



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ

ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ

**«ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΑΞΙΩΝ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ
ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ»**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΑ ΣΜΑΝΗ

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΚΟΣ ΚΑΪΜΑΚΗΣ ΑΝΔΡΕΑΣ

ΠΑΤΡΑ, 2013

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η χρηματιστηριακή αγορά, η οποία επίσης είναι γνωστή ως αγορά μετοχών, είναι ένας δημόσιος οργανισμός στον οποίο συμβαίνει ελεύθερα οικονομικές συναλλαγές. Είναι ο τόπος για τη διαπραγμάτευση των μετοχών ή μεριδίων της εταιρείας και των παραγώγων του σε μια συμφέρουσα τιμή. Αυτές οι μετοχές και τα παράγωγα είναι αξίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Εκτιμάται ότι στον κόσμο της χρηματιστηριακής αγοράς το μέγεθος ήταν περίπου 36.600 δισεκατομμύρια δολάρια στις αρχές Οκτωβρίου του 2011. Στο σύνολο της αγοράς των παραγώγων οι άνθρωποι έχουν εκτιμηθεί περίπου σε 791 τρισεκατομμύρια δολάρια και η ονομαστική τους αξία είναι έντεκα φορές πάνω από το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας. Δεδομένου ότι η αξία της αγοράς παραγώγων παρουσιάζεται από την άποψη των πλασματικών αξιών, δεν μπορεί ευθέως να έχει σχέση με σταθερό εισόδημα ή την ασφάλεια ενός αποθέματος, η οποία αναφέρεται συμβατικά με μια πραγματική τιμή.

Ένα χρηματιστήριο έχει σκοπό να διευκολύνει την ανταλλαγή τίτλων μεταξύ αγοραστών και πωλητών, οι δραστηριότητες αυτές παρέχονται με μια εικονική αγορά. Οι πραγματικές συναλλαγές άπτονται στη βάση ενός μοντέλου αγοράς σε δημοπρασία.

Όπως προείπα η χρηματιστηριακή αγορά ή η αγορά μετοχών - αξιών είναι ένας δημόσιος φορέας (ένα χαλαρό δίκτυο οικονομικών συναλλαγών και όχι μια φυσική εγκατάσταση ή διακριτή οντότητα) για την εμπορία εταιρικών μετοχών και των παραγώγων, σε προσυμφωνημένη τιμή.

Η χρηματιστηριακή αγορά είναι μια από τις σημαντικότερες πηγές των εταιρειών για να αντλήσουν κεφάλαια. Αυτό επιτρέπει στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις να αντλούν πρόσθετα κεφαλαία για την οικονομική ανάπτυξή τους, από την πώληση μετοχών κυριότητας της εταιρείας στην δημόσια αγορά. Η ρευστότητα αυτή παρέχει στους επενδυτές, τη δυνατότητα ανταλλαγής τίτλων γρήγορα και εύκολα. Αυτό το κύριο χαρακτηριστικό της Αγοράς Αξιών είναι ελκυστικό για επένδυση σε μετοχές, σε σύγκριση με άλλες λιγότερο ρευστές επενδύσεις, όπως τα ακίνητα.

Η ιστορία έχει δείξει ότι η τιμή των μετοχών και άλλων περιουσιακών στοιχείων είναι ένα σημαντικό μέρος της δυναμικής της οικονομικής δραστηριότητας, και μπορεί να επηρεάσει ή να είναι ένας δείκτης της κοινωνικής διάθεσης. Μια οικονομία όπου η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε άνοδο θεωρείται μια συνεχή εξελισσόμενη οικονομία. Στην πραγματικότητα, η χρηματιστηριακή αγορά θεωρείται συχνά ως ο βασικός δείκτης της οικονομικής δύναμης και της ανάπτυξης μιας χώρας.

Η αύξηση των τιμών των μετοχών, για παράδειγμα, τείνουν να συνδέονται με την αύξηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων και αντίστροφα. Οι τιμές των μετοχών επηρεάζει επίσης τον πλούτο των νοικοκυριών και την κατανάλωση τους. Ως εκ τούτου, οι κεντρικές τράπεζες ενδιαφέρονται για τον έλεγχο και τη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς και, γενικότερα, την εύρυθμη λειτουργία των Αγορών αξιών. Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι το λόγο ύπαρξης των κεντρικών τραπεζών.

Επίσης οι ενεργές ανταλλαγές χρησιμοποιούνται ως κέντρο πληροφόρησης για κάθε συναλλαγή, υπό την έννοια ότι συλλέγουν και παραδίδουν μετοχές, και εγγυούνται την πληρωμή ενός τίτλου στον πωλητή. Αυτό εξαλείφει τον κίνδυνο σε ένα συγκεκριμένο αγοραστή ή στον πωλητή ότι ο αντισυμβαλλόμενος θα μπορούσε να προκαθορίσει τη συναλλαγή.

Η ομαλή λειτουργία όλων αυτών των δραστηριοτήτων διευκολύνει την οικονομική ανάπτυξη δεδομένου το χαμηλότερο κόστος και τους κίνδυνους των επιχειρήσεων στην προώθηση της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών καθώς και ενδεχομένως, στην απασχόληση. Με αυτόν τον τρόπο οι Αγορές αξιών θεωρείται ότι συμβάλλουν στην αύξηση της ευημερίας

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το θέμα της παρούσας πτυχιακής εργασίας πραγματεύεται τις αγορές αξιών και τον ρόλο τους στην ανάπτυξη των εθνικών οικονομιών.

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

Στο **1^ο Κεφάλαιο** θα υπάρξει εκτενής αναφορά στο χρηματιστήριο, δηλαδή τους λόγους δημιουργίας, την σημασία και τον ρόλο του. Επίσης θα αναφερθώ στην δομή και διοίκηση του χρηματιστηρίου Αθηνών με την χρηματιστηριακή ορολογία.

Στο **2^ο Κεφάλαιο** το ενδιαφέρον μου θα στραφεί πιο συγκεκριμένα στην σχέση του χρηματιστηρίου και της μακροοικονομίας. Σ' αυτή την προσπάθεια εντάσσονται, εμπειρικά αποτελέσματα από προηγούμενες έρευνες, τα χαρακτηριστικά των αναδυόμενων αγορών, τα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς, οι πρόσφατες εξελίξεις στο Χ.Α.Α., η αποτελεσματικότητα των αγορών, η συσχέτιση του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών με ξένα χρηματιστήρια, οι μακροοικονομικοί παράγοντες που επιδρούν στις μετοχικές τιμές και αποδόσεις και η επίδραση συγκεκριμένων μακροοικονομικών μεταβλητών πάνω στις χρηματιστηριακές αγορές

Στο **3^ο Κεφάλαιο** εξετάζεται η σύγχρονη ελληνική κεφαλαιαγορά, η πορεία της και η ελληνική πραγματικότητα & το χρηματιστήριο Αθηνών.

Το **4^ο Κεφαλαίο** έχει θέμα τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Θα αναφερθεί η σημασία των χρηματιστηριακών δεικτών.

Στο **Τελευταίο Κεφάλαιο** προκύπτουν προβληματισμοί και εξάγονται συμπεράσματα για τις αγορές αξιών και τον ρόλο τους στην ανάπτυξη των εθνικών οικονομιών.

ABSTRACT

The subject of this thesis deals with securities markets and their role in the development of national economies.

Initially the introduction will set the purpose, structure, case and methods used in the writing of this essay.

In Chapter 1 there will be a detailed report about the stock market, ie the reasons for setting, the importance and role. We will also refer to the structure and administration of the Athens Stock Exchange with the stock terminology.

In Chapter 2 of my interest will focus more specifically on the relationship between the stock market and the macroeconomy. In this effort included, empirical results from previous surveys, the characteristics of emerging markets, the characteristics of the Greek market, recent developments in the ASE, the efficiency of markets, correlation of the Athens Exchange with foreign exchanges , macroeconomic factors impacting equity prices and yields and the effect of specific macroeconomic variables on stock market

In the third chapter examines modern Greek capital, the course and the Greek situation & the Athens stock exchange.

Chapter 4-themed indices. You mention the importance of stock indices.

In the last chapter showed reflections and lessons learned for securities markets and their role in the development of national economies.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	2
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	4
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	6
ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΙΚΟΝΩΝ	8
ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ	9
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	10
ΣΚΟΠΟΣ	11
ΔΟΜΗ.....	11
ΥΠΟΘΕΣΗ	11
ΜΕΘΟΔΟΣ.....	11
1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ	12
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	12
1.1 ΛΟΓΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ	13
1.2 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ	14
1.3 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ.....	14
1.4 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ	15
1.4.1 Ιστορική αναδρομή	15
1.4.1.1 Χρονική περίοδος 1870-1873	16
1.4.1.2 Χρονική περίοδος 1873-1876	17
1.4.2 Πρόσφατη ιστορία	17
1.5 Η ΔΟΜΗ ΚΑΙ Η ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ	17
1.5.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	18
1.5.2 Τα Μέλη του Χρηματιστηρίου	18
1.6 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΟΡΟΛΟΓΙΑ	19
1.7 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΝΕΒΑΙΝΕΙ, ΕΝΩ ΥΦΙΣΤΑΤΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 22	
1.7.1 Ευνοϊκές εκθέσεις	22
1.7.2 Το χαμηλότερο P/E.....	23
1.7.3 Ο Γενικός Δείκτης προσγειώνεται στα χαμηλά	23
1.8 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ Ε.Ε.....	23
2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ	26
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	26
2.1 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.....	26
2.1.1 Τα παραδοσιακά μακροοικονομικά υποδείγματα.....	26
2.1.2 Η χρηματοοικονομική προσέγγιση	27
2.1.3 Τα υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών (CAPM)	27
2.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ.....	28
2.3 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	29
2.4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	29
2.5 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.....	30
2.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	32
2.6.1 Αποτελεσματικότητα ασθενούς μορφής (<i>weak form</i>).....	34
2.6.2 Ημι-ισχυρή αποτελεσματικότητα (<i>semi-strong form</i>)	34
2.6.3 Ισχυρή αποτελεσματικότητα (<i>strong form</i>)	34

2.7	ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ	35
2.8	Η ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΜΕ ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	39
2.9	ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ.....	41
2.10	Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΠΑΝΩ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	46
2.10.1	Η επίδραση των επιτοκίων.....	46
2.10.2	Η επίδραση του δείκτη τιμών καταναλωτή	47
2.10.3	επίδραση της βιομηχανικής παραγωγής	47
3.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	49
	ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ.....	49
3.1	Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	49
3.1.1	Χρηματιστηριακός κύκλος 1981 - 1985	49
3.1.2	Χρηματιστηριακός κύκλος 1986 -1988	50
3.1.3	Χρηματιστηριακός κύκλος 1989 - 1991	51
3.1.4	Χρηματιστηριακός κύκλος 1992 - 1996	51
3.1.5	Χρηματιστηριακός κύκλος 1997 - 1999	52
3.1.6	Χρηματιστηριακός κύκλος 2000 - 2003	53
3.1.7	Χρηματιστηριακός κύκλος 2004 - 2008	54
3.1.8	Χρηματιστηριακός κύκλος 2009 - 2012	54
3.2	Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ.....	55
4.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	58
	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.....	58
4.1.	Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ.....	58
4.2.	ΓΕΝΙΚΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α.....	59
4.3.	ΔΕΙΚΤΕΣ FTSE/ASE 20, FTSE/ASE mid 40 και FTSE/ASE SMALLCAP 80.....	60
4.3.1.	FTSE/ASE 20	60
4.3.2.	FTSE/ASE mid 40	61
4.3.3.	FTSE/ASE SMALLCAP 80.....	61
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	62
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	64

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνες

Εικόνα 1: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....	13
Εικόνα 2: Το Έμβλημα του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι ο Φτερωτός Ερμής.....	16
Εικόνα 3: Μετοχή της Εθνικής Τράπεζας (131 ετών).....	19
Εικόνα 4: Ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20.....	60

Πίνακες

Πίνακας 1: Μετοχές με την μεγαλύτερη συμμετοχή στον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑΑ).....	59
--	----

ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ

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

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το μόνο θετικό στοιχείο σχετικά με την τρέχουσα οικονομική κατάσταση στην Ελλάδα είναι ότι υπάρχει μεγάλο περιθώριο βελτίωσης. Πράγματι, υπάρχουν συγκεκριμένες μεταρρυθμίσεις που θα επιτρέψουν στη χώρα να ανακτήσει το χαμένο έδαφος.

Ο όρος οικονομική κρίση¹ εφαρμόζεται ευρέως σε διάφορες καταστάσεις στις οποίες ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή αγορές αξιών χάνουν ξαφνικά ένα μεγάλο μέρος της αξίας τους. Τον 19^ο και στις αρχές του 20^{ου} αιώνα, πολλές οικονομικές κρίσεις συνδέθηκαν με χρηματιστηριακό ή τραπεζικό πανικό², και πολλές υφέσεις³ συνέπεσαν με αυτές του πανικού. Άλλες καταστάσεις που συχνά αποκαλούνται οικονομικές κρίσεις περιλαμβάνουν κραχ του χρηματιστηρίου⁴ και της κατάρρευσης των λοιπών χρηματοπιστωτικών προϊόντων (φούσκες⁵), νομισματικές κρίσεις⁶, και στάσεις πληρωμών⁷.

Οι κρίσεις στις αγορές αξιών, ως άμεσο αποτέλεσμα την απώλεια του χάρτινου πλούτου⁸, δεν οδήγησαν - δυστυχώς - άμεσα σε αλλαγές στην πραγματική οικονομία.

Πολλοί οικονομολόγοι έχουν προσφέρει τις θεωρίες για το πώς αναπτύσσονται οι οικονομικές κρίσεις αλλά και πώς θα μπορούσαν να προληφθούν. Δεν υπάρχει ομοφωνία, όμως, η οικονομική κρίση εξακολουθεί να είναι συχνό φαινόμενο σε όλο τον κόσμο.

¹http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_crisis

²Ο τραπεζικός πανικός (ή μαζική απόσυρση καταθέσεων) συμβαίνει όταν ένας μεγάλος αριθμός τραπεζικών πελατών αποσύρουν τις καταθέσεις τους διότι πιστεύουν ότι η τράπεζα είναι, ή μπορεί να γίνει αναξίοχη. Καθώς ο τραπεζικός πανικός προχωρά, δημιουργεί μία ορμή με τρόπο αυτοεκπληρούμενης προφητείας (ή θετικής ανάδρασης). Όσο περισσότεροι άνθρωποι αποσύρουν τις καταθέσεις τους, τόσο η πιθανότητα χρεοκοπίας της τράπεζας αυξάνεται και αυτό ενθαρρύνει ακόμα περισσότερες αποσύρσεις καταθέσεων. Η διαδικασία αυτή μπορεί να αποσταθεροποιήσει την τράπεζα σε σημείο πτώχευσης.

³Στην οικονομία, η ύφεση είναι ένα επιχειρηματικός κύκλος συστολής, μια γενική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Κατά τη διάρκεια της ύφεσης, πολλοί μακροοικονομικοί δείκτες ποικίλλουν κατά παρόμοιο τρόπο. Η Παραγωγή (όπως μετράται με το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ)), η απασχόληση, οι επενδυτικές δαπάνες, η χρησιμοποίηση της παραγωγικής ικανότητας, τα εισοδήματα των νοικοκυριών, τα κέρδη των επιχειρήσεων και ο πληθωρισμός βρίσκονται σε πτώση, ενώ οι πτωχεύσεις και η ανεργία αυξάνεται.

⁴Ένα κραχ είναι μια ξαφνική δραματική μείωση των αποθεμάτων των τιμών σε μια σημαντική διατομή της χρηματιστηριακής αγοράς, με αποτέλεσμα τη σημαντική απώλεια του χάρτινου πλούτου. Συγκρούσεις οδηγούνται από τον πανικό όσο και από οικονομικούς παράγοντες που διέπουν. Συχνά ακολουθούν οι κερδοσκοπικές φούσκες στο χρηματιστήριο.

⁵Μια οικονομική φούσκα (μερικές φορές αναφέρεται ως μια κερδοσκοπική φούσκα, μια φούσκα στην αγορά, μια φούσκα των τιμών, μια οικονομική φούσκα, μια κερδοσκοπική μανία ή ένα μπαλόκι) είναι "το εμπόριο σε μεγάλες ποσότητες σε τιμές που είναι σημαντικά σε αντίθεση με τις εγγενείς αξίες". Θα μπορούσε επίσης να περιγραφεί ως το εμπόριο των προϊόντων ή περιουσιακών στοιχείων με φουσκωμένες τιμές.

⁶Μια νομισματική κρίση, η οποία ονομάζεται επίσης του ισοζυγίου πληρωμών κρίσης, είναι μια ξαφνική υποτίμηση ενός νομίσματος που προκαλούνται από τη χρόνια το ισοζύγιο πληρωμών ελλείμματα τα οποία συνήθως καταλήγει σε μια κερδοσκοπική επίθεση στην αγορά συναλλάγματος. Αυτό συμβαίνει όταν η αξία ενός νομίσματος αλλάζει γρήγορα, υπονομεύοντας την ικανότητά της να λειτουργήσει ως μέσο ανταλλαγής ή αποθήκευσης αξίας. Νομισματικές κρίσεις επηρεάζουν συνήθως σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία καθεστώτα, αντί κυμαινόμενο καθεστώτα.

⁷Ένα κυρίαρχο προεπιλογή είναι η αδυναμία ή η άρνηση της κυβέρνησης ενός κυρίαρχου κράτους να πληρώσει πίσω της χρέος στο ακέραιο. Μπορεί να συνοδεύεται από επίσημη δήλωση της κυβέρνησης να μην πληρώσει (αποκήρυξη) ή μόνο εν μέρει πληρώσει τα χρέη της (λόγω απαιτήσεων), είτε της de facto παύση των πληρωμών που οφείλονται. (Ένα άλλο όνομα είναι εθνική πτώχευση, αν όχι εσκεμμένη - όπως, εάν το σύνολο του ενεργητικού είναι λιγότερο από το σύνολο των οφειλών.) Οι περισσότερες αρχές θα περιορίσει τη χρήση της "αθέτησης" να σημαίνει αποτυχία να συμμορφωθεί με τους όρους των ομολόγων ή άλλων χρεογράφων.

⁸Χάρτινου πλούτου σημαίνει πλούτο, όπως μετράται από τη νομισματική αξία, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται στην τιμή των περιουσιακών στοιχείων - πόσα χρήματα περιουσιακών στοιχείων ενός ατόμου θα μπορούσε να πωληθεί για. Χάρτινου πλούτου έρχεται σε αντίθεση με τον πραγματικό πλούτο, η οποία αναφέρεται σε μία πραγματική φυσική του ενεργητικού.

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες διεθνώς συνεχίζουν να τρελαίνουν κόσμο, η οικονομική κρίση έχει χτυπήσει την πόρτα μας και καθημερινά ακούμε σενάρια ή πραγματικές καταστάσεις για το τι θα ακολουθήσει. Φτώχεια; Ανεργία; Τα πάνω κάτω στις επιχειρήσεις, στα χρηματιστήρια και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα;

Από αύριο μάλλον θα μιλάμε για τη Μαύρη Παρασκευή⁹, καθώς απ' ό,τι φαίνεται η κρίση βρίσκεται σε πλήρη εξέλιξη και τόσο τα Διεθνή όσο και το Ελληνικό Χρηματιστήριο βρίσκονται σε κατακόρυφη πτώση. Με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών να σημειώνει αυτή τη στιγμή μεγάλες απώλειες.

Καθώς οι επενδυτές δείχνουν να απογοητεύονται πλήρως από τα οικονομικά αποτελέσματα που ανακοινώνουν οι εταιρείες σε Αμερική, Ασία και Ευρώπη, σπεύδουν στην πώληση μετοχών κάνοντας τους χρηματιστηριακούς δείκτες να χτυπάνε κόκκινο. Όπως επισημαίνουν αναλυτές¹⁰, δεν πρόκειται για αιφνιδιασμό των επενδυτών, καθώς όλοι σε κάποιο βαθμό περίμεναν ότι η κρίση θα έχει αντανάκλαση και στα εταιρικά οικονομικά μεγέθη.

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

ΣΚΟΠΟΣ

Σκοπός της παρούσης Πτυχιακής Εργασίας είναι η συνοπτική αποτύπωση του ρόλου των Αγορών Αξιών στην ανάπτυξη των Εθνικών Οικονομιών.

ΔΟΜΗ

Στην παρούσα Πτυχιακή Εργασία θα υπάρξει εκτενής αναφορά στο χρηματιστήριο και στην σχέση του με την μακροοικονομία. Θα εξεταστεί η σύγχρονη ελληνική κεφαλαιαγορά και οι χρηματιστηριακοί δείκτες. Τέλος θα προκύψουν προβληματισμοί και θα εξαχθούν συμπεράσματα για τις αγορές αξιών και τον ρόλο τους στην ανάπτυξη των εθνικών οικονομιών.

