



**Διδακτορική Διατριβή**

**Εφαρμογή της Σαρία για τη δημιουργία Ισλαμικού Δείκτη  
στο Χρηματιστήριο Αθηνών και εμπειρική συγκριτική  
ανάλυση του Ισλαμικού και του Γενικού Δείκτη του  
Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Αλέξανδρος Τσικούρας

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης

*Πανεπιστήμιο Πειραιώς, 2012*

## **Τριμελής συμβουλευτική επιτροπή**

### **Επιβλέπων**

Αναπλ. Καθηγητής Χρήστος Αλεξάκης

*Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Πανεπιστήμιο Πειραιώς*

### **Μέλη**

Καθηγητής Παντελής Παντελίδης

*Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Πανεπιστήμιο Πειραιώς*

Αναπλ. Καθηγητής Μανώλης Τσιριτάκης

*Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Πανεπιστήμιο Πειραιώς*

## Σύνοψη

Η Ισλαμική Χρηματοοικονομική είναι μια ταχέως αναπτυσσόμενη βιομηχανία. Πρόκειται για ένα σύστημα που βασίζεται στα στοιχεία ενεργητικού, όπου η απαγόρευση της αποδοχής και πληρωμής *Ρίμπα*<sup>1</sup>, κατέχει ιδιαίτερο ρόλο. Η κερδοσκοπική συμπεριφορά αποθαρρύνεται και οι επενδύσεις μπορούν να διεξαχθούν μόνο για δραστηριότητες που εγκρίνονται από τη Σαρία, π.χ. οι επενδύσεις σε επιχειρήσεις που σχετίζονται με αλκοόλ και τυχερά παιχνίδια απαγορεύονται.

Έχουν δημιουργηθεί πολλοί Ισλαμικοί δείκτες για να καλύπτουν τις μεγαλύτερες διεθνείς αγορές. Αυτοί οι δείκτες περιλαμβάνουν επιχειρήσεις που πληρούν ορισμένα κριτήρια αξιολόγησης της Σαρία. Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται σαν πρότυπα απόδοσης για επενδυτές. Ωστόσο, τέτοιος δείκτης δεν υπάρχει για το Ελληνικό χρηματιστήριο. Θα παρουσιάσουμε μια λεπτομερή σύγκριση μεταξύ του Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών και ενός δευτερεύοντα δείκτη που δημιουργήσαμε και αποτελείται αποκλειστικά από εταιρείες που είναι συμβατές με τη Σαρία, καλύπτοντας την περίοδο μεταξύ 31.12.2005 και 31.12.2010. Μια τέτοια μελέτη που να καλύπτει όλες τις αποδεκτές αξίες του δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών δεν έχει πραγματοποιηθεί, στο βαθμό που γνωρίζει ο συγγραφέας.

Μόλις δημιουργήσουμε τον Ελληνικό Ισλαμικό Δείκτη (Ε.Ι.Δ.) για το Ελληνικό χρηματιστήριο, παρακολουθούμε το δείκτη στη διάρκεια της επιλεγμένης περιόδου, υπολογίζουμε την απόδοσή του και τον συγκρίνουμε με έναν παρεμφερή συμβατικό Ελληνικό δείκτη (το γενικό δείκτη Χ.Α.). Χρησιμοποιούμε οικονομετρικές μεθόδους για να εξετάσουμε αν υπάρχουν ενδείξεις σχέσεων αιτιότητας και συνολοκλήρωσης μεταξύ των δυο δεικτών.

Ο Ε.Ι.Δ. ξεπερνά σε απόδοση (βάσει στοιχείων σταθμισμένου κινδύνου αλλά και μη σταθμισμένου κινδύνου) τον συμβατικό αντίστοιχο δείκτη τόσο στην ανοδική όσο και στην πτωτική του πορεία στις υποπεριόδους που εξετάστηκαν. Αν και δε βρίσκουμε στοιχεία αιτιότητας μεταξύ των δυο δεικτών, φαίνεται πως ο Ε.Ι.Δ. πράγματι κατευθύνει το γενικό δείκτη του Χ.Α. κατά τη διάρκεια της πτωτικής αγοράς αντανακλώντας τη «φυγή προς την ποιότητα» που παρατηρήθηκε σε περιόδους αβεβαιότητας ή κρίσης. Καθώς ο Ε.Ι.Δ. περιλαμβάνει εταιρείες που είναι λιγότερο μοχλευμένες και δε λειτουργούν κερδοσκοπικά (ως συνέπεια των κριτηρίων αξιολόγησης της Σαρία), η ανάγκη για τους επενδυτές σε τέτοιες εταιρείες να «καταφύγουν» σε λιγότερο ριψοκίνδυνες εταιρείες ή κατηγορίες κεφαλαίου είναι

---

<sup>1</sup> Το Ρίμπα μπορεί να μεταφραστεί ελεύθερα ως «τόκος». Για πιο βαθειά ανάλυση δείτε παρακάτω την ενότητα § 2.1.

λιγότερο έκδηλη και επείγουσα, σε σύγκριση με την αντίστοιχη ανάγκη για τον μέσο επενδυτή.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Περιεχόμενα

Σύνοψη.....	3
Περιεχόμενα.....	5
Πίνακες.....	10
Γραφήματα.....	10
Ευχαριστίες.....	12
Εισαγωγή στη μελέτη.....	13
Ιστορικό και κίνητρα.....	13
Ερευνητικοί στόχοι.....	14
Μεθοδολογία.....	15
Σχεδιάγραμμα της διατριβής.....	15
Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.....	17
<b>A. Εισαγωγή στο Ισλάμ.....</b>	<b>28</b>
<b>1. Ορισμός.....</b>	<b>28</b>
<b>2. Ιστορία.....</b>	<b>29</b>
2.1 Προφήτης Μωάμεθ.....	29
2.2 Μετά Μωάμεθ εποχή.....	30
<b>3. Η Ισλαμική Πίστη.....</b>	<b>32</b>
3.1 Aqidah.....	32
3.2 Akhlaq.....	33
3.3 Σαρία.....	33
3.3.1 Muamalat.....	33
3.3.2 Ibadet.....	34
<b>4. Πηγές.....</b>	<b>37</b>
4.1 Κοράνι.....	37
4.1.1 Εισαγωγή.....	37
4.1.2 Περιεχόμενο.....	38
4.2 Sunnah.....	38
4.3 Ahadith.....	38
4.4 Παράγωγες Πηγές.....	39
<b>B. Εισαγωγή στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική.....</b>	<b>41</b>
<b>1. Εισαγωγή.....</b>	<b>41</b>
<b>2. Αρχές της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής.....</b>	<b>43</b>
2.1 Η απαγόρευση του Riba.....	43
2.1.1 Εισαγωγή.....	43
2.1.2 Πηγές απαγόρευσης.....	43
2.1.3 Χρηματοδότηση και Χρέος.....	45
2.2 Η Απαγόρευση του Gharar.....	46
2.2.1 Εισαγωγή.....	46
2.2.2 Πηγές απαγόρευσης.....	47
2.3 Καταμερισμός του Κινδύνου.....	47
2.4 Συμβόλαια.....	48
<b>3. Επιτρεπτά Χρηματοοικονομικά Εργαλεία.....</b>	<b>49</b>
3.1 Πωλήσεις με τη μέθοδο cost-plus (Murabaha).....	49
3.2 Επενδυτικοί λογαριασμοί καταμερισμού κερδών (Mudaraba).....	50
3.3 Συμμετοχή στο κεφάλαιο (Musharaka).....	50
3.4 Χρηματοδοτική Μίσθωση (Ijarah).....	51
3.5 Πιστοποιητικά Επενδύσεων (Sukuk).....	52

3.6 Παράγωγα.....	52
3.6.1 Συμβατικά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης .....	52
3.6.2 Ισλαμικά Παράγωγα.....	54
3.6.3 Επίλογος .....	57
<b>4. Επιτρεπτά επενδυτικά μέσα .....</b>	<b>59</b>
4.1 Επενδυτικά Μέσα .....	59
4.1.1 Μετοχές.....	59
4.1.2 Επενδυτικά Χαρτοφυλάκια.....	59
4.2 Φίλτρα.....	61
<b>5. Ασφάλειες (Takaful).....</b>	<b>62</b>
<b>6. Χρηματοδότηση Έργου .....</b>	<b>63</b>
<b>7. Διαχείριση ρευστών διαθεσίμων .....</b>	<b>64</b>
7.1 Εισαγωγή.....	64
7.2 Ισλαμικές λύσεις.....	64
7.2.1 Εξασφαλισμένο murabaha / βραχυπρόθεσμη εμπορική χρηματοδότηση .....	64
7.2.2 Mudaraba sukuk.....	65
7.2.3 Salam sukuk .....	65
7.2.4 Ισλαμικό sukuk χρηματοδοτικής μίσθωσης .....	66
7.2.5 Musharaka sukuk.....	66
<b>8. Διαχείριση Κινδύνων .....</b>	<b>67</b>
8.1 Εισαγωγή.....	67
8.2 Κίνδυνοι για τα Ισλαμικό Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.....	68
8.2.1 Κίνδυνος ρευστότητας .....	68
8.2.2 Πιστωτικός κίνδυνος.....	68
8.2.3 Κίνδυνος Αγοράς.....	68
8.3 Αντισταθμιστικά Εργαλεία.....	69
8.4 Κανονισμοί.....	69
<b>9. Τιτλοποίηση .....</b>	<b>71</b>
9.1 Εισαγωγή.....	71
9.2 Ισλαμικές Λύσεις .....	71
<b>10. Επίλογος.....</b>	<b>74</b>
<b>Γ. Κανονιστικό - Νομικό - Λογιστικό Πλαίσιο .....</b>	<b>75</b>
<b>1. Κανονιστικό Πλαίσιο .....</b>	<b>75</b>
1.1 Εισαγωγή.....	75
1.2 Κύρια ρυθμιστικά όργανα.....	76
1.2.1 Εποπτικό Συμβούλιο της Σαρία.....	76
1.2.2 Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών.....	77
1.3 Μείζονα Θέματα.....	80
1.3.1 Κεφαλαιακή Επάρκεια .....	80
1.3.2 Επενδυτικοί Λογαριασμοί Καταμερισμού Κερδών.....	85
1.3.3 Η Έλλειψη Διαφάνειας και Συνέπειας.....	86
1.3.4 Οργανισμοί Αξιολογήσεων .....	86
1.4 Επίλογος.....	88
<b>2. Νομικό Πλαίσιο.....</b>	<b>89</b>
2.1 Σχολές Σκέψης.....	91
2.1.1 Σουνιτικές Σχολές.....	91
2.1.2 Σιιτικές Σχολές .....	92
2.2 Συμβόλαια .....	92
2.3 Δικαιοδοσία .....	94
2.4 Επίλογος.....	95
<b>3. Λογιστικό πλαίσιο.....</b>	<b>96</b>
3.1 Εισαγωγή.....	96
3.2 ΟΛΕΙΧΙ.....	98
3.2.1 Εισαγωγή.....	98
3.2.2 Στόχοι.....	98

3.2.3	Δομή.....	99
3.2.4	Δραστηριότητες .....	100
3.2.5	ΟΛΕΙΧΙ έναντι ΓΠΛΑ .....	100
3.3	Μείζονα Θέματα.....	101
3.3.1	Οικονομικές Καταστάσεις.....	101
3.3.2	Αποτίμηση Περιουσιακών Στοιχείων .....	104
3.3.3	Λογιστική διαχείριση του Zakah.....	105
3.3.4	Προβλέψεις και αποθεματικά .....	106
3.3.5	Κατανομή Κερδών.....	108
3.4	Επίλογος.....	108
<b>Δ.</b>	<b>Ισλαμικές Αγορές και Οργανισμοί.....</b>	<b>109</b>
<b>1.</b>	<b>Ιστορία της Ισλαμικής Τραπεζικής.....</b>	<b>109</b>
1.1	Η ανάπτυξη της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής.....	109
1.1.1	Τα πρώτα χρόνια .....	109
1.1.2	Πρόσφατες εξελίξεις.....	110
<b>2.</b>	<b>Μορφές των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων.....</b>	<b>112</b>
2.1	Ισλαμικές Τράπεζες.....	112
2.1.1	Μετατροπή μιας Συμβατικής Τράπεζας σε Ισλαμική Τράπεζα .....	112
2.2	Ισλαμικά Επενδυτικά Παράθυρα.....	114
2.3	Ισλαμικές Επενδυτικές Τράπεζες.....	114
2.4	Ισλαμικά Επενδυτικά Κεφάλαια .....	115
2.4.1	Ισλαμικός Δείκτης Αγοράς Dow Jones.....	116
2.5	Ισλαμικές Εταιρείες Υποθηκών .....	117
2.6	Ισλαμικά Ασφαλιστικά Ιδρύματα (Takaful) .....	117
2.7	Εταιρείες Mudaraba.....	118
<b>3.</b>	<b>Κύριες Ισλαμικές Αγορές .....</b>	<b>119</b>
3.1	Ιράν.....	119
3.2	Σουδάν .....	119
3.3	Πακιστάν.....	120
3.4	Μαλαισία.....	121
3.5	Μπαχρέιν .....	122
<b>4.</b>	<b>Οργανισμοί του Ισλαμικού Χρηματοπιστωτικού Κλάδου .....</b>	<b>123</b>
4.1	Η Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης (ITA) .....	123
4.1.1	Σκοπός .....	123
4.1.2	Λειτουργίες.....	124
4.1.3	Τρόποι χρηματοδότησης έργων.....	125
4.2	Διεθνής Ισλαμική Χρηματαγορά.....	125
4.3	Ισλαμικό Ίδρυμα Έρευνας και Εκπαίδευσης .....	126
4.4	Κέντρο Διαχείρισης Ρευστότητας.....	127
<b>Ε.</b>	<b>Εμπειρική έρευνα.....</b>	<b>128</b>
<b>1.</b>	<b>Σκοπός.....</b>	<b>128</b>
<b>2.</b>	<b>Δείκτες .....</b>	<b>129</b>
2.1	Εισαγωγή στους δείκτες.....	129
2.2	Είδη χρηματιστηριακών δεικτών .....	129
2.2.1	Σταθμισμένος δείκτης κεφαλαιοποίησης .....	129
2.2.2	Σταθμισμένος δείκτης τιμών .....	136
2.2.3	Τροποποιημένοι Σταθμισμένοι δείκτες κεφαλαιοποίησης της αγοράς .....	137
<b>3.</b>	<b>Επενδύσεις συμβατές με τη Σαρία .....</b>	<b>143</b>
3.1	Εισαγωγή.....	143
3.1.1	Αποδεκτά χρεόγραφα.....	144
3.1.2	Κριτήρια της Σαρία .....	145
3.1.3	Έλεγχος των αποδεκτών αξιών .....	152
3.1.4	Διαχείριση του δείκτη.....	155
3.2	Εξαγνισμός .....	157
<b>4.</b>	<b>Δημιουργία Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη για το Ελληνικό Χρηματιστήριο.....</b>	<b>158</b>

4.1 Εισαγωγή.....	158
4.2 Συλλογή σημαντικών χρηματοοικονομικών δεδομένων για κάθε μετοχή (Βήμα 2).....	159
4.3 Προσδιορισμός του επιτρεπτού επενδυτικού κόσμου (Βήμα 3). .....	166
4.3.1 Ποιοτικά κριτήρια .....	166
4.3.2 Ποσοτικά κριτήρια.....	168
4.3.3 Αποτελέσματα.....	169
4.4 Προσδιορισμός των μετοχών που δικαιούνται να συμπεριληφθούν στο δείκτη (Βήμα 4).....	171
4.4.1 Βασικοί Κανόνες Δείκτη.....	171
4.5 Υπολογισμός του Επιπέδου του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη (Βήμα 5) .....	176
<b>5. Διαχείριση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη.....</b>	<b>177</b>
5.1 Αναθεώρηση Σύνθεσης Δεικτών .....	177
5.2 Μεταβολές στις εταιρίες που συμμετέχουν στη σύνθεση του δείκτη.....	178
5.3 Αλλαγές στην Ευρεία διασπορά .....	180
5.4 Αλλαγές στην κατάσταση συμβατότητας με τη Σαρία .....	180
5.5 Ανακεφαλαίωση .....	181
<b>6. Υπολογισμός της απόδοσης του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη .....</b>	<b>183</b>
6.1 Απόδοση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη (Ε.Ι.Δ.).....	183
6.2. Σημαντικά γεγονότα την περίοδο παρατήρησης .....	186
6.2.1 Οικονομική κρίση.....	186
6.2.2 Κρίση χρέους στην Ευρώπη .....	191
<b>7. Σύγκριση της απόδοσης του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη με έναν συγκρίσιμο Συμβατικό Ελληνικό δείκτη .....</b>	<b>199</b>
7.1 Μεθοδολογία.....	199
7.2 Απόδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	200
7.3 Σύγκριση αποδόσεων και κινδύνου του Ε.Ι.Δ. και του Χ.Α.Α. ....	203
7.4 Οικονομετρικοί έλεγχοι.....	205
7.4.1 Μεθοδολογία .....	205
7.4.2 Αποτελέσματα Ελέγχων .....	211
7.5 Συμπέρασμα .....	218
<b>Ζ. Σύνοψη .....</b>	<b>221</b>
<b>1. Προσφορά και Σημαντικά Ευρήματα .....</b>	<b>221</b>
1.1 Κεφάλαιο Α - Εισαγωγή στο Ισλάμ .....	222
1.2 Κεφάλαιο Β - Εισαγωγή στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική .....	222
1.3 Κεφάλαιο Γ - Κανονιστικό - Νομικό - Λογιστικό Πλαίσιο .....	225
1.4 Κεφάλαιο Δ - Ισλαμικές Αγορές και Οργανισμοί.....	227
1.5 Κεφάλαιο Ε - Εμπειρική μελέτη .....	228
<b>2. Περιορισμοί .....</b>	<b>230</b>
<b>3. Περαιτέρω Έρευνα και Προτάσεις.....</b>	<b>231</b>
Καινοτομία Προϊόντων .....	232
Ανθρώπινο Κεφάλαιο .....	232
Διαχείριση Κινδύνου .....	233
Ρευστότητα.....	234
Τιτλοποίηση.....	234
Κανονιστικό Πλαίσιο .....	234
Νομικό Πλαίσιο .....	235
Λογιστικό πλαίσιο.....	236
Κεφαλαιοποίηση.....	236
Κοινωνική Αναφορά.....	236
<b>Ευρετήριο Όρων .....</b>	<b>239</b>
<b>Κατάλογος Παραπομπών .....</b>	<b>249</b>



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α - Ακρωνύμια.....	259
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β - Σημαντικοί Ιστορικοί Σταθμοί της Ισλαμικής Τραπεζικής και των Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών.....	260
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ - Κατάλογος Ισλαμικών Επενδυτικών Κεφαλαίων.....	262
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ - Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.....	270
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε - Μέλη Εποπτικού Συμβουλίου της Σαρία.....	281
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ζ - Αλλαγές στη Σύθεση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών μεταξύ 31.12.05 και 31.12.10.....	283

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Πίνακες

Πίνακας 1 – Αντίκτυπος των εταιρικών ενεργειών στο διαιρέτη του Σταθμισμένου δείκτη κεφαλαιοποίησης .....	135
Πίνακας 2 – Αντίκτυπος των εταιρικών ενεργειών στον διαιρέτη του τροποποιημένου σταθμισμένου δείκτη με βάση τη χρηματιστηριακή αξία.....	139
Πίνακας 3 – Σημαντικά χρηματοοικονομικά δεδομένα που συλλέχθηκαν για κάθε μετοχή .....	159
Πίνακας 4 – Ορισμός κωδικών Π.Κ.Π.Β. (GICS) .....	166
Πίνακας 5 – Αποτελέσματα διαδικασίας αξιολόγησης.....	170
Πίνακας 6 – Μηνιαίες τιμές κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη.....	184
Πίνακας 7 - Ευρωπαϊκή κρίση κρατικού χρέους .....	192
Πίνακας 8 - Μηνιαία τιμή κλεισίματος του Γενικού δείκτη τιμών μετοχών του Χ.Α.Α .....	201
Πίνακας 9 – Ε.Ι.Δ. σε σύγκριση με Χ.Α.Α., Κύριοι στατιστικοί δείκτες .....	204

## Γραφήματα

Γράφημα 1 – Ελληνικός Ισλαμικός Δείκτης -Τιμές Κλεισίματος .....	185
Γράφημα 2 – Απόδοση των σημαντικότερων δεικτών .....	189
Γράφημα 3 - Δείκτης Ελληνικού Χρηματιστηρίου.....	197
Γράφημα 4 – Πιθανότητα χρεοκοπίας – χάρτης .....	198
Γράφημα 5 – Credit Default Swaps .....	198
Γράφημα 6 – Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.....	202
Γράφημα 7 – Ελληνικός Ισλαμικός δείκτης σε σύγκριση με τον Γενικό δείκτη Χ.Α.Α. ....	203

*Αφιερώνω αυτή τη διδακτορική διατριβή στους γονείς μου, Πάνο και  
Ελένη, για την απεριόριστη υποστήριξή τους.*

*Μου έχουν δώσει όλα τα εφόδια που χρειάζομαι για να ζήσω μια  
ευτυχισμένη ζωή.*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΙΩΝ

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα πρώτα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, τον Αναπληρωτή Καθηγητή Χρήστο Αλεξάκη, για τη βοήθειά του, την καθοδήγησή του και την πίστη που έδειξε σε μένα από την αρχή αυτού του εγχειρήματος. Η στήριξή του ήταν πραγματικά πολύτιμη.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω τον Καθηγητή Παντελή Παντελίδη και τον Αναπληρωτή Καθηγητή Μανώλη Τσιριτάκη για την πολύτιμή τους βοήθεια, η οποία ξεκινά από τη γνωριμία μου μαζί τους ως προπτυχιακός φοιτητής.

Ο Καθηγητής Σοφοκλής Μπρισίμης μου παρείχε τη στήριξή του από την αρχή και του είμαι ευγνώμων.

Ευχαριστώ τους γονείς μου και την αδερφή μου που μου συμπαραστάθηκαν σε όλη την περίοδο της διατριβής μου (και της ζωής μου γενικότερα) και που μου εμφύσησαν επιμονή και αποφασιστικότητα, αρετές καθοριστικές για την ολοκλήρωση του παρόντος έργου.

Ευχαριστώ επίσης τα παιδιά μου που έδειξαν κατανόηση και υπομονή.

Τις ειλικρινείς ευχαριστίες μου θα ήθελα επίσης να εκφράσω απέναντι στον Sven Riehl που ως διευθυντής μου στην προηγούμενη επαγγελματική μου δραστηριότητα, όχι μόνο με βοήθησε να εστιάσω στο θέμα της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής αλλά μου παρείχε και ηθική υποστήριξη.

Πάνω από όλα θα ήθελα να ευχαριστήσω τη σύντροφό μου Μπάρμπαρα που υπήρξε ο πιο γνήσιος υποστηρικτής και οπαδός μου. Ανέλαβε όλες τις υποχρεώσεις ώστε να μπορώ να αφοσιωθώ στη διατριβή μου, ήταν πάντα δίπλα μου όταν χρειαζόμουν στήριξη, με βοήθησε να συλλέξω τα δεδομένα από το Bloomberg και τόσα ακόμα. Της είμαι ειλικρινά υπόχρεος.

# Εισαγωγή στη μελέτη

## Ιστορικό και κίνητρα

Η ιδέα πως μια συγκεκριμένη υποκατηγορία εταιρειών ή επενδύσεων μπορεί να αποδίδει καλύτερα ή χειρότερα από ένα ευρέως χρησιμοποιούμενο σημείο αναφοράς και η προοπτική να επαληθευθεί μια τέτοια υπόθεση μέσω εμπειριστατωμένης έρευνας και ανάλυσης ήταν εξ αρχής, από ακαδημαϊκή και πρακτική άποψη, πολύ δελεαστική για μένα. Το γεγονός πως η εν λόγω υποκατηγορία (δηλ. οι συμβατές με τη Σαρία επενδύσεις) καθορίστηκε με βάση την ερμηνεία των πρωταρχικών πηγών πάνω στις οποίες αναπτύχθηκε το σύνολο αρχών της Ισλαμικής πίστης μου διέγειρε περαιτέρω το ενδιαφέρον, από κοινωνικοπολιτική άποψη.

Κατά την επαφή μου με το Μουσουλμανικό πολιτισμό τα τελευταία 10 χρόνια και τα συχνά μου ταξίδια στην περιοχή της Μέσης Ανατολής, ήταν φανερό σε μένα πως η θρησκεία αποτελεί σημαντικό μέρος της καθημερινής ζωής του πληθυσμού. Αν και υπάρχουν στοιχεία για τη μεγάλη παράδοσηπραματευτών και εμπόρων σε κάθε γωνιά της περιοχής, η μεγάλη πλειοψηφία των οικονομικών συναλλαγών διεξάγεται με τη χρήση παραδοσιακών (δυτικών) μηχανισμών και διαδικασιών. Αναμφίβολα ο κύριος λόγος είναι πως το δυτικό οικονομικό σύστημα είναι πολύ στέρεα θεμελιωμένο και εύκολα προσβάσιμο σε παγκόσμια κλίμακα με συνέπεια το κόστος για έρευνα και ανάπτυξη εναλλακτικών προϊόντων να έχει καταστεί για πολύ καιρό απαγορευμένο.

Ωστόσο, ήταν φανερό πως το ισχυρό θεολογικό κίνητρο του Μουσουλμανικού πληθυσμού σε συνδυασμό απλώς με το μέγεθος της εν δυνάμει ζήτησης (λόγω του μεγέθους και της εμβέλειας της Μουσουλμανικής κοινότητας), έφερναν το αντικείμενο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής όλο και πιο κοντά στο πεδίο ακαδημαϊκών, οικονομολόγων και μέσωσων μαζικής ενημέρωσης.

Στον απόηχο τόσων μεγάλων εταιρικών σκανδάλων (και της πρωτόγνωρης οικονομικής κρίσης που ξέσπασε κατά τη διάρκεια της διατριβής μου), ο «ηθικός» τύπος επένδυσης που προωθούσε η Ισλαμική Χρηματοοικονομική (χαμηλή δανειακή επιβάρυνση, μη κερδοσκοπικά όργανα, αποκλεισμός ορισμένων βιομηχανικών τομέων κ.ο.κ.) φαινόταν να αγγίζει κάποια ευαίσθητη χορδή.

Όμως αυτό που με προσέλκυσε περισσότερο σε αυτό το νέο πεδίο είναι το γεγονός πως η Ισλαμική Χρηματοοικονομική φαινόταν να είναι ίσως το μόνο βιώσιμο εναλλακτικό

οικονομικό σύστημα. Ένα σύστημα που θα μπορούσε (να προσπαθήσει τουλάχιστον) να αμφισβητήσει κάποιες από τις θεμελιώδεις αρχές πάνω στις οποίες έχει βασιστεί το σημερινό παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

Οι δυο βασικές ιδιαιτερότητες της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, η απαγόρευση του Ρίμπα (ελεύθερα μεταφρασμένου ως «τόκος») και του Γκαράρ (Αβεβαιότητα) δημιουργούν την ανάγκη για την κατασκευή ενός τελείως νέου συνόλου προϊόντων, διαδικασιών και εργαλείων. Έτσι θα είναι απαραίτητη και μια νέα «γενιά» ειδικών σε προϊόντα και σε ανάλυση κινδύνου οι οποίοι θα κληθούν να σχεδιάσουν, να παρακολουθούν και να εμπορεύονται αυτές τις υπηρεσίες και τα προϊόντα. Η ζήτηση για θρησκευτικούς λόγιους και ειδικούς στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική θα είναι υψηλή.

Από ακαδημαϊκή άποψη, όταν ξεκίνησα τις διδακτορικές μου σπουδές στο αντικείμενο υπήρχε πολύ περιορισμένη βιβλιογραφία και ακόμα λιγότερα ακαδημαϊκά και επιστημονικά κείμενα για το θέμα. Τα λίγα βιβλία που κυκλοφορούσαν κυρίως είχαν θέμα τις επιχειρήσεις, αλλά και πρακτικές μελέτες και ιδέες για συγκεκριμένα προϊόντα.

## **Ερευνητικοί στόχοι**

Καθώς η Ισλαμική Χρηματοοικονομική είναι ένα σχετικά νέο πεδίο έρευνας, υπήρχαν πολλές ανεξερεύνητες περιοχές για εμπειρισματομένη εμπειρική μελέτη.

Μετά από βαθειά σκέψη λήφθηκε η απόφαση για τη διενέργεια μιας λεπτομερούς σύγκρισης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ενός δευτερεύοντα δείκτη που θα αποτελείται αποκλειστικά από εταιρείες συμβατές με τη Σαρία. Η σύγκριση θα καλύπτει την περίοδο μεταξύ 31.12.2005 και 31.12.2010.

Μια τέτοια μελέτη που να καλύπτει όλες τις αποδεκτές αξίες του δείκτη Χ.Α. δεν έχει διεξαχθεί στο παρελθόν, στο βαθμό που γνωρίζω.

Θα περίμενε κανείς πως οι εταιρείες που είναι συμβατές με τη Σαρία θα συμπεριφέρονται διαφορετικά σε διαφορετικές συνθήκες της αγοράς λόγω των περιορισμών τους.

Το χρονικό πλαίσιο που επιλέχθηκε για την ανάλυση αυτή παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον επειδή καλύπτει ανοδική αλλά και πτωτική φάση της αγοράς, επιτρέποντας έτσι την εξέταση της παραπάνω υπόθεσης.

## Μεθοδολογία

Ήταν φανερό από την αρχή αυτού του εγχειρήματος ότι προκειμένου να εξοικειωθώ με τις θεωρίες της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, θα χρειαζόταν πρώτα να κατανοήσω τις θεμελιώδεις θρησκευτικές αρχές που στηρίζουν το Ισλάμ. Αν και είχα επαφή με τον Αραβικό πολιτισμό και τους λαούς του μέσω διαφόρων επαγγελματικών υποθέσεων και ταξιδιών στην περιοχή, ήθελα να βελτιώσω περαιτέρω τη γνώση μου για το θέμα. Το καλύτερο σημείο για να ξεκινήσει κανείς ήταν αναμφίβολα το Κοράνι και οι υπόλοιπες πρωτογενείς πηγές του Ισλάμ.

Διαβάζοντας τα υπάρχοντα βιβλία και τα άρθρα για την Ισλαμική Χρηματοοικονομική και συμμετέχοντας τακτικά σε σχετικά σεμινάρια, απέκτησα βαθιά κατανόηση για το αντικείμενο και έχτισα ένα δίκτυο με ειδικούς στον τομέα.

Διεξάγοντας μια εμπειριστατωμένη έρευνα, ανάλυση και ερμηνεία μεγάλου μέρους της υπάρχουσας βιβλιογραφίας ξεκίνησα να εξετάζω την ακόλουθη υπόθεση:

- Ένας δείκτης της Σαρία στην Ελληνική αγορά αναμένεται να συμπεριφέρεται διαφορετικά από έναν συμβατικό δείκτη υπό ποικίλες συνθήκες της αγοράς

Η έρευνα καλύπτει την περίοδο από 31.12.2005 έως 31.12.2010.

Η εξέταση της παραπάνω υπόθεσης περιλαμβάνει 3 κύρια βήματα:

- Δημιουργία Ελληνικού Ισλαμικού Δείκτη (Ε.Ι.Δ.) για το Ελληνικό χρηματιστήριο
- Διαχείριση αυτού του δείκτη κατά την επιλεγμένη περίοδο μέσω δυναμικής αξιολόγησης
- Σύγκριση της απόδοσης του Ε.Ι.Δ. με ένα συγκρίσιμο συμβατικό Ελληνικό δείκτη

## Σχεδιάγραμμα της διατριβής

Το Κεφάλαιο Α παρέχει μια απαραίτητη εισαγωγή στο Ισλάμ. Από τη ζωή του Προφήτη Μωάμεθ ως τις θεμελιώδεις αρχές της Ισλαμικής Πίστης και τις πρωτογενείς της πηγές.

Το Κεφάλαιο Β παρουσιάζει τις βασικές αρχές της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, περιλαμβάνοντας τις ουσιώδεις έννοιες της απαγόρευσης του Ρίμπα και του Γκαράρ. Περιγράφονται λεπτομερώς τα βασικά όργανα και οι φορείς της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής. Παρέχονται πληροφορίες για τις θρησκευτικές τους βάσεις καθώς και για τη σχετική κριτική και τις διαφωνίες μεταξύ λογίων για τη χρήση ορισμένων από αυτά τα προϊόντα. Συζητάμε επίσης τις επιπτώσεις της ρευστότητας και της διαχείρισης κινδύνων στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική.

Στο Κεφάλαιο Γ συζητάμε για το σημερινό ρυθμιστικό, νομικό και λογιστικό πλαίσιο των Ισλαμικών Οικονομικών Ιδρυμάτων. Παρουσιάζονται τα μεγαλύτερα ρυθμιστικά και λογιστικά ιδρύματα καθώς και τα σημαντικότερα ζητήματα που αντιμετωπίζει αυτή η βιομηχανία.

Το Κεφάλαιο Δ εξετάζει την ιστορία της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής και των σημαντικότερων Ισλαμικών οικονομικών οργανισμών, αγορών και βιομηχανικών συνεταιρισμών.

Το Κεφάλαιο Ε καλύπτει το εμπειρικό τμήμα της μελέτης παρουσιάζοντας την έννοια των δεικτών και της μαθηματικής τους βάσης. Στη συνέχεια εξηγούμε λεπτομερώς τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση του συμβατικού επενδυτικού κόσμου και τη διαλογή όλων αυτών των επενδυτικών ευκαιριών που δε θεωρούνται συμβατές με τη Σαρία. Οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται από τους τέσσερις βασικούς παρόχους Ισλαμικών δεικτών στη συνέχεια συγκρίνονται μεταξύ τους, προτού ξεκινήσουμε λεπτομερώς να αναπτύσσουμε τη μεθοδολογία για τη δημιουργία και διαχείριση ενός νέου Ελληνικού Ισλαμικού Δείκτη. Το επόμενο βήμα περιλαμβάνει τον υπολογισμό και την απόδοση του Ελληνικού Ισλαμικού Δείκτη, πριν τον συγκρίνουμε με έναν συμβατικό Ελληνικό Δείκτη (το Γενικό Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών). Τέλος, κάναμε μια σειρά ελέγχων για να βεβαιωθούμε πως τα αποτελέσματα έχουν στατιστική σημασία.

Το Κεφάλαιο Ζ συνοψίζει τη συνεισφορά, τα σημαντικά ευρήματα και τους περιορισμούς αυτής της διατριβής και καταλήγει με προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.



## Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Όταν ξεκίνησα τις διδακτορικές μου σπουδές στο αντικείμενο υπήρχε πολύ περιορισμένη βιβλιογραφία και ακόμα λιγότερα ακαδημαϊκά και επιστημονικά κείμενα για το θέμα. Τα λίγα βιβλία που κυκλοφορούσαν είχαν ως κυρίως θέμα τις επιχειρήσεις, αλλά και πρακτικές μελέτες και ιδέες για συγκεκριμένα προϊόντα.

Η Σαρία, ο Ισλαμικός νόμος, διέπει όλες τις πτυχές της ιδεολογίας, των συμπεριφορών και των πρακτικών πτυχών των Μουσουλμάνων.

Ο DeLorenzo (2002) αποτελεί ένα καλό σημείο εκκίνησης για την κατανόηση των θεολογικών βάσεων της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής. "Στο επίκεντρο της Ισλαμικής χρηματοοικονομικής είναι οι θρησκευτικές επιταγές που ρυθμίζουν ό,τι είναι καλό και επιτρέπεται, ή *halal*, και ό,τι είναι επιβλαβές και απαγορεύεται, ή *haram*... Η λογική της Ισλαμικής διδασκαλίας πάνω στο θέμα είναι ότι όταν οι άνθρωποι κερδίζουν τον επιούσιο με έναν υγιή και νόμιμο τρόπο, όλοι θα ωφεληθούν ... Ο στόχος των Ισλαμικών επενδύσεων είναι να διασφαλιστεί ότι τα εκάστοτε κέρδη είναι *halal* (αποτέλεσμα α τίμιας εργασίας)" (DeLorenzo 2002, σ.12)

Οι Archer και Abdel Karim (2002) εξηγούν τις βασικές αρχές της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής. "Η Ισλαμική Χρηματοοικονομική ασχολείται με την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε μια βάση που είναι συμβατή με τις αρχές και τους κανόνες της Ισλαμικής εμπορικής νομολογίας (*fiqh al mu'amalat*), που είναι κλάδος της νομολογίας της Ισλαμικής Σαρία". (Archer και Abdel Karim 2002, σ.3)

Οι δυο βασικές αρχές της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, η απαγόρευση του *riba* (ελεύθερα μεταφρασμένου ως «τόκος») και του *gharar* (αβεβαιότητα) δημιουργούν την ανάγκη για την κατασκευή ενός τελείως νέου συνόλου προϊόντων, διαδικασιών και εργαλείων και απασχολούν μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας. Δεδομένης της σημασίας των αρχών αυτών πολλοί συγγραφείς ασχολούνται με τον ορισμό τους.

Το *riba* κυριολεκτικά σημαίνει "πλεόνασμα" ή "αύξηση". Ο Iqbal (2004) το ορίζει σαν "Κάθε θετικό, σταθερό, προκαθορισμένο επιτόκιο συνδεδεμένο με την ημερομηνία λήξης και το ποσό του κεφαλαίου (δηλαδή εγγυημένο ανεξάρτητα από την απόδοση της επένδυσης) θεωρείται *riba* και απαγορεύεται." (Iqbal 2004, σ.2)

Πιο συγκεκριμένα, το *riba* δεν αναφέρεται μόνο στην τοκογλυφία (η οποία κατά τη σύγχρονη μορφή της αφορά τη χρέωση υπερβολικών επιτοκίων), αλλά και στη χρέωση με το κοινό εμπορικό επιτόκιο.

Η βασική Ισλαμική ιδέα είναι ότι το χρήμα είναι μόνο ένα μέτρο αξίας και δεν έχει καμία αξία αφ' εαυτού. Ως εκ τούτου δε θα πρέπει να υπάρχει χρέωση για τη χρήση των χρημάτων. Τα παραπάνω, ξεκαθαρίζουν οι Thomas et al (2005) "δε σημαίνουν ότι το κεφάλαιο είναι δωρεάν σε ένα Ισλαμικό σύστημα. Το Ισλάμ αναγνωρίζει το κεφάλαιο ως συντελεστή στην παραγωγή αλλά δεν επιτρέπει στο συντελεστή αυτό να ζητήσει ως απαιτητό ή προκαθορισμένο δικαίωμα την καταβολή, υπό τη μορφή τόκου, του πλεονάσματος της παραγωγής." (Thomas et al 2005, σ. 3)

Το gharar μπορεί να αφαιρεθεί από τις συμβάσεις, εφόσον το αντικείμενο της πώλησης και η τιμή είναι προσεκτικά διατυπωμένα. Ο El-Gamal (2000, σ. 7) δίνει το ακόλουθο παράδειγμα:

Το να πληρώνει κάποιος δύτης σταθερές τιμές για αυτό που θα πιάσει στην επόμενη κατάδυση του απαγορεύεται ως gharar, αφού σε αυτή την περίπτωση ο αγοραστής δε γνωρίζει τι πληρώνει. Από την άλλη πλευρά, η μίσθωση ενός δύτε με ένα ορισμένο αντιμισθίο για ορισμένο χρονικό διάστημα (όπου ό,τι αλίευμα πιάσει ο δύτες θα ανήκει στον αγοραστή) επιτρέπεται. Στην περίπτωση αυτή, το αντικείμενο της πώλησης (η εργασία του δύτες, για μία ώρα για παράδειγμα) είναι σαφώς καθορισμένη.

Η κατάλληλη και έγκαιρη γνωστοποίηση μπορεί επίσης να βοηθήσει. Για παράδειγμα ο Uqba Bin Amir είπε: "Είναι παράνομο να πουλήσει κάποιος κάτι εάν γνωρίζει ότι έχει ελάττωμα, εκτός και αν ενημερώσει τον υποψήφιο αγοραστή για το ελάττωμα." (Thomas 2005a, σ. 23)

Μία από τις σημαντικές διαφορές μεταξύ της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής και της συμβατικής δυτικής Χρηματοοικονομικής έχει να κάνει με παράγωγα προϊόντα όπως τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, για παράδειγμα, είναι τυποποιημένα (σε ό,τι αφορά τη σύμβαση, το μέγεθος, τη διάρκεια κ.λπ.) προθεσμιακά συμβόλαια που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές. Στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης τόσο η πληρωμή όσο και η παράδοση των πωληθέντων ειδών είναι προθεσμιακή, ενώ ο νόμος της Σαρία επιτρέπει την αναβολή είτε της παράδοσης είτε της πληρωμής μόνο. Τέτοιες συναλλαγές μπορούν, επίσης, να θεωρηθούν ως ανταλλαγή χρέους (πληρωμή) με χρέος (παράδοση του αντικειμένου), η οποία επίσης απαγορεύεται βάσει του νόμου της Σαρία.

Ο νόμος της Σαρία απαγορεύει, μέσω του gharar, την πώληση αντικειμένων που δεν έχουν παραχθεί ακόμη. Υπάρχουν, ωστόσο, εναλλακτικές λύσεις, όπως τα συμβόλαια salam.

Η Ισλαμική Ακαδημία Fiqh, με έδρα την Τζέντα κατέληξε στην ακόλουθη γνωμοδότηση: "Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, όπως χρησιμοποιούνται σήμερα στις παγκόσμιες

χρηματαγορές, είναι ένα νέο είδος συμβάσεων που δεν εμπίπτουν σε οποιαδήποτε από τις κατηγορίες συμβάσεων που ορίζει η Σαρία. Δεδομένου ότι το αντικείμενο των συμβολαίων αυτών (των δικαιωμάτων προαίρεσης) δεν είναι ούτε κάποιο χρηματικό ποσό ούτε ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα που μπορεί να παραλειφθεί, η σύμβαση δεν είναι επιτρεπτή υπό το νόμο της Σαρία." (γνωμοδότηση Νο.65/1/7, 1992)

Σύμφωνα, ωστόσο, με τον Elgari (2002, σ. 160):

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι μια δεσμευτική υπόσχεση κατά την οποία ο ένας αντισυμβαλλόμενος συμφωνεί, σε αντάλλαγμα για την αμοιβή που έλαβε (τίμημα), ότι ο έτερος αντισυμβαλλόμενος έχει το δικαίωμα να αγοράσει ένα περιουσιακό στοιχείο σε μία προκαθορισμένη τιμή πριν από ή σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Αν ένα τέτοιο δικαίωμα προαίρεσης έχει συνταχθεί χωρίς χρηματικά ανταλλάγματα, τότε θα μπορούσε να είναι επιτρεπτό από τη σκοπιά της Σαρία. Επιπλέον, αν το περιουσιακό στοιχείο είναι στην κυριότητα του υποσχόμενου, όταν συντάσσεται η σύμβαση, και το τίμημα είναι μια μικρή προκαταβολή, η οποία, αν το δικαίωμα προαίρεσης ασκείται αποτελεί μέρος της τιμής, τότε το δικαίωμα αυτό είναι επιτρεπτό από την πλευρά της Σαρία.

Το khiyar al-shart δίνει το δικαίωμα σε έναν από τους αντισυμβαλλόμενους, ή ακόμη και σε έναν τρίτο, να ακυρώσει το συμβόλαιο εντός ενός προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος. Το khiyar al-shart μπορεί να χρησιμοποιηθεί με παρόμοιο τρόπο όπως ένα παραδοσιακό δικαίωμα αγοράς, με τη διαφορά ότι κανένα τίμημα δεν καταβάλλεται για το συμβόλαιο khiyar al-shart. Αντίθετα το όφελος του κατόχου του δικαιώματος από τη δυνατότητα που έχει να ακυρώσει το συμβόλαιο ενσωματώνεται στην τιμή παράδοσης του εν λόγω περιουσιακού στοιχείου.

Ωστόσο, δεν υπάρχει ομοφωνία μεταξύ των μελετητών σχετικά με το κατά πόσον αυτός ο τύπος δικαιώματος θα πρέπει να θεωρείται ως εξαίρεση ή ως μια γενικευμένη πρακτική.

Ο Obaidullah (1998) παρουσιάζει τα κύρια συμπεράσματα των συζητήσεων των μελετητών σχετικά με το πλαίσιο του khiyar al-shart: και τα δύο μέρη θα πρέπει να επωφελούνται από το συμβόλαιο το οποίο δε θα πρέπει να συμβάλλει σε ενδεχόμενη σύγκρουση μεταξύ τους. Μερικές τουλάχιστον από της σχολές Ισλαμικής σκέψης υποστηρίζουν ότι η διάρκεια των δικαιωμάτων μπορεί να ποικίλλει, αλλά θα πρέπει να είναι σαφής και γνωστή τη στιγμή της σύναψης του συμβολαίου. Η τιμή διακανονισμού μπορεί να διαφέρει από την τιμή που αναφέρεται στη σύναψη του συμβολαίου, υπό ορισμένες συνθήκες, και ο αγοραστής (πωλητής) μπορεί να έχει στην κατοχή του τα αγαθά (τιμή του συμβολαίου) κατά την περίοδο ισχύος του δικαιώματος.

Ο Baldwin (Baldwin 2002a, σσ. 188-190) προτείνει την αναπαραγωγή της ικανότητας διαχείρισης κινδύνων των συμβατικών συμφωνιών ανταλλαγής επιτοκίων, χρησιμοποιώντας ως δομικά στοιχεία χρηματοοικονομικά εργαλεία συμβατά με τη Σαρία.

Ο ίδιος σημειώνει ότι σε περιπτώσεις που ένα τραπεζικό σύστημα λειτουργεί σε αγορές όπου ο (αποστρεφόμενος τον κίνδυνο) επενδυτής έχει τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ Ισλαμικών ή συμβατικών τραπεζικών υπηρεσιών, οι πελάτες αναμένουν υψηλότερες αποδόσεις από τα Ισλαμικά ιδρύματα ως αποζημίωση για το γεγονός ότι οι αποδόσεις δεν είναι εγγυημένες. Πιο συγκεκριμένα, ενώ τα συμβατικά τραπεζικά ιδρύματα προσφέρουν προκαθορισμένες αποδόσεις για τους καταθέτες, σύμφωνα με τα ισχύοντα επιτόκια, τα αντίστοιχα Ισλαμικά ιδρύματα προσφέρουν στους κατόχους επενδυτικών λογαριασμών (mudaraba) μεταβλητές αποδόσεις με τη μορφή συμμετοχής στα κέρδη. Κατά συνέπεια, οι Ισλαμικές τράπεζες θα πρέπει να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε περιουσιακά στοιχεία με υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις από τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία επενδύουν οι συμβατικές τράπεζες. (Baldwin, 2002a, σσ.177-178)

Ο Upton (2002) παρατηρεί ότι οι βασικές αρχές της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής δε διαφέρουν από τις Δυτικές αρχές τόσο όσο κάποιος νομίζει. "Πολλές από τις διαφορές σε σχέση με τη δυτική χρηματοοικονομική μπορούν να θεωρηθούν ως θέμα βαθμού διαφοροποίησης και όχι είδους. ...το riba δεν είναι επί του παρόντος, αυστηρά απαγορευμένο στη Δυτική χρηματοοικονομική, αλλά ήταν στο παρελθόν και είναι σήμερα απαγορευμένο και συχνά περιορισμένο ως τοκογλυφία. Το gharar αντανακλάται, ασφαλώς, στις δυτικές έννοιες της δικαιοσύνης και της απαίτησης για νομικώς έγκυρα συμβόλαια καθώς και στους νόμους προστασίας των καταναλωτών. Και οι δύο κλάδοι, ο Ισλαμικός και ο Δυτικός αντιμετωπίζουν κοινά προβλήματα που δεν είναι μόνο Ισλαμικά ή μόνο Δυτικά, προσφέροντας λύσεις που είναι διαφορετικές, αλλά κατανοητές και στις δύο ομάδες." (Upton, 2002, σ. xiv)

Πολλές από τις πρακτικές και τα πρότυπα που περιγράφονται σε αυτή τη διατριβή υπήρξαν και ακολουθήθηκαν για εκατοντάδες χρόνια.

Ο Hanna (1998) σημειώνει ότι μια πτυχή των συναλλαγών στη Μέση Ανατολή που έχει συχνά τονιστεί είναι ότι δεν υπήρχε σύστημα για την προώθηση κεφαλαίων στους εμπόρους - κοντολογίς, δεν υπήρχε ανάλογο ισοδύναμο του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος από το οποίο άλλωστε εξαρτώνται σε πολύ μεγάλο βαθμό οι ευρωπαίοι έμποροι- και λόγω της έλλειψης αυτού του συστήματος υποτίθεται ότι μειονεκτούσαν οι έμποροι της Μέσης Ανατολής ... αλλά οι λειτουργίες ενός τέτοιου συστήματος πραγματοποιούνταν, εν μέρει, μέσω του νομικού συστήματος, το οποίο παρείχε ένα νομικό πλαίσιο για την προώθηση των κεφαλαίων. (Hanna, 1998)

Δεν ήταν παρά τη δεκαετία του 1970 που αυτές οι αρχές άρχισαν να οργανώνονται συστηματικά και μεθοδικά, ώστε να σχηματίσουν το πλαίσιο εντός του οποίου θα μπορούσαν να λειτουργήσουν οι Ισλαμικές τράπεζες και τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ο κύριος στόχος τον καιρό εκείνο ήταν η ικανοποίηση των χρηματοδοτικών αναγκών των πολύ πλούσιων Μουσουλμάνων ιδιωτών.

Ο Wilson (2002) παραθέτει τρεις σημαντικούς παράγοντες που ώθησαν στην εμφάνιση της σύγχρονης Ισλαμικής τραπεζικής στις αρχές της δεκαετίας του 1970: την ίδρυση της Ισλαμικής Τράπεζας Ανάπτυξης, τις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου του 1973 -1974 και τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες που προέκυψαν από τις προσπάθειες των Ισλαμιστών επιστημόνων.

Η ανάπτυξη του Ισλαμικού Χρηματοοικονομικού κλάδου υπήρξε ραγδαία:

Μια ανάλυση από τον Kahf (1999) έδειξε ότι ο συνολικός αριθμός των Ισλαμικών Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων (IXI) αυξήθηκε κατά το έτος 1997 σε 176, τα οποία καλύπτουν 23 χώρες και κυρίως την περιοχή της Νότιας Ασίας και τη Μέση Ανατολή. Σύμφωνα με τον Kahf, ο εμπορικός τομέας έλαβε το μεγαλύτερο ποσοστό (32%) της χρηματοδότησης, ακολουθεί η βιομηχανία (17%), τα ακίνητα (16%), οι υπηρεσίες (12%), η γεωργία (6%) και άλλοι τομείς (17%). Ο τρόπος χρηματοδότησης που χρησιμοποιήθηκε περισσότερο ήταν μέσω murabaha (37%) και κατόπιν mudaraba (19%), musharaka (6%), ijarah (9%) και άλλα (29%).

Το επενδυτικό εργαλείο ή λογαριασμός mudaraba, που αναλύεται στο κεφάλαιο Β, § 3.2, ήταν ένα από τα πρώτα Ισλαμικά προϊόντα λιανικής και κατάφερε να κινητοποιήσει ένα μεγάλο μέρος των Ισλαμικών μικρών καταθέσεων. Τα χαρτοφυλάκια mudaraba προσφέρθηκαν για πρώτη φορά από τις Σαουδαραβικές εμπορικές τράπεζες. Πρώτη ήταν η Σαουδαραβική Αμερικανική Τράπεζα (σε δολάρια ΗΠΑ και Ριάλ Σαουδικής Αραβίας) το 1986, ακολούθησε η Εθνική Εμπορική Τράπεζα, η Τράπεζα Riyadh και ο Οργανισμός Τραπεζικής και Επενδύσεων Al Rajhi (Cox 2002, σ. 131).

Υπολογίζεται ότι περίπου το 20 τοις εκατό του συνολικού παγκόσμιου πληθυσμού είναι Μουσουλμάνοι. Μεταξύ του 2000 και του 2004, οι Ισλαμικές Τράπεζες αυξήθηκαν κατά 70 τοις εκατό όσον αφορά τον αριθμό τους και με παρόμοιο ρυθμό και από την άποψη των στοιχείων του ενεργητικού και του μετοχικού κεφαλαίου.

Η KPMG (2006)<sup>2</sup>, παραθέτει τα ακόλουθα νούμερα για το έτος 2005:

Υπάρχουν περίπου 270 ΙΧΙ με στοιχεία ενεργητικού άνω των 265 δισεκατομμυρίων δολαρίων και επενδύσεις άνω των 400 δισ. δολαρίων. Ο ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου, εκτιμάται σε 15% ανά έτος, ενώ αναμένεται ότι μέσα στα επόμενα 8 έως 10 έτη το 40 έως 50% του συνόλου των αποταμιεύσεων του Μουσουλμανικού πληθυσμού θα το διαχειρίζονται Ισλαμικές Τράπεζες.

Ο Economist<sup>3</sup> υπολόγισε ότι μέσα στο 2008 τα συμβατά με τη Σαρία κεφάλαια αυξήθηκαν κατά 29%, φτάνοντας τα 822 δισεκατομμύρια δολάρια παγκοσμίως.

Παρ' όλα αυτά, οι Iqbal και Mirakhor (2002) επισημαίνουν ότι το μέγεθος του ενεργητικού των Ισλαμικών τραπεζών σε σύγκριση με εκείνο των συμβατικών τραπεζών παραμένει ασήμαντο, ενώ καμία Ισλαμική τράπεζα δεν έχει μπει ακόμα στη λίστα των 100 κορυφαίων τραπεζών στον κόσμο. (Iqbal και Mirakhor 2002, σ. 46).

Ο Siddiqui (2005) αναφέρει ότι ο ιδιωτικός πλούτος στις χώρες του Συμβουλίου Συνεργασίας του Κόλπου (ΣΣΚ)<sup>4</sup> εκτιμάται ότι ανέρχεται στο 1,5 τρισεκατομμύριο δολάρια. Από αυτά, τα 400 δισ. δολάρια και τα 250 δισ. δολάρια αντίστοιχα εκτιμάται ότι τα διαχειρίζονται διεθνείς οργανισμοί και Ισλαμικές εταιρίες. Το 85 τοις εκατό από αυτό το 1,5 τρισεκατομμύριο δολάρια είναι επενδυμένο στην αλλοδαπή, κυρίως στις ΗΠΑ, την Ευρώπη και την Ιαπωνία, με αποτέλεσμα να προβάλλει το αίτημα για τη λήψη μέτρων για την αντιστροφή της διαρροής κεφαλαίων που είναι συμβατά με τη Σαρία (Siddiqui 2005, σ. 98<sup>5</sup>)

Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την ανάπτυξη της Ισλαμικής Τραπεζικής, τις σημαντικές Ισλαμικές Τράπεζες και τις πρόσφατες εξελίξεις στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, ο ενδιαφερόμενος αναγνώστης παραπέμπεται στον Wilson 2005.

Οι συμβατικές τράπεζες υπόκεινται σε εσωτερικούς και εξωτερικούς λογιστικούς ελέγχους, πρέπει να τηρούν αυστηρά λογιστικά πρότυπα και πρότυπα αναφορών, ενώ είναι υπό την εποπτεία των τραπεζικών αρχών της κάθε χώρας. Διάφορα αυτόνομα όργανα ενθαρρύνουν τις προσπάθειες αυτές εκδίδοντας κοινώς αποδεκτά πρότυπα και βέλτιστες πρακτικές που πρέπει να ακολουθούνται μέσα στον κλάδο. Ωστόσο, όπως θα δού με, οι προσεγγίσεις που ακολουθούνται για τις συμβατικές τράπεζες δεν ταιριάζουν, απαραίτητως, στις ανάγκες των Ισλαμικών τραπεζών. Οι ιδιαιτερότητες της Ισλαμικής χρηματοοικονομικής δεν καλύπτονται πλήρως από τα υφιστάμενα δυτικά πρότυπα.

---

<sup>2</sup> Πρωτογενής πηγή: Διεθνές συνέδριο Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής

<sup>3</sup> The Economist. Islamic Finance in France: Sharia calling, 12 Νοεμβρίου 2009

<sup>4</sup> Τα κράτη του ΣΣΚ είναι τα ακόλουθα: Κουβέιτ, Κατάρ, Ομάν, το Βασίλειο της Σαουδικής Αραβίας, το Βασίλειο του Μπαχρέιν και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα

<sup>5</sup> Πρωτογενής πηγή: «Οι Αραβικές επιχειρήσεις του Κόλπου επενδύουν περισσότερο στη εγχώρια αγορά», Γερμανοαραβικό Επιμελητήριο Βιομηχανίας και Εμπορίου. Η ιστοσελίδα του βρίσκεται στο [www.ahkmena.com](http://www.ahkmena.com)

Οι Ισλαμικές τράπεζες υπόκεινται και σε ένα πρόσθετο επίπεδο εποπτείας, αυτό του εποπτικού συμβουλίου της Σαρία, του οποίου η κύρια αποστολή είναι να εξασφαλίσει ότι η τράπεζα λειτουργεί εντός του πλαισίου της Σαρία.

Οι Αλεξάκης και Τσικούρας (2009) παραθέτουν μία ανασκόπηση του λογιστικού και ρυθμιστικού πλαισίου της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής και αναλύουν τους τομείς που χρήζουν περαιτέρω έρευνας, καθώς και τις μελλοντικές προκλήσεις τόσο από ακαδημαϊκής όσο και από επιχειρηματικής σκοπιάς. (Alexakis and Tsikouras, 2009)

Η ανάπτυξη της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής οδήγησε πολλούς Χρηματοοικονομικούς Οργανισμούς στην επιθυμία να μετατραπούν σε αμιγώς Ισλαμικούς Χρηματοοικονομικούς Οργανισμούς. Ο Οργανισμός Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΟΛΕΙΧΙ) αναγνωρίζοντας την ανάγκη για παροχή κατευθυντήριων γραμμών για το σύνθετο έργο της μετατροπής, δημοσίευσε το Πρότυπο Σαρία Νο 6 για την " Μετατροπή μιας Συμβατικής Τράπεζας σε Ισλαμική Τράπεζα".

Ο ενδιαφερόμενος μελετητής μπορεί να προστρέξει στον Adam (2005) που εξηγεί ότι ανάλογα με το χρονοδιάγραμμα της μετατροπής, μπορούν να διακριθούν τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις (Adam 2005, σσ 42-43):

1. Πλήρεις μετατροπές
2. Σταδιακοί μετασχηματισμοί
3. Μερικοί μετασχηματισμοί

και ότι στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, τρία χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν ήδη ολοκληρώσει μια πλήρη διαδικασία μετατροπής: Η Ισλαμική Τράπεζα Sharjah (2002), η Χρηματοοικονομική Εταιρία Amlak (2004) και η Τράπεζα της Μέσης Ανατολής (2004). Άλλες τράπεζες του Συμβουλίου Συνεργασίας του Κόλπου ((ΣΣΚ) που έχουν εμπειρία πλήρους μετατροπής ή είναι στη διαδικασία της μετατροπής, λειτουργούν επίσης στο Βασίλειο της Σαουδικής Αραβίας και στο Κουβέιτ (Adam 2005, σ. 41).

Ενδιαφέρον επίσης παρουσιάζει η ανάπτυξη των Ισλαμικών Επενδυτικών Κεφαλαίων. Ο Al-Rifai (2005) αναλύει τις τάσεις και αποδόσεις αυτού του τομέα. Τα πρώτα Ισλαμικά (επενδυτικά) κεφάλαια ιδρύθηκαν στη Μαλαισία, ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1960, και ακολούθησαν διάφοροι συνασπισμοί κεφαλαίων στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη

Σιγκαπούρη, τη Νότια Αφρική και τη Σαουδική Αραβία. Ωστόσο, η πραγματική ανάπτυξη του τομέα επιτεύχθηκε κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, όταν η Ισλαμικός κλάδος επενδυτικών κεφαλαίων γνώρισε σημαντική μεγέθυνση. Το 2004 υπήρχαν περισσότερα από 100 Ισλαμικά κεφάλαια, σε σύγκριση με μόνο 13 το 1994. Τα συνολικά κεφάλαια που επενδύθηκαν σε Ισλαμικά μετοχικά κεφάλαια αυξήθηκαν από 800 εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 1996 σε 5 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2004. (Al-Rifai 2005, σ. 156)

Προκειμένου να ορίσουμε σε ποιες μετοχές επιτρέπεται οι Μουσουλμάνοι να επενδύουν, διάφορα κριτήρια / φίλτρα έχουν καθοριστεί, ορισμένα πιο σαφή και παγκοσμίως αποδεκτά και άλλα πιο αμφιλεγόμενα και χωρίς στερεές θρησκευτικές βάσεις.

Όπως το θέτει ο El-Gamal (2000, σελ. 19) "μια σειρά συμβιβασμών έγινε από τους νομοδιδασκάλους ώστε να καταστεί δυνατό να υπάρχουν οι «Ισλαμικοί χρηματιστηριακοί δείκτες» και τα «Ισλαμικά αμοιβαία κεφάλαια». Αν οι αυστηροί κανόνες της Σαρία εφαρμόζονταν, το σύνολο των επιτρεπόμενων μετοχών θα ήταν τόσο μικρό ώστε καμία λογική διαφοροποίηση επενδύσεων δε θα ήταν δυνατή." Σύμφωνα με τους Derigs και Marzban (2008, σ.287) "το σκεπτικό της χρήσης ορίων προέρχεται από το γεγονός ότι, σε γενικές γραμμές, οι επενδυτές του Ισλάμ είναι η μειονότητα των μετόχων σε αυτές τις εταιρείες, χωρίς εκλογική ισχύ που να υποχρεώνει την εταιρεία να λειτουργεί με τρόπο απόλυτα συμβατό με τη Σαρία."

Οι διαδικασίες φιλτραρίσματος, καθώς και οι τελικές επιλογές, συνήθως επικυρώνονται από ένα αποτελεσματικό εποπτικό συμβούλιο της Σαρία, το οποίο διασφαλίζει τη συμβατότητα με τις αρχές της Σαρία<sup>6</sup>.

Οι Derigs και Marzban (2008, σ. 299) συνέκριναν τις μεθοδολογίες αξιολόγησης που χρησιμοποιούνται από τους μεγαλύτερους προμηθευτές επενδυτικών κεφαλαίων και δεικτών και κατέληξαν πως οι διαφορετικές κατευθυντήριες γραμμές που χρησιμοποιούνταν είχαν ως συνέπεια τις διαφορετικές ταξινομήσεις, ακόμα και σε περιπτώσεις που οι ίδιοι λόγοι της Σαρία συμμετείχαν στα διοικητικά συμβούλια της Σαρία των επενδυτικών κεφαλαίων / δεικτών.

Ένας χρηματιστηριακός δείκτης είναι ένας στατιστικός δείκτης που χρησιμοποιείται για να παρακολουθεί και να αναφέρει τις αλλαγές στην τιμή ενός χαρτοφυλακίου μετοχών,

---

<sup>6</sup> Δείτε στο Κεφάλαιο Γ την ενότητα § 1.2.1, για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το ρόλο και τις ευθύνες των εποπτικών συμβουλίων της Σαρία.



ομολογιών ή άλλων ειδών επενδύσεων που χρησιμοποιούνται για να αντιπροσωπεύουν είτε μέρη κάποιου χρηματιστηρίου, είτε το σύνολό του.

Ένας δείκτης με βάση την κεφαλαιοποίηση ή την αγοραία αξία είναι ένας δείκτης του οποίου οι αποδεκτές αξίες σταθμίζονται σύμφωνα με τη συνολική αγοραία αξία των χρεογράφων σε κυκλοφορία. Ο αντίκτυπος από την αλλαγή στην τιμή μιας αποδεκτής αξίας είναι ανάλογος με τη συνολική αγοραία αξία του συνόλου των μετοχών, δηλαδή την τιμή της εν λόγω μετοχής επί τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.

Υπάρχει εκτεταμένη βιβλιογραφία που καλύπτει τα βασικά οφέλη που προσφέρουν αυτοί οι δείκτες, αλλά επίσης κάποια κριτική που έχει διατυπωθεί ενάντια στη χρήση τέτοιων δεικτών.

Όπως το θέτουν οι Arnott et al, 2005, σ. 84: "Επειδή η κεφαλαιοποίηση της αγοράς σχετίζεται στενά με την επενδυτική δυνατότητα, η κεφαλαιακή στάθμιση έχει την τάση να επισημαίνει τις μετοχές με τη μεγαλύτερη επενδυτική ισχύ, επιτρέποντας έτσι τη χρήση παθητικών δεικτών σε μια τεράστια κλίμακα μέσω ασφαλιστικών ταμείων και οργανισμών."

Οι κριτικοί έχουν τονίσει ότι η μηχανική της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης οδηγεί σε στρατηγικές που ακολουθούν τις τάσεις της αγοράς, οι οποίες οδηγούν σε μια αναποτελεσματική στάθμιση κινδύνου/απόδοσης.

Οι Haugen και Baker (1991, σελ. 40), για παράδειγμα, δηλώνουν ότι "η αντιστοίχιση της αγοράς (market-matching) σε εγχώριους χρηματιστηριακούς σταθμισμένους δείκτες κεφαλαιοποίησης είναι πιθανό να είναι μια ευνοϊκότερη επενδυτική στρατηγική όταν οι επενδυτές διαφωνούν για τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση, όταν απαγορεύεται η ανοιχτή πώληση, όταν το επενδυτικό εισόδημα φορολογείται, όταν κάποιες επενδυτικές εναλλακτικές λύσεις δεν περιλαμβάνονται στον δείκτη προορισμού, ή όταν ξένοι επενδυτές βρίσκονται στην εγχώρια κεφαλαιακή αγορά. Με την παρουσία αυτών των παραγόντων θα υπάρχουν εναλλακτικές λύσεις πέρα από τα χαρτοφυλάκια σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης που έχουν την ίδια αναμενόμενη απόδοση αλλά χαμηλότερη επικινδυνότητα" και καταλήγουν ότι η αντιστοίχιση της αγοράς είναι μια ασύμφορη επένδυση.

Ο Hsu (2006, σ.2) επίσης επιχειρηματολογεί πως η σταθμισμένη κεφαλαιοποίηση είναι ευνοϊκότερη στρατηγική χαρτοφυλακίου και πως αυτό μπορεί να εξηγηθεί διαισθητικά ως εξής: "Αν οι τιμές του χρηματιστηρίου είναι αναποτελεσματικές, με την έννοια πως δεν αντανακλούν πλήρως τα θεμελιώδη στοιχεία των επιχειρήσεων, τότε οι υποτιμολογημένες μετοχές θα έχουν μικρότερες κεφαλαιοποιήσεις από τη δίκαιη μετοχική αξία και αντιστοίχως οι υπερτιμολογημένες μετοχές θα έχουν μεγαλύτερες κεφαλαιοποιήσεις από τη δίκαιη μετοχική αξία. Ένα χαρτοφυλάκιο σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης θα μεταβίβαζε κατά μέσο

όρο το επιπλέον βάρος στις υπερτιμολογημένες μετοχές και θα απομάκρυνε τα βάρη από τις υποτιμολογημένες μετοχές. Εφόσον αυτά τα λάθη κοστολόγησης δεν επιμείνουν, οι τιμές της αγοράς θα καταρρεύσουν προς τη μέση τιμή με την πάροδο του χρόνου, και ένα χαρτοφυλάκιο σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης θα είχε την τάση να πραγματοποιήσει μεγαλύτερη πτώση τιμών από άλλα μη σταθμισμένα χαρτοφυλάκια, λόγω της βαρύτερης έκθεσής του σε μετοχές με θετικό κοστολογικό λάθος."

