναι πενταετής και λήγει κατά την Τακτική Γενική Συνέλευση του 2008.

Σύμφωνα με το ετήσιο Δελτίο της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ και τις δημοσιευμένες οικονομικές και λογιστικές καταστάσεις, τα οικονομικά αποτελέσματα του Προτείνοντος καθώς και της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ και του ομίλου εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ είναι τα ακόλουθα:

Στη χρήση 2003 ο κύκλος εργασιών του Προτεινόντος ανήλθε σε 1.070,00 χιλ. Ευρώ, από μηδενικός το 2002, τα κέρδη προ φόρων σε 51,77 χιλ. Ευρώ από μηδενικά το 2002 και τα κέρδη μετά φόρων σε 32,94 χιλ. Ευρώ από σχεδόν μηδενικά το 2002. Τέλος, τα ίδια κεφάλαια στις 31/12/2002 ανέρχονταν σε 58,69 χιλ. Ευρώ ενώ στις 31/12/2003 ανήλθαν σε 233,04 χιλ. Ευρώ.

Ο κύκλος εργασιών της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, ανήλθε από 9,7 εκατ. Ευρώ για τη χρήση του 2002 σε 11,7 εκατ. Ευρώ, το 2003, αυξημένος κατά 20,3%. Κατά το ίδιο διάστημα, τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν από 19,9 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 48,3 εκατ. το 2003. Παρουσίασαν δηλαδή αύξηση τάξεως 142%. Τα δε κέρδη μετά από «Φόρους Χρήσης και Λοιπούς Φόρους» ανήλθαν από 15,6 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 46,7 εκατ. το 2003 δηλαδή σημείωσαν αύξηση τάξεως 198%. Τα ίδια κεφάλαια αυξήθηκαν από 448,4 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2002 σε 485,1 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003. Το σύνολο του ενεργητικού ανήλθε στις 31/12/2002 σε 490,2 εκατ. Ευρώ έναντι 536,8 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003.

Δεδομένου ότι η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ λειτουργεί ως εταιρεία συμμετοχών, το σύνολο του κύκλου εργασιών της το 2003 προήλθε από την παροχή υπηρεσιών.

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ανήλθε από 809,2 εκατ. Ευρώ στη χρήση του 2002 σε 897,5 εκατ. Ευρώ, στη χρήση του 2003, αυξημένος κατά 10,9%. Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν από 111,4 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 133,2 εκατ. το 2003 αυξημένα κατά 20%. Τα δε κέρδη μετά από φόρους ανήλθαν από 68,0 εκατ. Ευρώ το 2002 σε 89,0 εκατ. Ευρώ το 2003 αυξημένα κατά 31%. Τα ίδια κεφάλαια του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ αυξήθηκαν από 443,2 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2002 σε 607,9 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003. Το σύνολο του ενεργητικού διαμορφώθηκε από 670,5 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2002 σε 933,0 εκατ. Ευρώ στις 31/12/2003 .

2.4 Ο Σύμβουλος του Προτείνοντος

Η EFG Telesis Finance είναι Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.) σύμφωνα με το άρθρο 2 του Ν. 2396/1996 (στο εξής ο «Σύμβουλος») ενεργεί ως σύμβουλος του Προτείνοντος για τη Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με το άρθρο 10 της Απόφασης. Ο Σύμβουλος έχει συσταθεί στην Αθήνα, με ΑΡ. ΜΑΕ 46301/01/Β00/367. Η έδρα του Συμβούλου βρίσκεται στην Αθήνα, Όθωνος 6. Ο Σύμβουλος τελεί υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Ο Σύμβουλος δεν παρέχει οποιαδήποτε εγγύηση σύμφωνα με το άρθρο 9 παράγραφος 1 (ε) της Απόφασης, που αφορά στην τήρηση των υποχρεώσεων που αναλαμβάνει ο Προτείνων.

Ο Σύμβουλος συνυπογράφει το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο και βεβαιώνει, έχοντας καταβάλει την απαιτούμενη επιμέλεια, ότι το περιεχόμενο του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου είναι ακριβές.

Η EFG Telesis Finance Α.Ε.Π.Ε.Υ. δεν παρέχει οποιαδήποτε εγγύηση κατά την έννοια των άρθρων 847 επ. του Αστικού Κώδικα.

2.5 Εξουσιοδοτημένο Πιστωτικό Ίδρυμα για την κατάθεση των Δηλώσεων

Αποδοχής

Ο Προτείνων έχει ορίσει και εξουσιοδοτήσει τη Διαχειρίστρια, δηλαδή την ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. για την κατάθεση Δηλώσεων Αποδοχής, όπως προβλέπεται στο άρθρο 12 της Απόφασης. Η Διαχειρίστρια είναι υπεύθυνη για την παραλαβή όλων των Δηλώσεων Αποδοχής, να εποπτεύει και να πραγματοποιεί τη μεταβίβαση των προσφερομένων Μετοχών της Δημόσιας Πρότασης καθώς και να διασφαλίζει την καταβολή του τιμήματος για τις προσφερθείσες Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης.

Μέτοχοι που επιθυμούν να λάβουν πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τη διαδικασία υποβολής Δηλώσεων Αποδοχής ή/και αντίγραφα του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου μπορούν να τηλεφωνούν στους ακόλουθους αριθμούς κατά τις συνήθεις εργάσιμες ημέρες και ώρες στην Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.:

(α) 210 32 65 501

(β) 210 32 65 516

Επίσης, μπορούν να επικοινωνούν με τους ακόλουθους τηλεφωνικούς αριθμούς στην έδρα του Προτείνοντος (οδός Λουίζης Ριανκούρ αρ. 78^Α):

210 69 00 341

210 69 00 573

2.6 Υπεύθυνοι σύνταξης του Πληροφοριακού Δελτίου

Σύμφωνα με το άρθρο 9, παράγραφο 1(δ) της Απόφασης, τα ακόλουθα στελέχη του Προτείνοντα είναι υπεύθυνα για τη σύνταξη του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου και βεβαιώνουν την ακρίβεια του περιεχομένου του: Αναστάσιος Καλλιτσάντσης, Πρόεδρος Δ.Σ. και Διευθύνων Σύμβουλος και Γεώργιος Κουτσοποδιάτης, Σύμβουλος.

2.7 Βεβαίωση χορηγούμενη από την ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E. και την Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ A.E.

Η ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E. και η Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ A.E., νομίμως εκπροσωπούμενες, βεβαιώνουν δια της παρούσας ότι η εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε.» διαθέτει τα απαραίτητα μέσα για να καταβάλει ολόκληρο το τίμημα, ανερχόμενο κατ' ανώτατο ποσό σε 55.531.656,30, Ευρώ το οποίο (τίμημα) θα πρέπει να καταβληθεί στους μετόχους της «Μεταλλοβιομηχανία Αρκαδίας - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.» που θα αποδεχθούν τη Δημόσια Πρόταση που απευθύνεται σήμερα προς αυτούς, εφ' όσον πληρωθούν οι όροι και οι προϋποθέσεις που αναφέρονται στο παρόν Πληροφοριακό Δελτίο και την απόφαση 2/258/5.12.2002 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Επιπλέον, η ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E. και η Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ A.E., νομίμως εκπροσωπούμενες, βεβαιώνουν ότι η εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε.» διαθέτει τα απαραίτητα μέσα για να καταβάλει το ποσό το οποίο αντιστοιχεί στο σύνολο των δικαιωμάτων εκκαθάρισης.