ΥΠΟΘΕΣΗ

Η υπόθεση της παρούσης Πτυχιακής Εργασίας έγκειται στην προσπάθειά μας να διαπιστώσουμε τα πλεονεκτήματα - μειονεκτήματα, να υποδείξουμε υπηρεσίες - παροχές και τον ρόλο που προσφέρουν οι αγορές αξιών στην ανάπτυξη των εθνικών οικονομιών.

ΜΕΘΟΔΟΣ

Η μέθοδος βασίζεται στην τεχνική της βιβλιογραφίας, της οποίας ο λειτουργικός ρόλος είναι να δημιουργηθούν και να επεξεργαστούν τα δεδομένα έτσι ώστε να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα που αφορούν τον ρόλο και τυχόν προβλήματα που δημιουργούν οι αγορές αξιών στην ανάπτυξη των εθνικών οικονομιών.

⁹Μαύρη Παρασκευή, 24 Σεπτεμβρίου του 1869, προκλήθηκε από τις προσπάθειες δύο κερδοσκόπων να μονοπωλήσουν την αγορά χρυσού στη Νέα Υόρκη. Ήταν ένα από τα πολλά σκάνδαλα που συντάραζαν την προεδρία του S. Ulysses.

¹⁰ Γεωργακόπουλος Λ., «Χρηματιστήριο», σελ. 142.

1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Στη σύγχρονη οικονομία¹¹ είναι πλέον πασιδηλο, ότι βαθμιαία, και θα λέγαμε με ταχύτητα, οι ατομικές επιχειρήσεις εξαφανίζονται και αντικαθίστανται από τις εταιρικές και μάλιστα με την πλέον εξελιγμένη μορφή, όπως είναι η Ανώνυμη Εταιρεία. Για την ίδρυση και τη συνέχιση της δραστηριότητας μιας αξιόλογου επιχείρησης, η οποία στοχεύει να εμφανισθεί με απαιτήσεις στο στίβο, ιδιαίτερα του Διεθνούς Ανταγωνισμού, απαιτούνται κολοσσιαία κεφάλαια, τα οποία η επιχείρηση ανευρίσκει στις Τράπεζες και στη λαϊκή αποταμίευση. Βραχυπρόθεσμα εξυπηρετείται από την Τράπεζα με την προεξόφληση συναλλαγματικών και γραμματίων, φορτωτικών και ακόμη με τη χορήγηση κεφαλαίου κινήσεως μέσω ανοικτού λογαριασμού.

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

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

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

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

¹¹Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ. 14.



Εικόνα 1: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

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

Τα χρηματιστήρια αξιών ή χρηματιστηριακές αγορές διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, στην επίσημη χρηματιστηριακή αγορά και στην παράλληλη. Σε κάθε χώρα μπορεί να υπάρχουν περισσότερες από μία επίσημες ή ανεπίσημες χρηματιστηριακές αγορές.

Όπως γράψαμε παραπάνω Χρηματιστήριο εννοούμε τις οργανωμένες αγορές, συνήθως είναι επίσημα αναγνωρισμένες από το κράτος, όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για την διενέργεια αγοροπωλησιών κινητών αξιών (όπως μερίδια κεφαλαίου¹² ανωνύμων εταιρειών¹³, τραπεζικά, κρατικά ή άλλα ομόλογα¹⁴) ή και εμπορευμάτων.

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

1.1 ΛΟΓΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ

Τα χρηματιστήρια τα δημιούργησε¹⁵ η επιδίωξη για την εξεύρεση βραχυπρόθεσμων αλλά κυρίως μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και η ανάγκη για σύναψη αγοροπωλησιών μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων που βρίσκονται μακριά από τον τόπο διαπραγμάτευσης τους, ενώ απαιτούνταν για αυτά σοβαρά κεφάλαια αλλά και η τάση για κερδοσκοπία¹⁶.

- ◆ Η οργανωμένη μορφή τους οφείλεται:
- ◆ Στην ταχύτητα διενέργειας των συναλλαγών
- ◆ Στην αμεσότητα τους

¹²Μετοχή είναι ένα από τα ίσα μερίδια, στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας.

¹³Η Ανώνυμη Εταιρεία (Α.Ε.) είναι κεφαλαιουχική εταιρεία, της οποίας το κεφάλαιο της είναι διαιρεμένο σε μετοχές.

¹⁴Ένα ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο, για το οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στη λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτού και στην περίπτωση των ομολόγων με κουπόνι, σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα ποσό χρημάτων (το κουπόνι).

¹⁵<http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF>

¹⁶Στην επιστήμη των Οικονομικών ο όρος Κερδοσκοπία χαρακτηρίζει γενικά την οποιαδήποτε επίτευξη κέρδους από προβλεφθείσες μεταβολές των τιμών των αγαθών. Η Κερδοσκοπία επιτυγχάνεται μετά από διενέργεια προβλέψεων ως προς τις διακυμάνσεις που μπορεί να σημειωθούν στις τιμές των αγαθών ή αξιογράφων ή ακινήτων με αντίστοιχη αγορά ή πώληση αυτών.

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

1.2 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

Ο οικονομικός ρόλος των Χρηματιστηρίων είναι¹⁷:

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

1.3 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ

Το πρώτο Χρηματιστήριο Αξιών ιδρύθηκε στη Φλάνδρα¹⁸, πιθανότατα στην Αμβέρσα (σημερινό Βέλγιο) το 1460. Ο θεσμός διαδόθηκε γρήγορα στην περιοχή. Το 1602 εισήχθη στο Χρηματιστήριο του Αμστερνταμ και η πρώτη πολυμετοχική εταιρεία, η ολλανδική Εταιρεία των Ανατολικών Ινδιών.

Σήμερα τα χρηματιστήρια¹⁹ είναι ένας απαραίτητος θεσμός για το οικονομικό σύστημα της Δύσης. Στις πλούσιες οικονομίες του κόσμου συναντάμε και τις πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές που συνήθως βασίζονται σε ένα χρηματιστήριο αξιών, όπως τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης (*Wall Street* και *NASDAQ*), το χρηματιστήριο του Λονδίνου, του Παρισιού ή της Φρανκφούρτης.

Στην Ελλάδα τα χρηματιστήρια δεν έχουν τόσο μακρόχρονη ιστορία. Το Χρηματιστήριο Αθηνών ιδρύθηκε μόλις τον 19^ο αιώνα. Όσο η ελληνική οικονομία όμως είχε μαζικό κρατικό έλεγχο και το τραπεζικό σύστημα ήταν μη ανταγωνιστικό, το χρηματιστήριο απευθυνόταν μόνο σε λίγες σχετικά μικρές εταιρείες και σε περιορισμένους επενδυτές. Μαζικά γνωστό και αγαπητό έγινε την δεκαετία του 1990, καθώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να απελευθερώνεται, μεγάλες τράπεζες ιδιωτικοποιήθηκαν και τα επιτόκια άρχισαν να πέφτουν στον δρόμο προς την ΟΝΕ. Μετοχοποιήσεις μεγάλων δημόσιων εταιρειών όπως ο ΟΤΕ και αρκετά αργότερα η ΔΕΗ, βοήθησαν στο να διαδοθεί η κατοχή μετοχών στους Έλληνες. Κατά το τέλος της δεκαετίας το χρηματιστήριο είχε περίπου 1,5 εκατομμύρια ενεργούς μετόχους οι οποίοι έψαχναν για πιο αποδοτικές επενδύσεις από τα πενιχρά επιτόκια καταθέσεων και τα ελάχιστα άλλα επενδυτικά εργαλεία. Η μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου από το 1999 μέχρι το 2003 ονομάστηκε Χρηματιστηριακό κραχ του 1999²⁰ και επηρέασε σχεδόν ολόκληρη την οικονομική πορεία της Ελλάδας. Ο αριθμός των

¹⁷<http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF>

¹⁸Γεωγραφική περιοχή στα βόρεια του Βελγίου, αντιστοιχώντας στη Φλαμανδική Περιοχή, συνιστώσα του ομόσπονδου Βελγικού κράτους.

¹⁹http://en.wikipedia.org/wiki/Stock_exchange

²⁰Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σηματοδεύτηκε από το κραχ του '99 (ή γεγονότα του '99), στο οποίο ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Έχει εκτιμηθεί ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια, μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές.

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

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

1.4 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πάνω από το ιστορικό καφενείο «Η Ωραία Ελλάς»²¹ στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου βρισκόταν από το 1870 η Λέσχη Εμπόρων των Αθηνών, που χρησίμευε ως τόπος συναντήσεως των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων. Στο χώρο αυτό κάθε απόγευμα διεξάγονταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε.

1.4.1 Ιστορική αναδρομή

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

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

Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 1999 πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το χρηματιστήριο. Ακόμη και σε μικρά χωριά υπήρχαν ΕΛΔΕ (γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών) και πολλές μικρές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ έφτασαν το 1,5 εκατ. περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι υπολογίζονται σε περίπου 4,5 εκατ. Με τον γενικό δείκτη να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ, πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της ζωής τους. Η πτώση ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου και συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν «φούσκες», δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρίες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο.

²¹http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF_%CE%91%CE%B8%CE%B7%CE%BD%CF%8E%CE%BD



Εικόνα 2: Το Έμβλημα του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι ο Φτερωτός Ερμής.

Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του²². Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε. Όταν η Ερμούπολη της Σύρου μεσουρανούσε ως η ελληνική πόλη με την μεγαλύτερη αστική ανάπτυξη, ο οικονομικός τύπος της πόλης δεν παρέλειπε να επισημαίνει την έλλειψη Χρηματιστηρίου που η σύστασή του θα αποτελούσε τον πυρήνα για τον σχηματισμό ομοίων στη συνέχεια, στον Πειραιά, την Αθήνα και την Πάτρα.

Καθώς η Ερμούπολη άρχισε να παρακμάζει, η σκυτάλη της πρώτης εμπορικής πόλης πέρασε στον Πειραιά. Εκεί είχε ήδη αναγερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο. Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο που ιδρύθηκε στον Πειραιά ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών ταυτοχρόνως. Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων. Το αξιομνημόνευτο της ίδρύσεως του Πειραιϊκού Χρηματιστηρίου αφορά περισσότερο στην κατασκευή του κτιρίου και λιγότερο στη λειτουργία του. Την εποχή εκείνη, το Μάιο του 1873, τα μέλη της Λέσχης ονόμασαν τη Λέσχη τους Χρηματιστήριο και προχώρησαν ακόμη και στην εκλογή Προέδρου. Ως πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης.

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

1.4.1.1 Χρονική περίοδος 1870-1873

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

²² Θωμαδάκης, Στ. - Ξανθάκης Μ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», σελ. 37-39.

1.4.1.2 Χρονική περίοδος 1873-1876

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

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

Η ίδρυση του ΧΑΑ, ύστερα από μακρόχρονη προεργασία, επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία του έθνους. Ανταποκρίθηκε μαχητικά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση του τόπου. Παράλληλα, από τη σύσταση του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών.

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

1.4.2 Πρόσφατη ιστορία

Το Χρηματιστήριο Αθηνών παίζει μεγάλο ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη²³ της Ελλάδας στο τελευταίο μισό του 20ου αιώνα. Γεγονότα τα οποία επηρέασαν ο Χρηματιστήριο είναι η ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική και Οικονομική Ενοποίηση (ONE) και το Χρηματιστηριακό κραχ του 1999, το οποίο σημάδεψε τις ζωές πολλών ελληνικών οικογενειών. Την Τρίτη 21 Σεπτεμβρίου 1999 ο γενικός δείκτης εμφάνισε ιστορικά υψηλά των 6484,38 μονάδων. Το ρεκόρ πτώσης είναι -9,71% και έγινε στις 24 Οκτωβρίου 2008. Σχεδόν 11 χρόνια αργότερα την Δευτέρα 7 Ιουνίου 2010 ο Γενικός Δείκτης έφτασε στις 1403,92 μονάδες.

1.5 Η ΔΟΜΗ ΚΑΙ Η ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

²³ Η οικονομική ανάπτυξη είναι ποιοτικός όρος της μακροοικονομίας ο οποίος αναφέρεται στην αύξηση της δυνατότητας ικανοποίησης των ατομικών και κοινωνικών αναγκών, με την πάροδο του χρόνου, στο εσωτερικό μίας οικονομίας. Σχετίζεται στενά με τον όρο οικονομική μεγέθυνση και συνήθως οι δύο όροι χρησιμοποιούνται εναλλάξ. Η οικονομική μεγέθυνση όμως είναι μία αυστηρά ποσοτική έννοια η οποία αναφέρεται στην αλλαγή του πραγματικού Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος με την πάροδο του χρόνου.

Εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας και διοικείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο με τριετή θητεία.. Τα μέλη του προτείνονται: τρία από τα χρηματιστηριακά γραφεία, ένα από τις εισηγμένες εταιρείες, ένα από τους εργαζομένους του χρηματιστηρίου, ένα από τους Οργανισμούς που επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες και το έβδομο από τον Υπουργό. Οι κύριες αρμοδιότητες της Διοικούσας Επιτροπής είναι οι εξής²⁴:

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

1.5.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Στο ΥΠΕΘΟ υπάγεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της οποίας τα μέλη και ο Πρόεδρος ορίζονται από αυτό. Οι κυριότερες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι οι εξής²⁵:

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

1.5.2 Τα Μέλη του Χρηματιστηρίου

Μέλη του Χρηματιστηρίου²⁶ είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές Α.Ε. (ανώνυμες εταιρείες) που θεωρούνται ως τακτά μέλη και οι αντικριστές που βοηθούν τους χρηματιστές στην εκτέλεση των καθηκόντων τους. Ο χρηματιστής διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μετά από εξετάσεις και αφού συγκεντρώσει συγκεκριμένα προσόντα. Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε. δεν μπορεί να έχει κεφάλαιο κατώτερο από εβδομήντα εκατομμύρια, οι δε μετοχές της είναι ονομαστικές. Για να μπορεί να κάνει συναλλαγές εκτός κύκλου, όταν δεν είναι απαραίτητη η συμμετοχή στη συνεδρίαση του χρηματιστηρίου, θα πρέπει να έχει κεφάλαιο διακοσίων εκατομμυρίων δραχμών. Οι χρηματιστηριακές Α.Ε. που έχουν μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ένα δισεκατομμύριο δραχμές μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου σε αντλήσεις κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό.

²⁴Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ. 17.

²⁵Ο.π., σελ.19.

²⁶Ο.π., σελ. 23

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

1.6 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΟΡΟΛΟΓΙΑ²⁷

1. Μετοχή

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



Εικόνα 3: Μετοχή της Εθνικής Τράπεζας (131 ετών).

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

²⁷Ο.π., σελ. 353-357.

διανομή μερίσματος. Οι προνομιούχες μετοχές μπορούν να εκδοθούν με δικαίωμα ψήφου και άνευ ψήφου.

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

2. Ομολογία

Είναι επίσης ένα εμπορικό έγγραφο, ο εκδότης του οποίου υπόσχεται να καταβάλλει ένα χρηματικό ποσό στο τέλος κάθε χρονικής περιόδου.

Μεταξύ των δύο αυτών χρεογράφων, της μετοχής και της ομολογίας, υπάρχουν ουσιώδεις διαφορές, οι κυριότερες των οποίων είναι οι εξής:

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

3. Χρηματιστής

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

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

4. Αντικριστές

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

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

5. Κύκλος ή «Κάγκελο»

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

6. Συναλλαγές εντός Κύκλου

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

7. Συναλλαγές εκτός Κύκλου

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

8. Κέρδη ανά Μετοχή

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

9. Μέρισμα ανά Μετοχή

Τα κέρδη που πράγματι διανέμονται στους μετόχους.

10. Παρακρατηθέντα Κέρδη ανά Μετοχή

Η διαφορά μεταξύ κερδών ανά μετοχή και μερισμάτων ανά μετοχή.

11. Απόδοση

Είναι ο λόγος μερίσματος προς την τιμή της μετοχής.

12. Εντολές προς τους Χρηματιστές

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

13. Πράξεις, Αγοραστές, Πωλητές

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

14. Δελτίο Τιμών

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

15. Επετηρίδα Χρηματιστηρίου

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

16. Εταιρεία Επενδύσεων

Ανώνυμη εταιρεία σκοπός της οποίας είναι η διαχείριση χρεογράφων.

17. Αμοιβαίο Κεφάλαιο

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

18. Κουπόνια

Μερισματαποδείξεις των μετοχών και τα τοκομερίδια των ομολόγων.

19. Μονάδα Διαπραγμάτευσης

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

20. Ονομαστική Αξία

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

1.7 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΝΕΒΑΙΝΕΙ, ΕΝΩ ΥΦΙΣΤΑΤΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Το εξής παράδοξο συμβαίνει στην Ελληνική πραγματικότητα, δηλαδή ενώ το χρηματιστήριο ανεβαίνει (άλμα 97% του Γενικού Δείκτη στο τελευταίο 7μηνο με μοχλό τις τραπεζικές μετοχές) η οικονομική κρίση εντείνεται. Με ατμομηχανή τον τραπεζικό κλάδο²⁸ το ελληνικό χρηματιστήριο κινείται στην πιο γρήγορη τροχιά ανόδου απ' όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ενώ βρίσκεται και παγκοσμίως στις υψηλότερες θέσεις.

Η υπερθέρμανση της ελληνικής αγοράς -που έχει ως αποτέλεσμα το τελευταίο 7μηνο Μάρτιος - Οκτώβριος 2009 να ενισχυθεί η κεφαλαιοποίηση κατά 50 δισ. ευρώ και ταυτόχρονα ο Γενικός Δείκτης να σημειώσει άνοδο 97,14% - αποδίδεται, σύμφωνα με τους χρηματιστηριακούς κύκλους, στην προσπάθεια των τραπεζών να αυξήσουν τις αποτιμήσεις τους. Στόχος τους να είναι έτοιμες για τις επικείμενες αυξήσεις κεφαλαίου με μετρητά που προγραμματίζονται για το 2012.

Το «φούσκωμα» των τιμών όχι μόνο των τραπεζών αλλά και άλλων μετοχών της υψηλής κεφαλαιοποίησης, δεν μπορεί να δικαιολογηθεί ούτε από τα προσδοκώμενα εταιρικά κέρδη του γ' τριμήνου του 2009 ούτε από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, καθώς η ελληνική οικονομία παραμένει σε στενωπό και η εικόνα ασφυξίας αναδύεται από πολλές επιχειρήσεις. Ο κ. Δημήτρης Τζάνας²⁹, εξηγεί ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι ρηχή και η διοχέτευση μεγάλου αριθμού κεφαλαίων όπως συμβαίνει τώρα, δημιουργεί συνθήκες ανατιμητικής κερδοσκοπίας καθώς από τον απόλυτο παραλογισμό του περσινού Οκτωβρίου βιώνουμε εφέτος την αντίθετη όψη, δηλαδή μία υπερβολική ευφορία που δεν δικαιολογείται και από την προβληματική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας.

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

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

1.7.1 Ευνοϊκές εκθέσεις

Παράλληλα συνεχίζεται και το μπαράζ των ευνοϊκών εκθέσεων από ξένους οίκους. Στις 2 πρώτες εβδομάδες του Οκτωβρίου που συντελείται και η μεγαλύτερη άνοδος, με νέα υψηλά του Γενικού Δείκτη και επιστροφή στις συνεδριάσεις της 26^{ης} Σεπτεμβρίου 2008, η Citigroup κατ' αρχήν υποστήριξε ότι η Αθήνα είναι η δεύτερη πιο ελκυστική αγορά στο σύνολο της Ευρώπης. Αυτό αφορά τον πολλαπλασιαστή κερδοφορίας (p/e)³⁰ με βάση την εκτιμώμενη κερδοφορία του 2009, όσο και με βάση αυτήν του 2010, ενώ από τις αρχές του έτους μέχρι σήμερα το X.A. σημειώνει μία από τις μεγαλύτερες αποδόσεις διεθνώς.

²⁸ Ντόκας Α., Άρθρο, «Το Χρηματιστήριο απογειώνεται, ενώ η οικονομική κρίση εντείνεται».

²⁹ Σύμβουλος επενδύσεων της Proton Bank.

³⁰ Οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες όπως το P/E και το P/BV βάσει των οποίων οι αναλυτές μπορούν να διαμορφώσουν μια αντιπροσωπευτική εικόνα για το κατά πόσο μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με μια άλλη, κινούνται πλέον με νέα δεδομένα.