Οι Arnott et al (2005, σ.85) περιγράφουν μια ομάδα χαρτοφυλακίων αγοράς που βασίζονται στα θεμελιώδη στοιχεία και που δημιουργήθηκαν χρησιμοποιώντας μονάδες μέτρησης όπως η λογιστική αξία, τα εισοδήματα, οι πωλήσεις, τα μερίσματα, η απασχόληση και η ταμειακή ροή. Σύμφωνα με την ανάλυσή τους<sup>7</sup> "τα χαρτοφυλάκια που προέκυψαν ξεπέρασαν σε απόδοση το δείκτη S&P 500 κατά ένα μέσο όρο 1,97 μ.α.δ. (μονάδες αγοραστικής δύναμης) ανά έτος κατά την περίοδο σαράντα τριών ετών που εξετάστηκαν. Η απόδοση ήταν εύρωστη σε βάθος χρόνου, σε διαφορετικές φάσεις του επιχειρηματικού κύκλου, σε πτωτικά και ανοδικά χρηματιστήρια, καθώς και σε καταστάσεις ανόδου και πτώσης των επιτοκίων. Η μελέτη μας εισηγείται ότι οι δείκτες που κατασκευάστηκαν χρησιμοποιώντας τις Main Street<sup>8</sup> μετρήσεις μεγέθους εταιρειών είναι πολύ καλύτεροι από τους σταθμισμένους δείκτες κεφαλαιοποίησης της Wall Street."

Για την κατανόηση της έννοιας της συνολοκλήρωσης και άλλων βασικών οικονομετρικών αρχών το άρθρο των Engle και Granger (1987) αποτελεί αδιαμφισβήτητα ένα πολύ σημαντικό σταθμό.

Ο Baddeley (2009) εξηγεί ότι μια μη στατική μεταβλητή είναι μια μεταβλητή με μεταβαλλόμενη μέση τιμή, διακύμανση ή αυτοσυνδιακύμανση (η αυτοσυνδιακύμανση είναι η συνδιακύμανση μιας μεταβλητής μεταξύ της ίδιας και των δικών της υστερημένων τιμών). Η μη-στασιμοποίηση προκαλείται από τάσεις στις μεταβλητές και υπάρχουν δυο ευρείς τύποι τάσεων: η προσδιοριστική τάση και η στοχαστική τάση. Η προσδιοριστική τάση είναι μια συστηματική, σταθερή ανοδική κίνηση σε μια μεταβλητή και μπορεί να καταγραφεί χρησιμοποιώντας μια προσδιοριστική μεταβλητή χρονολογικής τάσης. Μια στοχαστική τάση προκύπτει σαν συνέπεια της τυχαιότητας των μεταβλητών (Baddeley M.C, 2009).

---

<sup>7</sup> Arnott et al (2005, σ.97)

<sup>8</sup> Δηλαδή, με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία

Σε αυτή τη διατριβή χρησιμοποιούμε τον έλεγχο αιτιότητας Granger για να εξετάσουμε την αιτιότητα μεταξύ δυο χρονολογικών σειρών. Ο έλεγχος αιτιότητας Granger είναι μια στατιστική υπόθεση για να καθορίσουμε αν μια χρονολογική σειρά είναι χρήσιμη στην πρόγνωση κάποιας άλλης. Οι Νιάρχος και Αλεξάκης (1998) επισημαίνουν ότι η παρουσία «αιτιότητας» σημαίνει αναποτελεσματικότητα της αγοράς της ασθενούς μορφής και παρουσιάζουν στοιχεία από το Χρηματιστήριο Αθηνών (Niarchos and Alexakis, 1998).

Πολλές χρηματιστηριακές μελέτες αποτελεσματικότητας περιλαμβάνουν ελέγχους "αιτιότητας" και συνεπώς αποτελεσματικότητας της αγοράς, για παράδειγμα μεταξύ διαφορετικών τιμών μετάλλων (McDonald και Taylor, 1988, 1989; Jones και Uri, 1989).

Ο αριθμός των άρθρων που εξετάζουν τις αποδόσεις και τα χαρακτηριστικά Ισλαμικών δεικτών είναι περιορισμένος. Οι Hakim και Rashidian (2004) συνέκριναν τον Dow Jones Islamic market index – US (DJIMI) με τον Wilshire 5000 Index (W5000) και βρήκαν ότι δεν συνολοκληρώνονται. Βρήκαν επίσης ότι ο Ισλαμικός Δείκτης επηρεάζεται από παράγοντες ανεξάρτητους από την ευρύτερη αγορά (W5000) ή τα επιτόκια.

Ο Hussein (2004) συνέκρινε τις αποδόσεις του FTSE Global Islamic Index και του FTSE All- World Index, χωρίζοντας την περίοδο υπό παρακολούθηση σε μία ανοδική και μία πτωτική υποπερίοδο. Ο Ισλαμικός Δείκτης υπερτερεί σε απόδοση κατά την ανοδική περίοδο, ενώ το αντίθετο ισχύει κατά την πτωτική αγορά. Ο συγγραφέας συμπεραίνει ότι η χρησιμοποίηση “ηθικών” φίλτρων δεν έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση του FTSE Global Islamic Index. (Hussein, K.A., 2004)

## **A. Εισαγωγή στο Ισλάμ**

### **1. Ορισμός**

Η λέξη "Ισλάμ" έχει διπλή έννοια: της ειρήνης, και της υποταγής στο Θεό. Παράγεται από τη ρίζα της αραβικής λέξης *salaama*. Το Ισλάμ είναι τρόπος ζωής με την έννοια ότι περιέχει όλες τις εκφάνσεις της ζωής και για να έχει αληθινό νόημα θα πρέπει ο άνθρωπος να ασκείται συνεχώς σε αυτό. (Introduction to Islam, 2005, σελ. 6)

Οι οπαδοί του Ισλάμ είναι γνωστοί ως Μουσουλμάνοι (κυριολεκτικά "εκείνοι που υποτάσσονται").

Οι Μουσουλμάνοι πρέπει να εξασκούνται στους πέντε πυλώνες της θρησκείας και να πιστεύουν στα έξι άρθρα της πίστης<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Βλ. παρακάτω § 3 : Η Ισλαμική Πίστη, για περισσότερες λεπτομέρειες

## 2. Ιστορία

### 2.1 Προφήτης Μωάμεθ

Η θρησκευτική κατάσταση στην αραβική χερσόνησο πριν από τη γέννηση του Μωάμεθ ήταν πολύπλοκη περιλαμβάνοντας ε βραϊκές και χριστιανικές κοινότητες, αλλά και πολλές μονοθεϊστικές και ειδωλολατρικές πίστεις.

Ο Προφήτης Μωάμεθ γεννήθηκε στη Makkah (Μέκκα) το 570 μ.Χ. Ήταν μέλος της φυλής Χασίμ. Ο πατέρας του πέθανε πριν γεννηθεί, ενώ η μητέρα του πέθανε όταν ήταν έξι ετών. Τον ανέθρεψαν, ο παππούς του, Αμπντ αλ Μουταλίμπ, και στη συνέχεια ο θείος του, Αμπού Τάλιμπ.

Κατά την ηλικία των 25 ετών ο Μωάμεθ παντρεύτηκε τη Χαντίτζα, μια χήρα που ασχολιόταν με το εμπόριο και τη βοηθούσε στην επιχείρησή της. Μαζί έκαναν 4 γιους και 2 κόρες. Μετά το θάνατο της Χαντίτζα ο Μωάμεθ παντρεύτηκε αρκετές φορές.

Καθώς ο Μωάμεθ ένιωθε όλο και περισσότερο άβολα ως κομμάτι της υπάρχουσας κοινωνίας αφού όπως πίστευε αυτή έπασχε από έλλειψη αληθινών θρησκευτικών αξιών, άρχισε να αποτραβιέται περιστασιακά για να διαλογίζεται. Στην ηλικία των 40 ετών (610 μ.Χ.) έλαβε την πρώτη αποκάλυψη του Θεού μέσω του Αγγέλου Γαβριήλ. Οι Μουσουλμάνοι πιστεύουν ότι ο Μωάμεθ ήταν ένας συνηθισμένος άνθρωπος, που επιλέχθηκε από το Θεό (Αλλάχ στα αραβικά) ως ο τελευταίος του αγγελιαφόρος. Δεν αποτελεί αντικείμενο λατρείας. Συνέχισε να λαμβάνει τις αποκαλύψεις για τα επόμενα 23 χρόνια. Αυτές οι αποκαλύψεις αργότερα θα μεταγράφονταν στο Κοράνι<sup>10</sup>.

Η πρώτη του προσήλυτη ήταν η Χαντίτζα. Σταδιακά, μια μικρή ομάδα πιστών συγκεντρώθηκαν γύρω από το Μωάμεθ. Κατά την ανάπτυξη της διδασκαλίας του ο Μωάμεθ επέκρινε τις παραδοσιακές ιδέες και τρόπους ζωής, όπως η ειδωλολατρία, και υποστήριξε την ύπαρξη ενός Θεού και την σε τακτικά διαστήματα κοινή προσευχή. Οι ιδέες του Μωάμεθ δέχτηκαν επίθεση από το κατεστημένο και η θέση του έγινε τόσο επισφαλής που αναγκάστηκε να εγκαταλείψει τη Μέκκα το 622 μ.Χ., μαζί με μια μικρή ομάδα οπαδών. Πήγαν στην πόλη της Μεδίνας, μετά από διαπραγματεύσεις με δύο τοπικές αραβικές φυλές. Αυτή η "μετανάστευση" είναι γνωστή ως η Χίτζρα και δηλώνει την έναρξη του Μουσουλμανικού ημερολογίου.

---

<sup>10</sup> Βλ. παρακάτω § 4.1 : Το Κοράνι, για περισσότερες λεπτομέρειες

Κατά τη διάρκεια των επόμενων ετών, μέσω πολλών μαχών και εκστρατειών ο Μωάμεθ κατάφερε να επιστρέψει στη Μέκκα και το Ισλάμ αύξησε κατά πολύ την επιρροή του (θρησκευτική, πολιτική και στρατιωτική), στην Αραβική Χερσόνησο.

Ο Μωάμεθ πέθανε το 632 μ.Χ.

## **2.2 Μετά Μωάμεθ εποχή**

Η Μουσουλμανική κοινότητα μετά το θάνατο του Μωάμεθ καθοδηγήθηκε από ένα μεγάλο αριθμό διαδόχων / ηγεμόνων (Χαλιφών). Η λέξη Χαλίφης προέρχεται από την αραβική λέξη Khalifa, συντομογραφία της λέξης Khalifatu Rasulil-lah (διάδοχος του αγγελιαφόρου του Θεού). Οι πρώτοι τέσσερις (Abu Bakr, Umar, Uthman και Ali), είναι γνωστοί ως η Rashidun ή "Ορθά Πορευόμενοι" και ηγεμόνευσαν μεταξύ 632 μ.Χ. και 661 μ.Χ. Ήταν όλοι επιζώντες σύντροφοι του Προφήτη και δικαιολογούσαν την εκλογή τους από τη στενή φιλία ή τις οικογενειακές σχέσεις με το Μωάμεθ. Οι Χαλίφηδες ήταν υπεύθυνοι "για τη δημιουργία και διατήρηση συνθηκών υπό τις οποίες θα ήταν εύκολο για τους Μουσουλμάνους να ζήσουν σύμφωνα με τις Ισλαμικές αρχές, και να διαπιστώσουν ότι υπήρχε δικαιοσύνη για όλους." (The Rightly-Guided Caliphs 2005, σ.1)

Στο μεταξύ προέκυψαν σημαντικές διαφωνίες εντός της Μουσουλμανικής κοινότητας η οποίες οδήγησαν στη δημιουργία δύο διαφορετικών αιρέσεων. Την αίρεση των Σιιτών και την πλειοψηφούσα αίρεση των Σουνιτών. Η προέλευση του σχίσματος μπορεί να εντοπιστεί στο χρίσμα του Abu Bakr ως του πρώτου χαλίφη μετά τον θάνατο του Μωάμεθ. Ο Σίιτες Μουσουλμάνοι πιστεύουν ότι μόνο οι ιμάμηδες που προέρχονται από την οικογένεια και τους απογόνους του Μωάμεθ έχουν το δικαίωμα να γίνονται χαλίφηδες. Κατά συνέπεια μόνο ο Άλι (ο γαμπρός και ξάδελφος του Μωάμεθ) είχε θεωρηθεί ως «Ορθά Πορευόμενος» χαλίφης. Οι Σίιτες Μουσουλμάνοι ισχυρίζονται ότι ο Αλί είχε οριστεί ρητά από το Μωάμεθ, πριν από το θάνατό του, ως ο διάδοχός του ως ηγέτη της Μουσουλμανικής κοινότητας, ενώ οι Σουνίτες ισχυρίζονται ότι ο Abu Bakr είχε επιλεγεί από τον προφήτη.

Σε κάθε περίπτωση, πολλοί χαλίφηδες ακολούθησαν από τότε και η θέση πλέον συμπληρώνεται κληρονομικά τω δικαίω καθώς το Ισλάμ συνέχισε να εξαπλώνεται. Το 711 μ.Χ. οι Μουσουλμάνοι έφτασαν στην Ισπανία, ενώ το 715 μ.Χ. η αυτοκρατορία εκτεινόταν από τη Δαμασκό ως την Ισπανία, την Κίνα και τη Νοτιοανατολική Αφρική.

Μπορούν να διακριθούν οι ακόλουθες σημαντικές δυναστείες: οι Umayyads (661 έως 749 μ.Χ. με βάση τη Δαμασκό), οι Abbasids (750 έως 1258 μ.Χ., με κύρια πρωτεύουσα τους τη

Βαγδάτη), οι Mamluks (1250 έως 1517 μ.Χ. με βάση την Αίγυπτο και τη Συρία), οι Οθωμανοί ( από 1281 έως 1922 μ.Χ. εξαπλώνονται από τη Βαγδάτη ως την Ουγγαρία) και οι Μογγόλοι (1526 έως 1858 CE, στην Ινδία).

Σήμερα, υπολογίζεται ότι περίπου το 20 τοις εκατό του συνολικού παγκόσμιου πληθυσμού είναι Μουσουλμάνοι, 1,3-1,7 δισεκατομμύρια άνθρωποι.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### **3. Η Ισλαμική Πίστη**

Είναι γενικά αποδεκτό από τους περισσότερους Ισλαμικούς μελετητές ότι η Ισλαμική πίστη διέπεται από τη χρήση του Aqidah, του Akhlaq και της Σαρία. (Basic History, 2005). Πιο συγκεκριμένα:

#### **3.1 Aqidah**

Το Aqidah διέπει τις αρχές της πίστης και των πεποιθήσεων στο Ισλάμ και δεν υπόκειται, εν γένει, σε δικαστικές κυρώσεις. Αποτελείται από έξι βασικές πεποιθήσεις ή άρθρα πίστεως:

##### **1) Η πίστη στο Θεό**

Οι Μουσουλμάνοι πιστεύουν ότι υπάρχει μόνο ένας Θεός, ο Αλλάχ, που είναι η ανώτατη και παντοδύναμη ύπαρξη που υπάρχει.

##### **2) Πίστη στους Αγγέλους**

Οι Αγγελοι, στο Ισλάμ, είναι πλάσματα που εκτελούν τις εντολές του Θεού στη γη. Είναι υπεύθυνοι για τη διατήρηση ενός αρχείου με όλες τις πράξεις και τις σκέψεις του κάθε ανθρώπου. Ο διάβολος (Shaitan) πιστεύεται ότι είναι μέλος των Τζίνι, όντων επίσης δημιουργηθέντων από το Θεό και μη αντιληπτών από τον άνθρωπο.

##### **3) Πίστη στις Γραφές**

Οι γραφές αποτελούν την απόλυτη αλήθεια και τη θεϊκή καθοδήγηση του ανθρώπου και πρέπει να τηρούνται. Είναι διαχρονικές και δεν μπορούν να αλλοιωθούν.

##### **4) Πίστη στους Προφήτες**

Οι Προφήτες θεωρούνται αγγελιαφόροι του Θεού. Οι Μουσουλμάνοι πιστεύουν ότι ο Μωάμεθ ήταν ο τελευταίος προφήτης και ότι πολλοί ακόμα υπήρξαν πριν από αυτόν όπως ο Αβραάμ, ο Μωσής και ο Ιησούς. Οι Προφήτες ήταν θνητοί άνθρωποι τους οποίους όρισε ο Αλλάχ να διδάξουν την ανθρωπότητα.

##### **5) Πίστη στην Ημέρα της Κρίσεως**

Την Ημέρα της Κρίσεως όλοι οι άνθρωποι θα αναστηθούν και θα κριθούν χωριστά για τις πράξεις τους κατά τη διάρκεια της ζωής τους, όπως καταγράφηκαν από τους αγγέλους, με απώτερο σκοπό την κατάλληλη ανταμοιβή ή τιμωρία. Μόνο Αλλάχ γνωρίζει την ώρα της Ημέρας της Κρίσεως.



## **6) Πίστη στο Πεπρωμένο**

Ωστόσο, ο Θεός δεν είναι αδιάφορος για αυτόν τον κόσμο, όπως αναφέρεται στο Κοράνι, η μοίρα του ανθρώπου καθορίζεται από τις πράξεις του:

*Δέσαμε στον τράχηλο κάθε ανθρώπου τη μοίρα που θα φανερώσουμε τη μέρα της Κρίσεως ...*

(Κοράνι 17:13)

### **3.2 Akhlaq**

Το Akhlaq ορίζει τον Ισλαμικό κώδικα ηθικής, όσον αφορά την προσωπική συμπεριφορά και γενικά δεν υπόκειται σε δικαστικές κυρώσεις.

### **3.3 Σαρία**

Η Σαρία, ο Ισλαμικός νόμος, διέπει όλες τις μορφές της ιδεολογίας, των συμπεριφορών και των πρακτικών πτυχών των Μουσουλμάνων. Δύο τομείς μπορούν να διακριθούν:

#### ***3.3.1 Muamalat***

(ο νόμος σχετικά με τη δραστηριότητα στον πολιτικό, οικονομικό και κοινωνικό τομέα και ο οποίος, σε γενικές γραμμές, θεωρείται εφαρμόσιμος σε ένα Ισλαμικό δικαστήριο).

Κάθε πράξη που δεν περιγράφεται ως ειδικώς ή γενικώς απαγορευμένη (ή haram) θεωρείται εξ ορισμού επιτρεπτή (ή halal). Οι πράξεις μπορούν να αναλυθούν περαιτέρω σε υποχρεωτικές, συνιστώμενες, επιτρεπτές και απορριπτές. Η εκτέλεση ή μη των πράξεων που εμπίπτουν στις διάφορες κατηγορίες δύναται να ανταμείβεται, να μην ανταμείβεται, να τιμωρείται ή να μην τιμωρείται.

Οι απαγορευμένες πράξεις (haram) περιλαμβάνουν: φόνο, μοιχεία και πορνεία, κλοπή, κατανάλωση οινοπνευματωδών ποτών και απαγορευμένων τροφίμων (εκτός από την περίπτωση που η επιβίωση ενός ατόμου τίθεται σε κίνδυνο), τυχερά παιχνίδια, τοκογλυφία, περιβαλλοντικά καταστροφικές δραστηριότητες, προμήθεια όπλων σε εχθρικό κράτος, αστρολογία και μαντική, βλάσφημες και άσεμνες δραστηριότητες, ψευδομαρτυρία και συκοφαντία. (Basic History, 2005)

### 3.3.2 *Ibadet*

(ο νόμος σχετικά με λατρευτικά θέματα και τα οποία, εν γένει, δεν υπόκεινται σε δικαστικές κυρώσεις), αποτελείται από τους πέντε πυλώνες του Ισλάμ:

#### **α) Shahadah**

Ένας Μουσουλμάνος πρέπει να δηλώσει δημοσίως ότι «δεν υπάρχει Θεός, άλλος από τον Αλλάχ, και ο Μωάμεθ είναι ο αγγελιαφόρος του Αλλάχ».

#### **β) Salah**

Να εκτελεί τις πέντε καθημερινές προσευχές, τις πρώτες πρωινές ώρες (fajr), το μεσημέρι (zuhr), το απόγευμα (asr), το βράδυ (maghrib) και τη νύχτα (isha). Η ακριβής ώρα της προσευχής εξαρτάται από τη θέση του ήλιου. Η κατεύθυνση του προσευχόμενου είναι προς τη Μέκκα. Πριν την προσευχή απαιτείται τελετουργική κάθαρση και πλυσή. Μια ειδική προσευχή που ονομάζεται Jum'ah και πρέπει να γίνει σε τζαμί λαμβάνει χώρα κάθε Παρασκευή απόγευμα. Δεδομένου ότι δεν υπάρχει εκκλησιαστική ιεραρχία όπως αυτή των ιερέων στο Ισλάμ, οι προσευχές είναι δυνατόν να διεξάγονται από κάθε πρόσωπο που έχει ενδελεχή γνώση του Κορανίου και επιλέγεται από το εκκλησίασμα. Το πρόσωπο αυτό καλείται ιμάμης. Η προσευχή εκτελείται με συγκεκριμένες στάσεις του σώματος (δηλαδή εκ του ορθίως, με κλίση της κεφαλής, γονυπετός και καθιστός) και περιλαμβάνει στίχους από το Κοράνι και άλλες προσευχές.

#### **γ) Zakah**

Η τακτική πληρωμή ενός ορισμένου ποσοστού του πλούτου ενός Μουσουλμάνου για φιλανθρωπίες ή κοινωνικό όφελος. Θεωρείται μια πράξη καθαρμού και αποτελεί υποχρέωση όλων των Μουσουλμάνων, ανεξάρτητα από την ηλικία και το φύλο. Το Zakah δεν είναι υποχρεωτικό για ποσά κάτω από ένα ελάχιστο επίπεδο (Nisaab). Το nisaab γενικά καλύπτει τις βασικές ανάγκες ενός ατόμου, όπως τρόφιμα, είδη ένδυσης και στέγασης, καθώς και τα μηχανήματα και εργαλεία που χρησιμοποιούνται στο πλαίσιο των επιχειρήσεων.

Κάθε Μουσουλμάνος υπολογίζει το δικό του Zakah προσωπικά και στις περισσότερες περιπτώσεις, αυτό συνεπάγεται την καταβολή του 2,5% της αξίας των στοιχείων που υπόκεινται στο Zakah<sup>11</sup>.

Το Zakah είναι πληρωτέο στα ακόλουθα αντικείμενα:

---

<sup>11</sup> Για το Zakah που αφορά τις επιχειρήσεις βλ. κεφάλαιο Γ, § 3.3.3 : Λογιστική Διαχείριση του Zakah.

- **Μεταλλεύματα**

Τα μεταλλεύματα, περιλαμβάνουν χρυσό και ασήμι σε όλες τους τις μορφές. Το κατώτατο όριο (nisaab) για το ασήμι είναι τα 595 γραμμάρια και για το χρυσό τα 85 γραμμάρια. Το Zakah εφαρμόζεται επίσης σε μετρητά ή πιστώσεις.

- **Γεωργική παραγωγή**

Το Zakah καταβάλλεται σε εδώδιμα προϊόντα που μπορούν να αποθηκευτούν χωρίς ψύξη, π.χ. σιτάρι, ρύζι, χουρμάδες, κακάο, καφές κ.λπ. Φρούτα που δεν μπορούν να διατηρηθούν, όπως τα πορτοκάλια και τα σταφύλια, δεν μπορούν να υπαχθούν στο Zakah, αν και τα κέρδη από την πώληση των προϊόντων αυτών μπορούν. Το nisaab είναι 612 κιλά, ενώ το Zakah ανέρχεται στο 10% της παραγωγής, σε περίπτωση που δεν περιλαμβάνεται εργασία ή άρδευση, ή 5%, εάν η παραγωγή του ήταν το αποτέλεσμα εργασίας ή άρδευσης.

- **Εμπορεύματα / Εμπόριο αγαθών**

Εδώ περιλαμβάνονται τυχόν περιουσιακά στοιχεία που προορίζονται για αγορά ή πώληση, όπως τα αυτοκίνητα, η γη και τα κλωστοϋφαντουργικά προϊόντα. Το Zakah καταβάλλεται από την καταγραφή όλων αυτών των αντικειμένων. Δεν καταβάλλεται Zakah όταν δεν υπάρχει πρόθεση δημιουργίας κερδών από τη χρήση των περιουσιακών στοιχείων, π.χ. από τα σπίτια, αυτοκίνητα, έπιπλα και ρούχα που βρίσκονται στην κατοχή κάποιου για ιδιωτική χρήση, με εξαίρεση το χρυσό και τον άργυρο. Τέλος, δεν καταβάλλεται Zakah για νοικιασμένα ή μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία, αν και, φυσικά, αποδίδεται Zakah για εισόδημα από αυτά τα στοιχεία.

- **Κτηνοτροφικά Προϊόντα**

Περιλαμβάνει ζώα ελευθέρως βοσκής, όπως καμήλες, αγελάδες, αίγες και πρόβατα, με την προϋπόθεση ότι προορίζονται για εμπορικούς και παραγωγικούς σκοπούς. Το nisaab διαφέρει, ανάλογα με το είδος του ζώου, από πέντε για τις καμήλες έως 40 για τις αίγες.

Η πληρωμή του Zakah, γίνεται ένα πλήρες έτος μετά το πέρας της περιόδου κατά την οποία είχε υπολογιστεί<sup>12</sup>. Για παράδειγμα, αν κάποιος έχει € 100,000 σε τραπεζικό λογαριασμό την 31.12.2005, το Zakah των  $100,000 * 2,5\% = € 2,500$  θα καταβληθεί την 31.12.2006.

---

<sup>12</sup> Μία εξαίρεση είναι η γεωργική παραγωγή την περίοδο της συγκομιδής η οποία είναι καταβαλλόμενη.

Αν κάποιος το επιθυμεί μπορεί να πληρώσει περισσότερο, αλλά το επιπλέον ποσό θεωρείται ως εθελοντική αγαθοεργία (sadaqah).

Το Κοράνι (σούρα 9:60) ορίζει σαφώς ποιος είναι ο κατάλληλος αποδέκτης του Zakah. Πρόκειται συγκεκριμένα για τους φτωχούς και τους ενδεείς, τους επιτρόπους του Zakah, τους νέους προσήλυτους, τους αιχμαλώτους πολέμου, προκειμένου να απελευθερωθούν, αυτούς που έχουν χρέη, αυτούς που ενεργούν στο πλαίσιο της Τζιχάντ (βλ. παρακάτω) και τους ταξιδιώτες στην ξενιτιά που δεν έχουν αρκετά χρήματα για να επιστρέψουν στη χώρα τους.

Πολλά αποσπάσματα του Κορανίου τονίζουν τη σημασία που έχει το Zakah. Για παράδειγμα:

" Γι' αυτό να τηρείτε την τακτική Προσευχή και να δίνετε τη Zakah και να υπακούετε τον απόστολο για να ελεηθείτε..." (24:56)

"Και να τηρείτε την Προσευχή και να δίνετε τακτικά Zakah και να δανείσετε στον Αλλάχ ένα ωραίο δάνειο" (73:20)

#### **δ) Sawm**

Η νηστεία από την αυγή μέχρι το σούρουπο κατά τη διάρκεια του μήνα του Ραμαζανίου<sup>13</sup>. Αφορά την αποχή από το φαγητό, ποτό και τη σεξουαλική δραστηριότητα, για όλους όσους μπορούν να αντεπεξέλθουν σωματικά και θεωρείται ως πηγή για τη φυσική και πνευματική πειθαρχία. Η νηστεία λήγει την πρώτη ημέρα του επόμενου μήνα, με μια ειδική γιορτή ('Id al-Fitr).

#### **ε) Hajj**

Η πραγματοποίηση προσκυνήματος στη Μέκκα, εάν υπάρχει η σωματική και οικονομική δυνατότητα, τουλάχιστον μια φορά σε όλη την ενήλικη ζωή. Αυτό λαμβάνει χώρα εντός των πρώτων δέκα ημερών του δωδέκατου μήνα του Ισλαμικού ημερολογίου. Το προσκύνημα ολοκληρώνεται με ένα φεστιβάλ ('Id al-Adha) που εορτάζεται από το σύνολο της κοινότητας.

Ένα έκτο θρησκευτικό καθήκον που έχει συσχετιστεί με τους προαναφερθέντες πυλώνες είναι η Τζιχάντ (να αγωνιστούμε με τον τρόπο του Θεού), που από ορισμένους έχει

---

<sup>13</sup> Το Ισλαμικό ημερολόγιο είναι σεληνιακό και οι μήνες ξεκινούν μόλις παρατηρηθεί το πρώτο μισό ενός νέου φεγγαριού. Επειδή το Ισλαμικό σεληνιακό ημερολογιακό έτος είναι 11 με 12 ημέρες μικρότερο από το ηλιακό έτος το Ραμαζάνι μετακινείται μεταξύ των εποχών.

ερμηνευθεί ως το καθήκον του Μουσουλμάνου να μάχεται, προκειμένου να διευρυνθούν τα όρια του Ισλάμ.

## 4. Πηγές

Οι πρωτογενείς πηγές πάνω στις οποίες αναπτύχθηκε το πλαίσιο της Ισλαμικής πίστης, είναι το Κοράνι, η Sunnah, το Ahadith και άλλες Παράγωγες Πηγές.

### 4.1 Κοράνι

#### 4.1.1 Εισαγωγή

Οι Μουσουλμάνοι θεωρούν το Κοράνι ως την ανώτατη αδιαμφισβήτητη πηγή αναφοράς σχετικά με την εγκαθίδρυση του Ισλαμικού νόμου.

Το Κοράνι είναι ένα από τα πιο σημαίνοντα βιβλία γνώρισε η ανθρωπότητα, αλλά ξεχωρίζει και ως ένα εξαιρετικό λογοτεχνικό έργο. Το κείμενο του γράφτηκε με πρόθεση να αναγιγνώσκεται φωναχτά.

Το Κοράνι είναι ο λόγος του Θεού και αποκαλύφθηκε προφορικά στον Προφήτη Μωάμεθ. Ύστερα μεταγράφηκε στην αραβική γλώσσα, και είναι γενικά αποδεκτό ότι η ισχύς και η λογοτεχνική ομορφιά του βιβλίου δεν μπορούν να μεταφερθούν στο ίδιο επίπεδο όταν μεταφράζονται σε άλλη γλώσσα.

Διαιρείται σε 114 κεφάλαια (σούρα) άνισου μήκους, που περιέχουν γύρω στους 6.000 στίχους.

Το Κοράνι έχει παραμείνει σχεδόν αμετάβλητο από την εποχή του χαλίφη Uthman ο οποίος διακήρυξε μία μοναδική εκδοχή του ως την οριστική και διέταξε την καταστροφή όλων των άλλων εκδόσεων 20 χρόνια μετά το θάνατο του Μωάμεθ. Παραδοσιακά, τα σούρα δεν εμφανίζονται κατά χρονολογική σειρά, αλλά περισσότερο οργανώνονται κατά προσέγγιση ανάλογα με το μέγεθος τους από τα εκτενέστερα στα βραχύτερα.

Υφολογικώς, μπορεί κανείς να βρει πολλές σημαντικά διαφορετικές αφηγηματικές τεχνικές στο Κοράνι οι οποίες κατά κύριο λόγο εξαρτώνται από την περίοδο κατά την οποία γράφτηκαν.

#### **4.1.2 Περιεχόμενο**

Το κεντρικό θέμα του Κορανίου είναι η πίστη σε ένα Θεό, τον ελεήμονα, ο οποίος δημιούργησε τον Ουρανό και τη Γη και όλα τα όντα και τα πράγματα πάνω σ' αυτήν. Θα έρθει μια Ημέρα Κρίσεως κατά την οποία κάθε άτομο θα κριθεί. Οι δίκαιοι θα μεταφερθούν στον Ουρανό και οι άδικοι στην κόλαση. Ο Θεός έστειλε μια σειρά προφητών ανά τους αιώνες για να μεταδώσει το μήνυμά του, ο Μωάμεθ είναι ο τελευταίος και απεστάλη για να παραδώσει το μήνυμα στα Αραβικά. Οι πέντε Πυλώνες του Ισλάμ αναφέρονται σε όλο το Κοράνι.

Οι αφηγήσεις του Κορανίου συχνά αντλούν υλικό από ιστορίες που περιέχονται στην Παλαιά Διαθήκη, για παράδειγμα ο Αδάμ και η Εύα, ο Κάιν και ο Άβελ και οι Προφήτες Μωυσής και Αβραάμ. Υλικό από την Καινή Διαθήκη, μπορεί, επίσης, να βρεθεί, αν και σε μικρότερο βαθμό, σε σχέση με τη Μαρία και ιδίως τον Ιησού ο οποίος θεωρείται ένας από τους προφήτες του Θεού. Το Κοράνι ρητά απορρίπτει το δόγμα της Τριάδος και αρνείται τη Σταύρωση.

#### **4.2 Sunnah**

Η πρακτική και οι παραδόσεις του προφήτη Μωάμεθ, η καθημερινή συμπεριφορά του. Κυριολεκτικά, σημαίνει "ο τρόπος" ή "το μονοπάτι".

#### **4.3 Ahadith**

(ενικός Hadith), οι ρήσεις / αφηγήσεις για τη ζωή του προφήτη. Οι Ahadith έχουν μεταφερθεί, κυρίως σε προφορική μορφή, από τους Συντρόφους του Προφήτη και άλλες μαρτυρίες. Κατά τη διάρκεια του δεύτερου και τρίτου Ισλαμικού αιώνα, η ποσότητα των ρήσεων που αποδίδονταν στον προφήτη αυξήθηκε. Οι εγγενείς κίνδυνοι σε σχέση με τη φύση των Ahadith έγιναν συνειδητοί σε πρώιμο στάδιο και οι επικρίσεις αυξήθηκαν. Χρειαζόταν ένα μέτρο διάκρισης μεταξύ αληθινών και νόθων Ahadith. Εκτός από το ίδιο το κείμενο (matn) του Hadith ιδιαίτερη σημασία είχε η δυνατότητα επαλήθευσης του κατά πόσο η ρήση συνδέεται με κάποιο Σύντροφο ή αξιόπιστο μάρτυρα που είχε δει ή ακούσει τον Προφήτη.

Αυτή η αλυσίδα των ανθρώπων που εξιστόρησαν μια συγκεκριμένη αφήγηση είναι γνωστή ως *isnad* και αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι του *Hadith*.

Πολλοί μελετητές (*Muhaddithiin*) ανέλαβαν το έργο της ταξινόμησης των *Ahadith* σύμφωνα με τους βαθμούς αξιοπιστίας τους και βασιζόμενοι σε ένα σύνολο κανόνων που είναι γνωστοί ως *Mustalah al-Hadith*. Κατά συνέπεια, τα *Ahadith* μπορούν να ταξινομηθούν σε διάφορες κατηγορίες, ανάλογα με την αξιοπιστία και τον αριθμό των ανθρώπων που τα αναφέρουν, αν η αλυσίδα αυτών που τα αναφέρουν είναι διακοπτόμενη ή όχι κ.λπ. Οι μελετητές στη συνέχεια εκδίδουν απόφαση σχετικά με τα *Hadith* διαβαθμίζοντας τα ως πολύ έγκυρα, καλά, αδύναμα ή παραποιημένα. (Hassan 2005)

Πολλές έγκυρες συλλογές *Ahadith* έχουν συγκεντρωθεί για παράδειγμα από τους *Al-Bukhari* (810-870) (4.000 *Ahadith*) και *Muslim* (817-875), οι οποίοι περιέλαβαν μόνο τα *Ahadith* για τα οποία ήταν βέβαιοι ότι ήταν γνήσια, αν και υπάρχει σήμερα κάποιος σκεπτικισμός σχετικά με την αυθεντικότητα κάποιων *Ahadith*. (Hourani 1991, σ. 71).

Ένα άλλο σημείο αναφοράς στον τομέα, το οποίο γράφτηκε αρκετούς αιώνες αργότερα, θεωρείται ότι είναι το *Muqaddimah* από τον *Ibn al-Salah*.

#### **4.4 Παράγωγες Πηγές**

Σε περιπτώσεις συγκεκριμένων ανθρώπινων δραστηριοτήτων για τις οποίες δε γίνεται καμία αναφορά από τις υπάρχουσες πηγές του Νόμου ή χρήζουν περαιτέρω διευκρινήσεων, εμπειρογνώμονες ειδικοί στην Ισλαμική θρησκεία (*ulama*) μπορούν να παρέχουν καθοδήγηση μέσω της *ijtihād* (η διαδικασία της χρησιμοποίησης της λογικής, για το σχηματισμό ανεξάρτητων και κατάλληλων αποφάσεων).

Η νομολογία που προκύπτει αποκαλείται *fiqh* (κυριολεκτικά κατανόηση, γνώση) και η απόφαση που πάρθηκε λέγεται *fatwa*. (Basic History, 2005).

Για να καταλήξουν στο *fiqh*, απαιτείται ομοφωνία (*ijma*) μεταξύ των μελετητών του Ισλάμ. Όταν είναι δυνατόν οι μελετητές θα πρέπει να χρησιμοποιούν αναλογίες (*qiyas*) με τον εντοπισμό παρόμοιων καταστάσεων, οι οποίες καλύπτονται από τις υφιστάμενες αποφάσεις και να τις εφαρμόζουν στις υπό εξέταση καταστάσεις.

Οι νόμοι που προέρχονται από το Κοράνι, τη Sunnah, το Ijma και το Qiyas συνθέτουν τη Σαρία.

Υπάρχουν δύο διαφορετικές απόψεις για το ποιος είχε την εξουσία να ερμηνεύει το Κοράνι και τη Sunnah. Οι Σίιτες πιστεύουν ότι ένας συγκεκριμένος αριθμός από ιμάμηδες είχε το δικαίωμα να το ερμηνεύει. Οι ιμάμηδες αυτοί πιστεύεται ότι ήταν άμεμπτοι σε κάθε πτυχή της ζωής τους, συμπεριλαμβανομένης της ερμηνείας του νόμου της Σαρία. Οι Σουνίτες από την άλλη πλευρά απέρριψαν την ιδέα ενός αλάνθαστου ιμάμη και πιστεύουν ότι το «ulama» (συμβούλιο) είχε την ικανότητα να ερμηνεύει το Κοράνι και τη Sunnah. (Hourani 1991, σ.158)

Μέχρι το 11ο αιώνα, τέσσερις διαφορετικές σχολές σκέψης ή "madhhabs" είχαν σχηματισθεί, οι σχολές Hanafi, Hanbali, Maliki και Shafi. Για περισσότερες πληροφορίες ανατρέξτε στο κεφάλαιο Γ, § 2.1.



## **B. Εισαγωγή στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική**

### **1. Εισαγωγή**

"Η Ισλαμική Χρηματοοικονομική ασχολείται με την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε μια βάση που είναι συμβατή με τις αρχές και τους κανόνες της Ισλαμικής εμπορικής νομολογίας (fiqh al mu'amalat), που είναι κλάδος της νομολογίας της Ισλαμικής Σαρία". (Archer και Abdel Karim 2002, σ.3)

Η Σαρία, όπως περιγράφεται στο κεφάλαιο Α, καλύπτει κάθε πτυχή της ζωής των Μουσουλμάνων, συμπεριλαμβανομένων των τομέων των επιχειρήσεων και της οικονομίας.

"Στο επίκεντρο της Ισλαμικής χρηματοοικονομικής είναι οι θρησκευτικές επιταγές που ρυθμίζουν ό,τι είναι καλό και επιτρέπεται, ή halal, και ό,τι είναι επιβλαβές και απαγορεύεται, ή haram... Η λογική της Ισλαμικής διδασκαλίας πάνω στο θέμα είναι ότι όταν οι άνθρωποι κερδίζουν τον επιούσιο με έναν υγιή και νόμιμο τρόπο, όλοι θα ωφεληθούν ... Ο στόχος των Ισλαμικών επενδύσεων είναι να διασφαλιστεί ότι τα εκάστοτε κέρδη είναι halal (αποτέλεσμα τίμιας εργασίας)" (DeLorenzo 2002, σελ.12)

Η Ισλαμική Χρηματοοικονομική είναι σύστημα βασιζόμενο στα στοιχεία ενεργητικού. Το χρήμα δεν έχει εγγενή αξία. Η απαγόρευση της είσπραξης και πληρωμής του riba<sup>14</sup>, έχει ιδιαίτερη σημασία στο Ισλαμικό χρηματοοικονομικό σύστημα. Η κερδοσκοπική συμπεριφορά αποθαρρύνεται και οι επενδύσεις πραγματοποιούνται μόνο στις εγκεκριμένες από τη Σαρία δραστηριότητες π.χ. το αλκοόλ και οι επιχειρήσεις τυχερών παιγνίων απαγορεύονται. Οι ηθικές και κοινωνικές πτυχές έχουν επίσης ιδιαίτερη σημασία στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική.

Το μοναδικό στο είδος του θρησκευτικό και νομικό πλαίσιο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής σημαίνει ότι ευρέως διαδεδομένα και καθιερωμένα, δυτικού τύπου, προϊόντα και επενδυτικά μέσα δεν είναι αποδεκτά / κατάλληλα για τους Μουσουλμάνους. Κατά συνέπεια, κάποιες καθιερωμένες σύγχρονες τεχνικές διαχείρισης κινδύνων και ρευστότητας, δεν μπορούν να εφαρμοστούν ως έχουν στον κόσμο της Ισλαμικής

---

<sup>14</sup> Το Riba σε ελεύθερη μετάφραση είναι ο τόκος. Για μία σε μεγαλύτερο βάθος συζήτηση βλέπε παρακάτω § 2.1

Χρηματοοικονομικής.

Στο κεφάλαιο αυτό, θα γνωρίσουμε τις βασικές αρχές της Ισλαμικής χρηματοοικονομικής και θα αναλύσουμε αρκετά χρηματοοικονομικά εργαλεία και επενδυτικά μέσα τα οποία επιτρέπονται στο πλαίσιο του νόμου της Σαρία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 2. Αρχές της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής

### 2.1 Η απαγόρευση του Riba

#### 2.1.1 Εισαγωγή

Το riba κυριολεκτικά σημαίνει «πλέονασμα» ή «αύξηση». «Κάθε θετικό, σταθερό, προκαθορισμένο επιτόκιο συνδεδεμένο με την ημερομηνία λήξης και το ποσό του κεφαλαίου (δηλαδή εγγυημένο ανεξάρτητα από την απόδοση της επένδυσης) θεωρείται riba και απαγορεύεται» (Iqbal 2004, σ.2)

Πιο συγκεκριμένα, το riba δεν αναφέρεται μόνο στην τοκογλυφία (η οποία κατά τη σύγχρονη μορφή της αφορά τη χρέωση υπερβολικών επιτοκίων), αλλά και στη χρέωση με το κοινό εμπορικό επιτόκιο.

Η βασική Ισλαμική ιδέα είναι ότι το χρήμα είναι μόνο ένα μέτρο αξίας και δεν έχει καμία αξία αφ' εαυτού. Ως εκ τούτου δε θα πρέπει να υπάρχει χρέωση για τη χρήση των χρημάτων.

Τα παραπάνω «δε σημαίνουν ότι το κεφάλαιο είναι δωρεάν σε ένα Ισλαμικό σύστημα. Το Ισλάμ αναγνωρίζει το κεφάλαιο ως συντελεστή στην παραγωγή αλλά δεν επιτρέπει στο συντελεστή αυτό να ζητήσει ως απαιτητό ή προκαθορισμένο δικαίωμα την καταβολή, υπό τη μορφή τόκου, του πλεονάσματος της παραγωγής.» (Thomas et al 2005, σ. 3)

Στο Ισλάμ μόνο ένα είδος δανείου επιτρέπεται, το qard-el-hassan. Κανένα πρόσθετο ποσό δε χρεώνεται για το δανειζόμενο ποσό και οποιαδήποτε άλλα παρελκόμενα οφέλη απαγορεύονται επίσης.

#### 2.1.2 Πηγές απαγόρευσης

*Ο Αλλάχ κάνει το εμπόριο νόμιμο, αλλά απαγορεύει το riba (2:275)*

Οι Μουσουλμάνοι πιστεύουν ότι ο Αλλάχ τους έχει εμπιστευθεί τον πλούτο τους και επομένως, θα πρέπει να διασφαλίζουν ότι τα περιουσιακά τους στοιχεία χρησιμοποιούνται για καλό σκοπό. Το riba θεωρείται απειλή για την κοινωνία. Ως σταθερό ποσοστό απόδοσης αποθαρρύνει την επιχειρηματικότητα και την παραγωγικότητα. Οι διοκτές των

επιχειρήσεων και οι επενδυτές δύναται να έχουν λιγότερα κίνητρα και να είναι λιγότερο προσεκτικοί στην επίδοσή τους, αφού οι εγγυημένες αποδόσεις δεν συνεπάγονται άμεσο κίνδυνο. Με άλλα λόγια, η προσδοκία ενός σταθερού επιτοκίου, ανεξάρτητα από τις επιδόσεις και τα αποτελέσματα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, θεωρείται ως αναποτελεσματική χρήση των οικονομικών πόρων και αντίθετη με το όφελος και την πρόοδο της κοινωνίας.

Παρακάτω είναι μερικοί στίχοι του Κορανίου που αναφέρονται στο riba:

2:276

Αυτοί όμως που ζουν από την τοκογλυφία, θα σταθούν ενώπιον του Αλλάχ ως άνθρωποι που ο Σατανάς έχει κυριεύσει τις ψυχές τους. Ισχυρίζονται πως τάχα η τοκογλυφία δε διαφέρει από το εμπόριο. Αλλά ο Αλλάχ επιτρέπει το εμπόριο και έχει απαγορεύσει την τοκογλυφία. Αυτός που δέχεται λοιπόν νουθεσία από τον Κύριο του και σταματά τις δραστηριότητες του μπορεί να κρατήσει τα χρήματα που έχει κερδίσει στο παρελθόν και ας αποθέσει στο εξής το πεπρωμένο του στα χέρια του Αλλάχ. Όσο για εκείνον που επιστρέφει στην τοκογλυφία το φρικτό και ατέρμονο τέλος του είναι προδιαγεγραμμένο.

2:277

Ο Αλλάχ έχει καταραστεί την τοκογλυφία και έχει ευλογήσει την ελεημοσύνη. Δεν αγαπά τους ασεβείς και τους αματωλούς.

2:278

Πιστοί, ακολουθήστε το δρόμο του Αλλάχ και παραιτηθείτε από όσα οφείλονται στην τοκογλυφία - αν η Πίστη σας είναι ακόμα αληθινή.

3:130

Πιστοί! Μην παραδίνετε στην τοκογλυφία διπλασιάζοντας συνέχεια το ποσό. Να φοβάστε τον Αλλάχ, μόνο έτσι θα είστε ευτυχισμένοι.

4:161

Παραδόθηκαν στην τοκογλυφία και καταβρόχθιζαν άδικα την περιουσία των ανθρώπων με δόλο. Τους άπιστους όμως περιμένει οδυνηρή τιμωρία.

(Κοράνι στίχοι για το Riba, 2005)

Επίσης, αρκετά Ahadith<sup>15</sup> αναφέρονται στο Riba. Για παράδειγμα:

"Χρυσό για χρυσό, ασήμι για ασήμι, σιτάρι για σιτάρι, κριθάρι για κριθάρι, χουρμάδες για χουρμάδες, αλάτι για αλάτι, όμοιο για όμοιο, από χέρι σε χέρι, σε ίσα ποσά. Και οποιαδήποτε αύξηση είναι Riba". (Μουσουλμανική αφήγηση υπό την εξουσία του Abu Al Saud-Khudriy). Αυτό το Hadith απαγορεύει το Riba al-fadl.

### 2.1.3 Χρηματοδότηση και Χρέος

Ένα δάνειο στο πλαίσιο του νόμου της Σαρία είναι μια σύμβαση που γίνεται χωρίς ανταποδοτικά οφέλη, σε αντίθεση με τις επαχθείς συμβάσεις. Ως αποτέλεσμα, η χορήγηση δανείου σε κάποιον και η ταυτόχρονη χρέωση τόκων για την καθυστέρηση πληρωμής δεν έχει νόημα και επιπλέον απαγορεύεται αυστηρά ως Riba. Ωστόσο, ιστορικά η διαχείριση της μείωσης του χρέους λόγω προπληρωμής είναι περισσότερο συζητήσιμη και επιτρέπεται από διάφορες σύγχρονες νομικές σχολές.

Αυτό έχει εφαρμοστεί, για παράδειγμα, στον Ισλαμικό κλάδο πιστωτικών καρτών, όπου υπάρχει αυτόματη χρηματοδότηση των αγορών για μια σταθερή χρονική περίοδο και οι χρεώσεις μειώνονται σε περίπτωση πρόωρης εξόφλησης.

Το εμπόριο ή οι μεταπωλήσεις χρεών είναι, επίσης, ένα αμφιλεγόμενο θέμα. Για παράδειγμα, σε ορισμένες χώρες, όπως η Μαλαισία, επιτρέπεται στις Ισλαμικές τράπεζες να πωλήσουν στο κοινό "εισπρακτέους λογαριασμούς" με τη μορφή μιας επένδυσης σταθερής απόδοσης. Μολονότι, η σχολή Shafī επιτρέπει αυτήν την πρακτική, οι σχολές Hanafi και Hanbali την απαγορεύουν, ενώ η σχολή Maliki τη δέχεται μόνο κάτω από αυστηρές προϋποθέσεις<sup>16</sup>.

Συμπερασματικά, τα ευρέως διαδεδομένα πιστωτικά χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται από τη δυτική χρηματοοικονομική, όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια, τα ομόλογα ή οι προνομιούχες μετοχές απαγορεύονται στο Ισλάμ και, βεβαίως, το ίδιο ισχύει

---

<sup>15</sup> Ο Mahmoud El-Gamal (2001) βεβαιώνει ότι η απαγόρευση του Riba μπορεί να δικαιολογηθεί και από οικονομικής σκοπιάς σε συνάρτηση με την οικονομική αποδοτικότητα. Συμπεραίνει ότι, με την παραδοχή δυνητικά ασυνεπών εμπορευόμενων, η χρηματοδότηση που βασίζεται στο κεφάλαιο είναι προτιμότερη από τη χρηματοδότηση που βασίζεται στις πιστώσεις.

<sup>16</sup> Βλ. Κεφάλαιο Γ, § 2.1 για περισσότερες λεπτομέρειες πάνω στις διαφορετικές «Σχολές Σκέψης» του Ισλάμ.

και για την πρόσβαση σε οποιαδήποτε δευτερογενή αγορά με αυτά τα προϊόντα. Η Σαρία, ωστόσο, είναι ενδοτική σε εναλλακτικές λύσεις όπως τα χρηματοοικονομικά προϊόντα murabaha, ijarah, Salam και istisna'a, τα οποία έχουν αναπτυχθεί και αναλύονται λεπτομερώς κατωτέρω.

Επιπλέον, οι συμβάσεις όπως hawala (για μεταφορά χρέους), kafalah (για την εγγύηση της αποπληρωμής του χρέους) και gahn (για την εγγύηση της αποπληρωμής του χρέους με τη χρήση εξασφαλίσεων) υπάρχουν και μπορούν να χρησιμοποιηθούν.

## **2.2 Η Απαγόρευση του Gharar**

### **2.2.1 Εισαγωγή**

Το Gharar μπορεί να μεταφραστεί ως κίνδυνος ή αβεβαιότητα.

Το Gharar μπορεί να οριστεί ως εξής: "Η αβεβαιότητα και η έλλειψη σαφήνειας στο συμβόλαιο σχετικά με την ύπαρξη του αντικειμένου στο οποίο αναφέρεται το συμβόλαιο, ή της δυνατότητας μεταφοράς του αντικειμένου αυτού, καθώς και της ποσότητας ή της ποιότητας του. Το Gharar επίσης αναφέρεται σε ασάφειες του συμβολαίου που έχουν να κάνουν με τους όρους του. Τέτοιες ασάφειες θα καταστήσουν τα περισσότερα συμβόλαια άκυρα." (Glossary 2005, σ. 215)

Το Ισλάμ αποδίδει μεγάλη σημασία στα συμβόλαια<sup>17</sup>. Όλα τα στοιχεία της συναλλαγής θα πρέπει να είναι γνωστά σε όλα τα μέρη.

Παραδείγματα προϊόντων που χρησιμοποιούνται στη συμβατική αγορά, αλλά αποτελούν gharar σύμφωνα με το Ισλάμ είναι τα παράγωγα προϊόντα (π.χ. συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων προαίρεσης), οι ανοικτές πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων (δηλαδή οι αγοραπωλησίες αξιόγραφων των οποίων ο επενδυτής δεν έχει την κυριότητα) και ασφαλίσεις.

Οι ανοικτές πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων απαγορεύονται αφού ο νόμος της Σαρία ορίζει ότι για να πουλήσει κάποιος κάτι, θα πρέπει να του ανήκει. Ωστόσο, υπάρχουν εξαιρέσεις: είναι τα συμβόλαια Salam και istisna'a<sup>18</sup>. Οι μελετητές του Ισλάμ υποστήριξαν αυτές τις συμβάσεις, με βάση το ότι gharar στις περιπτώσεις αυτές είναι ασήμαντο και έτσι

---

<sup>17</sup> Βλ. παρακάτω § 2.4: Συμβόλαια, για περισσότερες λεπτομέρειες

<sup>18</sup> Βλ. παρακάτω § 3.6.2: Ισλαμικά Παράγωγα

θα μπορούσε να είναι ανεκτό, εφόσον υπάρχει υπέρτερο δημόσιο συμφέρον.

Το Gharar μπορεί να αφαιρεθεί από τις συμβάσεις, εφόσον το αντικείμενο της πώλησης και η τιμή είναι προσεκτικά διατυπωμένη. Ο El-Gamal. (2000, σ. 7) δίνει το ακόλουθο παράδειγμα:

Το να πληρώνει κάποιος δύτης σταθερές τιμές για αυτό που θα πιάσει στην επόμενη κατάδυση του απαγορεύεται ως gharar, αφού σε αυτήν την περίπτωση ο αγοραστής δε γνωρίζει τι πληρώνει. Από την άλλη πλευρά, η μίσθωση ενός δύτε με ένα ορισμένο αντιμίσθιο για ορισμένο χρονικό διάστημα (όπου ό,τι αλιεύμα πιάσει ο δύτης θα ανήκει στον αγοραστή) επιτρέπεται. Στην περίπτωση αυτή, το αντικείμενο της πώλησης (η εργασία του δύτε, για μία ώρα για παράδειγμα) είναι σαφώς καθορισμένη.

Η κατάλληλη και έγκαιρη γνωστοποίηση μπορεί επίσης να βοηθήσει. Για παράδειγμα ο Uqba Bin Amir είπε. «Είναι παράνομο να πουλήσει κάποιος κάτι εάν γνωρίζει ότι έχει ελάττωμα εκτός και αν ενημερώσει τον υποψήφιο αγοραστή για το ελάττωμα". (Thomas 2005a, σ. 23)

Η δυνατότητα δημιουργίας και αγοραπωλησίας παραγώγων συμβατών στη Σαρία τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση των ζημιών αναλύονται στο υποκεφάλαιο 3.6 υπό τον τίτλο Παράγωγα.

### **2.2.2 Πηγές απαγόρευσης**

Υπάρχουν πολλά Ahadith που απαγορεύουν τις πωλήσεις Gharar. Ο El-Gamal (2000, pp. 6-8) παρέχει αρκετά παραδείγματα.

## **2.3 Καταμερισμός του Κινδύνου**

Αν και, όπως προαναφέρθηκε, το Gharar απαγορεύεται, δεν απαγορεύονται όλα τα είδη κινδύνων βάσει των αρχών της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής. Απεναντίας, θεμελιώδης για την Ισλαμική Χρηματοοικονομική είναι η πεποίθηση ότι, χωρίς τον κίνδυνο, η οικονομική, και γενικότερα η κοινωνική πρόοδος δεν είναι δυνατή. Αυτό αποδεικνύεται επίσης από την απαγόρευση του giba.

Αντί της ανοχής στην απεριόριστη ανάληψη κινδύνου, ευνοείται μια πιο δίκαιη και ελεγχόμενου κινδύνου προσέγγιση. Επειδή οι τόκοι απαγορεύονται, οι πάροχοι των κεφαλαίων είναι κατά κύριο λόγο επενδυτές, που συμμετέχουν σε διάφορους βαθμούς στον

επιχειρηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επιχειρηματίες και μοιράζονται τα κέρδη (και τις ζημιές) ανάλογα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιων προϊόντων είναι ο επενδυτικός λογαριασμός κατεμερισμού κερδών (Mudaraba) και η συμμετοχές στο μετοχικό κεφάλαιο (Musharaka) , λύσεις που περιγράφονται αναλυτικά παρακάτω (§ 3).

#### **2.4 Συμβόλαια**

Ένας άλλος ιδιαίτερα σημαντικός τρόπος διαχείρισης κινδύνου, στο πλαίσιο της Σαρία, είναι με την προώθηση της σημασίας των συμβατικών υποχρεώσεων. Η χρήση καλώς καθορισμένων, ευκρινών συμβολαίων είναι ουσιαστικής σημασίας. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. κεφάλαιο Γ § 2.2: Συμβόλαια.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



### 3. Επιτρεπτά Χρηματοοικονομικά Εργαλεία

Το Ισλάμ προωθεί το εμπόριο για πολλούς αιώνες. Πολλά χωρία του Κορανίου και των Ahadith καθορίζουν τις γενικές αρχές που πρέπει να τηρούνται. Όπως προαναφέρθηκε, τα συμβόλαια είχαν πάντοτε ιδιαίτερη σημασία στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική. Ορισμένοι τύποι συμβολαίων έχουν τυποποιηθεί προκειμένου να διευκολυνθεί το εμπόριο και επίσης έχουν υποβληθεί σε ενδελεχή έλεγχο από τους μελετητές του Ισλάμ. Τα κυριότερα παρουσιάζονται εδώ:

#### **3.1 Πωλήσεις με τη μέθοδο cost-plus (Murabaha)**

Το murabaha είναι ένα από τα συνηθέστερα εργαλεία βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης στον Ισλαμικό κόσμο. Αφορά την πώληση αγαθών ή εμπορευμάτων με ένα συμφωνηθέν ποσό πάνω από το κόστος. Μπορούν να διακριθούν δύο είδη Murabaha:

Κανονικό ή τρέχον murabaha: Το Ισλαμικό ίδρυμα αγοράζει τα προς πώληση προϊόντα χωρίς προηγούμενη συμφωνία με κάποιον πελάτη που να έχει δεσμευτεί να τα αγοράσει.

Murabaha στον προσυμφωνημένο αγοραστή με κέρδος επί της τιμής αγοράς: Στην περίπτωση αυτή, κάποιος πελάτης έχει συμφωνήσει εκ των προτέρων να αγοράσει τα προϊόντα στην αρχική τιμή συν ένα προκαθορισμένο περιθώριο κέρδους. Η πληρωμή για αυτό το είδος συναλλαγής είναι συνήθως προθεσμιακή και ως αποτέλεσμα η τιμή μπορεί να αυξηθεί. Η αύξηση αυτή τεχνικά δεν παραπέμπει στο απαγορευμένο Riba. Ο El-Gamal (2000, σ. 12) δίνει το ακόλουθο παράδειγμα, ώστε να διευκρινίσει τη διαφορά:

Στο Ahkam Al-Qur'an ο Ibn Al-ARABI αναφέρει ένα συγκεκριμένο επιχείρημα που διατυπώθηκε από τους Άραβες κατά τη διάρκεια των χρόνων του Προφήτη Μωάμεθ (Peace be upon him (pbuh)) για να υποστηρίξουν τη δήλωσή τους ότι «το εμπόριο είναι σαν το Riba» [2:275]. Υπέθεσαν τα εξής: Σκεφτείτε μια πιστωτική πώληση, με τιμή 10 καταβαλλόμενων σε ένα μήνα. Μετά από ένα μήνα, ο αγοραστής και ο πωλητής συμφωνούν να αναβληθεί η πληρωμή για έναν ακόμη μήνα, και να αυξηθεί η τιμή σε 11. Το τελευταίο είναι το Riba. Στη συνέχεια, αναρωτήθηκαν: το παραπάνω δεν είναι άραγε το ίδιο με μια αρχική πώληση στην τιμή των 11 με προθεσμία δύο μηνών; Η απάντηση στο [2:275] ήταν κατηγορηματική " αλλά ο Αλλάχ, έχει επιτρέψει το εμπόριο και έχει απαγορεύσει το Riba" ... η μία περίπτωση αφορά

πώληση κατά την οποία η τιμή αυξάνεται λόγω καθυστέρησης πληρωμής, ενώ η άλλη αφορά αύξηση του ποσού οφειλής λόγω καθυστέρησης της πληρωμής.

### **3.2 Επενδυτικοί λογαριασμοί καταμερισμού κερδών (Mudaraba)**

Κατ' αρχάς γίνεται σύμπραξη μεταξύ δύο εταιρειών, συνήθως ενός Ισλαμικού Χρηματοπιστωτικού Ιδρύματος (IXI), (ο εταίρος που ασχολείται με τη διαχείριση, mudarib) και ενός επενδυτή (ο εταίρος που συνεισφέρει το κεφάλαιο, rabb al-mal). Το IXI συνήθως διαχειρίζεται τα κεφάλαια (με τη μορφή επενδυτικών λογαριασμών) των επενδυτών. Τα κέρδη που προκύπτουν μοιράζονται μεταξύ των εταίρων με βάση προκαθορισμένους όρους. Οι ζημιές αναλαμβάνονται από τους επενδυτές, εκτός εάν προκύπτει αμέλεια, διοικητική κακοδιαχείριση ή παραβίαση των συμφωνηθέντων όρων από το mudarib. Τα συμβόλαια Mudaraba είναι δυνατόν να γίνουν και μεταξύ των IXI, ως παροχέων του κεφαλαίου αυτή τη φορά, καθώς και μεταξύ των επιχειρηματιών, των εμπόρων κ.λπ.

Υπάρχει διάκριση μεταξύ μη δεσμευμένων και δεσμευμένων Mudaraba. Στην περίπτωση των μη δεσμευμένων λογαριασμών επενδύσεων, η Ισλαμική Τράπεζα μπορεί να διαχειρίζεται τα κεφάλαια χωρίς κανένα περιορισμό από τον κάτοχο του λογαριασμού καθώς επίσης και να αναμειγνύει τα κεφάλαια αυτά με τα δικά της κεφάλαια ή κεφάλαια που προέρχονται από άλλες πηγές, όπως είναι οι λογαριασμοί όψεως.

Από την άλλη πλευρά, όταν ισχύουν περιορισμοί στην τράπεζα για το πώς (π.χ. το είδος των συναλλαγών ή των αντισυμβαλλόμενων κ.λπ.) θα επενδυθούν τα κεφάλαια των κατόχων των λογαριασμών, αναφερόμαστε σε δεσμευμένους επενδυτικούς λογαριασμούς.

Ο mudarib μπορεί να επιλέξει και να επιβάλλει ένα όριο στα κέρδη που διανέμονται. Ένας mudarib μπορεί επίσης να διακρατεί αποθεματικά που θα επιτρέπουν την ομαλή κατανομή του εισοδήματος σε όλες τις περιόδους αναφοράς, ώστε να δημιουργηθεί ένα σταθερό επίπεδο κερδοφορίας για τους επενδυτές. Τέτοιες εισοδηματικές εξομαλύνσεις δεν απαγορεύονται ανάμεσα στις επιχειρήσεις που έχουν συνεισφέρει στην ίδια επένδυση. (Thomas και Thofeek 2005, σ. 48)

### **3.3 Συμμετογή στο κεφάλαιο (Musharaka)**

Είναι παρόμοιες με την κοινοπραξία. Όλοι οι εταίροι συνεισφέρουν στο κεφάλαιο ενός έργου (στα κεφάλαια, στη διαχείριση κ.λπ.) σε διάφορους βαθμούς και γίνονται ιδιοκτήτες του κεφαλαίου σε μόνιμη ή πρόσκαιρη βάση. Τα κέρδη και οι απώλειες μοιράζονται αναλογικά

με βάση προκαθορισμένους όρους. Το συμβόλαιο musharaka χρησιμοποιείται συχνά για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων του ενεργητικού.

Το musharaka mutanaqisah είναι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη συνεργασία μεταξύ εταιρειών για τη χρηματοδότηση των Ισλαμικών σπιτιών. Πρόκειται για μια φθίνουσα σύμπραξη, κατά την οποία η κυριότητα έχει κατανεμηθεί μεταξύ των δύο μερών. Οι περιοδικές πληρωμές πελατών στο ΙΧΙ περιλαμβάνουν ένα φθίνον στοιχείο ενοικίασης (για το τμήμα που ανήκει στο ΙΧΙ) ενώ από την άλλη πλευρά η κυριότητα του ακινήτου περνάει σταδιακά στον πελάτη. Στα δυτικά μοντέλο χρηματοδοτικής μίσθωσης, η κυριότητα του ακινήτου παρα μένει στον εκμισθωτή για το σύνολο της περιόδου μίσθωσης.

### **3.4 Χρηματοδοτική Μίσθωση (Ijarah)**

Η χρηματοδοτική μίσθωση χρησιμοποιείται κυρίως για τη χρηματοδότηση μηχανημάτων, εξοπλισμού και οχημάτων και αφορά τη μίσθωση ή τη μεταβίβαση της κυριότητας μιας υπηρεσίας για μια συγκεκριμένη περίοδο με αντάλλαγμα τακτικές χρηματικές δόσεις.

Η κύρια διαφορά μεταξύ του Ισλαμικού και του Δυτικού μοντέλου χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι ότι στην πρώτη περίπτωση, ο εκμισθωτής πρέπει να έχει στην κυριότητα του το αντικείμενο της μίσθωσης για τη διάρκεια της μίσθωσης. Ο κίνδυνος που σχετίζεται με το μισθωμένο αντικείμενο παραμένει στον καρπωτή των δόσεων καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης. Η σύμβαση δεν ενσωματώνει καμία δεσμευτική ρήτρα για μελλοντική πώληση (ή τη δυνατότητα να γίνει κάτι τέτοιο) για τη διάθεση της υπολειμματικής αξίας των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων κατά τη λήξη της μίσθωσης. Αντ' αυτού, ένα ξεχωριστό νομικό έγγραφο, θα πρέπει να υπογραφεί, στο τέλος της μίσθωσης, για την πώληση.