2.8 Οι Μετοχές που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης

Όλες οι Μετοχές που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης είναι κοινές ονομαστικές με δικαίωμα ψήφου, με ονομαστική αξία 0,50 Ευρώ η κάθε μία. Οι Μετοχές έχουν αποϋλοποιηθεί και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.

Η Δημόσια Πρόταση αφορά 10.477.671 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας. Στην περίπτωση που έχουν υποβληθεί, εμπροθέσμως, νομίμως και προσηκόντως, Δηλώσεις Αποδοχής για αριθμό κοινών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας ανώτερο των 10.477.671 που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών μετά ψήφου μετοχών της Εταιρείας, θα ικανοποιούνται αναλογικά σύμφωνα με κλάσμα που θα έχει ως αριθμητή τον συνολικό αριθμό μετοχών της Εταιρείας που ο Προτείνων επιδιώκει να αποκτήσει δια της Δημόσιας Πρότασης, και παρανομαστή τον συνολικό αριθμό Μετοχών για τις οποίες υποβλήθηκαν, εμπροθέσμως, νομίμως και προσηκόντως, Δηλώσεις Αποδοχής. Σε περίπτωση που, κατά την σύμμετρη, ως άνω, ικανοποίηση των Δηλώσεων Αποδοχής, προκύπτουν κλασματικά δικαιώματα, θα ικανοποιούνται πρώτα οι Δηλώσεις Αποδοχής που δημιουργούν τα μεγαλύτερα κλασματικά δικαιώματα με στρογγυλοποίηση αυτών, προς τα άνω, στην πλησιέστερη μονάδα και μέχρι συμπλήρωσης του αριθμού που ο Προτείνων επιδιώκει να αποκτήσει δια της Δημόσιας Πρότασης. Εφόσον, σε σχέση με την απόκτηση της τελευταίας Μετοχής, υπάρξουν περισσότερες Δηλώσεις Αποδοχής που δημιουργούν ίσα κλασματικά δικαιώματα, θα διενεργηθεί κλήρωση μεταξύ αυτών. Η ίδια διαδικασία θα τηρηθεί και για τους πωλητές μετόχους που έχουν έλθει σε συμφωνία με τον Προτείνοντα, όπως αυτή αναλυτικά περιγράφεται στο κεφ. 2.1

Η Δημόσια Πρόταση τελεί υπό την προϋπόθεση της λήψης από τον Προτείνοντα δηλώσεων αποδοχής για Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης, οι οποίες κατά τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής, θα ανέρχονται τουλάχιστον σε 10.272.227 κοινές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 50% πλέον μία Μετοχή του συνόλου των κοινών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας. Οι Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης αντιστοιχούν σε ποσοστό 43,207%, στην περίπτωση απόκτησης του ελαχίστου αριθμού Μετοχών και σε ποσοστό 44,071%

στην περίπτωση απόκτησης του ανώτατου αριθμού Μετοχών του συνολικού καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας.

Ο Προτείνων προτίθεται να αποκτήσει τις Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης μαζί με όλα τα υφιστάμενα και μελλοντικά δικαιώματα που απορρέουν από αυτές, μόνον εφ' όσον οι Μετοχές της Δημόσιας Πρότασης είναι ελεύθερες και απαλλαγμένες από οποιοδήποτε εμπράγματο ή ενοχικό βάρος ή δικαίωμα, περιορισμό, διεκδίκηση, επικαρπία, επιβάρυνση ή από οποιοδήποτε άλλο δικαίωμα τρίτων.

2.9 Μετοχές της Εταιρείας τις οποίες κατέχει ήδη ο Προτείνων

Κατά τον παρόντα χρόνο, ούτε ο Προτείνων, ούτε άλλες συνδεδεμένες με τον Προτείνοντα επιχειρήσεις, κατέχουν, άμεσα ή έμμεσα, Μετοχές της Εταιρείας.

Ο Προτείνων έχει προχωρήσει σε συμφωνία με τους ακόλουθους μετόχους της Εταιρείας, η οποία υπεγράφη την ημέρα υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, σύμφωνα με την οποία αυτοί αναλαμβάνουν την υποχρέωση, έχοντας μάλιστα παράσχει ανέκκλητο πληρεξούσιο προς τούτο στο Σύμβουλο του Προτείνοντα, να προσφέρουν τις μετοχές τους στην Εταιρεία στον Προτείνοντα όταν αυτός απευθύνει τη Δημόσια Πρόταση προς τους μετόχους της Εταιρείας :

Μελέτιος Ρόκας του Γεωργίου	1,926,368	9,38%
Γεώργιος Ρόκας του Μελετίου	1,192,898	5,81%
Γεώργιος Σπύρου του Συμεών	433,088	2,11%
Μαρία Σπύρου του Γεωργίου	130,000	0,63%
Σύνολο	3,682,354	17,92%

Ο Προτείνων δηλώνει ότι δεν υπάρχουν άλλα «Πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα» (κατά την έννοια του άρθρου 1 της Απόφασης) με τον Προτείνοντα σε σχέση με τη Δημόσια Πρόταση για την απόκτηση του ελέγχου της Εταιρείας.

2.10 Ανώτατος αριθμός Μετοχών που δεσμεύεται να αποκτήσει ο Προτείνων

Η Δημόσια Πρόταση αφορά κατά μέγιστο 10.477.671 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας.

2.11 Ελάχιστος αριθμός Μετοχών που πρέπει να αποκτηθούν προκειμένου να ισχύσει η Δημόσια Πρόταση

Η Δημόσια Πρόταση αφορά τουλάχιστον 10.272.227 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου Μετοχές, που αντιστοιχούν στο 50% πλέον μία μετοχή του συνόλου των κοινών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας.

2.12 Το Προσφερόμενο Τίμημα

Σύμφωνα με τη Δημόσια Πρόταση, ο Προτείνων προσφέρεται να καταβάλει για κάθε Μετοχή σε σχέση με την οποία η Δημόσια Πρόταση γίνεται εγκύτως αποδεκτή το ποσό των 5,30 Ευρώ ανά Μετοχή σε μετρητά (στο εξής το «Προσφερόμενο Τίμημα»).

Η μεταβίβαση των Μετοχών της Δημόσιας Πρότασης και η καταβολή του Προσφερόμενου Τιμήματος σε μετρητά θα λάβει χώρα εντός έξι εργάσιμων ημερών από τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής.

Το Προσφερόμενο Τίμημα είναι ανώτερο κατά ποσοστό 6,86%, ήτοι 0,34 Ευρώ ανά Μετοχή από την τιμή κλεισίματος των 4,96 Ευρώ ανά Μετοχή, την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, ανώτερο κατά ποσοστό 9,89%, ήτοι 0,48 Ευρώ ανά Μετοχή από την μέση χρηματιστηριακή τιμή των Μετοχών σταθμισμένη με το όγκο

συναλλαγών («ΜΣΧΤ»), του τελευταίου μήνα (από 23/06/04 έως 22/07/04) που τελειώνει την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, δηλαδή από την τιμή των 4,82 Ευρώ ανά Μετοχή, κατώτερο κατά ποσοστό 0,60%, ήτοι 0,03 Ευρώ ανά Μετοχή από την ΜΣΧΤ των τελευταίων έξι μηνών (από 23/12/03 έως 22/07/04) που τελειώνουν την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης δηλαδή από την τιμή των 5,33 Ευρώ ανά Μετοχή, και ανώτερο κατά ποσοστό 1,48%, ήτοι 0,08 Ευρώ ανά Μετοχή από την ΜΣΧΤ του τελευταίου χρόνου (από 23/07/03 έως 22/07/04) που τελειώνει την προηγούμενη ημέρα της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης δηλαδή από την τιμή των 5,22 Ευρώ ανά Μετοχή.