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

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

1.7.2 Το χαμηλότερο P/E

Η *Morgan Stanley*³¹ από την πλευρά της σημειώνει ότι το Χρηματιστήριο της Αθήνας παραμένει το φθηνότερο στην Ευρώπη, αφού διαπραγματεύεται με το χαμηλότερο P/E στη Γηραιά Ήπειρο, όμως, το κλείσιμο της ψαλίδας των αποτιμήσεων είναι εμφανές. Οι ισπανικές μετοχές διαπραγματεύονται σε p/e 13, ενώ λίγο ακριβότερο είναι το χρηματιστήριο της Νορβηγίας.

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

1.7.3 Ο Γενικός Δείκτης προσγειώνεται στα χαμηλά

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

1.8 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ Ε.Ε.

Κρίνουμε ότι είναι απαραίτητο για κάθε θέμα που αναλύεται, να υπάρχει αναφορά στα συμβαίνοντα στο χώρο της Ε.Ε.³², δεδομένου ότι αποτελούμε αναπόσπαστο τμήμα της. Η αναμενόμενη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων για μετοχές, απαιτεί έγκαιρη ενημέρωση των Ελλήνων αποταμιευτών, προκειμένου να επιλέξουν σωστά τα ευρωπαϊκά χρεόγραφα.

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

³¹ Παγκόσμια χρηματοπιστωτική επιχείρηση υπηρεσίες και μια ηγετική θέση στην αγορά κινητών αξιών, διαχείριση περιουσιακών στοιχείων και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

³²<http://www.gocurrency.com/countries/euro.htm>

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

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

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

ΒΕΛΓΙΟ: Έχει 4 χρηματιστήρια εκ των οποίων το χρηματιστήριο των Βρυξελλών πάνω από το 90% των συναλλαγών. Οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται με προθεσμιακό διακανονισμό. Οι Βρυξέλλες είναι κέντρο εισαγωγής ξένων μετοχών και ευρωομολογιών. Οι συναλλαγές σε ξένους τίτλους αντιπροσωπεύουν περίπου το 50% του συνολικού όγκου των συναλλαγών.

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

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

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

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

ΑΓΓΛΙΑ - ΙΡΛΑΝΔΙΑ: Η αγγλική κεφαλαιαγορά είναι από τις πιο ανεπτυγμένες στον κόσμο και από τις μεγαλύτερες αγορές στα ομόλογα, όπου τα κυβερνητικά συμμετέχουν σε μεγάλα ποσοστά. Με τη φιλελευθεροποίηση της κεφαλαιαγοράς το 1979 αυξήθηκε η εισδοχή ξένων τίτλων και ευρωομολόγων στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, του οποίου η ανταγωνιστικότητα έγινε αισθητή μετά τις μεταρρυθμίσεις του 1986. Το χρηματιστήριο του Λονδίνου και της Δημοκρατίας της Ιρλανδίας χωρίζεται σε 7 διοικητικές ενότητες.

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

1. Το μεγάλο πρόβλημα των τραπεζών σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ιταλία και η Ελλάδα, καθώς και ο ρόλος τους στην παροχή πιστώσεων περιορίζουν την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών.

2. Η ζήτηση για κεφάλαια από το δημόσιο τομέα και τα συνοδευόμενα κυβερνητικά μέτρα και περιορισμοί επηρεάζουν το μέγεθος και την αποδοτικότητα των χρηματαγορών.
3. Η ύπαρξη μεσαίων και μικρών επιχειρήσεων οικογενειακού χαρακτήρα τις καθιστά απρόθυμες ή ανίκανες να εκμεταλλευτούν την κεφαλαιαγορά ως πηγή χρηματοδότησης.

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

2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

2.1 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου δεν ακολουθεί τον τυχαίο περίπατο. Άρα, υπάρχουν κάποιες μεταβλητές που να εξηγούν τη διακύμανση της απόδοσης των μετοχών. Αυτό το θέμα έχει απασχολήσει σε μεγάλο βαθμό την οικονομική επιστήμη³³ και παρ' όλες τις έρευνες που έχουν γίνει μέχρι σήμερα καμιά δεν έχει καταλήξει σε ασφαλή συμπεράσματα τα οποία θα ίσχυαν σε κάθε περίπτωση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι κάθε χρηματαγορά παρουσιάζει ιδιαιτερότητες που οφείλονται στη δομή της οικονομίας κάθε χώρας και στους τομείς από τους οποίους αυτή εξαρτάται. Επιπλέον, στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη κοινωνία που επιτρέπει τις διακρατικές συναλλαγές με εξαιρετικά μεγάλη ταχύτητα, οι χρηματαγορές εξαρτώνται και από παράγοντες που επηρεάζουν την παγκόσμια οικονομία καθώς και τη κίνηση των υπόλοιπων χρηματαγορών. Η τιμή της μετοχής είναι συνδυασμός τόσο της λογιστικής της αξίας όσο και των προσδοκώμενων αποδόσεων της μετοχής στο άμεσο μέλλον. Αν υπάρχουν στοιχεία προβλεψιμότητας στις τιμές των μετοχών, αυτά πρέπει να σχετίζονται με τους μακροοικονομικούς παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωσή τους. Αλλά, σε σχέση με τους μακροοικονομικούς παράγοντες, οι τιμές των μετοχών είναι πάρα πολύ ευμετάβλητες βραχυπρόθεσμα.

Υπάρχει μια συμφωνία μεταξύ των μακροοικονομολόγων και των χρηματοοικονομικών θεωρητικών, ότι οι τιμές του χρηματιστηρίου καθορίζονται από μακροοικονομικές μεταβλητές, γνωστές και ως θεμελιώδεις μεταβλητές της οικονομίας. Επιπλέον, συμφωνούν ότι η σύνδεση τους είναι αμφίδρομη, δηλαδή υπάρχει σχέση ανάμεσα στο χρηματιστήριο και την πραγματική δραστηριότητα.

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

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

2.1.1 Τα παραδοσιακά μακροοικονομικά υποδείγματα

Η παραδοσιακή μακροοικονομία έχει ενδιαφερθεί κυρίως για την εξέλιξη των επιτοκίων μέσα στο χρόνο και έχει θεωρήσει συνθήκες βεβαιότητας. Σ' αυτά τα υποδείγματα το χρηματιστήριο είναι μια δευτερογενής αγορά, όπου η απόδοσή του ισούται με τα επιτόκια, γιατί όλα τα πάγια θεωρούνται ίσα. Η θεωρητική προσέγγιση αναγνωρίζει ότι το χρηματιστήριο συνδέει τα μελλοντικά κέρδη με τις διακυμάνσεις των επιτοκίων, τις παρούσες επενδύσεις με τις αποφάσεις κατανάλωσης. Η επίδραση των πραγματικών μεταβλητών στις τιμές των μετοχών προέρχεται από την επανάληψη των προσδοκιών των μελλοντικών επιχειρηματικών κερδών και από αλλαγές στα προεξοφλητικά επιτόκια. Το μόνο κομμάτι της παραδοσιακής βιβλιογραφίας όπου το χρηματιστήριο παίζει ενεργό ρόλο, είναι η ιδέα του q-

³³ Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», σελ. 37-39.

Tobin³⁴, (λόγος της αξίας της επιχείρησης προς την αγοραία αξία των περιουσιακών της στοιχείων, αν $q\text{-Tobin} > 1$, τότε η επιχείρηση προχωρά σε επενδύσεις, αν $q\text{-Tobin} < 1$, τότε η επιχείρηση μπορεί να αποχωρήσει από την αγορά ή να πουλήσει μέρος του κεφαλαιουχικού της εξοπλισμού) όπου οι τιμές του χρηματιστηρίου επηρεάζουν τις επενδύσεις. Συγκεκριμένα, μια αύξηση στην τιμή του χρηματιστηρίου χαμηλώνει το κόστος κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις, ώστε να αυξάνει τις επενδύσεις και κατά συνέπεια την παραγωγή.

2.1.2 Η χρηματοοικονομική προσέγγιση

Η χρηματοοικονομική προσέγγιση επικεντρώνεται στην ερμηνεία διαφορετικών αποδόσεων για διαφορετικά πάγια. Η επίδραση της πραγματικής δραστηριότητας στις αγορές κεφαλαίου σ' αυτό το σημείο φανερά εμπεριέχεται στη θεωρία κερδοσκοπικής τιμολόγησης. Η APT³⁵ εξειδικεύει τις αποδόσεις των παγίων ως ένα γραμμικό συνδυασμό παραγόντων, ο οποίος συλλαμβάνει τα συστηματικά στοιχεία του κινδύνου. Η διαφοροποίηση είναι λογική στη διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου, ως εκ τούτου οι μόνες μεταβλητές που επηρεάζουν την τιμή των χρηματιστηριακών συνόλων είναι αυτές που επηρεάζουν τις αναμενόμενες χρηματοροές και τα αναμενόμενα προεξοφλητικά επιτόκια. Οι χρηματοροές επηρεάζονται από αλλαγές στην πραγματική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό, ενώ τα προεξοφλητικά επιτόκια χωρίς κίνδυνο καθορίζονται από αλλαγές των επενδύσεων που συνοδεύονται από υψηλό κίνδυνο.

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

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

όπου

R_j : μια στοχαστική απόδοση της j μετοχής

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

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

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

ε_j : διαταρακτικός όρος

2.1.3 Τα υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών (CAPM)

Εισηγητές του μοντέλου ήταν οι Sharpe (1964) και Lintner (1965). Το CAPM³⁶ αποτελεί επέκταση της θεωρίας του χαρτοφυλακίου όπως αυτή διατυπώθηκε αρχικά από τον Markowitz (1952). Η κατάρτιση χαρτοφυλακίου κατά τον Markowitz, απαιτούσε τον υπολογισμό της συνδιακύμανσης μεταξύ των μετοχών που το απαρτίζουν, ως μέτρο κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Βασική συμβολή του CAPM είναι η εισαγωγή της Μετοχικής Γραμμής Αγοράς (Security Market Line, SML), ενός χαρτοφυλακίου που περιλαμβάνει όλες τις μετοχές της κεφαλαιαγοράς καθώς και ένα χρεόγραφο που δεν έχει κίνδυνο (πχ ομόλογο του δημοσίου). Ο υπολογισμός του κινδύνου για μια μετοχή μπορεί πλέον να γίνει με τη βοήθεια

³⁴ http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's_q

³⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Advanced_Packaging_Tool

³⁶ http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_asset_pricing_model

του συντελεστή *beta*, που υπολογίζει τη συνδιακύμανση μεταξύ της μετοχής και του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η παραπάνω μέθοδος ορίζει μόνο μια πηγή κινδύνου, που αποτελεί την τυπική απόκλιση της μετοχής.

2.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες παίρνουν το υπόδειγμα παρούσας αξίας ως βασικό για τον προσδιορισμό των τιμών του χρηματιστηρίου³⁷. Αρκετές εργασίες ασχολούνται απευθείας με την άμεση εξέταση του υποδείγματος παρούσας αξίας που προαναφέρθηκε. Από τη μια, εξετάσεις που βασίζονται σε όρια διακύμανσης οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών ποικίλουν πάρα πολύ για να είναι σύμφωνες με το υπόδειγμα παρούσας αξίας. Από την άλλη, εξετάζουν το υπόδειγμα παρούσας αξίας υποθέτοντας πως αν μια μεταβλητή *Y* είναι η ορθολογική προσδοκία της μεταβλητής *X*, και *X* είναι ολοκληρωμένη πρώτης τάξης, τότε και οι δυο μεταβλητές πρέπει να είναι συνολοκληρωμένες. Συμπεραίνουμε, πως οι τιμές των χρηματιστηρίων είναι η ορθολογική προσδοκία των μερισμάτων και επομένως ισχύει το υπόδειγμα παρούσας αξίας.

Αντίθετα με το θεωρητικό υπόδειγμα, το οποίο είναι η βάση για εμπειρικές μελέτες του υποδείγματος παρούσας αξίας, οι περισσότερες εμπειρικές αναλύσεις περιλαμβάνουν υψηλό κίνδυνο στην εξίσωση του υποδείγματος παρούσας αξίας για το προεξοφλητικό επιτόκιο των μετοχικών τιμών. Σ' αυτές τις μελέτες το υπόδειγμα παρούσας αξίας είναι μόνο σημείο αναφοράς για τη μελέτη της επίδρασης διαφορετικών μακροοικονομικών μεταβλητών στον καθορισμό των μετοχικών αποδόσεων ή για την ερμηνεία των διαφόρων αποδόσεων παγίων. Η τιμή του χρηματιστηρίου εξαρτάται από την εξέλιξη της οικονομίας στο μέτρο που τα μερίσματα εξαρτώνται από τις μελλοντικές τιμές των επιχειρηματικών κερδών, τα οποία είναι ένα σημαντικό κομμάτι του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος και είναι υψηλά προκυκλικό. Η τιμή επίσης, εξαρτάται από το επιτόκιο και το προεξοφλητικό επιτόκιο, τα οποία ποικίλουν με τον επιχειρηματικό κύκλο. Υπάρχουν ποικίλες αναλύσεις οι οποίες αναγνωρίζουν τους «μακροοικονομικούς παράγοντες», όταν εξηγούν τις μετοχικές αποδόσεις. Πολλοί θεωρούν διάφορες χρηματοοικονομικές μεταβλητές οι οποίες ποικίλουν με τον επιχειρηματικό κύκλο, όταν αναγνωρίζονται οι παράγοντες του υποδείγματος της θεωρίας κερδοσκοπικής τιμολόγησης (APT). Οι ίδιες μεταβλητές διαλέγονται για την εξήγηση των διαφορών στις αποδόσεις των ομολόγων και των μετοχών. Μόνο ελάχιστες μελέτες περιλαμβάνουν την πραγματική δραστηριότητα στην ανάλυση τους. Κάποιοι βρίσκουν πως η βιομηχανική παραγωγή εξηγεί μεγαλύτερη αναλογία της διακύμανσης για μεγαλύτερους ορίζοντες απόδοσης, παρ' ότι για μικρούς.

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

³⁷ Πελαγίδης Θ., Μητσόπουλος Μ., «Η στιγμή της στροφής για την ελληνική οικονομία», σελ. 203-204.

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

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

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

2.3 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Για τη μελέτη της επίδρασης των μακροοικονομικών μεταβλητών στις τιμές των μετοχών, το ενδιαφέρον μας επικεντρώνεται στην Ελλάδα, διότι θεωρείται αναπτυσσόμενη αγορά. Τέτοιες χώρες είναι συνήθως μικρότερες στο μέγεθος, πιο ευμετάβλητες και λιγότερο ρευστές σε σχέση με τις γνωστές και μεγάλες χρηματαγορές. Αποδεικνύεται³⁸ πως οι αναπτυσσόμενες αγορές επιδρούν λιγότερο στις πληροφορίες. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε ποικίλους παράγοντες, όπως χαμηλή ποιότητα πληροφοριών, το υψηλό κόστος εμπορίου και η χαμηλή ανταγωνιστικότητα λόγω των διεθνών επενδυτικών συνόρων. Οι αναδυόμενες αγορές, εμφανίζουν χαρακτηριστικά τα οποία τις κάνουν να ξεχωρίζουν από τις άλλες αγορές. Οι αποδόσεις και οι κίνδυνοι στις αναδυόμενες αγορές έχει διαπιστωθεί πως είναι υψηλότερες σε σχέση με τις αναπτυγμένες αγορές. Επιπλέον, οι αποδόσεις που επιτυγχάνονται από τις αναδυόμενες αγορές, εμφανίζονται πιο προβλέψιμες από τις αναπτυγμένες αγορές και έχουν πιο ισχυρές ιδιότητες περιστροφής γύρω από το μέσο, με ένα υψηλό βαθμό αυτοσυσχέτισης. Οι αναδυόμενες αγορές παρουσιάζουν ποικίλες διαβαθμίσεις τμηματοποίησης. Μερικές αναδυόμενες αγορές εκθέτουν ολοκλήρωση που ποικίλει στο χρόνο (*time varying*³⁹), καθώς εμφανίζονται πιο ολοκληρωμένες από το αναμενόμενο βάσει της προηγούμενης γνώσης των επενδυτικών περιορισμών. Άλλες αγορές φαίνεται πως είναι ελαφρώς τμηματοποιημένες, παρ' όλο που οι ξένοι έχουν συγκριτικά ελεύθερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές τους. Οι αναδυόμενες αγορές ενδέχεται να περάσουν από διάφορες φάσεις «αναδύσεως» και δεν πρέπει να θεωρούνται στατικές. Δεν πρέπει να παραλείψουμε πως και η βιομηχανική ανάπτυξη στις αναπτυσσόμενες αγορές είναι συνήθως μικρότερη από ότι στις αναπτυγμένες αγορές.

2.4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Από εμπειρική άποψη το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών (X.A.A.) είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον. Είναι ένα μικρό, αδρανές συναλλαγματικά και με χαμηλότερη ρευστότητα χρηματιστήριο σε σχέση με τα μεγάλα χρηματιστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το

³⁸ Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», σελ. 77-81.

³⁹ http://en.wikipedia.org/wiki/Time-variant_system

χρηματιστήριο αξιών Αθηνών (ΧΑΑ)⁴⁰ ιδρύθηκε το 1887 και είναι το μοναδικό στην Ελλάδα. Περιλαμβάνει δυο τμήματα αγοράς, την «κύρια» και την «παράλληλη» αγορά. Η κύρια αγορά κυρίως περιλαμβάνει μεγάλες επιχειρήσεις με μεγαλύτερο κεφάλαιο μετοχών και λειτουργικά κέρδη. Αντίθετα, οι μετοχές που διαπραγματεύονται στην παράλληλη αγορά τυπικά έχουν χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση μετοχών, μικρότερη λειτουργική κλίμακα και χαμηλότερα κέρδη.

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

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

2.5 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Η περίοδος 1983 – 2003, χαρακτηρίζει τη σύγχρονη ιστορία του Ελληνικού χρηματιστηρίου⁴¹ και ταυτόχρονα περικλείει την εντονότερη φάση ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, αλλά και γενικότερα της εθνικής οικονομίας. Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος επεφύλαξε έντονες συγκινήσεις στους έλληνες θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές, οδηγώντας στη διεθνοποίηση της ελληνικής αγοράς μετοχών και στην αναβάθμιση της σε ένα χρηματιστήριο Ευρωπαϊκών προδιαγραφών. Από την άλλη πλευρά σε όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο δεν έλειψαν τα ακραία φαινόμενα και οι εξάρσεις τόσο σε επίπεδο ανόδου όσο και σε επίπεδο πτώσης των τιμών των μετοχών, επιβεβαιώνοντας διαρκώς τον ιστορικό κανόνα της εναλλαγής των χρηματιστηριακών κύκλων και τη μετάβαση της επενδυτικής ψυχολογίας από την άκρατη αισιοδοξία στην αστείρευτη απαισιοδοξία. Οι σημαντικότερες επιμέρους περίοδοι αυτής της εικοσαετίας, καθώς και τα κυριότερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα αυτών παρατίθενται αμέσως πιο κάτω:

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

Χρονική περίοδος 1986-1988: Η λήψη των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας με απώτερο στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την κάμψη του πληθωρισμού, οδήγησε στη σταδιακή ανάκαμψη του χρηματιστηρίου και προκάλεσε φαινόμενα έξαρσης στην άνοδο των τιμών των μετοχών έως το φθινόπωρο του 1987. Στην ίδια χρονική περίοδο, οι διεθνείς αγορές παρουσίασαν ανάλογες τάσεις, ενώ η κίνηση των

⁴⁰Ζάντζας Δ., Άρθρο, «Ερμαιο φημών το Χρηματιστήριο».

⁴¹Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.177-184.

κεφαλαίων ενισχύθηκε μεταξύ των οικονομιών. Η άνοδος του γενικού δείκτη διαμορφώθηκε σε 46.38% το 1986 και κατέστη εντονότερη το πρώτο δεκάμηνο του 1987. Είναι ενδεικτικό ότι σε διάστημα μόλις 10 μηνών, η άνοδος της αγοράς προσέγγισε τα επίπεδα του 400%. Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου 1987, σημειώθηκε «μίνι κραχ» στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με το δείκτη *Dow - Jones* να σημειώνει κάθετη πτώση της τάξεως του 22.7% σε μια και μόνο συνεδρίαση. Η εξέλιξη εκείνη είχε ως αποτέλεσμα την αντιστροφή της ανοδικής τάσης που είχε σημειωθεί στην Ελληνική αγορά μετοχών. Παρά το γεγονός αυτό, το έτος 1987 έκλεισε με ετήσια άνοδο της τάξης του 162.34%, ενώ το 1988 αποτέλεσε μια μεταβατική περίοδο στην πορεία των τιμών των Ελληνικών μετοχών.