Ένα άλλο είδος χρηματοδοτικής μίσθωσης που χρησιμοποιείται είναι το ijarah-wa-iqtina'a, το ισοδύναμο μιας παραδοσιακής συμφωνίας χρηματοδοτικής μίσθωσης, η οποία εκτός από την κανονική σύμβαση περιλαμβάνει μια υπόσχεση από τον εκμισθωτή να πουλήσει το στοιχείο στο τέλος της μίσθωσης (ή κατά στάδια κατά τη διάρκεια της σύμβασης) στον μισθωτή, σε μια προκαθορισμένη υπολειπόμενη αξία που θα μπορούσε να είναι ίση με μηδέν. Ο μισθωτής διατηρεί την επιλογή να αγοράσει το στοιχείο στη λήξη της μίσθωσης ή να επιστρέψει το στοιχείο στον εκμισθωτή.

Η δομή της χρηματοδοτικής μίσθωσης και οι λεπτομέρειες της σύμβασης είναι ιδιαίτερης σημασίας προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι το νόμος της Σαρία είναι σεβαστός και ότι δε θα προκύψουν απαγορευμένα στοιχεία, όπως το Riba.

### **3.5 Πιστοποιητικά Επενδύσεων (Sukuk)**

Το Sukuk είναι εκείνο το προϊόν της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής που θυμίζει περισσότερο την έννοια των ομολόγων, που συναντάμε στα πλαίσια των συμβατικών χρηματοοικονομικών. Όπως είδαμε, οι τοκοφόροι τίτλοι απαγορεύονται από το νόμο της Σαρία και το χρέος μπορεί να διευθετηθεί μόνο στην ονομαστική αξία. Γι' αυτό το λόγο το sukuk μπορεί να θεωρηθεί περισσότερο ως εργαλείο διαχείρισης ρευστών διαθεσίμων και όχι τόσο ως ένα επενδυτικό μέσο. Πολλά είδη sukuk αναφέρονται κατωτέρω, στην § 7. Διαχείριση ρευστών διαθεσίμων.

### **3.6 Παράγωγα**

Πριν από την εισαγωγή στις ιδιαιτερότητες των παραγώγων συμβατών με το Ισλάμ, θα ήταν χρήσιμο να αναλυθούν οι απόψεις των Ισλαμιστών επιστημόνων σχετικά με τα συμβατικά παράγωγα προϊόντα, όπως τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης.

#### ***3.6.1 Συμβατικά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης***

«Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι συμβατικές συμφωνίες για την αγορά και πώληση συγκεκριμένων ποσών συναλλάγματος, εμπορευμάτων ή μετοχών σε συγκεκριμένες ημερομηνίες στο μέλλον σε προκαθορισμένο επίπεδο τιμών» (Elgari 2002, σ. 159). Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα (σε ό,τι αφορά τη σύμβαση, το μέγεθος, τη διάρκεια κ.λπ.) προθεσμιακά συμβόλαια που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές. Στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης τόσο η πληρωμή όσο και η παράδοση των πωληθέντων ειδών είναι προθεσμιακή, ενώ ο νόμος της Σαρία, επιτρέπει την αναβολή είτε της παράδοσης είτε της πληρωμής μόνο. Τέτοιες συναλλαγές μπορούν, επίσης, να θεωρηθούν ως ανταλλαγή χρέους (πληρωμή) με χρέος (παράδοση του αντικειμένου), η οποία επίσης απαγορεύεται βάσει του νόμου της Σαρία.

Ο νόμος της Σαρία απαγορεύει, μέσω του gharar, την πώληση αντικειμένων που δεν έχουν παραχθεί ακόμη. Υπάρχουν, ωστόσο, εναλλακτικές λύσεις, όπως τα συμβόλαια salam τα οποία συζητούνται περαιτέρω στη συνέχεια.

Η Ισλαμική Ακαδημία Fiqh, με έδρα την Τζέντα κατέληξε στην ακόλουθη γνωμοδότηση: "Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, όπως χρησιμοποιούνται σήμερα στις παγκόσμιες χρηματαγορές είναι ένα νέο είδος συμβάσεων που δεν εμπίπτουν σε οποιαδήποτε από τις κατηγορίες συμβάσεων που ορίζει η Σαρία. Δεδομένου ότι το αντικείμενο των συμβολαίων αυτών (των δικαιωμάτων προαίρεσης) δεν είναι ούτε κάποιο χρηματικό ποσό ούτε ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα που μπορεί να παραλειφθεί η σύμβαση δεν είναι επιτρεπτή υπό το νόμο της Σαρία." (γνωμοδότηση No.65/1/7, 1992)

Σύμφωνα, ωστόσο, με τον Elgari (2002, σ. 160):

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι μια δεσμευτική υπόσχεση κατά την οποία ο ένας αντισυμβαλλόμενος συμφωνεί, σε αντάλλαγμα για την αμοιβή που έλαβε (τίμημα), ότι ο έτερος αντισυμβαλλόμενος έχει το δικαίωμα να αγοράσει ένα περιουσιακό στοιχείο σε μία προκαθορισμένη τιμή πριν από ή σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Αν ένα τέτοιο δικαίωμα προαίρεσης έχει συνταχθεί χωρίς χρηματικά ανταλλάγματα τότε θα μπορούσε να είναι επιτρεπτό από τη σκοπιά της Σαρία. Επιπλέον, αν το περιουσιακό στοιχείο είναι στην κυριότητα του υποσχόμενου, όταν συντάσσεται η σύμβαση, και το τίμημα είναι μια μικρή προκαταβολή, η οποία, αν το δικαίωμα προαίρεσης ασκείται αποτελεί μέρος της τιμής, τότε το δικαίωμα αυτό είναι επιτρεπτό από την πλευρά της Σαρία.

Οι περισσότεροι μελετητές αποδοκιμάζουν το γεγονός ότι στις περισσότερες περιπτώσεις τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα προαίρεσης δεν έχουν ως αποτέλεσμα την απόδοση του υποκείμενου σε αυτά στοιχείου, αλλά μάλλον περιορίζονται στη διευθέτηση της διαφοράς στην τιμή την ημέρα της λήξης. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης συνεπάγονται αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις και μπορούν να οδηγήσουν σε σημαντικές απώλειες. Θεωρούνται κερδοσκοπικά εργαλεία και ως τέτοια, συνιστούν, σύμφωνα με ορισμένους μελετητές, απειλή για την ευημερία των επενδυτών και της κοινότητας και κατά συνέπεια, δεν επιτρέπονται από το νόμο της Σαρία. Το ίδιο ισχύει για την αγορά μετοχών με κάλυψη, οι οποίες θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην πραγματοποίηση σημαντικών κερδών αλλά και απωλειών από τον επενδυτή, μέσω της μόχλευσης του πιστωτικού λογαριασμού που του παρέχεται.

Παρόλο που φαίνεται να υπάρχει ελάχιστη υποστήριξη για τη χρήση των συμβατικών δικαιωμάτων προαίρεσης στο Ισλαμικό χρηματοοικονομικό σύστημα, υπάρχουν ενσωματωμένα δικαιώματα προαίρεσης όπως τα Urboun, Khiyar al-Shart και Khiyar al-Tayeen (εξετάζονται παρακάτω στα Ισλαμικά Παράγωγα), που μοιράζονται παρόμοια χαρακτηριστικά με τα συμβατικά δικαιώματα προαίρεσης και θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν εναλλακτικά.

### **3.6.2 Ισλαμικά Παράγωγα**

Σε γενικές γραμμές, όπως προαναφέρθηκε, η πώληση μη υπαρχόντων αντικειμένων θεωρείται ως Gharar και, συνεπώς, απαγορεύεται. Ωστόσο, προκειμένου να διευκολυνθούν οι συναλλαγές επιτρέπονται ορισμένες εξαιρέσεις.

Ένα Hadith αναφέρει:

Ο αγγελιαφόρος του Αλλάχ (rhub) ήρθε στη Μεδίνα και βρήκε τους κάτοικους της να καταρτίζουν συμβόλαια Salam (με την τιμή να καταβάλλεται προκαταβολικά) για τα φρούτα για ένα, δύο ή τρία χρόνια. Τότε δήλωσε ότι "όποιος συνάπτει σύμβαση Salam, ως προσδιορίζει ένα προκαθορισμένο όγκο ή βάρος, και μία προκαθορισμένο διάρκεια καθυστέρησης της πληρωμής. (στο όνομα της εξουσίας του Ibn Abbas). (El-Gamal 2000, σ. 17)

Το γεγονός αυτό δικαιολογεί τη νομιμότητα της σύμβασης Salam. Για λόγους αναλογίας και προτίμησης αυτό έχει επεκταθεί και στα συμβόλαια istisna'a.

#### **3.6.2.1 Salam**

Το Salam συνεπάγεται την αγορά ενός στοιχείου, με άμεση πληρωμή, αλλά μεταχρονολογημένη παράδοση σε μια δεδομένη ημερομηνία στο μέλλον.

Το Salam είναι παρόμοιο με ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αν και υπάρχουν δύο σημαντικές διαφορές. Στα προθεσμιακά συμβόλαια και η πληρωμή και η παράδοση των πωληθέντων στοιχείων γίνεται εκ των υστέρων, δη μουργώντας πιστωτικό κίνδυνο και για τους δύο αντισυμβαλλόμενους, σε αντίθεση με τα συμβόλαια Salam, όπου το πλήρες ποσό καταβάλλεται προκαταβολικά οπότε ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά μόνο τον αγοραστή, ο οποίος μπορεί να μη να λάβει τα προϊόντα στη συμφωνημένη ημερομηνία.

Η δεύτερη διαφορά αφορά στην τιμολόγηση των συμβολαίων. Στην περίπτωση του προθεσμιακού συμβολαίου το συμφωνηθέν προς πληρωμή τίμημα που θα καταβληθεί στην καθορισμένη ημερομηνία θα μπορούσε να προσυζητηθεί κατά ένα ποσό που αντικατοπτρίζει, για παράδειγμα το κόστος διατήρησης αποθεμάτων ενός εμπορεύματος. Από την άλλη πλευρά, σε ένα συμβόλαιο Salam ο αγοραστής θα καταβάλει το τρέχον αντίτιμο μείον την έκπτωση που αντιστοιχεί στον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει καθώς και στην αβεβαιότητα για την ακριβή ποιότητα των παραδοτέων αγαθών.

### **3.6.2.2 Istisna'a**

«Το Istisna'a είναι μια σύμβαση πώλησης συγκεκριμένων αγαθών που παράγονται για αυτόν τον σκοπό, ενώ ο παραγωγός αναλαμβάνει και την υποχρέωση της παράδοσης των προϊόντων στον αγοραστή μετά την ολοκλήρωση της παραγωγής τους. Στο istisna'a υπάρχει ένας όρος που λέει ότι ο πωλητής παρέχει είτε την πρώτη ύλη είτε το κόστος παραγωγής των προϊόντων». (Glossary 2005)

Η τιμή μπορεί να καταβάλλεται σε δόσεις.

### **3.6.2.3 Urboun**

Στα συμβόλαια urboun ο αγοραστής καταβάλλει αρχικά τμήμα της τιμής αγοράς με μορφή προκαταβολής. Η πληρωμή των ανεξόφλητων ποσών μπορεί να γίνει με δόσεις. Έχει επίσης το δικαίωμα να ακυρώσει τη συναλλαγή μέσα σε ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα, αν και σε αυτήν την περίπτωση δεν μπορεί να ζητήσει την επιστροφή της προκαταβολής.

Αυτό το είδος συμβολαίου, το οποίο ομοιάζει με ένα παραδοσιακό δικαίωμα προαίρεσης, χρησιμοποιείται στο πλαίσιο των επενδύσεων προστατευμένων κεφαλαίων.

Από τις μεγάλες σχολές σκέψης μόνο η σχολή Hanbali δέχεται αυτού του είδους το δικαίωμα προαίρεσης βασισμένη στις πράξεις του χαλίφη Umar. Ένας από τους υπαλλήλους του αγόρασε από κάποιον πωλητή μία φυλακή υπό την προϋπόθεση ότι ο χαλίφης θα την ενέκρινε. Αν ο χαλίφης δεν την ενέκρινε τότε ο πωλητής θα λάμβανε το 10% της αξίας της φυλακής. Εκείνοι που θεωρούν αυτό το είδος συμβολαίων μη αποδεκτό στηρίζουν την άποψη τους σε κάποιο Hadith που έχει αναφερθεί από τον Ιμάμη Malik και έχει ειπωθεί από τον Ibn Abbas «ο προφήτης απαγόρευσε την πώληση urboun». (Obaidullah 2002, σ. 9)

Η ανωτέρω συζήτηση ισχύει σχετικά με την αποδοχή ή μη αποδοχή των δικαιωμάτων αγοράς μόνο και όχι των δικαιωμάτων πώλησης.

#### **3.6.2.4 *Khiyar al-Shart***

Το *khiyar al-shart* δίνει το δικαίωμα σε έναν από τους αντισυμβαλλόμενους, ή ακόμη και σε έναν τρίτο, να ακυρώσει το συμβόλαιο εντός ενός προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος. Το *khiyar al-shart* μπορεί να χρησιμοποιηθεί με παρόμοιο τρόπο όπως ένα παραδοσιακό δικαίωμα αγοράς με τη διαφορά ότι κανένα τίμημα δεν καταβάλλεται για το συμβόλαιο *khiyar al-shart*. Αντίθετα το όφελος του κατόχου του δικαιώματος από τη δυνατότητα που έχει να ακυρώσει το συμβόλαιο ενσωματώνεται στην τιμή παράδοσης του εν λόγω περιουσιακού στοιχείου.

Η αποδοχή αυτού του δικαιώματος υποστηρίζεται από κάποιο Hadith που αναφέρει ο al-Bukhari και άλλοι Μουσουλμάνοι. Ο Μωάμεθ, μετά την ακρόαση μιας καταγγελίας από κάποιον που ισχυριζόταν ότι είχε πέσει πολλές φορές θύμα απάτης σε προηγούμενες συναλλαγές του, απάντησε: "Όταν διεκπεραιώνεις μία πώληση μπορείς να δηλώνεις ότι δεν πρέπει να επισυμβαίνει καμία απάτη και έτσι διατηρείς για τον εαυτό σου ένα δικαίωμα διάρκειας τριών ημερών". (Obaidullah 2002, σσ. 10-11)

Ωστόσο, δεν υπάρχει ομοφωνία μεταξύ των μελετητών σχετικά με το κατά πόσον αυτός ο τύπος δικαιώματος θα πρέπει να θεωρείται ως εξαίρεση ή ως μια γενικευμένη πρακτική.

Ο Obaidullah (1998) παρουσιάζει τα κύρια συμπεράσματα των συζητήσεων των μελετητών σχετικά με το πλαίσιο του *khiyar al-shart*: και τα δύο μέρη θα πρέπει να επωφελούνται από το συμβόλαιο το οποίο δε θα πρέπει να συμβάλλει σε ενδεχόμενη σύγκρουση μεταξύ τους. Μερικές τουλάχιστον από της σχολές Ισλαμικής σκέψης υποστηρίζουν ότι η διάρκεια των δικαιωμάτων μπορεί να ποικίλλει, αλλά θα πρέπει να είναι σαφής και γνωστή τη στιγμή της σύναψης του συμβολαίου. Η τιμή διακανονισμού μπορεί να διαφέρει από την τιμή που αναφέρεται στη σύναψη του συμβολαίου, υπό ορισμένες συνθήκες και ο αγοραστής (πωλητής) μπορεί να έχει στην κατοχή του τα αγαθά (τιμή του συμβολαίου) κατά την περίοδο ισχύος του δικαιώματος.



### 3.6.2.5 *Khiyar al-Tayeen*

Το συμβόλαιο *Khiyar al-Tayeen* έχει να κάνει με τη δυνατότητα της επιλογής ενός συγκεκριμένου στοιχείου μέσα από μια μεγάλη ποικιλία. Το δικαίωμα αυτό έχει, επίσης, μια συγκεκριμένη διάρκεια και δίνει στον αγοραστή τη δυνατότητα να επιλέξει μεταξύ, για παράδειγμα, τριών διαφορετικών ποιοτήτων κάποιου αγαθού (κάθε ποιότητα έχει διαφορετική τιμή), επιτρέποντας του έτσι την ευελιξία και το χρόνο για τη συλλογή πληροφοριών. Ορισμένοι μελετητές πιστεύουν ότι η ίδια επιλογή θα μπορούσε, επίσης, να δοθεί στον πωλητή.

### 3.6.3 *Επίλογος*

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι μια σημαντική διαφορά μεταξύ των δικαιωμάτων που περιγράφονται ανωτέρω και των συμβατικών δικαιωμάτων προαίρεσης, είναι ότι τα πρώτα είναι "ενσωματωμένα" στα συμβόλαια πωλήσεων και δεν μπορούν να πωληθούν χωριστά.

Ο Obaidullah ((2002, pp. 11-15) παρέχει παραδείγματα για το πώς τα συμβόλαια *khiyar al-Shart* και *khiyar al-Tayeen* μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, στη διαχείριση κινδύνου.

Τα βασικά χρηματοδοτικά μέσα που περιγράφονται παραπάνω μπορούν να αναπτυχθούν περαιτέρω και να συνδυαστούν μεταξύ τους έτσι ώστε να δημιουργηθούν πιο εξελιγμένα εργαλεία που θα εξασφαλίσουν την ανάπτυξη των Ισλαμικών Χρηματαγορών. Βλέπε για παράδειγμα (Baldwin 2002a, σσ. 188-190) για μια πρόταση για την αναπαραγωγή της ικανότητας διαχείρισης κινδύνων των συμβατικών συμφωνιών ανταλλαγής πιστοκίων, χρησιμοποιώντας ως δομικά στοιχεία χρηματοοικονομικά εργαλεία συμβατά με τη Σαρία. Οι μεγάλες δυτικές τράπεζες που λειτουργούν στις Ισλαμικές χώρες έχουν, επίσης, αναπτύξει προσφάτως καινοτόμα προϊόντα και τεχνικές, όπως τα Ισλαμικά κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου και προϊόντα προστατευμένου κεφαλαίου που βασίζονται σε μια σειρά από συμβατά με τη Σαρία συμβόλαια, εξοπλίζοντας έτσι τους Ισλαμιστές επενδυτές που ασχολούνται με τις επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, με τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου και τις αγορές εμπορευμάτων.

Παρά το γεγονός ότι τα προϊόντα αυτά έχουν εγκριθεί από εξέχοντες μελετητές της Σαρία και ως εκ τούτου είναι επιτρεπτά στους Ισλαμιστές επενδυτές, εκθέτουν τις τράπεζες που τα προσφέρουν σε κινδύνους που θα πρέπει με τη σειρά τους να αντισταθμίζονται. Αυτό το

τελευταίο μέρος της διαδικασίας μπορεί να συνεπάγεται τη χρησιμοποίηση μη συμβατών με τη Σαρία τεχνικών, οι οποίες από μόνες του μπορεί να μη συνιστούν πρόβλημα για τις δυτικές τράπεζες, όμως επιβάλλουν περιορισμούς σε καθαρά Ισλαμικές τράπεζες.

Πολλοί έχουν πει ότι το μέλλον της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής εξαρτάται από την ικανότητά της να καινοτομεί δημιουργώντας ανταγωνιστικά προϊόντα καθώς και τεχνικές που όχι μόνο θα διευρύνουν τους επενδυτικούς ορίζοντες (και συνεπώς να επιτρέπουν τη διαφοροποίηση), αλλά και θα συμβάλλουν στην αύξηση της ρευστότητας και τη μείωση της μεταβλητότητας των αγορών και των προϊόντων που περιλαμβάνουν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **4. Επιτρεπτά επενδυτικά μέσα**

### **4.1 Επενδυτικά Μέσα**

Οι Μουσουλμάνοι μπορούν να επενδύσουν σε πολλά επενδυτικά μέσα, αν και οι ως άνω περιορισμοί, όπως το Riba και το Gharar, υπαγορεύουν ότι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν όλα τα υφιστάμενα δυτικά επενδυτικά μέσα. Πιο συγκεκριμένα, οι κύριες, συμβατές με τη Σαρία, εναλλακτικές λύσεις περιλαμβάνουν:

#### **4.1.1 Μετοχές**

Ο ορισμός μιας «μετοχής» διαφέρει μεταξύ του Ισλαμικού και του δυτικού κόσμου. Ενώ ο κλασικός ορισμός αναγνωρίζει τη μετοχή ως μια υπολειμματική απαίτηση μελλοντικών ταμειακών ροών (μερισμάτων και προϊόντων εκκαθάρισης), ένας ορισμός του 1992 (Ισλαμική Νομολογία) από τη Fiqh, την Ακαδημία των Οργανισμών των Ισλαμικών Χωρών ορίζει ότι το αντικείμενο κατά την πώληση των μετοχών μιας εταιρείας είναι ένα "αδιαίρετο τμήμα της εταιρικής περιουσίας". (Elgari 2002, σ. 152)

Αν και οι κοινές μετοχές είναι αποδεκτές, τα εταιρικά ομόλογα και τα προνομιούχα αξιόγραφα δεν είναι. Οι προνομιούχες μετοχές δεν επιτρέπονται αφού οδηγούν σε διαφοροποίηση μεταξύ δύο κατηγοριών συνεταίρων στην εταιρεία (εκείνων που έχουν προνομιούχες και εκείνων που έχουν κοινές μετοχές), κάτι που δε συνάδει με τις αρχές της ισότητας και της δικαιοσύνης που υποστηρίζει το Ισλάμ. Επιπλέον, οι εν λόγω μετοχές περιλαμβάνουν σταθερή απόδοση, η οποία είναι ανεξάρτητη από την πραγματική απόδοση της εταιρείας και, επομένως, δεν επιτρέπονται από τη Σαρία.

#### **4.1.2 Επενδυτικά Χαρτοφυλάκια**

Τα Επενδυτικά Χαρτοφυλάκια που απορροφώνται από συμβατές με τη Σαρία επενδύσεις είναι επίσης επιτρεπτά.

Τα είδη των Ισλαμικών Χαρτοφυλακίων περιλαμβάνουν τα εξής<sup>19</sup> (Abdel-Khaleq 2004, σσ. 200-202):

#### *Μετοχικά (long-only) Χαρτοφυλάκια*

Τα ενοποιημένα κεφάλαια των επενδυτών, επενδύονται σε μετοχές εταιρειών<sup>20</sup> που είναι συμβατές με τη Σαρία.

#### *Χαρτοφυλάκια προστατευμένων επενδύσεων*

Τα εγγυημένα κεφάλαια και επενδύσεις είναι κατ' αρχήν μη επιτρεπτά από τη Σαρία. Ωστόσο, είναι δυνατόν να υπάρξει προστασία του κεφαλαίου. Ο πιο κοινός μηχανισμός που χρησιμοποιείται σήμερα για να επιτευχθεί αυτό είναι ένας συνδυασμός μιας επένδυσης *muqabala* (που είναι χαμηλού κινδύνου και παρέχει προστασία του κεφαλαίου) και ενός *bai' al-uroun*<sup>21</sup> (που παρέχει κάποιο δικαίωμα πάνω σε π.χ. ένα καλάθι συμβατών με τη Σαρία μετοχών ή εμπορευμάτων, το οποίο, εάν ασκηθεί θα προσφέρει τις αυξημένες αποδόσεις).

#### *Χαρτοφυλάκια Private Equity*

Τα Ισλαμικά χαρτοφυλάκια Private Equity που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση της εξαγοράς των εταιρειών-στόχων, πρέπει πρώτα απ' όλα να υιοθετούν συμβατά με τη Σαρία μέσα για την επίτευξη του σκοπού τους. Ασφαλώς και η προς εξαγορά εταιρεία θα πρέπει να είναι συμβατή με το νόμο της Σαρία. Εάν η προς εξαγορά επιχείρηση είναι σε μόχλευση, τότε, ανάλογα με τις διαφορετικές σχολές του νόμου, το χρέος θα πρέπει είτε να μειωθεί σε αποδεκτά όρια<sup>22</sup> πριν από την εξαγορά είτε να εξοφληθεί εντός ορισμένου χρόνου μετά την εξαγορά της από την Private Equity εταιρία.

#### *Ijarah (χρηματοδοτικής μίσθωσης) Χαρτοφυλάκια*

Στην ουσία πρόκειται για διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά που εκδίδονται για μισθώσεις αυτοκινήτων, αεροσκαφών, εξοπλισμού ή ακινήτων<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> Για την ιστορία και την τρέχουσα κατάσταση του Ισλαμικού τομέα κεφαλαίων, βλέπε Κεφάλαιο Ε § 2.4: Ισλαμικά κεφάλαια

<sup>20</sup> Για τις μεθόδους φιλτραρίσματος που χρησιμοποιούνται βλέπε § 4.2: Φίλτρα

<sup>21</sup> Βλέπε Κεφάλαιο § 3.6.2.3

<sup>22</sup> Στις περισσότερες περιπτώσεις το χρέος δε θα πρέπει υπερβαίνει το ένα τρίτο του συνολικού κεφαλαίου της εταιρείας προς εξαγορά

<sup>23</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με το *Ijarah*, βλέπε § 3.4

Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα Ισλαμικά κεφάλαια εκτός από το φιλτράρισμα και την επιλογή των μετοχών / επενδύσεων, υπολογίζουν και καταβάλλουν για λογαριασμό των επενδυτών, το κατάλληλο Zakah<sup>24</sup>.

Οι διαχειριστές των κεφαλαίων δεν επιτρέπεται να χρησιμοποιούν ορισμένα εργαλεία που χρησιμοποιούνται ευρέως από τους παραδοσιακούς διαχειριστές κεφαλαίων, όπως τα δικαιώματα προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι ανοικτές πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων, οι προνομιούχες μετοχές, κ.λπ. (βλ. ανωτέρω § 2.2 Απαγόρευση Gharar)

#### **4.2 Φίλτρα**

Έχουν τεθεί διάφορα κριτήρια / φίλτρα προκειμένου οι Μουσουλμάνοι να καθορίσουν σε ποιες μετοχές επιτρέπεται να επενδύουν. Κάποια από αυτά είναι παγκοσμίως αποδεκτά ενώ άλλα πιο αμφιλεγόμενα και χωρίς στέρεες θρησκευτικές βάσεις. Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε Κεφάλαιο Ε, §4.3.

---

<sup>24</sup> Βλέπε Κεφάλαιο Α § 3.3.2 (γ)

## 5. Ασφάλειες (Takaful)

Τα ασφαλιστικά συμβόλαια που χρησιμοποιούνται σήμερα στα παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά συστήματα δεν είναι αποδεκτά, ως έχουν, σύμφωνα με το νόμο της Σαρία. Θεωρείται ότι περιέχουν στοιχεία Gharar (καταβάλλεται ασφάλιστρο, αλλά υπάρχει ασάφεια για το τι ακριβώς αγοράστηκε αφού ο χρόνος και η έκταση των πιθανών μελλοντικών ζημιών είναι άγνωστα) και σε ορισμένες περιπτώσεις Riba (όταν για παράδειγμα οι ασφαλιστικές εταιρείες επενδύουν τα ασφάλιστρα σε ομόλογα κ.λπ.).

Το Takaful κυριολεκτικά σημαίνει αμοιβαία ή από κοινού εγγύηση. Οι ασφαλισμένοι συνήθως καταβάλλουν περιοδικές εισφορές (δωρεές) σε ένα ταμείο που διοικείται από μια εταιρεία takaful. Ο σκοπός του ταμείου είναι να είναι σε θέση να αποζημιώσει τους ασφαλισμένους σε πιθανές αξιώσεις τους, σύμφωνα με τους όρους που προβλέπονται στο συμβόλαιο.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, ένα μέρος των εισφορών το διαχειρίζεται η εταιρεία στα πλαίσια του mudaraba και κατά συνέπεια μπορεί να συμμετέχει στα κέρδη που προκύπτουν από τις επενδύσεις. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι εισφορές δεν ανήκουν στην εταιρεία takaful. Η ιδιοκτησία του χρηματικού αποθέματος καθώς και κάθε συναφές έσοδο ή πλεόνασμα ανήκει στους ασφαλισμένους, παρ' ότι υπό πλήρως καθορισμένες συμβατικές συνθήκες, είναι δυνατό η εταιρεία να συμμετέχει στο πλεόνασμα.

Στην περίπτωση ελλείμματος οφειλόμενου σε απαιτήσεις που υπερβαίνουν τις εισφορές και τα τυχόν αποθεματικά που έχουν συσσωρευτεί κατά τη διάρκεια του παρελθόντος, η ευθύνη για την κάλυψη του ελλείμματος βαρύνει τον ασφαλισμένο. Βοηθητικά, η εταιρεία takaful μπορεί να παράσχει άτοκα δάνεια.

## 6. Χρηματοδότηση Έργου

Η χρηματοδότηση έργου στην Ισλαμική χρηματοοικονομική είναι, όπως και στο πλαίσιο των συμβατικών χρηματοοικονομικών, η (χωρίς αναγωγή στους φορείς της επένδυσης) μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση υποδομών, βιομηχανικών σχεδίων και δημόσιων υπηρεσιών με βάση μια οικονομική δομή όπου τα χρηματικά και μετοχικά κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση του έργου εξοφλούνται από τις χρηματικές ροές που προκύπτουν από το ίδιο το έργο.

Αν και η φύση της χρηματοδότησης έργου φαίνεται κατάλληλη για εφαρμογή των Ισλαμικών αρχών, αφού προωθεί τον επιμερισμό των κινδύνων και των ωφελειών, είναι γεγονός ότι παραμένει ένας σχετικά υποανάπτυκτος τομέας των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών. Παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτό το γεγονός περιλαμβάνουν την τάση των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων να επενδύουν σε βραχυπρόθεσμες επενδυτικές λύσεις και η έλλειψη Ισλαμιστών ειδικών στη χρηματοδότηση έργου.

Βλ. Husain (2002, σσ. 146-149) για συγκεκριμένα παραδείγματα χρηματοδότησης έργων στο πλαίσιο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής.

## **7. Διαχείριση ρευστών διαθεσίμων**

### **7.1 Εισαγωγή**

Οι τράπεζες πρέπει να διαχειρίζονται σωστά τα ρευστά διαθέσιμα τους προκειμένου να είναι σε θέση να χρηματοδοτούν την έλλειψη ρευστότητας ή / και για την αποτελεσματική αξιοποίηση των χρηματικών πλεονασμάτων. Τα συμβατικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, σε αντίθεση με τα Ισλαμικά, είναι σε θέση να τοποθετούν τα πλεονάζοντα χρηματικά διαθέσιμα τους σε τοκοφόρες λύσεις και επίσης να χρηματοδοτούν τα ελλείμματα μετρητών δανειζόμενα με τόκο. Οι δυνατότητες διαχείρισης ρευστότητας που έχουν οι συμβατικές τράπεζες διευρύνονται με την ύπαρξη ανεπτυγμένων διατραπεζικών και δευτερογενών αγορών στις οποίες μπορούν εύκολα να καταφύγουν σε περίπτωση ανάγκης.

Οι Ισλαμικές τράπεζες έχουν, μέχρι στιγμής, περιοριστεί κυρίως στη διαχείριση των πλεονάζοντων μετρητών μέσω της χρηματοδότησης βραχυπρόθεσμων murabaha και εμπορικών χρηματοδοτήσεων.

Κατά το παρελθόν έχουν γίνει προσπάθειες για την εφαρμογή μιας Ισλαμικής διατραπεζικής αγοράς με περιορισμένη, ωστόσο, επιτυχία που αποδίδεται σε πολλούς παράγοντες, όπως η έλλειψη των κατάλληλων εργαλείων, προτύπων, κανονισμών και πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η απουσία των δευτερογενών αγορών δυσχεραίνει περαιτέρω τις δυνατότητες διαχείρισης ρευστότητας των τραπεζών.

### **7.2 Ισλαμικές λύσεις**

Ο Magoun (2002, σσ. 171-174) παρέχει ορισμένες λεπτομέρειες σχετικά με τρέχουσες λύσεις πάνω στις προκλήσεις που αντιμετωπίζει ο Ισλαμικός Τραπεζικός Κλάδος σχετικά με τη διαχείριση της ρευστότητας:

#### ***7.2.1 Εξασφαλισμένο murabaha / βραχυπρόθεσμη εμπορική χρηματοδότηση***

Μια τυπική βραχυπρόθεσμη συναλλαγή murabaha θα συνεπαγόταν την αγορά, σε τρέχουσα βάση, εμπρεύματος που να είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Μεταλλευμάτων του Λονδίνου, και κατόπιν μιας συναλλαγής "\_Murabaha στον υποσχόμενο αγοραστή" με άμεση παράδοση του εμπρεύματος και αναβολή της πληρωμής (από μία



εβδομάδα μέχρι και αρκετούς μήνες). Ένα μειονέκτημα αυτού του είδους της διαχείρισης ρευστότητας, από Ισλαμικής σκοπιάς, είναι ότι τα χρηματικά κεφάλαια επενδύονται σε αγορές του εξωτερικού, μακριά από τα, έχοντα μεγάλη ανάγκη κεφαλαίων, τοπικά χρηματοοικονομικά συστήματα.

Η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του εμπορίου κατά παρόμοιο τρόπο αφορά τη χρηματοδότηση των εισαγωγών ή των εξαγωγών προϊόντων, όπως το αργό πετρέλαιο ή το ρύζι.

Μολονότι, οι τράπεζες μπορούν, σύμφωνα με τα ανωτέρω, να διευθετήσουν θέματα που έχουν να κάνουν με τα χρηματικά τους πλεονάσματα, οι ίδιες μέθοδοι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση των ελλείψεων σε μετρητά.

### **7.2.2 Mudaraba sukuk**

Τα Mudaraba sukuk (πιστοποιητικά) συμμετοχών εκδίδονται από τις Ισλαμικές τράπεζες. Οι επενδυτές μπορούν να συμμετάσχουν σε αυτά τα κεφάλαια / επενδυτικές συναλλαγές με την αγορά sukuk. Στις περιπτώσεις των αναπτυγμένων δευτερογενών αγορών τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επενδύουν τα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα σε μετρητά αγοράζοντας sukuk και σε σύντομο χρονικό διάστημα μπορούν, εάν χρειαστεί, να ρευστοποιήσουν την τοποθέτηση τους για την παραγωγή χρήματος.

### **7.2.3 Salam sukuk**

Οι τράπεζες αγοράζουν sukuk συμμετοχών σε ένα ειδικό mudaraba, το οποίο αγοράζει εμπόρευμα στα πλαίσια του Salam<sup>25</sup>. Η τιμή αγοράς των εμπορευμάτων προκαταβάλλεται, ενώ η παράδοση είναι προγραμματισμένη για μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Ένας τρίτος υπόσχεται να αγοράσει το εμπόρευμα από το ειδικό όχημα mudaraba κατά την ημερομηνία παράδοσης. Το Salam sukuk δεν μπορεί να είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης αφού οι συναλλαγές με αντικείμενα των οποίων δεν υπάρχει η κυριότητα είναι απαγορευμένες (όπως είδαμε νωρίτερα στο κεφάλαιο αυτό) από τη Σαρία. Για το λόγο αυτό χορηγούνται μόνο για βραχεία διάρκεια και διατηρούνται μέχρι τη λήξη.

---

<sup>25</sup> Βλέπε § 3.6.2.1, για περισσότερες λεπτομέρειες πάνω στα συμβόλαια Salam

#### **7.2.4 Ισλαμικό sukuk χρηματοδοτικής μίσθωσης**

Το Ισλαμικό sukuk χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μακροπρόθεσμη διαχείριση της ρευστότητας. Η διαδικασία περιλαμβάνει την τιτλοποίηση των ενσώματων ακινητοποιήσεων της κυβέρνησης, όπως αεροδρόμια, δρόμους και κτήρια. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία πωλούνται σε ένα mudaraba ειδικού σκοπού, το οποίο τα μισθώνει σε μισθωτές. Ακολούθως εκδίδονται και πωλούνται στην αγορά Mudaraba συμμετοχικά sukuk. Η κυβέρνηση εγγυάται την καταβολή των μισθωμάτων και τις πληρωμές κεφαλαίου. Τα πιστοποιητικά αυτά μπορούν να γίνουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δευτερογενείς αγορές αφού στηρίζονται σε περιουσιακά στοιχεία και είναι εγγυημένα.

#### **7.2.5 Musharaka sukuk**

Τα Musharaka sukuk εκδίδονται και προσφέρονται στο κοινό. Τα έσοδα χρησιμοποιούνται για την κατασκευή νέων έργων υποδομής ή για την αγορά και μίσθωση εξοπλισμού. Όπως προαναφέρθηκε στο κεφάλαιο για τα musharaka ο διαχειριστής και παροχέας του κεφαλαίου (κάτοχος sukuk) μοιράζεται και τα κέρδη και τις ζημιές, σε αντίθεση με την περίπτωση του Mudaraba στο οποίο υπάρχει μόνο η συμμετοχή στα κέρδη.

Ο περιορισμένος αριθμός λύσεων στη διαχείριση ρευστότητας που ισχύει σήμερα για τις Ισλαμικές τράπεζες, σε συνδυασμό με την έλλειψη αναπτυγμένων Ισλαμικών διατραπεζικών και δευτερογενών αγορών έχουν ως αποτέλεσμα οι Ισλαμικές τράπεζες να έχουν αυξημένο κόστος ευκαιρίας λόγω αδρανών χρηματοοικονομικών πόρων ή απολεσθέντων επενδυτικών ευκαιριών που οφείλεται στην έλλειψη ρευστού. Η πρόσφατη δημιουργία του Κέντρου Διαχείρισης Ρευστότητας<sup>26</sup>, ωστόσο, αναμένεται να συμβάλει στη βελτίωση της τρέχουσας κατάστασης.

---

<sup>26</sup> Βλέπε Κεφάλαιο Δ § 4.4

## 8. Διαχείριση Κινδύνων

### 8.1 Εισαγωγή

Οι περισσότεροι επιστήμονες και επαγγελματίες της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής συμφωνούν ότι μία από τις πιο σημαντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει ο κλάδος είναι η σημερινή έλλειψη κατάλληλων εργαλείων διαχείρισης κινδύνων. Προκειμένου, ωστόσο, να αναπτυχθούν οι κατάλληλες λύσεις, είναι σημαντικό να εντοπιστούν και να μετρηθούν οι κίνδυνοι πρώτα.

Οι υποστηρικτές των συμβατικών εργαλείων αντιστάθμισης κινδύνου, όπως είναι τα παράγωγα, διατείνονται ότι τα εργαλεία αυτά βοηθούν στη σταθεροποίηση των αγορών, την παροχή ρευστότητας και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας. Τα παράγωγα προϊόντα, όταν χρησιμοποιούνται σωστά, μπορούν να βοηθήσουν στην αντιστάθμιση κινδύνων, προκειμένου να αποφευχθούν οι ζημιές που προκύπτουν, για παράδειγμα, από διακυμάνσεις των τιμών των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Υπό αυτήν την έννοια ωφελείται και ο επενδυτής και η κοινωνία εν γένει. Ωστόσο, αυτό από μόνο του δεν είναι αρκετό για να δικαιολογήσει τη χρήση αυτών των εργαλείων σε Ισλαμικά πλαίσια. Όπως είδαμε πιο πριν οι μελετητές έχουν χρησιμοποιήσει πολλά αποσπάσματα από το Κοράνι και τα Ahadith για να επιχειρηματολογήσουν κατά της χρήσης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των δικαιωμάτων προαίρεσης.

Όπως προαναφέρθηκε, ωστόσο, υπάρχουν ήδη προσφερόμενες εναλλακτικές λύσεις, που επιπροσθέτως θα μπορούσαν να συνδυαστούν με υφιστάμενα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά εργαλεία με σκοπό την αναπαραγωγή σύγχρονων συμβατικών τεχνικών.

Είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι σε περιπτώσεις που ένα τραπεζικό σύστημα λειτουργεί σε αγορές όπου ο (αποστρεφόμενος τον κίνδυνο) επενδυτής έχει τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ Ισλαμικών ή συμβατικών τραπεζικών υπηρεσιών, οι πελάτες αναμένουν υψηλότερες αποδόσεις από τα Ισλαμικά ιδρύματα ως αποζημίωση για το γεγονός ότι οι αποδόσεις δεν είναι εγγυημένες. Πιο συγκεκριμένα, ενώ τα συμβατικά τραπεζικά ιδρύματα προσφέρουν προκαθορισμένες αποδόσεις για τους καταθέτες, σύμφωνα με τα ισχύοντα επιτόκια, τα αντίστοιχα Ισλαμικά ιδρύματα προσφέρουν στους κατόχους επενδυτικών λογαριασμών (mudaraba) μεταβλητές αποδόσεις με τη μορφή συμμετοχής στα κέρδη. Κατά συνέπεια, οι Ισλαμικές τράπεζες θα πρέπει να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε περιουσιακά στοιχεία με υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις από τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία επενδύουν οι συμβατικές τράπεζες. (Baldwin, 2002a, σσ.177-178)

## **8.2 Κίνδυνοι για τα Ισλαμικό Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα**

Ορισμένοι από τους κινδύνους, που διατρέχουν τα ΙΧΙ, περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:

### ***8.2.1 Κίνδυνος ρευστότητας***

Οι Ισλαμικές τράπεζες είναι απρόθυμες να δεσμεύσουν μετρητά σε μακροπρόθεσμα στοιχεία, όπως τα *ijarah*, *mudaraba* ή *musharaka*. Λόγω του ότι δεν υπάρχουν Ισλαμικές διαπραγματευτικές χρηματαγορές και οι κεντρικές τράπεζες δεν παρέχουν πιστωτικές διευκολύνσεις σε περιπτώσεις έσχατης ανάγκης, μια ξαφνική αύξηση της ζήτησης μετρητών από τους καταθέτες μιας τράπεζας θα μπορούσε να της προκαλέσει σοβαρά λειτουργικά προβλήματα.

Η κατάσταση επιδεινώνεται από το γεγονός ότι ουσιαστικά δεν υπάρχουν ασφαλιστικές δικλίδες που να εγγυώνται το κεφάλαιο των καταθετών.

### ***8.2.2 Πιστωτικός κίνδυνος***

Ο πιστωτικός κίνδυνος θα μπορούσε να θεωρηθεί χαμηλότερος για τα Ισλαμικά Ιδρύματα σε σύγκριση με τις συμβατικές τράπεζες, αφού ο δανεισμός στα πλαίσια της Σαρία στηρίζεται κατά βάση σε υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία και είναι βραχυχρόνιος εκ φύσεως. Ωστόσο, όπως αναφέρεται ανωτέρω στην § 2.1.3 Χρηματοδότηση και Χρέος, οι τράπεζες δεν έχουν το δικαίωμα να επιβάλουν τόκους λόγω της απαγόρευσης του *Riba* ενώ έχουν περιορισμούς στους τρόπους με τους οποίους μπορούν να απαιτήσουν την επιστροφή των δανείων σε περίπτωση χρεοκοπίας των πελατών. Σε γενικές γραμμές, μπορούμε να πούμε ότι οι διαδικασίες για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου των πελατών καθώς και το σύνολο του τομέα της πιστωτικών / χρηματοοικονομικών διευκολύνσεων στους πελάτες από τα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, πρέπει να αναπτυχθεί περαιτέρω.

### ***8.2.3 Κίνδυνος Αγοράς***

Οι Ισλαμικές τράπεζες, όπως και οι αντίστοιχες συμβατικές, εκτίθενται σε διάφορες μορφές κινδύνων της αγοράς, όπως των επιτοκιακών, συναλλαγματικών κινδύνων κ.λπ.

Τα ΙΧΙ, έστω και αν δεν ασχολούνται με τοκοφόρα εργαλεία, υπόκεινται σε επιτοκιακούς κινδύνους. Κατά τον υπολογισμό, για παράδειγμα, του περιθωρίου κέρδους για συναλλαγές χρηματοδοτικής μίσθωσης ή ετεροχρονισμένες πωλήσεις χρησιμοποιείται ένα επιτόκιο

αναφοράς, συνήθως το LIBOR. Κατά συνέπεια, οι διακυμάνσεις των επιτοκίων θα επηρεάσουν το περιθώριο κέρδους που χρεώνει / καταβάλλει η τράπεζα. Επίσης, είναι αρκετά συνήθης, στην περίπτωση των επενδυτικών λογαριασμών (mudaraba), η προσφορά από τις Ισλαμικές τράπεζες ποσοστών κερδών ισοδύναμων με τα συμβατικά σημεία αναφοράς προκειμένου να παρα μείνουν ανταγωνιστικές. Μια αλλαγή στην τιμή του LIBOR θα επηρεάσει το ποσοστό απόδοσης που αναμένουν οι καταθέτες.

### **8.3 Αντισταθμιστικά Εργαλεία**

Στη συμβατική χρηματοοικονομική, έχει σχεδιαστεί μια πληθώρα παραγώγων τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως για το μετριασμό των κινδύνων. Λόγω των περιορισμών της Σαρία και της έλλειψης ομοφωνίας από τους μελετητές του νόμου πάνω στο θέμα, αυτά τα μέσα ενώ μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εργαλεία αντιστάθμισης κινδύνου δεν χρησιμοποιούνται ως τέτοια στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική. Μόλις στο πολύ πρόσφατο παρελθόν δημιουργήθηκαν «παράγωγα», κυρίως από δυτικές τράπεζες που λειτουργούν Ισλαμικά παράθυρα, όπως για παράδειγμα οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (ή ποσοστού κέρδους) κ.λπ. Τα προϊόντα αυτά είναι αποδεκτά από τη Σαρία. Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπε επίσης στην § 3,6 Παράγωγα.

Μπορεί, σε κάθε περίπτωση, να συναχθεί το συμπέρασμα ότι η περαιτέρω ανάπτυξη των εργαλείων αντιστάθμισης κινδύνων είναι ουσιαστικής σημασίας στην προσπάθεια για πιο αποτελεσματική διαχείριση κινδύνων από τα ΙΧΙ. Είναι, ωστόσο, απαραίτητο οι μελετητές να καταλήξουν σε έναν κοινό τόπο σχετικά με τη χρήση των παραγώγων, λαμβάνοντας υπόψη όχι μόνο τη, δυνητικά, κερδοσκοπική φύση αυτών των εργαλείων, αλλά και την αναμφισβήτητη δυνατότητα αντιστάθμισης των κινδύνων που παρέχουν και η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ευεργετική μείωση της αβεβαιότητας ή του gharar.

### **8.4 Κανονισμοί**

Το Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (ΙΣΧΥ<sup>27</sup>), δημοσίευσε το Δεκέμβριο του 2005 τον οδηγό «Κατευθυντήριες Αρχές της Διαχείρισης του Κινδύνου για Οργανισμούς (εκτός των Ασφαλιστικών Οργανισμών) που προσφέρουν μόνο Ισλαμικές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες». Ο οδηγός αυτός παρέχει παραδείγματα βέλτιστων διεθνών πρακτικών στη διαχείριση των κινδύνων και έχει ως στόχο τον περιορισμό της έκθεσης των

<sup>27</sup> Βλέπε Κεφάλαιο Γ § 1.2.2.

ΙΧΙ σε δυσμενείς συνθήκες της αγοράς καθώς και να εξασφαλίσει ότι η ανάληψη κινδύνων από τα ΙΧΙ είναι σύμφωνη με τις επιχειρησιακές τους δυνατότητες και τις προτιμήσεις κινδύνου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **9. Τιτλοποίηση**

### **9.1 Εισαγωγή**

Ως τιτλοποίηση μπορεί να οριστεί η «διαδικασία της μετατροπής καθορισμένων στοιχείων του ενεργητικού, με ή χωρίς πιστωτική ενίσχυση, σε τίτλους, και την πώληση αυτών των τίτλων στους κατάλληλους επενδυτές» (Abdi Dualeh 2006, σ.1)

Όπως είδαμε νωρίτερα στο ίδιο κεφάλαιο, οι συναλλαγές σε τιτλοποιημένα χρέη δεν επιτρέπονται. Ωστόσο, είναι δυνατή η διαπραγμάτευση τιτλοποιημένων απαιτήσεων μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως για παράδειγμα τα *ijarah* (μισθωμένα) περιουσιακά στοιχεία.

Με την τιτλοποίηση των περιουσιακών στοιχείων η προσέγγιση περισσότερων επενδυτών είναι πιο εφικτή, όπως επίσης και η κατανομή του πιστωτικού κινδύνου οπότε μειώνεται και το κόστος της χρηματοδότησης. Επιπλέον, η ρευστότητα είναι αυξημένη, αφού τα τιτλοποιημένα στοιχεία είναι δυνατόν να αποτελέσουν αντικείμενο συναλλαγών σε δευτερογενείς αγορές.

Τα τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία συνήθως βαθμολογούνται από οργανισμούς που ειδικεύονται σε ουδέτερες χρηματοοικονομικές εκτιμήσεις με βάση την πιστοληπτική ικανότητα του υπόχρεου. Η προσφορά τιτλοποιημένων στοιχείων θα πρέπει να διαθέτει έναν ικανοποιητικό βαθμό αξιολόγησης για να γίνει ευρέως αποδεκτή στην αγορά. Υπάρχουν πολλές τεχνικές που διατίθενται προκειμένου να αυξηθεί ο βαθμός αξιολόγησης, όπως είναι οι εγγυήσεις από τρίτους, ή η αύξηση του εχεγγίου ή η αποτελεσματικότερη διάρθρωση τους (βλέπε παρακάτω για περισσότερες λεπτομέρειες).

### **9.2 Ισλαμικές Λύσεις**

Τα πιο συχνά τιτλοποιημένα στοιχεία στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική είναι η ιδιοκτησία ή ένα σύνολο ακινήτων. Για τους σκοπούς της διαχείρισης του ισολογισμού, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν οχήματα ειδικού τύπου (OET) Τα OET διαχειρίζονται σύνολα περιουσιακών στοιχείων, για τα οποία χρεώνουν ένα τέλος, αλλά η κυριότητα των περιουσιακών στοιχείων παραμένει στους επενδυτές. Κατά συνέπεια τα τιτλοποιημένα

στοιχεία δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Ένα παράδειγμα τιτλοποίησης συμβατής με τη Σαρία , που χρησιμοποιήθηκε στο Μπαχρέιν, είναι το εμπορεύσιμο με βάση το *ijarah*, ομόλογο διάρκειας από 3 έως 10 έτη (Baldwin, 2002β, σ. 204). Η κυβέρνηση προβαίνει σε συμφωνία με ένα ΟΕΤ για πώληση-και-χρηματοδοτική μίσθωση, όπου το ΟΕΤ αγοράζει κυβερνητικά ακίνητα και κατόπιν τα παραχωρεί στο κράτος μέσω χρηματοδοτικής μίσθωσης. Η κυβέρνηση κάνει τακτικές πληρωμές μισθωμάτων αποτελούμενες από ένα ποσό ενοικίασης και ένα ποσό επαναγοράς. Το ΟΕΤ με τη σειρά του, εκδίδει τα μερίδια ιδιοκτησίας των μισθωμένων ακινήτων με τη μορφή ομολόγων. Οι ομολογιούχοι είναι οι δικαιούχοι του εισοδήματος από τα ενοίκια. (Το εισόδημα από τα ενοίκια είναι συμβατό με τη Σαρία αφού είναι άτοκο αν και για να είναι ανταγωνιστικό το ποσοστό απόδοσης της επένδυσης, θα πρέπει να αντικατοπτρίζει κάποιο επιτόκιο αναφοράς, όπως για παράδειγμα το επιτόκιο Libor). Κατά τη λήξη, η κυβέρνηση επαναγοράζει το ομόλογο από τον επενδυτή στην ονομαστική του αξία .

Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή, είναι διαθέσιμες πολλές μέθοδοι πιστωτικής ενίσχυσης στη συμβατική χρηματοοικονομική. Ωστόσο, οι εγγυήσεις δεν μπορούν να πωληθούν ή να αγοραστούν στο πλαίσιο της Σαρία, λόγω του *ghara*. Αντ' αυτού μπορούν να χρησιμοποιηθούν *takaful* (ασφάλειες), οι οποίες στην περίπτωση μονών τιτλοποιήσεων δεν έχουν νόημα, δεδομένου ότι δεν υπάρχει διασπορά του κινδύνου για τον παροχέα της ασφάλειας.

Πιο ενδιαφέρουσα είναι η έννοια της διάρθρωσης, όπου τα περιουσιακά στοιχεία χωρίζονται σε διαφορετικά τμήματα πριν τιτλοποιηθούν και έκαστο φέρει ένα διαφορετικό επίπεδο πιστωτικού κινδύνου. Για παράδειγμα, η επένδυση μπορεί να χωριστεί μεταξύ εισοδηματικών και κεφαλαιακών ομολόγων. Ο εισοδηματικός κίνδυνος αναφέρεται στη μη καταβολή των δόσεων από τους μισθωτές ή το ενδεχόμενο να μείνει το ακίνητο ανοικίαστο για πολύ καιρό. Ο κεφαλαιακός κίνδυνος είναι πιο σημαντικός και σχετίζεται με τον κίνδυνο μείωσης της αγοραίας αξίας του ακινήτου κατά τη λήξη. Πιο συντηρητικοί επενδυτές μπορούν να επιλέξουν να επενδύσουν αποκλειστικά σε αξιόγραφα εισοδήματος . Η μεταβλητότητα των αποδόσεων θα μπορούσε να μειωθεί ακό μη περισσότερο για αυτήν την κατηγορία αξιόγραφων, με τη χρήση των αποθεματικών (που έχουν δημιουργηθεί από δωρεές των ΟΕΤ κατά τη διάρκεια ετών με ανώτερες των αναμενόμενων αποδόσεις) ως προστασία σε περιόδους χαμηλής απόδοσης των επενδύσεων. Επενδυτές με πιο επιθετική συμπεριφορά θα μπορούσαν να επιλέξουν ένα πακέτο π ερισσότερο εκτεθειμένο στον εισοδηματικό και κεφαλαιακό κίνδυνο. Σε περίπτωση ελλείψεων, το ΟΕΤ (το οποίο λαμβάνει ένα ποσοστό του ενοικίου για τις υπηρεσίες που παρέχει), μπορεί να αποφασίσει να παραιτηθεί οικειοθελώς



από ένα μέρος των εσόδων του, προκειμένου να καλύψει μέρος του ελλείμματος των επενδυτών (παρέχοντας έτσι μια μορφή πιστωτικής ενίσχυσης).

Οι τιτλοποιήσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα για την απελευθέρωση των κεφαλαίων, που διαφορετικά θα ήταν δεσμευμένα στο εμπόριο και στη χρηματοδότηση έργων, και κατά συνέπεια για την αύξηση της ρευστότητας. Ωστόσο, απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματική τιτλοποίηση είναι η ύπαρξη κατάλληλων λογιστικών προτύπων και προτύπων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και οι εύκολα προσβάσιμες πληροφορίες σχετικά με τα τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία. Οι προϋποθέσεις αυτές, όπως περαιτέρω αναλύονται στο κεφάλαιο Γ, δεν μπορούν, επί του παρόντος, να ικανοποιηθούν στις περισσότερες από τις Ισλαμικές χώρες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 10. Επίλογος

Είδαμε τις βασικές αρχές της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής και κάναμε μια επισκόπηση των επιτρεπτών χρηματοοικονομικών εργαλείων και επενδυτικών οχημάτων. Αναλύθηκαν οι περιορισμοί των σημερινών Ισλαμικών εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας και κίνδυνου και εξετάστηκαν πιθανές λύσεις.

Είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι οι αρχές αυτές δε διαφέρουν από τις Δυτικές αρχές τόσο όσο κάποιοι νομίζουν.

Όπως ο Urton (2002, σελ. xiv) το θέτει:

Πολλές από τις διαφορές σε σχέση με τη δυτική χρηματοοικονομική μπορούν να θεωρηθούν ως θέμα βαθμού διαφοροποίησης και όχι είδους. ...το Riba δεν είναι επί του παρόντος, αυστηρά απαγορευμένο στη Δυτική χρηματοοικονομική, αλλά ήταν στο παρελθόν και είναι σήμερα απαγορευμένο και συχνά περιορισμένο ως τοκογλυφία. Το Gharar αντανακλάται, ασφαλώς, στις δυτικές έννοιες της δικαιοσύνης και της απαίτησης για νομικώς έγκυρα συμβόλαια καθώς και στους νόμους προστασίας των καταναλωτών. Και οι δύο κλάδοι, ο Ισλαμικός και ο Δυτικός αντιμετωπίζουν κοινά προβλήματα που δεν είναι μόνο Ισλαμικά ή μόνο Δυτικά, προσφέροντας λύσεις που είναι διαφορετικές, αλλά κατανοητές και στις δύο ομάδες.

## Γ. Κανονιστικό - Νομικό - Λογιστικό Πλαίσιο

### 1. Κανονιστικό Πλαίσιο

#### 1.1 Εισαγωγή

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υπόκεινται σε εθνικές και διεθνείς κανονιστικές απαιτήσεις. Η συνεχιζόμενη παγκοσμιοποίηση, καθώς και οι υψηλού επιπέδου πρόσφατες εταιρικές απάτες και πτωχεύσεις, οδήγησαν κατά τα τελευταία χρόνια στην αναζήτηση αυξημένων κανονιστικών απαιτήσεων και σε πιο ισχυρή έμφαση στην ανάγκη κατάλληλης διακυβέρνησης στον χρηματοπιστωτικό κόσμο.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται σε ένα μείγμα νομοθεσίας, ρυθμίσεων, εποπτείας και κατάλληλων πρακτικών στον ιδιωτικού τομέα των οποίων ο συνδυασμός επιτρέπει στις εταιρείες να προσελκύουν χρηματικό και ανθρώπινο κεφάλαιο, να λειτουργούν αποτελεσματικά, και έτσι να είναι σε θέση να δημιουργούν μακροπρόθεσμες οικονομικές αξίες για τους μετόχους τους και να διαφυλάξουν τα συμφέροντα των άλλων ενδιαφερόμενων και της κοινωνίας ως συνόλου. (Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης, Ετήσια Έκθεση, 2003). Στόχος της είναι να επιτευχθεί η αποτελεσματική διαχείριση των εταιρειών, με το να καθιστά υπεύθυνες και υπόλογες, τελικά, τις εταιρείες και τα ανώτατα στελέχη τους. Η κύρια έμφαση είναι στην προστασία των μετόχων των εταιρειών, αν και τελευταία το πεδίο έχει διευρυνθεί για να καλύψει και όλους τους ενδιαφερόμενους εν γένει.

Οι συμβατικές τράπεζες υπόκεινται σε εσωτερικούς και εξωτερικούς λογιστικούς ελέγχους, πρέπει να τηρούν αυστηρά λογιστικά πρότυπα και πρότυπα αναφορών ενώ είναι υπό την εποπτεία των τραπεζικών αρχών της κάθε χώρας. Διάφορα αυτόνομα όργανα ενθαρρύνουν τις προσπάθειές αυτές εκδίδοντας κοινώς αποδεκτά πρότυπα και βέλτιστες πρακτικές που πρέπει να ακολουθούνται μέσα στον κλάδο. Ωστόσο, όπως θα δούμε, οι προσεγγίσεις που ακολουθούνται για τις συμβατικές τράπεζες δεν ταιριάζουν, απαραιτήτως, στις ανάγκες των Ισλαμικών τραπεζών. Οι ιδιαιτερότητες της Ισλαμικής χρηματοοικονομικής δεν καλύπτονται πλήρως από τα υφιστάμενα δυτικά πρότυπα. Σε αυτό το πλαίσιο θα αναλύσουμε επίσης τη δυνατότητα εφαρμογής των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, όπως ορίζεται από την Επιτροπή της Βασιλείας, στο Ισλαμικό τραπεζικό μοντέλο.

Οι Ισλαμικές τράπεζες υπόκεινται και σε ένα πρόσθετο στρώμα εποπτείας, αυτό του εποπτικού συμβουλίου της Σαρία, του οποίου η κύρια αποστολή είναι να εξασφαλίσει ότι η τράπεζα λειτουργεί εντός του πλαισίου της Σαρία.

Ένα ισχυρό σύνολο κανονιστικών και εποπτικών οργάνων μπορεί και παρέχει σταθερότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, προς όφελος των μετόχων, των κατόχων τραπεζικών λογαριασμών και ιδίως στην περίπτωση της Ισλαμικής τραπεζικής, των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών. Μπορεί να συμβάλλει, μεταξύ άλλων, στην πρόληψη της κακοδιαχείρισης και της απάτης, καθώς και στον εξορθολογισμό των υπερβολικών εκθέσεων σε πιστωτικούς κινδύνους. Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να ληφθεί η απαραίτητη μέριμνα για την αποφυγή των υπερβολικών παρεμβατικών πρακτικών και των συναφών αναποτελεσματικότητων και αυξήσεων του κόστους.

## **1.2 Κύρια ρυθμιστικά όργανα**

Στο πλαίσιο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, τα κύρια εσωτερικά και εξωτερικά εποπτικά όργανα για την προώθηση της τήρησης των απαιτήσεων της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των βέλτιστων πρακτικών είναι το Εποπτικό Συμβούλιο της Σαρία και το Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών αντίστοιχα.

### ***1.2.1 Εποπτικό Συμβούλιο της Σαρία***

Το κύριο εσωτερικό όργανο που εξασφαλίζει την τήρηση των προτύπων της εταιρικής διακυβέρνησης κάθε Ισλαμικού Χρηματοπιστωτικού Ιδρύματος (IXI) είναι το Εποπτικό Συμβούλιο της Σαρία (ΕΣΣ).

Ο Οργανισμός Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΟΛΕΙΧΙ) (βλέπε § 3.2 ΟΛΕΙΧΙ παρακάτω) έχει δημοσιεύσει έως τώρα τέσσερα πρότυπα διακυβέρνησης για τα ΙΧΙ. Το πρώτο με τίτλο: " Συμβούλιο της Σαρία: Τοποθετήσεις, Σύνοψη και Έκθεση", καθορίζει το ΕΣΣ ως εξής:

Το ΕΣΣ είναι ένα ανεξάρτητο όργανο, εξειδικευμένων νομικών στη *fiqh almua'malat* (Ισλαμική εμπορική νομολογία). Ωστόσο, το ΕΣΣ μπορεί να περιλαμβάνει κάποιο μέλος, εκτός από εκείνα που ειδικεύονται στα *fiqh almua'malat*, αλλά που θα πρέπει να είναι ειδικό στον τομέα των Ισλαμικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και με κάποια

γνώση για τα fiqh almu'a'malat. Το ΕΣΣ είναι επιφορτισμένο με τη διεύθυνση, την επισκόπηση και την εποπτεία των δραστηριοτήτων της Ισλαμικών χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι δραστηριότητες αυτές συνάδουν με τους Ισλαμικούς κανόνες και αρχές της Σαρία. Τα διατάγματα και οι αποφάσεις του ΕΣΣ είναι δεσμευτικές για τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.

Τα μέλη του ΕΣΣ διορίζονται από τους μετόχους κατά την ετήσια γενική συνέλευση, με βάση τις συστάσεις του διοικητικού συμβουλίου. Αποτελείται από τουλάχιστον 3 μέλη που είναι υπεύθυνα για τη δημόσια έκθεση (κατά την ετήσια αναφορά του ΙΧΙ) που να αποφαινεται σε ποιο βαθμό παρέμεινε το ΙΧΙ πιστό στους κανόνες της Σαρία. Πιο συγκεκριμένα το ΕΣΣ, σύμφωνα με το πρότυπο του ΟΛΕΙΧΙ, θα πρέπει αποφανθεί για το αν οι συμβάσεις και συναλλαγές που έχει αναλάβει το ΙΧΙ, καθώς και η κατανομή των κερδών και των ζημιών που συνδέονται με επενδυτικούς λογαριασμούς, είναι σύμφωνες με τις αρχές της Σαρία. Η έκθεση θα πρέπει επίσης να περιλαμβάνει, ενδεχομένως, παρατηρήσεις σχετικά με το εάν η διάθεση των εσόδων από απαγορευμένες πηγές, όπως επίσης και ο υπολογισμός του Zakah, έχουν εκτελεστεί σωστά.

Οι αποκλίσεις στις γνωμοδοτήσεις των ΕΣΣ διαφορετικών ΙΧΙ, ακόμη και για το ίδιο θέμα, είναι αναπόφευκτες. Το γεγονός αυτό είναι συνυφασμένο με την επιστήμη της ερμηνείας του νόμου, αλλά ακόμη και από το γεγονός ότι υπάρχουν διάφορες Ισλαμικές σχολές δικαίου (βλ. § 2.1). Συνεπώς, δύο διαφορετικά ΕΣΣ, παρόλο που μπορεί να παίρνουν την καλύτερη δυνατή απόφαση και να ενεργούν τελείως ανεξάρτητα από την επιχείρηση, θα μπορούσαν να εκφράζουν διαφορετικές απόψεις σχετικά με ένα συγκεκριμένο ζήτημα. Το ΟΛΕΙΧΙ στην προσπάθειά του να μειώσει αυτό το ενδεχόμενο όσο το δυνατόν περισσότερο και να τυποποιήσει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων ανάμεσα στα ΙΧΙ έχει εκδώσει 21 Πρότυπα της Σαρία που καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα θεμάτων.

### ***1.2.2 Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών***

#### **Εισαγωγή**

Το Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (ΙΣΧΥ) είναι ένα νέο διεθνές όργανο, που εγκαινιάστηκε το Νοέμβριο του 2002 και εδρεύει στην Μαλαισία. Είναι το αποτέλεσμα της συνεργασίας πολλών Ισλαμικών κεντρικών τραπεζών και νομισματικών αρχών των διαφόρων χωρών, με την υποστήριξη της Ισλαμικής Τράπεζας Ανάπτυξης, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και του ΟΛΕΙΧΙ.

Το ΙΣΧΥ είναι, ουσιαστικά, ένα διεθνές σώμα που καθορίζει τα πρότυπα για τους κανονιστικούς και εποπτικούς φορείς ενώ το πεδίο εφαρμογής του περιλαμβάνει, σε γενικές γραμμές, τράπεζες, ασφάλειες και κεφαλαιαγορές.

## Στόχοι

Οι στόχοι του ΙΣΧΥ, όπως έχουν διατυπωθεί από το ίδιο, είναι οι εξής:

- Να προωθήσει την ανάπτυξη συνετών και διαφανών Ισλαμικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με την εισαγωγή νέων ή την προσαρμογή των υφιστάμενων, διεθνών προτύπων σύμφωνα με τις αρχές της Σαρία, και τη σύστασή αυτών για υιοθέτηση.
- Να παράσχει οδηγίες για την αποτελεσματική εποπτεία και ρύθμιση των ιδρυμάτων που προσφέρουν Ισλαμικά χρηματοοικονομικά προϊόντα και να αναπτύξει για λογαριασμό του Ισλαμικού κλάδου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών τα κριτήρια για τον εντοπισμό, τη μέτρηση, τη διαχείριση και τη γνωστοποίηση των κινδύνων, λαμβάνοντας υπόψη τα διεθνή πρότυπα αποτίμησης, υπολογισμού εσόδων - εξόδων και δημοσίευσης.
- Να έχει επαφές και να συνεργάζεται με αντίστοιχες οργανώσεις καθορισμού προτύπων σταθερότητας και αξιοπιστίας των διεθνών νομισματικών και χρηματοοικονομικών συστημάτων καθώς με τους αντίστοιχους οργανισμούς των χωρών μελών.
- Να ενισχύσει και να συντονίσει τις πρωτοβουλίες για την ανάπτυξη εργαλείων και διαδικασιών για την αποτελεσματική λειτουργία και για τη διαχείριση κινδύνου.
- Να ενθαρρύνει τη συνεργασία μεταξύ των κρατών μελών όσον αφορά την ανάπτυξη του Ισλαμικού κλάδου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.
- Να διευκολύνει την εκπαίδευση και ανάπτυξη του προσωπικού σε δεξιότητες σε τομείς σχετικούς με την αποτελεσματική ρύθμιση του Ισλαμικού κλάδου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και των αντίστοιχων αγορών.
- Η διεξαγωγή έρευνας, και δημοσίευσης μελετών και διατριβών σχετικά με τον Ισλαμικό κλάδο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

- Για τη δημιουργία μιας βάσης δεδομένων Ισλαμικών τραπεζών, χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ειδημόνων στα θέματα του κλάδου.