Η εξωχρηματιστηριακή μεταβίβαση των Μετοχών της Δημόσιας Πρότασης από τους Μετόχους προς τον Προτείνοντα δεν υπόκειται σε φόρο χρηματιστηριακών συναλλαγών, αλλά υπόκειται στα προβλεπόμενα στο άρθρο 110 της υπό στοιχεία 9820/154/16.3.1999 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως ισχύει σήμερα (στο εξής ο «Κανονισμός Εκκαθάρισης»), δικαιώματα εκκαθάρισης υπέρ του Κ.Α.Α., που επιβαρύνουν τόσο τον Προτείνοντα όσο και τους Μετόχους. Αυτά τα δικαιώματα ανέρχονται σήμερα σε ποσοστό 0,06% επί της αξίας της συναλλαγής, η οποία υπολογίζεται ως γινόμενο της μεγαλύτερης από τις εξής τιμές: του Προσφερόμενου Τιμήματος πολλαπλασιαζόμενου με τον αριθμό των προς μεταβίβαση Μετοχών ή της τιμής κλεισίματος της Μετοχής στο Χ.Α. την προηγούμενη ημέρα της υποβολής στο Κ.Α.Α. της σύμβασης για την εξωχρηματιστηριακή μεταβίβαση πολλαπλασιαζόμενης με τον αριθμό των προς μεταβίβαση Μετοχών.

Ο Προτείνων θα επιβαρυνθεί ο ίδιος, αντί οι Μέτοχοι που θα έχουν αποδεχθεί εγκύτως τη Δημόσια Πρόταση και θα καταβάλει στο Κ.Α.Α. μέσω της Διαχειρίστριας τα ανωτέρω δικαιώματα εκκαθάρισης. Συνεπώς, οι εν λόγω Μέτοχοι δεν θα επιβαρυνθούν με την καταβολή αυτού του ποσοστού του 0,06%, το οποίο δεν θα αφαιρεθεί από το Προσφερόμενο Τίμημα σε περίπτωση επιτυχούς έκβασης της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με τους όρους του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου.

2.13 Αιρέσεις

Η Δημόσια Πρόταση υπόκειται στην αίρεση της λήψης έγκρισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού για τη σκοπούμενη συγκέντρωση. Η σχετική αίτηση προς την Επιτροπή Ανταγωνισμού υποβλήθηκε στις 4 Αυγούστου 2004 (αρ. πρωτ.4062/4.8.04). Σύμφωνα με όσα προβλέπονται στο άρθρο 4δ του ν. 703/1977, όπως ισχύει, εφόσον διαπιστωθεί μέσα σε ένα (1) μήνα από την ημερομηνία γνωστοποίησης ότι η γνωστοποιηθείσα συγκέντρωση εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του άρθρου 4β παρ. 1 του ως άνω νόμου και η υπόθεση εισαχθεί στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, η τελευταία οφείλει μέσα σε προθεσμία δύο (2) μηνών από την εισαγωγή της υπόθεσης σε αυτή να αποφανθεί αναφορικά με τη σκοπούμενη συγκέντρωση. **Τυχόν μη έγκριση από την Επιτροπή Ανταγωνισμού εντός της περιόδου αποδοχής θα οδηγήσει σε ματαίωση της Δημόσιας Πρότασης.** Ο Προτείνων και οι νομικοί του σύμβουλοι (η δικηγορική εταιρεία ΚΑΡΑΤΖΑ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ) εκτιμούν, ότι δεν συντρέχουν λόγοι απαγόρευσης της συγκέντρωσης δεδομένου ότι η μόνη αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται και οι δύο οργανισμοί (ο Προτείνων και η Εταιρεία) είναι αυτή της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας στον οποίο όμως κάθε ένας κατέχει πολύ μικρό ποσοστό της αγοράς, που δεν αναμένεται να αλλάξει ουσιωδώς μετά τη συγκέντρωση. Σε κάθε περίπτωση, η μεταβίβαση των μετοχών δεν θα γίνει πριν από την λήψη σχετικής έγκρισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

2.14 Περίοδος Αποδοχής

Η Περίοδος Αποδοχής κατά τη διάρκεια της οποίας οι Μέτοχοι δύνανται να δηλώσουν την αποδοχή της Δημόσιας Πρότασης αρχίζει την 8 Σεπτεμβρίου 2004 και λήγει την 8 Οκτωβρίου 2004, διαρκεί δηλαδή 31 ημέρες.

2.15 Δηλώσεις Αποδοχής - Διαδικασία Παραλαβής των Δηλώσεων Αποδοχής - Μη Ανακλητό των Δηλώσεων Αποδοχής

Οι Μέτοχοι που επιθυμούν να αποδεχθούν τη Δημόσια Πρόταση (στο εξής οι «Αποδεχόμενοι Μέτοχοι»), θα πρέπει να συμπληρώσουν και να καταθέσουν Δήλωση Αποδοχής σε οποιοδήποτε υποκατάστημα της Διαχειρίστριας στην Ελλάδα. Αντίτυπα της Δήλωσης Αποδοχής θα διατίθενται από τα υποκαταστήματα της Διαχειρίστριας κατά τις συνήθειες εργάσιμες ημέρες και ώρες καθ' όλη τη διάρκεια της Περιόδου Αποδοχής. Ειδικότερα η διαδικασία αποδοχής έχει ως ακολούθως:

- (α) Οι Αποδεχόμενοι Μέτοχοι πρέπει να εξουσιοδοτήσουν την Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. να αναλάβει τον χειρισμό των προσφερόμενων μετοχών ειδικά για τους σκοπούς της Δημόσιας Πρότασης (στο εξής «Προσφερόμενες Μετοχές») υπογράφοντας σχετική εξουσιοδότηση χρήσης σε οποιαδήποτε κατάσταση της Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. κατά τις συνήθειες εργάσιμες ημέρες
- (β) Μετά τη χορήγηση της εξουσιοδότησης χρήσης προς την Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο (α), οι Αποδεχόμενοι Μέτοχοι πρέπει να δώσουν εντολή προς τον αρχικό Χειριστή (όπως ορίζεται στον Κανονισμό Εκκαθάρισης) των Προσφερομένων Μετοχών για τη μεταφορά του συνόλου αυτών υπό τον χειρισμό της Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. Σχετικά με τις προσφερόμενες Μετοχές που έχουν καταχωρηθεί στον Ειδικό Λογαριασμό (όπως ορίζεται στον Κανονισμό Εκκαθάρισης) των Αποδεχόμενων Μετόχων στο Κ.Α.Α, οι Αποδεχόμενοι Μέτοχοι πρέπει να υποβάλουν στο Κ.Α.Α. αίτημα μεταφοράς τους υπό τον χειρισμό της Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
- (γ) Οι Αποδεχόμενοι Μέτοχοι πρέπει να συμπληρώσουν και να καταθέσουν τη Δήλωση Αποδοχής σε οποιοδήποτε υποκατάστημα της Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. στην Ελλάδα κατά τις συνήθειες εργάσιμες ημέρες και ώρες. Κάθε Δήλωση Αποδοχής πρέπει να αφορά τουλάχιστον μία Μετοχή ή ακέραια πολλαπλάσια αυτής και να είναι προσηκόντως υπογεγραμμένη από τον Αποδεχόμενο Μέτοχο. Η Δήλωση Αποδοχής θα περιλαμβάνει ανέκκλητη εντολή και πληρεξουσιότητα χορηγούμενη από τον Αποδεχόμενο Μέτοχο προς την Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. για την πραγματοποίηση από αυτήν όλων των ενεργειών

που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της πώλησης και μεταβίβασης των Προσφερομένων Μετοχών ή αναλόγως του αποτελέσματος της Δημόσιας Πρότασης, για την εκ νέου μεταφορά των Προσφερομένων Μετοχών σε χειριστή της επιλογής του Αποδεχόμενου Μετόχου, ο οποίος θα κατονομάζεται στη Δήλωση Αποδοχής, και θα συνοδεύεται από εκτύπωση από το ΣΑΤ με τα στοιχεία της Μεριδας Επενδυτή και του Λογαριασμού Αξιών του Αποδεχόμενου Μετόχου στο Σύστημα Αύλων Τίτλων (στο εξής «Σ.Α.Τ.»), (όπως οι όροι αυτοί ορίζονται στον Κανονισμό Εκκαθάρισης).