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

Χρονική περίοδος 1997-1999: Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος στέφθηκε από τη πιο μακριά σε διάρκεια αλλά και σε ένταση χρηματιστηριακή ευφορία που γνώρισε η εγχώρια αγορά μετοχών στη σύγχρονη ιστορία της. Στην περίοδο αυτήν προεξοφλήθηκαν με άκρως έντονο τρόπο τα οφέλη της εισόδου της Ελλάδας στην ΟΝΕ και η βελτίωση των μακροοικονομικών της μεγεθών, κάμψη πληθωρισμού και επιτοκίων, μείωση δημοσίου χρέους, βελτίωση δημοσιονομικών μεγεθών ενώ η είσοδος καταρχήν των ξένων θεσμικών επενδυτών και μετέπειτα του ευρύτερου επενδυτικού κοινού στη αγορά μεγιστοποίησε τα μεγέθη των συναλλαγών σε ημερήσια βάση και ανέβασε τη χρηματιστηριακή αξία του χρηματιστηρίου σε επίπεδα άνω του 150% του ΑΕΠ. Το 1999 αποτέλεσε το έτος με τη μεγαλύτερη άνοδο του γενικού δείκτη κατά 102% παρά τα αρνητικά γεγονότα της κρίσης του Οτσαλάν, του Πολέμου της Γιουγκοσλαβίας και του καταστροφικού σεισμού της Αθήνας που μεσολάβησαν. Οι δείκτες P/E των μετοχών εκτινάχθηκαν σε τριψήφια νούμερα, με τις εισηγμένες επιχειρήσεις να επιδίδονται σε ένα χορό εξαγορών και συγχωνεύσεων για να τεκμηριώσουν τις αποτιμήσεις τους.

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

Η άνοδος και η πτώση των τιμών των μετοχών συνιστούν τον अपαράβατο νόμο των διεθνών χρηματιστηρίων οδηγώντας τους ανά τον κόσμο επενδυτές σε έντονη εναλλαγή συναισθημάτων και προσδοκιών. Η Ελληνική αγορά μετοχών διήνυσε με συστηματικό τρόπο αυτόν το δρόμο κατά τη τελευταία εικοσαετία, επιβεβαιώνοντας την άποψη ότι η ενασχόληση με το χρηματιστήριο αποδίδει το μέγιστο αποτέλεσμα όταν γίνεται σε πολύ μεγάλο βάθος χρόνου. Παράλληλα, αποδείχθηκε ότι ο γενικός δείκτης είναι προδιαγεγραμμένο να σημειώνει ξανά τα ιστορικά υψηλά του, ανεξαρτήτως της έκτασης ή του μεγέθους της πτώσης που έχει λάβει χώρα στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα.

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

Χρονική περίοδος 2004-2011: Όπως διαπιστώσαμε το Χρηματιστήριο Αθηνών παίζει μεγάλο ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη της Ελλάδας στο τελευταίο μισό του 20^{ου} αιώνα. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε τα γεγονότα τα οποία επηρέασαν το Χρηματιστήριο και το σπουδαιότερο είναι η ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική και Οικονομική Ενοποίηση (ONE), βέβαια στον αντίποδα βρίσκεται η απόλυτη κατάρρευση το Χρηματιστηριακό κραχ του 1999, το οποίο σημάδεψε τις ζωές πολλών ελληνικών οικογενειών. Τα χρόνια που ακολούθησαν ο γενικός δείκτης είχε συνεχή πτωτική πορεία και ενδεικτικά αναφέρω την Δευτέρα 7 Ιουνίου 2010 ο Γενικός Δείκτης έφτασε στις 1403,92 μονάδες και στις 18 Νοεμβρίου 2011 έκλεισε στις 712,63 μονάδες. Στις 28 Αυγούστου του 2011 ο Γενικός Δείκτης του χρηματιστηρίου σημείωσε την μεγαλύτερη ημερήσια άνοδο στην ιστορία του, συγκεκριμένα +14,37%, ευρισκόμενος βέβαια σε επίπεδα κάτω των 1000 μονάδων.

2.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960⁴² άρχισε να αναπτύσσεται μια φιλολογία στους ακαδημαϊκούς κύκλους γύρω από τη διαδικασία προσδιορισμού των τιμών των χρεογράφων. Η συζήτηση γύρω από το θέμα αυτό, αρχικά εστιάστηκε στην ανεξαρτησία των τιμών των χρεογράφων και στο υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (*random walk*⁴³). Σύμφωνα με το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου, αν οι τιμές των χρεογράφων το ακολουθήσουν, τότε η χρονική σειρά των παρελθοντικών τιμών δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί με σκοπό τη δημιουργία υπερβολικών αποδόσεων. Η υποστήριξη της παραπάνω θεωρίας οδήγησε στην υπόθεση της «Αποτελεσματικής Αγοράς» η οποία αποδείχθηκε από τους *Samuelson*⁴⁴ και *Mandelbrot*⁴⁵ κάτω από τις αυστηρές υποθέσεις της απουσίας του κόστους συναλλαγών και ομογένειας των επενδυτών.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειώσουμε ότι όταν μιλάμε για αποτελεσματικότητα της αγοράς δεν ενδιαφερόμαστε για τη δομική σχέση μεταξύ κινδύνου και αναμενόμενης απόδοσης (*CAPM*, *APT*), αλλά για την ακρίβεια με την οποία η αγορά σε σχέση με τη δομή της, τιμολογεί τις μετοχές της. Για την αποτελεσματική αγορά δόθηκαν διάφοροι ορισμοί μερικοί από τους οποίους αναφέρονται παρακάτω.

Μια αγορά είναι αποτελεσματική ως προς ένα σύνολο πληροφοριών εάν είναι αδύνατον να πραγματοποιηθούν κέρδη από αγοροπωλησίες χρεογράφων, με βάση το σύνολο των πληροφοριών. Με την έννοια οικονομικά κέρδη, εννοούμε την προσαρμοσμένη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου ύστερα από κάθε κόστος. Αποτελεσματική είναι αυτή η αγορά που οι

⁴² Λεβεντάκης Ι., «Διεθνής Μακροοικονομική & Χρηματοοικονομική», σελ.345-347.

⁴³ http://en.wikipedia.org/wiki/Random_walk

⁴⁴ http://en.wikipedia.org/wiki/Paul_Samuelson

⁴⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Benoit_Mandelbrot

μετοχικές τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως τις διαθέσιμες πληροφορίες. Σαν πλήρως αποτελεσματική αγορά ορίζεται η αγορά εκείνη στην οποία η τιμή κάθε χρεογράφου αντικατοπτρίζει την επενδυτική του αξία, σε κάθε χρονική στιγμή. Με άλλα λόγια αν οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν γρήγορα κάθε νέα πληροφορία, τότε η αγορά είναι αποτελεσματική, ενώ αν κάθε νέα πληροφορία αργεί να ενσωματωθεί και περνάει κάποιος χρόνος για την μελέτη και ανάλυση της νέας πληροφορίας από τους επενδυτές, πράγμα που ενδεχομένως να κάνει τις τιμές των μετοχών να αποκλίνουν από εκείνες που θα προέκυπταν με προσεκτική ανάλυση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών, μια τέτοια αγορά θα χαρακτηριζόταν μη αποτελεσματική.

Καταλήγουμε στο ότι μια αγορά είναι αποτελεσματική αν οι τιμές πλήρως και ακαριαία αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και καμία δυνατότητα κερδοφορίας δεν μένει ανεκμετάλλευτη. Σε μια αποτελεσματική αγορά υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικών καταναλωτών μεγιστοποίησης του κέρδους, που ενεργά ανταγωνίζονται μεταξύ τους, προσπαθώντας να προβλέψουν μελλοντικές αγοραστικές τιμές μεμονωμένων χρεογράφων, ενώ σημαντική παρούσα πληροφόρηση διατίθεται σχεδόν ελεύθερα σ' όλους τους μετέχοντες στην αγορά. Σε μια αποτελεσματική αγορά οι ανταγωνιστικοί μετέχοντες αντικατοπτρίζουν πληροφόρηση ορθολογική και ακαριαία για τις τιμές, κάνοντας παρελθοντικές σχετικές πληροφορίες άχρηστες στην πρόβλεψη μελλοντικών τιμών. Μια αποτελεσματική αγορά θα πρέπει να αντιδρά σε νέες πληροφορίες «ειδήσεις», αλλά εφ' όσον αυτό είναι μη-προβλέψιμο εξ' ορισμού, τιμολογιακές αλλαγές ή αποδόσεις σε μια αποτελεσματική αγορά, δεν μπορεί να είναι προβλέψιμες.

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

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

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

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

Η αποτελεσματικότητα του ελληνικού χρηματιστηρίου ερευνήθηκε από τους *Kavussanos and Dockery* (2001)⁴⁶ για την περίοδο 1988 μέχρι 1994. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν πως η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί για το ΧΑΑ. Η χαμηλή ρευστότητα της αγοράς, η περιορισμένη προσφορά μετοχών, καθώς επίσης και η περιορισμένη διαφάνεια των πληροφοριών, είναι κυρίαρχα στοιχεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και μερικοί από τους λόγους της αναποτελεσματικότητάς της. Φαίνεται πως παρά τις αλλαγές για να βελτιωθεί η συνολική λειτουργία της αγοράς, υπάρχουν ακόμη πολλά δομικά και θεσμικά προβλήματα που χρειάζεται να διορθωθούν.

Στην πραγματικότητα, το ερώτημα αν η αγορά είναι αποτελεσματική δεν μπορεί να απαντηθεί με ένα ναι ή ένα όχι. Κάποιες πληροφορίες ενδέχεται να επηρεάζουν τις μετοχικές

⁴⁶ http://www.eurojournals.com/irjfe_51_07.pdf

τιμές περισσότερο από άλλες πληροφορίες. Το καλύτερο θα ήταν να εξετάζαμε τον βαθμό αποτελεσματικότητας της αγοράς. Για να μελετήσουν τους διαφόρους βαθμούς ανταπόκρισης, οι ερευνητές χώρισαν τις πληροφορίες σε τρεις μεγάλες κατηγορίες:

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

Η επίδραση αυτών των τριών ειδών πληροφόρησης εξετάζεται παρακάτω

2.6.1 Αποτελεσματικότητα ασθενούς μορφής (*week form*)

Μια κεφαλαιαγορά⁴⁷ λέμε πως είναι ασθενούς μορφής όταν οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν όλες τις παρελθούσες τιμές. Σύμφωνα με τη μορφή αυτή οποιαδήποτε πληροφορία σχετική με τις παρελθούσες τιμές των μετοχών, ενσωματώνεται πλήρως στην τιμή της μετοχής με αποτέλεσμα να είναι αδύνατο να προβλέψουμε μελλοντικά την τιμή μιας μετοχής αναλύοντας την παρελθούσα συμπεριφορά της.

Μαθηματικά η ασθενής αποτελεσματικότητα παρουσιάζεται ως εξής:

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

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

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

2.6.2 Ημι-ισχυρή αποτελεσματικότητα (*semi-strong form*)

Μια αγορά λέμε πως είναι ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας αν κάθε δημόσια πληροφόρηση αντικατοπτρίζεται απευθείας στις τιμές των μετοχών. Με τον όρο δημόσια πληροφόρηση αναφερόμαστε στους δημοσιευμένους ισολογισμούς της εταιρίας και των ανταγωνιστών, ανακοινώσεις σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας και κάθε άλλη δημόσια διαθέσιμη πληροφορία σχετικά με την αξιολόγηση της εταιρίας.

2.6.3 Ισχυρή αποτελεσματικότητα (*strong form*)

Μια αγορά είναι ισχυρώς αποτελεσματική όταν οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, δημόσιες και ιδιωτικές. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας συνομολογεί πως οι ιδιωτικές πληροφορίες ή επίσης οι εσωτερικές πληροφορίες, γρήγορα ενσωματώνονται από τις τιμές αγοράς και ως εκ τούτου δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δράσουν ασυνήθιστα συναλλακτικά κέρδη. Έτσι, όλες οι

⁴⁷ <http://www.euretirio.com/2010/06/apotelesmatiki-agora.html>

πληροφορίες, είτε δημόσιες είτε ιδιωτικές, αντικατοπτρίζονται πλήρως σε μια σημερινή τιμή χρεογράφου. Αυτό σημαίνει, πως ακόμη και η εσωτερική διοίκηση της εταιρείας δεν είναι ικανή να φέρει κέρδη από εσωτερικές πληροφορίες που έχει. Η λογική πίσω από αυτό είναι πως η αγορά προεξοφλείται μ' έναν αμερόληπτο τρόπο, η μελλοντική ανάπτυξη και κατά συνέπεια η πληροφόρηση έχει ενσωματωθεί και αξιολογηθεί μέσα στις τιμές αγοράς μ' έναν πιο αντικειμενικό και πληροφοριακό τρόπο παρά από το εσωτερικό.

Ø Εξέταση της Αποτελεσματικής Αγοράς

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

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

Ημι-δυνατός τύπος (*semi-strong form*):

Û δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες

Û εμπεριέχει και την αδύναμη μορφή σαν ειδική περίπτωση Δυνατός τύπος (*strong form*)

Û Ιδιωτική / εσωτερική πληροφόρηση

Û Εμπεριέχει και την ημι-ισχυρή μορφή σαν ειδική περίπτωση

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

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

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

Û Οι τιμές των μετοχών πρέπει να ανταποκρίνονται γρήγορα και με ακρίβεια στην εμφάνιση νέων πληροφοριών, σχετικών με την αξιολόγηση της εταιρίας.

Û Οι αλλαγές στις αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών από τη μια περίοδο στην άλλη, πρέπει να συνδέονται μόνο με τις αλλαγές του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο (*risk-free rate*) και τις αλλαγές του ασφαλίστρου κινδύνου (*risk-premium*) που σχετίζεται με την μετοχή. Οι αποδόσεις που συνδέονται με διαφορετικούς παράγοντες από τους ανωτέρω θεωρούνται απρόβλεπτες.

Û Είναι αδύνατον, εξετάζοντας τα χαρακτηριστικά των επενδυτών σήμερα, να διακρίνουμε ανάμεσα σε αποδοτικές και μη αποδοτικές επενδύσεις στο μέλλον.

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

2.7 ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ

Η εξέταση της αποτελεσματικότητας σε μία αγορά είναι απαραίτητη διότι κάθε επίδραση παρελθοντικών τιμών στις μελλοντικές τιμές πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν προτού

εξεταστούν οι παράλληλες κινήσεις αυτής της αγοράς με τις υπόλοιπες. Εξετάζοντας στη συνέχεια δημοσιευμένες μελέτες σχετικά με την αποτελεσματικότητα διαφόρων χρηματαγορών και τον τρόπο εξέτασης αυτής μπορούμε να αναφερθούμε σε ορισμένες που θεωρήθηκαν περισσότερο σημαντικές για τη μελέτη μας.

Οι πρόσφατες μελέτες στην εξέταση ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας που ξεκίνησαν από τις ανεπτυγμένες αγορές, γενικά συμφωνούν με την υποστήριξη της ασθενούς αποτελεσματικότητας της αγοράς λαμβάνοντας υπ' όψιν το χαμηλό βαθμό γραμμικής συσχέτισης και κόστους συναλλαγών. Όλες οι μελέτες υποστηρίζουν την πρόταση ότι οι αλλαγές τιμών είναι τυχαίες και οι παρελθοντικές τιμές δεν είναι χρήσιμες στη πρόβλεψη μελλοντικών αλλαγών στις τιμές και ιδιαίτερα όταν λαμβάνεται υπ' όψιν το κόστος συναλλαγών. Εντούτοις, υπάρχουν κάποιες μελέτες οι οποίες βρήκαν την προβλεψιμότητα των αλλαγών στις μετοχικές τιμές στις αναπτυγμένες αγορές, αλλά δεν κατέληξαν σε ένα αποτέλεσμα σχετικά με τους επικερδείς όρους συναλλαγών. Οι *Poterba and Summers* (1988)⁴⁸ προτείνουν πως η αδρανής συναλλαγή (*noise-trading*), από επενδυτές των οποίων η ζήτηση για μετοχές καθορίζεται από παράγοντες άλλους από τις προσδοκώμενες αποδόσεις, παρέχει μια εύλογη ερμηνεία για το στοιχείο μετάβασης στις μετοχικές τιμές, και προτείνουν να θεμελιώσουν και να εξετάσουν θεωρίες αδρανούς συναλλαγής (*noise-trading*) καθώς επίσης και θεωρίες αλλαγής παραγόντων κινδύνου οι οποίες μπορούν να εξηγήσουν τα χαρακτηριστικά του κορελλογράμματος μετοχικών αποδόσεων που βρίσκουν. Οι *Fama and French* (1988)⁴⁹ συμπεραίνουν πως οι αυτοσυσχετίσεις ενδέχεται να αντικατοπτρίζουν αγοραστική αναποτελεσματικότητα ή προσδοκώμενες αποδόσεις χρονικά μεταβαλλόμενης ισορροπίας προερχόμενες από συμπεριφορά ορθολογικών επενδυτών και καμιά οπτική δεν προτείνει πως τα δείγματα αυτοσυσχέτισης πρέπει να είναι σταθερά για μια μακρά περίοδο δείγματος. Άλλοι ερευνητές βρήκαν πως οι τεχνικοί συναλλακτικοί όροι έχουν προβλεπτική δύναμη αλλά όχι αρκετή για να επιτρέψουν υπερβολική απόδοση στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου. Ομοίως, ο *Groenewold* (1997)⁵⁰ συνάγει επίσης ότι οι παρελθοντικές τιμές έχουν προβλεπτική δύναμη στην αγορά της Αυστραλίας αλλά ο βαθμός προβλεψιμότητας της απόδοσης δεν είναι τόσο υψηλός. Συνολικά, οι εμπειρικές μελέτες στην αναπτυγμένη αγορά δείχνουν μη-κερδοσκοπία από τη χρήση παρελθοντικών καταγραφών στις τιμές και υποστηρίζουν την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας γενικά.

Από την άλλη, τα πορίσματα των ερευνητών για τη ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς στις αναπτυσσόμενες και λιγότερο αναπτυγμένες χώρες είναι αντικρουόμενα. Οι περισσότερες από τις λιγότερο αναπτυγμένες αγορές υποφέρουν από το πρόβλημα της αδρανούς συναλλαγής. Επιπλέον, σε μικρότερες αγορές, είναι ευκολότερο για μεγάλους εμπόρους να χειρίζονται την αγορά. Παρ' όλο που γενικά υποστηρίζεται πως οι αναπτυσσόμενες αγορές είναι λιγότερο αποτελεσματικές, οι εμπειρικές μαρτυρίες δεν υποστηρίζουν πάντα αυτήν την άποψη. Υπάρχουν δύο κατηγορίες πορισμάτων. Η πρώτη ομάδα βρίσκει ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας στις αναπτυσσόμενες και λιγότερο αναπτυγμένες αγορές, για το χρηματιστήριο της Κουάλα Λουμπουρ, στα χρηματιστήρια της Ασίας, για το χρηματιστήριο του Ναϊρόμπι και, για το χρηματιστήριο της Λατινικής Αμερικής, παρ' όλα τα προβλήματα των αδρανών συναλλαγών. Από την άλλη, η τελευταία ομάδα που παρατήρησε ότι η αγορά των αναπτυσσόμενων και λιγότερο αναπτυγμένων αγορών δεν είναι αποτελεσματική υπό την ασθενή της έννοια είναι για το χρηματιστήριο της Κορέας και της Ταϊβάν. Σε μια μελέτη της παγκόσμιας αγοράς αναφέρεται η σημαντική γραμμική συσχέτιση στις μετοχικές αποδόσεις από 19 αναδυόμενες αγορές και προτείνουν ότι οι μετοχικές τιμές στις αναδυόμενες αγορές παραβιάζουν την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας. Παρόμοια συμπεράσματα παρουσιάζονται για τις περισσότερες

⁴⁸ Poterba J. – Summers L., «Mean Reversion in Stock Prices».

⁴⁹ Stock J. – Richardson M., «Drawing Inferences from Statistics Based on Multiyear Asset Returns».

⁵⁰ <http://www.uwa.edu.au/people/nicolaas.groenewold>

αναδυόμενες αγορές. Έχει εξεταστεί και η συμπεριφορά των μετοχικών τιμών στα χρηματιστήρια της Σαουδικής Αραβίας ψάχνοντας μαρτυρία για ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας και βρέθηκε πως η αγορά δεν είναι ασθενώς αποτελεσματική. Ερμηνευτικό ότι η αναποτελεσματικότητα μπορεί να οφείλεται στην καθυστέρηση λειτουργιών και στο υψηλό κόστος συναλλαγών, την αδράνεια συναλλαγών και μη-ρευστότητα στην αγορά. Ακόμη βρέθηκε μαρτυρία μη τυχαιότητας στη συμπεριφορά των μετοχικών τιμών και τη μη-αποτελεσματική αγορά (μη-ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας) για το χρηματιστήριο του Γιοχάνεσμπουργκ και της Ινδίας.