Οι προσπάθειες του ΙΣΧΥ μπορούν να θεωρηθούν συμπληρωματικές των αρμοδιοτήτων του ΟΛΕΙΧΙ και της Επιτροπής της Βασιλείας σχετικά με την εποπτεία του τραπεζικού κλάδου.

## **Δομή**

Το ΙΣΧΥ αποτελείται από τα εξής όργανα:

### **a) Γενική Συνέλευση**

Το όργανο εκπροσώπησης όλων των μελών του ΙΣΧΥ δηλαδή, των Τακτικών Μελών, των Συνεταίρων και των Παρατηρητών.

### **b) Συμβούλιο**

Αποτελείται από έναν εκπρόσωπο από κάθε χώρα-τακτικό μέλος και είναι υπεύθυνο για την εφαρμογή πολιτικών και για τις εκτελεστικές αποφάσεις.

### **c) Τεχνική Επιτροπή**

Η επιτροπή συμβουλεύει το Συμβούλιο σχετικά με τεχνικά θέματα και έχει θητεία 3 ετών.

### **d) Ομάδα Εργασίας**

Είναι υπεύθυνη για τη σύνταξη προδιαγραφών και κατευθυντήριων γραμμών.

### **e) Γραμματεία**

Η Γραμματεία είναι το μόνιμο διοικητικό όργανο του ΙΣΧΥ. Διοικείται από το Γενικό Γραμματέα ο οποίος διορίζεται από το Συμβούλιο.

## **Δραστηριότητα**

Τον Ιούλιο του 2003, το ΙΣΧΥ άρχισε την ανάπτυξη δύο εποπτικών προτύπων για λογαριασμό του Ισλαμικού κλάδου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε σχέση με τη

**Διαχείριση του Κινδύνου και την Κεφαλαιακή Επάρκεια**, θέτοντας σε κυκλοφορία την τελική έκδοση των δύο αυτών προτύπων, το Δεκέμβριο του 2005.

Κατά τη διάρκεια του 2004 και του 2005, το ΙΣΧΥ διεξήγαγε 4 μεγάλης κλίμακας ερευνητικές εργασίες για την Εταιρική Διακυβέρνηση, τη Διαδικασία Εποπτικής Αξιολόγησης, τη Διαφάνεια και Πειθαρχία της Αγοράς και τις συμβατές με τη Σαρία Τραπεζικές Στατιστικές. Τα αποτελέσματα των ερευνών οδήγησαν στην κατάρτιση περισσότερων προτύπων. Το 2004, το ΙΣΧΥ άρχισε να εργάζεται σε ένα πρότυπο για την **Εταιρική Διακυβέρνηση**, που τελικά οδήγησε στη δημιουργία ενός προσχεδίου. Τον Απρίλιο του 2005, ξεκίνησε η προετοιμασία δύο ακόμα προτύπων πάνω στη **Διαδικασία Εποπτικής Αξιολόγησης** και τη **Διαφάνεια και Πειθαρχία της Αγοράς**.

Το ΙΣΧΥ συμμετέχει, επίσης, σε διεθνείς διασκέψεις, μελέτες εργασίας και σεμινάρια κατάρτισης με στόχο την αύξηση της ευαισθητοποίησης και της γνώσης σχετικά με τα ρυθμιστικά και εποπτικά θέματα.

### **1.3 Μείζονα Θέματα**

#### ***1.3.1 Κεφαλαιακή Επάρκεια***

Πριν από την εξέταση των Ισλαμικών λύσεων πάνω στα πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας θα ήταν χρήσιμη μια σύντομη επισκόπηση των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων όπως ορίζονται από την Επιτροπή της Βασιλείας για τις συμβατικές τράπεζες.

#### **Επιτροπή της Βασιλείας**

Η Επιτροπή αυτή συστήθηκε το 1975 από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των χωρών του G10. Η Επιτροπή έχει την έδρα της στην Ελβετία και λειτουργεί στα πλαίσια της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ). Ο κύριος στόχος της είναι να ενισχύσει τις εποπτικές και ρυθμιστικές πρακτικές αναφορικά με τις τράπεζες παγκοσμίως.

Η επιτροπή είναι γνωστή για τη Συμφωνία Κεφαλαίου της Βασιλείας του 1988, η οποία αναθεωρήθηκε το 2005 στη «Βασιλεία II», αλλά έχει επίσης δημοσιεύσει και άλλες σημαντικές εργασίες όπως τις «Βασικές Αρχές για Αποτελεσματική Τραπεζική Εποπτεία», «Οδηγίες για τον έλεγχο της Διαχείριση Κινδύνου διακανονισμού σε αγοραπωλησίες σε συνάλλαγμα» και την «Δέουσα πελατειακή επιμέλεια για Τράπεζες».



### Συμφωνία Κεφαλαίου της Βασιλείας

Η Συμφωνία της Βασιλείας ορίζει τρία είδη Κεφαλαίου (Δείκτης-1, Δείκτης-2 και Δείκτης-3) και καθορίζει τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις που πρέπει να τηρούνται από τις διεθνείς τράπεζες που λειτουργούν εντός των χωρών του G10.

<b>Δείκτης-1 (κορμός):</b>	<b>Δείκτης-2 (συμπληρωματικός):</b>	<b>Δείκτης-3:</b>
Μόνιμα μερίδια κεφαλαίου +  Κοινοποιημένα αποθεματικά από τραπεζικά κέρδη μετά φόρων  Υπεραξία και επενδύσεις σε θυγατρικές	Μη κοινοποιημένα αποθεματικά +  Αποθεματικά αναπροσαρμογών +  Αποθεματικά κάλυψης απώλειας απαιτήσεων γενικών δανείων+  Υβριδικές υποχρεώσεις/ μέσα μετοχικού κεφαλαίου +  Υποχρεώσεις μειωμένης εξασφάλισης διάρκειας 5 ετών	Υποχρεώσεις μειωμένης εξασφάλισης με διάρκεια μικρότερη από 5 έτη

Οι προδιαγραφές αυτές έχουν ήδη υιοθετηθεί από πολλές χώρες εκτός του G10.

Η ουσία αυτής της συμφωνίας έγκειται στη στάθμιση του κινδύνου των συνιστωσών του κεφαλαίου που αντικατοπτρίζει την ποιότητα των χρηματοοικονομικών στοιχείων και κατά συνέπεια, στο ποσό του κεφαλαίου που πρέπει να συσσωρευτεί από τις τράπεζες, προκειμένου να μειωθούν οι κίνδυνοι πτώχευσης.

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία, σύμφωνα με τη συμφωνία, κατατάσσονται σε 5 κατηγορίες, λαμβάνοντας υπόψη την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων του αντισυμβαλλόμενου. Για παράδειγμα τα μετρητά δε θεωρούνται επισφαλής και, επομένως, η τράπεζα δε χρειάζεται να διακρατήσει κεφάλαια που να προορίζονται για την κάλυψη απαιτήσεων σε μετρητά. Απεναντίας, τα μακροπρόθεσμα δάνεια σε χώρες υψηλού κινδύνου θεωρούνται πολύ πιο επισφαλής και κατά συνέπεια μια κεφαλαιακή κάλυψη κατά 100% είναι αναγκαία. Αυτή η «Τυποποιημένη Μέθοδος», όπως είναι γνωστή, αν και επαναστατική για εκείνη την εποχή, σχεδιάστηκε κυρίως για τις χώρες του G10, οπότε καθώς ο αριθμός των χωρών που χρησιμοποιούν το πλαίσιο αυτό διευρύνθηκε και οι συνθήκες της αγοράς άλλαξαν, μια βελτιωμένη προσέγγιση ήταν αναγκαία.

Η συμφωνία κεφαλαίου της Βασιλείας II (Βασιλεία II) παρέχει μεγαλύτερη ευελιξία αναφορικά με τη μέθοδο στάθμισης κινδύνου που προτείνεται, συμπεριλαμβάνοντας έννοιες όπως αυτή των εξωτερικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων καθώς και εσωτερικών εκτιμήσεων με βάση ατομικά χαρτοφυλάκια πελατών. Επίσης, εισάγει μία δαπάνη για το λειτουργικό κίνδυνο που μπορεί να βασίζεται σε τρεις διαφορετικές υπολογιστικές προσεγγίσεις.

### **Ισλαμικές Λύσεις**

Λόγω της φύσης της Ισλαμικής Τραπεζικής η εφαρμογή της Συμφωνίας της Βασιλείας ως έχει δε θα ήταν η πλέον ενδεδειγμένη λύση για τις Ισλαμικές Τράπεζες. Θα ήταν μάλλον προτιμότερο να αξιοποιήσουν τα διεθνή πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας, προσαρμοζόμενες όπου κρίνεται αναγκαίο σύμφωνα με τις ιδιαιτερότητες του Ισλαμικού χρηματοοικονομικού συστήματος. Αυτή ήταν η κατεύθυνση που ακολουθήθηκε από το ΟΛΕΙΧΙ κατά τη δημοσίευση της «Έκθεσης σχετικά με το σκοπό και τον υπολογισμό του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας (ΔΚΕ) για τις Ισλαμικές Τράπεζες», το 1999 και από το ΙΣΧΥ όταν δημοσίευσε το δικό του πρότυπο κεφαλαιακής επάρκειας.

#### α) Έκθεση σχετικά με το σκοπό και τον υπολογισμό του ΔΚΕ για τις Ισλαμικές Τράπεζες (ΟΛΕΙΧΙ)

Ο κύριος σκοπός της έκθεσης αυτής είναι να καθοριστεί μια τυποποιημένη μέθοδος υπολογισμού του ΔΚΕ για τις Ισλαμικές Τράπεζες. Λαμβάνει υπόψη τη μεθοδολογία της ΤΔΔ, καθώς και την ιδιαιτερότητα των κερδών των Επενδυτικών Λογαριασμών κατεμερισμού κερδών.

Η Έκθεση αναλύει την έκταση στην οποία οι κίνδυνοι που σχετίζονται με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία σε επενδυτικούς λογαριασμούς κατεμερισμού κερδών (ΕΛΚΚ) (mudaraba<sup>28</sup>) επηρεάζουν το κεφάλαιο της τράπεζας.

Το συμπέρασμα είναι ότι, παρόλο που ο συνήθης εμπορικός κίνδυνος παράγεται, εξ ορισμού, από τους κατόχους των λογαριασμών, υπάρχουν και άλλα είδη κινδύνου, όπως ο «διαχειριστικός κίνδυνος» και ο «μετατοπίσιμος εμπορικός κίνδυνος». Ο διαχειριστικός κίνδυνος σχετίζεται με την πιθανότητα η διοίκηση της τράπεζας να είναι ένοχη για παράβαση καθήκοντος ή αμέλεια κατά τη διαχείριση των χρηματικών κεφαλαίων και

---

<sup>28</sup>Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τα συμβόλαια mudaraba και τις διαφορές μεταξύ δεσμευμένων και μη δεσμευμένων επενδύσεων, βλέπε Κεφάλαιο Β § 3.2: Επενδυτικοί λογαριασμοί μερισμάτων κερδών (Mudaraba)

συνεπώς υπεύθυνη σε περίπτωση ενδεχόμενων ζημιών. Ο μετατοπίσιμος εμπορικός κίνδυνος σχετίζεται με το γεγονός ότι οι Ισλαμικές τράπεζες ενδέχεται να βρεθούν υπό πίεση όσον αφορά στην εξομάλυνση του ποσοστού απόδοσης των ΕΛΚΚ προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές και να μη χάσουν πελάτες. Αυτό θα σήμαινε ότι η πραγματική απόδοση των ΕΛΚΚ θα «επιδοτούνταν» από τα εταιρικά κέρδη. Και οι δύο κίνδυνοι αφορούν και δεσμευμένους και μη δεσμευμένους ΕΛΚΚ και έτσι δεν γίνεται καμία διάκριση μεταξύ τους.

Κατά συνέπεια, οι ΕΛΚΚ περιλαμβάνονται στον ακόλουθο υπολογισμό του ΔΚΕ. Το ΟΛΕΙΧΙ προτείνει, σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση, την κατανομή των κινδύνων που σχετίζονται με την κεφαλαιακή επάρκεια μεταξύ των κατόχων ΕΛΚΚ και των μετόχων με την ένταξη στον παρονομαστή του τύπου υπολογισμού του ΔΚΕ μόνο του 50% (εμπειρικά) των ΕΛΚΚ.

Αν και οι ΕΛΚΚ εκθέτουν στους προαναφερόμενους κινδύνους τα ίδια κεφάλαια της Τράπεζας, το ΟΛΕΙΧΙ κατέληξε στο ότι οι ΕΛΚΚ δεν αποτελούν μέρος του κεφαλαίου της Τράπεζας, με εξαίρεση την εξισορρόπηση των κερδών και τα αποθεματικά επενδυτικών κινδύνων<sup>29</sup> τα οποία περιλαμβάνονται στο κεφάλαιο.

Ο τύπος για τον υπολογισμό του ΔΚΕ είναι ο ακόλουθος:

$$\Delta\text{ΚΕ} = \frac{\text{IK}}{\Sigma_{\text{IK} + \text{Y}}(\text{IK} + \text{Y}) + \Sigma_{\text{ΕΛΚΚ}}(0.5 \times \text{ΕΛΚΚ})}$$

όπου,

ΔΚΕ=	Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας
IK=	Τα Ίδια Κεφάλαια της Τράπεζας (Δείκτης 1 και 2)
Y=	Οι υποχρεώσεις της τράπεζας (τρέχοντες λογαριασμοί, κ.λπ.)
ΕΛΚΚ=	Επενδυτικοί Λογαριασμοί Καταμερισμού Κερδών (με εξαίρεση τα αποθεματικά ασφαλείας που περιλαμβάνονται στο Δείκτη 2)
Σ=	Μέσος σταθμισμένος κίνδυνος του ενεργητικού
Σ <sub>IK+Y</sub> =	Μέσος σταθμισμένος κίνδυνος του ενεργητικού που χρηματοδοτείται από τα IK + Y
Σ <sub>ΕΛΚΚ</sub> =	Μέσος σταθμισμένος κίνδυνος του ενεργητικού που χρηματοδοτείται από τους ΕΛΚΚ (= μέσος σταθμισμένος κίνδυνος στοιχείων του ενεργητικού που χρηματοδοτούνται από δεσμευμένους και μη δεσμευμένους ΕΛΚΚ)

Πηγή: ΟΛΕΙΧΙ

<sup>29</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες για τη φύση αυτών των αποθεματικών, όπως έχουν οριστεί από το ΟΛΕΙΧΙ, βλέπε πιο κάτω στην § 3.3.4 Προβλέψεις και αποθεματικά

Χρησιμοποιούνται οι ίδιοι συντελεστές στάθμισης όπως αυτοί της Συμφωνίας της Βασιλείας.

Ο κεφαλαιακός Δεικτης-1 περιλαμβάνει το μόνιμο μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά (εκτός από τα αποθεματικά αναπροσαρμογής και τα προληπτικά αποθεματικά) της τράπεζας. Ο κεφαλαιακός Δεικτης-2 περιλαμβάνει τα αποθεματικά αναπροσαρμογής και τα προληπτικά αποθεματικά (αποθεματικά κέρδη εξισορρόπησης και αποθεματικά επενδυτικών κινδύνων), εκτός από τις γενικές προβλέψεις.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ο τύπος του ΔΚΕ λαμβάνει υπόψη μόνο ένα μέρος (50%) των συνολικών ΕΛΚΚ.

β) Πρότυπα Κεφαλαιακής Επάρκειας για Οργανισμούς (εκτός των Ασφαλιστικών Οργανισμών) Που Προσφέρουν Μόνο Ισλαμικές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (ΙΣΧΥ)

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά του Προτύπου έχουν ως εξής (Abdel Karim 2006):

- Το πρότυπο είναι συμπληρωματικό ως προς τον Π υλωνα I της Β ασιλείας II, λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ΙΧΙ.
- Κατά τη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού που χρηματοδοτούνται από τους κατόχους ΕΛΚΚ, ακολουθείται προσέγγιση προστασίας του επενδυτή. Κατά συνέπεια αυτά τα στοιχεία δεν απορροφούν, γενικά, κεφαλαιακές δαπάνες δεδομένου ότι οι κάτοχοι ΕΛΚΚ φέρουν το δικό τους εμπορικό κίνδυνο. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ωστόσο, οι εποπτικές αρχές μπορεί να απαιτούν να παρακρατηθεί ένα ποσοστό ρυθμιστικών ιδίων κεφαλαίων για τους πιστωτικούς και αγοραίους κινδύνους των στοιχείων του ενεργητικού που χρηματοδοτούνται από τους ΕΛΚΚ. Ο συντελεστής της τάξεως του 50% των συνολικών ΕΛΚΚ που χρησιμοποιείται από το ΟΛΕΙΧΙ για τον υπολογισμό του ΔΚΕ αντικαθίσταται από μια πιο ευέλικτη προσέγγιση που επιτρέπει στις εποπτικές αρχές να καθορίσουν το ποσοστό αυτό, σύμφωνα με τις συγκεκριμένες πολιτικές και τραπεζικές πρακτικές που ενσωματώνονται σε κάθε χώρα.
- Παρέχει για συγκεκριμένα θέματα που αφορούν τα συμβατά με τη Σαρία προϊόντα, τα οποία δεν έχουν ακόμη εξ εταστεί στο πλαίσιο της Βασιλείας, όπως για παράδειγμα, η μετατροπή του κινδύνου ανάλογα με το στάδιο εξέλιξης του συμβολαίου, την αναγνώριση των ενυπόθηκων στοιχείων ως ε μπράγματα εγγυήσεων και την αναγνώριση του επενδυτικού κινδύνου.

Το Πρότυπο τέθηκε σε ισχύ το 2007.

### **1.3.2 Επενδυτικοί Λογαριασμοί Καταμερισμού Κερδών**

Όπως προαναφέρθηκε, ο κύριος στόχος της θέσπισης προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης είναι η προστασία των μετόχων της τράπεζας ενώ, λιγότερη, πρόνοια έχει ληφθεί και για τους κατόχους των ΕΛΚΚ. Σε αντίθεση με τους μετόχους, οι κάτοχοι ΕΛΚΚ δεν μπορούν να διορίσουν τη διοίκηση ή να καθορίσουν τον εξωτερικό έλεγχο.

Για παράδειγμα, εάν το ΕΣΣ συνάγει ότι μια συναλλαγή που πραγματοποιήθηκε με την ιδιότητα του διαχειριστή επενδύσεων της τράπεζας (mudarib) δεν είναι συμβατή με τη Σαρία, οποιαδήποτε κέρδη που προκύπτουν από την πράξη αυτή θα πρέπει συνήθως να δοθούν για φιλανθρωπικούς σκοπούς. Σε αυτή την περίπτωση, ο επενδυτής «πληρώνει» για το λάθος του mudarib<sup>30</sup>. Επιπλέον, η κατανομή των κερδών μεταξύ των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών και των μετόχων της τράπεζας, μπορεί να αποδειχθεί προβληματική, αλλά εφόσον τα ΠΧΛ Νο 5<sup>31</sup> του ΟΛΕΙΧΙ, τα οποία ρυθμίζουν τη δημοσιοποίηση της κατανομής των κερδών μεταξύ των μετόχων και των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών ακολουθούνται πιστά ο εν λόγω κίνδυνος θα πρέπει να είναι μειωμένος.

Το προσχέδιο Εταιρικής Διακυβέρνησης που εκπόνησε το ΙΣΧΥ στοχεύει στην περαιτέρω ενίσχυση των δικαιωμάτων των κατόχων ΕΛΚΚ. Ειδικότερα, προτείνει τη δημιουργία μιας επιτροπής διακυβέρνησης για τα ΙΧΙ η οποία θα:

- «εποπτεύει και παρακολουθεί την εφαρμογή των πολιτικών της διακυβέρνησης μέσω της στενής συνεργασίας με τη διοίκηση, την Ελεγκτική Επιτροπή και το Εποπτικό Συμβούλιο της Σαρία.
- παρέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο εκθέσεις και συστάσεις με βάση τα πορίσματά της στο πλαίσιο της άσκησης των καθηκόντων της, και

<sup>30</sup> Εάν, ωστόσο, η απώλεια είναι σημαντική, θα μπορούσε να θεωρηθεί ως αποτέλεσμα παράβασης καθήκοντος ή αμέλειας και, συνεπώς, να ανατεθεί αποκλειστικά στο mudarib, όπως είδαμε στο Κεφάλαιο Β, § 3.2.

<sup>31</sup> Βλέπε επίσης παρακάτω § 3.3.5 Κατανομή Κερδών

- θα εξασφαλίσει τις επαρκείς και συναφείς γνωστοποιήσεις των επενδυτικών πολιτικών και πρακτικών στους κατόχους ΕΛΚΚ με έναν έγκαιρο και αποτελεσματικό τρόπο καθώς και την ορθή εφαρμογή των συμβάσεων ΕΛΚΚ». (Abdel Karim 2006)

### **1.3.3 Η Έλλειψη Διαφάνειας και Συνέπειας**

Το 2004 και το 2005 το ΙΣΧΥ ανέλαβε αρκετές σημαντικές έρευνες σχετικά με το καθεστώς των ρυθμιστικών και εποπτικών διαδικασιών για τα ΙΧΙ σε διάφορες χώρες. Ένα σημαντικό εύρημα ήταν η έλλειψη διαφάνειας από τα ΙΧΙ. Σε γενικές γραμμές, για παράδειγμα, τα ΙΧΙ διστάζουν να αποκαλύψουν πληροφορίες πέρα από τις ελάχιστες που απαιτούνται. Επιπλέον, οι ειδικές γνωστοποιήσεις που αφορούν λογαριασμούς επενδύσεων (π.χ. χρεώσεις εξόδων, κατανομή κερδών, κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού) είναι, εν γένει, μη ικανοποιητικές. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με το νόμο της Σαρία, αν και οι εποπτικές αρχές μπορούν να προβούν σε γραπτή προειδοποιητική επιστολή προς τα ΙΧΙ, τέτοια συμβάντα συνήθως δε γνωστοποιούνται στο κοινό. Έχουν επίσης παρατηρηθεί από διάφορες εποπτικές αρχές ανακολουθίες σε σχέση με την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών.

Οι παραπάνω ανησυχίες έχουν ληφθεί υπόψη από το ΙΣΧΥ κατά τη σύνταξη των πρόσφατων σχετικών Προτύπων.

### **1.3.4 Οργανισμοί Αξιολογήσεων**

Στο πλαίσιο των συμβατικών χρηματοοικονομικών, η ύπαρξη οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, όπως η Standard & Poor's, η Moody's κτλ, ενισχύει τη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ο ρόλος τους είναι να αξιολογήσουν χώρες, ιδρύματα και προϊόντα (μεταξύ άλλων), με βάση σαφώς καθορισμένες μεθοδολογίες λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες όπως η διαχείριση, η δομή και η ποιότητα της επιχείρησης και της διοίκησης, η εταιρική διακυβέρνηση, το προφίλ επιχειρηματικού κινδύνου, οι οικονομικές προβλέψεις κ.λπ. Έτσι, τα ιδρύματα ή τα προϊόντα, για παράδειγμα, γίνονται συγκρίσιμα επιτρέποντας στον επενδυτή ή οργανισμό να προβεί σε συνειδητή απόφαση για το τι πρέπει να επενδύσει ή με ποιόν να συνδιαλλαγεί, με βάση τη δική του προτίμηση κινδύνου. Οι εν λόγω βαθμολογήσεις μπορούν να έχουν ένα σημαντικό αντίκτυπο στο υποκείμενο της

αξιολόγησης και μπορεί να επηρεάσουν σημαντικά, για παράδειγμα, την τιμή της μετοχής ή το κόστος δανεισμού. Κατά συνέπεια, μπορεί να υποστηριχθεί ότι η διαδικασία αξιολόγησης, εκτός από την αύξηση της διαφάνειας, βοηθά στις περισσότερες περιπτώσεις στην ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης καθ' εαυτής, αφού είναι στο χέρι των ενδιαφερόμενων να επιτύχουν μία θετική ή βελτιωμένη βαθμολογία.

Παρ' ότι, οι μεγάλοι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν αρχίσει πρόσφατα να συμμετέχουν στον Ισλαμικό Χρηματοοικονομικό κόσμο και έχουν την τάση να επικεντρώνονται σε συγκεκριμένα θέματα που σχετίζονται με τον κλάδο αυτό (δηλαδή, στις πιστώσεις, στην επιχειρησιακή λειτουργία, στους κινδύνους της αγοράς, κλπ., που επιδέχονται εύκολης αξιολόγησης), η Ισλαμική προσέγγιση αξιολόγησης χρειάζεται περαιτέρω βελτίωση, προκειμένου να επιτευχθούν αποτελέσματα παρόμοια με αυτά που διαπιστώνονται στο συμβατικό χρηματοοικονομικό σύστημα. Σε γενικές γραμμές, η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις της Σαρία, δεν εμπίπτουν, επί του παρόντος, στο πεδίο εφαρμογής της αξιολόγησης.

#### **1.3.4.1 Διεθνής Ισλαμικός Οργανισμός Αξιολόγησης (ΔΙΟΑ)**

Προκειμένου να καλυφθεί το κενό που υπάρχει στον τομέα αυτό, ιδρύθηκε επίσημα στο τέλος του 2002 στο Μπαχρέιν ο ΔΙΟΑ με τις χορηγίες της Ισλαμικής Τράπεζας Ανάπτυξης και αρκετών τραπεζών και οργανισμών αξιολογήσεων από διαφορετικές χώρες.

Ο ΔΙΟΑ αποσκοπεί στην παροχή ανεξάρτητης γνώμης και εκτιμήσεων σχετικά με την φερεγγυότητα των αξιολογημένων επιχειρήσεων ή των χρηματοοικονομικών μέσων. Παρέχει επίσης μια ανεξάρτητη αξιολόγηση της συμμόρφωσης των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων ή των χρηματοοικονομικών μέσων, με τις αρχές της Σαρία.

Ο ΔΙΟΑ παρέχει αξιολογήσεις για επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά εργαλεία, τη συμβατότητα των δραστηριοτήτων με το νόμο της Σαρία, την πιστοληπτική ικανότητα κυρίαρχων κρατών και αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση.

Η αξιολόγηση σχετικά με τη Σαρία, συγκεκριμένα, αποσκοπεί στην παροχή πληροφοριών και ανεξάρτητης αξιολόγησης της συμμόρφωσης των ΙΧΙ και της συμβατότητας των χρηματοοικονομικών προϊόντων με το νόμο της Σαρία. Σημαντικά στοιχεία αυτής της αξιολόγησης θα καλύψουν τον εσωτερικό μηχανισμό ελέγχου συμμόρφωσης με τη Σαρία, καθώς επίσης την εγκυρότητα, την ισχύ και τις πηγές αναφοράς των μελών της επιτροπής Σαρία του εν λόγω οργανισμού, τις απόψεις τους και τις τυχόν διαφωνίες τους. Η βάση για

της αξιολόγησης θα είναι, μεταξύ άλλων, η διάρθρωση των στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων, οι διαδικασίες και οι εγγυήσεις για τους σύμμεικτους χρηματικούς πόρους, η δημοσιοποίηση των πληροφοριών προς τους πελάτες / επενδυτές σχετικά με τη μέθοδο της ανταλλαγής, το είδος των δραστηριοτήτων που έχουν αναληφθεί, η ύπαρξη κώδικα δεοντολογίας και εκπαίδευσεως στην Ισλαμική τραπεζική και τη χρηματοοικονομική. (Διεθνής Ισλαμικός Οργανισμός Αξιολόγησης 2006)

#### **1.4 Επίλογος**

Αν Ισλαμικές τράπεζες θέλουν να καθιερωθούν στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον και να συμμετέχουν στις διατραπεζικές αγορές, οφείλουν να τηρούν (και να φαίνεται ότι τηρούν) ένα ευρύ φάσμα κανονισμών και εποπτικών προτύπων. Αν και τα εμπλεκόμενα μέρη έχουν κατανοήσει ότι τα Δυτικά ρυθμιστικά πρότυπα δεν μπορούν να εφαρμοστούν ως έχουν στο Ισλαμικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον και ενώ έχουν επίσης σημειωθεί εποικοδομητικές προσπάθειες από πολλούς ρυθμιστικούς οργανισμούς που ασχολούνται με την Ισλαμική Χρηματοοικονομική, απαιτείται περισσότερη προσπάθεια.

Το κανονιστικό πλαίσιο είναι στενά συνδεδεμένο με το νομικά και λογιστικά πλαίσια που αναλύονται παρακάτω.



## 2. Νομικό Πλαίσιο

Όπως είδαμε στο κεφάλαιο Β, η ύπαρξη καλώς καθορισμένων χρηματοοικονομικών εργαλείων στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική έχει ιδιαίτερη σημασία. Όλα τα εργαλεία, φυσικά, πρέπει να είναι συμβατά με τη Σαρία και εν γένει, να σέβονται τις διατάξεις του ισχύοντος νομικού πλαισίου.

Οι πηγές της Σαρία, όπως είδαμε στο κεφάλαιο Α, είναι κυρίως το Κοράνι και η Sunnah (η πρακτική και οι παραδόσεις του Προφήτη Μωάμεθ). Οι στίχοι του Κορανίου που παρέχουν συγκεκριμένες κατευθύνσεις και ποινές ονομάζονται *ayat al-ahkam*. Μόνο λίγοι τέτοιοι σαφείς κανόνες σχετικά με τις εμπορικές δραστηριότητες έχουν εντοπιστεί, συμπεριλαμβανομένης της απαγόρευσης του Riba, την υποχρέωση κατάρτισης γραπτών συμβολαίων όταν ασκούνται εμπορικές δραστηριότητες και στην προσοχή για την αποφυγή σφετερισμού του πλούτου κάποιου άλλου ανθρώπου. (Thomas 2005a, σ. 15).

Μια πλουσιότερη πηγή δικαίου είναι η Sunnah. Όπως είδαμε στο Κεφάλαιο Α, § 4.3, τα Ahadith ή οι ρήσεις / αφηγήσεις για τη ζωή του προφήτη κατατάσσονται, μετά από προσεκτική μελέτη, σε κατηγορίες ανάλογα με την αξιοπιστία τους. Σε γενικές γραμμές, μόνο εκείνα τα Ahadith που θεωρούνται αυθεντικά (*sahih*) λαμβάνονται υπόψη για νομικούς σκοπούς.

Αυτό που θεωρείται μια τρίτη πηγή δικαίου στο Ισλάμ είναι το *ijtihad* ή η διαδικασία που ακολουθείται από τους νομικούς του Ισλάμ και έχει να κάνει με τη χρήση τη λογικής αιτιότητας στη διαδικασία εξαγωγής ανεξάρτητων και κατάλληλων κρίσεων. Η διαδικασία αυτή επιτρέπει μια πραγματιστική προσέγγιση καθώς και συνεχή επανερμηνεία του Κορανίου και της Sunnah μέσω των εννοιών των προσωπικών προτιμήσεων (*istihsan*), της κοινωνικής ευημερίας (*istislah*) και του εθιμικού δικαίου (*urf*). Η νομολογία που προκύπτει αποκαλείται *fiqh*, ενώ η συγκεκριμένη δικαστική απόφαση ή γνώμη καλείται *fatwa* (πληθυντικός: *fatawa*) και ο εκδότης της Μουφτής.

Το απότοκο του *fiqh*, η Σαρία, είναι γνωστή ως Ισλαμικός νόμος.

Ο Hourani (1991, σσ. 161-162) μας παρέχει την ακόλουθη οξυδερκή παρατήρηση:

Στην πραγματικότητα, όμως, ήταν ταυτόχρονα κάτι παραπάνω αλλά και λιγότερο από ό,τι συνήθως θεωρείται σήμερα δίκαιο. Ήταν κάτι *παραπάνω* διότι περιελάμβανε

ιδιωτικές πράξεις που δεν αφορούσαν ούτε το διπλανό κάποιου αλλά ούτε τον ηγεμόνα: πράξεις ιδιωτικής λατρείας, κοινωνικής συμπεριφοράς, ό,τι θα ονομαζόταν σήμερα «ήθη». Ήταν ένας κανονιστικός κώδικας όλων των ανθρώπινων πράξεων, μια προσπάθεια για την κατάταξή τους έτσι ώστε να παρασχεθούν οδηγίες στους Μουσουλμάνους για τον τρόπο με τον οποίο ο Θεός τους καθοδηγεί στη ζωή τους. Ήταν κάτι λιγότερο από δίκαιο, διότι ορισμένες από τις διατάξεις του ήταν μόνο θεωρητικού περιεχομένου και δεν παρατηρούνταν ποτέ ή παρατηρούσαν σπάνια στην πράξη και επίσης επειδή αγνοούσε ολόκληρους τομείς δράσης που θα συμπεριλαμβάνονταν σε άλλους νομικούς κώδικες. Ήταν πιο ακριβές αναφορικά με τα προσωπικά θέματα - το γάμο και το διαζύγιο, τα κληροδοτήματα και τα κληρονομικά, λιγότερο ακριβές, όμως, σε σχέση με τις συμβάσεις και τις υποχρεώσεις και όλα τα θέματα που σχετίζονταν με οικονομικές δραστηριότητες. Δεν κάλυπτε το σύνολο του τομέα που θα λέγαμε σήμερα ποινικό δίκαιο - η ανθρωποκτονία θεωρούνταν ως ιδιωτική υπόθεση των οικογενειών εκείνων που εμπλέκονταν και όχι υπόθεση στην οποία η κοινότητα θα έπρεπε να παρέμβει μέσω των δικαστών, ενώ δεν έκανε ουσιαστικά καμία μνεία για το «συνταγματικό» ή το διοικητικό δίκαιο.

Και ακόμη:

Ακριβώς όπως η Σαρία αναπτύχθηκε με μια ραγή και περίπλοκη διαδικασία αλληλεπίδρασης ανάμεσα στους κανόνες που περιέχονται στο Κοράνι και στα Hadith και στα τοπικά έθιμα και νόμους των κοινοτήτων με επιρροές από το νόμο του Ισλάμ, ακριβώς έτσι, υπήρξε και μια συνεχής διαδικασία αμοιβαίας αλληλεπίδρασης μεταξύ της Σαρία, όταν πήρε την οριστική της μορφή και των πρακτικών των Μουσουλμανικών κοινωνιών. Έχει αποδειχθεί, για παράδειγμα, ότι οι ηθικές προσταγές του νόμου Hanafi για τις εμπορικές πρακτικές αντιστοιχούν στις πρακτικές των αιγυπτίων εμπόρων, όπως αυτές αποκαλύπτονται σε έγγραφα εντελώς διαφορετικού είδους. Αυτά που υπαγορεύει η Σαρία σχετικά με τα συμβόλαια τροποποιήθηκαν με την ένταξη στον κώδικα Hanafi ορισμένων hiyal ή νομικών στρατηγημάτων, με τα οποία οι πρακτικές αυτές, όπως η λήψη τόκων, εντάχθηκαν στο πεδίο εφαρμογής του νόμου.

Προφανώς ο νόμος της Σαρία, όντας θεϊκός σύμφωνα με τις πεποιθήσεις των Μουσουλμάνων, δεν μπορεί να αλλοιωθεί. Οι μελετητές, ωστόσο, είχαν στο παρελθόν διαφορετικές απόψεις στην προσπάθεια ερμηνείας του νόμου. Είναι δυνατόν να υπάρχουν διαφορετικά ή φαινομενικά αντικρουόμενα fatawa για παρόμοια θέματα, με τον ίδιο τρόπο

που δύο δικαστές ενδέχεται να καταλήξουν σε διάφορες ετυμηγορίες κατά τη διάρκεια μιας δίκης.

## **2.1 Σχολές Σκέψης**

Πολλές σχολές σκέψης (madhhab) σχετικά με την Ισλαμική νομοθεσία αναπτύχθηκαν σταδιακά, λαμβάνοντας τα ονόματά τους από τους πρώτους συγγραφείς στους οποίους οφείλουν την ύπαρξη τους . Οι κύριες σχολές ήταν (Βασική Ιστορία, 2005):

### **2.1.1 Σουνιτικές Σχολές**

#### **1. Σχολή Hanafi**

Θεωρείται η πιο φιλελεύθερη στην ερμηνεία του Κορανίου και της Sunnah. Η συγκεκριμένη σχολή λαμβάνει υπόψη την ποικιλότητα των πολιτισμών και των εκάστοτε συνθηκών και συνεπώς είναι αποδεκτή κυρίως από μη Άραβες (Ιρανούς, Αφγανούς, Τούρκους αλλά και στη Συρία).

#### **2. Σχολή Hanbali**

Θεωρείται η πιο προσηλωμένη στο γράμμα του νόμου από όλες τις σχολές, ερμηνεύοντας σχεδόν κάθε κείμενο σύμφωνα με αυτά που γράφει και μόνο. Αυτή η σχολή ακολουθείται στις μέρες μας από ένα σημαντικό αριθμό πιστών στη Σαουδική Αραβία.

#### **3. Σχολή Maliki**

Η προσέγγιση αυτή ακολουθεί την πρακτική των ανθρώπων της Μεδίνας που, όπως πιστεύεται από τη σχολή, βρισκόταν πλησιέστερα στη Sunnah του Προφήτη. Σχεδόν το σύνολο της Βόρειας Αφρικής (εκτός από την Αίγυπτο), της Ισπανίας και του Σουδάν ακολουθεί αυτή τη σχολή σκέψης.

#### **4. Σχολή Shafi**

Η προσέγγιση δίνει συνήθως δεδομένη προτεραιότητα σε οποιοδήποτε ευρέως αποδεκτό Hadith στηριζόμενη στην αναλογία και τη συσσωρευμένη πρακτική των κοινοτήτων. Η

αυθεντία των Συντρόφων του Προφήτη δεν είναι αποδεκτή αφού θεωρείται ότι είχαν το δικαίωμα δικής τους άποψης όπως έχουν όλοι οι άνθρωποι. Οι περισσότερες από τις υπόλοιπες χώρες του Μουσουλμανικού κόσμου (Αίγυπτος, Μαλαισία, Ινδονησία, Ιράκ και ορισμένες από τις χώρες της Αφρικής) ακολουθούν αυτή τη σχολή σκέψης.

### **2.1.2 Σιιτικές Σχολές**

Πέραν των ανωτέρω σχολών, υπάρχουν και δύο μειονοτικές σχολές Σιιτικής νομολογίας.

1. Σχολή Ithna Ashari
2. Σχολή Ismaili

Παρά το γεγονός ότι ιστορικά κάθε μελετητής ακολουθούσε την αυστηρή μεθοδολογία μιας από τις σχολές σκέψης που αναφέρονται ανωτέρω, όλο και συχνότερα παρατηρείται οι μελετητές να ακολουθούν μια διεπιστημονική προσέγγιση με βάση τις διάφορες σχολές σκέψης στην προσπάθειά τους να κατανοήσουν και να αποφανθούν για όλο και πιο πολύπλοκες συναλλαγές και δομές. (Thomas 2005b, σ. 35)

## **2.2 Συμβόλαια**

Για τους σκοπούς της Σαρία, ένα συμβόλαιο (‘aqd), είναι η ελεύθερα δημιουργηθείσα αμοιβαία δέσμευση δύο ικανών για δικαιοπραξία μερών και συνήθως σχετίζεται με περιουσιακά στοιχεία ή χρήματα (Doi 1984). Οι μελετητές διακρίνουν τα συμβόλαια από τις δεσμεύσεις / υποσχέσεις τα οποία, κατά κανόνα, δεν έχουν νομική εφαρμογή.

Μπορούν να διακριθούν τρεις κύριες κατηγορίες Ισλαμικών χρηματοοικονομικών / εμπορικών συμβολαίων:

- α) συμβόλαια ανταλλαγής
- β) συμβόλαια φιλανθρωπικών σκοπών
- γ) συμβόλαια σύμπραξης επενδύσεων

Η χρήση καλά καθορισμένων, σαφών συμβολαίων που επιτρέπουν την εξάλειψη οποιουδήποτε συμβατικού gharar, για παράδειγμα σχετικά με την ικανότητα του πωλητή να παραδώσει τα αγαθά ή σχετικά με την ποιότητά τους, είναι συνιστώμενη. Πρέπει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι είναι δυνατόν να γίνει διάκριση μεταξύ ελάσσονος και μείζονος gharar. Κάποιο μικρό gharar μπορεί να "συγχωρεθεί", ενώ ένα μεγάλο gharar θα είχε ως αποτέλεσμα να καταστεί η πράξη άκυρη.

Οι τιμές θα πρέπει να συμφωνηθούν με αμοιβαιότητα χωρίς καμία πίεση, καθώς και μεταξύ ατόμων που είναι mumayiz (υγιείς πνευματικά και σε κατάλληλη ηλικία). Ο πωλητής πρέπει να κατέχει το προϊόν της συναλλαγής, ή αυτό να είναι στο στάδιο της κατασκευής / παρασκευής.

*Ο αγγελιαφόρος του Αλλάχ μου απαγορεύει να πουλάω κάτι που δεν είναι δική μου ιδιοκτησία.*  
(Hadith: Tirmidhi)

Συνιστάται η υπογραφή ενός συμβολαίου ανά συναλλαγή, αντί για ένα συμβόλαιο που να καλύπτει πολλές επιμέρους συναλλαγές, ενώ η κυριότητα των εμπορευμάτων παραμένει στον πωλητή μέχρι να παραδοθούν στον αγοραστή.

Ανάλογα με τον τύπο του προϊόντος (π.χ. murabaha, mudaraba, ijarah κτλ), τα συμβόλαια λαμβάνουν υπόψη διαφορετικές νομικές εκτιμήσεις. Ωστόσο, σε γενικές γραμμές όλα τα συμβόλαια θα πρέπει να έχουν μια σαφή δήλωση σχετικά με τη νομική δικαιοδοσία στην οποία υπάγεται το κάθε ένα, τις συνέπειες από την αθέτηση της συμφωνίας από τους αντισυμβαλλόμενους ή από τις ζημιές στα περιουσιακά στοιχεία, καθώς και το καθεστώς ιδιοκτησίας του περιουσιακού στοιχείου καθ' όλη τη διάρκεια του συμβολαίου.

Τα προϊόντα που προσφέρονται θα πρέπει να περιγράφονται σαφώς στα συμβόλαια ή στα συνοδευτικά φυλλάδια. Οι υφιστάμενοι παράγοντες κινδύνου<sup>32</sup> θα πρέπει να είναι σαφώς καθορισμένοι και ευκρινώς διατυπωμένοι στους πελάτες, ώστε να διασφαλιστεί ότι οι πελάτες λαμβάνουν συνειδητές επενδυτικές αποφάσεις και επενδύουν μόνο σε προϊόντα που είναι κατάλληλα για το προφίλ επενδυτικού κινδύνου τους. Οι προμήθειες, οι όροι και οι

---

<sup>32</sup> Οι εν λόγω παράγοντες κινδύνου μπορούν να περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, τη ρευστότητα, το νόμισμα, τους επενδυτικούς κινδύνους της εκάστοτε χώρας κ.λπ. Αναφορικά με τα Ισλαμικά επενδυτικά κεφάλαια μπορεί να προστεθεί και ένας επιπλέον κίνδυνος σχετικός με τη Σαρία, και που έχει να κάνει με το γεγονός ότι ένα επενδυτικό κεφάλαιο μπορεί να χρειαστεί να κάνει εκκαθάριση, εφόσον σταματήσει να συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις της Σαρία και συνεπώς, να επηρεαστεί αρνητικά η απόδοση του κεφαλαίου (Abdel-Khaleq 2004, σ. 199)

προϋποθέσεις, καθώς και οι πληροφορίες συνδρομών / επαναγορών θα πρέπει να ορίζονται με σαφήνεια κατά τα ισχύοντα.

Σε περιπτώσεις όπου ένας όρος του συμβολαίου δεν είναι επιτρεπτός, από Ισλαμικής νομικής σκοπιάς, το συμβόλαιο είτε μπορεί να καταστεί εντελώς άκυρο είτε η μη-επιτρεπτή ρήτρα να αρθεί, ανάλογα με τις περιστάσεις.

Οι συμβατικές αυτές πρακτικές έχουν ακολουθηθεί για εκατοντάδες χρόνια από τους Μουσουλμάνους εμπόρους και επιχειρηματίες και ίσως έτσι εξηγείται ο σχετικά υπανάπτυκτος τραπεζικός τομέας στις Μουσουλμανικές περιοχές.

Μια πτυχή των συναλλαγών στη Μέση Ανατολή που έχει συχνά τονιστεί είναι ότι δεν υπήρχε σύστημα για την προώθηση κεφαλαίων στους εμπόρους - κοντολογίς, δεν υπήρχε ανάλογο ισοδύναμο του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος από το οποίο άλλωστε εξαρτώνται σε πολύ μεγάλο βαθμό οι ευρωπαίοι έμποροι- και λόγω της έλλειψης αυτού του συστήματος υποτίθεται ότι μειονεκτούσαν οι έμποροι της Μέσης Ανατολής ... αλλά οι λειτουργίες ενός τέτοιου συστήματος πραγματοποιούνταν, εν μέρει, μέσω του νομικού συστήματος, το οποίο παρείχε ένα νομικό πλαίσιο για την προώθηση των κεφαλαίων. (Hanna, 1998)

Ωστόσο, όπως προαναφέρθηκε, δε συμφωνούν όλες οι νομικές Ισλαμικές σχολές σκέψης σε όλες τις πρακτικές και τις ερμηνείες του νόμου της Σαρία. Για παράδειγμα οι σχολές Shafi'i και Hanbali εξετάζουν τα οφέλη που μπορούν να προκύψουν από τη χρήση ενός περιουσιακού στοιχείου, της «επικαρπίας», ως ιδιοκτησίας και κατά συνέπεια της καταλληλότητας του για να υποβληθεί σε μία πράξη ανταλλαγής. Οι σχολές Hanafi και Maliki διαφωνούν. Επιπροσθέτως, μπορεί να δοθεί στον πωλητή και στον αγοραστή ένα δικαίωμα *khiyar al-majlis*, που θα τους δίνει τη δυνατότητα ακύρωσης της συναλλαγής για μια καθορισμένη περίοδο μετά τη συναλλαγή. Η περίοδος αυτή, σύμφωνα με τη σχολή Hanafi, περιορίζεται σε 3 ημέρες, ενώ άλλες σχολές δεν την καθορίζουν επακριβώς. (Types of Contracts 2005)

### **2.3 Δικαιοδοσία**

Ανάλογα με τη δικαιοδοσία στην οποία υπάγεται το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, μπορεί να εφαρμόζονται διαφορετικοί κανόνες ως προς τη δομή του νομικού προσώπου αλλά και των προσφερόμενων προϊόντων. Για παράδειγμα, στις περισσότερες περιπτώσεις, επιτρέπεται στα

συμβατικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να παρέχουν Ισλαμικά χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες. Σε ορισμένες χώρες, ωστόσο, υπάρχει σαφής διάκριση μεταξύ Ισλαμικών και συμβατικών τραπεζικών αδειών και επομένως, ίσως να πρέπει να συσταθεί κάποια Ισλαμική θυγατρική ώστε να προσφέρει Ισλαμικά χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Είναι σημαντικό κατά τη δημιουργία νέων υποκαταστημάτων, θυγατρικών εταιρειών ή επενδυτικών οχημάτων, να αποκτάται πρώτα μία καλή γνώση σχετικά με τις κανονιστικές απαιτήσεις των τοπικών νομολογιών στις οποίες (i) το όχημα θα δομηθεί και (ii) τα προϊόντα θα διανέμονται (εάν οι νομολογίες διαφέρουν).

Οι φορολογικές ρυθμίσεις μπορεί να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ διαφορετικών δικαιοδοσιών, οπότε αυτός ο παράγοντας θα πρέπει να λαμβάνεται προσεκτικά υπόψη κατά την απόφαση για τον τόπο που θα εγκατασταθεί, για παράδειγμα, ένα επενδυτικό κεφάλαιο.

Σε έναν κόσμο όπου τα θέματα διακυβέρνησης και συμμόρφωσης είναι όλο και περισσότερο σημαντικά, οι εθνικές νομολογίες με στέρεες και διαφανείς απαιτήσεις ως προς τη συμμόρφωση και την καταπολέμηση του ξεπλύματος μαύρου χρήματος, θα πρέπει επίσης να είναι πιο ελκυστικές σε Οργανισμούς που θέλουν να προσφέρουν υπηρεσίες και προϊόντα συμβατά με τη Σαρία.

## **2.4 Επίλογος**

Τα πρότυπα της Σαρία που έχουν αναπτυχθεί και εφαρμοστεί τα τελευταία χρόνια (δηλαδή από το ΟΛΕΙΧΙ<sup>33</sup>) βοήθησαν στον καθορισμό ενός υποτυπώδους νομικού πλαισίου για τα ΙΧΙ, αν και υπάρχουν διαφορές στις απόψεις και τις εφαρμοζόμενες πρακτικές στις Ισλαμικές χώρες. Μια πιο συνεκτική και διαυγής προσέγγιση είναι απαραίτητη προκειμένου να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη στο σύστημα και να αυξηθεί η συγκρισιμότητα με το έντονα ρυθμισμένο δυτικό σύστημα.

Ωστόσο η λεπτομερής ανάλυση του νομικού πλαισίου της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής ξεφεύγει από τους σκοπούς της παρούσας διατριβής. Ο ενδιαφερόμενος αναγνώστης παραπέμπεται στον Fadeel (2002), για μια πιο εμπειριστατομένη εισαγωγή στο θέμα. Η ανάλυση των φορολογικών επιπτώσεων δεν περιλαμβάνεται, επίσης, στους σκοπούς της παρούσας προσπάθειας.

---

<sup>33</sup> Βλέπε § 3.2 ΟΛΕΙΧΙ

### 3. Λογιστικό πλαίσιο

#### 3.1 Εισαγωγή

Η ανάλυση που ακολουθεί επικεντρώνεται στη χρηματοοικονομική λογιστική, τον κλάδο της λογιστικής, του οποίου, παραδοσιακά, κύριος στόχος είναι να παρέχει χρήσιμες πληροφορίες, σε τακτική βάση, σχετικά με την οικονομική κατάσταση ενός νομικού προσώπου. Αυτό επιτυγχάνεται κυρίως με την έκδοση οικονομικών καταστάσεων, των οποίων κύριοι χρήστες είναι οι υπάρχοντες και δυνητικοί μέτοχοι και πιστωτές του νομικού προσώπου.

Η έλλειψη, πριν από το 1991, ενός αναγνωρισμένου κεντρικού οργανισμού λογιστικού ελέγχου επικεντρωμένου στις ιδιαιτερότητες του περιβάλλοντος εργασίας των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (IXI), συνεπαγόταν ότι κάθε εταιρεία έλυνε ανεξάρτητα τα διάφορα λογιστικά προβλήματα που ανέκυπταν είτε με τη συμβολή του εποπτικού συμβουλίου της Σαρία που λειτουργούσε στα πλαίσια της επιχείρησης είτε με τη βοήθεια εξωτερικών ελεγκτών. Κατά συνέπεια, δεν εξασφαλιζόταν συνοχή μεταξύ των IXI σε ό,τι αφορά τη μεταχείριση των λογιστικών θεμάτων, αφού μελετητές της Σαρία από διαφορετικά εποπτικά συμβούλια, καθώς και οι διάφοροι ελεγκτικοί οργανισμοί ενδεχομένως να ερμήνευαν τις απαιτήσεις της Σαρία με το δικό τους τρόπο.

Αν και πολλές χώρες χρησιμοποιούσαν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), τα θέματα που άπτονταν της εξειδικευμένης φύσης των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων δεν μπορούσαν να αντιμετωπιστούν επαρκώς, όπως θα δούμε αργότερα αναλυτικά. Επιπλέον, οι απαιτήσεις ενημέρωσης των χρηστών των παραδοσιακών οικονομικών καταστάσεων διαφέρουν από αυτές των χρηστών των Ισλαμικών οικονομικών καταστάσεων.

Κατά τη διάρκεια αυτής της πρώτης περιόδου της εσωτερικής αυτορρύθμισης, υπήρχαν αρκετές διαφωνίες σχετικά με τη λογιστική διαχείριση που ακολουθούσε το κάθε IXI, συμπεριλαμβανομένων των εξής:

#### *Επενδυτικοί Λογαριασμοί Καταμερισμού Κερδών (Mudaraba)*

Μερικές Ισλαμικές τράπεζες διαχειρίζονταν αυτούς τους λογαριασμούς ως υποχρεώσεις και τους καταχωρούσαν στον ισολογισμό με τον ίδιο τρόπο που καταχωρούν οι συμβατικές τράπεζες τις καταθέσεις. Άλλες τράπεζες θεωρούσαν τους επενδυτικούς λογαριασμούς ως



κατ' εξουσιοδότηση επενδύσεις και κατά συνέπεια, δεν τους εμφάνιζαν στον ισολογισμό.

#### *Προβλέψεις και αποθεματικά*

Μια μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τον Οργανισμό Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (§ 3.2 ΟΛΕΙΧΙ, βλ. παρακάτω), συγκρίνοντας τη διαχείριση των προβλέψεων και των αποθεματικών από πολλές Ισλαμικές και κεντρικές τράπεζες αποκάλυψε σημαντικές διαφορές (Λογιστικά, Ελεγκτικά και Διακυβερνητικά Πρότυπα για τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, 2004, ΠΧΛ Νο11). Για παράδειγμα, ορισμένες Ισλαμικές τράπεζες αφαιρούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό από τα έσοδα *mudaraba* ως πρόβλεψη, ενώ άλλες τράπεζες αφαιρούν τις προβλέψεις από το δικό τους μερίδιο *mudarib* χρεώνοντας το στα έξοδα, μετά την κατανομή των κερδών μεταξύ του *mudarib* και των κατόχων μη δεσμευμένων λογαριασμών επενδύσεων.

Μερικές Ισλαμικές τράπεζες χρησιμοποιούσαν τους όρους "προβλέψεις" και "διαθέσιμα" εναλλάξ, άλλες χρησιμοποιούσαν έναν τύπο πρόβλεψης (σε αντίθεση με τους δύο τύπους-τον ειδικό και το γενικό-που χρησιμοποιείται από ορισμένες άλλες τράπεζες), ενώ παρατηρήθηκαν αποκλίσεις όσον αφορά την ποσότητα και την ποιότητα των σχετικών δημοσιεύσεων. Επιπλέον, ορισμένες τράπεζες παρουσίαζαν τις προβλέψεις ως υποχρεώσεις στις οικονομικές καταστάσεις, ενώ άλλες ως αντιστάθμισμα επισφαλών απαιτήσεων (στοιχείο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων).

#### *Αναγνώριση εσόδων*

Σε σχέση με το εργαλείο *mudabaha*, για παράδειγμα, προσδιορίστηκαν πολλές διαφορετικές μέθοδοι συμπεριλαμβανομένης της αναγνώρισης των προκαταβλητέων εσόδων, στο τέλος της περιόδου, όταν οι δόσεις καθίστανται ληξιπρόθεσμες ή εξοφλούνται ή με την ίση κατανομή των εσόδων καθ' όλη την οικονομική περίοδο.

#### *Κατανομή κερδών*

Διαφορές μεταξύ των Ισλαμικών τραπεζών εντοπίστηκαν σε σχέση με την κατανομή των κερδών μεταξύ των ιδιοκτητών και των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών, λόγω του γεγονότος ότι οι περισσότερες Ισλαμικές τράπεζες αναμειγνύουν τα κεφάλαια των επενδυτών με τα δικά τους. Διαπιστώθηκε ότι οι τράπεζες εφαρμόζαν διαφορετικά κριτήρια για την κατανομή των κερδών και ήταν ασυνεπείς στη δημοσιοποίηση των σχετικών πληροφοριών (μεθοδολογία, κριτήρια κ.λπ.). Αυτή η έλλειψη διαφάνειας θα μπορούσε να παρεμποδίσει την

ανάπτυξη του Ισλαμικού χρηματοοικονομικού συστήματος, καθώς συνδέεται με ένα από τα διακριτά (σε σύγκριση με το δυτικό σύστημα) χαρακτηριστικά του, δηλαδή τη συνανάμειξη των κεφαλαίων των επενδυτών με εκείνων της τράπεζας.

Άλλοι τομείς της λογιστικής όπου παρατηρήθηκαν διαφορές μεταξύ των ΙΧΙ περιλαμβάνουν την παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων και τις δημοσιεύσεις τους.

Απαραίτητη προϋπόθεση της αποδοτικής και αποτελεσματικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, είναι η ύπαρξη διαφανών και συγκρίσιμων οικονομικών καταστάσεων. Λαμβάνοντας υπόψη τις αδυναμίες που μόλις περιγράψαμε, έχει γίνει σαφές ότι ήταν απαραίτητος ένας οργανισμός ικανός για τη δημιουργία διεθνών λογιστικών προτύπων που θα προσαρμόζονταν στην ιδιαίτερη φύση και λειτουργία των ΙΧΙ.

## **3.2 ΟΛΕΙΧΙ**

### ***3.2.1 Εισαγωγή***

Ο Οργανισμός Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΟΛΕΙΧΙ) ιδρύθηκε το 1991, στο Μπαχρέιν, ως αυτόνομο διεθνές μη κερδοσκοπικό νομικό πρόσωπο. Για τη σύσταση του βοήθησαν τέσσερις μεγάλοι Ισλαμικοί τραπεζικοί όμιλοι καθώς και η Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης.

### ***3.2.2 Στόχοι***

Οι στόχοι του ΟΛΕΙΧΙ, όπως αναφέρονται στην Εισαγωγή στα Λογιστικά, Ελεγκτικά και Διακυβερνητικά Πρότυπα για τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα είναι οι ακόλουθοι:

- η ανάπτυξη λογιστικών και ελεγκτικών προσεγγίσεων σχετικών με τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΙΧΙ)
- η διάδοση λογιστικών και των ελεγκτικών σκέψεων σχετικά με τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα και των εφαρμογών τους μέσω της κατάρτισης σεμιναρίων, εκδόσεων περιοδικών, ενημερωτικών δελτίων, την εκτέλεση και διεκπεραίωση ερευνών και άλλων συναφών μέσων
- η προετοιμασία, έκδοση και ερμηνεία λογιστικών και ελεγκτικών προτύπων για τα ΙΧΙ και

- η αναθεώρηση και βελτίωση λογιστικών και ελεγκτικών προτύπων για τα ΙΧΙ

### 3.2.3 Δομή

Η δομή του ΟΛΕΙΧΙ έχει ως εξής:

#### **I. Γενική Γραμματεία**

Αποτελείται από το Γενικό Γραμματέα (που είναι ο εκτελεστικός διευθυντής του ΟΛΕΙΧΙ) και τα τεχνικά και διοικητικά τμήματα. Ο Γενικός Γραμματέας είναι υπεύθυνος για το συντονισμό των διαφόρων τμημάτων / συμβουλίων του ΟΛΕΙΧΙ, την λειτουργία των καθημερινών εργασιών, καθώς και του τομέα δημοσίων σχέσεων του ΟΛΕΙΧΙ με άλλους οργανισμούς.

#### **II. Συμβούλιο Επιτρόπων**

Το Συμβούλιο Επιτρόπων διορίζεται από τη Γενική Συνέλευση για χρονικό διάστημα τριών ετών. Περιλαμβάνει 18 μέλη που προέρχονται από διάφορα ρυθμιστικά όργανα, από το εποπτικό συμβούλιο της Σαρία, λογιστές, ΙΧΙ κ.λπ., τα οποία είναι υπεύθυνα για το διορισμό του γενικού γραμματέα και των μελών των συμβουλίων του ΟΛΕΙΧΙ, καθώς και για θέματα που αφορούν τη χρηματοδότηση του Οργανισμού.

#### **III. Εκτελεστική Επιτροπή**

Αποτελείται από έξι μέλη, είναι αρμόδια για θέματα που έχουν να κάνουν με επιχειρηματικά σχέδια, προϋπολογισμούς, οικονομικές καταστάσεις και τις εξωτερικές εκθέσεις ελέγχου.

#### **IV. Γενική Συνέλευση**

Συνεδριάζει τουλάχιστον μία φορά το χρόνο και είναι το ανώτατο όργανο του ΟΛΕΙΧΙ αποτελούμενο από όλα τα μέλη.

#### **V. Συμβούλιο της Σαρία**

Τα μέλη (μέχρι και είκοσι) διορίζονται για περίοδο 4 ετών και προέρχονται από μελετητές firm που εκπροσωπούν τα εποπτικά συμβούλια της Σαρία των ΙΧΙ και των κεντρικών τραπεζών. Τα κύρια καθήκοντα του συμβουλίου περιλαμβάνουν τον έλεγχο των προσχεδίων των προτύπων που εκδίδει το ΟΛΕΙΧΙ ώστε να διασφαλιστεί η συμμόρφωση στη Σαρία, την επίβλεψη των ερευνών που διεξάγονται σχετικά με το

νόμο της Σαρία, την προώθηση της συνοχής στις αποφάσεις των διαφόρων εποπτικών συμβουλίων της Σαρία των εκάστοτε ΙΧΙ και την παροχή βοήθειας στην ανάπτυξη διαφόρων συμβατών με το Ισλάμ χρηματοοικονομικών εργαλείων.

#### **VI. Συμβούλιο Λογιστικών και Ελεγκτικών Προτύπων**

Αποτελείται από 15 μέλη που διορίζονται για περίοδο 4 ετών, Τα κύρια καθήκοντα της επιτροπής περιλαμβάνουν την προετοιμασία και ερμηνεία των λογιστικών και ελεγκτικών καταστάσεων, των προτύπων και των κατευθυντήριων γραμμών, καθώς και εκπαιδευτικών προτύπων και κωδίκων δεοντολογίας, για λογαριασμό των ΙΧΙ. Τα μέλη της προέρχονται, μεταξύ άλλων, από ρυθμιστικά όργανα, από εποπτικά συμβούλια της Σαρία, από ΙΧΙ και από άλλους οργανισμούς που είναι υπεύθυνοι για τη διαμόρφωση κανόνων στο πεδίο της λογιστικής και ελεγκτικής.

#### **3.2.4 Δραστηριότητες**

Το ΟΛΕΙΧΙ έχει μέχρι σήμερα εκδώσει 70 πρότυπα συμπεριλαμβανομένων 23 προτύπων χρηματοοικονομικής λογιστικής και καταστάσεων, πέντε ελεγκτικών προτύπων, έξι προτύπων διακυβέρνησης, 30 Προτύπων σχετικά με τη Σαρία και δύο κωδίκων δεοντολογίας για τους Λογιστές και τους Ελεγκτές των ΙΧΙ. Έχει, επίσης, εκδώσει μία οδηγία σχετικά με το σκοπό και τον τρόπο υπολογισμού των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας για τις Ισλαμικές τράπεζες<sup>34</sup>.

Τα πρότυπα αυτά έχουν μέχρι σήμερα εφαρμοστεί είτε υποχρεωτικά είτε ως σημεία αναφοράς στις ακόλουθες χώρες: Μπαχρέιν, Σουδάν, Ιορδανία, Λίβανο, Κατάρ, Συρία και Ντουμπάι.

#### **3.2.5 ΟΛΕΙΧΙ έναντι ΓΠΛΑ**

Υπάρχουν διαφορές μεταξύ των λογιστικών προτύπων που καθορίζονται από το ΟΛΕΙΧΙ και των αντίστοιχων του συμβατικού χρηματοοικονομικού συστήματος που είναι οι Γενικά Παραδεκτές Λογιστικές Αρχές (ΓΠΛΑ). Αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω των διαφορετικών σημείων στα οποία δίνουν έμφαση οι παραδοσιακές ΓΠΛΑ, αφού δεν έχουν ως σημείο αναφοράς κάποιο θρησκευτικό πλαίσιο αλλά είναι προσαρμοσμένες σε τοκοφόρα εργαλεία και στις συμβατικές οικονομίες της ελεύθερης αγοράς. Σε περιπτώσεις όπου οι συμβατικές λογιστικές αρχές παραβιάζουν τα πρότυπα της Σαρία απορρίπτονται. Σε αντίθετη περίπτωση, ενσωματώνονται στα πρότυπα του ΟΛΕΙΧΙ, όπως για παράδειγμα έγινε στην περίπτωση των

<sup>34</sup> Βλέπε § 1.3.1: Κεφαλαιακή Επάρκεια

εννοιών του ενεργητικού των υποχρεώσεων, της καθαρής θέσης, των εσόδων, των εξόδων και των κερδών.

### **3.3 Μείζονα Θέματα**

Η ιδιαίτερη φύση των ΙΧΙ έχει οδηγήσει στη δημιουργία πολυάριθμων λογιστικών ζητημάτων, τα οποία εξετάζονται παρακάτω<sup>35</sup>.

#### **3.3.1 Οικονομικές Καταστάσεις**

Σύμφωνα με τα Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής (ΠΧΛ) Νο.1, του ΟΛΕΙΧΙ με τίτλο «Γενική Παρουσίαση και Δημοσίευση των Οικονομικών Καταστάσεων των Ισλαμικών Τραπεζών και των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», το πλήρες σύνολο των οικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύονται από τις Ισλαμικές τράπεζες θα πρέπει να αποτελείται από:

- i. Μια κατάσταση οικονομικής θέσης (ισολογισμός)
- ii. Μια κατάσταση εισοδήματος
- iii. Μια κατάσταση των ταμειακών ροών
- iv. Μια κατάσταση μεταβολών της καθαρής θέσης
- v. Μια κατάσταση μεταβολών στις δεσμευμένες επενδύσεις
- vi. Μια κατάσταση των πηγών και των χρήσεων των πόρων για το Zakah και τα φιλανθρωπικά ταμεία
- vii. Μια κατάσταση των πηγών και των χρήσεων των πόρων του ταμείου Qard

Οι τρεις τελευταίες καταστάσεις απαντώνται μόνο στις Ισλαμικές τράπεζες οπότε θα τις αναλύσουμε περαιτέρω.

---

<sup>35</sup> Η ανάλυση βασίζεται στον Ahmed 2002, σσ. 116-121

### Κατάσταση μεταβολών στις δεσμευμένες επενδύσεις

Όπως έχουμε ήδη δει στο Κεφάλαιο Β<sup>36</sup>, γίνεται διάκριση μεταξύ δεσμευμένων και μη δεσμευμένων λογαριασμών επενδύσεων. Στην περίπτωση των δεσμευμένων λογαριασμών επενδύσεων, ισχύουν περιορισμοί αναφορικά με το πώς και που μπορούν να επενδυθούν τα κεφάλαια των λογαριασμών από την τράπεζα.