Η κατάθεση της Δήλωσης Αποδοχής διενεργείται είτε αυτοπροσώπως είτε δια πληρεξουσίου. Σε αυτήν την περίπτωση, το πληρεξούσιο έγγραφο που παρέχεται στον εξουσιοδοτούμενο θα πρέπει να περιέχει σαφείς εντολές και πλήρη στοιχεία του Αποδεχόμενου Μετόχου και του εξουσιοδοτημένου με θεωρημένο το γνήσιο της υπογραφής του Αποδεχόμενου Μετόχου από αστυνομική ή διοικητική αρχή.

Οι Μέτοχοι που επιθυμούν να αποδεχθούν τη Δημόσια Πρόταση δύνανται να εξουσιοδοτήσουν δεόντως το χειριστή του λογαριασμού αξιών τους στο Σ.Α.Τ. προκειμένου να προβεί στις απαιτούμενες ενέργειες για λογαριασμό τους ώστε να αποδεχθούν τη Δημόσια Πρόταση. Αυτή η επισήμανση έχει μόνο πληροφοριακό χαρακτήρα και δεν αποτελεί προτροπή του Προτείνοντος.

Από και δια της εμπρόθεσμης, προσήκουσας και νόμιμης ολοκλήρωσης της διαδικασίας που ορίζεται στην παρούσα παράγραφο 2.15, ο οικείος Αποδεχόμενος Μέτοχος λογίζεται ότι έχει αποδεχθεί τη Δημόσια Πρόταση.

Οι κατά τα ανωτέρω υποβληθισόμενες Δηλώσεις Αποδοχής δεν ανακαλούνται, εκτός εάν ο Μέτοχος που έχει υποβάλει Δήλωση Αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης ακολούθως αποδεχθεί «Ανταγωνιστική Πρόταση», δηλαδή δημόσια πρόταση, την οποία θα έχει εγκρίνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με το άρθρο 21 της Απόφασης. Στην περίπτωση αυτή, οι Μέτοχοι που έχουν υποβάλει Δήλωση Αποδοχής δύνανται να την ανακαλέσουν, προκειμένου να αποδεχθούν τέτοια «Ανταγωνιστική Πρόταση», υποβάλλοντας εγγράφως σχετική δήλωση ανάκλησης προς τη Διαχειρίστρια (στο εξής η «Δήλωση Ανάκλησης»).

2.16 Δημοσίευση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης

Τα αποτελέσματα της Δημόσιας Πρότασης θα δημοσιευθούν στον Τύπο και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α. εντός δύο εργάσιμων ημερών από τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής.

2.17 Διαδικασία Καταβολής του Προσφερόμενου Τιμήματος - Διαδικασία Μεταβίβασης των Προσφερόμενων Μετοχών. Μεταφορά των Μετοχών που δεν μεταβιβάζονται.

- A. Από και δια της συνδρομής της σύμφωνα με την παράγραφο 2.11 του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου προϋπόθεσης επιτυχίας της Δημόσιας Πρότασης και, αφότου ανακοινωθεί η επιτυχής έκβαση της Δημόσιας Πρότασης συντελείται η σύμβαση πώλησης του οικείου αριθμού Προσφερόμενων Μετοχών μεταξύ ενός εκάστου Αποδεχόμενου Μετόχου, ως πωλητή, και του Προτείνοντος, ως αγοραστή.
- B. Η εξωχρηματιστηριακή μεταβίβαση των Προσφερόμενων Μετοχών που περιέρχονται στον Προτείνοντα λόγω της Δημόσιας Πρότασης (στο εξής οι «**Μεταβιβαζόμενες Μετοχές**») και η καταβολή του Προσφερόμενου Τιμήματος θα γίνουν ως εξής:
- (α) Το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα από την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με την παράγραφο 2.16 του παρόντος, η Διαχειρίστρια ενεργούσα ως πληρεξούσιος των πωλητών Αποδεχόμενων Μετόχων των Μεταβιβαζομένων Μετοχών και ο Προτείνων θα συνάψουν την προβλεπόμενη στο άρθρο 63 του Κανονισμού Εκκαθάρισης σύμβαση για την εξωχρηματιστηριακή μεταβίβαση των Μεταβιβαζομένων Μετοχών. Η Διαχειρίστρια, ενεργούσα ως ανωτέρω, θα προβεί στις αναγκαίες ενέργειες για την υποβολή στο Κ.Α.Α. των απαιτούμενων δικαιολογητικών για την καταχώριση της μεταβίβασης στο Σ.Α.Τ.
- (β) Οι εξωχρηματιστηριακές μεταβιβάσεις θα καταχωρηθούν στο Σ.Α.Τ. κατά την τρίτη εργάσιμη ημέρα από την ανωτέρω υποβολή των δικαιολογητικών αυτής της μεταβίβασης, σύμφωνα με το άρθρο 63 του Κανονισμού Εκκαθάρισης.

(γ) Την ίδια τρίτη εργάσιμη ημέρα που θα έχει ολοκληρωθεί η υπό στοιχείο (β) καταχώριση, η Διαχειρίστρια θα καταβάλει το Προσφερόμενο Τίμημα σε καθένα πωλητή-Μέτοχο, είτε δια πιστώσεως του λογαριασμού καταθέσεων του στη Διαχειρίστρια είτε δια της καταβολής μετρητών στο υποκατάστημα της Διαχειρίστριας στην Ελλάδα, στο οποίο ο Αποδεχόμενος Μέτοχος έχει καταθέσει τη Δήλωση Αποδοχής προσκομίζοντας την ταυτότητα ή το διαβατήριό του/της, ανάλογα του τρόπου που ο Αποδεχόμενος Μέτοχος θα έχει υποδείξει στη Δήλωση Αποδοχής.