Εν ολίγοις, η ανασκόπηση προηγούμενων ερευνών αναφέρει ότι οι αναπτυσσόμενες αγορές είναι γενικά ασθενώς αποτελεσματικής μορφής. Αλλά η δυναμική των μετοχών στις αναδυόμενες αγορές απαιτεί αποσαφήνιση. Σύγκριση και μια απαιτούμενη επιπρόσθετη πληροφόρηση πάνω στη δυναμική των μετοχικών τιμών είναι ένα ση-μαντικό τμήμα των παγκόσμιων αναδυόμενων κεφαλαιαγορών. Έτσι, είναι μια ενδιαφέρουσα εμπειρική ερώτηση εάν και μέχρι ποιο βαθμό ισχύει το ίδιο και με τις λιγότερο αναπτυσσόμενες χρηματιστηριακές αγορές. Και η ανασκόπηση προηγούμενων εμπειρικών μαρτυριών εισάγει κάποιες ερωτήσεις προς έρευνα:

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

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

Η πλειοψηφία των ερευνών σχετικά με την αποτελεσματικότητα των αγορών έχει επικεντρωθεί στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και στις μεγάλες Ευρωπαϊκές αγορές χρεογράφων. Λιγότεροι έχουν ερευνήσει τις αναπτυσσόμενες και λιγότερο αναπτυσσόμενες χώρες. Γενικώς υποστηρίχθηκε η ύπαρξη ασθενώς αποτελεσματικής μορφής για το χρηματιστήριο του Μπαγκλαντές. Το δείγμα περιλαμβάνει ημερήσιες τιμές για όλες τις εισηγμένες μετοχές του χρηματιστηρίου για την περίοδο 1998 με 2007. Η υπόθεση της μελέτης είναι αν το χρηματιστήριο του Μπαγκλαντές είναι ασθενώς αποτελεσματικό. Τα αποτελέσματα τόσο των μη-παραμετρικών ελέγχων (έλεγχος κανονικότητας των *Kolmogrov-Smirnov* και τα *run-test*) αλλά και των παραμετρικών ελέγχων (αυτοσυσχέτισης, αυτοπαλλινδρόμησης και το υπόδειγμα *ARIMA*) καταλήγουν στο ότι οι αποδόσεις των μετοχών δεν ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου και η σημαντική αυτοσυσχέτιση σε διαφορετικές υστερήσεις απορρίπτει την μηδενική υπόθεση της ασθενώς αποτελεσματικής αγοράς.

Τα πορίσματα από τις εμπειρικές έρευνες της υπόθεσης αποτελεσματικής αγοράς με τις μετοχικές τιμές δεν είναι αποσαφηνισμένα. Οι πρώτες μελέτες από τους *Fama* (1965)⁵¹ και *Samuelson* (1965)⁵² δεν μπορούν να απορρίψουν τον τυχαίο περίπατο. Μια πρόσφατη απόρριψη του τυχαίου περιπάτου βρέθηκε από τους *Niederhoffer and Osborne* (1966)⁵³. Ακόμη θεωρείται πως υπάρχει μικρή θεωρητική βάση για ισχυρή προσκόλληση στη μηδενική υπόθεση ότι οι τιμές ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο. Οι παραπάνω οικονομολόγοι ερεύνησαν τη δειγματοληπτική κατανομή των αναλογιών διακύμανσης μέσα σε διαφορετικά δειγματοληπτικά διαστήματα και βρήκαν πως οι μετοχικές αποδόσεις δεν ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο. Από την άλλη, έδειξαν πως υπάρχουν λόγοι όπου η συμπεριφορά του τυχαίου περιπάτου των μετοχικών τιμών πρέπει να ισχύει και υπάρχει πληθώρα μαρτυριών που προτείνει ότι οι μετοχικές τιμές ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο.

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

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

Μια άλλη μελέτη από τους *Buguk και Brorsen* (2003)⁵⁴, για το χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης χρησιμοποιεί εβδομαδιαίες παρατηρήσεις για δυο κυρίως λόγους. Πρώτον, παρ' όλο που οι δείκτες μπορεί να είναι αντιπροσωπευτικοί, η έλλειψη εμπορικής δραστηριότητας στις αγορές που είναι σχετικά μη-ενεργές μπορεί να προκαλέσει μη-τυχαία χαρακτηριστικά. Δεύτερον, αναφέρει πως ενώ τα ημερήσια δείγματα αποδίδουν πολλές παρατηρήσεις, η μεροληψία που συνδέεται με την μη-εμπορευσιμότητα, το άνοιγμα ζήτησης προσφοράς «*bid-ask spread*», οι μη - συγχρονισμένες τιμές κτλ, είναι προβληματικές. Υποστήριξαν πως τα εβδομαδιαία δείγματα είναι ο ιδανικός συμβιβασμός, αποδίδοντας μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων ενώ ελαχιστοποιεί την ρ εγγενή μεροληψία των ημερησίων στοιχείων. Στο άρθρο αυτό η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου για το χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης εξετάστηκε εφαρμόζοντας τέσσερα διαφορετικά τεστ. Το *ADF* τεστ μοναδιαίας ρίζας, το *GPH* τεστ κλασματικής ολοκλήρωσης, το *LOMAC* τεστ αναλογίας της διακύμανσης και ένα τροποποιημένο έλεγχο αναλογίας της διακύμανσης χρησιμοποιώντας βαθμίδες και πρόσημα των σειρών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους με τις τρεις πρώτες μεθόδους οι σειρές είναι αποτελεσματικές (ακολουθούν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου).

⁵¹ <http://www.lib.uchicago.edu/e/busecon/busfac/Fama.html>

⁵² Ο.π.

⁵³ Ο.π.

⁵⁴ Ο.π.

Τις περισσότερες φορές οι τρεις αυτοί έλεγχοι δεν απορρίπτουν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου. Με τους ελέγχους βαθμίδων και πρόσημων η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου απορρίφθηκε στο ένα τρίτο των φορών. Εφ' όσον τα στοιχεία είναι πολύ μη-κανονικά, οι άλλοι έλεγχοι έχουν λίγη δύναμη και ο έλεγχος βαθμίδων πρόσημων είναι ο καταλληλότερος.

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

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς εξετάστηκε για την περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών από το Παναγιωτίδη (2003)⁵⁵ μετά την εισαγωγή του ευρώ. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν πως οι μετοχικές τιμές θα είναι πιο διαφανείς, η εκτέλεσή τους πιο εύκολη για σύγκριση, ο συναλλαγματικός κίνδυνος θα εξαλειφθεί και ως αποτέλεσμα περιμένουμε το νέο νόμισμα να ενισχύσει την απόφαση υπέρ της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς. Χρησιμοποιήθηκαν ο γενικός δείκτης του ΧΑΑ και ο *FTSE/ASE-20*, που περιλαμβάνει εταιρίες «μεγάλης κεφαλαιοποίησης». Πέντε τεστ εφαρμόστηκαν για να εξεταστούν τα κατάλοιπα του υποδείγματος τυχαίου περιπάτου: το *BDS*, *McLeod-Li*, *Engle LM*, *Tsay* και *bicovariance* τεστ. Εξετάστηκαν και ασυμπτωτικές και οι τιμές εξαγοράς γι' αυτούς τους ελέγχους. Εναλλακτικά υποδείγματα από την οικογένεια των υποδειγμάτων *GARCH* (*GARCH*, *EGARCH*, *TGARCH*), παρουσιάστηκαν επίσης για να εξεταστεί η συμπεριφορά των σειρών. Τέλος, γραμμικά, ασύμμετρα και μη-γραμμικά υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος εκτιμήθηκαν και συγκρίθηκαν.

2.8 Η ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΜΕ ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

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

⁵⁵ <http://ideas.repec.org/f/ppa215.html>

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

Ο Θεοδοσίου (1994)⁵⁶ χρησιμοποιεί στοιχεία για την περίοδο Ιουλίου 1981 μέχρι Αύγουστο 1990 για να εξετάσουν την εξάρτηση στους μέσους της συνδυασμένης κατανομής των μετοχικών αποδόσεων ανάμεσα στις ΗΠΑ και την Ελλάδα μέσα σ' ένα πλαίσιο GARCH υποδείγματος χρησιμοποιώντας εβδομαδιαία στοιχεία. Επίσης, ερεύνησαν κατά πόσο οι διακυμάνσεις των αποδόσεων εξαρτώνται από το χρόνο και συνδέονταν μεταξύ τους. Επιπλέον, ασχολήθηκαν με τη σημασία και τη δομή της συσχέτισης των αποδόσεων στο χρόνο. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν πως για την περίοδο που εξετάζουν, οι αποδόσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου επηρεάστηκαν από παρελθούσες αποδόσεις του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ. Εντούτοις, βρέθηκε πως η μεταβλητότητα στο ελληνικό χρηματιστήριο επηρεάστηκε από καινοτομίες στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ.

Ο Μηλιώνης (1998)⁵⁷ εξέτασε την επίδραση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου στο χρηματιστήριο της Ελλάδος. Χρησιμοποιήθηκε το μονομεταβλητό ARIMA μοντέλο *Box-Jenkins*, για να εξεταστεί η εξάρτηση των τριών δεικτών από το παρελθόν τους. Η ανάλυση χρησιμοποιεί επίσης και ένα πολύ-μεταβλητό υπόδειγμα ARIMA για να εξετάσει την επίδραση των δεικτών FTSE-100 και S&P-500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Αυτή η μεθοδολογία έχει το συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις μεθόδους που συχνά χρησιμοποιούνται για παρόμοιες έρευνες, πως ταυτόχρονα με την εξέταση των «lead-lag» σχέσεων, επιτρέπει και την εξέταση ταυτόχρονων κινήσεων. Καταλήγουν στο ότι υπάρχει μια στατιστικά σημαντική επίδραση, μικρή σε μέγεθος από το δείκτη S&P 500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, και πως υπάρχει μια ξεχωριστή συσχέτιση μεταξύ χρηματιστηρίου του Λονδίνου και Αθηνών. Αυτό είναι ένα ενδιαφέρον συμπέρασμα διότι παρέχει επιπλέον πληροφορίες ότι το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών συμμετέχει στη γνωστή παγκόσμια ολοκλήρωση των χρηματαγορών. Η αιτιακή επίδραση του FTSE-100 στον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών επιτυγχάνεται μέσω της έμμεσης επίδρασης από τον S&P 500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών διαμέσου του FTSE-100. Επίσης, βρήκαν πολύ ενδιαφέρον να εκτιμήσουν την σχετική σημασία ποικίλων παραγόντων στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Αυτό επιτεύχθηκε με την εξέταση της ερμηνευτικής δύναμης του μονομεταβλητού όσο και των πολυμεταβλητών υποδειγμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή το λογάριθμο του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Παρ' όλο που βρέθηκε μια στατιστικά σημαντική επίδραση από το λογάριθμο του S&P 500 στο λογάριθμο του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, η μικρή του σημασία υπονοεί πως ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών είναι κατάλληλος για διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, το πλαίσιο της ενδοσειριακής συσχέτισης στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών είναι ένδειξη αποτελεσματικότητας ασθενούς μορφής για το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Σε όρους απαιτούμενου χρόνου για τη διάδοση και αφομοίωση των νέων πληροφοριών από το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου σ' αυτό των Αθηνών, η αγορά φαίνεται αποτελεσματική παρ' όλο που χρειάζεται περαιτέρω έρευνα.

Μια άλλη σημαντική μελέτη σχετικά με το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών εξέτασε τη διεθνή διάδοση πληροφοριών μεταξύ μιας μεγάλης, αναπτυγμένης αγοράς, όπως αυτή της Νέας Υόρκης, και μιας μικρής, αναδυόμενης αγοράς, όπως της Ελλάδας, χρησιμοποιώντας το διευρυμένο υπόδειγμα EGARCH. Βρέθηκε πως αυτό το υπόδειγμα σε όρους

⁵⁶Θεοδοσίου Π., Ειδική Έκδοση του *Managerial Finance* «Διαταραχές Τιμών στις Διεθνείς Χρηματαγορές», Τόμος 20, Νο.5/6, 1994.

⁵⁷http://www.actuar.aegean.gr/Dep/Milionis_A.html

αυτοπαλλινδρόμησης, ερμηνεύει τις ημερήσιες χρηματιστηριακές αποδόσεις πολύ καλά. Οι αποδόσεις τόσο των ΗΠΑ όσο και της Ελλάδας εμφανίζουν ένα σημαντικό κινητό μέσο πρώτου βαθμού. Η κατανομή αποδόσεων της ελληνικής αγοράς έχει πολύ μεγαλύτερη μεταβλητότητα και πιο παχιές ουρές από την αμερικανική αγορά. Αυτή η μεγαλύτερη μεταβλητότητα στη ελληνική αγορά είναι εξισορροπημένη μέχρι ένα βαθμό από υψηλότερες αποδόσεις. Οι μεταβολές αποδόσεων και στις δυο αγορές εμφανίζουν ισχυρή εμμονή στο χρόνο.

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

2.9 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ⁵⁸

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

⁵⁸ Λεβεντάκης Ι., «Διεθνής Μακροοικονομική & Χρηματοοικονομική», σελ.330-335

τέλει, εξέτασαν την επίδραση ενός δείκτη μεταβολής της τιμής του πετρελαίου στην τιμολόγηση παγίων και βρήκαν πως δεν υπάρχει σχέση.

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

Οι Αλεξιάκης και Πετράκης⁵⁹ εξέτασαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα, διερεύνησαν τη διακύμανση του χρηματιστηριακού δείκτη, σκοπεύοντας στον προσδιορισμό των βασικών στοιχείων που επηρεάζουν τη συμπεριφορά του. Ως στοιχείο μπορεί να οριστεί ένα σύνολο από μεταβλητές, που μοιράζονται κοινά χαρακτηριστικά και διαμορφώνουν μια ερμηνευτική κατηγορία. Η ανάλυσή τους δεν στοχεύει στη δημιουργία ενός ακριβούς, ερμηνευτικού οικονομετρικού υποδείγματος της συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου, παρ' όλο που τα αποτελέσματα της ανάλυσης θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν γι' αυτό το σκοπό. Το αντικείμενό τους αναφέρεται στην κατανόηση του τρόπου που η κοινωνία και η οικονομία επηρεάζουν, μέσω του μηχανισμού τους, τη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Ή, αν το θέσουμε διαφορετικά, στοχεύει να εξετάσει αν το χρηματιστήριο επηρεάζεται από το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί.

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

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

Μια άλλη μελέτη⁶⁰ από τους αναλύει μακροπρόθεσμες κινήσεις μεταξύ αναδυόμενων αγορών. Η ανάλυση δεν προσφέρει μόνο πληροφορίες για τις κινήσεις της αγοράς, αλλά επίσης ερευνά τις πηγές των κινήσεων, που μπορεί να είναι το αποτέλεσμα κάποιων συστηματικών δυνάμεων που επιδρούν στις αγορές. Πολλά υποδείγματα τιμολόγησης παγίων προτείνουν ότι οι μετοχικές αποδόσεις μπορεί να σχετίζονται με την μακρο-οικονομία του κράτους. Τα χρηματοοικονομικά χρεόγραφα αντιπροσωπεύουν απαιτήσεις έναντι της παρούσης και μελλοντικής παραγωγής της οικονομίας, και οι κινήσεις των τιμών τους μπορεί να αντικατοπτρίζουν αλλαγές στην οικονομική δραστηριότητα μακροχρονίως.

⁵⁹ Πετράκης Π., Αλεξιάκης Π., «Εμπορικές και αναπτυξιακές τράπεζες», σελ.74-79.

⁶⁰ Ο.π., σελ.91-94.

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

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

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

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

Μια άλλη συμβολή γι' αυτό το θέμα προσφέρει η έρευνα του *Morelli* (2001)⁶¹, ο οποίος ερεύνησε τη σχέση μεταξύ της τεκμαρτής μεταβλητότητας για το χρηματιστήριο της

⁶¹ Ο.π., σελ.107-111.

Μεγάλης Βρετανίας και έναν αριθμό μακροοικονομικών μεταβλητών. Σε όρους εκτίμησης VAR, βρέθηκε μια σημαντική σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής μεταβλητότητας σε συνάρτηση με την ικανότητα της μακροοικονομικής μεταβλητότητας να προβλέπει την χρηματιστηριακή μεταβλητότητα. Οι έλεγχοι της συνδυασμένης και ταυτόχρονης ερμηνευτικής δύναμης της μακροοικονομικής μεταβλητότητας βρέθηκαν πως είναι απογοητευτικά εφ' όσον δε βρέθηκε ισχυρή σχέση. Βρέθηκε, ωστόσο, πως η συμπερίληψη της τεκμαρτής (*implied*) μεταβλητότητας του πληθωρισμού στην τεκμαρτή μεταβλητότητα της ισορροπίας του χρηματιστηρίου κατέληγε σε μια βελτίωση της καλής εναρμόνισης βασισμένη στη διαφορά της αξίας της πιθανότητας υστέρησης.

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

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

Επιπλέον, εξετάστηκε πως η ανακοίνωση μακροοικονομικών ειδήσεων επηρεάζει την αβεβαιότητα στις εγχώριες και ξένες χρηματιστηριακές συναλλαγές. Η μελέτη επικεντρώθηκε στην επίδραση του απολογισμού απασχόλησης, του δείκτη παραγωγής και δείκτη κατανάλωσης, που ακολουθούνται ευρέως από τους επενδυτές των ΗΠΑ και του εξωτερικού. Συνεπώς, η αβεβαιότητα που σχετίζεται με τον απολογισμό αυτών των δεικτών αναμένεται να αντικατοπτρίζεται και στα αμερικανικά και στα ξένα χρηματιστήρια. Τα συγκριτικά αποτελέσματα από αυτές τις αγορές είναι ιδιαίτερος σημαντικά αφότου οι ΗΠΑ είναι ένας σημαντικός εμπορικός συνέταιρος της Φιλανδίας και η φιλανδική οικονομία εξαρτάται κατά πολύ από τις οικονομίες των εμπορικών της συνεταίρων. Επιπλέον, το χρηματιστήριο του Ελσίνκι (*HSE*) είναι ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα ενός μικρού τεχνολογικά προσανατολισμένου χρηματιστηρίου στο οποίο το μερίδιο της ξένης ιδιοκτησίας αναλογεί στο 71% της συνολικής της αγοραστικής αξίας.

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

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

μακροοικονομικών ειδήσεων, ο απολογισμός της εργασίας έχει τη μεγαλύτερη επίδραση στην αβεβαιότητα και των δυο αγορών.

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

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

Οι έλεγχοι αιτιότητας κατά *Granger*⁶² συλλαμβάνουν την αιτιακή σχέση από τις μακροοικονομικές μεταβλητές στις μετοχές για τα πέντε Ασιατικά χρηματιστήρια. Τα πορίσματα δείχνουν πως οι τιμές του παρελθόντος των μακροοικονομικών μεταβλητών σ' αυτές τις Ασιατικές χώρες είναι ικανές να προβλέψουν μελλοντικές αλλαγές στους χρηματιστηριακούς τους δείκτες. Βρίσκουν αποδείξεις αιτιότητας από χρηματιστηριακούς δείκτες S&P στις μακροοικονομικές μεταβλητές σε μια σειρά περιπτώσεων από το S&P στο καθαρό εθνικό προϊόν και στο δείκτη τιμών του καταναλωτή και στις πέντε Ασιατικές χώρες, από τον S&P στην προσφορά χρήματος και στα ονομαστικά επιτόκια στην Ινδονησία, Μαλαισία και Ταϊλάνδη και από τον S&P στη συναλλαγματική ισοτιμία για τις Φιλιππίνες και τη Σιγκαπούρη. Οι παρατηρούμενες διαθέσιμες αιτιότητες υποστηρίζουν την τυπική άποψη πως το χρηματιστήριο είναι ένας σημαντικός παράγοντας μεταξύ των ηγετικών οικονομικών δεικτών. Τα ευρήματα της αμφίδρομης αιτιότητας επιβεβαιώνουν τους θεμελιώδεις και θεωρητικούς δεσμούς μεταξύ των μακροοικονομικών μεταβλητών στην περιοχή της Ασίας. Η ανάλυση καινοτομιών τείνει να προτείνει πως τα χρηματιστήρια των πέντε Ασιατικών χωρών αλληλεπιδρούν δυναμικά με άλλους μακρο-οικονομικούς παράγοντες. Μεγαλύτερη από την παραλλαγή του S&P μπορεί να συλληφθεί από τις καινοτομίες στα επιτόκια, την προσφορά χρήματος και στο ΑΕΠ, ενώ ισχύει και το αντίστροφο. Ο ουσιώδης ρόλος της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην ανάλυση για τις Φιλιππίνες, δηλώνει την παρουσία του στην μακροχρόνια σχέση συνολοκλήρωσης. Επομένως, οι αιτιακές σχέσεις που οι μακροοικονομικές μεταβλητές προκάλεσαν στις τιμές των μετοχών είναι ποσοτικώς στηριγμένες από καινοτομίες στη λογιστική ανάλυση.