Η κατάσταση μεταβολών παρουσιάζει τις δεσμευμένες επενδύσεις της τράπεζας, σε μια δεδομένη ημερομηνία, καθώς και τις καταθέσεις και αναλήψεις χρηματικών ποσών από τους κατόχους αυτών των λογαριασμών κατά τη διάρκεια της περιόδου έως τη δεδομένη ημερομηνία. Επιπροσθέτως, παρέχονται πληροφορίες για τα κέρδη και τις ζημίες από τις δεσμευμένες επενδύσεις, όπως επίσης και για το μερίδιο κερδών του διαχειριστή των επενδύσεων κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου.

Σύμφωνα με τα πρότυπα του ΟΛΕΙΧΙ οι δεσμευμένες επενδύσεις δεν αποτελούν στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζας, αφού δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ή να διατεθούν κατά βούληση από την τράπεζα. Συνεπώς, δεν παρουσιάζονται στον ισολογισμό της<sup>37</sup>.

Το μερίδιο κερδών του διαχειριστή των επενδύσεων (δηλαδή της τράπεζας ουσιαστικά) εξαρτάται από το είδος της συμφωνίας μεταξύ του ιδίου και του κατόχου του δεσμευμένου επενδυτικού λογαριασμού. Αν η σχέση διέπεται από συμβόλαιο Mudaraba,

---

<sup>36</sup> Κεφάλαιο Β, § 3.2: Επενδυτικοί Λογαριασμοί Μερισμάτων Κερδών (Mudaraba)

<sup>37</sup> Αυτό διαφέρει στη περίπτωση των μη δεσμευμένων επενδυτικών λογαριασμών οι οποίοι θεωρείται ότι αποτελούν μέρος της οικονομικής θέσης της τράπεζας. Ωστόσο, επειδή η Ισλαμική Τράπεζα δεν ευθύνεται για τις ζημίες που μπορεί να έχουν αυτοί οι λογαριασμοί (με εξαίρεση την αμέλεια ή την παραβίαση της σύμβασης), το ΟΛΕΙΧΙ δεν κατατάσσει τις μη δεσμευμένες επενδύσεις στις υποχρεώσεις. Ούτε τις θεωρεί ως μέρος του μετοχικού κεφαλαίου, δεδομένου ότι οι κάτοχοι των μη δεσμευμένων επενδυτικών λογαριασμών, για παράδειγμα, δεν έχουν το δικαίωμα ψήφου ή κερδών που να απορρέουν από την επένδυση των κεφαλαίων που προέρχονται από τους λογαριασμούς όψεως. Αντίθετα, απαιτείται (ΠΧΛ αριθ. 1, § 42) ότι «οι μη δεσμευμένοι επενδυτικοί λογαριασμοί και οι αντίστοιχοι με αυτούς πρέπει να δημοσιεύονται και να παρουσιάζονται στην κατάσταση οικονομικής θέσης ως ξεχωριστό στοιχείο ανάμεσα στις υποχρεώσεις και την καθαρή θέση».

τότε ο διαχειριστής επενδύσεων έχει δικαίωμα συμμετοχής σε κάποιο ποσοστό των κερδών από την επένδυση. Στην περίπτωση ζημιών δε θα κερδίσει κάτι, αλλά δε θα είναι επίσης υπόχρεος να καταβάλει κάποιο ποσό. Εάν έχει χρησιμοποιηθεί αντ' αυτού, κάποια πρακτορειακή σύμβαση το μερίδιο του διαχειριστή δε θα σχετίζεται με την επένδυση, αλλά θα είναι μάλλον κάποια πάγια αμοιβή.

#### Κατάσταση των πηγών και των χρήσεων των πόρων για το Zakah και τα φιλανθρωπικά ταμεία

Το Zakah είναι η υποχρεωτική καταβολή ενός καθορισμένου ποσοστού του πλούτου του Μουσουλμάνου που δίνεται σε τακτά χρονικά διαστήματα σε φιλανθρωπίες ή για δημόσιο όφελος<sup>38</sup>.

Όταν η τράπεζα αναλαμβάνει την ευθύνη της συλλογής και διανομής των Zakah και των πόρων που προορίζονται για φιλανθρωπίες, οφείλει να καταρτίζει κατάσταση που να περιλαμβάνει τις πηγές και τις χρήσεις των εν λόγω κεφαλαίων κατά τη διάρκεια μιας περιόδου καθώς και το υπόλοιπο των τυχόν αδιανέμητων αυτών πόρων, στο τέλος της αυτής περιόδου.

Η Οδηγία Χρηματοοικονομικής Λογιστικής Νο2 αναφέρει ότι στην περίπτωση των εταιρειών που θεωρούνται νομικά χωριστές οντότητες, όπως οι εταιρείες και επιχειρήσεις περιορισμένης ευθύνης «το Zakah θα πρέπει να καθορίζεται με βάση τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας, όπως εάν ολόκληρη η επιχείρηση ήταν υποκείμενη στο Zakah.

Το συνολικό ποσό του Zakah, που θα καθοριστεί με αυτόν τον τρόπο θα κατανέμεται μεταξύ των ιδιοκτητών ώστε να τους επιτραπεί να καλύψουν τις προσωπικές θρησκευτικές τους υποχρεώσεις.» Σε ορισμένες περιπτώσεις (π.χ. όταν ο νόμος ή το καταστατικό της εταιρείας το απαιτεί ή όταν το ζητούν ιδιώτες), η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να εκπληρώσει την υποχρέωση για την καταβολή του Zakah για λογαριασμό των μετόχων<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με το Zakah και το πώς οι πόροι που προέρχονται από αυτό μπορούν να χρησιμοποιηθούν, βλέπε Κεφάλαιο Α, § 3.3.2, γ) Zakah

<sup>39</sup> Βλέπε παρακάτω στην § 3.3.3 για λεπτομέρειες σχετικά με τη λογιστική διαχείριση του Zakah

### Κατάσταση των πηγών και των χρήσεων των πόρων του ταμείου Qard

Το Qard (δάνειο καλής πίστης) είναι ένα μη τοκοφόρο δάνειο που επιτρέπει στον δανειολήπτη να χρησιμοποιήσει για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα τα κεφάλαια από το δάνειο με την προϋπόθεση να επιστρέψει το ίδιο ποσό κατά τη λήξη της συμφωνηθείσας περιόδου. Τα κεφάλαια Qard εξυπηρετούν, κυρίως, κοινωνικούς σκοπούς και χρηματοδοτούνται είτε εσωτερικά (π.χ. από τα ποσά που κατατίθενται από μεμονωμένους πελάτες) είτε εξωτερικά (π.χ. από τα κεφάλαια που παρέχονται από την Τράπεζα από τους ιδιοκτήτες της ή τους τρεχούμενους λογαριασμούς).

Η κατάσταση δείχνει τις πηγές και τις χρήσεις των κεφαλαίων Qard κατά τη διάρκεια μιας περιόδου και το υπόλοιπο των εκκρεμών δανείων ή αδιανέμητων κεφαλαίων στο τέλος της περιόδου αυτής.

### **3.3.2 Αποτίμηση Περιουσιακών Στοιχείων**

Σε γενικές γραμμές ακολουθείται η αρχή του ιστορικού<sup>40</sup> για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, μπορούν να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές μέθοδοι ανάλογα με τους όρους και τις προϋποθέσεις του συμβολαίου σχετικά με το προς εκτίμηση περιουσιακό στοιχείο. Για παράδειγμα, γίνεται διάκριση μεταξύ ενός συμβολαίου Murabaha όπου ο πελάτης είναι υποχρεωμένος να εκπληρώσει τη δέσμευση του για αγορά και ενός συμβολαίου Murabaha ή Murabaha όπου δεν είναι υποχρεωμένος να εκπληρώσει τη δέσμευση του για την εκτέλεση της συναλλαγής. Στην πρώτη περίπτωση το περιουσιακό στοιχείο, μετά την απόκτηση, αποτιμάται στο ιστορικό του κόστος, ενώ στη δεύτερη περίπτωση με το χρηματικό (καθαρό πραγματοποιήσιμο) του ισοδύναμο<sup>34</sup>. (Ahmed 2002, σ. 117)

Ένα άλλο παράδειγμα αφορά το Ijarah Muntahia Bittamleek (μια μίσθωση, όπου το μισθωμένο περιουσιακό στοιχείο μεταβιβάζεται στον μισθωτή κατά τη λήξη της ισχύος του συμβολαίου). Το ΠΧΛ Νο8, § 22 ορίζει ότι τα «μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία

---

<sup>40</sup> Ορισμοί του ΟΛΕΙΧΙ (ΠΧΛ Νο2):

Ιστορικό κόστος: Η τιμή πώλησης ή το κόστος κτήσης συν τις όποιες δαπάνες έγιναν από την Ισλαμική τράπεζα π.χ. δασμοί και άλλοι φόροι αγορών, μεταφορικά και φορτωτικά κ όστια, ασφαλίσεις και οποιεσδήποτε άλλες δαπάνες που συνδέονται άμεσα με τα διαθέσιμα προϊόντα.

Ισοδύναμη χρηματική αξία: Είναι το ποσό των χρηματικών μονάδων που θα εισρεύσουν σε περίπτωση πώλησης κάποιου περιουσιακού στοιχείου κατά τη συνήθη λειτουργία της επιχείρησης



πρέπει να καταχωρούνται στην κατάσταση οικονομικής θέση του εκμισθωτή υπό τον τίτλο Περιουσιακά Στοιχεία Ijarah Muntahia Bittamleek και θα πρέπει να αποτιμούνται στη λογιστική τους αξία».

### 3.3.3 Λογιστική διαχείριση του Zakah

Το ΠΧΛ Νο9 παρέχει λεπτομέρειες σχετικά με τη λογιστική αντιμετώπιση του Zakah. Καθορίζει ότι μπορούν να χρησιμοποιηθούν δύο μέθοδοι για τον υπολογισμό του Zakah: η πρώτη βασίζεται στα Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία και η δεύτερη στα Καθαρά Επενδυτικά Κεφάλαια. Για αμφότερες τις μεθόδους χρησιμοποιείται συντελεστής 2,5% για τον υπολογισμό του Zakah και το αποτέλεσμα θα πρέπει να είναι το ίδιο ανεξάρτητα από την εφαρμοζόμενη μέθοδο. Τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (IXI) θα πρέπει να αναφέρουν στις οικονομικές τους καταστάσεις τη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε και τα στοιχεία που περιλήφθηκαν για τον υπολογισμό του Zakah. Το ΠΧΛ Νο9 αναφέρει, επίσης, ότι για τους σκοπούς της διαχείρισης του Zakah, θα πρέπει τα εμπορικά κεφάλαια να αποτιμώνται στην αγοραία τιμή τους (στην ισοδύναμη χρηματική αξία), και όχι στο ιστορικό κόστος, προκειμένου να ληφθούν υπόψη τυχόν ανεκμετάλλευτα κέρδη / ζημίες.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, το IXI είναι υποχρεωμένο να καταβάλλει Zakah, π.χ. όταν απαιτεί η νομοθεσία ή το καταστατικό της εταιρείας ή όταν η γενική συνέλευση των μετόχων έχει περάσει ψήφισμα προς το σκοπό αυτό. Το ΠΧΛ Νο9 απαιτεί όπως το Zakah αντιμετωπιστεί ως μη λειτουργική δαπάνη, ενώ το απλήρωτο Zakah αντιμετωπίζεται ως υποχρέωση.

Σε περίπτωση, ωστόσο, που ορισμένοι ή όλοι οι μέτοχοι ζητούν από το IXI να ενεργήσει ως αντιπρόσωπος για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους αναφορικά με το Zakah σε σχέση πάντα με τις επενδύσεις τους στο IXI, τότε το IXI δεν υποχρεούται στην καταβολή Zakah το οποίο θα αφαιρείται από το μερίδιο των μετόχων από τα διανεμημένα κέρδη. Εάν τα διανεμημένα κέρδη δεν επαρκούν για την κάλυψη της υποχρέωσης των μετόχων, το επιπλέον ποσό που καταβάλλεται από το IXI θα πρέπει να καταγράφεται ως απαιτητό από τους μετόχους.

Πρέπει να διευκρινιστεί ότι οι Φόροι και το Zakah είναι δύο διαφορετικές έννοιες. Οι φόροι δεν εκπίπτουν από το ποσό που δίνεται για Zakah, αν και κατά τον υπολογισμό του

Zakah, οι φόροι που οφείλονται κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους αφαιρούνται ως υποχρεώσεις (λογαριασμοί πληρωτέοι).

Το Zakah είναι ένας από τους πυλώνες του Ισλάμ. Για τους Μουσουλμάνους μπορεί να ιδωθεί ως θρησκευτική υποχρέωση και μηχανισμός που εξασφαλίζει την αναδιανομή του πλούτου από τους ευημερούντες σε όσους έχουν ανάγκη. Ως εκ τούτου κάθε "δημιουργική λογιστική" ή προσπάθεια για ελαχιστοποίηση του Zakah, θα ήταν αμαρτία και ταυτόχρονα, θα ματαίωνε το σκοπό του.

### 3.3.4 Προβλέψεις και αποθεματικά

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, μια μελέτη<sup>41</sup> που έγινε από το ΟΛΕΙΧΙ έδειξε σημαντικές διαφορές μεταξύ Ισλαμικών τραπεζών σε σχέση με τη λογιστική αντιμετώπιση των προβλέψεων και των αποθεματικών. Για την αντιμετώπιση αυτής της κατάστασης, το ΟΛΕΙΧΙ ανέπτυξε το Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Λογιστικής Νο11 που αναφέρεται στις προβλέψεις και τα αποθεματικά.

Γίνεται σαφής διάκριση μεταξύ των προβλέψεων και των αποθεματικών.

- i. Η πρόβλεψη ορίζεται ως το αντιστάθμισμα επισφαλών απαιτήσεων και αποτελείται από δαπάνες που εμφανίζονται ως έξοδα έναντι εσόδων. Δημιουργείται σε σχέση με τις απαιτήσεις, τα χρηματοοικονομικά ή επενδυτικά στοιχεία<sup>42</sup>, όταν υπάρχει αμφιβολία για το αν, τελικά, θα πραγματοποιηθεί η λήψη / συλλογή των απαιτήσεων ή υπάρχει μείωση της αξίας τους. Το πρότυπο προσδιορίζει και ερμηνεύει δύο είδη προβλέψεων:

---

<sup>41</sup> Λογιστικά, Ελεγκτικά και Διακυβερνητικά Πρότυπα για τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα 2004, ΠΧΛ Νο11

<sup>42</sup> Ορισμοί ΟΛΕΙΧΙ:

Χρηματοοικονομικά στοιχεία είναι τα στοιχεία που προέρχονται από την παροχή χρηματοδότησης σε πελάτες που χρησιμοποιούν Ισλαμικά χρηματοοικονομικά προϊόντα, π.χ. τα συμβόλαια Musharaka και Mudaraba

Επενδυτικά στοιχεία είναι τα στοιχεία που απαιτούνται για επενδύσεις που χρησιμοποιούν Ισλαμικά χρηματοοικονομικά εργαλεία, π.χ. επενδύσεις σε ακίνητα, ασφαλίσεις που είναι συμβατές με τις αρχές και τους κανόνες της Σαρία κλπ.

- a) Ειδική πρόβλεψη: το ποσό που προορίζεται για την κάλυψη μιας υπολογισμένης μείωσης της αξίας ενός συγκεκριμένου τύπου περιουσιακού στοιχείου. Για τις εισπρακτέες απαιτήσεις, η πρόβλεψη ισούται με το ποσό που απαιτείται για την αναπλήρωση της αξίας του περιουσιακού στοιχείου στην ισοδύναμη χρηματική αξία του στοιχείου αυτού, ενώ για τα χρηματοοικονομικά και επενδυτικά στοιχεία, η πρόβλεψη θα πρέπει να είναι ίση με το χαμηλότερο μεταξύ της ισοδύναμης χρηματικής αξίας και του κόστους. Η ειδική πρόβλεψη αφαιρείται από τα συνδεδεμένα με αυτήν περιουσιακά στοιχεία.
- b) Γενική πρόβλεψη: το ποσό που προορίζεται για την κάλυψη μιας ενδεχόμενης ζημιάς που μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα αδιευκρίνιστων κινδύνων σε σχέση με τις απαιτήσεις, τα χρηματοοικονομικά και τα επενδυτικά στοιχεία. Η πρόβλεψη θα πρέπει να αντανακλά εκτιμημένες ζημιές από συμβάντα που έχουν ήδη γίνει στο παρελθόν. Η γενική πρόβλεψη αφαιρείται από τη συνολική αξία των απαιτήσεων και των χρηματοοικονομικών και επενδυτικών στοιχείων.
- ii. Το αποθεματικό ορίζεται ως ένα στοιχείο των ιδίων κεφαλαίων (είτε των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών είτε / και των μετόχων) που αποτελείται από διακρατήσεις προερχόμενες από τα έσοδα. Δύο είδη αποθεματικών ορίζονται και καλύπτονται από το πρότυπο:
- a) Αποθεματικά εξισορρόπησης κερδών: Είναι ένα ποσό που η Ισλαμική τράπεζα διακρατεί από τα έσοδα *mudaraba*, πριν από την κατανομή του μεριδίου *mudariib*, προκειμένου να διατηρήσει μια σχετικά σταθερή απόδοση επένδυσης για τους κατόχους επενδυτικών λογαριασμών. Καθώς τόσο οι κάτοχοι επενδυτικών λογαριασμών όσο και η Ισλαμική τράπεζα συμβάλλουν στη δημιουργία του αποθεματικού, αυτό θα πρέπει αντίστοιχα να αντικατοπτρίζεται στην κατάσταση οικονομικής θέσης. Επομένως, το μερίδιο των κατόχων μη δεσμευμένων επενδυτικών λογαριασμών παρουσιάζεται στο λογαριασμό των κατόχων μη δεσμευμένων επενδυτικών λογαριασμών ενώ το μερίδιο των μετόχων της τράπεζας παρουσιάζεται ως μέρος της καθαρής θέσης.

- b) Αποθεματικά επενδυτικού κινδύνου: Είναι το ποσό διακράτησης από τα έσοδα των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών, μετά την κατανομή του μεριδίου *mudarib* και στόχος τους είναι

η αποζημίωση των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών σε περίπτωση μελλοντικών ζημιών από επενδυτικές δραστηριότητες.

Τα αποθεματικά αυτά καταχωρούνται επίσης στην κατάσταση οικονομικής θέσης, στο λογαριασμό των κατόχων μη δεσμευμένων επενδυτικών λογαριασμών.

### **3.3.5 Κατανομή Κερδών**

Όπως προαναφέρθηκε, είχαν παρατηρηθεί σημαντικές αποκλίσεις, μεταξύ των ΙΧΙ, στη λογιστική διαχείριση της κατανομής των κερδών ανάμεσα στους κατόχους επενδυτικών λογαριασμών και στις τράπεζες. Οπότε το ΟΛΕΙΧΙ ανέπτυξε το ΠΧΛ Νο5 «Δημοσίευση της Βάσης για την Κατανομή των Κερδών μεταξύ της Καθαρής Θέσης των Μετόχων και των Κατόχων Επενδυτικών Λογαριασμών», το οποίο καθορίζει τις απαιτήσεις της δημοσίευσης που σχετίζονται με την κατανομή του κέρδους για τους δεσμευμένους και μη δεσμευμένους λογαριασμούς καθώς και με τα κίνητρα κέρδους. Το πρότυπο απαιτεί, μεταξύ άλλων, όπως η Ισλαμική τράπεζα γνωστοποιήσει τη βάση που χρησιμοποιεί για την κατανομή του κέρδους μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και των κατόχων επενδυτικών λογαριασμών καθώς και των ποσοστών του κάθε μέρους. Η χρηματοοικονομική κατάσταση θα πρέπει, επίσης, να αναφέρει τη βάση που χρησιμοποιήθηκε για τη χρέωση εξόδων στους μη δεσμευμένους λογαριασμούς επενδύσεων και το κατά πόσο η τράπεζα περιλαμβάνει τους μη δεσμευμένους επενδυτικούς λογαριασμούς στην κατανομή των κερδών και των εσόδων που παρήχθησαν από τους λογαριασμούς όψεως και τις εργασίες της τράπεζας αντίστοιχα.

## **3.4 Επίλογος**

Τα λογιστικά πρότυπα που ανέπτυξε το ΟΛΕΙΧΙ έχουν συμβάλει στην ενίσχυση της διαφάνειας των οικονομικών καταστάσεων των Ισλαμικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και διευκολύνουν τη συγκρισιμότητα των καταστάσεων μεταξύ των διαφόρων οργανισμών και χωρών. Παρ' όλα αυτά χρειάζεται να γίνουν περισσότερες προσπάθειες προς την κατεύθυνση αυτή, αφού είναι ανάγκη οι ρυθμιστικές αρχές περισσότερων ακόμα χωρών να αγκαλιάσουν και να στηρίξουν ένα συνεκτικό και αξιόπιστο πλαίσιο λειτουργίας των Ισλαμικών ιδρυμάτων.

## Δ. Ισλαμικές Αγορές και Οργανισμοί

### 1. Ιστορία της Ισλαμικής Τραπεζικής

#### 1.1 Η ανάπτυξη της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής

##### *1.1.1 Τα πρώτα χρόνια*

Πολλές από τις πρακτικές και τα πρότυπα που περιγράφονται σε προηγούμενα κεφάλαια υπήρξαν και ακολουθήθηκαν για εκατοντάδες χρόνια. Ωστόσο, δεν ήταν παρά τη δεκαετία του 1970 που αυτές οι αρχές άρχισαν να οργανώνονται συστηματικά και μεθοδικά, ώστε να σχηματίσουν το πλαίσιο εντός του οποίου θα μπορούσαν να λειτουργήσουν οι Ισλαμικές τράπεζες και τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ο κύριος στόχος τον καιρό εκείνο ήταν η ικανοποίηση των χρηματοδοτικών αναγκών των πολύ πλούσιων Μουσουλμάνων ιδιωτών.

Ο Wilson (2002) παραθέτει τρεις σημαντικούς παράγοντες που ώθησαν στην εμφάνιση της σύγχρονης Ισλαμικής τραπεζικής στις αρχές της δεκαετίας του 1970: η ίδρυση της Ισλαμικής Τράπεζας Ανάπτυξης (βλ. παρακάτω §4.1), οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου του 1973 - 1974 και οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες που προέκυψαν από τις προσπάθειες των Ισλαμιστών επιστημόνων.

Η πρώτη Ισλαμική εμπορική τράπεζα ιδρύθηκε στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, το 1974. Ακολούθησαν κι άλλες στην Αίγυπτο, το Σουδάν και το Κουβέιτ.

Ο Ισλαμικός χρηματοοικονομικός κλάδος λιανικών υπηρεσιών κατάφερε να βρει λύσεις και να χρησιμοποιήσει προϊόντα που είχαν αναπτυχθεί για άτομα και θεσμικούς επενδυτές με υψηλούς προϋπολογισμούς, οι οποίοι ήταν σε θέση να αντέξουν το κόστος που ανέκυπτε στα πρώτα στάδια ανάπτυξης του τομέα. (DeLorenzo 2005, σ. 6)

Η επιτυχία των Ισλαμικών τραπεζών στην εγχώρια λιανική αγορά ώθησε στην εμπλοκή των διεθνών τραπεζών που άρχισαν να συνεργάζονται με τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (IXI) και αργότερα δημιούργησαν τα δικά τους παραρτήματα ή Ισλαμικά «παράθυρα» (βλέπε παρακάτω).

Μια ανάλυση από τον Kahf (1999) έδειξε ότι ο συνολικός αριθμός των IXI αυξήθηκε κατά το έτος 1997 σε 176, τα οποία καλύπτουν 23 χώρες και κυρίως την περιοχή της Νότιας Ασίας και τη Μέση Ανατολή. Σύμφωνα με τον Kahf, ο εμπορικός τομέας έλαβε το μεγαλύτερο

ποσοστό (32%) της χρηματοδότησης ακολουθεί η βιομηχανία (17%), τα ακίνητα (16%), οι υπηρεσίες (12%), η γεωργία (6%) και άλλοι τομείς (17%). Ο τρόπος χρηματοδότησης που χρησιμοποιήθηκε περισσότερο ήταν μέσω murabaha (37%) και κατόπιν mudaraba (19%), musharaka (6%), ijarah (9%) και άλλα (29%).

Το επενδυτικό εργαλείο ή λογαριασμός mudaraba, που αναλύεται στο κεφάλαιο Β, § 3.2, ήταν ένα από τα πρώτα Ισλαμικά προϊόντα λιανικής και κατάφερε να κινητοποιήσει ένα μεγάλο μέρος των Ισλαμικών μικρών καταθέσεων. Τα χαρτοφυλάκια Mudaraba προσφέρθηκαν για πρώτη φορά από τις Σαουδαραβικές εμπορικές τράπεζες. Πρώτη ήταν η Σαουδαραβική Αμερικανική Τράπεζα (σε δολάρια ΗΠΑ και Ριάλ Σαουδικής Αραβίας) το 1986, ακολούθησε η Εθνική Εμπορική Τράπεζα, η Τράπεζα Riyad και ο Οργανισμός Τραπεζικής και Επενδύσεων Al Rajhi (Cox 2002 σ. 131).

Για την ιστορική διαδρομή της Ισλαμικής Τραπεζικής και των Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών, ανατρέξτε στο Παράρτημα Α.

### **1.1.2 Πρόσφατες εξελίξεις**

Υπολογίζεται ότι περίπου το 20 τοις εκατό του συνολικού παγκόσμιου πληθυσμού είναι Μουσουλμάνοι. Μεταξύ του 2000 και του 2004, οι Ισλαμικές Τράπεζες αυξήθηκαν κατά 70 τοις εκατό όσον αφορά τον αριθμό τους και με παρόμοιο ρυθμό και από την άποψη των στοιχείων του ενεργητικού και του μετοχικού κεφαλαίου.

Η KPMG (2006)<sup>43</sup>, παραθέτει τα ακόλουθα νούμερα για το έτος 2005:

Υπάρχουν περίπου 270 ΙΧΙ με στοιχεία ενεργητικού άνω των 265 δισεκατομμυρίων δολαρίων και επενδύσεις άνω των 400 δισ. δολαρίων. Ο ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου, εκτιμάται σε 15% ανά έτος, ενώ αναμένεται ότι μέσα στα επόμενα 8 έως 10 έτη το 40 έως 50% του συνόλου των αποταμιεύσεων του Μουσουλμανικού πληθυσμού θα το διαχειρίζονται Ισλαμικές Τράπεζες.

Ο Economist<sup>44</sup> υπολόγισε ότι το 2008 τα συμβατά με τη Σαρία κεφάλαια αυξήθηκαν κατά 29%, φτάνοντας τα 822 δισεκατομμύρια δολάρια παγκοσμίως.

<sup>43</sup> Πρωτογενής πηγή: Διεθνές συνέδριο Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής

<sup>44</sup> The Economist. Islamic Finance in France: Sharia calling, 12 Νοεμβρίου 2009

Ακόμη και αν οι Ισλαμικές τράπεζες έχουν αναπτυχθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, το μέγεθος του ενεργητικού τους σε σύγκριση με εκείνο των συμβατικών τραπεζών παραμένει ασήμαντο, ενώ καμία Ισλαμική τράπεζα δεν έχει μπει ακόμα στη λίστα των 100 κορυφαίων τραπεζών στον κόσμο. (Iqbal και Mirakhor 2002, σ. 46)

Ο ιδιωτικός πλούτος στις χώρες του Συμβουλίου Συνεργασίας του Κόλπου (ΣΣΚ)<sup>45</sup> εκτιμάται ότι ανέρχεται στο 1,5 τρισεκατομμύριο δολάρια. Από αυτά, τα 400 δισ. δολάρια και τα 250 δισ. δολάρια αντίστοιχα εκτιμάται ότι τα διαχειρίζονται διεθνείς οργανισμοί και Ισλαμικές εταιρίες. Το 85 τοις εκατό από αυτό το 1,5 τρισεκατομμύριο δολάρια είναι επενδυμένο στην αλλοδαπή, κυρίως στις ΗΠΑ, την Ευρώπη και την Ιαπωνία, με αποτέλεσμα να προβάλλει το αίτημα για τη λήψη μέτρων για την αντιστροφή της διαρροής κεφαλαίων που είναι συμβατά με τη Σαρία (Siddiqui 2005, σ. 98<sup>46</sup>)

---

<sup>45</sup> Τα κράτη του ΣΣΚ είναι τα ακόλουθα: Κουβέιτ, Κατάρ, Ομάν, το Βασίλειο της Σαουδικής Αραβίας, το Βασίλειο του Μπαχρέιν και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα

<sup>46</sup> Πρωτογενής πηγή: «Οι Αραβικές επιχειρήσεις του Κόλπου επενδύουν περισσότερο στη εγχώρια αγορά», Γερμανοαραβικό Επιμελητήριο Βιομηχανίας και Εμπορίου. Η ιστοσελίδα του βρίσκεται στο [www.ahkmena.com](http://www.ahkmena.com)

## **2. Μορφές των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων**

Η ανάπτυξη της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών οδήγησε σε μια σημαντική αύξηση του αριθμού των υφισταμένων ΙΧΙ. Ωστόσο, δεν παρέχουν όλα τα ιδρύματα τις ίδιες υπηρεσίες ούτε έχουν την ίδια νομική διάρθρωση. Ως εκ τούτου μπορούμε να διακρίνουμε αρκετές κατηγορίες ΙΧΙ με βάση τη μορφή τους.

### **2.1 Ισλαμικές Τράπεζες**

Η πλειοψηφία των ΙΧΙ είναι Ισλαμικές τράπεζες που ανήκουν είτε στο δημόσιο είτε στον ιδιωτικό τομέα. Τα κύρια αποκλειστικά προϊόντα που προσφέρουν οι Ισλαμικές τράπεζες, όπως είδαμε στο κεφάλαιο Β, § 3: Επιτρεπτά Χρηματοοικονομικά Εργαλεία, είναι τα Murabaha, Mudaraba, Musharaka και Ijarah.

Επιπλέον, προσφέρονται και πιο συμβατικά προϊόντα όπως οι λογαριασμοί όψεως και ταμειυτηρίου. Οι λογαριασμοί όψεως θεωρούνται ως δάνειο του πελάτη στην τράπεζα και στο πλαίσιο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, δεν παράγουν τόκο. Επίσης είναι πληρωτέοι σε πρώτη ζήτηση.

Οι δραστηριότητες και τα προϊόντα που προσφέρουν οι Ισλαμικές Τράπεζες εποπτεύονται από τα συμβούλια της Σαρία που αποτελούνται από εξέχοντες Ισλαμιστές επιστήμονες<sup>47</sup>.

#### ***2.1.1 Μετατροπή μιας Συμβατικής Τράπεζας σε Ισλαμική Τράπεζα***

Με τη συνεχιζόμενη επέκταση της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, πολλές συμβατικές τράπεζες επέλεξαν να προσαρμόσουν το σύνολο των δραστηριοτήτων τους αποκλειστικά στις Ισλαμικές αρχές χρηματοοικονομικής. Η μετατροπή μιας συμβατικής τράπεζας σε Ισλαμική δεν είναι μια απλή υπόθεση, δεδομένου ότι πρέπει να ληφθούν πολλά ζητήματα υπόψη. Για παράδειγμα πρέπει να δοθεί έγκριση από τις ρυθμιστικές αρχές, οι εργαζόμενοι πρέπει να εκπαιδευτούν, τα συστήματα ΙΤ πρέπει να επανασχεδιαστούν, να συσταθεί εποπτικό συμβούλιο της Σαρία, οι συμβάσεις και τα έγγραφα πρέπει να αναδιατυπωθούν, τα λογιστικά πρότυπα θα πρέπει να προσαρμοστούν στα πρότυπα του Οργανισμού Λογιστικής και

---

<sup>47</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπε Κεφάλαιο Γ, § 1.2.1 Εποπτικό Συμβούλιο της Σαρία



Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΟΛΕΙΧΙ ) κ.λπ.

Το ΟΛΕΙΧΙ αναγνωρίζοντας την ανάγκη για παροχή κατευθυντήριων γραμμών για το σύνθετο έργο της μετατροπής, δημοσίευσε το Πρότυπο Σαρία Νο 6 για την " Μετατροπή μιας Συμβατικής Τράπεζας σε Ισλαμική Τράπεζα ".

Το πρότυπο καλύπτει διάφορες πτυχές της διαδικασίας μετατροπής, των οποίων οι κυριότερες είναι:

- Το χρονοδιάγραμμα
- Τα αναγκαία μέτρα
- Τις συναλλαγές με άλλες τράπεζες
- Την παροχή συμβατών με τη Σαρία τραπεζικών υπηρεσιών
- Τον αντίκτυπο της μετατροπής της τράπεζας πάνω στις τοκοφόρες απαιτήσεις και επενδύσεις
- Τη διαχείριση των μη επιτρεπτών υφιστάμενων (πριν τη μετατροπή) υποχρεώσεων και απαιτήσεων της τράπεζας
- Τον τρόπο διάθεσης των κερδών από μη επιτρεπτές δραστηριότητες

Στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, τρία χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν ήδη ολοκληρώσει μια πλήρη διαδικασία μετατροπής: Η Ισλαμική Τράπεζα Sharjah (2002), η Χρηματοοικονομική Εταιρία Amlak (2004) και η Τράπεζα της Μέσης Ανατολής (2004). Άλλες τράπεζες του Συμβουλίου Συνεργασίας του Κόλπου ((ΣΣΚ) που έχουν εμπειρία πλήρους μετατροπής ή είναι στη διαδικασία της μετατροπής, λειτουργούν επίσης στο Βασίλειο της Σαουδικής Αραβίας και στο Κουβέιτ (Adam 2005, σ. 41).

Ανάλογα με το χρονοδιάγραμμα της μετατροπής, μπορούν να διακριθούν τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις (Adam 2005, pp. 42-43):

4. Πλήρεις μετατροπές
5. Σταδιακοί μετασχηματισμοί
6. Μερικοί μετασχηματισμοί

Το πρώτο είδος είναι εκείνο που συνιστάται από τους νομικούς της Σαρία αφού συνεπάγεται μια σταθερή καταληκτική ημερομηνία μετά την οποία όλες οι λειτουργίες της τράπεζας θα πρέπει να είναι συμβατές με τη Σαρία. Για το σταδιακό μετασχηματισμό δεν υπάρχει συγκεκριμένη καταληκτική ημερομηνία, αν και η πλήρης μετατροπή είναι, συνήθως, ο τελικός στόχος, σε αντίθεση με την τρίτη προσέγγιση, η οποία συνήθως αναφέρεται στη δημιουργία Ισλαμικών «παραθύρων» στο πλαίσιο των υφιστάμενων δομών της συμβατικής τράπεζας.

## **2.2 Ισλαμικά Επενδυτικά Παράθυρα**

Τα Ισλαμικά παράθυρα είναι εξειδικευμένα τμήματα στα πλαίσια των παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία προσφέρουν προϊόντα που είναι συμβατά με το νόμο της Σαρία. Η δομή αυτή επέτρεψε σε πολλές δυτικές και μη δυτικές συμβατικές τράπεζες να εισέλθουν στον κόσμο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής χωρίς την ίδρυση ολοκληρωμένων Ισλαμικών τραπεζών ή με τη χρήση των υφιστάμενων Ισλαμικών τραπεζών ως ενδιάμεσων για την παροχή συμβατών με τη Σαρία προϊόντων στους πελάτες. Στις περισσότερες περιπτώσεις τα Ισλαμικά παράθυρα έχουν ως πελάτες τους πλουσιότερους Μουσουλμάνους επενδυτές.

Οι τράπεζες με Ισλαμικά παράθυρα, γενικά, υποβάλλουν τα προϊόντα τους σε κάποιο συμβούλιο της Σαρία για έγκριση ώστε να εξασφαλίσουν τη συμμόρφωση με το νόμο της Σαρία και να ενισχύσουν την εμπορευσιμότητα των προϊόντων τους.

## **2.3 Ισλαμικές Επενδυτικές Τράπεζες**

Οι Ισλαμικές τράπεζες συνήθως παρέχουν υπηρεσίες σε πελάτες λιανικής. Ωστόσο, η πρόσφατη ανάπτυξη του τομέα και η ανάγκη για ευρείας κλίμακας συναλλαγές, χρηματοδοτικά σχέδια και εγγυήσεις οδήγησαν στην ανάπτυξη πολλών Ισλαμικών Τραπεζών

Επενδύσεων.

## **2.4 Ισλαμικά Επενδυτικά Κεφάλαια**<sup>48</sup>

Τα πρώτα Ισλαμικά (επενδυτικά) κεφάλαια ιδρύθηκαν στη Μαλαισία, ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1960, και ακολούθησαν διάφοροι συνασπισμοί κεφαλαίων στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη Σιγκαπούρη, τη Νότια Αφρική και τη Σαουδική Αραβία. Ωστόσο, η πραγματική ανάπτυξη του τομέα επιτεύχθηκε κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, όταν η Ισλαμικός κλάδος επενδυτικών κεφαλαίων γνώρισε σημαντική μεγέθυνση. Το 2004 υπήρχαν περισσότερα από 100 Ισλαμικά κεφάλαια, σε σύγκριση με μόνο 13 το 1994. Τα συνολικά κεφάλαια που επενδύθηκαν σε Ισλαμικά μετοχικά κεφάλαια αυξήθηκαν από 800 εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 1996 σε 5 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2004. (Al-Rifai 2005, σ. 156)

Τα κυριότερα είδη των διαθέσιμων κεφαλαίων είναι τα επενδυτικά (εφαρμόζεται διαδικασία φιλτραρίσματος προκειμένου να επιλεγθούν οι συμβατές με τη Σαρία επενδύσεις), της Χρηματοδοτικής μίσθωσης (διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά που εκδίδονται με την υποστήριξη των μισθώσεων αυτοκινήτων, αεροσκαφών και εξοπλισμού) και των Μεταλλευμάτων (επενδύσεις σε βασικά μέταλλα). Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων επενδύεται σε διεθνείς μετοχές.

Τα Ισλαμικά κεφάλαια προστατευμένων επενδύσεων παρουσιάστηκαν για πρώτη φορά το 2000 από την Εθνική Τράπεζα Εμπορίου και την Τράπεζα Shamil του Μπαχρέιν. (Cox 2002, σ. 139)

Πρόσφατα ιδρύθηκε το πρώτο Ισλαμικό κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (Κεφάλαιο για την Τεχνολογία Injazat E.C.). Είναι ένα κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών αξίας 50 εκατ. δολαρίων ΗΠΑ που λειτουργεί σύμφωνα με τις αρχές της Σαρία και στοχεύει στις εταιρείες παραγωγής τεχνολογίας που βρίσκονται σε ακτίνα μεταξύ Μέσης Ανατολής και Βόρειας Αφρικής (MEBA). Το πρώτο Ισλαμικό κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου (Αμερικανικό κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου Alfajar) παρουσιάστηκε το 2003 από την Εταιρεία Διαχείρισης Κεφαλαίων Permal και τη Σαουδαραβική Εταιρεία Οικονομικής Ανάπτυξης. (Siddiqui 2005, σ. 99)

---

<sup>48</sup> Για λεπτομέρειες σχετικά με τα Ισλαμικά Επενδυτικά Κεφάλαια και τους διαφορετικούς διαθέσιμους τύπους βλέπε Κεφάλαιο Β, § 4.1.2

Για μια πλήρη λίστα των Ισλαμικών κεφαλαίων ανατρέξτε στο παράρτημα Β.

Η σημασία της Ισλαμικής βιομηχανίας κεφαλαίων οδήγησε στη δημιουργία του Δείκτη της Ισλαμικής Αγοράς Dow Jones, ο οποίος χρησιμεύει ως δείκτης αναφοράς για τους επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν με συμμορφούμενο με τη Σαρία τρόπο.

#### **2.4.1 Ισλαμικός Δείκτης Αγοράς Dow Jones**

Η εταιρία Δείκτες Dow Jones είναι μια προμηθεύτρια δεικτών που αναπτύσσει και διατηρεί δείκτες και χορηγεί άδειες για τη χρήση τους ως σημείων αναφοράς και βάσεων για τα επενδυτικά προϊόντα.

Οι Δείκτες Ισλαμικής Αγοράς εισήχθησαν το 1999 ως ο πρώτος οδηγός για χαρτοφυλάκια συμβατά με το Ισλάμ. Σήμερα, η σειρά περιλαμβάνει περισσότερους από 60 δείκτες, περιλαμβάνοντας παγκόσμιους, περιφερειακούς, εθνικούς, κλαδικούς και δείκτες κεφαλαιοποίησης.

Από τους δείκτες εξαιρούνται οι επιχειρήσεις παραγωγών οινοπνευματωδών, προϊόντων χοιρινού, οι παροχές συμβατικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (τράπεζες, ασφάλειες κ.λπ.), καθώς και οι παροχές υπηρεσιών ψυχαγωγίας (ξενοδοχεία, καζίνο / τυχερά παιχνίδια, κινηματογράφος, πορνογραφία, μουσική, κλπ.). Οι επιχειρήσεις προϊόντων καπνού και αμυντικών εξοπλισμών, αν και δεν απαγορεύονται αυστηρά για επενδύσεις βάσει του Ισλαμικού νόμου, εξαιρούνται από τους δείκτες επίσης.

Εκτός από τα φίλτρα που χρησιμοποιούνται για επιχειρήσεις της βιομηχανίας, μια σειρά από χρηματοοικονομικά ποσοτικά φίλτρα χρησιμοποιείται και στις μετοχές ώστε να εξαιρεθούν από τους δείκτες εταιρείες που βασίζουν τον κύκλο εργασιών τους σε μη ιδιόκτητα περιουσιακά στοιχεία και σε έσοδα από τοκοφόρες δραστηριότητες. Πιο συγκεκριμένα, αν πληρείται<sup>49</sup> κάποιο από τα ακόλουθα κριτήρια τότε οι υπό εξέταση εταιρείες αποκλείονται από τους Ισλαμικούς δείκτες:

- Το συνολικό χρέος<sup>50</sup> διαιρούμενο με τη σε 12μηνη βάση μέση αγοραία κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης είναι 33% ή και περισσότερο.

<sup>49</sup> Παρόμοια φίλτρα περιγράφονται λεπτομερώς στο Κεφάλαιο Β § 4.2: Φίλτρα

<sup>50</sup> Συνολικό Χρέος = Βραχυχρόνιο Χρέος + Τρέχων ποσοστό Μακροχρόνιου Χρέους + Μακροχρόνιο Χρέος

- Τα μετρητά συν οι τοκοφόροι τίτλοι διαιρούμενοι με τη σε 12μηνη βάση μέση αγοραία κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης είναι 33% ή και περισσότερο.
- Οι εισπρακτέοι λογαριασμοί<sup>51</sup> διαιρούμενοι με τη 12μηνη μέση αγοραία κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης είναι 33% ή και περισσότερο.

Η σύνθεση κάθε δείκτη αναθεωρείται ανά τρίμηνο, τον Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο, καθώς και σε συνεχή βάση για να λαμβάνονται υπόψη εταιρικές πράξεις, όπως συγχωνεύσεις, έξοδος από το χρηματιστήριο ή πτωχεύσεις.

Ένα ανεξάρτητο Εποπτικό Συμβούλιο Σαρία καθοδηγεί τους Δείκτες του Dow Jones σε θέματα που σχετίζονται με τη συμμόρφωση των επιχειρήσεων που συμπεριλαμβάνονται σε αυτούς<sup>52</sup>.

## **2.5 Ισλαμικές Εταιρείες Υποθηκών**

Οι Ισλαμικές Εταιρείες Υποθηκών αναπτύχθηκαν κυρίως για να παρέχουν υπηρεσίες υποθηκών στους Μουσουλμάνους που ζουν στο δυτικό κόσμο, δηλαδή στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις ΗΠΑ. Υπάρχουν διάφοροι τύποι Ισλαμικών υποθηκών, αλλά οι πιο κοινές (και οι περισσότερο όμοιες με τις υποθήκες δυτικού τύπου) βασίζονται στο συμβόλαιο (μίσθωσης) *ijarah*.

## **2.6 Ισλαμικά Ασφαλιστικά Ιδρύματα (Takaful)**

Έχουν συσταθεί εταιρείες παροχής υπηρεσιών takaful, αν και η χρήση των takaful στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική εξακολουθεί να είναι αρκετά περιορισμένη και εστιάζεται κυρίως στην ασφάλιση της φυσικής ιδιοκτησίας. Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τα takaful βλέπε κεφάλαιο Β.5. Ασφάλειες (Takaful).

<sup>51</sup> Λογαριασμοί Εισπρακτέοι = Βραχυχρόνιοι εισπρακτέοι λογαριασμοί + Μακροχρόνιοι εισπρακτέοι λογαριασμοί

<sup>52</sup> Πηγή: [www.djindexes.com](http://www.djindexes.com), της 29<sup>ης</sup> Ιουλίου 2006

## **2.7 Εταιρείες Mudaraba**

Οι εταιρείες Mudaraba συστήνονται ως ξεχωριστές νομικές οντότητες και διοικούνται από εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων. Οι εταιρείες αυτές χρηματοδοτούνται από τα ίδια κεφάλαια και τα πιστοποιητικά επενδύσεων mudaraba που εκδίδονται μέσω δημόσιων προσφορών στους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Δεν επιτρέπεται να δέχονται καταθέσεις. Τα κεφάλαια mudaraba χρησιμοποιούνται για επενδύσεις συμβατές με τη Σαρία, με τα κέρδη να διανέμονται στους επενδυτές ανάλογα με τη συνεισφορά τους. Ο διαχειριστής του κεφαλαίου λαμβάνει επίσης ένα μέρος των κερδών. Τα κεφάλαια Mudaraba μπορούν να δημιουργηθούν με σκοπό τις επενδύσεις σε μια ή σε περισσότερες περιοχές.

Αυτό το είδος Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων είναι ιδιαίτερα κοινό στο Πακιστάν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 3. Κύριες Ισλαμικές Αγορές

Οι Ισλαμικές τράπεζες στις περισσότερες Μουσουλμανικές χώρες λειτουργούν δίπλα σε παραδοσιακά τραπεζικά ιδρύματα προσφέροντας έτσι στους υποψήφιους πελάτες τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ συμβατικών ή Ισλαμικών τραπεζικών υπηρεσιών. Ωστόσο, το Ιράν, το Σουδάν και το Πακιστάν αποτελούν εξαιρέσεις στον κανόνα αυτό, αφού έχουν καταβάλλει προσπάθειες ώστε να εξασφαλιστεί ότι όλες οι τοπικές συναλλαγές τηρούν τις αρχές του νόμου της Σαρία. (Wilson 2002, σ. 37).

Οι κυριότερες εξελίξεις στις τρεις αυτές χώρες συνοψίζονται παρακάτω:

#### 3.1 Ιράν

- Η Ισλαμική τραπεζική νομοθεσία εφαρμόστηκε το 1983 από το κράτος μετά από διαβούλευση με τον χρηματοπιστωτικό κλάδο.
- Ως εκ τούτου, όλες οι τραπεζικές συναλλαγές έπρεπε να τηρούν το νόμο της Σαρία. Οι καταθέσεις έγιναν αποδεκτές στη βάση wakala (πρακτόρευση).
- Ωστόσο, για τη διευκόλυνση των διασυνοριακών συναλλαγών με ξένες τράπεζες το κράτος επέτρεψε οι πράξεις αυτές να είναι τοκοφόρες.
- Σημαντικές τράπεζες στο Ιράν είναι οι Melli, Mellat , Saderat, Tejarat και η Τράπεζα Sepah, η οποία έχει το δικό της συμβούλιο Σαρία.
- Πρόσφατα ιδρύθηκαν και οι πρώτες ιδιωτικές Ισλαμικές τράπεζες στο Ιράν. Εδώ να αναφέρουμε την Τράπεζα Karafa και τη Σύγχρονη Οικονομική Τράπεζα.

#### 3.2 Σουδάν

- Το 1982 τέθηκε σε εφαρμογή νόμος που απαιτούσε την ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος του Σουδάν σύμφωνα με στις Ισλαμικές τραπεζικές πρακτικές και μόνο.

- Ως αποτέλεσμα, όλες οι τράπεζες δημιούργησαν επιτροπές Σαρία και δέχτηκαν καταθέσεις mudarab. Επίσης, παρείχαν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες μέσω της χρήσης των murabaha, musharaka και ijarah.
- Παρά το γεγονός ότι η Σουδανική οικονομία είχε κακή απόδοση, υπήρχαν 25 Ισλαμικές τράπεζες στο Σουδάν στη δεκαετία του 1990.
- Η κεντρική τράπεζα του Σουδάν έχει εκδώσει Ισλαμικά κυβερνητικά πιστοποιητικά με τη βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

### **3.3 Πακιστάν**

- Συζητήσεις για την εφαρμογή της Ισλαμικής τραπεζικής είχαν αρχίσει ήδη από τη δεκαετία του 1960, χωρίς κάποιο συγκεκριμένο αποτέλεσμα.
- Κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970 και ως αποτέλεσμα πολιτικών εξελίξεων, αρκετά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα άρχισαν να προσφέρουν Ισλαμικές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες.
- Ο Κανονισμός Ελέγχου Mudarabah του 1980, προέβλεπε την ίδρυση εταιρειών mudaraba που θα μπορούσαν να συμμετέχουν μόνο σε συμβατές με τη Σαρία δραστηριότητες και είχαν το δικαίωμα φορολογικών ελαφρύνσεων. Το 1995 υπήρχαν 52 τέτοιες εταιρείες, ενώ το 2001 υπήρχαν 37 που εξακολουθούσαν να είναι ενεργές.
- Από το 1981 όλες οι τράπεζες στο Πακιστάν άρχισαν να προσφέρουν Ισλαμικά τραπεζικά «παράθυρα» σε συνδυασμό με τις συμβατικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.
- Το 1999 το Διεθνές Ινστιτούτο Ισλαμικών Οικονομικών στο Ισλαμαμπάντ δημοσίευσε ένα σχέδιο για την εφαρμογή ενός Ισλαμικού χρηματοπιστωτικού συστήματος στο Πακιστάν.
- Το Ανώτατο Δικαστήριο αποφάσισε να αναβάλει την εφαρμογή του σχεδίου μέχρι τις 30 Ιουνίου 2002.



- Το 2002, εκδόθηκε η πρώτη Ισλαμική τραπεζική άδεια για την Τράπεζα Meezan.

Σήμερα, οι περισσότερες από τις Ισλαμικές χρηματοοικονομικές δραστηριότητες πραγματοποιούνται στη Μέση Ανατολή και τη Μαλαισία. Το Μπαχρέιν, το Κουβέιτ, τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, το Βασίλειο της Σαουδικής Αραβίας, η Ιορδανία, η Αίγυπτος, το Πακιστάν και επιπλέον το Ιράν, το Σουδάν και η Μαλαισία, είναι από τις χώρες με τις πιο προηγμένες Ισλαμικές αγορές. Το Ηνωμένο Βασίλειο, έχει, επίσης, αναδειχθεί σε παγκόσμιο κέντρο παροχής Ισλαμικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η Μαλαισία και το Μπαχρέιν θεωρούνται από τις πλέον πρωτοπόρες αγορές στον Ισλαμικό χρηματοοικονομικό κόσμο:

### **3.4 Μαλαισία**

Ο Wilson (2002, σ. 35) δίνει τις ακόλουθες βασικές εξελίξεις της αγοράς αυτής:

- Η Ισλαμική Τράπεζα Berhad ήταν ο πρώτος οργανισμός που συστάθηκε βάσει της Ισλαμικής Τραπεζικής Πράξης του 1983. Η επιχείρηση εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών της Κουάλα Λουμπούρ (ΧΑΚΛ) τον Ιανουάριο του 1992.
- Τράπεζα Επενδύσεων Islam's Sakinah (με βάση τα συμβόλαια mudaraba) ξεκίνησε με ένα ελάχιστο όριο 50.000 RM για περιόδους που κυμαίνονται μεταξύ 1 και 5 ετών. Τα κέρδη κατανέμονται μεταξύ του επενδυτή (70%) και της τράπεζας (30%). Η ίδια τράπεζα δημιούργησε επίσης διαπραγματεύσιμα Ισλαμικά πιστοποιητικά καταθέσεων (με βάση ένα συμβόλαιο ετεροχρονισμένων πληρωμών / πιστωτικών πωλήσεων) που προσφέρει μια βραχυπρόθεσμη ευκαιρία εξοικονόμησης με ελάχιστη ονομαστική αξία 50.000 RM. (Cox 2002, σ. 132)
- Το 1992 η κεντρική τράπεζα της Μαλαισίας, Η Negara Malaysia, επέτρεψε στις παραδοσιακές τράπεζες να προσφέρουν Ισλαμικά προϊόντα.
- Το Μάρτιο του 1993 εισήχθη ένα άτοκο τραπεζικό πρόγραμμα, το Skim Perbankan Tanpa Fardh, με τη συμμετοχή, μεταξύ άλλων, 14 εμπορικών τραπεζών, 10

χρηματοοικονομικών εταιρειών και πέντε τραπεζών εμπορών. Στο πρόγραμμα συμμετείχαν επίσης τα τοπικά γραφεία των πολυεθνικών τραπεζών.

- Το 1994, μια νέα διατραπεζική αγορά χρήματος ιδρύθηκε στην Κουάλα Λουμπόρ, προκειμένου να διευκολυνθούν οι αγοραπωλησίες των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών εργαλείων (κυρίως του Mudaraba) μεταξύ των τραπεζών και για την αύξηση της ρευστότητας.
- Οι τράπεζες που συμμετείχαν στο παραπάνω πρόγραμμα ήταν υποχρεωμένες να δημοσιεύουν την Ισλαμική τραπεζική τους δραστηριότητα ως πρόσθετη σημείωση στους ετήσιους λογαριασμούς τους, ως αποτέλεσμα των κατευθύνσεων που δόθηκαν από την κεντρική τράπεζα το 1996.
- Η RHB Unit Trust Management δημιούργησε τον πρώτο Ισλαμικό δείκτη, με γνώμονα το σύνθετο δείκτη του ΧΑΚΛ.

### **3.5 Μπαχρέιν**

Η Διεύθυνση Νομισματικής Πολιτικής του Μπαχρέιν, το 2001, ήταν η πρώτη κεντρική τράπεζα που εξέδωσε, το 2001, βραχυπρόθεσμα κυβερνητικά γραμμάτια και πιστοποιητικά χρηματοδοτικής μίσθωσης (3 και 5 ετών) δομημένα με τον Ισλαμικό τρόπο.

Αρκετοί σημαντικοί Ισλαμικοί Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί έχουν την έδρα τους στο Μπαχρέιν, συμπεριλαμβανομένου του Ανώτατου Συμβουλίου της Ισλαμικής Τραπεζικής, του Ταμείου Υποδομών της Ισλαμικής Τράπεζας Ανάπτυξης, της Διεθνούς Ισλαμικής Χρηματαγοράς (ΔΙΧ<sup>53</sup>), του Κέντρου Διαχείρισης Ρευστότητας<sup>54</sup> και της Διεθνούς Ισλαμικής Υπηρεσίας Αξιολόγησης<sup>55</sup>.

Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την ανάπτυξη της Ισλαμικής Τραπεζικής, τις σημαντικές Ισλαμικές Τράπεζες και τις πρόσφατες εξελίξεις στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, ο ενδιαφερόμενος αναγνώστης παραπέμπεται στον Wilson 2005.

---

<sup>53</sup> Βλέπε παρακάτω § 4.2

<sup>54</sup> Βλέπε παρακάτω § 4.4

<sup>55</sup> Βλέπε Κεφάλαιο Γ, § 1.3.4.1

## **4. Οργανισμοί του Ισλαμικού Χρηματοπιστωτικού Κλάδου**

Η ταχεία ανάπτυξη των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών κατά τα τελευταία χρόνια έχει διευκολυνθεί σημαντικά από αρκετές κλαδικές ενώσεις ή φορείς αυτορρύθμισης. Εκτός από το Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (βλέπε κεφάλαιο Γ, § 1.2.2) και τον Οργανισμό Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΟΛΕΙΧΙ) (βλέπε κεφάλαιο Γ, § 3.2) δραστηριοποιούνται και τα ακόλουθα ιδρύματα, μεταξύ άλλων, στην προώθηση και υποστήριξη, μέσω των διαφόρων ενεργειών τους, του κλάδου της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής.

### **4.1 Η Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης (ΙΤΑ)**

Η ΙΤΑ είναι ένα διεθνές χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που εγκαινιάστηκε επισήμως στην Τζέντα του Βασιλείου της Σαουδικής Αραβίας, τον Οκτώβριο του 1975. Η σημερινή σύνθεση της Τράπεζας αποτελείται από 56 χώρες. Η βασική προϋπόθεση για την ένταξη της υποψήφιας χώρας είναι να αποτελεί μέλος του Οργανισμού Ισλαμικής Συνδιάσκεψης, να συνεισφέρει στο κεφάλαιο της Τράπεζας και να είναι πρόθυμη να αποδεχθεί τους όρους και τις συνθήκες που αποφασίζονται από το διοικητικό συμβούλιο της ΙΤΑ.

Η έδρα της Τράπεζα βρίσκεται στην Τζέντα. Έχουν ανοιχτεί τρία περιφερειακά γραφεία. Ένα στο Ραμπάτ του Μαρόκο, ένα στην Κουάλα Λουμπούρ της Μαλαισίας, το 1994 και ένα ακόμη, τον Ιούλιο του 1997, στο Αλμάτι του Καζακστάν. Η Τράπεζα έχει επίσης τομεακούς εκπροσώπους σε έντεκα χώρες. Αυτές είναι: η Ινδονησία, το Ιράν, το Καζακστάν, η Λιβύη, το Πακιστάν, η Σενεγάλη, το Σουδάν, η Γκάμπια, η Γουινέα, η Μαυριτανία και η Αλγερία.

Ο σκοπός και οι λειτουργίες της ΙΤΑ, όπως προσδιορίζονται από αυτήν, έχουν ως εξής:

#### **4.1.1 Σκοπός**

Ο σκοπός της Τράπεζας είναι να προωθήσει την οικονομική ανάπτυξη και κοινωνική πρόοδο των χωρών μελών και των Μουσουλμανικών κοινοτήτων ξεχωριστά καθώς και από κοινού σύμφωνα με τις αρχές του νόμου της Σαρία. Οι ειδικοί στόχοι περιλαμβάνουν την προαγωγή του Ισλαμικού χρηματοπιστωτικού κλάδου και ιδρυμάτων, τη μείωση της φτώχειας και την προώθηση της συνεργασίας μεταξύ των χωρών μελών.

Για να υλοποιήσει αυτούς τους στόχους, ο Όμιλος ΙΤΑ επικεντρώνεται στους ακόλουθους τομείς προτεραιότητας:

- Ανθρώπινη ανάπτυξη
- Αγροτική ανάπτυξη και επισιτιστική ασφάλεια
- Ανάπτυξη υποδομών
- Ενδοκοινοτικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών μελών
- Ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα, μέσω της Ισλαμικής Συνεργασίας για την Ανάπτυξη του Ιδιωτικού Τομέα, μιας ανεξάρτητης οντότητας που ιδρύθηκε από την ΙΤΑ.
- Έρευνα και ανάπτυξη στην Ισλαμική οικονομική, τραπεζική και χρηματοοικονομική, μέσω του Ισλαμικού Ινστιτούτου Ερευνών και Εκπαιδύσεως (ΙΙΕΕ)<sup>56</sup>.

#### **4.1.2 Λειτουργίες**

Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας είναι να συμμετέχει στα επενδυτικά κεφάλαια και να χορηγεί δάνεια για παραγωγικά έργα και επιχειρήσεις και επιπλέον η παροχή οικονομικής βοήθειας σε χώρες μέλη με κάθε πρόσφορο τρόπο με σκοπό την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη. Η Τράπεζα έχει επίσης την υποχρέωση να κατακρατά και να διαχειρίζεται ειδικά κονδύλια για ειδικούς σκοπούς συμπεριλαμβανομένου ενός ταμείου για την παροχή βοήθειας στις Μουσουλμανικές κοινότητες σε χώρες μη μέλη, εκτός από τη δημιουργία ειδικών ταμείων.

Η Τράπεζα έχει το δικαίωμα να δέχεται καταθέσεις και να κινητοποιεί τους χρηματοδοτικούς πόρους μέσω συμβατών με τη Σαρία μεθόδων. Έχει επίσης επιφορτιστεί με την ευθύνη της προώθησης του εξωτερικού εμπορίου, κυρίως κεφαλαιουχικών αγαθών, μεταξύ των χωρών μελών, την παροχή τεχνικής βοήθειας στις χώρες μέλη και την επέκταση της ανάπτυξης εκπαιδευτικών προγραμμάτων συμμόρφωσης με το νόμο της Σαρία τα οποία αφορούν το προσωπικό που ασχολείται με αναπτυξιακές δραστηριότητες σε Μουσουλμανικές χώρες.

---

<sup>56</sup> Βλέπε παρακάτω Κεφάλαιο 4.3

#### **4.1.3 Τρόποι χρηματοδότησης έργων**

Για την υποστήριξη αναπτυξιακών έργων των χωρών μελών της ΙΤΑ πάνω στη γεωργία, τη βιομηχανία, τη γεωργική βιομηχανία και τον τομέα των υποδομών, έχουν χρησιμοποιηθεί διάφορες συμβατές με τη Σαρία μέθοδοι χρηματοδότησης. Αυτές οι μέθοδοι περιλαμβάνουν τη δανειοδότηση, την τεχνική βοήθεια, τη χρηματοδοτική μίσθωση, το Istisna, τις συμμετοχές στο μετοχικό κεφάλαιο, τη συμμετοχή στα κέρδη κ.λπ. Σε γενικές γραμμές, όλες οι χώρες-μέλη επωφελούνται από τη χρηματοδότηση της ΙΤΑ. Η Τράπεζα χρηματοδοτεί επίσης τις μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, εκπονεί μικροχρηματοοικονομικά προγράμματα κ.λπ.

Η ΙΤΑ έχει, ωστόσο, επικριθεί στο παρελθόν ότι τα οφέλη που αποκομίζουν από τη λειτουργία της οι φτωχότερες Μουσουλμανικές χώρες είναι περιορισμένα. Επίσης, έχει επικριθεί για μη εκπλήρωση των προσδοκιών στο ρόλο της ως συντονίστριας μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και των εφαρμοζόμενων πολιτικών των διαφόρων κεντρικών τραπεζών, όπως επίσης και για τους αργούς ρυθμούς στην προώθηση έργων υποδομής και ανάπτυξης. (Iqbal και Mirakhor 2002, σ. 53)

#### **4.2 Διεθνής Ισλαμική Χρηματαγορά**

Η Διεθνής Ισλαμική Χρηματαγορά (ΔΙΧ) είναι μια διεθνής δομή, ένας μη κερδοσκοπικός οργανισμός, που ιδρύθηκε με συλλογική προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών και των νομισματικών αρχών του Μπαχρέιν, του Μπρουνέι, της Ινδονησίας, της Μαλαισίας, του Σουδάν και της Ισλαμικής Τράπεζας Ανάπτυξης με έδρα τη Σαουδική Αραβία.

Ιδρύθηκε με μια συμφωνία που υπεγράφη στο Παρίσι στις 13 Νοεμβρίου 2001 από τα ιδρυτικά μέλη, και άρχισε τη λειτουργία της την 1<sup>η</sup> Απριλίου 2002, με έδρα το Βασίλειο του Μπαχρέιν.

Η ΔΙΧ είναι ένας από τους βασικούς πυλώνες του Ισλαμικού τραπεζικού και χρηματοδοτικού κλάδου με βασικό στόχο να δημιουργήσει, να αναπτύξει, να προωθήσει και να ρυθμίσει μια διεθνή χρηματαγορά με βάση τους κανόνες και τις αρχές της Σαρία.

Αποστολή της ΔΙΧ είναι η ανάπτυξη των παγκόσμιων πρωτογενών Ισλαμικών χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών και στη συνέχεια η δημιουργία μιας δευτερογενούς αγοράς για τα προϊόντα της Ισλαμικής κεφαλαιαγοράς. Η ΔΙΧ επικεντρώνεται επίσης στην εξέλιξη και

τυποποίηση των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών εργαλείων και συμβολαίων, των δομών και της ανάπτυξης προϊόντων, στην έκδοση των κατευθυντήριων γραμμών και στην ενίσχυση του συνεργατικού πλαισίου μεταξύ των Ισλαμικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων<sup>57</sup>.

### **4.3 Ισλαμικό Ίδρυμα Έρευνας και Εκπαίδευσης**

Το Ισλαμικό Ίδρυμα Έρευνας και Εκπαίδευσης (ΠΕΕ) ιδρύθηκε το 1981 για να "αναλάβει αφενός την έρευνα και την παροχή υπηρεσιών κατάρτισης και ενημέρωσης στις χώρες μέλη της Ισλαμικής Τράπεζας Ανάπτυξης καθώς και στις Μουσουλμανικές κοινότητες σε χώρες μη μέλη ώστε να συμβάλλει στη συμμόρφωση των οικονομικών, χρηματοοικονομικών και τραπεζικών δραστηριοτήτων τους με τη Σαρία και αφετέρου να συμβάλλει στην περαιτέρω οικονομική ανάπτυξη και συνεργασία μεταξύ τους." (ΠΕΕ 2005)

Το ΠΕΕ περιλαμβάνει τέσσερα τμήματα: (i) Τμήμα Ισλαμικών Οικονομικών, Ανάπτυξης και Συνεργασίας, (ii) Τμήμα Ισλαμικής Τραπεζικής και Χρηματοδότησης, (iii) Τμήμα Κατάρτισης και (iv) το Κέντρο Πληροφόρησης.

Τα κύρια θέματα έρευνας με τα οποία ασχολήθηκε κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, περιλαμβάνουν: Ισλαμικά Οικονομικά, η Οικονομική Συνεργασία μεταξύ των Χωρών Μελών, η Οικονομική Ανάπτυξη, η Κινητοποίηση των Πόρων του Δημόσιου Τομέα, Θέματα σχετικά με τη Σαρία και η Ευρωστία των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και Αγορών.

Το ΠΕΕ παρέχει δυνατότητες εξ αποστάσεως εκπαίδευσης με τη μορφή διαλέξεων και μαθημάτων στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική και Οικονομική. Οι κύριες γνωστικές περιοχές που καλύπτονται αφορούν την Ανάπτυξη του Ιδιωτικού Τομέα, τη Μακροοικονομική Διαχείριση, την Ανάπτυξη Ανθρωπίνων Πόρων και των Ισλαμικών Οικονομικών, της Τραπεζικής και της Χρηματοδότησης.

Το Κέντρο Πληροφόρησης του Ισλαμικού Ιδρύματος Έρευνας και Εκπαίδευσης (ΚΠΠΕΕ) άρχισε να λειτουργεί το 1985 με στόχο «τη συλλογή, επεξεργασία, αποθήκευση και διάδοση πληροφοριών σχετικών με τομείς προτεραιότητας για την ανάπτυξη των Χωρών Μελών του Οργανισμού Ισλαμικής Συνδιάσκεψης (ΟΙΣ) των χωρών μελών που χρησιμοποιούν τα πιο πρόσφατα εργαλεία και τεχνολογίες πληροφόρησης»<sup>58</sup>.