Γ. Σε περίπτωση που (1) η αναφερόμενη στην παράγραφο 2.11 του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου προϋπόθεση δεν εκπληρωθεί ή (2) εάν ανακληθεί η Δημόσια Πρόταση από τον Προτείνοντα σύμφωνα με το άρθρο 13 της Απόφασης ή (3) εάν Μέτοχος ανακαλέσει τη Δήλωση Αποδοχής για να αποδεχθεί «Ανταγωνιστική Πρόταση», η Διαχειρίστρια θα μεταφέρει τις Προσφερόμενες Μετοχές που προσφέρθηκαν αρχικά στον χειριστή, που ο Μέτοχος θα έχει επιλέξει στη Δήλωση Αποδοχής, το αργότερο (α) εντός μίας εργάσιμης ημέρας από την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης ή (β) εντός μίας εργάσιμης ημέρας από τη δημοσίευση της ανάκλησης της Δημόσιας Πρότασης από τον Προτείνοντα σύμφωνα με το άρθρο 13, παράγραφος 3 της Απόφασης ή (γ) εντός μίας εργάσιμης ημέρας από την υποβολή της Δήλωσης Ανάκλησης από τον Μέτοχο, ανάλογα με την περίπτωση, (4) Στην περίπτωση που έχουν υποβληθεί, εμπροθέσμως, νομίμως και προσηκόντως, Δηλώσεις Αποδοχής για αριθμό κοινών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας ανώτερο των 10.477.671 που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών μετά ψήφου μετοχών της Εταιρείας, θα ικανοποιούνται αναλογικά σύμφωνα με κλάσμα που θα έχει ως αριθμητή τον συνολικό αριθμό μετοχών της Εταιρείας που ο Προτείνων επιδιώκει να αποκτήσει δια της Δημόσιας Πρότασης, και παρανομαστή τον συνολικό αριθμό Μετοχών για τις οποίες υποβλήθηκαν, εμπροθέσμως, νομίμως και προσηκόντως, Δηλώσεις Αποδοχής. Σε περίπτωση που κατά τη διαδικασία της Δημόσιας Πρότασης, προσφερθούν περισσότερες Μετοχές από αυτές που έχει δεσμευθεί να αποκτήσει ο Προτείνων και αφού ικανοποιηθούν αναλογικά οι αιτήσεις όπως περιγράφεται ανωτέρω, οι υπερβάλλουσες Μετοχές, μετά τη

διαδικασία της αναλογικής ικανοποίησης, θα επιστραφούν στον χειριστή, που ο Μέτοχος θα έχει επιλέξει στη Δήλωση Αποδοχής.

2.18 Επιχειρηματικά σχέδια του Προτείνοντος σχετικά με την Εταιρεία

Η Δημόσια Πρόταση για την απόκτηση 10.477.671 κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών, που αντιστοιχούν στο 51% του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά ψήφου Μετοχών της Εταιρείας, εμπίπτει στην στρατηγική του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ για δραστηριοποίηση σε κατασκευές, παραχωρήσεις, ανάπτυξη γης και ακινήτων, καθώς επίσης και στην ενέργεια και στο περιβάλλον. Η δραστηριοποίηση του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ και σε άλλους τομείς, πέραν αυτών που παραδοσιακά έχει παρουσία, δηλαδή τις κατασκευές και την ανάπτυξη γης και ακινήτων, αποσκοπεί κύρια στην διεύρυνση των εσόδων του ούτως ώστε να περιοριστεί η εξάρτηση τους από μεμονωμένους τομείς δραστηριότητας και συγκεκριμένα στην παρούσα φάση τον κατασκευαστικό τομέα.

Συγκεκριμένα, μετά την αναδιάρθρωση του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗΣ ΤΕΒ το 2002, αποφασίστηκε να δοθεί έμφαση και σε άλλους τομείς δραστηριότητας, πέραν του κατασκευαστικού και της ανάπτυξης γης και ακινήτων, τομείς στους οποίους ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ τα τελευταία χρόνια έχει σημαντική παρουσία. Ο τομέας της ενέργειας και ιδιαίτερα των εναλλακτικών μορφών ενέργειας, προκρίθηκε ως ένας από τους τομείς στους οποίους έπρεπε να δοθεί έμφαση. Συνεπώς μετά την επιτυχή κατάληξη της Δημόσιας Πρότασης ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ, μέσω του Προτείνοντος, τοποθετείται δυναμικό πλέον στο χώρο των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και ιδιαίτερα στον χώρο της αιολικής ενέργειας. Συγκεκριμένα, ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ελέγχει σήμερα το 2% περίπου της αγοράς της αιολικής ενέργειας. Η Εταιρεία ελέγχει περίπου το 40% της αγοράς αυτής. Συνεπώς, ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ πλέον θα ελέγχει το 42% περίπου της αιολικής ενέργειας γεγονός που τον καθιστά πλέον ως το σημαντικότερο φορέα στην αγορά των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και ιδιαίτερα της αιολικής ενέργειας.

Ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ήδη από το 1999 δραστηριοποιείται στον τομέα παραγωγής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές και συγκεκριμένα στην ανάπτυξη αιολικών

πάρκων. Έχει ήδη εξασφαλίσει άδειες παραγωγής ή θετικές γνωμοδοτήσεις για 20 αιολικά πάρκα, συνολικής ισχύος 298 MW, ενώ διεκδικεί επιπλέον άδειες για την κατασκευή/ επέκταση 21 αιολικών πάρκων συνολικής ισχύος 219 MW. Τα πρώτα αιολικά πάρκα έχουν τεθεί σε λειτουργία στη Νήσο Λέσβο από το Φεβρουάριο του 2003.

Εντός του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ λειτουργούν σήμερα οι κάτωθι εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται γενικά στη μελέτη, αδειοδότηση, κατασκευή, λειτουργία και συντήρηση έργων σχετιζόμενων με την παραγωγή ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές και ειδικότερα αιολικών πάρκων. Οι εταιρείες αυτές είναι οι εξής:

1. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, η οποία είναι και ο Προτείνων,
2. ΑΙΟΛΙΚΗ ΚΑΝΔΗΛΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ,
3. ΑΙΟΛΙΚΗ ΠΑΝΕΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ,
4. ΑΙΟΛΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΟΥ ΕΥΒΟΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ,
5. ΑΙΟΛΙΚΗ ΖΑΡΑΚΑ ΜΕΤΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΑΙΟΛΙΚΩΝ ΠΑΡΚΩΝ,
6. ΑΙΟΛΙΚΗ ΠΑΡΝΩΝΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΑΙΟΛΙΚΩΝ ΠΑΡΚΩΝ - ΒΑΡΔΙΑ - ΑΓΙΑ ΚΥΡΙΑΚΗ - ΡΑΧΕΣ - ΚΑΨΟΛΑΚΟΥΣΕΣ - ΚΡΑΝΗ - ΑΓ. ΑΝΔΡΕΑΣ - ΒΑΒΗΛΑ,
7. ΑΙΟΛΙΚΑ ΠΑΡΚΑ ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΟΙΖΗΝΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΑΙΟΛΙΚΩΝ ΠΑΡΚΩΝ - ΡΑΧΗ - ΑΝΑΘΕΜΑ - ΚΡΥΟΝΕΡΙ - ΛΑΜΠΟΥΣΑ - ΣΩΡΟΣ - ΒΡΩΜΟΣΥΚΙΑ,
8. ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΝΗΣΣΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΙΔΡΥΣΗ & ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ ΑΙΟΛΙΚΩΝ ΠΑΡΚΩΝ,
9. ΤΕΤΡΑΠΟΛΙΣ ΑΙΟΛΙΚΑ ΠΑΡΚΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ,
10. ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ,
11. ΑΙΟΛΙΚΑ ΠΑΡΚΑ ΜΑΛΕΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ,

12. ΤΕΡΠΑΝΔΡΟΣ ΑΙΟΛΙΚΑ ΠΑΡΚΑ Α.Ε.