⁶² http://en.wikipedia.org/wiki/Granger_causality

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

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

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

2.10 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΠΑΝΩ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

2.10.1 Η επίδραση των επιτοκίων

Έχει υποστηριχθεί πως τα επιτόκια ως μια σημαντική μεταβλητή, έχουν θετική σχέση με την οικονομική ανάπτυξη. Μέσω μιας ποικιλίας μηχανισμών⁶³, υψηλότερα πραγματικά επιτόκια παρακινούν χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και διαδοχικά οικονομική ανάπτυξη και παραγωγή. Πολλές μελέτες ερευνήσαν την επίδραση ποικίλων μακροοικονομικών παραγόντων (συμπεριλαμβανομένων των επιτοκίων και του πληθωρισμού) στο χρηματιστήριο τόσο στις αναπτυσσόμενες όσο και τις αναδυόμενες αγορές. Οι περισσότερες μελέτες βρίσκουν πως αυτές οι μακροοικονομικές μεταβλητές έχουν σημαντική επίδραση στο χρηματιστήριο και καταλήγουν στην παρουσία μιας μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ αυτών των μακροοικονομικών μεταβλητών και των μετοχικών τιμών και αποδόσεων. Εντούτοις, τα επιτόκια ευθύνονται για σημαντικό τμήμα της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ αποδόσεων μετοχών και πληθωρισμού. Η αρνητική αυτή σχέση τεκμηριώνεται και εξετάζει τη σχέση μεταξύ επιτοκίων και χρηματιστηριακής απόδοσης στις αναπτυσσόμενες οικονομίες και τεκμηριώνει μια αρνητική σχέση μεταξύ επιτοκίων και μετοχικών τιμών. Το επιχείρημα είναι πως οι άνθρωποι προτιμούν να επενδύουν στις τράπεζες παρά στο χρηματιστήριο όταν τα επιτόκια αυξάνονται, λόγω του ότι υψηλότερα επιτόκια ενδέχεται να επηρεάσουν τα χρηματιστήρια αρνητικά.

⁶³ Πετράκης Π., Αλεξιάκης Π., «Εμπορικές και αναπτυξιακές τράπεζες», σελ. 243.

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

2.10.2 Η επίδραση του δείκτη τιμών καταναλωτή

Αναρίθμητες μελέτες⁶⁴ έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα πως η σχέση μεταξύ χρηματιστηριακών τιμών και πληθωρισμού είναι αρνητική. Αυτή η αρνητική σχέση έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρητική πρόταση πως οι μετοχές πρέπει να δρουν αντισταθμιστικά στον πληθωρισμό και πως οι τιμές αγοράς καθορίζονται από τον κίνδυνο οποίος συνδέεται με τις μελλοντικές χρηματοροές. Εντούτοις, αν ο πληθωρισμός ορίζεται από πραγματικά μέτρα τότε οι μετοχικές τιμές και ο πληθωρισμός σχετίζονται αρνητικά. Αντιθέτως, μια θετική συσχέτιση μεταξύ μετοχικών τιμών και πληθωρισμού αναμένεται όταν ο πληθωρισμός πηγάζει από νομισματικές διακυμάνσεις. Ο πληθωρισμός θα μπορούσε να επιδράσει στις μετοχικές τιμές μέσω της επίδρασης των ονομαστικών χρηματοροών, όπως τα ονομαστικά επιτόκια. Ο πληθωρισμός έχει άσχημη επίδραση στις μετοχικές τιμές καθώς αυξάνει τον πραγματικό συντελεστή φορολογίας των επιχειρηματικών κερδών, και συνεπώς τα πραγματικά κέρδη προ φόρων.

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

Επιπλέον, η κεντρική τράπεζα τείνει να επιδρά ενάντια στην κυκλικότητα, τον θόρυβο που προέρχεται από την πραγματική δραστηριότητα. Η αναμενόμενη αλλαγή στην πραγματική δραστηριότητα οδηγεί σε δημοσιονομικά ελλείμματα και σε αλλαγές στην νομισματική προσφορά. Το αποτέλεσμα είναι μια ταυτόχρονη αλλαγή στον πληθωρισμό και τις μετοχικές τιμές, όσο αυτές οι τιμές συνήθως αντικατοπτρίζουν αλλαγές στην οικονομική δραστηριότητα.

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

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

2.10.3 επίδραση της βιομηχανικής παραγωγής

Χρησιμοποιώντας στοιχεία από την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής⁶⁵, βρήκαμε ότι οι αποδόσεις μετοχών έχουν αιτιακή κατά *Granger* σχέση με την πραγματική δραστηριότητα. Οι αποδόσεις μετοχών είναι θετικά σχετισμένες με την ανάπτυξη της βιομηχανικής παραγωγής. Οι *Domian and Louton* (1997)⁶⁶ χρησιμοποιώντας μια βηματική αυτοπαλλίνδρομη ανάλυση για τις αποδόσεις μετοχών και την πραγματική δραστηριότητα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αρνητικές αποδόσεις μετοχών ακολουθούνται από απότομες μειώσεις στα ποσοστά ανάπτυξης της βιομηχανικής παραγωγής. Επιπλέον, οι θετικές αποδόσεις μετοχών προκαλούν περισσότερο σταδιακές αυξήσεις στην πραγματική δραστηριότητα.

⁶⁴ Ο.π., σελ. 244.

⁶⁵ Ο.π., σελ. 246.

⁶⁶ Ο.π., σελ. 203

Οι *Cambell and Ammer* (1993)⁶⁷ έχουν αποδείξει πως η συμπεριφορά κάποιων μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, επιδρούν στις μετοχικές τιμές μέσω της επίδρασης των μελλοντικών χρηματοροών, που είναι μια μεταβλητή ευρέως χρησιμοποιημένη στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, ως έχουσα μεγάλη επίδραση στις χρηματιστηριακές τιμές και τις αποδόσεις τους.

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

⁶⁷ Ο.π., σελ. 206

3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

3.1 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η σύγχρονη ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου⁶⁸ ξεκινάει από την δεκαετία του 1980 και περιλαμβάνει την εντονότερη φάση ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, αλλά και γενικότερα της εθνικής οικονομίας. Στις αρχές της δεκαετίας του 1980 η ελληνική οικονομία είχε υπό μαζικό κρατικό έλεγχο τόσο τις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας όσο και το τραπεζικό σύστημα. Έτσι το χρηματιστήριο απευθύνονταν μόνο σε λίγες σχετικά μικρές εταιρείες και σε περιορισμένους επενδυτές. Την δεκαετία του 1990 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να απελευθερώνεται, μεγάλες τράπεζες και δημόσιες επιχειρήσεις ιδιωτικοποιήθηκαν, τα επιτόκια άρχισαν να πέφτουν στον δρόμο προς την ΟΝΕ και έλαβαν χώρα σημαντικές θεσμικές αλλαγές στην λειτουργία του χρηματιστηρίου. Έτσι το Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών καθίσταται μία αγορά με πλήθος επιχειρήσεων και ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών να δραστηριοποιούνται καθημερινά. Στο διάστημα αυτό η διεθνοποίηση της Ελληνικής αγοράς μετοχών και η κατάταξη του Ελληνικού χρηματιστηρίου στις αναπτυγμένες αγορές, επεφύλαξε έντονες συγκινήσεις σε ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές. Παρατηρήθηκαν έντονες φάσεις ανόδου και πτώσης των τιμών των μετοχών, επιβεβαιώνοντας τον κανόνα της εναλλαγής των χρηματιστηριακών κύκλων και της ψυχολογίας των επενδυτών.

Το χρηματιστήριο είναι ένας χρήσιμος θεσμός για την οικονομία, γιατί μέσω αυτού τα κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό κατευθύνονται προς τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, επενδύονται και στη συνέχεια επιστρέφουν στην οικονομία ως ανάπτυξη, πρόσθετες θέσεις εργασίας, αυξημένα έσοδα φορολογίας και καλύτερο κοινωνικό κράτος. Μέσω του χρηματιστηρίου οι κυβερνήσεις εφαρμόζουν ευκολότερα τις πολιτικές των ιδιωτικοποιήσεων και μερικών αποκρατικοποιήσεων σε εταιρείες και οργανισμούς του δημοσίου προς όφελος της δημοσιονομικής εξυγίανσης της χώρας. Επίσης πολλές μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια για την ανάπτυξη και επέκτασή τους στο εξωτερικό, με αποτέλεσμα η οικονομία να καθίσταται περισσότερο ανταγωνιστική και εξωστρεφής.

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

3.1.1 Χρηματιστηριακός κύκλος 1981 - 1985

Η περίοδος αυτή ξεκινάει με μία πολιτική αλλαγή που έγινε δεκτή με επιφυλακτικότητα από τον επιχειρηματικό κόσμο. Η νέα κυβέρνηση επέκτεινε την δημοσιονομική πολιτική και διεύρυνε σημαντικά την νομισματική κυκλοφορία, επιδεινώνοντας έτσι το πρόβλημα του πληθωρισμού. Το εθνικό προϊόν παρέμεινε σχεδόν στάσιμο και ο πληθωρισμός κινούνταν σε πολύ υψηλά επίπεδα της τάξης του 18% με 25%,

⁶⁸ Προβόπουλος, Γ. - Π. Καπόπουλος, «Η δυναμική του χρηματοοικονομικού συστήματος», σελ. 223-224.

ενώ τα επιτόκια της αγοράς ανέρχονταν σε 14% με 15,5% (Τα 125 χρόνια του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών 2001).

Στο μεγαλύτερο μέρος αυτής της περιόδου το Ελληνικό χρηματιστήριο⁶⁹ κινήθηκε εν μέσω άτονων συνεδριάσεων αλλά και περιορισμένων διακυμάνσεων, ενώ η αξία των συναλλαγών ήταν σε πενιχρά επίπεδα. Η συμβολή του χρηματιστηρίου στην άντληση κεφαλαίων για παραγωγικές επενδύσεις ήταν απογοητευτική και οι επιχειρήσεις προτιμούσαν να καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό. Ο αριθμός των εταιρειών που είχαν εισηγημένες μετοχές ανέρχονταν σε 114 με 116 και ο ρυθμός νέων εισαγωγών εταιρειών ήταν της τάξης 0 έως 1 κάθε χρονιά. Απαιτούνταν επομένως η λήψη μέτρων για την τόνωση του χρηματιστηρίου, κάτι όμως που δεν διαφαινόταν στις προθέσεις της κυβέρνησης. Ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης⁷⁰ την πενταετία αυτή σημείωσε πτώση 18,06% από τις 86,59 στις 70,95 μονάδες. Ο μέσος λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) της αγοράς κινήθηκε στο εύρος των 4-6 φορές με τη μέση μερισματική απόδοση να κυμαίνεται σε 9% - 11%. Η περίοδος αυτή ολοκληρώνεται με την ανακοίνωση των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας τον Οκτώβριο του 1985. Το ίδιο έτος, η άνοδος του Γενικού Δείκτη (Γ.Δ.) διαμορφώθηκε σε 19,89%.

3.1.2 Χρηματιστηριακός κύκλος 1986 -1988

Η λήψη μέτρων για την σταθεροποίηση της οικονομίας⁷¹ με απώτερο στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας σηματοδότησε την ανοδική πορεία του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη. Το πρόγραμμα λιτότητας που εφαρμόστηκε, η υποτίμηση της δραχμής καθώς και η θαρραλέα πολιτική βούληση για σταθεροποίηση της κλυδωνιζόμενης οικονομίας προκάλεσε την ανάκαμψη του ελληνικού χρηματιστηρίου, η οποία διήρκεσε επί δύο χρόνια και κορυφώθηκε το φθινόπωρο του 1987. Στην ίδια χρονική περίοδο οι διεθνείς αγορές παρουσίασαν ανάλογες ανοδικές τάσεις, ενώ η κίνηση των κεφαλαίων ενισχύθηκε μεταξύ των οικονομιών. Ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης σημείωσε άνοδο 46,38% το 1986 και το πρώτο 10μηνο του 1987 σημείωσε άνοδο 400%. Την 19^η Οκτωβρίου 1987 αποκαλούμενη «Η Μαύρη Δευτέρα» στην Γουόλ Στρίτ σημειώθηκε η μεγαλύτερη πτώση στην ιστορία των μετοχών. Μέσα σ' ένα εφτάωρο ο δείκτης έχασε 22%. Σύμφωνα με τους οικονομικούς αναλυτές δύο παράγοντες ενοχοποιούνται για τη ραγδαία πτώση: η κερδοσκοπία στην αγορά προθεσμιακών τίτλων στο χρηματιστήριο του Σικάγου και τα αυτοματοποιημένα προγράμματα των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα την αντιστροφή της ανοδικής τάσης που είχε σημειωθεί στην Ελληνική αγορά μετοχών. Παρά το γεγονός αυτό, το έτος 1987 έκλεισε με ετήσια άνοδο της τάξεως του 162,34%. Το 1988 αποτέλεσε μία μεταβατική περίοδο στην πορεία των τιμών των Ελληνικών μετοχών. Οι δυσλειτουργίες που έγιναν έντονα αισθητές στην περίοδο της ανόδου και της πτώσης των μετοχών και οι αδυναμίες που παρουσιάστηκαν στις συνεδριάσεις στην οδό Σοφοκλέους οδήγησαν στην ψήφιση ενός νέου νομοσχεδίου για την λειτουργία της κεφαλαιαγοράς το οποίο έθετε τις βάσεις για μία τάξη στο χρηματιστήριο. Το νέο αυτό σχέδιο νόμου εντασσόταν στα πλαίσια των προσπαθειών για τον εκσυγχρονισμό της αγοράς κεφαλαίου και χρήματος και αναφερόταν στον μηχανισμό εποπτείας του χρηματιστηρίου, την διαφάνεια των συναλλαγών, την καθιέρωση του θεσμού της ανώνυμης εταιρείας και την δημιουργία της παράλληλης αγοράς. Οι θεσμοί αυτοί κυριαρχούν και σήμερα στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

⁶⁹ Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.173.

⁷⁰ Για την κατασκευή του Γενικού Δείκτη η συνολική Χρηματιστηριακή αξία των μετοχών σχετίζεται προς την αντίστοιχη του έτους βάσης 31/12/1980 η οποία ορίστηκε ίση με 100.

⁷¹ Ο.π., σελ.175

3.1.3 Χρηματιστηριακός κύκλος 1989 - 1991

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

Το 1989 μπορεί να χαρακτηριστεί ως η χρονιά του χρηματιστηρίου⁷² καθώς παρά την κακή πορεία της οικονομίας και της πολιτικής αστάθειας, ο γενικός δείκτης σημείωσε άνοδο κατά 64,29% με σημαντική αύξηση του όγκου των συναλλαγών (η άνοδος αποδόθηκε κυρίως στην είσοδο ξένων επενδυτών). Βέβαια σύμφωνα με τους αναλυτές της εποχής αυτή η άνοδος θεωρούνταν παράλογη και δεν μπορούσε να στηριχθεί στα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας και των επιχειρήσεων. Χαρακτηριστικό σχόλιο είναι αυτό που συναντάμε στον «Οικονομικό Ταχυδρόμο» της εποχής, το οποίο έχει ως εξής: «Αλλά αυτό είναι το ελληνικό Χρηματιστήριο. Πηγαίνει σαν τον κάβουρα, ανάποδα. Ανεβαίνουν οι μετοχές όταν δεν πρέπει, και κατεβαίνουν πάλι όταν δεν πρέπει. Αγοράζουν οι επενδυτές όλοι μαζί και πωλούν πάλι όλοι μαζί». Αυτός ήταν και ο λόγος που ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου κ. Νικήτας Νιάρχος πρόέτρεψε τους επενδυτές να είναι επιφυλακτικοί και πριν αγοράζουν μετοχές να τις αξιολογούν πρώτα με οικονομικά κριτήρια προκειμένου να προστατέψουν τις περιουσίες τους. Η άνοδος συνεχίστηκε μέχρι το καλοκαίρι του 1990. Η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ και η αποτυχία της ανάληψης της ολυμπιάδας του 1996 οδήγησαν σε μία βίαιη πτώση των τιμών των μετοχών. Η πτώση αυτή ανακόπηκε από το θετικό για τις αγορές γεγονός της νίκης των συμμάχων στον Πόλεμο του Κόλπου, με τον γενικό δείκτη να επανακάμπτει και να κλείνει η χρονιά με κέρδη της τάξεως του 102,86%.

3.1.4 Χρηματιστηριακός κύκλος 1992 - 1996

Η περίοδος από το 1992 και μετά χαρακτηρίζεται από τις προσπάθειες εκσυγχρονισμού της Ελληνικής οικονομίας με κύριο άξονα την επίτευξη των στόχων της Σύγκλισης και την είσοδο της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση⁷³. Η οικονομία βιάστηκε στο πνεύμα της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και το σύνολο των προσπαθειών έτειναν στη σύγκλιση των μακροοικονομικών μεγεθών, στο πλαίσιο των όρων που είχαν τεθεί το Δεκέμβριο του 1992 στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας βελτιώθηκαν και ο πληθωρισμός σταθεροποιήθηκε σε επίπεδα κάτω του 10%. Το εθνικό εισόδημα αυξήθηκε με ικανοποιητικούς ρυθμούς και επιτεύχθηκαν οι στόχοι που οδήγησαν τα επόμενα χρόνια στη σύγκλιση.

Την περίοδο αυτή η δραστηριότητα στο χρηματιστήριο θα παραμείνει υποτονική. Ωστόσο θα εισαχθούν 103 νέες επιχειρήσεις. Επίσης η απόφαση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης για την στήριξη των ασθενέστερων οικονομιών με τα Κοινοτικά Πλαίσια Στήριξης οδήγησε στην εμφάνιση πολλών κατασκευαστικών εταιρειών. Ο γενικός δείκτης από τις 672,31 μονάδες το 1992 θα βρεθεί στις 933,48 το 1996. Κύματα ανόδου παρατηρήθηκαν πριν τις εκλογές του Οκτωβρίου του 1993 αλλά και λόγω της έξαρσης των τιμών των κατασκευαστικών μετοχών στις αρχές του 1994. Το και 1996 η πορεία του Ελληνικού χρηματιστηρίου αρχίζει να κινείται παράλληλα με αυτή των διεθνών καθώς οι επενδυτές πληροφορούνται μέσω των ηλεκτρονικών υπολογιστών και η ενημέρωση γίνεται άμεση. Στα τέλη του το σκάνδαλο της Δέλτα Χρηματιστηριακής⁷⁴ ήταν το αρνητικό επιστέγασμα της περιόδου.

⁷² Ο.π., σελ.177.

⁷³ Ο.π., σελ.179.

⁷⁴ Το σκάνδαλο της χρηματιστηριακής εταιρείας Δέλτα που συγκλόνισε το ΧΑΑ είχε ως αποτέλεσμα να κλείσει η Σοφοκλέους για τρεις ημέρες. Το σκάνδαλο είχε ξεσπάσει τον Νοέμβριο του 1996. Από τους ελέγχους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είχε προκύψει τότε ότι μια ομάδα προσώπων προχώρησε σε συναλλαγές στις μετοχές δύο εταιρειών με στόχο τη στρέβλωση της αγοράς των συγκεκριμένων μετοχών με τη διόγκωση των

Μέχρι το 1992 η λειτουργία του χρηματιστηρίου βασιζόταν στο σύστημα εκφώνησης-αντιφώνησης των τιμών των μετοχών και των ομολόγων. Τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους εγκαταστάθηκε το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ). Το σύστημα αυτό λειτουργεί με βάση την αρχή της διασταύρωσης των τιμών των εντολών. Οι εντολές που μπορεί να δεχτεί το σύστημα ανά ώρα κυμαίνονται στις 25.000 με 30.000 και αποτελείται από δύο κεντρικές μονάδες, τερματικούς σταθμούς και έναν ηλεκτρονικό πίνακα. Η χρήση της νέας αυτής τεχνολογίας έδωσε την ευελιξία που απαιτείται σε στιγμές που οι συναλλαγές είναι αυξημένες καθώς επίσης και την αίσθηση ενός σύγχρονου Ευρωπαϊκού χρηματιστηρίου. Επίσης το 1995 ξεκίνησαν σημαντικές θεσμικές αλλαγές με πρωτοβουλία της πολιτείας για την ποιοτική αναβάθμιση της χρηματιστηριακής αγοράς, τα σημαντικότερα σημεία της οποίας ήταν:

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

3.1.5 Χρηματιστηριακός κύκλος 1997 - 1999

Το 1997 από οικονομικής και χρηματιστηριακής σκοπιάς υπήρξε ένα πολύ σημαντικό έτος⁷⁵. Το έτος αυτό ολοκληρώθηκε ένας μεγάλος πτωτικός κύκλος για την ελληνική οικονομία που είχε ξεκινήσει το 1974 λόγω της πετρελαϊκής κρίσης, η οποία είχε οδηγήσει σε ύφεση την παγκόσμια οικονομία. Η ελληνική οικονομία για περισσότερα από είκοσι χρόνια εμφάνιζε υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού και ανεργίας και κατάφερε να βγει από αυτή την στασιμοπληθωριστική ύφεση στα τέλη του 1996. Το εθνικό προϊόν αυξάνονταν με υψηλούς ρυθμούς και ο πληθωρισμός αυξάνονταν με χαμηλούς. Κύριο χαρακτηριστικό της εποχής είναι η προσπάθεια προσαρμογής των μακροοικονομικών μεγεθών στους όρους ένταξης στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και συγκεκριμένα η μείωση του πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω του 3%, η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων μέσα από την επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας και η αναστροφή της ανοδικής τάσης του δημόσιου χρέους.