<sup>57</sup> Πηγή: Διεθνής Ισλαμική Χρηματαγορά [www.iifm.net](http://www.iifm.net), Ιούλιος 2006

<sup>58</sup> Πηγή : [www.irti.org](http://www.irti.org), Αύγουστος 06.

Μια εξαμηνιαία εφημερίδα (Ισλαμικές Οικονομικές Σπουδές) δημοσιεύεται επίσης από την ΠΙΕΕ.

#### **4.4 Κέντρο Διαχείρισης Ρευστότητας**

Το Κέντρο Διαχείρισης Ρευστότητας (ΚΔΡ) ανήκει σε τέσσερα από τα μεγαλύτερα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, δηλαδή στην Ισλαμική Τράπεζα του Μπαχρέιν, την Ισλαμική Τράπεζα του Ντουμπάι, τον Χρηματοοικονομικό Οίκο του Κουβέιτ και την Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης. Ιδρύθηκε με σκοπό τη διευκόλυνση της επένδυσης των πλεοναζόντων κεφαλαίων των Ισλαμικών τραπεζών και χρηματοδοτικών οργανισμών σε ποιοτικά βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα χρηματοοικονομικά εργαλεία που να είναι δομημένα σύμφωνα με τις αρχές της Σαρία.

Ο σημαίων ρόλος του ΚΔΡ περιλαμβάνει και την προσέλκυση χρηματοδότησης από τις κυβερνήσεις, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις του ιδιωτικού αλλά και του δημόσιου τομέα πολλών χωρών και την τιτλοποίηση των αντλημένων περιουσιακών στοιχείων σε άμ εσα μεταβιβάσιμους τίτλους ή τη δόμηση τους σε άλλα καινοτόμα επενδυτικά εργαλεία<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Πηγή: [www.lmc Bahrain.com](http://www.lmc Bahrain.com), Δεκέμβριος 2006

## Ε. Εμπειρική έρευνα

### 1. Σκοπός

Θα εξετάσουμε την ακόλουθη υπόθεση:

Ένας Ελληνικός δείκτης της Σαρία αναμένεται να συμπεριφέρεται διαφορετικά από ένα συμβατικό δείκτη κάτω από ποικίλες συνθήκες της αγοράς.

Η έρευνα καλύπτει την περίοδο από 31.12.05 έως 31.12.10.

Η εξέταση της ανωτέρω υπόθεσης περιλαμβάνει 3 κύρια βήματα:

- Τη δημιουργία ενός Ελληνικού Ισλαμικού Δείκτη (Ε.Ι.Δ.) για το Ελληνικό χρηματιστήριο
- Τη διαχείριση αυτού του δείκτη κατά την επιλεγμένη περίοδο
- Τη σύγκριση της απόδοσης του Ε.Ι.Δ. με ένα συγκρίσιμο συμβατικό Ελληνικό δείκτη



## **2. Δείκτες**

### **2.1 Εισαγωγή στους δείκτες**

Ένας χρηματιστηριακός δείκτης είναι ένας στατιστικός δείκτης που χρησιμοποιείται για να παρακολουθεί και να αναφέρει τις αλλαγές στην τιμή ενός χαρτοφυλακίου μετοχών, ομολογιών ή άλλων ειδών επενδύσεων που χρησιμοποιούνται για να αντιπροσωπεύουν είτε μέρη κάποιου χρηματιστηρίου ή το σύνολό του.

Ένας δείκτης ευρείας βάσης ή γενικός δείκτης είναι αυτός που καλύπτει σχεδόν όλες τις μετοχές του χρηματιστηρίου (ή ένα συγκεκριμένο πλειοψηφικό ποσοστό της κεφαλαιοποίησης της αγοράς). Οι δείκτες ευρείας βάσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν αντιπροσωπευτικό δείγμα της απόδοσης του συνόλου της αγοράς και συχνά να αποκαλύψουν τις επενδυτικές διαθέσεις απέναντι στην αγορά.

Οι παγκόσμιοι δείκτες περιλαμβάνουν δείκτες που καλύπτουν πολλά χρηματιστήρια και πιθανόν πολλές χώρες. Ο δείκτης Dow Jones Wilshire 5000 Total Stock Market Index, για παράδειγμα, καλύπτει όλες τις εταιρείες που εμπορεύονται δημόσια στην Αμερική, εξαιρουμένων των ξένων μετοχών.

### **2.2 Είδη χρηματιστηριακών δεικτών**

#### **2.2.1 Σταθμισμένος δείκτης κεφαλαιοποίησης**

Ένας δείκτης με βάση την κεφαλαιοποίηση ή την αγοραία αξία είναι ένας δείκτης του οποίου οι αποδεκτές αξίες σταθμίζονται σύμφωνα με τη συνολική αγοραία αξία των χρεογράφων σε κυκλοφορία. Ο αντίκτυπος από την αλλαγή στην τιμή μιας αποδεκτής αξίας είναι ανάλογος με τη συνολική αγοραία αξία του συνόλου των μετοχών, δηλ. η τιμή της εν λόγω μετοχής επί τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.

Πριν προχωρήσουμε στη μαθηματική μεθοδολογία των σταθμισμένων δεικτών κεφαλαιοποίησης θα ρίξουμε μια ματιά στα βασικά οφέλη που προσφέρουν αυτοί οι δείκτες, αλλά θα κάνουμε επίσης και μια αναφορά σε κάποια κριτική που έχει διατυπωθεί ενάντια στη χρήση τέτοιων δεικτών.

## Οφέλη

Χαμηλό κόστος: η παθητική διαχείριση που συνοδεύει τη χρήση σταθμισμένων δεικτών κεφαλαιοποίησης συνεπάγεται χαμηλότερες εμπορικές δαπάνες και έξοδα σε σύγκριση με μια ενεργά διαχειριζόμενη στρατηγική. Το βασικό κόστος είναι αυτό που σχετίζεται με την αντικατάσταση μιας αποδεκτής αξίας στο χαρτοφυλάκιο<sup>60</sup>.

Ρευστότητα: Οι μεγαλύτερες εταιρείες σε γενικές γραμμές εμπορεύονται πιο χονδρικά, άρα το εμπορικό κόστος είναι χαμηλότερο.

Διευκόλυνση: Οι σταθμισμένοι δείκτες κεφαλαιοποίησης προσφέρουν έναν πρακτικό και εύκολο τρόπο συμμετοχής στο χρηματιστήριο αξιών.

Επενδυτική ισχύς: Όπως το θέτουν οι Arnott et al, 2005, σελ.84: «Επειδή η κεφαλαιοποίηση της αγοράς σχετίζεται στενά με την επενδυτική δυνατότητα, η κεφαλαιακή στάθμιση έχει την τάση να επισημαίνει τις μετοχές με τη μεγαλύτερη επενδυτική ισχύ, επιτρέποντας έτσι τη χρήση παθητικών δεικτών σε μια τεράστια κλίμακα μέσω ασφαλιστικών ταμείων και οργανισμών».

## Κριτική

Οι κριτικοί έχουν τονίσει ότι η μηχανική της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης οδηγεί σε στρατηγικές που ακολουθούν τις τάσεις της αγοράς, οι οποίες οδηγούν σε μια αναποτελεσματική στάθμιση κινδύνου/απόδοσης.

Οι Haugen και Baker (1991, σελ. 40), για παράδειγμα, δηλώνουν ότι «η αντιστοίχιση της αγοράς (market-matching) σε εγχώριους χρηματιστηριακούς σταθμισμένους δείκτες κεφαλαιοποίησης είναι πιθανό να είναι μια ευνοϊκότερη επενδυτική στρατηγική όταν οι επενδυτές διαφωνούν για τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση, όταν απαγορεύεται η ανοιχτή πώληση, όταν το επενδυτικό εισόδημα φορολογείται, όταν κάποιες επενδυτικές εναλλακτικές λύσεις δεν περιλαμβάνονται στον δείκτη προορισμού, ή όταν ξένοι επενδυτές βρίσκονται στην εγχώρια κεφαλαιακή αγορά. Με την παρουσία αυτών των παραγόντων θα υπάρχουν εναλλακτικές λύσεις πέρα από τα χαρτοφυλάκια σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης που έχουν την ίδια αναμενόμενη απόδοση αλλά χαμηλότερη επικινδυνότητα» και καταλήγουν ότι η αντιστοίχιση της αγοράς είναι μια ασύμφορη επένδυση.

Ο Hsu (2006, σελ.2) επίσης επιχειρηματολογεί πως η σταθμισμένη κεφαλαιοποίηση είναι ευνοϊκότερη στρατηγική χαρτοφυλακίου και πως αυτό μπορεί να εξηγηθεί διαισθητικά ως

---

<sup>60</sup> Η επαναγορά μετοχών και δευτερευόντων μετοχικών προσφορών επίσης χρειάζεται αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίου.

εξής: «Αν οι τιμές του χρηματιστηρίου είναι αναποτελεσματικές με την έννοια πως δεν αντανακλούν πλήρως τα θεμελιώδη στοιχεία των επιχειρήσεων, τότε οι υποτιμολογημένες μετοχές θα έχουν μικρότερες κεφαλαιοποιήσεις από τη δίκαιη μετοχική αξία και αντιστοίχως οι υπερτιμολογημένες μετοχές θα έχουν μεγαλύτερες κεφαλαιοποιήσεις από τη δίκαιη μετοχική αξία. Ένα χαρτοφυλάκιο σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης θα μεταβίβαζε κατά μέσο όρο το επιπλέον βάρος στις υπερτιμολογημένες μετοχές και θα απομάκρυνε τα βάρη από τις υποτιμολογημένες μετοχές. Εφόσον αυτά τα λάθη κοστολόγησης δεν επιμείνουν, οι τιμές της αγοράς θα καταρρεύσουν προς τη μέση τιμή με την πάροδο του χρόνου και ένα χαρτοφυλάκιο σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης θα είχε την τάση να πραγματοποιήσει μεγαλύτερη πτώση τιμών από άλλα μη σταθμισμένα χαρτοφυλάκια, λόγω της βαρύτερης έκθεσής του σε μετοχές με θετικό κοστολογικό λάθος».

Η επόμενη ενότητα καλύπτει τη μαθηματική μεθοδολογία δεικτών για σταθμισμένους δείκτες κεφαλαιοποίησης.

### 2.2.1.1 Μαθηματικά δεικτών – Σταθμισμένοι δείκτες κεφαλαιοποίησης<sup>61</sup>

Το Χρηματιστήριο Αθηνών χρησιμοποιεί δείκτες βασισμένους στη μέθοδο σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης. Σε αυτή την ενότητα αναλύουμε τους μαθηματικούς υπολογισμούς που στηρίζουν δείκτες αυτού του τύπου, οι οποίοι χρησιμοποιούνται ευρέως από παρόχους δεικτών όπως οι Standard & Poor's, MSCI και FTSE.

#### 2.2.1.1.1 Ορισμός

Σημείο εκκίνησής μας είναι ο τύπος του δείκτη LasPeyres, ο οποίος χρησιμοποιεί βασικές περιοδικές ποσότητες (αριθμός μετοχών) για να υπολογίσει την αλλαγή τιμής. Ένας δείκτης LasPeyres είναι ως εξής:

$$Index = \frac{\sum_i P_{i,1} * Q_{i,0}}{\sum_i P_{i,0} * Q_{i,0}} \quad (1)$$

όπου,

$P_{i,1}$  Η τελευταία εμπορική τιμή μιας μετοχής που συμμετέχει στη σύνθεση του δείκτη, όπως προκύπτει από το σύστημα συναλλαγών OASIS

<sup>61</sup> Η Μαθηματική μεθοδολογία δεικτών της Standard & Poor's (Standard & Poor's Index Mathematics Methodology – Φεβρουάριος 2009), καλύπτει λεπτομερώς τους υπολογισμούς των μαθηματικών δεικτών και ήταν η βασική πηγή για αυτή την ενότητα.

$Q_{i,0}$  Ο συνολικός αριθμός μετοχών (μετοχές σε κυκλοφορία) στην ημερομηνία εκκίνησης κάθε συμμετέχουσας μετοχής.

$P_{i,0}$  Η συναλλαγματική τιμή μιας μετοχής που συμμετέχει στη σύνθεση του δείκτη, κατά την ημερομηνία εκκίνησης.

Έπειτα αντικαθιστούμε τον μετρητή ποσότητας στον αριθμητή,  $Q_0$ , με  $Q_1$ , έτσι ο αριθμητής γίνεται μονάδα μέτρησης της τρέχουσας αγοραίας αξίας. Το προϊόν στον παρονομαστή αντικαθίσταται από τον διαιρέτη, ο οποίος και αντιπροσωπεύει την αρχική αγοραία αξία και θέτει την τιμή εκκίνησης για το δείκτη.

Το αποτέλεσμα αυτών των τροποποιήσεων είναι η εξίσωση (2) που ακολουθεί, η οποία είναι ο τύπος που χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί ο δείκτης:

$$IndexLevel = \frac{\sum_i P_i * Q_i}{Divisor} \quad (2)$$

Ο αριθμητής στη δεξιά πλευρά είναι η τιμή κάθε μετοχής στο δείκτη πολλαπλασιασμένη με τον αριθμό των μετοχών που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του δείκτη. Όλες οι μετοχές του δείκτη αθροίζονται. Ο παρονομαστής είναι ο διαιρέτης. Αν το άθροισμα στον παρονομαστή είναι 2 τρισεκατομμύρια ευρώ και ο διαιρέτης είναι 1,33 δισεκατομμύρια ευρώ, το επίπεδο του δείκτη θα είναι 1,503.

#### 2.2.1.1.2 Ρυθμίσεις στον αριθμό των μετοχών

Ο σταθμισμένος δείκτης κεφαλαιοποίησης της αγοράς που δημιουργούμε ρυθμίζεται με βάση το σύνολο των μετοχών που βρίσκεται σε διασπορά (float adjusted) – μειώνουμε τον αριθμό αυτών των μετοχών για να αποκλείσουμε τις στενά ελεγχόμενες μετοχές από τον υπολογισμό του δείκτη καθώς αυτές οι μετοχές δεν είναι διαθέσιμες σε επενδυτές. Για κάθε μετοχή αναθέτουμε έναν Επενδυτικό Παράγοντα Στάθμισης (Investable Weight Factor – IWF), ο οποίος είναι το εκατοστιαίο ποσοστό του συνόλου των μετοχών σε κυκλοφορία που περιλαμβάνονται στον υπολογισμό του δείκτη. Όταν ο δείκτης υπολογίζεται

χρησιμοποιώντας την εξίσωση (2), η μεταβλητή  $Q_i$  αντικαθίσταται από το προϊόν των μετοχών σε κυκλοφορία επί τον IWF:

$$Q_i = IWF_i * Total\ Shares_i \quad (3)$$

Είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι κάθε φορά που αλλάζει ο αριθμός των μετοχών ή ο IWF, θα είναι απαραίτητο να ρυθμιστεί ο διαιρέτης του δείκτη για να μην αλλάξει το επίπεδο του δείκτη.

#### 2.2.1.1.3 Ρύθμιση του διαιρέτη

Η ρύθμιση του διαιρέτη είναι απαραίτητη για τη διαχείριση του δείκτη. Η διαχείριση του δείκτη ή με άλλα λόγια η απεικόνιση στο δείκτη των αλλαγών στις μετοχές σε κυκλοφορία, των κεφαλαιακών ενεργειών, της προσθήκης ή διαγραφής μετοχών, οφείλει να μην αλλάζει το επίπεδο του δείκτη.

Κάθε αλλαγή στις μετοχές του δείκτη που μεταβάλλει τη συνολική αγοραία αξία του δείκτη διατηρώντας σταθερές τις τιμές των μετοχών απαιτεί μια ρύθμιση του διαιρέτη.

Αν για παράδειγμα ο δείκτης κλείσει στις 1500 μονάδες και μια μετοχή αντικατασταθεί από κάποια άλλη αφού κλείσει η αγορά, ο δείκτης θα πρέπει να ανοίξει στις 1500 μονάδες το επόμενο πρωί αν όλες οι τιμές ανοίγματος είναι οι ίδιες με τις τιμές κλεισίματος της προηγούμενης μέρας.

Η αναπροσαρμογή της εξίσωσης (2) και η χρήση του όρου A.A. (αγοραία αξία) για την αντικατάσταση της άθροισης δίνει:

$$Divisor = \frac{MV}{IndexLevel} \quad (4)$$

Όταν οι μετοχές προστίθενται ή διαγράφονται από ένα δείκτη υπάρχει αύξηση ή μείωση στην αγοραία αξία του δείκτη. Αυτή ή αύξηση ή μείωση είναι η αγοραία αξία των μετοχών που προστίθενται μείον την αγοραία αξία αυτών που διαγράφονται.

Εφόσον το επίπεδο του δείκτη δεν αλλάζει, ο νέος διαιρέτης ορίζεται ως:

$$Divisor_{New} = \frac{(MV + CMV)}{IndexLevel} \quad (5)$$

ή

$$Divisor_{New} = \frac{MV}{IndexLevel} + \frac{CMV}{IndexLevel} \quad (6)$$

όπου,

CMV είναι η Μεταβολή της αγοραίας αξίας.

Ωστόσο, ο πρώτος όρος στη δεξιά πλευρά είναι η τιμή του Διαιρέτη πριν την προσθήκη ή τη διαγραφή των μετοχών. Μπορούμε να κάνουμε την εξής μετατροπή:

$$Divisor_{New} = Divisor_{Old} + \frac{CMV}{IndexLevel} \quad (7)$$

Με αυτόν τον προσθετικό τύπο, ο δεύτερος όρος ( $CMV / IndexLevel$ ) μπορεί να υπολογιστεί για κάθε μετοχή ή άλλη ρύθμιση ανεξάρτητα και μετά όλες οι ρυθμίσεις μπορούν να συνδυαστούν σε μια μεταβολή του Διαιρέτη.

Οι ρυθμίσεις του Διαιρέτη γίνονται «μετά το κλείσιμο», δηλαδή μετά το κλείσιμο των συναλλαγών οι τιμές κλεισίματος χρησιμοποιούνται για να υπολογίσουν το νέο διαιρέτη με βάση όποιες αλλαγές έχουν γίνει. Επομένως είναι δυνατό να παρασχεθούν δυο πλήρεις περιγραφές του δείκτη – η μία όπως ήταν στο κλείσιμο των συναλλαγών και η δεύτερη που θα εμφανίζεται στο επόμενο άνοιγμα των συναλλαγών.

Καθώς οι τιμές παραμένουν σταθερές, κάθε αλλαγή που μεταβάλλει τη συνολική αγοραία αξία και περιλαμβάνεται στο δείκτη θα απαιτεί μια ρύθμιση διαιρέτη.

Στη συνέχεια, θα διακρίνουμε τις αλλαγές που προκλήθηκαν από τη διαχείριση του δείκτη από τις αλλαγές που προκλήθηκαν από ενέργειες των εταιρειών που ανήκουν στο δείκτη.

**α) Αλλαγές που σχετίζονται με τη διαχείριση του δείκτη:** Όταν μια εταιρεία προστίθεται ή διαγράφεται από το δείκτη, η εξίσωση (7) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογίσει το νέο διαιρέτη. Οι αγοραίες αξίες των μετοχών που προστίθενται ή διαγράφονται βασίζονται στις τιμές, τις μετοχές που βρίσκονται σε κυκλοφορία, τους Επενδυτικούς Παράγοντες Στάθμισης (IWF) και όποιες άλλες ρυθμίσεις στον αριθμό των μετοχών.

Για παράδειγμα, αν μια εταιρεία που προστίθεται έχει συνολική χρηματιστηριακή αξία 100 εκατ. ευρώ, IWF με ποσοστό 70% και συνεπώς μια χρηματιστηριακή αξία ρυθμισμένη με βάση τους μετόχους, ύψους 70 εκατ. ευρώ, η αγοραία αξία που χρησιμοποιείται για την προστιθέμενη εταιρεία είναι 70 εκατ. ευρώ.

Για την αποφυγή υπερβολικού αριθμού ρυθμίσεων στο δείκτη (που θα περιλάμβανε υψηλότερο κόστος και περισσότερη προσπάθεια) οι μικρές αλλαγές σε μετοχές σε κυκλοφορία αντανακλώνται στους δείκτες μία φορά το τρίμηνο. Η εξίσωση (7) δείχνει πώς η επίδραση μιας σειράς μεταβολών στον αριθμό των μετοχών μπορεί να συνδυαστεί για να καθορίσει τον νέο διαιρέτη.

### β) Αλλαγές που σχετίζονται με εταιρικές ενέργειες:

Ο πίνακας που ακολουθεί δείχνει ποια είδη εταιρικών ενεργειών συνεπάγονται ρύθμιση του διαιρέτη:

**Πίνακας 1 – Αντίκτυπος των εταιρικών ενεργειών στο διαιρέτη του Σταθμισμένου δείκτη κεφαλαιοποίησης**

Εταιρική ενέργεια	Σχόλια	Ρύθμιση του διαιρέτη
Η εταιρεία προστέθηκε/διαγράφηκε	Η καθαρή αλλαγή στην αγοραία αξία καθορίζει τη ρύθμιση του διαιρέτη.	Ναι
Αλλαγή στις μετοχές που βρίσκονται στα χέρια μετόχων	Κάθε συνδυασμός δευτερεύουσας έκδοσης, αγοράς μετοχών ή επαναγοράς – ο αριθμός των μετοχών επανεξετάζεται για να απεικονίζει τη μεταβολή.	Ναι
Stock Split	Ο αριθμός των μετοχών αναθεωρείται για να απεικονίσει τη νέα μέτρηση. Η ρύθμιση του Διαιρέτη δε χρειάζεται αφού ο αριθμός των μετοχών και οι αλλαγές των τιμών είναι αντισταθμιστικές.	Όχι
Spin-Off	Αν η εταιρεία που κάνει αναδιανομή δεν προστίθεται στο δείκτη, η ρύθμιση του διαιρέτη αντανακλά την πτώση στην αγοραία αξία του δείκτη (δηλαδή την αξία της αναδιανεμημένης μονάδας).	Ναι
Spin-Off	Η αναδιανεμημένη εταιρεία προστίθεται στο δείκτη, καμία εταιρεία δεν αφαιρείται από το δείκτη	Όχι
Spin-Off	Η αναδιανεμημένη εταιρεία προστίθεται στο δείκτη, μια άλλη εταιρεία αφαιρείται για να διατηρηθεί σταθερός ο αριθμός ονομάτων. Η ρύθμιση του Διαιρέτη απεικονίζει τη διαγραφή.	Ναι
Μεταβολή στον Επενδυτικό παράγοντα στάθμισης (IWF)	Η αύξηση (μείωση) του IWF αυξάνει (μειώνει) τη συνολική αγοραία αξία του δείκτη. Η αλλαγή του διαιρέτη αντανακλά τη μεταβολή στην αγοραία αξία που προκλήθηκε από τη μεταβολή ενός IWF	Ναι

Έκτακτο μέρισμα	Όταν μια εταιρεία πληρώνει ένα έκτακτο μέρισμα η τιμή της μετοχής θεωρείται ότι θα πέσει σε ποσό ίσο με το μέρισμα. Η ρύθμιση του διαιρέτη απεικονίζει αυτή την πτώση στην αγοραία αξία του δείκτη.	Ναι
Προσφορά δικαιώματος	Κάθε μέτοχος έχει το δικαίωμα να αγοράσει έναν αναλογικό αριθμό πρόσθετων μετοχών σε μια καθορισμένη (συντά μειωμένη) τιμή. Ο υπολογισμός θεωρεί πως η προσφορά είναι πλήρως εγγεγραμμένη. Η ρύθμιση του διαιρέτη αντανακλά την αύξηση στο κεφάλαιο της αγοράς υπολογισμένη ως οι εκδιδόμενες μετοχές πολλαπλασιασμένες με την τιμή που πληρώθηκε.	Ναι

Πηγή πίνακα: Μαθηματική μεθοδολογία δεικτών της Standard & Poor's (Standard & Poor's Index Mathematics Methodology – Φεβρουάριος 2009)

Όταν μοιράζονται ταμειακά διαθέσιμα ή άλλα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία στους μετόχους, η τιμή της μετοχής θα μειωθεί την ημέρα από την οποία ο μέτοχος δεν έχει το δικαίωμα να λάβει το μέρισμα της μετοχής (ex-dividend day). Για να μην προκαλέσει αυτή η πτώση τιμών την πρόκληση μιας αντίστοιχης πτώσης στο δείκτη, ο διαιρέτης ρυθμίζεται αναλόγως.

### 2.2.2 Σταθμισμένος δείκτης τιμών

Ένας σταθμισμένος δείκτης τιμών είναι ένας χρηματιστηριακός δείκτης όπου κάθε αποδεκτή αξία συνιστά ένα κλάσμα του δείκτη ανάλογα με την επίσημη τιμή. Μια συναλλαγή μετοχών στα 100 ευρώ θα αντιστοιχεί συνεπώς σε 10 φορές περισσότερο όγκο στο συνολικό δείκτη σε σύγκριση με συναλλαγή μετοχών στα 10 ευρώ.

Στην περίπτωση που η παραπάνω μετοχή των 100 ευρώ ανήκει σε μια μικρή εταιρεία και η μετοχή των 10 ευρώ σε μια μεγάλη, η μεταβολή στην επίσημη τιμή της μικρής εταιρείας θα πιέσει προς τα κάτω τον σταθμισμένο δείκτη τιμών (αφού αντιστοιχεί σε μεγάλο μέρος του δείκτη) ενώ οι συνδυασμένες αγοραίες αξίες θα παραμείνουν σχετικά ανεπηρέαστες αν η επίσημη τιμή της μεγάλης εταιρείας δεν αλλάξει.

Αυτή η περίπτωση είναι διαφορετική από το σταθμισμένο δείκτη κεφαλαιοποίησης που περιγράφηκε νωρίτερα, όπου οι μετοχές συμπεριλαμβάνονται με βάση την αγοραία αξία των μετοχών των υποκείμενων εταιρειών.

Το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο παράδειγμα χρηματιστηριακού σταθμισμένου δείκτη τιμών είναι ο δείκτης Dow Jones (Dow Jones Industrial Average).



### 2.2.3 Τροποποιημένοι Σταθμισμένοι δείκτες κεφαλαιοποίησης της αγοράς

Ένας τροποποιημένος σταθμισμένο δείκτης κεφαλαιοποίησης είναι όμοιος με έναν απλό σταθμισμένο δείκτη κεφαλαιοποίησης με μια σημαντική διαφορά: οι μεγαλύτερες μετοχές έχουν πλαφόν σε ένα ποσοστό του συντελεστή στάθμισης του συνόλου του χρηματιστηριακού δείκτη και η επιπλέον στάθμιση θα ανακατανεμηθεί ισόποσα ανάμεσα στις μετοχές που βρίσκονται υπό αυτή την κάλυψη.

Ο NASDAQ 100 είναι ένα παράδειγμα τροποποιημένου σταθμισμένου δείκτη κεφαλαιοποίησης.

#### 2.2.3.1 Μαθηματικά δεικτών – Τροποποιημένοι σταθμισμένοι δείκτες κεφαλαιοποίησης<sup>62</sup>

##### 2.2.3.1.1 Ορισμός

Ένας τροποποιημένος σταθμισμένος δείκτης κεφαλαιοποίησης είναι ένας δείκτης του οποίου οι αποδεκτές αξίες έχουν ένα καθορισμένο συντελεστή στάθμισης στο δείκτη.

Ορισμένες αγορές περιορίζουν το συντελεστή στάθμισης της μεγαλύτερης μετοχής ή ομάδας μετοχών ώστε να είναι μικρότερος από ένα συγκεκριμένο ποσοστό του χαρτοφυλακίου. Τότε πρέπει να προσαρμοστεί και ο αριθμός των μετοχών. Ο επιπλέον συντελεστής στάθμισης κατανέμεται αναλογικά ανάμεσα στις εναπομείνουσες αποδεκτές αξίες του δείκτη. Όταν ο συντελεστής στάθμισης μιας μετοχής πέσει κάτω από το όριο, είναι πιθανό ο συντελεστής στάθμισης μίας ή περισσότερων μικρότερων μετοχών να ξεπεράσουν το όριο. Σε αυτή την περίπτωση η διαδικασία πρέπει να επαναληφθεί. Αν η τιμή μιας μετοχής με πλαφόν αυξηθεί μπορεί να ξεπεράσει το πλαφόν, καθιστώντας αναγκαία τη ρύθμιση. Προκειμένου να αποφευχθούν συνεχείς ρυθμίσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι περιοχές απορρόφησης τιμών (buffer zones). Για παράδειγμα, σε περίπτωση που ο μέγιστος επιτρεπόμενος συντελεστής στάθμισης φτάνει το 10%, οι μετοχές του χρηματιστηρίου προσαρμόζονται προς τα κάτω μέχρι ο συντελεστής στάθμισής τους να είναι 9%, δημιουργώντας μια περιοχή απορρόφησης 1 τοις εκατό προτού χρειαστεί κάποια άλλη ρύθμιση.

Η συνολική μεθοδολογία υπολογισμού για τροποποιημένους δείκτες χρηματιστηριακής αξίας είναι ίδια με τους σταθμισμένους δείκτες κεφαλαιοποίησης. Ωστόσο, οι τιμές των αποδεκτών αξιών της αγοράς έχουν καθοριστεί ώστε να είναι τιμές που θα επιτύχουν την καθορισμένη από το χρήστη αύξηση του συντελεστή στάθμισης σε κάθε αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου.

<sup>62</sup> Στη *Μαθηματική μεθοδολογία δεικτών της Standard & Poor's (Standard & Poor's Index Mathematics Methodology – Φεβρουάριος 2009)*, καλύπτονται λεπτομερώς οι υπολογισμοί των μαθηματικών δεικτών και ήταν η κύρια πηγή αυτής της ενότητας.

Απλοποιώντας την εξίσωση (2) έχουμε:

$$IndexLevel = \frac{IndexMarketValue}{Divisor} \quad (8)$$

όπου,

$$IndexMarketValue = \sum_i P_i * Shares_i * IWF_i \quad (9)$$

Για να υπολογιστεί ένας τροποποιημένος σταθμισμένος δείκτης με βάση τη χρηματιστηριακή αξία, η κεφαλαιοποίηση της αγοράς για κάθε μετοχή που χρησιμοποιείται στον υπολογισμό του δείκτη ανακαθορίζεται ώστε κάθε αποδεκτή αξία του δείκτη να έχει το κατάλληλο καθορισμένο από το χρήστη συντελεστή στάθμισης στο δείκτη, σε κάθε ημερομηνία αναδιάρθρωσης.

Προκειμένου να επιτευχθεί η κατάλληλη στάθμιση πρέπει να ενσωματωθεί ένας νέος ρυθμιστικός παράγοντας στο προϊόν της τιμής της μετοχής, το σύνολο των μετοχών του χρηματιστηρίου, καθώς και τον παράγοντα ευρείας διασποράς του χρηματιστηρίου (Ε.Π.Σ.).

$$AdjustedStockMarketValue = P_i * Shares_i * IWF_i * AWF_i \quad (10)$$

όπου ο  $T.P.S._i$  είναι ο τροποποιητικός παράγοντας μετοχών που το  $i$  αναθέτει σε κάθε ημερομηνία αναδιάρθρωσης του δείκτη, το  $t$  ρυθμίζει την κεφαλαιοποίηση της αγοράς ώστε όλες οι αποδεκτές αξίες του δείκτη να επιτύχουν το καθορισμένο από το χρήστη βάρος, ενώ διατηρείται η συνολική αγοραία αξία ολόκληρου του δείκτη.

Ο  $T.P.S.$  για κάθε αποδεκτή αξία του δείκτη,  $i$ , στην ημερομηνία αναδιάρθρωσης,  $t$ , υπολογίζεται από τον τύπο:

$$AWF_{i,t} = \frac{Z}{FloatAdjustedMarketValue_{i,t}} * W_{i,t} \quad (11)$$

όπου  $Z$  είναι μια σταθερά του δείκτη που καθορίζεται για να εξάγουμε τον  $T.P.S.$  και επομένως τον αριθμό μετοχών κάθε εισηγμένης εταιρείας του χρηματιστηρίου που χρησιμοποιήθηκε στον υπολογισμό του δείκτη (συνήθως αναφέρονται σαν μετοχές

τροποποιημένου δείκτη). Η συνάρτηση  $W_{i,t}$  είναι το καθορισμένο από το χρήστη βάρος της μετοχής  $i$  στην ημερομηνία αναδιάρθρωσης  $t$ .

Το επίπεδο του δείκτη δε μεταβάλλεται από την αναδιάρθρωση του δείκτη. Ο διαιρέτης θα αλλάξει, ωστόσο, κατά την αναδιάρθρωση αφού οι τιμές και οι μετοχές που βρίσκονται στα χέρια των μετόχων θα έχουν αλλάξει από την τελευταία αναδιάρθρωση. Ο διαιρέτης του δείκτη καθορίζεται με βάση το επίπεδο δείκτη και την αγοραία αξία από την εξίσωση (8).

$$(Divisor)_{afterrebalancing} = \frac{(IndexMarketValue)_{afterrebalancing}}{(IndexValue)_{beforerebalancing}} \quad (12)$$

όπου,

$$IndexMarketValue = \sum_i P_i * Shares_i * IWF_i * AWF_i \quad (13)$$

#### 2.2.3.1.2 Εταιρικές ενέργειες και ρυθμίσεις του δείκτη

Οι παρακάτω πίνακες δείχνουν τις απαραίτητες ρυθμίσεις του δείκτη και του διαιρέτη για τη διαχείριση ενός τροποποιημένου σταθμισμένου δείκτη με βάση τη χρηματιστηριακή αξία.

**Πίνακας 2 – Αντίκτυπος των εταιρικών ενεργειών στον διαιρέτη του τροποποιημένου σταθμισμένου δείκτη με βάση τη χρηματιστηριακή αξία**

#### Ενέργειες δείκτη

Ενέργειες δείκτη μητρικών S&P	Ρύθμιση που έγινε στο σταθμισμένο δείκτη με βάση τη χρηματιστηριακή αξία	Ρύθμιση του διαιρέτη για το δείκτη;
Αλλαγή αποδεκτής αξίας	Η εταιρεία που εισέρχεται στο δείκτη μπαίνει με το βάρος της εταιρείας που εξέρχεται.	Καμία
Αποχώρηση, εξαγορά ή όποια άλλη εταιρική ενέργεια οδηγεί σε διαγραφή μιας αποδεκτής αξίας	Η μετοχή αποσύρεται από το δείκτη	Ναι
Η μετοχή αλλάζει μεταξύ τριμηνιαίων μετοχικών ρυθμίσεων	Καμία. Ο παράγοντας ρύθμισης αλλάζει για να διατηρήσει ίδιο το βάρος του δείκτη.	Καμία
Αλλαγές μετοχών ανά τρίμηνο	Δεν υπάρχει άμεση ρύθμιση	Καμία

### Εταιρικές ενέργειες

Ενέργειες δείκτη μητρικών S&P	Ρύθμιση που έγινε στο σταθμισμένο δείκτη με βάση τη χρηματιστηριακή αξία	Ρύθμιση του διαιρέτη για το δείκτη;
Spin-Off	Η τιμή αναπροσαρμόζεται στην Τιμή της Μητρικής Εταιρείας μείον (την Τιμή της Εταιρείας αναδιανομής μετοχών/Συντελεστή συναλλαγής μετοχών). Ο παράγοντας ρύθμισης αλλάζει σύμφωνα με την Εξίσωση 20, για να διατηρήσει το βάρος ίδιο με αυτό της εταιρείας πριν την αναδιανομή μετοχών.	Καμία
Rights offering	Η τιμή αναπροσαρμόζεται στην Τιμή της Μητρικής Εταιρείας μείον (την Τιμή της προσφοράς δικαιώματος/Συντελεστή δικαιωμάτων). Ο παράγοντας ρύθμισης αλλάζει σύμφωνα με την Εξίσωση 20, για να διατηρήσει το βάρος ίδιο με αυτό της εταιρείας πριν την προσφορά δικαιώματος.	Καμία
Stock Split	Οι μετοχές πολλαπλασιάζονται με τον παράγοντα διάσπασης και η τιμή διαιρείται από τον παράγοντα διάσπασης.	Καμία
Μετοχική έκδοση ή εξαγορά μετοχών	Καμία.	Καμία
Έκτακτα μερίσματα	Η τιμή της μετοχής που κάνει την πληρωμή του έκτακτου μερίσματος μειώνεται κατά το ποσό ανά μετοχή του έκτακτου μερίσματος μετά το κλείσιμο των συναλλαγών την ημέρα πριν την ημερομηνία πληρωμής.	Γίνεται μια ρύθμιση του διαιρέτη για να βεβαιωθούμε πως το επίπεδο δείκτη παραμένει το ίδιο.
Συγχώνευσή ή εξαγορά	Αν η επιζώσα εταιρεία είναι ήδη μέλος του δείκτη, διατηρείται μέσα στο δείκτη. Αν η επιζώσα εταιρεία δεν πληροί τα κριτήρια του δείκτη, αφαιρείται.	Ναι, αν γίνει αφαίρεση.

#### 2.2.4 Σταθμισμένος δείκτης με βάση τις ιδιότητες

Εκτός από τις μεθόδους σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης και σταθμισμένων τιμών που περιγράφηκαν προηγουμένως, πρόσφατα δημιουργήθηκαν νέοι καινοτόμοι τρόποι στάθμισης μετοχών.

Για παράδειγμα η MSCI έχει δημιουργήσει τους δείκτες Αξίας και Ανάπτυξης Παγκόσμιας επενδυτικής αγοράς MSCI (MSCI Global Investible Market Value and Growth).

Τα χαρακτηριστικά επενδυτικής αξίας για την κατασκευή δεικτών ορίζονται χρησιμοποιώντας τις ακόλουθες τρεις μεταβλητές<sup>63</sup>:

- Αναλογία λογιστικής αξίας προς τιμή (BV / P)
- Αναλογία ετήσιων προθεσμιακών κερδών προς τιμή (E fwd / P)
- Μερισματική απόδοση (D / P)

Τα χαρακτηριστικά επενδυτικής ανάπτυξης για την κατασκευή δεικτών ορίζονται χρησιμοποιώντας τις ακόλουθες πέντε μεταβλητές:

- Ρυθμός ανάπτυξης μακροπρόθεσμων προθεσμιακών κερδών ανά μετοχή (LT fwd EPS G)
- Ρυθμός ανάπτυξης βραχυπρόθεσμων προθεσμιακών κερδών ανά μετοχή (ST fwd EPS G)
- Τρέχων ρυθμός οργανικής ανάπτυξης (g)
- Ιστορικό αναπτυξιακής τάσης μακροπρόθεσμων Κ.Α.Μ. (LT his EPS G)
- Ιστορικό αναπτυξιακής τάσης μακροπρόθεσμων πωλήσεων ανά μετοχή Π.Α.Μ. (LT his SPS G)

Οι Arnott et al (2005, σελ.85) περιγράφουν μια ομάδα χαρτοφυλακίων αγοράς που βασίζονται στα θεμελιώδη στοιχεία και που δημιουργήθηκαν χρησιμοποιώντας μονάδες μέτρησης όπως η λογιστική αξία, τα εισοδήματα, οι πωλήσεις, τα μερίσματα, η απασχόληση και η ταμειακή ροή. Σύμφωνα με την ανάλυσή τους<sup>64</sup> «τα χαρτοφυλάκια που προέκυψαν ξεπέρασαν σε απόδοση το δείκτη S&P 500 με ένα μέσο όρο 1,97 μ.α.δ. (μονάδες αγοραστικής δύναμης) ανά έτος κατά την περίοδο σαράντα τριών ετών που εξετάστηκαν. Η απόδοση ήταν εύρωστη σε βάθος χρόνου, σε διαφορετικές φάσεις του επιχειρηματικού

<sup>63</sup> Πηγή: Δείκτες Αξίας και Ανάπτυξης Παγκόσμιας επενδυτικής αγοράς MSCI, στόχοι και μεθοδολογία κατασκευής δεικτών για τους δείκτες Αξίας και Ανάπτυξης Παγκόσμιας επενδυτικής αγοράς MSCI (MSCI Global Investible Market Value and Growth Indices, Index Construction objectives and methodology for the MSCI Global Investible market value and growth indices, Updated May 2007)

<sup>64</sup> Arnott et al (2005, σελ.97)

κύκλου, σε πτωτικά και ανοδικά χρηματιστήρια, καθώς και σε καταστάσεις ανόδου και πτώσης των επιτοκίων. Η μελέτη μας εισηγείται ότι οι δείκτες που κατασκευάστηκαν χρησιμοποιώντας τις Main Street<sup>65</sup> μετρήσεις μεγέθους εταιρειών είναι πολύ καλύτεροι από τους σταθμισμένους δείκτες κεφαλαιοποίησης της Wall Street».

---

<sup>65</sup> Δηλαδή, με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία

### 3. Επενδύσεις συμβατές με τη Σαρία

#### 3.1 Εισαγωγή

Προκειμένου να ορίσουμε σε ποιες μετοχές επιτρέπεται οι Μουσουλμάνοι να επενδύουν, διάφορα κριτήρια / φίλτρα έχουν καθοριστεί, ορισμένα πιο σαφή και παγκοσμίως αποδεκτά και άλλα πιο αμφιλεγόμενα και χωρίς στερεές θρησκευτικές βάσεις.

Όπως το θέτει ο El-Gamal (2000, σελ. 19) «μια σειρά συμβιβασμών έγινε από τους νομοδιδασκάλους ώστε να καταστεί δυνατό να υπάρχουν οι «Ισλαμικοί χρηματιστηριακοί δείκτες» και τα «Ισλαμικά αμοιβαία κεφάλαια». Αν οι αυστηροί κανόνες της Σαρία εφαρμόζονταν, το σύνολο των επιτρεπόμενων μετοχών θα ήταν τόσο μικρό ώστε καμία λογική διαφοροποίηση επενδύσεων δε θα ήταν δυνατή». Σύμφωνα με τους Derigs και Marzban (2008, σελ.287) «το σκεπτικό της χρήσης ορίων προέρχεται από το γεγονός ότι, σε γενικές γραμμές, οι επενδυτές του Ισλάμ είναι η μειονότητα των μετόχων σε αυτές τις εταιρείες, χωρίς εκλογική ισχύ που να υποχρεώνει την εταιρεία να λειτουργεί με τρόπο απόλυτα συμβατό με τη Σαρία».

Οι διαδικασίες φιλτραρίσματος, καθώς και οι τελικές επιλογές, συνήθως επικυρώνονται από ένα αποτελεσματικό εποπτικό συμβούλιο της Σαρία, το οποίο διασφαλίζει τη συμβατότητα με τις αρχές της Σαρία<sup>66</sup>.

Οι Derigs και Marzban (2008, σελ. 299) συνέκριναν τις μεθοδολογίες αξιολόγησης που χρησιμοποιούνται από τους μεγαλύτερους προμηθευτές επενδυτικών κεφαλαίων και δεικτών και κατέληξε πως οι διαφορετικές κατευθυντήριες γραμμές που χρησιμοποιούνταν είχαν ως συνέπεια τις διαφορετικές ταξινομήσεις, ακόμα και σε περιπτώσεις που οι ίδιοι λόγοι της Σαρία κάθονταν στα διοικητικά συμβούλια της Σαρία των επενδυτικών κεφαλαίων / δεικτών.

Πριν κατασκευάσουμε τον δικό μας δείκτη της Σαρία για το Χρηματιστήριο Αθηνών, θα παρουσιάσουμε και θα συγκρίνουμε τις διαφορετικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται από τους τέσσερις σημαντικότερους παρόχους δεικτών: FTSE, MSCI, Dow Jones και S&P<sup>67</sup>.

---

<sup>66</sup> Δείτε στο Κεφάλαιο Γ την ενότητα § 1.2.1 για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το ρόλο και τις ευθύνες των εποπτικών συμβουλίων της Σαρία.

<sup>67</sup> Shari'ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (September 2010), [www.ishares.com](http://www.ishares.com)

«Όλοι οι κανόνες προέρχονται από τα βιβλία κανονισμών και τα ενημερωτικά δελτία των παρόχων του δείκτη, οι κανονισμοί που περιέχονται σε αυτό τον οδηγό θα πρέπει να αντιμετωπίζονται σαν περίληψη του συνόλου των κανονισμών του δείκτη που μπορούν να βρεθούν στις ιστοσελίδες των παρόχων του δείκτη, αν χρειαστεί».

### 3.1.1 Αποδεκτά χρεόγραφα<sup>68</sup>

#### Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE

Η Yasaar<sup>69</sup> είναι υπεύθυνη να εξασφαλίζει πως όλες οι αποδεκτές αξίες και εν δυνάμει αποδεκτές αξίες αξιολογούνται σε τριμηνιαία βάση για να καθορίζεται η συμμόρφωσή τους με τους κανόνες της Σαρία.

Οι εταιρείες θα συμπεριληφθούν στους δείκτες αν είναι επί του παρόντος αποδεκτές αξίες του δείκτη της Σειράς παγκόσμιων μετοχικών δεικτών (Σ.Π.Μ.Δ.) και θεωρούνται επίσης συμβατές με τη Σαρία.

Οι μετοχές, η δυνατότητα επένδυσης, οι σταθμίσεις και ο χειρισμός της δευτερεύουσας γραμμής μετοχών είναι ίδια με τη Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών του FTSE.

#### Σειρά Ισλαμικών δεικτών της MSCI

Οι Ισλαμικοί δείκτες MSCI Barra αποκλείουν χρεόγραφα χρησιμοποιώντας δυο είδη κριτηρίων: την επιχειρηματική δραστηριότητα και τους χρηματοοικονομικούς συντελεστές. Τα χρεόγραφα για τα οποία δεν υπάρχουν επαρκείς οικονομικές πληροφορίες ώστε να καθοριστεί η επιχειρηματική δραστηριότητα και οι χρηματοοικονομικοί συντελεστές θεωρούνται ασύμβατα με τη Μεθοδολογία Ισλαμικών δεικτών.

#### Δείκτες Ισλαμικών αγορών του Dow Jones

Μια εταιρεία οφείλει να πληροί τις απαιτήσεις της Σαρία ώστε τα προϊόντα, οι επιχειρηματικές δραστηριότητες, τα επίπεδα χρέους και τα έσοδα και οι δαπάνες τόκων να

---

#### FTSE

Ground Rules for the Management of the FTSE Shariah Global Equity Index Series – March 2008

#### Dow Jones

Guide to the Dow Jones Islamic Market Indexes – December 2009

#### MSCI

MSCI Islamic Index Series Methodology – August 2009 and subsequent update September 2010

#### Standard & Poors

S&P Shariah Indices – Index Methodology – March 2010”

<sup>68</sup> Shari’ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (September 2010),

www.ishares.com

<sup>69</sup> Η Yasaar είναι μια εταιρεία που παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης συμβατότητας με τη Σαρία για τη σειρά Ισλαμικών δεικτών του FTSE.



είναι αποδεκτά. Η μεθοδολογία εγκρίνεται από το ανεξάρτητο Εποπτικό Συμβούλιο του δείκτη DJIM της Σαρία.

### Δείκτες της Σαρία της S&P

Όλες οι εταιρείες είναι μέλη ενός υπάρχοντος δείκτη της S&P, ο οποίος στη συνέχεια αξιολογείται ως προς τη συμβατότητά του με τη Σαρία. Μόνο αυτές οι μετοχές που είναι συμβατές παραμένουν στους συμβατούς με τη Σαρία δείκτες.

### 3.1.2 Κριτήρια της Σαρία<sup>70</sup>

#### Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE

Οι εταιρείες που εμπλέκονται σε μη επιτρεπούς επιχειρηματικούς τομείς αποκλείονται από το δείκτη. Οι μη επιτρεπτοί επιχειρηματικοί τομείς είναι:

- Συμβατική χρηματοοικονομική (μη Ισλαμική τραπεζική, χρηματοοικονομική και ασφαλιστική λειτουργία κ.λ.π.)
- Αλκοόλ
- Προϊόντα που σχετίζονται με το χοιρινό κρέας και την παραγωγή, συσκευασία και επεξεργασία τροφίμων που δε θεωρούνται *χαλάλ*, ή οποιαδήποτε άλλη δραστηριότητα σχετίζεται με το χοιρινό και με τρόφιμα που δεν είναι *χαλάλ*.
- Ψυχαγωγία (καζίνο, τζόγος, κινηματογράφος, μουσική, πορνογραφία και ξενοδοχεία)
- Κάπνισμα
- Κατασκευή όπλων και σπλικών και αμυντικών συστημάτων

Αφού οι εταιρείες αξιολογηθούν από τον επιχειρηματικό τομέα δραστηριότητάς τους, οι εναπομείνουσες εταιρείες εξετάζονται περαιτέρω στα οικονομικά τους στοιχεία για να διασφαλιστεί πως οι εταιρείες αυτές είναι συμβατές με τη Σαρία.

Μόνο οι εταιρείες που πληρούν τα παρακάτω χρηματοοικονομικά κριτήρια θα θεωρούνται συμβατές με τη Σαρία:

<sup>70</sup> Shari'ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (September 2010), [www.ishares.com](http://www.ishares.com)

- α. Το χρέος είναι χαμηλότερο από το 33% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων
- β. Τα ταμειακά διαθέσιμα και τα έντοκα στοιχεία έχουν αξία μικρότερη από το 33% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων
- γ. Τα εισπρακτέα ποσά και τα ταμειακά διαθέσιμα έχουν αξία μικρότερη από το 33% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων
- δ. Τα συνολικά εισοδήματα από τόκο και μη συμβατές δραστηριότητες δε θα πρέπει να ξεπερνούν το 5% του συνολικού εισοδήματος

Κατάλληλη εξυγίανση των μερισμάτων στο 5%: Αυτός ο συντελεστής υπολογίζει το συνιστώμενο ποσό εξυγίανσης που πρέπει να πληρωθεί από τον επενδυτή.

#### Σειρά Ισλαμικών δεικτών της MSCI

Αποκλείονται οι εταιρείες που είναι άμεσα ενεργές, ή αποκομίζουν ποσοστό 5% ή μεγαλύτερο του εισοδήματός τους (συσσωρευτικά) από τις ακόλουθες δραστηριότητες:

- Αλκοόλ
- Κάπνισμα
- Προϊόντα σχετικά με το χοιρινό κρέας
- Αμυνα/όπλα
- Μουσική
- Ξενοδοχεία
- Κινηματογράφος
- Ψυχαγωγία για ενήλικες
- Τζόγος/Καζίνο
- Συμβατικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες

Οι εταιρείες που περιλαμβάνονται στους τομείς που συγκαταλέγονται παρακάτω δεν είναι συμβατές με τη Μεθοδολογία Ισλαμικών δεικτών:

- Τράπεζες και όλες οι σχετικές υπό-βιομηχανίες
- Διαφοροποιημένος χρηματοοικονομικός κλάδος και όλες οι σχετικές υπό-βιομηχανίες
- Ασφάλιση και όλες οι σχετικές υπό-βιομηχανίες

και οι ακόλουθες υπό-βιομηχανίες

- Αεροδιαστημική και άμυνα
- Καζίνο & τυχερά παιχνίδια
- Ξενοδοχεία, θέρετρα & κρουαζιερόπλοια
- Εστιατόρια
- Ραδιοτηλεόραση
- Καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση
- Σινεμά & ψυχαγωγία
- Ζυθοποιία
- Αποστακτήρια και οινοπωλεία
- Κάπνισμα

Τα Ισλαμικά Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα δεν υπόκεινται σε Χρηματοοικονομική Αξιολόγηση. Το εισόδημα που αντλούν από οικονομικές υπηρεσίες δε θα θεωρείται εισόδημα από απαγορευμένη δραστηριότητα για τους σκοπούς της Μεθοδολογίας Ισλαμικών Δεικτών.

Μια εταιρεία θα θεωρείται «Ισλαμικό Χρηματοοικονομικό Ίδρυμα» για τους σκοπούς της Μεθοδολογίας Ισλαμικών Δεικτών, αν πληροί τα ακόλουθα κριτήρια:

- α. Η εταιρεία συμπεριλαμβάνεται σε τράπεζες, διαφοροποιημένους χρηματοοικονομικούς κλάδους ή ασφαλίσεις του τομέα GICS
- β. Η εταιρεία είναι ξεχωριστή νομική οντότητα που καθιερώθηκε μόνο για να εμπορεύεται σε συναλλαγές που είναι συμβατές με τη Σαρία
- γ. Η εταιρεία έχει διορισμένο εποπτικό συμβούλιο της Σαρία που παρέχει επίβλεψη και έλεγχο σε όλες τις δραστηριότητές της, διαρκή καθοδήγηση σε όλα τα ζητήματα που σχετίζονται με τη Σαρία και εκδίδει αποφάσεις/Φάτβα ως προς τα προηγούμενα, όπου αυτές οι αποφάσεις δεσμεύουν νομικά την εταιρεία, και
- δ. Τα παραπάνω τεκμηριώνονται στα έγγραφα ιδρύσεως της εταιρείας και τα επιθεωρημένα έγγραφα οικονομικής κατάστασης της εταιρείας.

Οι επενδυτικές αρχές της Σαρία δεν επιτρέπουν την επένδυση σε εταιρείες που αντλούν σημαντικό εισόδημα από τόκους ή από εταιρείες που είναι ιδιαίτερα μοχλευμένες (leveraged). Ο δείκτης MSCI Barra χρησιμοποιεί τους ακόλουθους τρεις χρηματοοικονομικούς συντελεστές για αυτές τις εταιρείες:

- Λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

-Λόγος του αθροίσματος των ταμειακών διαθέσιμων και των έντοκων χρεογράφων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

-Λόγος του αθροίσματος των εισπρακτέων τιμολογίων και των ταμειακών διαθέσιμων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

Για νέες εισαγωγές στη σειρά Ισλαμικών δεικτών MSCI κανένας από τους χρηματοοικονομικούς συντελεστές δεν μπορεί να ξεπερνά το 33.33%. Το 33.33% θα χρησιμοποιηθεί για να καθορίσει ποιες θα αποκλειστούν από τους δείκτες.

Το χρέος που είναι συμβατό με τη Σαρία και τα όργανα που είναι συμβατά με τη Σαρία θα εξαιρούνται από το συνολικό χρέος όταν υπολογίζεται ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Θα εξαιρούνται επίσης και από τον αριθμητή όταν υπολογίζεται ο λόγος των ταμειακών διαθέσιμων και των έντοκων χρεογράφων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων αντιστοίχως για τις εξής χώρες: Συμβούλιο Συνεργασίας των Χωρών του Κόλπου (Σ.Σ.Χ.Κ., Gulf Corporation Council – GCC) εκτός της Σαουδικής Αραβίας (Μπαχρέιν, Κουβέιτ, Ομάν, Κατάρ, Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα), Μπαγκλαντές, Αίγυπτος, Ινδονησία, Μαλαισία, Πακιστάν και Τουρκία.

#### Εξυγίανση μερισμάτων

Αν μια εταιρεία αντλεί μέρος από το συνολικό της εισόδημα από τόκο και/ή από απαγορευμένες δραστηριότητες, οι επενδυτικές αρχές της Σαρία δηλώνουν πως αυτή η ποσοστιαία αναλογία πρέπει να αφαιρεθεί από το μέρισμα που πληρώνεται στους μετόχους και να παραχωρηθεί για φιλανθρωπικούς σκοπούς. Ο δείκτης MSCI Barra εφαρμόζει έναν «παράγοντα μερισματικής ρύθμισης» σε όλα τα εκ νέου επενδυμένα μερίσματα που ορίζεται ως: [σύνολο κερδών – (εισόδημα από απαγορευμένες δραστηριότητες + εισόδημα από τόκους)] / συνολικά κέρδη.

Σε αυτό τον τύπο, το σύνολο των κερδών ορίζεται σαν μικό εισόδημα, ενώ το εισόδημα από τόκους ορίζεται σαν λειτουργικός και μη λειτουργικός τόκος. Ο δείκτης MSCI Barra θα επιθεωρεί τον «παράγοντα μερισματικής ρύθμισης» σε ετήσια βάση στην Εξαμηνιαία επιθεώρηση δείκτη του Μαΐου.

#### Δείκτες Ισλαμικών αγορών του Dow Jones

Οι εταιρείες που εμπλέκονται στους ακόλουθους επιχειρηματικούς τομείς είναι ασύμβατες με τις αρχές της Σαρία και ακατάλληλες για τους σκοπούς των Ισλαμικών επενδύσεων:

-Αλκοόλ

-Κάπνισμα

-Προϊόντα σχετικά με το χοιρινό κρέας

-Συμβατικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (τραπεζικές, ασφαλιστικές κ.ο.κ.)

-Οπλα και αμυντικά συστήματα

-Ψυχαγωγία (ξενοδοχεία, καζίνο/τυχερά παιχνίδια, κινηματογράφος, πορνογραφία, μουσική κλπ)

Κατά τη διαδικασία επιλογής των αποδεκτών αξιών, κάθε εταιρεία στο σύνολο του δείκτη εξετάζεται με βάση την κατανομή του εισοδήματος. Αν η εταιρεία έχει επιχειρηματικές δραστηριότητες σε οποιονδήποτε από τους επιχειρηματικούς τομείς που δεν επιτρέπονται, θεωρείται ακατάλληλη για τους σκοπούς των Ισλαμικών επενδύσεων και αποκλείεται από το δείκτη.

Αυτοί οι τομείς περιλαμβάνουν:

- Αμυντικά συστήματα

- Προϊόντα διατροφής

- Ζυθοποιίες

- Προϊόντα ψυχαγωγίας

- Αποστακτήρια & οινοπωλεία

- Κάπνισμα

- Λιανικό και χονδρικό εμπόριο τροφίμων

- Υπηρεσίες ψυχαγωγίας

- Αναμεταδόσεις & ψυχαγωγία

- Εστιατόρια και μπαρ

- Πρακτορεία μέσω ενημέρωσης

- Τράπεζες

- Τυχερά παιχνίδια

- Ασφάλιση κατά παντός κινδύνου

- Ξενοδοχεία

- Μεσίτες ασφαλειών

Μετά την απόσυρση εταιρειών με μη αποδεκτές κύριες επιχειρηματικές δραστηριότητες, οι υπόλοιπες μετοχές αξιολογούνται σύμφωνα με διάφορα φίλτρα οικονομικών συντελεστών. Τα φίλτρα βασίζονται σε κριτήρια που καθορίζονται από το Εποπτικό συμβούλιο δεικτών της

Σαρία DJIM για την αφαίρεση εταιρειών με μη αποδεκτά επίπεδα χρέους ή εισοδήματα από τόκους.

Όλοι οι ακόλουθοι συντελεστές πρέπει να είναι κάτω του 33%:

- Το συνολικό χρέος διαιρεμένο με τον κυλιόμενο μέσο όρο της κεφαλαιοποίησης της αγοράς
- Το άθροισμα των ταμειακών διαθέσιμων και των εντόκων χρεογράφων μιας εταιρείας διαιρεμένο με το τον κυλιόμενο μέσο όρο της κεφαλαιοποίησης της αγοράς
- Εισπρακτέα τιμολόγια διαιρεμένα με το τον κυλιόμενο μέσο όρο της κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

#### Δείκτες της Σαρία της S&P

Κατά τη διαδικασία επιλογής, εξετάζεται η ελεγμένη ετήσια αναφορά κάθε εταιρείας για να διασφαλιστεί πως η εταιρεία δεν εμπλέκεται σε δραστηριότητες μη συμβατές με τη Σαρία. Αυτές που κρίνονται ασύμβατες αποκλείονται. Οι βιομηχανίες που ακολουθούν δε θεωρούνται Ισλαμικές.

Αποκλείονται οι επιχειρηματικές δραστηριότητες που σχετίζονται με τα εξής:

- Διαφήμιση και μέσα ενημέρωσης (με τις ακόλουθες εξαιρέσεις: Μέσα ενημέρωσης και διαφημιστικές εταιρείες που παράγουν εισοδήματα από τις χώρες του Σ.Σ.Κ., από ειδησεογραφικά κανάλια, εφημερίδες και αθλητικά κανάλια που υπερβαίνουν το 65% του συνολικού εισοδήματος).
- Αλκοόλ
- Έρευνα και κλωνοποίηση εμβρυακών ή βλαστικών κυττάρων
- Χρηματοοικονομικά (εκτός από τις Ισλαμικές τράπεζες, τα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα και οι Ισλαμικές ασφαλιστικές εταιρείες).
- Τυχερά παιχνίδια
- Χοιρινό κρέας
- Πορνογραφία
- Κάπνισμα

- Εμπορία χρυσού και ασημιού σαν μετρητά σε προθεσμιακή βάση

Αφού αφαιρεθούν οι εταιρείες με μη συμβατές επιχειρηματικές δραστηριότητες, οι υπόλοιπες εταιρείες εξετάζονται για συμβατότητα σε χρηματοοικονομικούς συντελεστές, καθώς ορισμένοι συντελεστές ίσως παραβιάζουν κάποιους όρους συμβατότητας.

Οι τρεις βασικές περιοχές ελέγχου είναι η μόγλευση (leverage), τα ταμειακά διαθέσιμα και το ποσοστό των εισοδημάτων που αντλούνται από μη συμβατές δραστηριότητες. Όλες αυτές οι παράμετροι υπόκεινται σε διαρκή αξιολόγηση.

α) Συμβατότητα ως προς τη μόγλευση

Η συμβατότητα μετριέται ως εξής:

$$\text{Χρέος/Αγοραία αξία μετοχών (τριετής μέσος όρος)} < 33\%$$

β) Συμβατότητα ως προς τα ταμειακά διαθέσιμα

Υπάρχουν συμμορφώσεις σχετικά με την περιουσία σε ταμειακά διαθέσιμα (μετρητά):

$$\text{Εισπρακτέα τιμολόγια/ Αγοραία αξία μετοχών (τριετής μέσος όρος)} < 49\%$$

$$\text{(Ταμειακά διαθέσιμα + Έντοκα χρεόγραφα) / Αγοραία αξία μετοχών (τριετής μέσος όρος)} < 33\%$$

γ) Μερίδιο εισοδήματος από μη συμβατές δραστηριότητες

Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα εισοδήματα από μη συμβατές δραστηριότητες είναι επιτρεπτά, αν συμμορφώνονται με το ακόλουθο όριο:

$$\text{(Μη επιτρεπτό εισόδημα εκτός από εισόδημα τόκου)/ Εισόδημα} < 5\%$$

δ) Συντελεστής εξυγίανσης μερισμάτων

Αυτός ο συντελεστής παρέχεται στους επενδυτές για λόγους εξυγίανσης και υπολογίζεται ως εξής:

Σημείωση: Για τους σκοπούς της ερευνητικής μας ανάλυσης θα χρησιμοποιήσουμε τα ακόλουθα κριτήρια, τα οποία είναι τα πιο ευρέως αποδεκτά για την επιλογή μετοχικών επενδύσεων συμβατών με το Ισλάμ:

- Επιχειρηματική δραστηριότητα
- Τα εισπρακτέα και τα ταμειακά διαθέσιμα πρέπει να είναι λιγότερα από το 50 τοις εκατό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας
- Τα ταμειακά διαθέσιμα και τα έντοκα χρεόγραφα δεν πρέπει να ξεπερνούν το 33 τοις εκατό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας
- Το συνολικό ανεξόφλητο χρέος δεν πρέπει να ξεπερνά το 33 τοις εκατό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας

Αυτά τα τέσσερα κριτήρια αναλύονται λεπτομερώς στην ενότητα §4.3.

### 3.1.3 Έλεγχος των αποδεκτών αξιών<sup>71</sup>

#### Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE

Η Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE θα ελεγχθεί σύμφωνα με τους Βασικούς κανόνες της Σειράς παγκόσμιων μετοχικών δεικτών (GEIS).

Οι ετήσιες επιθεωρήσεις διανέμονται τριμηνιαίως κατά περιοχή με μία ετήσια επιθεώρηση για κάθε περιοχή:

#### Μάρτιος

Ασία-Ειρηνικός εκτός Ιαπωνίας

---

<sup>71</sup> Shari'ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (September 2010), [www.ishares.com](http://www.ishares.com)



### Ιούνιος

Λατινική Αμερική, Αναδυόμενη Ευρώπη, Μέση Ανατολή και Αφρική

### Σεπτέμβριος

Ιαπωνία και Αναπτυγμένη Ευρώπη

### Δεκέμβριος

Βόρεια Αμερική

Η αξιολόγηση της Σειράς παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE θα αναθεωρείται τριμηνιαίως το Μάρτιο, τον Ιούνιο, το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο παράλληλα με την τριμηνιαία αξιολόγηση από τη Yasaar. Η διαδικασία αξιολόγησης της Σαρία χρησιμοποιεί τα δεδομένα όπως παρουσιάζονται την τελευταία εργάσιμη μέρα του Φεβρουαρίου, του Μαΐου, του Αυγούστου και του Νοεμβρίου υπολογίζοντας νέες εταιρείες που εισέρχονται στη Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών του FTSE στην περιοδική επιθεώρηση και ενσωματώνονται την εργάσιμη ημέρα μετά την τρίτη Παρασκευή του Μαρτίου, του Ιουνίου, του Σεπτεμβρίου και του Δεκεμβρίου.

### Σειρά Ισλαμικών δεικτών της MSCI

Οι δείκτες επιθεωρούνται για αξιολόγηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και χρηματοοικονομική αξιολόγηση σε ετήσια βάση στην Εξαμηνιαία Επιθεώρηση Δείκτη του Μαΐου. Η MSCI επίσης αποτιμά εκ νέου τους δείκτες εφαρμόζοντας τη χρηματοοικονομική αξιολόγηση σε τριμηνιαία βάση.

### Δείκτες ισλαμικών αγορών του Dow Jones

Η σύνθεση του Ισλαμικού δείκτη αγοράς του Dow Jones επιθεωρείται τριμηνιαίως με τις αλλαγές να ενσωματώνονται την τρίτη Παρασκευή του Μαρτίου, του Ιουνίου, του Σεπτεμβρίου και του Δεκεμβρίου. Τα δεδομένα της αγοράς από τα τέλη Ιανουαρίου,

Απριλίου, Ιουλίου και Οκτωβρίου χρησιμοποιούνται σαν τη βάση για τη διαδικασία επανεξέτασης.

Οι αλλαγές στο δείκτη ενσωματώνονται αφού επαληθευτούν οι επίσημες τιμές κλεισίματος. Όλες οι ρυθμίσεις γίνονται πριν από το ξεκίνημα του επόμενου τριμηνιαίου κύκλου.

### Δείκτες της Σαρία της S&P

Σε γενικές γραμμές, οι προσθήκες στους δείκτες της Σαρία γίνονται μία φορά το μήνα, συνήθως την τρίτη Παρασκευή του μήνα μετά την προσθήκη στον υποκείμενο δείκτη, αν θεωρηθεί συμβατός από το συμβούλιο της Σαρία.

Οι διαγραφές θα γίνουν την ίδια ώρα με διαγραφές στον υποκείμενο δείκτη.