Από τις παραπάνω εταιρείες οι : ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΝΤΙΣΣΑΣ Α.Ε. και ΤΕΡΠΑΝΔΡΟΣ ΑΙΟΛΙΚΑ ΠΑΡΚΑ Α.Ε. λειτουργούν ήδη από ένα αιολικό πάρκο στη Λέσβο. Οι εταιρείες ΑΙΟΛΙΚΗ ΠΑΡΝΩΝΟΣ Α.Ε. και ΑΙΟΛΙΚΑ ΠΑΡΚΑ ΜΑΛΕΑ Α.Ε. αναμένεται να λάβουν θετικές γνωμοδοτήσεις αδειών παραγωγής ενέργειας από την Ρυθμιστική Αρχή Ενέργειας (ΡΑΕ). Οι λοιπές εταιρείες που αναφέρονται ανωτέρω, έχουν μέχρι στιγμής εξασφαλίσει άδειες παραγωγής αιολικής ενέργειας ή έχουν εξασφαλίσει θετικές γνωμοδοτήσεις αλλά ακόμα δεν έχουν ολοκληρώσει το επενδυτικό τους πρόγραμμα και συνεπώς δεν έχουν ήδη ξεκινήσει τη λειτουργία αιολικών πάρκων. Ο Προτείνων είναι μια εκ των εταιρειών του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ, η οποία επίσης δραστηριοποιείται αποκλειστικά στην ανάπτυξη και παραγωγή ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές και η οποία είναι κατά 100% θυγατρική εταιρεία της ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗΣ ΤΕΒ.

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται τον τομέα της ενέργειας, των μεταλλικών κατασκευών καθώς και στον τομέα των ιχθυοκαλλιεργειών.

Όσον αφορά στον τομέα της ενέργειας της Εταιρείας, αυτός θα συνεχίσει τη δραστηριότητα του ως έχει στα πλαίσια του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. Εάν στο μέλλον θεσμικές αλλαγές που διέπουν την αδειοδότηση, τις επενδύσεις, καθώς και τη λειτουργία των αιολικών πάρκων, καθώς και άλλοι οικονομικοί όροι, καταστήσουν επωφελή τη συνένωση του ενεργειακού τομέα της Εταιρείας με αυτόν του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ, αυτό θα εξεταστεί.

Η είσοδος στον τομέα των μεταλλικών κατασκευών δεν αποτελεί προτεραιότητα για τον Όμιλο αλλά σε κάθε περίπτωση λειτουργεί συμπληρωματικά και όχι ανταγωνιστικά με τους λοιπούς τομείς στους οποίους δραστηριοποιείται. Ως εκ τούτου, ο τομέας των μεταλλικών κατασκευών προς το παρόν θα συνεχίσει τη δραστηριότητα του ως έχει, στα πλαίσια πλέον του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ.

Αναφορικά με τις εργασιακές σχέσεις, τόσο σε επίπεδο στελεχιακού δυναμικού όσο και σε επίπεδο προσωπικού, για τους τομείς της ενέργειας και των μεταλλικών κατασκευών, ο Προτείνων, δεν προτίθεται να προβεί σε ενέργειες οι οποίες αναμένεται να επηρεάσουν

αρνητικά τις υφιστάμενες εργασιακές σχέσεις ή τους γενικούς όρους απασχόλησης των εργαζομένων της Εταιρείας και των συνδεδεμένων με αυτήν εταιρειών. Ωστόσο ο Προτείνων, εφόσον επιτύχει η Δημόσια Πρόταση, θα έχει στο μέλλον τη δυνατότητα να επαναξιολογήσει το στελεχιακό δυναμικό και το προσωπικό τόσο της Εταιρείας όσο και των συνδεδεμένων με αυτήν εταιρειών, ούτως ώστε να διαπιστώσει ότι γίνεται η βέλτιστη αξιοποίηση του στα πλαίσια πλέον του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. Συνεπώς, δεν μπορεί να αποκλειστεί στο μέλλον η πιθανότητα μετακίνησης στελεχών ή/και προσωπικού στην Εταιρεία και τις συνδεδεμένες με αυτήν εταιρείες, ή μετακινήσεις σε άλλες εταιρείες του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. Ωστόσο, δεδομένου ότι η Εταιρεία θα συνεχίσει να λειτουργεί ως εισηγμένη στο Χ.Α.Α., με την ανάγκη πλήρως επανδρωμένου οργανογράμματος, οι μετακινήσεις ιδιαίτερα σε επίπεδο στελεχών ακόμα κι να υπάρξουν αναμένεται να είναι περιορισμένες.

Μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της Δημόσιας Πρότασης, το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας θα διαφοροποιηθεί έτσι ώστε να εξυπηρετούνται με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα της, ως μέλος πλέον του ομίλου της ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗΣ ΤΕΒ. Επιπλέον, στις περιπτώσεις που κάτι τέτοιο θεωρηθεί σκόπιμο, ο Προτείνων προτίθεται να διαφοροποιήσει τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών που είναι συνδεδεμένες με την Εταιρεία, έτσι ώστε να εξυπηρετούνται με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ.

Όσον αφορά στη συμμετοχή της εταιρείας κατά 68% στην ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΨΑΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. - Ιχθυοκαλλιέργειες, ο Προτείνων προτίθεται μετά την επιτυχή κατάληξη της Δημόσιας Πρότασης, να πουλήσει τη συγκεκριμένη συμμετοχή με τους καλύτερους δυνατούς όρους και προϋποθέσεις. Εφόσον η εταιρεία πουληθεί για το προσωπικό της εν λόγω εταιρείας θα αποφασίσει ο φορέας που θα την αποκτήσει.

2.19 Πληροφορίες σχετικά με πρόσφατες συναλλαγές επί Μετοχών

Κατά τους έξι μήνες που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων και οποιαδήποτε συνδεδεμένη επιχείρηση δεν πραγματοποίησαν καμία συναλλαγή επί Μετοχών.

2.20 Μέτοχοι εκτός Ελλάδας

Η Δημόσια Πρόταση υποβάλλεται προς τους Μετόχους της Εταιρείας σύμφωνα με την Απόφαση και απευθύνεται μόνο προς πρόσωπα προς τα οποία μπορεί να απευθυνθεί νομίμως. Η υποβολή της Δημόσιας Πρότασης σε πρόσωπα που είναι πολίτες, κάτοικοι ή έχουν τη διαμονή τους σε χώρα εκτός Ελλάδος (στο εξής οι «Μέτοχοι εκτός Ελλάδος») ή σε αντιπροσώπους ή θεματοφύλακες ή εμπιστευματοδόχους των Μετόχων εκτός Ελλάδος δύναται να διενεργηθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία των κρατών αυτών.

Κανένα πρόσωπο που τυχόν λάβει αντίγραφο του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου ή / και της Δήλωσης Αποδοχής σε οποιαδήποτε χώρα εκτός Ελλάδος δεν πρέπει να θεωρήσει ότι του απευθύνεται πρόσκληση ή πρόταση, ούτε σε καμία περίπτωση να κάνει χρήση αυτής της Δήλωσης Αποδοχής εάν, στην αντίστοιχη επικράτεια, αυτή η πρόσκληση ή πρόταση δεν μπορεί να υποβληθεί νόμιμα στο πρόσωπο αυτό ή η Δήλωση Αποδοχής δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί νόμιμα χωρίς να παραβιάζονται οποιεσδήποτε σχετικές νομοθετικές διατάξεις. Στις περιπτώσεις αυτές, το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο ή / και η Δήλωση Αποδοχής αποστέλλονται μόνο για πληροφοριακούς λόγους.

Κάθε Μέτοχος εκτός Ελλάδος που επιθυμεί να αποδεχθεί τη Δημόσια Πρόταση φέρει την ευθύνη να πληροφορηθεί και να συμμορφωθεί πλήρως προς τη νομοθεσία της αντίστοιχης χώρας σε σχέση με τη Δημόσια Πρόταση. Όποιος Μέτοχος εκτός Ελλάδος έχει αμφιβολίες αναφορικά με τη νομική του θέση, πρέπει να συμβουλευθεί επαγγελματία σύμβουλο στην χώρα του.