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

Το 1998 η προσαρμοστική υποτίμηση της δραχμής και η ένταξη της στον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών προκάλεσε συνωστισμό επενδυτών στο

τιμών τους. Στην υπόθεση συμμετείχε η Δέλτα ΑΧΕ, η οποία και χρηματοδοτούσε την ομάδα, σύμφωνα πάντοτε με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

⁷⁵ Ο.π., σελ.182.

χρηματιστήριο οδηγώντας τον γενικό δείκτη σε άνοδο 45% μέσα σε ένα μήνα. Η άνοδος αυτή δεν μπορούσε να δικαιολογηθεί με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη. Η Ελλάδα δεν είχε πετύχει την αναγκαία σύγκλιση και δεν εντάχθηκε με την πρώτη στην ζώνη του ευρώ, οι διαρθρωτικές αλλαγές δεν προωθούνταν, οι ιδιωτικοποιήσεις περιορίζονταν σε μετοχοποιήσεις, το τραπεζικό σύστημα χρειαζόταν εξυγίανση και οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό δεν ήταν ευοίωνες (Οικονομικός Ταχυδρόμος 23/04/98). Παρόλα αυτά στο χρηματιστήριο η δραστηριότητα ήταν φρενήρης και από τις 1.649,69 μονάδες που βρισκόταν τον Μάρτιο ο γενικός δείκτης έφτασε στις 17 Ιουλίου στις 2.738,68 μονάδες. Οι επενδυτές μιλούσαν πλέον για τις 3.000 μονάδες και τα ξένα περιοδικά όπως το «*Der Spiegel*» έγραφαν ότι οι Έλληνες πέτυχαν παγκόσμιο ρεκόρ. Η χρηματιστηριακή παράνοια είχε επεκταθεί και σε μετοχές που θεωρούνταν «πεθαμένες». Τον Οκτώβριο η διεθνής χρηματιστηριακή κρίση επηρέασε και το ελληνικό χρηματιστήριο με τον γενικό δείκτη να προσγειώνεται στις 1.892,62 μονάδες και πλήθος επενδυτών να χάνουν σημαντικό μέρος των κεφαλαίων τους. Όμως μέχρι το τέλος της χρονιάς το χρηματιστήριο ανάκαμψε και έκλεισε στις 2.737,55 μονάδες για να ακολουθήσει μία χρονιά που σίγουρα θα μείνει στα χρηματιστηριακά χρονικά.

Το 1999 αποτέλεσε την χρονιά της χρηματιστηριακής έκρηξης. Ο γενικός δείκτης κατέγραφε συνεχόμενα ιστορικά υψηλά και οι επενδυτές είχαν κυριευτεί από τον πυρετό του χρηματιστηρίου. Από την αρχή της χρονιάς η προσέλευση του κοινού ήταν μαζική. Κανείς όμως δεν μπορούσε να προσδιορίσει που μπορούσαν να φτάσουν οι τιμές των μετοχών. Αν εξαιρέσουμε τις έντονα αρνητικές συνεδριάσεις με αφορμή τον πόλεμο στην Γιουγκοσλαβία και την σύλληψη του Οτσαλάν, η πορεία της αγοράς θα μπορούσε να χαρακτηριστεί μαγική. Η αθρόα προσέλευση των ξένων θεσμικών και των Ελλήνων ιδιωτών επενδυτών οδήγησε τον γενικό δείκτη μέχρι τις 6.500 μονάδες. Η Ελλάδα ζούσε στιγμές παράνοιας. Ιστορίες χρηματιστηριακής τρέλας, όπως αυτές αναφέρονται στο βιβλίο του *Edward Chancellor* «Η άνοδος και η πτώση των χρηματιστηρίων», επαναλαμβάνονταν στην ελληνική αγορά. Πλήθος επενδυτών μη έχοντας την κατάλληλη γνώση αγόραζαν μετοχές εταιρειών σε υπέρογκες τιμές. Μέχρι το τέλος της χρονιάς 1.500.000 κωδικοί δραστηριοποιούνταν και ο τζίρος είχε φτάσει στα 220 δις δραχμές. Κανείς πλέον δεν πίστευε ότι αυτή η υπερβολή κάποια στιγμή θα τελείωνε και η φούσκα θα έσκαγε. Οι δείκτες P/E των μετοχών εκτινάχθηκαν σε τριψήφια νούμερα και οι εισηγμένες επιχειρήσεις επιδίδονταν σε ένα χορό εξαγορών και συγχωνεύσεων για να τεκμηριώσουν τις αποτιμήσεις τους. Τον Σεπτέμβριο η τάση αντιστράφηκε. Η απότομη πτώση οδήγησε τους επενδυτές στην ουρά της εξόδου. Παρόλα αυτά η χρονιά έκλεισε με κέρδη σε επίπεδο γενικού δείκτη της τάξης του 102%.

3.1.6 Χρηματιστηριακός κύκλος 2000 - 2003

Το 2000 παρά την προσπάθεια της κυβέρνησης για ανάκαμψη του χρηματιστηρίου⁷⁶, με αφορμή τις εκλογές του Απριλίου, η τάση παρέμεινε πτωτική. Επίσης η είσοδος της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. τον Ιούνιο του ίδιου έτους δεν απέτρεψε την πτώση που θα ακολουθούσε. Οι πληθωριστικές πιέσεις που ήταν αποτέλεσμα της έλευσης του ευρώ και η προς τα πάνω αναθεώρηση του δημόσιου χρέους επέδρασαν αρνητικά στην αγορά.

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

⁷⁶ Ο.π., σελ.187.

ελληνικό χρηματιστήριο ακολουθούσε την τάση των διεθνών χρηματιστηρίων. Η αλόγιστη άνοδος του 1999 οδήγησε στην απαξίωση των αξιών των μετοχών το 2003.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την περίοδο αυτή εισήλθε στην ομάδα των αναπτυσσόμενων αγορών μετά από μία περίοδο σημαντικών εξελίξεων τόσο σε όρους θεσμικού πλαισίου όσο και σε τεχνολογικές εξελίξεις. Ολοκληρώθηκε το αυτόματο ηλεκτρονικό σύστημα διεξαγωγής και εκκαθάρισης συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ), έγινε η απλοποίηση των τίτλων, ιδρύθηκε η ΕΧΑΕ και μπήκε στην αγορά του ΧΑΑ, έγινε τεχνολογική αναβάθμιση των δικτύων, θεσπίστηκε το νέο θεσμικό πλαίσιο ως προς την εισαγωγή εταιριών στο ΧΑΑ και ως προς την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και δημιουργήθηκε κώδικας συμπεριφοράς για εισηγμένες εταιρίες, θεσμικούς επενδυτές και άλλους συντελεστές της αγοράς (ΧΑΑ συνέντευξη τύπου 23/05/2001).

3.1.7 Χρηματιστηριακός κύκλος 2004 - 2008

Την περίοδο αυτή μετά την επιτυχή ολοκλήρωση των ολυμπιακών αγώνων το χρηματιστήριο⁷⁷ θα αρχίσει να ανακάμπτει από τα χαμηλά και θα βρεθεί στο τέλος του 2007 πάνω από τις 5.000 μονάδες. Η αύξηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού θα συμβάλουν θετικά σε αυτή την πορεία. Το 2008 θα είναι μία άσχημη χρονιά στην ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου, καθώς θα εξανεμιστούν τα κέρδη της τετραετίας 2004-2007. Τη Παρασκευή 24 Οκτωβρίου 2008 ο γενικός δείκτης ενδοσυνεδριακά θα πραγματοποιήσει τη μεγαλύτερη πτώση από τη σύστασή του και θα σημειώσει πτώση της τάξης του 15,08%. Αιτία αυτής της πτώσης είναι η κρίση που ξέσπασε στο τραπεζικό σύστημα της μεγαλύτερης οικονομίας του πλανήτη, των ΗΠΑ. Τα προϊόντα αυτού του συστήματος «μόλυναν» πολλά άλλα τραπεζικά συστήματα σε όλες τις ηπείρους. Οι χρηματιστηριακές αγορές πλέον προεξοφλούν τις επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία σε επίπεδο ζήτησης και πληθωρισμού, με αποτέλεσμα οι αποτιμήσεις να γνωρίζουν νέα υποχώρηση.

Η άνοδος και η πτώση των τιμών των μετοχών συνιστούν τον απαραίτητο νόμο των διεθνών χρηματιστηρίων οδηγώντας τους ανά τον κόσμο επενδυτές σε έντονη εναλλαγή συναισθημάτων και προσδοκιών. Στα Χρηματιστήρια όλου του κόσμου, από την γέννησή τους μέχρι σήμερα, παρατηρούνται οι ίδιες σκηνές. Είναι σαν ένα θεατρικό έργο που είτε παίζεται τον 17^ο αιώνα είτε τον 21^ο έχει το ίδιο περιεχόμενο. Πράγματι, ο επενδυτής που συναλλασσόταν το 1690 στο χρηματιστήριο του Λονδίνου θα ένιωθε οικεία αν βρισκόταν να σε ένα σύγχρονο χρηματιστήριο. Θα έβλεπε ανθρώπους να συμπεριφέρονται με τον ίδιο ακριβώς τρόπο, να χρησιμοποιούν την ίδια ορολογία και να ζουν το παιχνίδι με την ίδια ένταση.

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

3.1.8 Χρηματιστηριακός κύκλος 2009 - 2012

Το έτος 2010 χαρακτηρίστηκε διεθνώς από τις προσπάθειες ανάκαμψης και εξόδου από τη χρηματοπιστωτική κρίση της περιόδου 2008-2009, ενώ στην Ευρώπη κυριάρχησε η κρίση δημοσίου χρέους και οι παρεμβάσεις για τον έλεγχο των επιπτώσεών της.

⁷⁷ Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», σελ.354.

Η οικονομική κρίση επηρέασε αρνητικά όλους τους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας, γεγονός που αποτυπώθηκε ανάγλυφα στα αποτελέσματα των εισηγμένων εταιριών. Η καθοδική πορεία που ακολούθησαν τα αποτελέσματα των εταιριών και η μείωση των τοποθετήσεων στην Ελλάδα από αλλοδαπούς επενδυτές επέδρασαν αρνητικά στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Το 2010 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε πτώση κατά 35,6% ενώ υποχώρησε σημαντικά και η συναλλακτική και εκδοτική δραστηριότητα. Στο τέλος του έτους, η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών αντιστοιχούσε στο περίπου του ΑΕΠ της χώρας. Ομοίως οι εποπτευόμενες εταιρίες που διαμεσολαβούν στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών αντιμετώπισαν πρωτοφανή συρρίκνωση των εσόδων τους.

Το 2011 ήταν μια δύσκολη χρονιά για την ελληνική οικονομία και κοινωνία. Χαρακτηρίστηκε όχι μόνο από σημαντικές προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής με στόχο την σταθεροποίηση και σε εύθετο χρόνο την ανόρθωση της οικονομίας, αλλά και από τις επιπτώσεις της συνεχιζόμενης ύφεσης και των εναλλασσόμενων ευρωπαϊκών και διεθνών σχεδίων δράσης απέναντι στην ελληνική, και όχι μόνο, κρίση.

Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν την πορεία των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών και βεβαίως της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Το 2011 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε πτώση κατά 51,9% και υποχώρησε σημαντικά η συναλλακτική και εκδοτική δραστηριότητα στην αγορά. Στο τέλος του έτους, η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών αντιστοιχούσε στο 15% περίπου του ΑΕΠ της χώρας από 22% το 2010 και 50% το 2004. Ο εποπτευόμενος κλάδος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών αντιμετώπισε πρωτοφανή συρρίκνωση των εσόδων του. Οι δε προοπτικές είναι αβέβαιες και εξαρτώνται άμεσα από τις εν γένει οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις.

Ενώ οι αγορές μετοχών διεθνώς θα είναι όμηροι των πολιτικών αποφάσεων και είναι πιθανό να ταλαντευθούν μεταξύ ελπίδας και απελπισίας, το Χρηματιστήριο της Αθήνας σύμφωνα με παράγοντες της αγοράς θα βρεθεί το 2012 αντιμέτωπο με άλλον έναν χρόνο υψηλών διακυμάνσεων.

Στις αρχές του έτους 2012 ο τραπεζικός τομέας, κλάδος-ατμομηχανή για την απόδοση του ελληνικού Χρηματιστηρίου, αντιμετώπισε δύο βασικές προκλήσεις: τη διαγραφή (PSI+) μέρους των ελληνικών ομολόγων από το χαρτοφυλάκιό του και τα αποτελέσματα της BlackRock κυρίως για το χαρτοφυλάκιο των δανείων και τη βεβαιότητα του αυξημένου ποσοστού των ληξιπρόθεσμων δανείων. Συνέπεια αυτών ήταν οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καθοδική τάση τραπεζικών μετοχών, συμπαρασύροντας το σύνολο της αγοράς.

3.2 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

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

Σήμερα το Χρηματιστήριο Αθηνών γνωρίζει μια πρωτοφανή άνοδο⁷⁸, η οποία σπρώχνει τις μετοχές προς κορυφές άπιαστες, ακόμα και για τους πιο απαισιόδοξους κερδοσκόπους της οδού Σοφοκλέους. Πράγματι όπως δείχνουν τα επίσημα στοιχεία του χρηματιστηρίου, τα δύο τελευταία χρόνια οι δείκτες καλπάζουν προς τα πάνω με αποτέλεσμα κάποιιοι «τυχεροί» να αυξήσουν τα λεφτά τους σε μετοχές μέχρι και 40 φορές. Από την αρχή του χρόνου έως σήμερα που κλείνει το 5μηνο, η απόδοση των μετοχών ξεπερνάει κάθε

⁷⁸ Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.307-308.

φαντασία. Ο γενικός δείκτης τιμών αυξήθηκε κατά 138,85%. Ο τραπεζικός κατά 168,88%, ο εμποροβιομηχανικός κατά 89,29%, ο ασφαλιστικός κατά 294,12% και των εταιρειών επενδύσεων κατά 88,71%. Οι αποδόσεις αυτές οδήγησαν τις μετοχές σε τρομερά ύψη που φοβίζουν τους συντηρητικούς επενδυτές, ενώ ταυτόχρονα δεν επηρεάζουν ένα μεγάλο πλήθος άλλων επενδυτών που θεωρούν ότι η «κούρσα» των τιμών θα συνεχιστεί. Το Ελληνικό χρηματιστήριο έχει φθάσει στο σημείο να παίζεται «με την καρδιά και όχι με τη λογική». Ο μικροεπενδυτής αναρωτιέται «οι τιμές στο χρηματιστήριο είναι υψηλές, αλλά που αλλού να τοποθετήσω τις οικονομίες μου;». Όμως η προσφυγή στο χρηματιστήριο για τον ιδιώτη αποταμιευτή απαιτεί μεγάλη προσοχή. Το χρηματιστήριο δεν είναι ούτε καζίνο ούτε χαρτοπαικτική λέσχη. Αποτελεί ένα θεσμό της οικονομικής ζωής με κανόνες και συγκεκριμένες λειτουργίες, τις οποίες αν κάποιος αγνοεί είναι καλύτερα να μην ανακατευτεί με τα χρηματιστηριακά πράγματα.

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

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

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

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

- ◆ Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές γίνονται κάθε ημέρα από Δευτέρα έως Παρασκευή, από τις 08:30 μέχρι 12:30.
- ◆ Τα χρηματιστηριακά γραφεία λειτουργούν από τις 08:30 κάθε ημέρα. Μερικοί μπορεί να έχουν διαφοροποιημένο ωράριο.
- ◆ Οι συναλλαγές στο χρηματιστήριο γίνονται δια μέσου των χρηματιστών. Πίνακας των χρηματιστών υπάρχει στην αρχή του ετήσιου δελτίου. Εκτός από τις αγορές και πωλήσεις ομολογιών και μετοχών, οι χρηματιστές είναι αρμόδιοι και για την αγορά και πώληση χρυσών λιρών βάσει δηλώσεων.
- ◆ Για κάθε συναλλαγή επί μετοχών και ομολογιών εκδίδεται «πινακίδιο εκτελέσεως συναλλαγής», το γνωστό *BORDEREAU*, όπου αναγράφεται το είδος της συναλλαγής το είδος και το ποσό του αντικειμένου της συναλλαγής, καθώς και η τιμή στην οποία έγινε αυτή. Το πινακίδιο αποτελεί απόδειξη της συναλλαγής και πρέπει να ζητείται από τους πελάτες, κατά την ανακοίνωση της εκτελέσεως της εντολής.
- ◆ Οι συναλλαγές γίνονται: α) τοις μετρητοίς, οπότε η παράδοση ή η παραλαβή των χρεογράφων και η καταβολή του τιμήματος τακτοποιείται το πρωί της επόμενης εργάσιμης ημέρας και β) επί προθεσμία, οπότε η παραλαβή ή η παράδοση γίνεται την επόμενη 2^η ή 17^η κάθε μήνα.
- ◆ Οι εντολές αγοράς ή πώλησης δίδονται είτε σε ορισμένη τιμή είτε στην καλύτερη δυνατή τιμή.
- ◆ Δίνετε στο χρηματιστή σας πάντοτε σαφείς εντολές και για το είδος της συναλλαγής, για το ποσό και την τιμή.

- ◆ Τα μεσιτικά δικαιώματα των χρηματιστών επί αγοράς ή πώλησεως χρεογράφων ορίζονται ως ακολούθως: α) για το ποσό μέχρι 3.000 € = 1%, β) για το ποσό από 3.001 € μέχρι 6.000 € = 0,75%, γ) για ποσό από 6.001 € και πέρα = 0,50%. Τα μεσιτικά δικαιώματα δεν είναι κατώτερα των 30 € κατά συναλλαγή.
- ◆ Εάν γίνει μεταβίβαση ονομαστικών μετοχών, καταβάλλεται και 3% ο επί της αξίας αυτών, ως δικαιώματα μεταβιβάσεως.
- ◆ Εάν κατατεθούν στον χρηματιστή χρήματα ως εγγύηση (περιθώρια), πρέπει να ζητείται η ειδική απόδειξη του χρηματιστηρίου.
- ◆ Για τις συναλλαγές που εκδόθηκε πινακίδιο και για τα περιθώρια, για τα οποία υπάρχει απόδειξη, ευθύνεται και το Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας Χρηματιστηριακών Συναλλαγών.

4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Η δημιουργία των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών⁷⁹ επέβαλλε την καθιέρωση κάποιων μέτρων τα οποία έχουν την δυνατότητα να μετρώνε τις γενικές τάσεις και διαθέσεις ολόκληρης της αγοράς. Αυτά τα μέτρα ονομάστηκαν χρηματιστηριακοί δείκτες με σκοπό να αντικατοπτρίζουν το δυνατόν καλύτερο την γενική συμπεριφορά της αγοράς. Ένας χρηματιστηριακός δείκτης δεν είναι τίποτε άλλο παρά ένα καλάθι επιλεγμένων μετοχών από το σύνολο των εταιριών που είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Καθώς οι μετοχές που αποτελούν τον δείκτη προοδεύουν, οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζονται στον δείκτη. Στην Ελλάδα, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι αυτός που οι επενδυτές παρακολουθούν και χρησιμοποιούν για να εκτιμήσουν τα επίπεδα των τιμών της αγοράς και τις τάσεις της. Μέσα από τις διακυμάνσεις του δείκτη αξιολογείται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στις τιμές των μετοχών. Οι τρεις νεότεροι δείκτες είναι οι δείκτες *FTSE / ASE 20*, *FTSE / ASE mid 40* και *FTSE/ASE SMALLCAP 80*, που δημιουργήθηκαν για να παρέχουν ένα μέτρο σύγκρισης της απόδοσης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε πραγματικό χρόνο, καθώς επίσης και για να μπορούν να στηριχτούν οι συναλλαγές της αγοράς παραγώγων συνδεδεμένων με τον αντίστοιχο δείκτη.