Προσθήκες – Μόλις ανακοινωθεί μια επικείμενη προσθήκη σε έναν υποκείμενο δείκτη, η Ratings Intelligence (RI)<sup>72</sup> θα την αξιολογήσει ως προς τη συμβατότητά της. Αν η μετοχή βρεθεί να είναι συμβατή, μετά από έγκριση από το συμβούλιο της Σαρία, θα προστεθεί στο σχετικό δείκτη της Σαρία. Η RI επίσης θα παρακολουθεί συστηματικά τις υπάρχουσες μη συμβατές μετοχές του υποκείμενου δείκτη. Αν κάποια από αυτές τις μετοχές καταστεί συμβατή λόγω αλλαγών σε χρηματοοικονομικούς συντελεστές ή αλλαγής στην επιχειρηματική δραστηριότητα λόγω συγχώνευσης ή αναδιάρθρωσης, θα προστεθεί στο δείκτη της Σαρία με ενημέρωση των πελατών.

Διαγραφές – Όλες οι διαγραφές από τον πρωτεύοντα δείκτη θα διαγράφονται από τον συμβατό με τη Σαρία δείκτη την ίδια μέρα. Η RI θα διεξάγει επίσης μια διαρκή επιθεώρηση των υπαρχόντων αποδεκτών αξιών του δείκτη της Σαρία για συνεχιζόμενη συμπερίληψη στο σχετικό δείκτη. Οι προσθήκες και οι διαγραφές στο δείκτη που θα προκύψουν λόγω διαρκών επιθεωρήσεων και αλλαγών στη συμβατότητα θα γίνεται την τρίτη Παρασκευή κάθε μήνα με πρότερη ενημέρωση των πελατών.

---

<sup>72</sup> Η RI είναι μια εταιρεία που παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης συμβατότητας μετοχών της Σαρία για τους Δείκτες της Σαρία της S&P.

### 3.1.4 Διαχείριση του δείκτη<sup>73</sup>

#### Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE

Προσθήκες – Αν μια μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης αποδεκτή αξία προστεθεί στη Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE (Σ.Π.Μ.Δ.), θα της επιτραπεί να εισαχθεί στους σχετικούς Παγκόσμιους Δείκτες της Σαρία του FTSE και θα περάσει αξιολόγηση της Σαρία στην επόμενη τακτική επιθεώρηση. Η συμπερίληψη στη Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE δε θα γίνει παράλληλα με τη συμπερίληψή στη Σ.Π.Μ.Δ. του FTSE.

Διαγραφή – Αν μια αποδεκτή αξία πάψει να είναι αποδεκτή αξία Μεγάλης και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης της Σ.Π.Μ.Δ. του FTSE, θα αφαιρεθεί από το σχετικό δείκτη. Η αφαίρεση θα γίνει παράλληλα με την απόσυρση από τη Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE (Σ.Π.Μ.Δ.).

Αν μια αποδεκτή αξία πάψει να πληροί τα κριτήρια καταλληλότητας της Σαρία, θα αφαιρεθεί από τη Σειρά παγκόσμιων μετοχικών δεικτών της Σαρία του FTSE στην τριμηνιαία επιθεώρηση αξιολογήσεων της Σαρία.

#### Σειρά Ισλαμικών δεικτών MSCI

Οι νέες προσθήκες στους Δείκτες μετοχών MSCI που προκύπτουν από μια Τριμηνιαία επιθεώρηση δείκτη μπορούν να εξεταστούν ως προς την συμπερίληψή τους στους Ισλαμικούς δείκτες στην ακόλουθη Τριμηνιαία επιθεώρηση δείκτη.

Μια νέα προσθήκη στους Δείκτες μετοχών MSCI λόγω κάποιου εταιρικού συμβάντος δε θα προστεθεί ταυτόχρονα στους Ισλαμικούς δείκτες. Μπορεί ωστόσο να εξεταστεί η συμπερίληψή του στην ακόλουθη Τριμηνιαία επιθεώρηση δείκτη.

Οι τρέχουσες αποδεκτές αξίες των Ισλαμικών δεικτών που έχουν επηρεαστεί από εταιρικά συμβάντα θα εξετάζονται επίσης σε τριμηνιαία βάση ως προς τη συμβατότητά τους με την Ισλαμική μεθοδολογία δεικτών. Όποια διαγραφή προκύπτει θα ενσωματώνεται στην επόμενη τακτική Τριμηνιαία επιθεώρηση δείκτη. Για παράδειγμα, αν μια αποδεκτή αξία του Ισλαμικού δείκτη συγχωνευτεί με ένα χρεόγραφο που δεν είναι συμβατό με τη Μεθοδολογία Ισλαμικών δεικτών, και αν η νέα συγχωνευμένη εταιρεία αντλεί ποσοστό μεγαλύτερο του 5%

<sup>73</sup> Shari'ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (September 2010), [www.ishares.com](http://www.ishares.com)

του εισοδήματός της από απαγορευμένη δραστηριότητα, η νέα εταιρεία θα εξεταστεί μόνο ως προς το ενδεχόμενο διαγραφής της στην επόμενη Τριμηνιαία επιθεώρηση δείκτη.

#### Δείκτες Ισλαμικών αγορών του Dow Jones

Εκτός από την τριμηνιαία και την ετήσια επιθεώρηση σύνθεσης, ο Παγκόσμιος δείκτης Ισλαμικών αγορών του Dow Jones επιθεωρείται σε διαρκή βάση. Μια αλλαγή στο δείκτη είναι απαραίτητη εφόσον ένα έκτακτο συμβάν όπως η διαγραφή από το χρηματιστήριο, η χρεοκοπία, η συγχώνευση, η εξαγορά κ.ο.κ. επηρεάσει μια αποδεκτή αξία του δείκτη. Σε αυτές τις περιπτώσεις, το συμβάν λαμβάνεται υπόψη από τη στιγμή που αρχίσει να βρίσκεται σε ισχύ.

Μια λίστα των Μελών του εποπτικού συμβουλίου της Σαρία για τους ανωτέρω τέσσερις παρόχους δεικτών συγκαταλέγεται ενημερωτικά στο **Παράρτημα Ε**.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι τα κριτήρια που περιγράφονται παραπάνω οδήγησαν δείκτες όπως ο DJIMI να αποκλείσουν εταιρείες όπως η Enron, η WorldCom ή η Tyco από το δείκτη, όταν η δανειακή τους επιβάρυνση έγινε πολύ υψηλή. Ως συνέπεια, οι διαχειριστές των Ισλαμικών εταιρειών επενδυτικών κεφαλαίων απέσυραν τις επενδύσεις τους στις μετοχές αυτών των εταιρειών πριν καταρρεύσουν, διασώζοντας τους υποκείμενους επενδυτές κεφαλαίων από σημαντικές απώλειες και παρέχοντας στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική καλή δημοσιότητα.

## 3.2 Εξαγνισμός

Όπως αναφέρθηκε πρέπει να υπάρξουν συμβιβασμοί προκειμένου να καταστεί δυνατή η δημιουργία βιώσιμων πολυποίκιλων Ισλαμικών κεφαλαίων και δεικτών. Ως αντιστάθμισμα, πραγματοποιείται μία διαδικασία καθαρμού κατά την οποία τα κέρδη που προέρχονται από πηγές που δεν είναι σύμφωνες με το νόμο της Σαρία αφαιρούνται από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις. Αυτό θα περιλαμβάνει τόσο έσοδα από τόκους, όσο και τυχόν παρεπόμενα έσοδα που προκύπτουν από μη επιτρεπόμενες δραστηριότητες, όπως οι επιχειρήσεις οινοπνευματωδών ή οι επιχειρήσεις ψυχαγωγίας, για παράδειγμα. Το ποια στοιχεία ακριβώς θα πρέπει να εξαγνίζονται παραμένει συζητήσιμο.

Μια άποψη υποστηρίζει ότι οι αποδόσεις ενός επενδυτή θα "μολυνθούν" από μη επιτρεπτά στοιχεία των κερδών μιας εταιρείας, μόνον εάν αυτός λάβει άμεσο όφελος από την εταιρεία με τη μορφή μερίσματος. Συνεπώς, μόνο το μέρισμα θα πρέπει να καθαρθεί και όχι τα κέρδη κεφαλαίου (που συνήθως αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος των αποδόσεων).

Μια άλλη άποψη υποστηρίζει ότι τα κέρδη κεφαλαίου θα πρέπει επίσης να καθαρθούν, αφού μέρος αυτών θα μπορούσε να οφείλεται στην ύπαρξη μετρητών και τοκοφόρων αξιόγραφων.

Άλλοι κάνουν διάκριση μεταξύ των επενδυτών με μεμονωμένες μετοχές και των επενδυτικών κεφαλαίων. Δεδομένου ότι τα περισσότερα κεφάλαια δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, κάθε εισόδημα οφειλόμενο στα κεφάλαια αυτά μπορεί να θεωρηθεί ότι δεν αποτελεί κεφαλαιουχικό κέρδος αλλά μορφή μερίσματος που διανέμεται στους επενδυτές. Επομένως, στην περίπτωση των επενδυτικών κεφαλαίων όλες οι αποδόσεις θα πρέπει να υπόκεινται σε καθαρμό.

Τα επενδυτικά κεφάλαια ενημερώνουν τους επενδυτές σχετικά με το ποσοστό των αποδόσεων που πρέπει να καθαρθεί και κατόπιν οι επενδυτές είναι υπεύθυνοι για να προχωρήσουν στον καθαρμό αναλόγως, συνήθως μέσω μιας δωρεάς (ίσης με το ποσό που πρέπει να εξαγνιστεί) για φιλανθρωπικούς σκοπούς. Σε ορισμένες περιπτώσεις την ευθύνη αυτή αναλαμβάνουν οι διαχειριστές των κεφαλαίων.

## **4. Δημιουργία Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη για το Ελληνικό Χρηματιστήριο**

### **4.1 Εισαγωγή**

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλύσουμε λεπτομερώς τη μεθοδολογία που ακολουθείται προκειμένου να δημιουργηθεί ένας Ελληνικός Ισλαμικός δείκτης για το Ελληνικό Χρηματιστήριο.

Η ημερομηνία αναφοράς για το δείκτη είναι η 31.12.2005.

#### **Βήμα 1:**

**Δημιουργία μιας μηνιαίας λίστας όλων των μετοχών που συγκαταλέγονται στο Γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)**

Προμηθευτήκαμε ένα μηνιαίο κατάλογο όλων των αποδεκτών αξιών του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. από το Bloomberg.

#### **Βήμα 2: Συλλογή σημαντικών χρηματοοικονομικών δεδομένων για κάθε μετοχή (§4.2)**

#### **Βήμα 3: Προσδιορισμός του επιτρεπτού επενδυτικού κόσμου (§4.3)**

Εφαρμόστηκαν ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια αξιολόγησης<sup>74</sup> και οι εταιρείες που δεν πληρούν το σύνολο των κριτηρίων συμβατότητας με τη Σαρία αποκλείστηκαν από τον επιτρεπτό επενδυτικό κόσμο. Αυτά τα κριτήρια αναλύονται λεπτομερώς παρακάτω. Αφού οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν χρηματοοικονομικά στοιχεία τουλάχιστον σε ετήσια βάση, εφαρμόσαμε στη συνέχεια κριτήρια αξιολόγησης σε ετήσια βάση (με βάση τα δεδομένα των ελεγμένων χρηματοοικονομικών αναφορών που δημοσιεύτηκαν).

#### **Βήμα 4: Προσδιορισμός των μετοχών που δικαιούνται να συμπεριληφθούν στο δείκτη (§4.4)**

**Βήμα 5: Υπολογισμός του Επιπέδου του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη (§4.5)** στην ημερομηνία αναφοράς, με βάση τον αριθμό των διαθέσιμων για συναλλαγή μετοχών και την τιμή μετοχής κάθε αποδεκτής αξίας.

---

<sup>74</sup> Δείτε την ενότητα §4.3.

#### **4.2 Συλλογή σημαντικών χρηματοοικονομικών δεδομένων για κάθε μετοχή (Βήμα 2)**

Αφού δημιουργήσαμε τη μηνιαία λίστα μετοχών του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α., συλλέχθηκαν οι ακόλουθες πληροφορίες για κάθε μετοχή που ανήκε στο δείκτη:

**Πίνακας 3 – Σημαντικά χρηματοοικονομικά δεδομένα που συλλέχθηκαν για κάθε μετοχή**

Ετήσια δεδομένα	Μηνιαία δεδομένα
Όνομα μετοχής	Κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Κ.Α.)
Υπό-βιομηχανία Π.Κ.Π.Β. (GICS)	Μέση κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Μ.Κ.Α.)
Σύνολο περιουσιακών στοιχείων (Σ.Π.Σ.)	Ευρεία διασπορά %
Συνολικό χρέος (Σ.Χ.)	Σύνολο κοινών μετοχών σε κυκλοφορία (Σ.Κ.Μ.)
Εισπρακτέα ποσά (Ε.Π.)	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα μετρητά (Μ)	
Ταμειακά διαθέσιμα, ισοδύναμα μετρητά και βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (Μ.Β.Ε.)	

Η διαδικασία επαναλήφθηκε για την περίοδο μεταξύ 31.12.2005 και 31.12.2010 σε ετήσια ή μηνιαία βάση κατά τον παραπάνω πίνακα.

Χρησιμοποιήθηκαν κυρίως το Bloomberg και η ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών για τη συλλογή δεδομένων.

Χρησιμοποιήθηκαν επίσης ελεγμένες ετήσιες εταιρικές αναφορές σε ορισμένες περιπτώσεις.

Κάθε πεδίο ορίζεται<sup>75</sup> ως εξής:

### **Υπό-βιομηχανία Π.Κ.Π.Β. (GICS)**

Ένας αριθμητικός κώδικας που δηλώνει την κατάταξη της Υπό-βιομηχανίας Π.Κ.Π. Β. Το Π.Κ.Π.Β. (Πρότυπο κατάταξης παγκόσμιας βιομηχανίας) είναι ένα πρότυπο βιομηχανικής κατάταξης που αναπτύχθηκε από τη Morgan Stanley Capital International (MSCI) σε συνεργασία με την Standard & Poor's (S&P). Το Πρότυπο κατάταξης παγκόσμιας βιομηχανίας αποτελείται από 10 τομείς, 24 βιομηχανικές ομάδες, 68 βιομηχανίες και 154 υπό-βιομηχανίες. Η κατάταξη Π.Κ.Π.Β. αναθέτει μια υπό-κατηγορία σε κάθε εταιρεία σύμφωνα με την κύρια επιχειρηματική της δραστηριότητα.

### **Σύνολο περιουσιακών στοιχείων**

#### **ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ**

Σύνολο περιουσιακών στοιχείων:

Το σύνολο όλων των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων όπως αναφέρονται στον Ισολογισμό.

#### **ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ**

Σύνολο περιουσιακών στοιχείων:

Αυτό είναι το άθροισμα των ταμειακών διαθέσιμων και των τραπεζικών λογαριασμών. Πώληση ομοσπονδιακών κεφαλαίων και συμφωνητικά μεταπώλησης, επενδύσεις για εμπορία και πωλήσεις, καθαρές χορηγήσεις, επενδύσεις που διακρατούνται μέχρι τη λήξη, καθαρά πάγια περιουσιακά στοιχεία, λοιπά περιουσιακά στοιχεία, συναλλαγματικές και υποχρεώσεις πελατών.

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ:**

Σύνολο περιουσιακών στοιχείων:

Το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων ισούται με το άθροισμα ταμειακών διαθέσιμων και χρηματοποιήσιμων στοιχείων, βραχυπρόθεσμων επενδύσεων και απογραφής χρεογράφων,

---

<sup>75</sup> Ορισμοί κατά το Bloomberg.



καθαρών απαιτήσεων, σύνολο μακροπρόθεσμων επενδύσεων, καθαρών πάγιων περιουσιακών στοιχείων και λοιπών περιουσιακών στοιχείων.

#### ΑΣΦΑΛΙΣΤΗΡΙΑ:

Σύνολο περιουσιακών στοιχείων:

Το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων ισούται με το άθροισμα ταμειακών διαθέσιμων και χρηματοποιήσιμων στοιχείων, καθαρών απαιτήσεων, συνόλου επενδύσεων, καθαρών πάγιων περιουσιακών στοιχείων, αναβαλλόμενης πολιτικής κόστους κτήσεων και λοιπών περιουσιακών στοιχείων.

#### ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ

Σύνολο περιουσιακών στοιχείων:

Αυτός ο υπολογισμός γενικά ισούται με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων στην ετήσια αναφορά, εκτός από την περίπτωση όπου οι εγκαταστάσεις κοινής ωφελείας δεν έχουν αναβαλλόμενους φόρους εισοδήματος. Οι αναβαλλόμενοι φόροι εισοδήματος παρουσιάζονται στην πλευρά πίστωσης ή οφειλών του ισολογισμού. Αυτό το στοιχείο αντισταθμίζει τόσο την πλευρά της χρεωστικής εγγραφής (περιουσιακά στοιχεία) όσο και την πλευρά της πίστωσης (υποχρεώσεις και κεφάλαιο μετόχων).

REITS (Εταιρείες επένδυσης σε ακίνητα – Real Estate Investment Trusts)

Σύνολο περιουσιακών στοιχείων:

Το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων είναι το άθροισμα των καθαρών επενδύσεων σε ακίνητα, ταμειακών διαθέσιμων και ισοδυνάμων μετρητών, λοιπών επενδύσεων, εισπρακτέων, λοιπών περιουσιακών στοιχείων και περιορισμένων περιουσιακών στοιχείων.

#### MUNICIPAL G.O.

Το σύνολο όλων των βραχυπρόθεσμων, περιορισμένων, κεφαλαιακών και μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων όπως αναφέρονται στη δήλωση καθαρών περιουσιακών στοιχείων.

#### Σύνολο χρέους (Σ.Χ.)

Το άθροισμα του βραχυπρόθεσμου χρέους, των χρεογράφων που πωλήθηκαν με συμφωνητικά επαναγοράς και του μακροπρόθεσμου χρέους.

Όπου:

Το βραχυπρόθεσμο χρέος είναι: ST Borrowings (BS047, BS\_ST\_BORROW)

Το μακροπρόθεσμο χρέος είναι: LT Borrowings (BS051, BS\_LT\_BORROW)

Τα χρεόγραφα που πωλήθηκαν με συμφωνητικά επαναγοράς είναι: Sec Sold with Repo Agreements (BS049, BS\_SEC\_SOLD\_REPO\_AGRMNT)

Εταιρείες επένδυσης σε ακίνητα (REITs):

Άθροισμα μη εξασφαλισμένων και εξασφαλισμένων χρεογράφων.

όπου:

Τα μη εξασφαλισμένα χρεόγραφα είναι: BS047, BS\_ST\_BORROW

Τα εξασφαλισμένα χρεόγραφα είναι: BS051, BS\_LT\_BORROW

### **Εισπρακτέοι λογαριασμοί και εισπρακτέα γραμμάτια**

#### **ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ**

Εισπρακτέοι λογαριασμοί και εισπρακτέα γραμμάτια:

Αυτό το πεδίο περιλαμβάνει εμπορικές απαιτήσεις που σχετίζονται άμεσα με λειτουργικές δραστηριότητες. Αυτές οι απαιτήσεις δεν εντάσσονται στη διάταξη για επισφαλείς λογαριασμούς. Οι μακροπρόθεσμες εμπορικές απαιτήσεις περιλαμβάνονται στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις (LT Investments) και στις μακροπρόθεσμες απαιτήσεις (LT Receivables). Αποκλείει μερίδες των εμπορικών απαιτήσεων σε μακροπρόθεσμα συμβόλαια που έχουν ολοκληρωθεί, αλλά δεν τιμολογούνται (αυτή η μερίδα περιλαμβάνεται στις απογραφές). Περιλαμβάνει εμπορικές απαιτήσεις από σχετιζόμενα μέρη συμπεριλαμβανομένων συνεργαζόμενων εταιρειών. Περιλαμβάνει χρηματοοικονομικές απαιτήσεις από χρηματοοικονομικές θυγατρικές.

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ**

Εισπρακτέοι λογαριασμοί και εισπρακτέα γραμμάτια:

Εισπρακτέα συναλλαγών που σχετίζονται άμεσα με λειτουργικές δραστηριότητες, δεν εντάσσονται στη διάταξη για επισφαλείς λογαριασμούς.

Περιλαμβάνει τόκους και μερίσματα που συσσωρεύονται σε επενδύσεις.

#### ΑΣΦΑΛΙΣΤΗΡΙΑ

Εισπρακτέοι λογαριασμοί και εισπρακτέα γραμμάτια:

Εισπρακτέα συναλλαγών που σχετίζονται άμεσα με λειτουργικές δραστηριότητες.

Δεν εντάσσονται στη διάταξη για επισφαλείς λογαριασμούς.

Εισπρακτέα από ασφαλιστικές λειτουργικές δραστηριότητες (δηλ. ασφαλισμένοι, αντασφαλιστές, συνασφαλιστές και ασφαλιστικοί πράκτορες).

Περιλαμβάνει συσσωρευμένο επενδυτικό εισόδημα, ανακτήσιμες αντασφαλίσεις οφειλόμενες από χρηματομεσίτες, εισπρακτέες αμοιβές, εκκρεμή εκκαθάριση επενδύσεων.

Εξαιρούνται τα προπληρωθέντα έξοδα.

Εξαιρούνται τα χρηματοοικονομικά εισπρακτέα που περιέχονται στα δάνεια.

#### ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ

Καθαροί εισπρακτέοι λογαριασμοί και ατιμολόγητο εισόδημα:

Εισπρακτέα άμεσα σχετιζόμενα σε λειτουργικές δραστηριότητες.

Μετά από διάταξη για επισφαλείς λογαριασμούς.

Το ατιμολόγητο εισόδημα είναι το εκτιμώμενο αποδοτέο εισόδημα σε ενέργεια που παραδόθηκε σε πελάτες για τους οποίους το μετρημένο ποσό δεν είχε τιμολογηθεί.

Περιλαμβάνει εισπρακτέα γραμμάτια συναλλαγών.

Περιλαμβάνει εμπορικές απαιτήσεις από ιδιωτικές εταιρείες (θυγατρικές).

#### REITS

Εισπρακτέοι λογαριασμοί:

Εμπορικές απαιτήσεις άμεσα σχετιζόμενες με λειτουργικές δραστηριότητες, εκτός διατάξεων για επισφαλείς λογαριασμούς. Περιέχει εισπρακτέες διοικητικές και συμβουλευτικές αμοιβές.

MUNICIPAL G.O.

Περιλαμβάνει εισπρακτέα που σχετίζονται άμεσα με λειτουργικές δραστηριότητες. Περιλαμβάνει φόρους, τόκους, μερίσματα και εισπρακτέα αποδεκτών αξιών.

#### **Ταμειακά διαθέσιμα (Μετρητά) και ισοδύναμα μετρητών (M)**

Για μορφές βιομηχανικές, κοινής ωφελείας και REIT, το πεδίο ορίζεται σαν το άθροισμα Ταμειακών διαθέσιμων (μετρητά) και χρηματοποιήσιμων στοιχείων και Ε μπορεύσιμων χρεογράφων και Λοιπών βραχυπρόθεσμων επενδύσεων.

Για τράπεζες, το πεδίο ορίζεται σαν το άθροισμα Ταμειακών διαθέσιμων και χρηματοποιήσιμων στοιχείων και Διατραπεζικών περιουσιακών στοιχείων. Το πεδίο δε θα επιστρέψει μια τιμή αν τα Ταμειακά διαθέσιμα και τα χρηματοποιήσιμα μετρητά δεν αποκαλυφθούν.

Για τις χρηματοοικονομικές και ασφαλιστικές μορφές, το πεδίο ορίζεται σαν Ταμειακά διαθέσιμα και χρηματοποιήσιμα στοιχεία.

#### **Ταμειακά διαθέσιμα (Μετρητά), Ισοδύναμα μετρητών και Βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (CSI)**

#### **Τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Cur\_Mkt\_Cap)**

Η τρέχουσα νομισματική τιμή όλων των μετοχών σε κυκλοφορία που δηλώνεται στο τιμολογιακό νόμισμα. Η κεφαλαιοποίηση είναι μια μονάδα μέτρησης εταιρικού μεγέθους.

-Εταιρείες Non-Multiple Share:

Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της αγοράς υπολογίζεται σαν:

*Τρέχουσες μετοχές σε κυκλοφορία\* Τελευταία τιμή*

- Εταιρείες Multiple-Share:

Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της αγοράς είναι το άθροισμα της κεφαλαιοποίησης όλων των κατηγοριών κοινών μετοχών, σε εκατομμύρια. Αν συγκαταλέγεται μόνο μία κατηγορία, η τιμή της συγκαταλεγόμενης κατηγορίας εφαρμόζεται σε όλες τις μη συγκαταλεγόμενες μετοχές για να καθορίσουν τη συνολική αγοραία αξία. Αν υπάρχουν δυο ή περισσότερες συγκαταλεγόμενες κατηγορίες και μία ή περισσότερες μη συγκαταλεγόμενες κατηγορίες, η μέση τιμή των συγκαταλεγόμενων κατηγοριών εφαρμόζεται για τις μη συγκαταλεγόμενες μετοχές προκειμένου να υπολογιστεί η συνολική αγοραία αξία.

#### **Μέση κεφαλαιοποίηση της αγοράς**

Μέση κεφαλαιοποίηση της αγοράς των μελών του δείκτη. Υπολογίζεται σαν Κεφαλαιοποίηση της αγοράς (RR902, CUR\_MKT\_CAP) διαιρεμένη δια του Αριθμού των μετοχών μελών του δείκτη (DS680, COUNT\_INDEX\_MEMBERS).

#### **Τρέχουσες μετοχές σε κυκλοφορία (EQY\_SH\_OUT)**

Συνολικός τρέχων αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία. Αυτά τα δεδομένα μπορεί να συλλέχθηκαν από ετήσιες, εξαμηνιαίες και τριμηνιαίες αναφορές, επίσημες αρχειοθετήσεις Edgar, δελτία τύπου, ή συναλλαγές μετοχών. Το ιστορικό των μετοχών σε καθημερινή κυκλοφορία είναι διαθέσιμο από το Μάιο του 2000 έως σήμερα. Η αξία αναφέρεται σε εκατομμύρια. Βλέπουμε την Πραγματική τιμή των τρεχουσών μετοχών σε κυκλοφορία (DS381, EQY\_SH\_OUT\_REAL) για τον μη στρογγυλοποιημένο αριθμό της αξίας των μετοχών ή των Μετοχών σε κυκλοφορία (BS081, BS\_SH\_OUT) για το ιστορικό των μετοχών σε κυκλοφορία. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία περιλαμβάνει και τις ίδιες μετοχές.

### 4.3 Προσδιορισμός του επιτρεπτού επενδυτικού κόσμου (Βήμα 3).

#### 4.3.1 Ποιοτικά κριτήρια

##### Α) Εταιρίες ενεργές σε απαγορευμένους τομείς

Οι εταιρείες που διεξάγουν απαγορευμένες δραστηριότητες αποκλείονται. Για παράδειγμα εταιρείες που συμμετέχουν σε κλάδους όπως:

- Ποτών
- Καπνού
- Προϊόντων που σχετίζονται με το χοιρινό κρέας
- Ψυχαγωγίας, όπως τυχερών παιχνιδιών, καζίνο, πορνογραφίας κ.λπ.
- Συμβατικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (ασφάλειες, τράπεζες, κλπ.)
- Βιομηχανίες όπλων

Χρησιμοποιήθηκε το Πρότυπο κατάταξης της παγκόσμιας βιομηχανίας (Π.Κ.Π.Β.) που αναπτύχθηκε από κοινού από τις Standard & Poor's και MSCI προκειμένου να αποκλειστούν εταιρείες που ήταν δραστήριες σε μη επιτρεπτούς τομείς.

Κάθε αποδεκτή αξία του δείκτη Συνόλου μετοχών του Χ.Α.Α με κωδικό Π.Κ.Π.Β. που ταυτίζεται με τους κωδικούς στον παρακάτω πίνακα κρίθηκε μη επιτρεπτή και επομένως δεν εξετάστηκε περαιτέρω.

**Πίνακας 4 – Ορισμός κωδικών Π.Κ.Π.Β. (GICS)**

Κωδικός Π.Κ.Π.Β. (GICS)	Βιομηχανία/ υπό-βιομηχανία
20101010	Αεροδιαστημική και άμυνα
25301010	Καζίνο και τυχερά παιχνίδια
25301020	Ξενοδοχεία, θέρετρα και κρουαζιερόπλοια

25301040	Εστιατόρια
25401020	Ραδιοτηλεόραση και καλωδιακή τηλεόραση
25401030	Ταινίες και ψυχαγωγία
30201010	Ζυθοποιίες
30201020	Αποστακτήρια και οινοποίηση
30203010	Κάπνισμα
4010XXXX	Τράπεζες
4020XXXX	Διαφοροποιημένοι χρηματοοικονομικοί κλάδοι
4030XXXX	Ασφάλιση

Οι βιομηχανίες ξενοδοχείων και εστιατορίων εξαιρούνται, για παράδειγμα, καθώς μεγάλο μέρος του εισοδήματός τους προέρχεται από την πώληση αλκοόλ.

Ορισμένοι πάροχοι δεικτών χρησιμοποιούν ένα πρόσθετο κριτήριο όπου εταιρείες με εισόδημα μεγαλύτερο του 5% να προέρχεται από μη επιτρεπτές δραστηριότητες αποκλείονται από τον κόσμο των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, δεν υπάρχει θεολογική βάση για αυτό το κριτήριο και εξάλλου η μεγάλη πλειοψηφία τέτοιων εταιρειών θα βρίσκονταν στον παραπάνω πίνακα.

Οι προνομιούχες μετοχές αποκλείονται επίσης καθώς διαφοροποιούνται μεταξύ δύο κατηγοριών συνεταιίρων στην εταιρεία (αυτών που κατέχουν προνομιούχες και αυτών που κατέχουν κανονικές μετοχές), γεγονός που δεν συνάδει με τις αρχές ισότητας και δικαιοσύνης που υποστηρίζει το Ισλάμ. Επιπλέον, αυτές οι μετοχές περιλαμβάνουν μια σταθερή απόδοση, η οποία είναι ανεξάρτητη της υποκείμενης επιχειρηματικής απόδοσης, και άρα δεν επιτρέπονται από τη Σαρία.

Μια αλλαγή στο πρότυπο Π.Κ.Π.Β. (GICS) μπορεί να καταλήξει στη μη συμβατότητα μιας εταιρείας. Αν το χρεόγραφο προσδιοριστεί σαν μη συμβατό στην επόμενη Επιθεώρηση δείκτη, θα αποκλειστεί από τον Ισλαμικό δείκτη.

#### 4.3.2 Ποσοτικά κριτήρια

##### **Β) Οι εισπρακτέοι λογαριασμοί και τα ταμειακά διαθέσιμα θα πρέπει να είναι λιγότερα από το 50 τοις εκατό**

Η πώληση του χρέους σε τρίτους απαγορεύεται βάσει του νόμου της Σαρία<sup>76</sup>. Η πώληση μετοχών εταιρείας με υψηλούς εισπρακτέους λογαριασμούς ισοδυναμεί με την πώληση χρέους προς τρίτους (τον επενδυτή) και, ως εκ τούτου απαγορεύεται. Οι εισπρακτέοι λογαριασμοί και τα ταμειακά διαθέσιμα δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 50 τοις εκατό της αξίας του συνόλου του ενεργητικού. Σε αυτό το πλαίσιο οι εισπρακτέοι λογαριασμοί ορίζονται ως τα ποσά που οφείλονται στην εταιρεία από επιτρεπτές και μόνο δραστηριότητες, όπως οι πωλήσεις αγαθών με μελλοντική πληρωμή. Τα τοκοφόρα δάνεια σε κάθε περίπτωση δεν επιτρέπονται.

##### **Γ) Τα ταμειακά διαθέσιμα και οι τοκοφόροι τίτλοι δε θα πρέπει να υπερβαίνουν το 33 τοις εκατό**

Πρόκειται για έναν πρόσφατο κανόνα που προέκυψε από τη δυσκολία να βρεθεί μία αποδεκτή αναλογία μεταξύ των κερδών από τόκους προς τα συνολικά κέρδη με βάση τις πηγές της Σαρία. Τα κέρδη από τόκους θα ήταν κατά κανόνα απαγορευμένα αλλά, λαμβάνοντας υπόψη την ίδια αρχή πλειοψηφίας-μειοψηφίας που περιγράφηκε παραπάνω, επιτρέπονται.

Τα ταμειακά διαθέσιμα και οι τοκοφόροι τίτλοι που έχει στην κατοχή της μια επιχείρηση δε θα πρέπει να υπερβαίνουν το 33 τοις εκατό της αγοραίας της αξίας. Εν πάση περιπτώσει, το εισόδημα που προκύπτει από τόκους σε μετρητά και υπόλοιπα αξιόγραφα εξαγνίζεται, με τον τρόπο που περιγράφεται αναλυτικότερα παρακάτω.

##### **Δ) Τα συνολικά χρέη που εκκρεμούν δε θα πρέπει να υπερβαίνουν το 33 τοις εκατό**

Οι εταιρείες έχουν δύο κύριες πηγές χρηματοδότησης, τις μετοχές και το δανεισμό. Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών χρησιμοποιεί τουλάχιστον κάποιο ποσοστό δανεισμού για τη χρηματοδότησή της. Εφόσον ο δανεισμός είναι τοκοφόρος, αυτό θα κάνει τις περισσότερες εταιρείες, ή τουλάχιστον ένα μέρος του ενεργητικού τους, μη συμβατό με τη

<sup>76</sup> Βλέπε παραπάνω στην § 2.1.3 Χρηματοδότηση και Χρέος



Σαρία.

Οι Ισλαμιστές ειδήμονες έχουν γνωμοδοτήσει σε πολλές περιπτώσεις σχετικά με τις δραστηριότητες που εμπεριέχουν συνδυασμούς επιτρεπτών και μη επιτρεπτών στοιχείων. Σε γενικές γραμμές, τα επιτρεπτά στοιχεία θα πρέπει να αποτελούν την πλειοψηφία πράγμα που οδηγεί στην ερώτηση του τι εννοούμε με τον όρο πλειοψηφία. Ένα Hadith που αναφέρει ότι «η διαχωριστική γραμμή μεταξύ της πλειοψηφίας και της μειοψηφίας είναι το ένα τρίτο, αλλά και το ένα τρίτο ως ποσοστό θεωρείται ότι είναι πολύ» έχει χρησιμοποιηθεί για να απαντηθεί αυτό το ερώτημα. Κατά συνέπεια, εφόσον το μη επιτρεπόμενο ποσοστό (του συνόλου των εκκρεμών χρεών) δεν υπερβαίνει το 33 τοις εκατό των συνολικών στοιχείων του ενεργητικού και πληρούνται ταυτόχρονα όλα τα λοιπά κριτήρια, η εταιρεία είναι κατάλληλη για επενδύσεις από Ισλαμική σκοπιά.

Επενδυτικά φίλτρα υπήρχαν πριν από της Ισλαμική Χρηματοοικονομική, στο πλαίσιο του λεγόμενου Κοινωνικού / Δεοντολογικού τομέα των επενδύσεων με, όχι ευκαταφρόνητη εμπορική επιτυχία. Ο στόχος ήταν ο εντοπισμός και η επένδυση σε εταιρείες με ηθική φύση και συμβολή στην ευημερία της κοινωνίας. Μια από τις επικρίσεις κατά των Ισλαμικών φίλτρων σχετίζεται με το γεγονός ότι είναι εκ φύσεως σχεδόν αποκλειστικά "αρνητικά", σε αντίθεση με τα φίλτρα που χρησιμοποιούνται από τα κοινωνικά / δεοντολογικά κεφάλαια, τα οποία περιλαμβάνουν και "θετικούς" παράγοντες, όπως οικολογικές ευαισθησίες, ίσα δικαιώματα, καλές συνθήκες απασχόλησης, κλπ.

#### 4.3.3 Αποτελέσματα

Οι ακόλουθοι συντελεστές υπολογίστηκαν με βάση τα δεδομένα που συλλέχθηκαν (όπως είδαμε στην ενότητα §4.2, στο Βήμα 2) και χρησιμοποιήθηκαν για τις ποσοτικές διαδικασίες αξιολόγησης που περιγράφηκαν στην προηγούμενη παράγραφο:

<b>Εισπρακτέοι λογαριασμοί και ταμειακά διαθέσιμα προς περιουσιακά στοιχεία</b>	<b>(AR+C)/TA</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα προς περιουσιακά στοιχεία</b>	<b>CSI/TA</b>
<b>Χρέος προς περιουσιακά στοιχεία</b>	<b>TD/TA</b>

Ο επόμενος πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα της διαδικασίας αξιολόγησης:

Πίνακας 5 – Αποτελέσματα διαδικασίας αξιολόγησης

ATHEX Composite	31.12.2005		31.12.2006		31.12.2007		31.12.2008		31.12.2009	
<b>Total number of listed companies</b>	60		60		60		60		49	
Non-permissible industry		12		10		10		11		10
Unknown / unclassified		1		1				0		0
Subtotal excluded		13		11		10		11		10
<b>Population after Qualitative screens</b>	<b>47</b>		<b>49</b>		<b>50</b>		<b>49</b>		<b>39</b>	
(AR+C)/TA >50%		12		5		5		6		3
CSI/TA >33%		7		1		2		2		3
TD/TA>33%		23		17		23		24		17
Subtotal excluded		28		22		30		29		21
<b>Permissible Companies TOTAL</b>	<b>19</b>		<b>27</b>		<b>20</b>		<b>20</b>		<b>18</b>	

Ο πίνακας δείχνει το συνολικό αριθμό εταιρειών που αποτελούν το Γενικό δείκτη του Χ.Α.Α., ενδεικτικά στο τέλος κάθε χρόνου. Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε μη επιτρεπτές βιομηχανίες αποκλείονται. Το επόμενο βήμα είναι ο αποκλεισμός εταιρειών που δεν πληρούν τα επιλεγμένα ποιοτικά κριτήρια της Σαρία. Στο κάτω μέρος του πίνακα μπορούμε να δούμε το συνολικό αριθμό επιτρεπτών εταιρειών, ενδεικτικά στο τέλος κάθε χρόνου, όπου πρόκειται για ένα υποσύνολο του συνολικού πληθυσμού των αποδεκτών αξιών του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α.. Όπως θα δούμε στην ενότητα §5, μπορούν κάθε μήνα να προκύπτουν αλλαγές στις αποδεκτές αξίες, τόσο στο δείκτη του Χ.Α.Α. όσο και στους Ισλαμικούς δείκτες, σαν μέρος των περιοδικών επιθεωρήσεων ή σαν αποτέλεσμα π.χ. της παύσης συναλλαγών και διαγραφής αποδεκτών αξιών, συγχωνεύσεων, αλλαγών στην ευρεία διασπορά κ.ο.κ..

Μπορούμε να δούμε από τον παραπάνω πίνακα ότι το κριτήριο αξιολόγησης του λόγου TD / TA (Συνολικό χρέος προς Σύνολο περιουσιακών στοιχείων) ήταν υπεύθυνο για τον αποκλεισμό της πλειοψηφίας των εταιρειών που δεν πιστοποιούνται σαν επιτρεπτές.

#### **4.4 Προσδιορισμός των μετοχών που δικαιούνται να συμπεριληφθούν στο δείκτη (Βήμα 4)**

Ενώ το παραπάνω βήμα 3 σχετίζεται με το κατά πόσο είναι επιτρεπτές οι μετοχές από την πλευρά της Σαρία, το βήμα 4 σχετίζεται με το δικαίωμα μιας μετοχής να συμπεριληφθεί στο δείκτη καθαρά από την πλευρά κατασκευής δείκτη, υπολογίζοντας παράγοντες όπως η κεφαλαιοποίηση της αγοράς και οι όγκοι των συναλλαγών.

Προκειμένου οι μετοχές να δικαιούνται να συμπεριληφθούν στον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη οι ακόλουθοι δυο όροι πρέπει να πληρούνται κατά την περίοδο κάθε επιθεώρησης:

1. Οι μετοχές πρέπει να αποτελούν μέρος του Γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α.
2. Οι μετοχές πρέπει να πληρούν όλα τα κριτήρια κατά το Βήμα 3 που περιγράφεται παραπάνω και συνεπώς να εγκρίνονται σαν συμβατές με τη Σαρία

Προκειμένου να κάνουμε πιο ουσιαστική και επιστημονικά ακριβή τη σύγκριση μεταξύ του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη και του σημείου αναφοράς του, του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ο τελευταίος χρησιμοποιήθηκε σαν βάση για τη δημιουργία, διαχείριση και συντήρηση δεικτών. Εφόσον ο Ελληνικός Ισλαμικός δείκτης είναι ένας δευτερεύων δείκτης του Γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α., είναι σημαντικό να κατανοήσουμε πώς κατασκευάστηκε ο τελευταίος. Οι πιο σημαντικοί και σχετικοί κανόνες παρουσιάζονται παρακάτω.

##### **4.4.1 Βασικοί Κανόνες Δείκτη<sup>77</sup>**

###### **1. Προσδιορισμός Αποδεκτών Αξιών**

1.1 Μόνο μία κατηγορία κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου κάθε μίας εισηγμένης εταιρίας του ΧΑ μπορεί να συμπεριληφθεί στους διαφόρους Δείκτες του ΧΑ, εφόσον πληρούνται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις που ορίζονται στους Βασικούς Κανόνες 1.2 έως 1.5.

1.2 Σε περίπτωση που το σύνολο μίας κατηγορίας μετοχών ή μέρος μίας κατηγορίας μετοχών μίας εισηγμένης εταιρίας δεν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στο ΧΑ, οι συγκεκριμένες μη

---

<sup>77</sup> Οι Βασικοί Κανόνες Δείκτη σε αυτό το τμήμα ακολουθούν κυρίως τους κανόνες του ΧΑ όπως αυτοί διατυπώνονται στους "Βασικούς κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών της Αγοράς Μετοχών του ΧΑ, Έκδοση 2.7, Οκτώβριος 2008"

εισηγμένες μετοχές δεν περιλαμβάνονται στη διαδικασία επιλογής των μετοχών που θα αποτελέσουν την σύνθεση των διαφόρων δεικτών.

1.3 Μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες, αποκλείονται από τη συμμετοχή σε Δείκτες, μέχρι να μετατραπούν.

1.4 Οι συμμετέχουσες στους διαφόρους Δείκτες μετοχές πρέπει να έχουν παρουσία τουλάχιστον 6 μηνών στην Αγορά Μετοχών του ΧΑ

1.5 Μετοχές εταιριών επί των οποίων δεν έγιναν πράξεις για τουλάχιστον το ήμισυ των συνεδριάσεων του ΧΑ της περιόδου που εξετάζεται αποκλείονται από τη συμμετοχή τους σε Δείκτη.

1.6 Αποδεκτές Αξίες για συμμετοχή τους στον Δείκτη αποτελούν οι μετοχές που διαπραγματεύονται στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του ΧΑ.

1.7 Αποδεκτές Αξίες για συμμετοχή τους στον Δείκτη αποτελούν οι μετοχές που δεν συμμετέχουν στην σύνθεση του Δείκτη Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

## **2. Έλεγχοι Καταλληλότητας**<sup>78</sup>

Οι αποδεκτές αξίες υπόκεινται σε ελέγχους καταλληλότητας.

---

<sup>78</sup> Οι Βασικοί Κανόνες Δεικτή σε αυτό το τμήμα ακολουθούν κυρίως τους κανόνες του ΧΑ όπως αυτοί διατυπώνονται στους "Βασικούς κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών FTES / ATHEX, Έκδοση 6.6, Δεκέμβριος 2010. [www.ase.gr/content/en/Ann.asp?AnnID=42200](http://www.ase.gr/content/en/Ann.asp?AnnID=42200) (10 January 2011)"

## 2.1 Ευρεία Διασπορά

Οι κυκλοφορούσες αξίες ευρείας διασποράς θα πρέπει, να είναι διαθέσιμες για αγορά από το επενδυτικό κοινό. Το ποσοστό συμμετοχής των μετοχών θα προσαρμοσθεί όταν υπάρχει cross-holding ή όταν περιορίζεται η ευρεία διασπορά.

2.1.1 Στον περιορισμό ευρείας διασποράς περιλαμβάνονται:

- (α) Εμπορικές επενδύσεις σε εταιρία συμμετέχουσα στον δείκτη είτε από άλλη συμμετέχουσα εταιρία (cross-holding) ή μη συμμετέχουσα στον δείκτη εταιρία ή οντότητα,
- (β) σημαντική μακροπρόθεσμη κατοχή αξιών από τους ιδρυτές, τις οικογένειές τους ή / και διευθυντές ,
- (γ) πρόγραμμα αγοράς μετοχών από υπαλλήλους (αν υπάρχει περιορισμός),
- (δ) Συμμετοχή του Δημοσίου,
- (ε) Όρια ιδιοκτησίας από αλλοδαπούς,
- (στ) Επενδύσεις χαρτοφυλακίου που υπόκεινται σε δέσμευση ρήτρας, καθ' όλη την διάρκεια της ρήτρας.

2.1.2 Οι περιορισμοί στην ευρεία διασπορά θα υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τις διαθέσιμες δημοσιευθείσες πληροφορίες.

2.1.3 Η ευρεία διασπορά μιας συμμετέχουσας εταιρίας θα εξετάζεται επίσης και θα προσαρμόζεται, αν είναι απαραίτητο, μετά από κάποιο εταιρικό γεγονός. Αν στο ανωτέρω εταιρικό γεγονός περιλαμβάνεται κάποια εταιρική πράξη που επηρεάζει τον δείκτη, η οποιαδήποτε μεταβολή στην ευρεία διασπορά θα πραγματοποιείται ταυτόχρονα με την εταιρική πράξη. Αν δεν υφίσταται εταιρική πράξη, η μεταβολή στην ευρεία διασπορά θα εφαρμόζεται μόλις καθίσταται πρακτικά δυνατόν μετά την εταιρική πράξη.

2.1.4 Τα παρακάτω δεν θεωρούνται περιορισμένη ευρεία διασπορά :

(α) Επενδύσεις χαρτοφυλακίου

(β) Κατοχή μέσω τρίτων (συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που στηρίζουν τα Αμερικανικά Αποθετήρια Μετοχών ADRs ή τα Ελληνικά Πιστοποιητικά GDRs), εκτός αν εκπροσωπούν περιορισμένη ευρεία διασπορά, όπως ορίζεται από την 4.2.1 ανωτέρω,

(γ) Συμμετοχή από εταιρίες επενδύσεων.

## 2.2 Ρευστότητα

Οι αξίες (πλην των νέων εκδόσεων) πρέπει να πληρούν τρία κριτήρια ρευστότητας :

α) Όλες οι αξίες πρέπει να έχουν κατ' ελάχιστον 30 ημέρες συνεδρίασης από την έναρξη της επίσημης άνευ όρων διαπραγμάτευσης.

β) Όλες οι αξίες πρέπει να βρίσκονται σε διαπραγμάτευση κατά τουλάχιστον το ήμισυ των εργάσιμων ημερών για κάθε διαρρέυσαν ημερολογιακό εξάμηνο. (Στην περίπτωση υποψήφιων νέων εκδόσεων, αυτές θα αντιμετωπισθούν σε αναλογική βάση).

γ) Όλες οι αξίες θα πρέπει να έχουν συναλλαγές τουλάχιστον 20% των εκδιδόμενων μετοχών τους, μετά την εφαρμογή κάθε περιορισμού του δείκτη ευρείας διασποράς, κατ' έτος. (Στην περίπτωση υποψήφιων νέων εκδόσεων, ο όρος αυτός θα αντιμετωπισθεί σε αναλογική βάση).

## 3. Δημιουργία του Γενικού Δείκτη του ΧΑ<sup>79</sup>

### 3.1 Κατάταξη Μετοχών

3.1.1 Οι μετοχές οι οποίες προέκυψαν ως υποψήφιες από την εφαρμογή των Βασικών Κανόνων του Δείκτη κατατάσσονται, με βάση τη Μέση Χρηματιστηριακή τους Αξία (ΜΧΑ). Ακολούθως, οι μετοχές αυτές κατατάσσονται με βάση την αξία συναλλαγών τους άνευ πακέτων. Η αξία συναλλαγών υπολογίζεται ως το άθροισμα της ημερήσιας ιστορικής αξίας συναλλαγών άνευ πακέτων των εισηγμένων μετοχών του ΧΑ κατά το χρονικό διάστημα 1 Οκτωβρίου έως 31 Μαρτίου για την α' εξαμηνιαία αναθεώρηση, και 1-Απριλίου έως 30 Σεπτεμβρίου για την β' εξαμηνιαία αναθεώρηση.

<sup>79</sup> Οι Βασικοί Κανόνες Δείκτη σε αυτό το τμήμα ακολουθούν κυρίως τους κανόνες του ΧΑ όπως αυτοί διατυπώνονται στους "Βασικούς κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών της Αγοράς Μετοχών του ΧΑ, Έκδοση 2.7, Οκτώβριος 2008"

3.1.2 Το τελικό κριτήριο κατάταξης των μετοχών προκύπτει από τον αριθμητικό μέσο όρο των σειρών διαβάθμισης, με βάση τα δύο ως άνω κριτήρια. Σε περίπτωση ισοβαθμίας δύο μετοχών επιλέγεται η μετοχή με την μεγαλύτερη ΜΧΑ.

### **3.2 Γενικός Δείκτης Τιμών**

3.2.1 Για την κατάρτιση της κατ' αρχήν σύνθεσης του Γενικού Δείκτη Κύριας Αγοράς επιλέγονται οι εξήντα (60) «πρώτες» μετοχές σύμφωνα με το τελικό κριτήριο κατάταξης και που ανήκουν στην Κύρια Αγορά του ΧΑ (Κανόνας 1.6).

3.2.2 Από την παραπάνω κατ' αρχήν σύνθεση του Γενικού Δείκτη Κύριας Αγοράς εξαιρούνται οι μετοχές που ανήκουν σε ένα κλάδο ο οποίος εκπροσωπείται από πέντε (5) εταιρίες που έχουν ήδη λάβει υψηλότερη θέση στην κατάταξη των εξήντα (60) εταιριών της §3.2.1.

3.2.3 Οι κενές θέσεις που δημιουργούνται με την εφαρμογή της §3.2.2 συμπληρώνονται από τις μετοχές που ακολουθούν στην κατάταξη της §3.2.1. Για τη συμπλήρωση των κενών θέσεων, συνεχίζει να έχει εφαρμογή η εξαίρεση της §3.2.2.

3.2.4 Η εξαίρεση της §3.2.2 δεν θα εφαρμόζεται σε περίπτωση που κάποια από τις επόμενες εταιρίες κατέχουν μία από τις τρεις (3) πρώτες θέσεις της κατάταξης των εταιριών του Κλάδου κατά Κύρια Αγορά και ΜΧΑ.

#### **4.5 Υπολογισμός του Επιπέδου του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη (Βήμα 5)**

Το Επίπεδο δείκτη στο σημείο εκκίνησής μας (31.12.05) υπολογίστηκε με βάση τον αριθμό των μετοχών που ήταν διαθέσιμες για συναλλαγές και την τιμή μετοχής κάθε αποδεκτής αξίας.

Η προσαρμοσμένη στη διασπορά αγοραία αξία όλων των μετοχών στον Ισλαμικό δείκτη μας ήταν 13.824,6 εκατ. ευρώ. Προκειμένου να δημιουργήσουμε έναν πιο φιλικό για το χρήστη δείκτη ορίζουμε το διαιρέτη (κατά σύμβαση) στα 10 εκατ.. Επομένως, το επίπεδο του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη μας στο κλείσιμο της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου του 2005 ήταν 1.382,46.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## **5. Διαχείριση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη**

Όπως συμβαίνει με όλους αυτούς τους δείκτες, απαιτείται ένα πλαίσιο<sup>80</sup> για τη διαχείριση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη μας. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, προκειμένου να συγκρίνουμε ουσιαστικά τον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη και το σημείο αναφοράς του, το Γενικό δείκτη του Χ.Α.Α., ακολουθήσαμε την ίδια μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για τη διαχείριση του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α.. Ακολουθεί μια σύνοψη της εν λόγω μεθοδολογίας.

### **5.1 Αναθεώρηση Σύνθεσης Δεικτών**

#### **5.1.1 Τακτικές Συναντήσεις της Επιτροπής Δεικτών Τιμών**

5.1.1.1 Η Επιτροπή Δεικτών Τιμών συνεδριάζει σε εξαμηνιαία βάση με σκοπό την εξέταση όλων των δυνητικών αλλαγών που αφορούν:

- Στην σύνθεση των Δεικτών Τιμών του ΧΑ
- Στην σύνταξη εισηγήσεων για αλλαγή των Βασικών Κανόνων προς το ΔΣ του ΧΑ.

5.1.1.2 Οι εξαμηνιαίες συναντήσεις υπό κανονικές συνθήκες πραγματοποιούνται κατά την πρώτη εβδομάδα του Μαΐου και Νοεμβρίου κάθε έτους. Στις συναντήσεις αυτές θα λαμβάνονται υπόψη ο προσδιορισμός των Κλάδων και η Ταξινόμηση των εταιριών. Στις συναντήσεις του Μαΐου και Νοεμβρίου οι Χρηματιστηριακές Αξίες (ΧΑ, ΜΧΑ, ΣΜΧΑΚ, ΧΑΔ, ΣΜΧΑ) θα υπολογίζονται για την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης των μηνών Μαρτίου και Σεπτεμβρίου αντίστοιχα.

#### **5.1.2 Ανακοίνωση και Εφαρμογή των Αποφάσεων της Επιτροπής Δεικτών**

5.1.2.1 Όλες οι αποφάσεις της Επιτροπής Δεικτών του ΧΑ θα πρέπει να κοινοποιούνται στις ενδιαφερόμενες εταιρίες και να ανακοινώνονται δημοσίως το συντομότερο δυνατό μετά την ολοκλήρωση της συνεδρίασης.

5.1.2.2 Οι περιοδικές αλλαγές της σύνθεσης των Δεικτών και ο προσδιορισμός των Κλαδικών Δεικτών που αποφασίζονται και ανακοινώνονται από την Επιτροπή Δεικτών Τιμών υπό

---

<sup>80</sup> Οι Βασικοί κανόνες δείκτη σε αυτή την ενότητα ακολουθούν κυρίως τους κανόνες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών όπως αναφέρονται στους «Κανονισμούς για τη διαχείριση και τον υπολογισμό των δεικτών τιμών των χρηματιστηρίων, Εκδ. 2.5, Απρίλιος 2006» (Ground Rules for the management & calculation of the Price indices of the Shares Market Version, 2.5, April 2006).

κανονικές συνθήκες εφαρμόζονται πριν την έναρξη των εργασιών της δεύτερης εβδομάδας των μηνών Μαΐου και Νοεμβρίου.

5.1.2.3 Στο ενδιάμεσο διάστημα (της συνάντησης της Επιτροπής Δεικτών Τιμών και της εφαρμογής των αποφάσεων της) μια εισηγμένη Εταιρία μπορεί να ζητήσει την αναθεώρηση της συμμετοχής ή μη σε συγκεκριμένο Δείκτη. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρία θα προσκαλείται να τεκμηριώσει γραπτώς στην Επιτροπή Δεικτών του ΧΑ το σχετικό αίτημα. Η τεκμηρίωση θα πρέπει να βασίζεται σε αντικειμενικά στοιχεία.

## **5.2 Μεταβολές στις εταιρίες που συμμετέχουν στη σύνθεση του δείκτη**

### **5.2.1 Αναστολή Διαπραγμάτευσης και Διαγραφή Μετοχών που συμμετέχουν στη σύνθεση Δεικτών**

5.2.1.1 Όταν το ΧΑ αποφασίσει προσωρινή αναστολή της διαπραγμάτευσης των μετοχών συμμετέχουσας σε Δείκτη εταιρίας, για διάστημα μεγαλύτερο των 10 εργάσιμων ημερών, τότε η εταιρία αφαιρείται από το Δείκτη πριν την έναρξη των εργασιών της 11ης εργάσιμης ημέρας από την αναστολή και πραγματοποιείται προσαρμογή της βάσης του Δείκτη. Στη θέση της δεν εισέρχεται άλλη μετοχή. Στη περίπτωση που κατά το χρονικό διάστημα των 10 εργάσιμων ημερών από την αφαίρεση της μετοχής από το Δείκτη, πραγματοποιηθεί άρση της αναστολής διαπραγμάτευσης της μετοχής, τότε η εταιρία επανέρχεται στη σύνθεση του Δείκτη μετά το κλείσιμο των εργασιών της ημέρας που προηγείται της ημερομηνίας επανέναρξης διαπραγμάτευσης, και πραγματοποιείται προσαρμογή της βάσης του Δείκτη. Στη περίπτωση που κατά το χρονικό διάστημα των 10 εργάσιμων ημερών από την αφαίρεση της μετοχής από το Δείκτη, δεν πραγματοποιηθεί άρση της αναστολής διαπραγμάτευσης της μετοχής, η συμπλήρωση της θέσης που προκύπτει θα πραγματοποιηθεί κατά τα αναφερόμενα στην παράγραφο 5.2.6 κατά την λήξη του ως άνω αναφερόμενου χρονικού διαστήματος.

5.2.1.2 Όταν το ΧΑ αποφασίσει τη διαγραφή μίας εταιρίας από την Αγορά Μετοχών του ΧΑΑ, και η μετοχή της εταιρίας συμμετέχει στη σύνθεση ενός Δείκτη τότε η εταιρία αφαιρείται από το Δείκτη. Η συμπλήρωση της θέσης που προκύπτει θα πραγματοποιηθεί κατά τα αναφερόμενα στην παράγραφο 5.2.6 κατά την ημερομηνία αφαίρεσης.

### **5.2.2 Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και άλλες Σύνθετες Εταιρικές Πράξεις**

5.2.2.1 Αν λόγω συγχώνευσης δια απορροφήσεως, μία εταιρία που συμμετέχει σε Δείκτη απορροφάται από μία άλλη εταιρία που επίσης συμμετέχει στον ίδιο Δείκτη, τότε η εταιρία που προκύπτει παραμένει ως συμμετέχουσα στον Δείκτη. Η συμπλήρωση της θέσης που

προκύπτει θα πραγματοποιηθεί κατά τα αναφερόμενα στην παράγραφο 5.2.6 κατά την ημερομηνία αφαίρεσης.

5.2.2.2 Αν μία εταιρία που συμμετέχει σε Δείκτη απορροφηθεί μέσω συγχώνευσης δια απορροφήσεως από άλλη μη συμμετέχουσα, τότε η πρώτη αφαιρείται από τον Δείκτη και στη θέση της εισέρχεται η δεύτερη. Αν κάποια εταιρία που συμμετέχει σε Δείκτη διασπασθεί σχηματίζοντας δύο ή περισσότερες εταιρίες, η εταιρία η οποία θα παραμείνει εισηγμένη στο ΧΑ παραμένει και στη σύνθεση του ίδιου Δείκτη.

### **5.2.3 Μετατάξεις**

5.2.3.1 Όταν μια εταιρία που συμμετέχει στον Γενικό Δείκτη πραγματοποιήσει μετάταξη σε άλλη κατηγορία του ΧΑ, τότε αφαιρείται από το Δείκτη. Η συμπλήρωση της θέσης που προκύπτει θα πραγματοποιηθεί κατά τα αναφερόμενα στην παράγραφο 5.2.6 κατά την ημερομηνία αφαίρεσης.

### **5.2.4 Νέες Εκδόσεις**

5.2.4.1 Στην περίπτωση που η Χρηματιστηριακή Αξία της Αποδεκτής Αξίας μιας νέας εταιρίας, μετά το διάστημα της ελεύθερης διακύμανσης της τιμής της, είναι μεγαλύτερη ή ίση από το 2% της Χρηματιστηριακής Αξίας του Γενικού Δείκτη τότε η Επιτροπή Δεικτών του ΧΑ μπορεί να αποφασίσει την ένταξη της μετοχής στον δείκτη το αργότερο εντός 45 ημερών από την ημερομηνία έναρξης της διαπραγμάτευσης της.

Ο αριθμός των μετοχών που συμμετέχουν στο Γενικό Δείκτη θα αυξηθεί κατά μία, μέχρι την επόμενη εξαμηνιαία αναθεώρηση. Κατά την επόμενη αναθεώρηση εφαρμόζονται τα κριτήρια κανονικά όπως προβλέπονται στους Βασικούς Κανόνες.

5.2.4.2 Οι μετοχές των νέων εισαγωγών συμμετέχουν στον Δείκτη Όλων των μετοχών μετά την παρέλευση του διαστήματος της ελεύθερης διακύμανσης της τιμής τους.

5.2.4.3 Στην περίπτωση που η Επιτροπή Δεικτών του ΧΑ αποφασίσει να συμπεριλάβει τη νέα έκδοση ως συμμετέχουσα αξία σε Δείκτη με διαδικασία άλλη από αυτή των τακτικών αναθεωρήσεων, η απόφαση αυτή θα πρέπει να ανακοινωθεί δημόσια όσο το δυνατό συντομότερα.

### **5.2.5 Μεταβολή σε καθεστώς διαπραγμάτευσης**

5.2.5.1 Όταν το ΧΑ αποφασίσει την μεταφορά μιας μετοχής σε καθεστώς διαπραγμάτευσης βάση της Μεθόδου 2 Αυτόματη και Στιγμιαία Κατάρτιση Συναλλαγών (call auction -

Απόφαση Αρ. 18 του ΔΣ του ΧΑ), τότε αφαιρείται από κάθε Δείκτη κατά την ημερομηνία μεταφοράς. Η συμπλήρωση της θέσης που προκύπτει θα πραγματοποιηθεί κατά τα αναφερόμενα στην παράγραφο 5.2.6.

#### **5.2.6 Αντικατάσταση διαγραφόμενων μετοχών από Δείκτες**

5.2.6.1 Σε περίπτωση διαγραφής μετοχής από δείκτη, κατά την χρονική περίοδο μεταξύ δύο τακτικών εξαμηνιαίων αναθεωρήσεων, θα πραγματοποιείται άμεση αντικατάσταση από την αμέσως επόμενη επιλαχούσα σύμφωνα με τα κριτήρια μετοχή του αντίστοιχου δείκτη κατά την πιο πρόσφατη τακτική αναθεώρηση εφόσον δεν έχουν επέλθει λόγοι που να χαρακτηρίζουν την επιλαχούσα ως μη αποδεκτή αξία βάση παραγράφου 4.4.1 Σε διαφορετική περίπτωση, κατά τα ως άνω αναφερόμενα, επιλέγεται η αμέσως επόμενη επιλαχούσα.

#### **5.2.7 Εγκρίσεις των Μεταβολών**

5.2.7.1 Οι μεταβολές στη σύνθεση των Δεικτών εγκρίνονται από τον Πρόεδρο, ή κατά την απουσία του τον Αντιπρόεδρο της Επιτροπής Δεικτών του ΧΑ, ύστερα από σχετική εισήγηση της Ομάδας Διαχείρισης Δεικτών.

### **5.3 Αλλαγές στην Ευρεία διασπορά**

Οι αλλαγές στον αριθμό μετοχών ευρείας διασποράς μιας αποδεκτής αξίας ενός δείκτη έχουν αντίκτυπο στο σύνολο της κεφαλαιοποίησης της αγοράς του δείκτη και συνεπώς πρέπει να ρυθμίσουμε το Διαιρέτη του δείκτη για να εξουδετερώσουμε αυτό τον αντίκτυπο.

Σύμφωνα με τη συνήθη πρακτική των αγορών και για να αποφύγουμε τη διαρκή ρύθμιση του διαιρέτη, ακολουθείται η εξής σύμβαση:

Οι αλλαγές στην ευρεία διασπορά ρυθμίζονται στο τέλος κάθε τριμήνου, εκτός αν η αλλαγή αντιπροσωπεύει περισσότερο από το 5% των μετοχών σε κυκλοφορία της εταιρείας, στην οποία περίπτωση η ρύθμιση γίνεται στο τέλος του ίδιου μήνα που έγινε η αλλαγή.

### **5.4 Αλλαγές στην κατάσταση συμβατότητας με τη Σαρία**

Οι κύριες πηγές που χρησιμοποιήθηκαν για την ποσοτική επιθεώρηση των αποδεκτών αξιών του Γενικού δείκτη τιμών μετοχών του Χ.Α.Α., προκειμένου να αξιολογηθεί η συμβατότητα με τη Σαρία, είναι οι ετήσιες αναφορές κάθε εταιρείας. Καθώς οι ελεγμένες και δημοσιευμένες ετήσιες αναφορές είναι γενικά διαθέσιμες στο τέλος του πρώτου τριμήνου που

ακολουθεί το υπό επιθεώρηση έτος, αποφασίστηκε κατά σύμβαση να ενημερώνουμε τον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη κάθε Απρίλιο.

Αυτό σημαίνει ότι αν μετά τη δημοσίευση της ετήσιας αναφοράς, μια εταιρεία που ήταν αποδεκτή αξία του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη δεν πληρούσε πλέον τα απαραίτητα κριτήρια συμβατότητας, θα αποκλειόταν από τον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη κατά την αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίου του μήνα Απριλίου. Όποιες αλλαγές στην επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρείας, οι οποίες θα οδηγούσαν σε αλλαγή του κωδικού GICS θα μπορούσαν επίσης να οδηγήσουν σε αποκλεισμό από το δείκτη.

### **5.5 Ανακεφαλαίωση**

Η παρακάτω παράγραφος συνοψίζει τις κύριες αιτίες αλλαγής στη σύνθεση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη:

- Όποια εταιρεία διαγράφεται από το Γενικό δείκτη τιμών μετοχών του Χ.Α.Α. θα αφαιρείται από τον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη κατά τη διάρκεια του ίδιου μήνα.
- Όποιες εταιρείες προστίθενται στο Γενικό δείκτη τιμών μετοχών του Χ.Α.Α. θα επιθεωρούνται για συμβατότητα με τη Σαρία με βάση τις τελευταίες διαθέσιμες Ετήσιες αναφορές και θα προστίθενται στον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη (σε περίπτωση που είναι συμβατές με τη Σαρία) στη διάρκεια του ίδιου μήνα.
- Εταιρείες που ήταν συμβατές με τη Σαρία αλλά με τη δημοσίευση του νεότερου συνόλου ετήσιων αναφορών προσδιορίζονται ως μη συμβατές θα αφαιρεθούν από τον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη κατά το μήνα Απρίλιο.
- Εταιρείες που δεν ήταν συμβατές με τη Σαρία αλλά με τη δημοσίευση του νεότερου συνόλου ετήσιων αναφορών προσδιορίζονται ως συμβατές θα προστεθούν στον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη κατά το μήνα Απρίλιο.

Καθώς οι περιοδικές αλλαγές στη σύνθεση του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. που αποφασίζονται και ανακοινώνονται από την Επιτροπή δεικτών – υπό κανονικές προϋποθέσεις – εφαρμόζονται πριν το ξεκίνημα των λειτουργιών της 1<sup>ης</sup> Ιουνίου και της 1<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου, αναμένεται πως κατά τη διάρκεια των μηνών αυτών θα υπάρχουν περισσότερες αλλαγές στη σύνθεση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη, ο οποίος είναι και αυτός δευτερεύων δείκτης του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α..