Συγκεκριμένα, η παρούσα Δημόσια Πρόταση δεν απευθύνεται με κανέναν τρόπο ή τύπο (έγγραφο ή άλλο), άμεσα ή έμμεσα, εντός ή προς τις Ηνωμένες Πολιτείες, τον Καναδά, την Ωκεανία ή την Ιαπωνία ή οποιαδήποτε άλλη χώρα, στην οποία σύμφωνα με τους νόμους

αυτής η διενέργεια της παρούσας Δημόσιας Πρότασης ή η ταχυδρόμηση / διανομή του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου είναι παράνομη ή αποτελεί παραβίαση οποιασδήποτε εφαρμοστέας νομοθεσίας, κανόνα ή κανονισμού (στο εξής από κοινού οι «Εξαιρούμενες Χώρες» και ξεχωριστά η «Εξαιρούμενη Χώρα»). Για το λόγο αυτό, απαγορεύεται η αποστολή, διανομή, ταχυδρόμηση ή με οποιονδήποτε άλλο τρόπο προώθηση αντιγράφων του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου και κάθε σχετικού με την παρούσα Δημόσια Πρόταση εγγράφου ή άλλου υλικού από οποιοδήποτε πρόσωπο προς ή από τις Εξαιρούμενες Χώρες.

Καμία Δήλωση Αποδοχής της παρούσας Δημόσιας Πρότασης δεν θα πρέπει να παραληφθεί από τις Εξαιρούμενες Χώρες και το Προσφερόμενο Τίμημα δεν θα μπορεί να καταβληθεί σε λογαριασμό ή να αποσταλεί σε διεύθυνση εντός οποιασδήποτε Εξαιρούμενης Χώρας. Μέτοχος δύναται να θεωρηθεί ότι δεν έχει αποδεχθεί έγκυρα την παρούσα Δημόσια Πρόταση, στο βαθμό που δεν έχει συμπληρώσει πλήρως τη Δήλωση Αποδοχής σύμφωνα με τους όρους και τις προϋποθέσεις της.

Εάν οποιοδήποτε πρόσωπο προωθήσει το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο ή οποιοδήποτε άλλο έγγραφο ή υλικό σχετικό με τη Δημόσια Πρόταση εντός, προς ή από οποιαδήποτε από τις Εξαιρούμενες Χώρες ή χρησιμοποιήσει ταχυδρομείο ή οποιοδήποτε μέσο οποιασδήποτε Εξαιρούμενης Χώρας, τότε υποχρεούται να επιστήσει την προσοχή του παραλήπτη στην παρούσα παράγραφο 2.20.

2.21 Εφαρμοστέο δίκαιο και δωσιδικία

Με την υποβολή Δήλωσης Αποδοχής, ο Μέτοχος αποδέχεται ότι η Δημόσια Πρόταση, η Δήλωση Αποδοχής, η μεταβίβαση των Μετοχών και γενικώς κάθε συναλλαγή ή συμφωνία που πραγματοποιείται στο πλαίσιο της παρούσας Δημόσιας Πρότασης διέπονται από το ελληνικό δίκαιο.

Για κάθε διαφορά σε σχέση με την εφαρμογή και ερμηνεία της παρούσας Δημόσιας Πρότασης και όλων των σχετικών συναλλαγών και συμφωνιών αποκλειστικά αρμόδια ορίζονται τα Δικαστήρια των Αθηνών.

3. ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ

Η παρούσα Δημόσια Πρόταση είναι πρόταση με αντάλλαγμα αποκλειστικά και μόνον μετρητά. Για τον λόγο αυτό, η αξιοπιστία της Δημόσιας Πρότασης εξαρτάται από την ικανότητα του Προτείνοντος να καταβάλει το τίμημα στους μετόχους που θα αποδεχθούν την Δημόσια Πρόταση και τα μέτρα που έχει λάβει για το διακανονισμό της Δημόσιας Πρότασης. Ο Προτείνων προτίθεται να χρηματοδοτήσει την καταβολή του τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης μέσω τραπεζικού δανεισμού. Οι Τράπεζες EFG Eurobank Ergasias A.E. και Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε., έχουν παράσχει βεβαίωση για τη διαθεσιμότητα των κεφαλαίων που απαιτούνται για την καταβολή του τιμήματος στους μετόχους που θα αποδεχθούν τη Δημόσια Πρόταση. Επιπλέον, ο Προτείνων έχει συνάψει συμφωνία με την Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. δυνάμει της οποίας τη διόρισε ως διαχειρίστρια προκειμένου να διασφαλισθεί ότι η ολοκλήρωση της Δημόσιας Πρότασης και η καταβολή του τιμήματος θα πραγματοποιηθεί προσηκόντως. Συνεπώς, θεωρούμε ότι η Δημόσια Πρόταση είναι αξιόπιστη, ότι ο Προτείνων έχει λάβει τα κατάλληλα μέτρα διορίζοντας την Alpha ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. ως υπεύθυνη για την διαχείριση της ολοκλήρωσης της Δημόσιας Πρότασης και ότι ο Προτείνων διαθέτει επαρκή χρηματοδότηση για την καταβολή του Προσφερόμενου Τιμήματος, υπό τον όρο ότι δεν θα συμβούν γεγονότα τα οποία συνιστούν ανωτέρα βία και θα μπορούσαν να οδηγήσουν τον Προτείνοντα σε αδυναμία καταβολής του. Τέλος, ο Σύμβουλος συνυπογράφει το παρόν Πληροφοριακό Δελτίο και βεβαιώνει, έχοντας καταβάλει την απαιτούμενη επιμέλεια, ότι το περιεχόμενο του παρόντος Πληροφοριακού Δελτίου είναι ακριβές.

31 Αυγούστου 2004

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε.

Αναστάσιος Καλλιτσάντης
Πρόεδρος Δ.Σ. και Διευθύνων Σύμβουλος

Γεώργιος Κουτσοποδιάτης
Σύμβουλος

Ο ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ

Για την EFG Telesis Finance Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Υπογραφή :

Όνομα : Κωνσταντίνος Βουσβούνης
Διευθύνων Σύμβουλος

Υπογραφή :

Όνομα : Απόστολος Καζάκος
Διευθυντής

Βιβλιογραφία

Ελληνική:

1. Αρτίκης Π. Γεώργιος (1999), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης
2. Βούλγαρη Ε. & Παπαγεωργίου (1999), «Χρηματιστήριο Αξιών & Χρηματιστήριο Παραγώγων», Αθήνα, Σύγχρονη Εκδοτική, 4^η Έκδοση
3. Γιατρά Αγγελική – Κουνάδης Νικόλαος, (2000), «Χρηματιστήριο, Παρασκήνια Χρηματιστηρίου», Πτυχιακή Εργασία, Εισηγητής: Τρυφωνοπούλου Αλεξάνδρα, Τ.Ε.Ι. Πάτρας, Σχολή : Σ.Δ.Ο., Τμήμα : Λογιστικής.
4. Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς – Ετήσια & Μηνιαία Στατιστικά Δελτία.
5. Θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αθηνών, Διεύθυνση Μάρκετινγκ, Τμήμα Υποστήριξης Επενδυτικού Κοινού, 2004
6. Θεοδωρόπουλος Ε. Θ. (1999), «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις Ανάπτυξη Και Εφαρμογή Επενδυτικής Στρατηγικής Στο Χρηματιστήριο», Αθήνα : Αθ. Σταμούλης Β' Έκδοση.
7. Καραθανάση Γεωργίου Α. (1999), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση Και Χρηματιστηριακές Αγορές», Αθήνα: Ευγ. Μπένου Γ' Έκδοση
8. Καραπιστόλης Ν. Δημήτριος, (1999), «Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», Θεσσαλονίκη : Εκδόσεις Ανίκουλα
9. Κιόχος Πέτρος (1990), «Οικονομική Της Διοίκησης» Αθήνα : Σύγχρονη Εκδοτική Ε.Π.Ε.
10. Κιόχος Α. Πέτρος (1996), «Ιδιωτική Οικονομική», Αθήνα : Α. Σταμούλης
11. Κιόχος ΔΡ. Π. Α. – Παπανοκολάου ΔΡ. Γ. Δ. (2001), «Χρηματιστήριο Αξιών Και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια», Αθήνα : Αθ. Σταμούλης
12. Κοτζαμάνης Ν. Στέφανος, (έτος), «Ο Κόσμος των Επενδύσεων, Μετοχές -Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις», Αθήνα : Εκδόσεις FINANCE INVEST, Χορηγία : Εμπορική Τράπεζα.