4.1. Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

Η δημιουργία των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών⁸⁰ επέβαλλε την καθιέρωση κάποιων μέτρων τα οποία έχουν την δυνατότητα να μετρώνε τις γενικές τάσεις και διαθέσεις ολόκληρης της αγοράς. Αυτά τα μέτρα ονομάστηκαν χρηματιστηριακοί δείκτες με σκοπό να αντικατοπτρίζουν το δυνατόν καλύτερο την γενική συμπεριφορά της αγοράς.

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

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

Ένας πολυκλαδικός δείκτης (*broad based index*) όπως είναι ο Γενικός Δείκτης 60, ο *FTSE 20* ή ο *FTSE 40* παρακολουθεί την συμπεριφορά συγκεκριμένων μετοχών-εταιριών διαφορετικών κλάδων. Στο εξωτερικό υπάρχουν δείκτες οι οποίοι συμπεριλαμβάνουν έως και 5.000 μετοχές όπως ο *Wilshire 5.000* (ΗΠΑ). Άλλοι μικρότεροι είναι ο *Russel 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

⁷⁹ Θωμαδάκης, Στ., «Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η ανάπτυξη της οικονομίας, Τάσεις - Η ελληνική οικονομία», σελ. 29.

⁸⁰ Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.324.

κλάδου. Τέτοιοι κλαδικοί δείκτες είναι ο τραπεζικός, κατασκευαστικός, επενδυτικός, τεχνολογίας και άλλοι.

4.2. ΓΕΝΙΚΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α.

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ (ΓΔΧΑΑ)⁸¹ απαρτίζεται από το αντιπροσωπευτικότερο δείγμα των μετοχών των επί μέρους δεικτών. Γενικός δείκτης ονομάζεται ο αριθμός των τιμών των μετοχών που έχουν επιλεγεί και τον απαρτίζουν και ο οποίος δείχνει τη σχετική μεταβολή των τιμών μεταξύ δύο χρονικών σημείων. Από την 5^η Μαρτίου 2001 τέθηκαν σε ισχύ οι νέοι δείκτες από το Δ.Σ. του ΧΑΑ. Ο νέος γενικός δείκτης αντιπροσωπεύει το 71% της μέσης χρηματιστηριακής αξίας της κύριας αγοράς και το 68,6% της μέσης αξίας των συναλλαγών. Επίσης μειώθηκε το ειδικό βάρος των τραπεζών στον γενικό δείκτη από 50% σε 33%. Για την κατάρτιση του επιλέγονται οι 60 «πρώτες» μετοχές σύμφωνα με το τελικό κριτήριο κατάταξης. Το τελικό κριτήριο κατάταξης των μετοχών προκύπτει από τον αριθμητικό μέσο όρο των σειρών διαβάθμισης ως εξής:

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

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δημιούργησε τον Γενικό Δείκτη Τιμών μετοχών, στον οποίο περιλαμβάνονται οι μετοχές εταιριών με τη σημαντικότερη κεφαλαιοποίηση και ικανοποιητικότερη εμπορευσιμότητα. Για την κατασκευή του Γενικού Δείκτη η συνολική Χρηματιστηριακή αξία των μετοχών σχετίζεται προς την αντίστοιχη του έτους βάσης 31/12/1980 η οποία ορίστηκε ίση με 100 (Ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Αθηνών 2009).

Ο τρόπος υπολογισμού του Γενικού Χρηματιστηριακού δείκτη έχει ως εξής⁸²:

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

Οι μετοχές με την μεγαλύτερη συμμετοχή στον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑΑ) φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 1: Μετοχές με την μεγαλύτερη συμμετοχή στον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑΑ).

A/A	ΤΙΤΛΟΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	% ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ
1	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	5.03
2	ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.	1.31
3	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ	6.41
4	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.	7.68
5	ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1.38
6	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	3.53

⁸¹ Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.327.

⁸² Χρηματιστήριο Αθηνών, «Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης & Υπολογισμού των Δεικτών Τιμών της Αγοράς Μετοχών του Χ.Α.».

7	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	12.89
8	Ε.Υ.Δ.Α.Π. Α.Ε.	1.14
9	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	5.63
10	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	1.29
11	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	3.04
12	MARFIN INVESTMENT GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	3.86
13	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ	1.58
14	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	1.35
15	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.	12.16
16	ΟΤΕ Α.Ε.	10.89
17	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	3.84
18	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	2.39

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

4.3. ΔΕΙΚΤΕΣ FTSE/ASE 20, FTSE/ASE mid 40 και FTSE/ASE SMALLCAP 80

4.3.1. FTSE/ASE 20

Ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20⁸³ είναι αποτέλεσμα της συνεργασίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και του οργανισμού FTSE International.



Εικόνα 4: Ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20.

Είναι βασισμένος σε 20 από τις μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες, οι οποίες είναι εγγεγραμμένες στο ΧΑΑ και των οποίων οι μετοχές πληρούν τα απαραίτητα κριτήρια εμπορευσιμότητας. Ο δείκτης αυτός απεικονίζει με ακρίβεια τις κινήσεις της αγοράς και χρησιμοποιείται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων για την αξιολόγηση της απόδοσης των επενδύσεων τους (*benchmark*), αλλά και για τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, η

⁸³ Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», σελ.354.

λειτουργία των οποίων βασίζεται σε χρηματιστηριακό δείκτη. Επίσης, ο δείκτης αυτός σχεδιάστηκε για να υποστηρίξει την λειτουργία της αγοράς παραγώγων, με την εισαγωγή προϊόντων που θα βασίζονται στο *FTSE/ASE-20*. Ο δείκτης ελέγχεται από ανεξάρτητη Συμβουλευτική Επιτροπή, η οποία συστάθηκε από το ΧΑ, το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου καθώς και από εκπροσώπους θεσμικών επενδυτών της αλλοδαπής και της ημεδαπής. Ως εκ τούτου, για τον σχεδιασμό του δείκτη έχουν υιοθετηθεί σταθεροί κανόνες. Η Επιτροπή αποφασίζει την αναπροσαρμογή του δείκτη κάθε εξάμηνο και το ΧΑ είναι υπεύθυνο για τον καθημερινό υπολογισμό του, ενώ ελέγχεται σε πραγματικό χρόνο από την *FTSE International*.

4.3.2. FTSE/ASE mid 40

Ο δείκτης *FTSE/ASE Mid 40*⁸⁴ κατασκευάστηκε στις 9/12/1999. Όπως και ο δείκτης *FTSE/ASE 20*, ο *FTSE/ASE Mid 40* είναι προϊόν συνεργασίας της συμβουλευτικής επιτροπής του Χ.Α.Α. και του οργανισμού *FTSE*. Ο δείκτης *FTSE/ASE Mid 40* έχει κατασκευαστεί με σκοπό να δείχνει στο επενδυτικό κοινό την πορεία των μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Ο *FTSE/ASE Mid 40* αποτελείται από 40 μετοχές οι οποίες εξετάζονται σε 6 μηνιαία βάση εάν πληρούν τα κριτήρια να συμμετέχουν στο *FTSE/ASE Mid 40*. Η εναρκτήρια ημερομηνία του δείκτη ήταν στις 9/2/1999. Η τιμή βάσης του δείκτη είναι οι 1000 μονάδες. Στο *FTSE/ASE Mid 40* όπως και στον *FTSE/ASE 20* το μεγαλύτερο βάρος δίνουν οι τράπεζες με 16% και οι τηλεπικοινωνίες με 11%

4.3.3. FTSE/ASE SMALLCAP 80

Ο δείκτης *FTSE/ASE Small Cap 80*⁸⁵ τέθηκε σε ισχύ την 1^η Ιουνίου 2001 και επικεντρώνεται σε μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης που δεν περιλαμβάνονται στους δύο προηγούμενους δείκτες. Ο τρόπος υπολογισμού του είναι ίδιος με των άλλων δεικτών *FTSE*.

⁸⁴ Ο.π., σελ.355.

⁸⁵ Ο.π., σελ.356.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε πως κατά το τελευταίο τέταρτο του 20^{ου} αιώνα, υπήρξε μια σημαντική αλλαγή στην οικονομική κλίμακα και τη διάρθρωση των χρηματοοικονομικών συστημάτων σε πολλές εθνικές οικονομίες σε όλο τον κόσμο. Υπήρχαν διάφορες διαστάσεις σε αυτή τη διαδικασία μετασχηματισμού, αλλά και ένα από τα πιο εντυπωσιακά χαρακτηριστικά του ήταν η δραματική έξαρση της σημασίας των χρηματιστηριακών αγορών σε διάφορες εθνικές οικονομίες. Κατά την παρουσίαση και ανάλυση της εξέλιξης του ρόλου της χρηματοδότησης των χωρών από την χρηματιστηριακή αγορά κατάληξα πως υπήρξε ραγδαία. Υπάρχουν πολλά να κερδίσουν οι Εθνικές Οικονομίες των χωρών από τον ρόλο και την διοχέτευση κεφαλαίων από τις αγορές αξιών. Το κανάλι διοχέτευσης, και θεωρείται από τους οικονομολόγους, είναι το πιο σημαντικό, μέσω του οποίου το χρηματοοικονομικό σύστημα επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη. Ιδιαίτερης σημασίας είναι το γεγονός ότι η πλειονότητα των αντληθέντων κεφαλαίων από τα χρηματιστήρια ωφελούν τα κράτη και τις μεγάλες εταιρείες.

Η ελληνική οικονομία αυξανόταν κατά περίπου 4,0% ετησίως μεταξύ 2003 και 2007, εν μέρει λόγω των δαπανών για υποδομές που σχετίζονταν με τους Ολυμπιακούς Αγώνες της Αθήνας το 2004, και εν μέρει λόγω της αυξημένης διαθεσιμότητας πιστώσεων, η οποία τροφοδότησε υψηλά επίπεδα καταναλωτικών δαπανών.

Αλλά η οικονομία εισήλθε σε ύφεση από το 2009, ως αποτέλεσμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, των αυστηρότερων όρων χορήγησης πίστωσης, και τελικά της αποτυχίας αποτελεσματικής αντιμετώπισης του διογκούμενου ελλείμματος στον κρατικό προϋπολογισμό, το οποίο τροφοδότησε το συσσωρευμένο δημόσιο χρέος σε επίπεδα που θεωρήθηκαν μη βιώσιμα από τις διεθνείς αγορές.

Το 2011 ήταν το τέταρτο συνεχόμενο έτος συρρίκνωσης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα. Κατά τη διάρκεια του έτους αυτού, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται ότι συρρικνώθηκε περισσότερο σε σχέση με την πτώση του 2010, προσεγγίζοντας το -5,5%. Αυτό οφείλεται κυρίως στην αποδυνάμωση της πραγματικής εγχώριας ζήτησης, που χαρακτηρίζεται από απώλεια εισοδημάτων, δύσκολη προσαρμογή στην αγορά εργασίας και ιδιαίτερα περιοριστικές συνθήκες χορήγησης πιστώσεων.

Η οικονομική ανάπτυξη παρέμεινε αρνητική και το 2012, με την ανάκαμψη να αναμένεται προς το τέλος του έτους. Συνολικά, η ελληνική οικονομία αναμένεται να έχει συρρικνωθεί κατά περίπου 15% από την αρχή της κρίσης. Αντίθετα, ο βασικός πληθωρισμός, οι μισθολογικές ρυθμίσεις και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος συγκρατήθηκαν, συμβάλλοντας στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.

Εκτιμάται ότι η σταδιακή εξισορρόπηση της οικονομίας, οι αναπτυξιακές μεταρρυθμίσεις και η βελτίωση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών στο εξωτερικό αναμένεται να κινήσουν πάλι την οικονομία σε σταθερότερη βάση από το 2013 και μετά, με την προϋπόθεση ότι το τρέχον δυσμενές κλίμα θα βελτιωθεί.

Η αγορά εργασίας υφίσταται σημαντική προσαρμογή. Η βαθιά συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία αντικατοπτρίζεται στην περαιτέρω εξασθένηση της ζήτησης εργασίας, επηρεάζει σημαντικά την απασχόληση, η οποία αναμένεται ότι μειώθηκε το 2011 κατά περίπου 6%. Οι μειωμένες ευκαιρίες απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα και οι ανακατατάξεις προσλήψεων στο δημόσιο τομέα αναμένονται να αυξήσουν περαιτέρω το ποσοστό ανεργίας το 2012 και 2013. Με τη σειρά της, η αδύναμη αγορά εργασίας σε συνδυασμό με τη μείωση μισθών αναμένεται να επιβαρύνει το διαθέσιμο εισόδημα πάνω από τη μεσοπρόθεσμη τάση, μειώνοντας τη πραγματική ζήτηση. Επιπλέον, ως αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας, η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να μειωθεί περαιτέρω στο

πλαίσιο του ορίζοντα προβλέψεων. Διαθέσιμα στοιχεία δείχνουν ισχυρή πίεση για μείωση του κόστους εργασίας, ιδίως αναφορικά με τις μη βασικές αποδοχές, καθώς οι περικοπές στους μισθούς του δημόσιου τομέα τείνουν να εξαπλωθούν σε ολόκληρο τον ιδιωτικό τομέα και οι επιχειρήσεις προσπαθούν να ανακτήσουν ανταγωνιστικότητα.

Ζούμε σε μία περίοδο κατά την οποία είναι ορατές οι αλλαγές στην παγκόσμια οικονομική αρένα. Η οικονομική κρίση στην ελληνική αλλά και στην παγκόσμια αγορά επηρεάζει άμεσα τις αποδόσεις των τίτλων του Δημοσίου από τη μία πλευρά, των επιτοκίων των καταθέσεων των Τραπεζών από την άλλη και αυτά, ως συγκοινωνούντα δοχεία, επηρεάζουν άμεσα το ελληνικό χρηματιστήριο αλλά και τα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Ιδιαίτερα, το ελληνικό χρηματιστήριο δείχνει να έχει λάβει τα μηνύματα των καιρών την περίοδο αυτή και η αντανάκλασή τους βρίσκεται στο ταμπλό του το οποίο έπεσε δυστυχώς ακόμη και κάτω από τις 1500 μονάδες.

Παράλληλα, η έλλειψη Κώδικα Δεοντολογίας των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (στις οποίες περιλαμβάνονται και οι Χρηματιστηριακές Εταιρίες), καθώς και η έλλειψη ύπαρξης νομικού πλαισίου για τη λειτουργία της Χρηματιστηριακής Αγοράς Παραγώγων μέχρι σχετικά πρόσφατα, είχε αρχίσει να στρέφει σημαντικό αριθμό Ελλήνων επενδυτών σε ξένες αγορές που λειτουργούν κάτω από πλήρες κανονιστικό πλαίσιο.

Η δημιουργία του νομοσχεδίου αυτού λοιπόν, το οποίο στην πραγματικότητα έρχεται να ρυθμίσει πολύ πιο μεγάλο φάσμα από αυτό της Χρηματιστηριακής Αγοράς Παραγώγων, ήταν επιτακτική ανάγκη.

Το νομοσχέδιο προέβλεπε την πλήρη διαφάνεια των συναλλαγών, αφού όλες οι εντολές προς οποιοδήποτε μέλος του Χ.Π.Α. και όλες οι χρηματιστηριακές συμβάσεις εντός και εκτός κύκλου καταγράφονται με πλήρη στοιχεία, και οι συναλλαγές δημοσιεύονται στο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου.

Σημαντική εγγύηση για την ομαλή λειτουργία του Χ.Π.Α. αποτελεί η προβλεπόμενη από το νομοσχέδιο ΕΤΕΣΕΠ, η οργάνωση, διοίκηση και λειτουργία της οποίας ρυθμίζεται από αυτό.

Με δεδομένη όμως την ευαισθησία του αντικειμένου και τη φύση καθώς και τις ιδιομορφίες των παραγώγων, θα μπορούσε να θεωρήσει κανείς ότι σημαντικότερο ρόλο παίζουν για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς των παραγώγων τα άρθρα του νομοσχεδίου που αφορούν τους κανόνες των

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΒΙΒΛΙΑ

- § Βούλγαρη Ε., «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων», Εκδόσεις: Σύγχρονη εκδοτική, Έτος έκδοσης: 2004.
- § Γεωργακόπουλος Λ., «Χρηματιστήριο», Εκδόσεις: Σάκκουλας Π. Ν., Έτος έκδοσης: 2002.
- § Δημέλη Σ., «Μακροοικονομικά μεγέθη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας», Εκδότης: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών - Εταιρεία Ο.Π.Α. Α.Ε., Έτος Έκδοσης: 2010.
- § Θωμαδάκης, Στ. - Ξανθάκης Μ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Σάκκουλας, Έτος έκδοσης: 1990, Αθήνα.
- § Θωμαδάκης, Στ., «Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η ανάπτυξη της οικονομίας, Τάσεις - Η ελληνική οικονομία», Εκδόσεις: Σάκκουλας, Έτος έκδοσης: 2001.
- § Λεβεντάκης Ι., «Διεθνής Μακροοικονομική & Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις: Σταμούλη, Έτος έκδοσης: 2003.
- § Πελαγίδης Θ., Μητσόπουλος Μ., «Η στιγμή της στροφής για την ελληνική οικονομία», Εκδότης: Παπαζήσης, Έτος έκδοσης: 2010.
- § Πετράκης Π., Αλεξάκης Π., «Εμπορικές και αναπτυξιακές τράπεζες», Εκδόσεις Παπαζήσης ΑΕΒΕ, Έτος έκδοσης: 2010.
- § Προβόπουλος, Γ. - Π. Καπόπουλος, «Η δυναμική του χρηματοοικονομικού συστήματος», Εκδόσεις: Κριτική, Έτος έκδοσης: 2001.

2. ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΜΕΛΕΤΕΣ

- § Ντόκας Α., Άρθρο στην Εφημερίδα: ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, Δευτέρα 18 Απριλίου 2011: http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_1_17/10/2009_333745
- § Ζάντζας Δ., Άρθρο στην ηλεκτρονική εφημερίδα: capital.gr, «Έρμαιο φημών το Χρηματιστήριο», Τετάρτη, 20 Απριλίου 2011: http://communenews.blogspot.com/2011/04/blog-post_20.html .
- § Θεοδοσίου Π., Ph.D. Καθηγητής Χρηματοοικονομικών Τεχνολογικού Πανεπιστημίου Κύπρου, Ειδική Έκδοση του Managerial Finance «Διαταραχές Τιμών στις Διεθνείς Χρηματαγορές», Τόμος 20, Νο.5/6, 1994.
- § Stock J. – Richardson M., «Drawing Inferences from Statistics Based on Multiyear Asset Returns», άρθρο στην ‘Journal of Financial Economics’: http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/classes/mfe/docs/richardson_stock_jfe_1989.pdf
- § Poterba J. – Summers L., «Mean Reversion in Stock Prices», άρθρο στην ‘Journal of Financial Economics’: <http://www.kelley.iu.edu/clundbla/poterbasummers.pdf>

§ Χρηματιστήριο Αθηνών, «Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης & Υπολογισμού των Δεικτών Τιμών της Αγοράς Μετοχών του Χ.Α.», Μάιος 2003, Έκδοση 2.1:
http://www.euro2day.gr/dm_documents/ase_120503.pdf

3. ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

§ International Research Journal of Finance and Economics:

○ http://www.eurojournals.com/irjfe_51_07.pdf

§ The University of Chicago Library:

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

§ Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Τμήμα Στατιστικής και Αναλογιστικών Χρηματοοικονομικών Μαθηματικών:

○ http://www.actuar.aegean.gr/Dep/Milionis_A.html

§ Wikipedia, the free encyclopedia:

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_crisis

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

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Stock_exchange

○ http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF_%CE%91%CE%B8%CE%B7%CE%BD%CF%8E%CE%BD

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Granger_causality

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's_q

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Advanced_Packaging_Tool

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_asset_pricing_model

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Time-variant_system

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Random_walk

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Paul_Samuelson

○ http://en.wikipedia.org/wiki/Benoit_Mandelbrot

§ Ευρετήριο Οικονομικών Ορών:

○ <http://www.euretirio.com/2010/06/apotelesmatiki-agera.html>

§ The University of Western Australia:

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

§ Gocurrency:

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