13. Νούνης Π. Χρήστος, (2000), «*Θεωρητική Ανάλυση του Φαινομένου της Υποτιμολόγησης των Νέων Εισαγωγών Τίτλων στο Χρηματιστήριο*», Οικονομικά Χρονικά, Μάιος – Νοέμβριος 2000, Τεύχος 109, σελ. 33-37.
14. Νούνη Π. Χρήστου, (2000), «*Η Διαφορά Μεταξύ της Τιμής Εισαγωγής και της Τιμής Ισορροπίας στην Αγορά των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, 1994 – 1998*», Οικονομική Επιθεώρηση, 2000, Τεύχος 24, σελ.38-49.
15. Νούνη Π. Χρήστου, (2000), «*Το Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης των Δημόσιων Εγγραφών στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*», Εμπειρικά Στοιχεία από την Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά κατά τη Χρονική Περίοδο 1994 – 2001, σελ. 1-24.
16. Παπανικολάου Μαρία - Σταίκου Βασιλική, (2001), «*Παράγοντες που Μεταβάλλουν τις Τιμές των Μετοχών στο Χ.Α.Α.*», Πτυχιακή Εργασία, Εισηγητής : Φωτόπουλος Κων/νος, Τ.Ε.Ι. Πάτρας, Σχολή : Σ.Δ.Ο., Τμήμα : Διοίκησης Επιχειρήσεων.
17. Παπαριστείδης Δ., (1991), «*Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής*», Αθήνα : Γαλαίος
18. Παπούλιας Αθανάσιος (1990), «*Χρηματιστηριακές Επενδύσεις Ανάλυση & Διαχείριση*», Αθήνα : Διον. Μαραθιάς & Σια
19. Σαχινίδης Κυριάκος, (2000), «*Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο*», Οικονομικά Χρονικά, Ιανουάριος- Φεβρουάριος 2000, Τεύχος 107, σελ. 52-56
20. Σεγραδάκης Ν. Κωνσταντίνος, (1997), «*Κίνητρα και Αντικίνητρα Εισαγωγής Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών*», Οικονομικά Χρονικά, Μάρτιος – Απρίλιος 1997, Τεύχος 97, σελ. 48-51
21. Σιάφακας Γεωργ. Αναστάσιος (1999), «*Τι Είναι Χρηματιστήριο Αξιών Τι Πρέπει να Ξέρουμε*», Αθήνα : Εκδοτικές Επιχειρήσεις Κ.& Π. Σπίλιας Α.Ε.Β.Ε.
22. Σπύρου Ι. Σπύρος – Χαρίσης Φ. Χαρίλαος (1997), «*Η Θέση της Αποτελεσματικής Αγοράς και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών*», Οικονομικά Χρονικά, Ιανουάριος – Φεβρουάριος 1997, Τεύχος 96, σελ. 20-23.
23. Χολεβάς Γ., (1991), «*Τι Πρέπει να Γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο*», Αθήνα : Εκδ. INTERBOOKS

24. Groppelli A.A. και Ehsan Nikbakht (2000), «Χρηματοοικονομική», Αθήνα : Κλειδάριθμος

Ξενογλώσση:

1. Affleck – Graves, J. and Miller R.E. (1989), “*Regulatory and procedural effects on the underpricing of initial public offerings*”. Journal of Financial Research, Vol. 12, pp.193-202.
2. Allen F. and G.R. Faulhaber (1989), “*Signaling by underpricing in the IPO market*”, Journal of Financial Economics, Vol. 23, pp. 303-323.
3. Banz B. (1981), “ *The relationships between return and market value of common stocks* ”, Journal of Financial Economics 7, pp. 3-18.
4. Baron D. P. (1982), “ *A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues* ”, Journal of Finance, Vol. 37, pp. 955-976.
5. Beatty R.P. and J. R. Ritter (1986), “ *Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings* ”, Journal of Financial Economics, Vol. 15, pp. 213-232.
6. Benveniste L. M. and P. A. Spindt (1990), “*A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments*”, Journal of Financial Economics, Vol. 28, pp. 173-208.
7. Booth J. R. and R. L. Smith (1986), “ *Capital raising, underwriting and the certification hypothesis* ”, Journal of Financial Economics, Vol. 15, pp. 261-281.
8. Cochrane J. (1988), “ *How big is the Random Walk component in the GNP?* ”, Journal of Political economy, 96, No5, pp. 846.
9. Drake P.D. and M.R. Vetsuypens(1993),“ *IPO underpricing and insurance against legal liability* ”, Financial Management, Vol. 22, pp.64-73.
10. Fama E. (1993), “ *Efficient capital markets II* ”, Journal of Finance, Vol. 48, pp. 65-92.
11. French F. (1980), “ *Stock returns and the weekend effect* ”, Journal of Financial Economics 8, pp. 55-69.

12. Grinblatt M. and C. Y. Hwang (1989), " *Signalling and the pricing of new issues* ", Journal of Finance, Vol. 44, pp. 393-420.
13. Gultekin M. Gultekin N. (1983), " *Stock market seasonality: International evidence* " Journal of Financial Economics, Vol. 12, pp. 469-481.
14. Koh F. and T. Walter (1989), " *A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues* ", Journal of Financial Economics, Vol. 23, pp. 251-272.
15. Muscarella C. J. and M. R. Vetsuypens (1989), " *A simple test of Barons' model of IPO underpricing* ", Journal of Financial Economics, Vol. 24, pp. 125-135.
16. Reinganum M. (1981), " *Mispecification of the CAPM* ", Journal of Financial Economics 9, pp. 19-46.
17. Rock K. (1986), " *Why new issues are underpricing* Journal of Financial Economics", Vol.15, pp.789-212.
18. Rozeff M. S. and Kinney W. R. (1976) " *Capital market seasonality : the case of stock returns* ", Journal of Financial Economics 3, pp. 379-402.
19. Tinic S. M. (1988), " *Anatomy of initial public offerings of common stock*", Journal of Finance, Vol. 43, pp. 789-822.
20. Welch I. (1989), " *Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings* ", Journal of Finance, Vol. 44, pp. 421-449.

Πηγές Internet

<http://www.rom.gr/rom4/money/money.htm>

<http://www.derivatives.gr/futures01.htm>

<http://www.hcmc.gr/index2.htm>

http : www.ase.gr

<http://www.parembasis.gr/index.htm>

http : www.economics.gr

http : www.aislabs.aueb.gr/hfaa/ar/Nounis.doc

http : www.aislabs.aueb.gr/hfaa/ar/Nounis.doc

http : www.ase.gr/content/gr/asess

<http://www.greekshares.com/gr/article2.asp>

[http:// bhxos.tripod.com/](http://bhxos.tripod.com/)