Επιπλέον:

Οι αλλαγές στην ευρεία διασπορά (free-float) ρυθμίζονται στο τέλος κάθε τριμήνου, εκτός αν η αλλαγή αντιπροσωπεύει περισσότερο από 5% των μετοχών σε κυκλοφορία της εταιρείας, στην οποία περίπτωση η ρύθμιση γίνεται στο τέλος του ίδιου μήνα κατά τον οποίο έγινε η αλλαγή.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 6. Υπολογισμός της απόδοσης του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη

Όπως περιγράφηκε στην ενότητα §4.5 παραπάνω, το Επίπεδο δείκτη στις 31.12.05 ήταν 1.382,46. Προκειμένου να υπολογίσουμε την απόδοση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη υπολογίσαμε το επίπεδο του δείκτη στο τέλος κάθε μήνα για την περίοδο 31.12.2005-31.12.2010.

Το επίπεδο του δείκτη στο τέλος κάθε μήνα υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία που περιγράφεται στην ενότητα §2.2.1.1.

$$IndexLevel = \frac{\sum P_i * Q_i}{Divisor}$$

Όπως είδαμε στην ενότητα 2.2.1.1.3, προκειμένου να απεικονίσουμε όποιες αλλαγές σχετίζονται με τη Διαχείριση του δείκτη (π.χ. προσθήκη / διαγραφή εταιρειών στο δείκτη) και Εταιρικών ενεργειών (π.χ. αλλαγή του αριθμού μετοχών σε κυκλοφορία, Stock split κ.ο.κ.) ρυθμίζουμε το Διαιρέτη όποτε χρειάζεται ώστε το επίπεδο δείκτη λίγο πριν και λίγο μετά το εν λόγω συμβάν να παραμένει το ίδιο.

### **6.1 Απόδοση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη (Ε.Ι.Δ.)**

Τα προσαρμοσμένα στην ευρεία διασπορά επίπεδα κλεισίματος για τον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη έχουν ως εξής:

Πίνακας 6 – Μηνιαίες τιμές κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη

	<b>Greek Islamic Index</b>	<b>Monthly Change</b>	<b>Cumulative Change</b>	<b>Cumulative Annual Change</b>
Dec-05	1,382.46			
Jan-06	1,489.27	7.7%	7.7%	7.7%
Feb-06	1,493.84	0.3%	8.1%	8.1%
Mar-06	1,509.01	1.0%	9.2%	9.2%
Apr-06	1,525.23	1.1%	10.3%	10.3%
May-06	1,459.53	-4.3%	5.6%	5.6%
Jun-06	1,415.15	-3.0%	2.4%	2.4%
Jul-06	1,450.23	2.5%	4.9%	4.9%
Aug-06	1,464.90	1.0%	6.0%	6.0%
Sep-06	1,493.07	1.9%	8.0%	8.0%
Oct-06	1,582.81	6.0%	14.5%	14.5%
Nov-06	1,622.44	2.5%	17.4%	17.4%
Dec-06	1,692.05	4.3%	22.4%	22.4%
Jan-07	1,763.80	4.2%	27.6%	4.2%
Feb-07	1,660.33	-5.9%	20.1%	-1.9%
Mar-07	1,663.03	0.2%	20.3%	-1.7%
Apr-07	1,730.75	4.1%	25.2%	2.3%
May-07	1,827.17	5.6%	32.2%	8.0%
Jun-07	1,844.61	1.0%	33.4%	9.0%
Jul-07	1,841.40	-0.2%	33.2%	8.8%
Aug-07	1,820.30	-1.1%	31.7%	7.6%
Sep-07	1,967.40	8.1%	42.3%	16.3%
Oct-07	2,020.69	2.7%	46.2%	19.4%
Nov-07	1,994.98	-1.3%	44.3%	17.9%
Dec-07	2,050.13	2.8%	48.3%	21.2%
Jan-08	1,798.73	-12.3%	30.1%	-12.3%
Feb-08	1,735.76	-3.5%	25.6%	-15.3%
Mar-08	1,686.75	-2.8%	22.0%	-17.7%
Apr-08	1,736.68	3.0%	25.6%	-15.3%
May-08	1,727.11	-0.6%	24.9%	-15.8%
Jun-08	1,341.15	-22.3%	-3.0%	-34.6%
Jul-08	1,286.07	-4.1%	-7.0%	-37.3%
Aug-08	1,247.02	-3.0%	-9.8%	-39.2%
Sep-08	1,031.22	-17.3%	-25.4%	-49.7%
Oct-08	739.86	-28.3%	-46.5%	-63.9%
Nov-08	765.83	3.5%	-44.6%	-62.6%
Dec-08	689.85	-9.9%	-50.1%	-66.4%
Jan-09	727.46	5.5%	-47.4%	5.5%
Feb-09	683.96	-6.0%	-50.5%	-0.9%
Mar-09	767.01	12.1%	-44.5%	11.2%
Apr-09	889.60	16.0%	-35.7%	29.0%
May-09	978.97	10.0%	-29.2%	41.9%
Jun-09	992.00	1.3%	-28.2%	43.8%
Jul-09	1,047.97	5.6%	-24.2%	51.9%
Aug-09	1,000.08	-4.6%	-27.7%	45.0%
Sep-09	1,052.38	5.2%	-23.9%	52.6%
Oct-09	1,059.77	0.7%	-23.3%	53.6%
Nov-09	928.82	-12.4%	-32.8%	34.6%
Dec-09	972.76	4.7%	-29.6%	41.0%
Jan-10	906.77	-6.8%	-34.4%	-6.8%
Feb-10	848.32	-6.4%	-38.6%	-12.8%
Mar-10	902.45	6.4%	-34.7%	-7.2%
Apr-10	770.45	-14.6%	-44.3%	-20.8%
May-10	664.08	-13.8%	-52.0%	-31.7%
Jun-10	654.51	-1.4%	-52.7%	-32.7%
Jul-10	711.96	8.8%	-48.5%	-26.8%
Aug-10	641.21	-9.9%	-53.6%	-34.1%
Sep-10	623.17	-2.8%	-54.9%	-35.9%
Oct-10	640.81	2.8%	-53.6%	-34.1%
Nov-10	570.08	-11.0%	-58.8%	-41.4%
Dec-10	595.93	4.5%	-56.9%	-38.7%

Ελληνικός Ισλαμικός  
δείκτης:

Η τιμή κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη την τελευταία ημέρα του μήνα.

**Μηνιαία αλλαγή:** Η αλλαγή (που εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες), μεταξύ της τιμής κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη στο τέλος κάποιου μήνα και την τιμή κλεισίματος στο τέλος του προηγούμενου.

**Σωρευτική αλλαγή:**

Η αλλαγή (που εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες), μεταξύ της τιμής κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη στο τέλος κάποιου μήνα και την τιμή κλεισίματος στο τέλος της ημερομηνίας αναφοράς, δηλ. στις 31.12.2005.

**Σωρευτική ετήσια αλλαγή:**

Η αλλαγή (που εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες), μεταξύ της τιμής κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη στο τέλος κάποιου μήνα και την τιμή κλεισίματος στο τέλος του προηγούμενου έτους.





Γράφημα 1 – Ελληνικός Ισλαμικός Δείκτης -Τιμές Κλεισίματος

Όπως μπορεί εύκολα να δει κανείς από το διάγραμμα, μπορούμε να διακρίνουμε δυο ξεχωριστές φάσεις που απεικονίζουν τις Ελληνικές οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις κατά την περίοδο της ανάλυσής μας.

- Σημαντική ανάπτυξη το 2006 και 2007
- Σημαντική συνολική πτώση την περίοδο μεταξύ 2008 και 2010

Προκειμένου να καταλάβουμε καλύτερα τις ανωτέρω διαπιστώσεις θα συνεχίσουμε παρέχοντας ένα πλαίσιο με τα σημαντικότερα γεγονότα που είχαν οικονομικό και χρηματοοικονομικό αντίκτυπο στην υπό επιθεώρηση περίοδο.

## **6.2. Σημαντικά γεγονότα την περίοδο παρατήρησης**

### **6.2.1 Οικονομική κρίση**

#### **6.2.1.1 Εισαγωγή**

Η παγκόσμια οικονομική κρίση, άρχισε να εμφανίζει τις συνέπειές της γύρω στα μέσα του 2007, καθ' όλη τη διάρκεια του 2008 και στην αρχή του 2009. Τα χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο παρουσίασαν πτώση και σε πολλές αγορές, κυρίως στις αναδυόμενες χώρες, οι ρυθμιστικές αρχές αναγκάστηκαν μέχρι και να αναστείλουν τις συναλλαγές για πολλές ημέρες.

Μεγάλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα κήρυξαν πτώχευση, εξαγοράστηκαν ή διασώθηκαν από κυβερνητικές παρεμβάσεις μέσω τραπεζικών εγγυήσεων ή άμεσων εισφορών κεφαλαίου. Πολλές κυβερνήσεις, συμπεριλαμβανομένων πλούσιων εθνών όπως οι Η.Π.Α., η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία κ.τ.λ. δημιούργησαν πακέτα διάσωσης για να αποφύγουν την περαιτέρω κατάρρευση των τραπεζών.

Τα σχέδια διάσωσης έχουν γίνει αντικείμενο εκτενών συζητήσεων, ωστόσο, ο φόβος για παγκόσμια οικονομική κατάρρευση που θα επηρέαζε τους πάντες σε έναν τόσο στενά συνδεδεμένο κόσμο, είχε οδηγήσει τις περισσότερες κυβερνήσεις να συναινέσουν πως η μεσολάβηση είναι αναπόφευκτη.

### **6.2.1.2 Χρονικό πλαίσιο**

Μετά από μια παγκόσμια οικονομική και συγκεκριμένα χρηματοοικονομική άνθηση, το 2007 η αποκαλούμενη παγκόσμια χρηματοοικονομική φούσκα έσκασε. Στην αρχή, η αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής κατέρρευσε, ακολουθούμενη από μια καθυστέρηση ή ακόμα αντιστροφή της στεγαστικής άνθησης σε άλλες βιομηχανοποιημένες οικονομίες. Ως συνέπεια, οι χρηματοοικονομικές αγορές σε ολόκληρο τον κόσμο επηρεάστηκαν.

Καθώς η κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. έδωσε το έναυσμα για την παγκόσμια οικονομική κρίση, θα επεξεργαστούμε αναλυτικά το ιστορικό και τις αιτίες της.

### **6.2.1.3 Ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια**

Στον 20<sup>ο</sup> αιώνα, μια από τις μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές καινοτομίες ήταν ίσως η έννοια της τιτλοποίησης (securitisation). Οι πάροχοι χρηματοοικονομικών υπηρεσιών τιτλοποιούσαν τα δανειακά τους χαρτοφυλάκια συνενώνοντάς τα. Μέσω αυτής της πρακτικής, η πώληση αυτών των περιουσιακών στοιχείων έγινε εφικτή και συνεπώς τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα μπορούσαν να ελαττώσουν τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους. Οι αγοραστές αυτών των τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων λάμβαναν τακτικά πληρωμές από τόκο. Αυτά τα ενεργητικά αντιμετωπίζονταν σαν σχετικά ασφαλή, λόγω της διαφοροποίησής τους. Μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης όπως ο Moody's ή ο Standard & Poor's αξιολογούσαν στην υψηλότερη βαθμίδα αυτά τα όργανα, προσελκύοντας έτσι επενδυτές όπως παρόχους ταμείων συνταξιοδότησης.

Αυτή η νέα επιχείρηση αποδείχτηκε εξαιρετικά κερδοφόρα, με τις τράπεζες να εμπλέκονται όλο και περισσότερο σε αυξανόμενου κινδύνου δανειοδοτικές επιχειρήσεις. Ο κίνδυνος μπορούσε να μεταβιβαστεί στον αγοραστή του χρεογράφου. Οι τράπεζες ενέκριναν δάνεια με μόνο εχέγγυο την ιδιοκτησία χωρίς να αξιολογούν τον δανειζόμενο, γεγονός που δεν προκαλούσε ιδιαίτερα προβλήματα όσο οι τιμές εξακολουθούσαν να ανεβαίνουν, πράγμα που συνέβαινε τις τελευταίες δεκαετίες πριν την κρίση.

Με την πρώτη εμφάνιση των προβλημάτων, ξέσπασε μια κρίση εμπιστοσύνης. Ο δανεισμός επιβραδύνθηκε, τα δάνεια δεν μπορούσαν να μεταπωληθούν, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων έπεφταν και υπήρχαν απαιτήσεις να αποπληρωθούν τα δάνεια. Ωστόσο, οι τράπεζες δεν είχαν κάποια σταθερή περιουσιακή βάση ή ασφαλή χρηματοδότηση με συνέπεια την ξαφνική και δραματική κατάρρευση.

Τα πράγματα χειροτέρευαν καθώς τα σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποσυνθέτονταν υποχρεωτικά, δημιουργώντας επιπλέον αβεβαιότητα και υπονομεύοντας την εμπιστοσύνη στο σύνολο του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Τα μεγάλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, που προηγουμένως αντιμετώπιζονταν σαν τα ασφαλέστερα παγκοσμίως, κατέρρευσαν ή εξαγοράστηκαν από τους ανταγωνιστές τους σε πολύ χαμηλές τιμές.

Αυτή η σειρά αποτυχιών των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιρειών το 2008 επηρέασε σημαντικά τις παγκόσμιες πιστωτικές αγορές και απαιτούσε κυβερνητική παρέμβαση. Για παράδειγμα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα Fannie Mae και Freddie Mac χρειάστηκε να τεθούν υπό τον έλεγχο της κυβέρνησης των Ηνωμένων Πολιτειών. Η American International Group (AIG) διασώθηκε με μια εισφορά κεφαλαίου ύψους 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Την ίδια εβδομάδα, ωστόσο, η Lehman Brothers αναγκάστηκε να κηρύξει πτώχευση, αφού δεν μπορούσε να βρεθεί αγοραστής και η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών αποφάσισε πως δεν ήθελε να αναλάβει βοηθητική δράση. Τα συνολικά ποσά των κυβερνητικών διασώσεων έφτασαν στα ύψη. «Μόνο οι φορολογούμενοι των Η.Π.Α. θα ξοδέψουν περίπου 9,7 τρισεκατομμύρια δολάρια σε πακέτα και σχέδια διάσωσης<sup>81</sup>».

«14,5 τρισεκατομμύρια δολάρια, ή 33% της αξίας των εταιρειών της υψηλίου χάθηκαν από αυτή την κρίση. Το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες Ευρωπαϊκές χώρες έχουν επίσης ξοδέψει περίπου 2 τρις δολάρια σε πακέτα διασώσεων<sup>82</sup>».

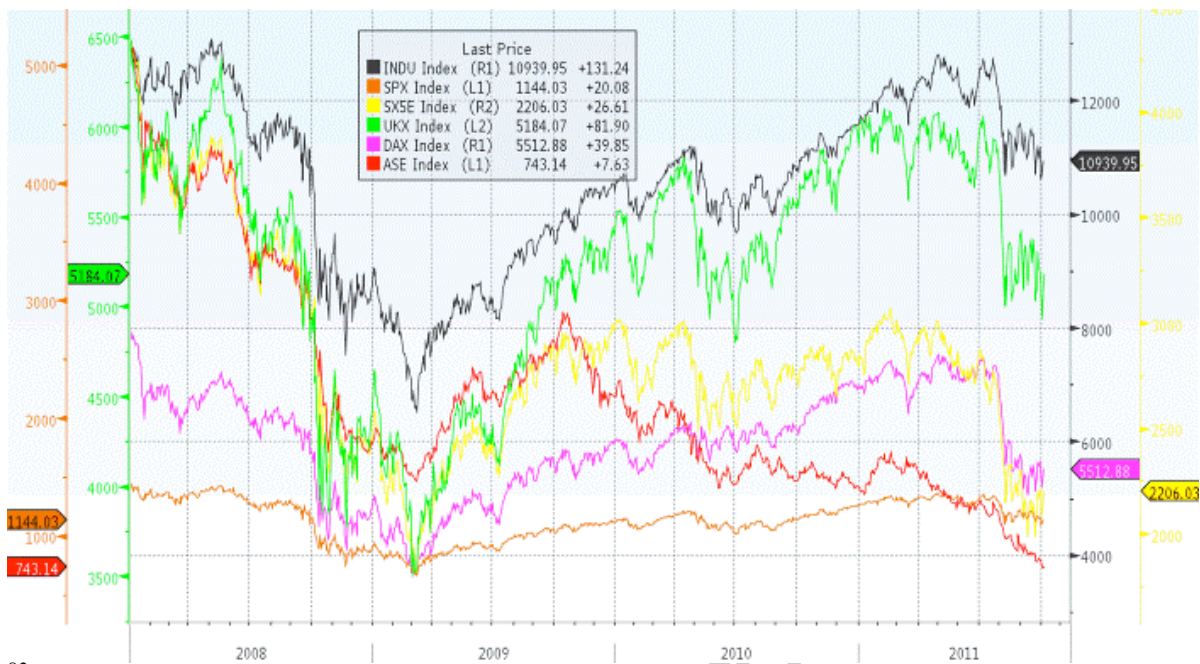
Λίγο αργότερα, ακόμα και τράπεζες με μεγάλα κεφαλαιακά αποθέματα άρχισαν να έχουν προβλήματα. Η μειούμενη εμπιστοσύνη, επιπλέον, οδήγησε τις τράπεζες να δανείζουν όλο και λιγότερο και κατά συνέπεια το χρήμα απομυζήθηκε από την οικονομία. Ως αποτέλεσμα της κρίσης οι τράπεζες δε δάνειζαν πλέον ούτε μεταξύ τους, ούτε σε κανέναν άλλον.

<sup>81</sup> Bloomberg, 10 Ιουλίου του 2009.

<sup>82</sup> Shah, Anup: Global Financial Crisis (2009), διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση:

<http://www.globalissues.org/article/768/global-financialcrisis#>

Acrisissoseseveretheworldfinancialsystemisaffected, ανακτήθηκε στις 25 Σεπτεμβρίου του 2009



83

Γράφημα 2 – Απόδοση των σημαντικότερων δεικτών

#### 6.2.1.4 Αίτια

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για την τρέχουσα οικονομική κρίση.

Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές πολιτικές που επηρεάζουν τη ρευστότητα και το ανεπαρκές ρυθμιστικό πλαίσιο έχουν συχνά αναφερθεί μεταξύ των κύριων αιτιών για την κρίση<sup>84</sup>.

Συγκεκριμένα, στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, η διοίκηση στήριζε τα ενυπόθηκα δάνεια χωρίς προκαταβολή προκειμένου να ενισχύσει την ιδιοκτησία κατοικίας, που ήταν μέρος του «Αμερικάνικου ονείρου». Ωστόσο, η συνέπεια ήταν οι οικογένειες με χαμηλό εισόδημα να έχουν τη δυνατότητα να πάρουν δάνεια, τα οποία δυσκολεύονταν να εξυπηρετήσουν ακόμα και από τους πρώτους μήνες. Όταν ανέβηκαν τα επιτόκια, πολλά από αυτά τα δάνεια δεν μπορούσαν να αποπληρωθούν και αθετήθηκε η πληρωμή τους. Οι αγοραστές κατοικιών δεν αντιλήφθηκαν τον κίνδυνο στην αρχή καθώς περίμεναν πως οι τιμές θα ανέβουν και επομένως η επένδυσή τους θα απέδιδε ούτως ή άλλως.

Μια άλλη αιτία ήταν επίσης οι προσδοκίες κερδών των τραπεζών και συγκεκριμένα των επενδυτικών τραπεζών, τα οποία μπορούσαν να επιτευχθούν μόνο μέσω υψηλής μόχλευσης,

<sup>83</sup> Bloomberg, ανακτήθηκε στις 6 Οκτωβρίου του 2011

<sup>84</sup> Blundell-Wignall, Adrian / Atkinson, Paul / Hoon Lee, Se: The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues (2008) OECD, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/26/41942872.pdf>, ανακτήθηκε στις 25 Σεπτεμβρίου του 2009

γεγονός που οδήγησε σε αυξημένη τιτλοποίηση δανείων και επισφαλών στοιχείων ενεργητικού προκειμένου να μειώσουν τα απαιτούμενα μετοχικά κεφάλαια. Οι στρατηγικές των τραπεζών μετατέθηκαν από παραδοσιακές λιανικές καταθέσεις και δάνεια περισσότερο προς δραστηριότητες που βασίζονταν στην εμπορία εισοδημάτων και αμοιβών μέσω της τιτλοποίησης, γεγονός που έδινε τη δυνατότητα στις τράπεζες να εξοικονομούν τα κεφάλαιά τους παρακάμπτοντας τους κανονισμούς<sup>85</sup>.

Όλα αυτά οδήγησαν φανερά σε αυξανόμενη ανάληψη κινδύνων και, λόγω της προκαταβολικής συλλογής εισοδημάτων, σε μια σχετικά βραχυπρόθεσμη τακτική από τους διαχειριστές των τραπεζών.

Ακόμα και τράπεζες που δε συμμετείχαν ή συμμετείχαν μόνο σε πολύ μικρό βαθμό σε επενδύσεις σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, παρασύρθηκαν μέσα στην κρίση, για παράδειγμα μέσω συμφωνιών ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (credit default swap, CDS) ή ακόμα και μέσα σε παγίδες ρευστότητας που προκλήθηκαν από την κρίση εμπιστοσύνης.

Καθώς οι αγορές μετοχικών κεφαλαίων έπεφταν δραστικά, πιο σύνθετες δομές καθώς και διοικητές αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου (Hedge Funds) βρέθηκαν υπό ασφυκτική πίεση. Μέχρι οι κυβερνήσεις, οι ρυθμιστές και οι μέτοχοι να συνειδητοποιήσουν πως αυτά τα λιγότερο ρυθμιζόμενα όργανα παρουσίαζαν κάποιον κίνδυνο ήταν πολύ αργά. Η απουσία ρυθμίσεων σε συνδυασμό με την ελάχιστη διαφάνεια, συγκεκριμένα η έλλειψη έγκαιρης ενημέρωσης, συνέβαλε σημαντικά στη μεγαλύτερη οικονομική κρίση από την παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929.

Αν και οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν ανακάμψει από το Μάιο του 2009, υπάρχουν πολλά να γίνουν ακόμα. Η στρατηγική του Laissez Faire που κυριάρχησε τις τελευταίες δεκαετίες και συγκεκριμένα σε σχέση με το χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου πρέπει να εξαφανιστεί και πρέπει να καθιερωθούν ορθοί κανονισμοί. Η Ομάδα των 20 (G20) αποκαλεί αυτή την ενέργεια «γύρισμα σελίδας στην εποχή της ανευθυνότητας»<sup>86</sup>.

Για την Παγκόσμια συμφωνία των Ηνωμένων Εθνών (United Nations Global Compact) η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης απέναντι στο σύστημα είναι ένας από τους σημαντικότερους στόχους: «Η χρηματοοικονομική κρίση και η επακόλουθη οικονομική

---

<sup>85</sup> Blundell-Wignall, Adrian / Atkinson, Paul / Hoon Lee, Se: The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues (2008) OECD, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/26/41942872.pdf>, ανακτήθηκε στις 25 Σεπτεμβρίου του 2009

<sup>86</sup> Αγνώστου: The G20 summit: Regaining their balance (2009) in Economist.com; διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση: [http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story\\_id=14530394](http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=14530394), ανακτήθηκε στις 28 Σεπτεμβρίου του 2009

ύφεση αντιπροσωπεύουν μια σημαντική ανακατάταξη στην εξέλιξη των αγορών και του ιδιωτικού τομέα. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και η μετάβαση σε ένα μακροπρόθεσμο μοντέλο δημιουργίας οικονομικής αξίας στο πνεύμα των παγκόσμιων αξιών οφείλουν συνεπώς να θεωρούνται οι κύριοι επιβεβλημένοι στόχοι. Για να αποκαταστήσουμε την πορεία προς μια βιώσιμη και περιεκτική παγκόσμια ολοκλήρωση, είναι σημαντικότερο από ποτέ να χτίσουμε τη νομιμότητα της αγοράς και την πολιτική στήριξη βασίζοντάς τις σε ορθά ηθικά πλαίσια (...)<sup>87</sup>.

Στη σύνοδο κορυφής των G20, υπήρξε συναίνεση στο ότι τα μέτρα τόνωσης δε θα αποσυρθούν μέχρι να επιτευχθεί μια σταθερή ανάκαμψη και στη συνέχεια αυτές οι στρατηγικές εξόδου θα πρέπει να συντονιστούν μεταξύ των διαφορετικών χωρών. Ωστόσο, τα μέλη του G20 γνωρίζουν επίσης ότι ο χρόνος της εξόδου θα ποικίλλει από χώρα σε χώρα. Επιπλέον, στο μέλλον οι μακροοικονομικές πολιτικές θα πρέπει να εναρμονίζονται μεταξύ τους<sup>88</sup>.

## **6.2.2 Κρίση χρέους στην Ευρώπη**

### **6.2.2.1 Ορισμός**

Η Ευρωπαϊκή κρίση κρατικού χρέους είναι «μια χρονική περίοδος όπου πολλές Ευρωπαϊκές χώρες αντιμετώπισαν την κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, το υψηλό κυβερνητικό χρέος και τα ταχέως αυξανόμενα περιθώρια (spreads) των ομολόγων στα κυβερνητικά χρεόγραφα. Η Ευρωπαϊκή κρίση κρατικού χρέους ξεκίνησε το 2008 με την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος της Ισλανδίας και εξαπλώθηκε στην Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία στη διάρκεια του 2009. Η κρίση χρέους οδήγησε σε κρίση εμπιστοσύνης για τις Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις και οικονομίες<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> UN Global Compact Office: The Global Economic Downturn: Why the UN Global Compact and Corporate Sustainability Are Needed More Than Ever (2008), διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση: [http://www.unglobalcompact.org/NewsAndEvents/news\\_archives/2008\\_10\\_17.html](http://www.unglobalcompact.org/NewsAndEvents/news_archives/2008_10_17.html), ανακτήθηκε στις 28 Σεπτεμβρίου του 2009

<sup>88</sup> Αγνώστου: The G20 summit: Regaining their balance (2009) in Economist.com; διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση: [http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story\\_id=14530394](http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=14530394), ανακτήθηκε στις 28 Σεπτεμβρίου του 2009

<sup>89</sup> European Sovereign Debt Crisis, available at : <http://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp#axzz1ZEmFrpwE>, ανακτήθηκε στις 28 Σεπτεμβρίου του 2011

### 6.2.2.2 Γενική επισκόπηση των εμπλεκόμενων χωρών

Πίνακας 7 - Ευρωπαϊκή κρίση κρατικού χρέους

	Portugal	Ireland	Italy	Greece	Spain
<b>Government debt</b> (> 100% of GDP as of 2011)		X	X	X	
<b>Budget deficit</b> (< -5% of GDP as of 2011)	X	X		X	X
<b>Banking crisis</b>		X			X
<b>Real estate crisis</b>		X			X
<b>Below-average productivity</b>	X		X	X	X
<b>Current account deficit</b> (< -5% of GDP as of 2011)	X			X	
<b>Recession</b>	X			X	

Πηγή: LGT Economic Research / IWF <sup>90</sup>

### 6.2.2.3 Σημαντικότερα προβλήματα

#### α) Σταθερότητα των τραπεζών στις υπερχρεωμένες χώρες

Σε χώρες με προβλήματα χρέους, οι εγχώριες τράπεζες κατέχουν ένα μεγάλο ποσοστό των εθνικών κυβερνητικών ομολόγων. Οι Ιρλανδικές και Ισπανικές τράπεζες αγωνίζονται ενάντια στην αφερεγγυότητα που συνεπάγεται η κρίση των στεγαστικών δανείων. Επιπλέον, εμφανίζεται μια περαιτέρω κρίση εμπιστοσύνης και, υπό το φως μιας απειλής χρεοκοπίας των τραπεζών, ένας αυξανόμενος αριθμός καταθετών χάνει την εμπιστοσύνη του στα εγχώρια ιδρύματα και αποσύρει τα ταμειακά του διαθέσιμα προκειμένου να τα τοποθετήσει σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα του εξωτερικού.

#### β) Σταθερότητα των υπόλοιπων (Ευρωπαϊκών) τραπεζών

Οι περισσότερες τράπεζες, εκτός από τις υπερχρεωμένες χώρες, ήδη μείωσαν την έκθεσή τους στο κρατικό χρέος των απειλούμενων χωρών. Επομένως, οι χρεοκοπίες φαίνονται

<sup>90</sup> LGT Economic Research / IWF



μάλλον απίθανες τουλάχιστον αν η υποτίμηση των κυβερνητικών ομολόγων είναι μέτριου μεγέθους και εμπλέκονται οι μικρότερες οικονομίες σαν την Ελλάδα, την Ιρλανδία ή την Πορτογαλία. Η χρεοκοπία των τραπεζών στις υπερχρεωμένες χώρες, ωστόσο, είναι πιθανό να έχει πολύ ισχυρότερο αντίκτυπο σε άλλες Ευρωπαϊκές τράπεζες λόγω των πιστώσεων που έχουν γίνει.

γ) Αρνητικές επιπτώσεις πολιτικών λιτότητας στις οικονομίες

Τα διεθνή δάνεια δεσμεύουν τις υπερχρεωμένες χώρες να εφαρμόσουν περιεκτικά προγράμματα περικοπής εξόδων και μεταρρυθμίσεων. Οι αυξήσεις στους φόρους και οι περικοπές κρατικών εξόδων βαραίνουν την οικονομία. Τα αρνητικά πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα καθιστούν ακόμα δυσκολότερο τον ανορθολογισμό της οικονομίας του κράτους.

δ) Επιτακτική η διαρθρωτική οικονομική αλλαγή για την εύρεση βιώσιμης λύσης

Οι εν λόγω χώρες, με εξαίρεση την Ιρλανδία, θεωρείται πως έχουν παραγωγικότητα χαμηλότερη από το μέσο όρο. Προκειμένου ένας προϋπολογισμός να είναι βιώσιμος και το χρέος να μειωθεί μακροπρόθεσμα, τα ενδιαφερόμενα κράτη πρέπει να προχωρήσουν σε θεμελιώδεις οικονομικές μεταρρυθμίσεις.

Η μείωση των κρατικών παρεμβάσεων (deregulation), η βελτιωμένη κατάρτιση, οι επενδύσεις στις υποδομές κ.λ.π., είναι για παράδειγμα κάποιοι τρόποι να αντικατασταθούν τομείς με χαμηλή παραγωγικότητα από τομείς με υψηλότερη παραγωγικότητα.

Λόγω της πίεσης από το ΔΝΤ, οι περισσότερες χώρες άρχισαν να εφαρμόζουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Ωστόσο, υπάρχουν πολλά να γίνουν ακόμα.

#### 6.2.2.4 Διεθνείς μηχανισμοί στήριξης

##### α) Ευρωπαϊκή Ένωση

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μπορεί να αποφασίσει να παραχωρήσει δάνεια σε κάποιο από τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέχρι το ποσό των 60 δις, χρηματοδοτούμενα μέσω του προϋπολογισμού της Ε.Ε.<sup>91</sup>.

##### β) Ευρωζώνη: Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSF) / Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθεροποίησης (ESM)

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης / Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθεροποίησης είναι ανοιχτός σε όλες τις χώρες που νόμισμά τους είναι το Ευρώ. Η απόφαση παραχώρησης δανείων σε χώρες της ευρωζώνης που έχουν τέτοια ανάγκη, επαφίεται στις χώρες της ευρωζώνης που οι ίδιες δεν έχουν λάβει κάποια στήριξη<sup>92</sup>.

##### γ) Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ)

Τα δάνεια από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είναι διαθέσιμα σε όλα τα μέλη του ΔΝΤ. Η παραχώρηση δανείων μπορεί να αποφασιστεί μόνο από το Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ. Τα δάνεια του ΔΝΤ παραχωρούνται κατά κανόνα σαν μεταβατική στήριξη και με την προοπτική της επιτυχούς επίλυσης των προβλημάτων<sup>93</sup>.

Στην περίπτωση της υπαρκτής Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους, το ΔΝΤ έχει ήδη παραχωρήσει πακέτα στήριξης στην Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, συγκεκριμένα 50% επιπλέον από το ποσό που διατέθηκε από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

#### 6.2.3 Ελλάδα

<sup>91</sup> Europa: Basic information on the European Union, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://europa.eu/about-eu/basic-information/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/basic-information/index_en.htm), ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

<sup>92</sup> European Financial Stability Facility: About EFSF, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>, ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

<sup>93</sup> International Monetary Fund: IMF Lending, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>, ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

α) Ιστορικό της πορείας προς τη σημερινή κρίση χρέους

Η Ελλάδα προσχώρησε στην Ευρωζώνη το 2001 πληρώντας τα κριτήρια της συνθήκης του Μάαστριχτ του 2000, τα οποία είναι «δείκτης πληθωρισμού κάτω από 1,5 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο από το μέσο όρο των τριών χαμηλότερων δεικτών πληθωρισμού κρατών μελών της Ε.Ε. του προηγούμενου χρόνου»<sup>94</sup>, «μακροπρόθεσμα επιτόκια που δεν ξεπερνούν κατά παραπάνω από 2 εκατοστιαίες ποσοστιαίες μονάδες τα χαμηλότερα επιτόκια των χωρών της Ε.Ε. του προηγούμενου χρόνου»<sup>95</sup>, «υποχρέωση του Κράτους Μέλους να προσχωρήσει στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών (ERM II) για δυο συνεχόμενα έτη πριν εισέλθει στην Ευρωζώνη και χωρίς να έχει υποτιμήσει το νόμισμά της στη διάρκεια αυτής της περιόδου»<sup>96</sup>, «το έλλειμμα του κυβερνητικού προϋπολογισμού δεν πρέπει να ξεπερνά το 3 τοις εκατό του ΑΕΠ κάθε χώρας στο τέλος του προηγούμενου οικονομικού έτους»<sup>97</sup> και «ο λόγος του ακαθάριστου χρέους προς το ΑΕΠ δεν πρέπει να ξεπερνά το 60 τοις εκατό στο τέλος του προηγούμενου οικονομικού έτους»<sup>98</sup>. Την 1<sup>η</sup> Νοεμβρίου του 2004, αποκαλύφθηκε ότι τα οικονομικά δεδομένα που υποβλήθηκαν για την είσοδο στο Ευρώ ήταν εσφαλμένα. Ανάμεσα στα έτη 1997 και 2003, το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν κατά πολύ υψηλότερο από αυτό που δηλώθηκε στις Βρυξέλες. Κάθε χρόνο το νέο χρέος ήταν υψηλότερο από το επιτρεπτό ανώτατο όριο του 3% του ΑΕΠ που προέβλεπε το σύμφωνο σταθερότητας<sup>99</sup>.

Στις 20 Οκτωβρίου του 2009 αποκαλύφθηκε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2009 είναι περίπου 12,7%, διπλάσιο από το αναμενόμενο. Καθώς το δημόσιο χρέος και το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν πολύ πάνω από τα όρια, η αξιοπιστία των δεδομένων αρχίζει να αμφισβητείται. Ο Έλληνας υπουργός οικονομικών Γιώργος Παπακωνσταντίνου ανακοινώνει τα πρώτα μέτρα για τη μείωση του ελλείμματος. Μέχρι το Δεκέμβριο του 2009, οι χώρες της Ευρωζώνης πιστεύουν ότι η Ελλάδα θα μπορέσει να επιβιώσει από την κρίση χρέους μέσω της δικής της οικονομικής ισχύος.

Στις 16 Δεκεμβρίου του 2009, ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβαθμίζει την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας μετά τον οίκο αξιολόγησης Fitch. Οι προειδοποιήσεις

<sup>94</sup> Capanoglu, Sema Gencay: THE DEBT CRISIS IN GREECE AND THE EURO ZONE, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://www.ikv.org.tr/images/upload/data/files/the\\_debt\\_crisis\\_in\\_greece\\_and\\_the\\_euro\\_zone\(1\).pdf](http://www.ikv.org.tr/images/upload/data/files/the_debt_crisis_in_greece_and_the_euro_zone(1).pdf), ανακτήθηκε στις 13 Οκτωβρίου του 2011

<sup>95</sup> Δείτε την υποσημείωση αριθ. 11

<sup>96</sup> Europa: Basic information on the European Union, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://europa.eu/about-eu/basic-information/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/basic-information/index_en.htm), ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

<sup>97</sup> Europa: Basic information on the European Union, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://europa.eu/about-eu/basic-information/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/basic-information/index_en.htm), ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

<sup>98</sup> Europa: Basic information on the European Union, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://europa.eu/about-eu/basic-information/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/basic-information/index_en.htm), ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

<sup>99</sup> Wearden, Graeme : Timeline : Greece's journey to the edge of euro disaster, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση <http://www.guardian.co.uk/business/2011/jun/21/timeline-greece-euro-disaster>, ανακτήθηκε στις 13 Οκτωβρίου του 2011

για χρεοκοπία Ευρωπαϊκού κράτους κυριαρχούν στο διεθνή τύπο. Το Ευρώ εξασθένησε σε σχέση με τα περισσότερα νομίσματα. Το Φεβρουάριο του 2010, η Ευρωπαϊκή Ένωση ζητά από την Ελλάδα να ενημερώνεται τακτικά για την πρόοδο του προγράμματος διάσωσης. Το Μάρτιο του 2010, το πρώτο πρόγραμμα λιτότητας ανακοινώνεται από τον Πρωθυπουργό Γιώργο Παπανδρέου. Περιλαμβάνει την αύξηση του ΦΠΑ, περικοπές μισθών στο δημόσιο τομέα, αύξηση του φόρου σε πετρέλαιο, τσιγάρα και αλκοόλ και περικοπή των συντάξεων. Ο συνολικός όγκος αυτών των μέτρων εκτιμάται γύρω στα 4,8 δις Ευρώ. Τον Απρίλιο, ακόμα και μετά το πακέτο σωτηρίας, οι επενδυτές ακόμα δεν πιστεύουν στην Ελλάδα και το Ελληνικό επιτόκιο δανεισμού ανέρχεται σε πρωτοφανή ύψη, δηλ. σχεδόν 5% πάνω από το δεκαετές γερμανικό ομόλογο Bund (Γερμανικό κυβερνητικό χρέος). Επιπλέον, ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβαθμίζει εκ νέου την Ελλάδα<sup>100</sup>.

Το Μάιο του 2010, ένα δεύτερο σχέδιο διάσωσης καταρτίζεται – το σύνολο των εκτιμώμενων εξοικονομήσεων μέχρι το 2013 είναι 30 δις Ευρώ. Παραχωρείται ένα πρώτο έκτακτο δάνειο ύψους 110 δις ευρώ, το οποίο προορίζεται για ένα χρονικό πλαίσιο τριών ετών<sup>101</sup>. Λόγω της ανησυχίας για την πιθανή εξάπλωση της Ελληνικής κρίσης σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης, οι Υπουργοί Οικονομικών της Ευρώπης μαζί με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο συμφώνησαν σε Πακέτο Στήριξης ύψους 750 δις Ευρώ που θα ισχύει ως το 2013. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αγοράζει ομόλογα υπερχρεωμένων χωρών της Ευρωζώνης. Τον Οκτώβριο του 2010, η Ελληνική κυβέρνηση πρέπει να ρυθμίσει το δημοσιονομικό έλλειμμα για το έτος 2009 στο 15,4% λόγω πρόσθετων νοσοκομειακών χρεών. Τον Ιούνιο του 2011, γίνεται φανερό πως η Ελλάδα δε θα μπορέσει να αυτοχρηματοδοτηθεί μέσω των διεθνών κεφαλαιαγορών το 2012. Επομένως, απαιτείται περισσότερο κεφάλαιο από την Ευρωζώνη και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Άλλο ένα πακέτο στήριξης ανακοινώνεται. Ο οίκος αξιολόγησης S&P υποβαθμίζει την Ελλάδα στην κατηγορία CCC που είναι η χειρότερη βαθμίδα κάθε αξιολογούμενης χώρας<sup>102</sup>.

---

<sup>100</sup> Capanoğlu, Sema Gencay: « THE DEBT CRISIS IN GREECE AND THE EURO ZONE », διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://www.ikv.org.tr/images/upload/data/files/the\\_debt\\_crisis\\_in\\_greece\\_and\\_the\\_euro\\_zone\(1\).pdf](http://www.ikv.org.tr/images/upload/data/files/the_debt_crisis_in_greece_and_the_euro_zone(1).pdf), ανακτήθηκε στις 13 Οκτωβρίου του 2011

<sup>101</sup> Wearden, Graeme : Timeline : Greece's journey to the edge of euro disaster, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση <http://www.guardian.co.uk/business/2011/jun/21/timeline-greece-euro-disaster>, ανακτήθηκε στις 13 Οκτωβρίου του 2011

<sup>102</sup> Alvi, Omar: S&P Downgrades Greece to CCC from B with Negative Outlook, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση <http://www.ibtimes.com/articles/161973/20110613/s-p-downgrades-greece-to-ccc-from-b-with-negative-outlook.htm>, ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

### Γράφημα 3 - Δείκτης Ελληνικού Χρηματιστηρίου



Πηγή: TradingEconomics.com

#### β) Σημερινή κατάσταση

Το ακαθάριστο χρέος της Ελλάδας το 2011 είναι 345 δις Ευρώ, που αντιπροσωπεύει το 152% του ΑΕΠ της χώρας. Λόγω της δυσμενούς πολιτικής και οικονομικής συγκυρίας, η εκκαθάριση του προϋπολογισμού προχωράει πιο αργά από το αρχικό σχέδιο. Οι δυσκολίες που αντιμετωπίζει η Ελλάδα λέγεται πως συνδέονται με ανεπαρκείς και αναποτελεσματικούς θεσμούς, διαφθορά και φοροδιαφυγή καθώς και ανεπαρκή δημοσιονομική κυριαρχία. Από πολιτική άποψη, ένα ενιαίο κοινοβούλιο με οριακή κυβερνητική πλειοψηφία δυσκολεύει την επιβολή μέτρων μείωσης δαπανών. Επιπλέον, παρά την ισχυρή δέσμευση για εκκαθάριση από την κυβέρνηση, υπάρχουν σθεναρές διαμαρτυρίες από τον πληθυσμό<sup>103</sup>. Από οικονομική άποψη, υπάρχει διαρκής ύφεση και η Ελλάδα είναι μια σχετικά κλειστή οικονομία με ρυθμό παραγωγικότητας κάτω του μέσου όρου<sup>104</sup>.

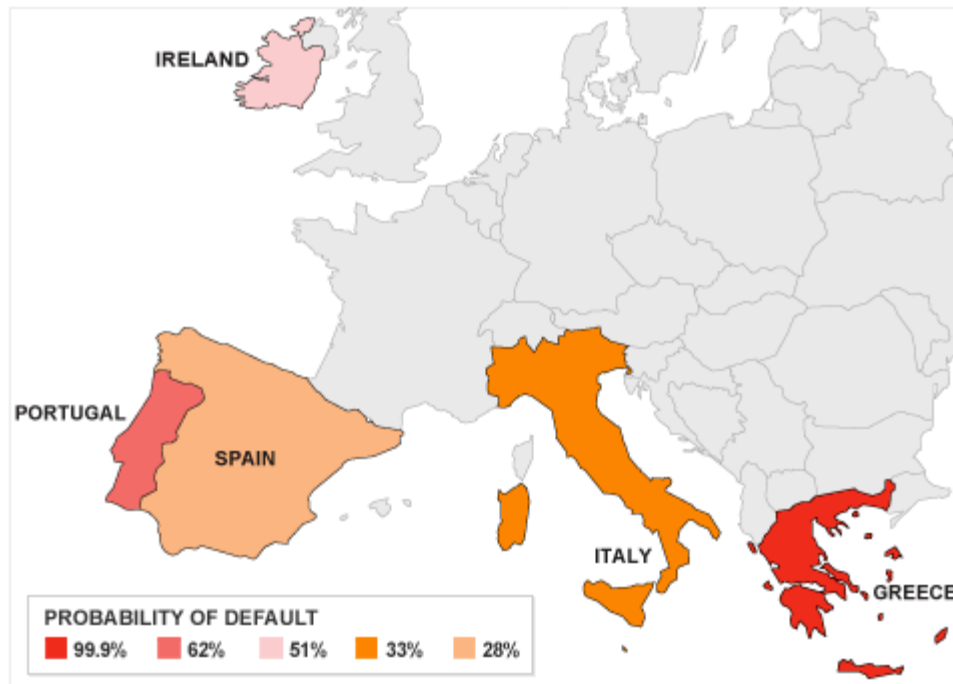
Αν δει κανείς τις Συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (CDS), η πιθανότητα να χρεοκοπήσει από το χρέος των 345 δις δολαρίων το επόμενο έτος (2012) είναι σχεδόν 100% και σε μονάδες βάσης, λίγο κάτω από 10.000<sup>105</sup>.

<sup>103</sup> Central Intelligence Agency: The World Factbook – Europe – Greece, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/gr.html>, ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

<sup>104</sup> Άγνωστος : Background Note : Greece, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση <http://www.state.gov/r/pa/ei/bgn/3395.htm>, ανακτήθηκε στις 21 Οκτωβρίου του 2011

<sup>105</sup> Farrell, Maureen : Europe default risk signal flashing red, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://money.cnn.com/2011/09/15/markets/europe\\_default\\_risk/index.htm](http://money.cnn.com/2011/09/15/markets/europe_default_risk/index.htm), ανακτήθηκε στις 13 Οκτωβρίου του 2011

Γράφημα 4 – Πιθανότητα χρεοκοπίας – χάρτης



106

Γράφημα 5 – Credit Default Swaps



107

<sup>106</sup> Farrell, Maureen : Europe default risk signal flashing red, διαθέσιμο διαδικτυακά στη διεύθυνση [http://money.cnn.com/2011/09/15/markets/europe\\_default\\_risk/index.htm](http://money.cnn.com/2011/09/15/markets/europe_default_risk/index.htm), 13 Οκτωβρίου, 2011

<sup>107</sup> Bloomberg, 6 Οκτωβρίου, 2011

## 7. Σύγκριση της απόδοσης του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη με έναν συγκρίσιμο Συμβατικό Ελληνικό δείκτη

### 7.1 Μεθοδολογία

Για να κατανοήσουμε την απόδοση του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη θα πρέπει να συγκρίνουμε τις αποδόσεις του και τα χαρακτηριστικά βασικού κινδύνου με αυτά ενός όμοιου δείκτη, ο οποίος θα λειτουργεί σαν σημείο αναφοράς. Το Λεξικό Οικονομικών Όρων (Dictionary of Financial Terms) παρέχει τον εξής ορισμό για τον όρο «Benchmark» (σημείο αναφοράς) που παραθέτουμε μεταφρασμένο<sup>108</sup>:

«Benchmark: Ένα επενδυτικό σημείο αναφοράς (benchmark) είναι ένα πρότυπο βάσει του οποίου συγκρίνεται η απόδοση ενός χρεογράφου ή μιας ομάδας χρεογράφων.

Για παράδειγμα, η μέση ετήσια απόδοση μιας κατηγορίας χρεογράφων σε μια χρονική περίοδο είναι σημείο αναφοράς βάσει του οποίου μετρώνται η τρέχουσα απόδοση των μελών αυτής της κατηγορίας αλλά και η ίδια η κατηγορία.

Όταν το σημείο αναφοράς είναι ένας δείκτης που παρακολουθεί ένα συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς, η μεταβαλλόμενη τιμή του δείκτη όχι μόνο μετρά τη δύναμη ή την αδυναμία του τμήματός του αλλά είναι και το πρότυπο βάσει του οποίου μετριέται η απόδοση ξεχωριστών επενδύσεων μέσα στο τμήμα αυτό.

Για παράδειγμα, ο Δείκτης Standard & Poor's 500 (S&P 500) και ο Δείκτης Dow Jones Industrial Average (DJIA) είναι τα πιο ευρέως διαδεδομένα σημεία αναφοράς, ή οι πιο ευρέως διαδεδομένοι δείκτες, της Αμερικάνικης αγοράς για μετοχές μεγάλων εταιρειών και τα ταμεία που επενδύουν σε αυτές τις μετοχές.

Υπάρχουν άλλοι δείκτες που λειτουργούν σαν σημεία αναφοράς για μικρά και μεγάλα τμήματα των μετοχικών αγορών των Η.Π.Α., διεθνών αγορών και άλλων ειδών επένδυσης όπως είναι τα ομόλογα, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα βασικά προϊόντα. (...)

Αρχικά ο όρος «benchmark» σήμαινε το σημάδι που έβαζε ένας παρατηρητής και το οποίο υποδείκνυε ένα συγκεκριμένο ύψος πάνω από το επίπεδο της θάλασσας».

Ο Γενικός δείκτης του Χ.Α.Α. ήταν η φυσική επιλογή μας για σημείο αναφοράς του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη. Αφού ο τελευταίος είναι δευτερεύων δείκτης του πρώτου και οι

---

<sup>108</sup> Dictionary of Financial Terms. Copyright © 2008 Lightbulb Press, Inc. All Rights Reserved.

δυο θα επηρεαστούν από τα γεωπολιτικά τεκταινόμενα και τα θεμελιώδη στοιχεία της Ελληνικής οικονομίας (και τις επακόλουθες συνέπειες στην επενδυτική ψυχολογία).

## **7.2 Απόδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Ακολουθούν οι αποδόσεις του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. για την περίοδο 2006-2010. Τις τιμές αυτές τις προμηθευτήκαμε από το Bloomberg.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



Πίνακας 8 - Μηνιαία τιμή κλεισίματος του Γενικού δείκτη τιμών μετοχών του Χ.Α.Α

	Athex Composite Share Price Index	Monthly Change	Cumulative Change	Cumulative Annual Change
Dec-05	3663.90			
Jan-06	3977.84	8.6%	8.6%	8.6%
Feb-06	4202.85	5.7%	14.7%	14.7%
Mar-06	4122.34	-1.9%	12.5%	12.5%
Apr-06	4139.96	0.4%	13.0%	13.0%
May-06	3753.21	-9.3%	2.4%	2.4%
Jun-06	3693.75	-1.6%	0.8%	0.8%
Jul-06	3747.98	1.5%	2.3%	2.3%
Aug-06	3868.62	3.2%	5.6%	5.6%
Sep-06	3931.05	1.6%	7.3%	7.3%
Oct-06	4128.60	5.0%	12.7%	12.7%
Nov-06	4220.50	2.2%	15.2%	15.2%
Dec-06	4394.13	4.1%	19.9%	19.9%
Jan-07	4710.24	7.2%	28.6%	7.2%
Feb-07	4503.96	-4.4%	22.9%	2.5%
Mar-07	4643.14	3.1%	26.7%	5.7%
Apr-07	4736.83	2.0%	29.3%	7.8%
May-07	4972.19	5.0%	35.7%	13.2%
Jun-07	4843.78	-2.6%	32.2%	10.2%
Jul-07	4917.50	1.5%	34.2%	11.9%
Aug-07	4912.53	-0.1%	34.1%	11.8%
Sep-07	5123.36	4.3%	39.8%	16.6%
Oct-07	5334.50	4.1%	45.6%	21.4%
Nov-07	5053.87	-5.3%	37.9%	15.0%
Dec-07	5178.83	2.5%	41.3%	17.9%
Jan-08	4362.79	-15.8%	19.1%	-15.8%
Feb-08	4133.03	-5.3%	12.8%	-20.2%
Mar-08	3985.97	-3.6%	8.8%	-23.0%
Apr-08	4214.16	5.7%	15.0%	-18.6%
May-08	4176.51	-0.9%	14.0%	-19.4%
Jun-08	3439.71	-17.6%	-6.1%	-33.6%
Jul-08	3394.64	-1.3%	-7.3%	-34.5%
Aug-08	3292.69	-3.0%	-10.1%	-36.4%
Sep-08	2856.47	-13.2%	-22.0%	-44.8%
Oct-08	2060.31	-27.9%	-43.8%	-60.2%
Nov-08	1913.52	-7.1%	-47.8%	-63.1%
Dec-08	1786.51	-6.6%	-51.2%	-65.5%
Jan-09	1779.47	-0.4%	-51.4%	-0.4%
Feb-09	1535.82	-13.7%	-58.1%	-14.0%
Mar-09	1684.37	9.7%	-54.0%	-5.7%
Apr-09	2053.74	21.9%	-43.9%	15.0%
May-09	2327.47	13.3%	-36.5%	30.3%
Jun-09	2209.99	-5.0%	-39.7%	23.7%
Jul-09	2362.35	6.9%	-35.5%	32.2%
Aug-09	2466.41	4.4%	-32.7%	38.1%
Sep-09	2661.42	7.9%	-27.4%	49.0%
Oct-09	2686.21	0.9%	-26.7%	50.4%
Nov-09	2263.27	-15.7%	-38.2%	26.7%
Dec-09	2196.16	-3.0%	-40.1%	22.9%
Jan-10	2048.32	-6.7%	-44.1%	-6.7%
Feb-10	1913.16	-6.6%	-47.8%	-12.9%
Mar-10	2067.49	8.1%	-43.6%	-5.9%
Apr-10	1869.99	-9.6%	-49.0%	-14.9%
May-10	1550.78	-17.1%	-57.7%	-29.4%
Jun-10	1434.22	-7.5%	-60.9%	-34.7%
Jul-10	1681.98	17.3%	-54.1%	-23.4%
Aug-10	1555.41	-7.5%	-57.5%	-29.2%
Sep-10	1471.04	-5.4%	-59.9%	-33.0%
Oct-10	1547.43	5.2%	-57.8%	-29.5%
Nov-10	1419.67	-8.3%	-61.3%	-35.4%
Dec-10	1413.94	-0.4%	-61.4%	-35.6%

Γενικός δείκτης τιμών μετοχών του Χ.Α.Α.:

Η τιμή κλεισίματος του Γενικού δείκτη τιμών μετοχών του Χ.Α.Α. κατά την τελευταία η μέρα του μήνα.

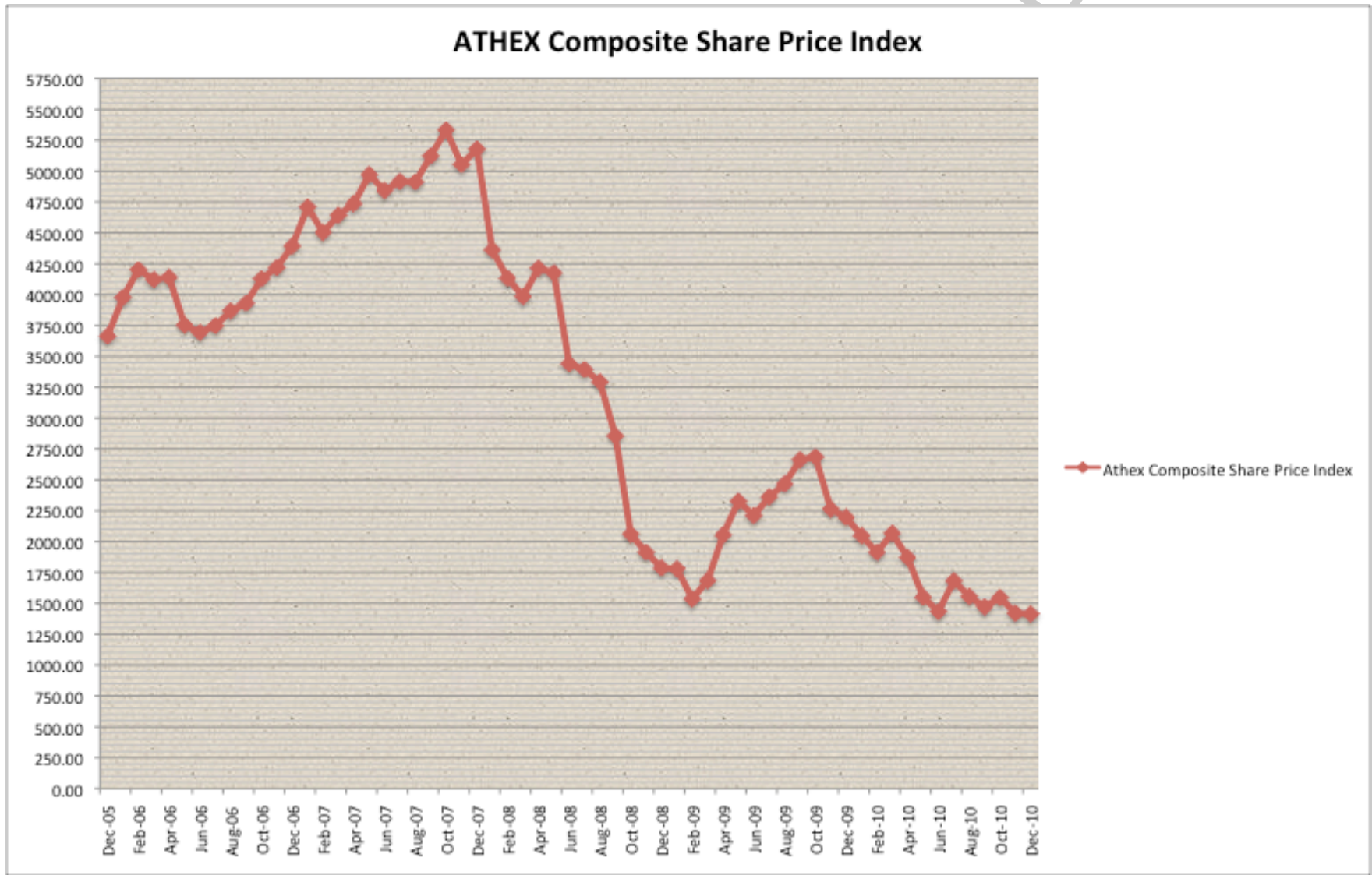
**Μηνιαία αλλαγή:** Η αλλαγή (σε εκατοστιαίες ποσοστιαίες μονάδες) μεταξύ της τιμής κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη στο τέλος κάποιου μήνα και της τιμής κλεισίματος στο τέλος του προηγούμενου μήνα.

**Σωρευτική αλλαγή:**

Η αλλαγή (σε εκατ. ποσοστιαίες μονάδες) μεταξύ της τιμής κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη στο τέλος κάποιου μήνα και της τιμής κλεισίματος στο τέλος της ημερομηνίας αναφοράς, δηλ. στις 31.12.2005.

**Σωρευτική ετήσια αλλαγή:** Η αλλαγή (σε εκατ. ποσοστιαίες μονάδες) μεταξύ της τιμής κλεισίματος του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη στο τέλος κάποιου μήνα και της τιμής κλεισίματος στο τέλος του προηγούμενου έτους..

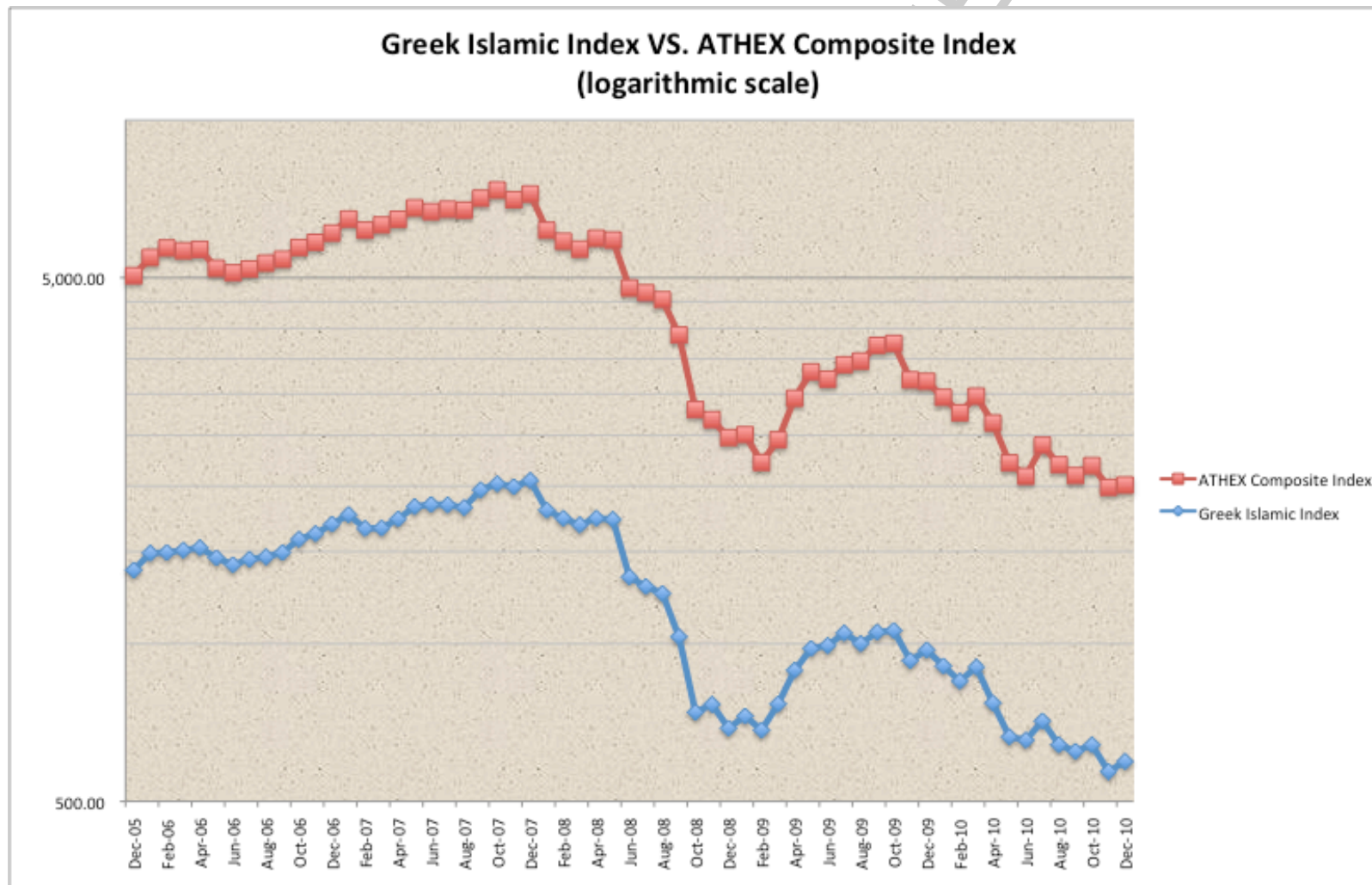
ΩΣ



Γράφημα 6  
– Γενικός  
Δείκτης  
Τιμών Χ.Α

### 7.3 Σύγκριση αποδόσεων και κινδύνου του Ε.Ι.Δ. και του Χ.Α.Α.

Το επόμενο βήμα ήταν να συγκρίνουμε τις αποδόσεις του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη (όπως φαίνονται στον Πίνακα 6 – Μηνιαίες τιμές κλεισίματος του Ελληνικού δείκτη) με τις αποδόσεις του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. (όπως φαίνονται στον Πίνακα 8 – Μηνιαία τιμή κλεισίματος του Γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α) για την ίδια περίοδο.



Γράφημα 7 –  
Ελληνικός  
Ισλαμικός δείκτης  
σε σύγκριση με τον  
Γενικό δείκτη  
Χ.Α.Α.

Για τους σκοπούς της ανάλυσής μας έχουμε χωρίσει την περίοδο παρατήρησής μας (01.01.2006-31.12.2010) σε δυο υποπεριόδους:

**Περίοδος ανοδικής πορείας (Bull Period): 01.01.2006-31.12.2007**

**Περίοδος πτωτικής πορείας (Bear Period): 01.01.2008-31.12.2010**

Μια αγορά ανοδικής πορείας (bull market) συνδέεται με αυξανόμενη επενδυτική εμπιστοσύνη και αυξανόμενες επενδύσεις με την προσδοκία μελλοντικών αυξήσεων των τιμών (κεφαλαιακό κέρδος). Μια ανοδική τάση στο χρηματιστήριο συχνά ξεκινά πριν η γενικότερη οικονομία παρουσιάσει εμφανή σημάδια ανάκαμψης<sup>109</sup>.

Μια αγορά πτωτικής πορείας (bear market) είναι μια γενική πτώση του χρηματιστηρίου κατά μια χρονική περίοδο<sup>110</sup>. Είναι μια μετάβαση από υψηλή επενδυτική αισιοδοξία σε διάχυτο επενδυτικό φόβο και πεσιμισμό. Σύμφωνα με την ομάδα Vanguard (The Vanguard Group), «Αν και δεν υπάρχει συμφωνημένος ορισμός της πτωτικής αγοράς (bear market), ένα γενικώς αποδεκτό κριτήριο είναι μια πτώση τιμών της τάξεως του 20% ή παραπάνω σε διάστημα τουλάχιστον δυο μηνών»<sup>111</sup>.

Το συνολικό μας δείγμα χωρίστηκε σε μια ανοδική και μια πτωτική περίοδο με βάση τη γραφική παρατήρηση.

Ο παρακάτω πίνακας περιλαμβάνει κάποιες βασικές στατιστικές (σε όλες τις περιπτώσεις χρησιμοποιήσαμε το λογαριθμικό μετασχηματισμό των αρχικών σειρών τιμών):

**Πίνακας 9 – Ε.Ι.Δ. σε σύγκριση με Χ.Α.Α., Κύριοι στατιστικοί δείκτες**

	<i>Mean</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>	<i>Std. Dev.</i>
<b>Bull Period</b>				
<b>GII</b>	0.0164	- 0.0605	0.0777	0.0342
<b>ASE</b>	0.0144	- 0.0981	0.0822	0.0414
<b>Bear Period</b>				
<b>GII</b>	- 0.0343	- 0.3320	0.1483	0.1038
<b>ASE</b>	- 0.0361	- 0.3267	0.1983	0.1079

<sup>109</sup> Πηγή: [http://en.wikipedia.org/wiki/Market\\_trend#Bull\\_market](http://en.wikipedia.org/wiki/Market_trend#Bull_market)

<sup>110</sup> O'Sullivan, Arthur, Steven M. Sheffrin (2003). Economics: Principles in Action. Pearson Prentice Hall, p. 290).

<sup>111</sup> "Staying calm during a bear market". Vanguard Group.

Οι μέσες αποδόσεις του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη είναι υψηλότερες από τις αποδόσεις του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. και στις δυο περιόδους παρατήρησης, δηλ. τόσο στην ανοδική όσο και στην πτωτική αγορά.

Οι αποδόσεις του Χ.Α.Α. είναι περισσότερο ευμετάβλητες και στις δυο υπό παρατήρηση περιόδους.

## **7.4 Οικονομετρικοί έλεγχοι**

### ***7.4.1 Μεθοδολογία***

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, χωρίσαμε την περίοδο παρατήρησης (01.01.2006-31.12.2010) σε δυο υποπεριόδους:

Περίοδος ανοδικής πορείας (Bull Period): 01.01.2006-31.12.2007

Περίοδος πτωτικής πορείας (Bear Period): 01.01.2008-31.12.2010

Χρησιμοποιήσαμε την ακόλουθη στατιστική μεθοδολογία.

#### **7.4.1.1 Στατικές διαδικασίες**

Η στατική χρονολογική σειρά είναι μια σειρά της οποίας οι στατιστικές ιδιότητες όπως η μέση τιμή, η διακύμανση, η αυτοσυσχέτιση κ.τ.λ. μένουν όλες σταθερές με το πέρασμα του χρόνου.

Τα μη στατικά δεδομένα, κατά κανόνα, είναι απρόβλεπτα και δεν μπορούν να μοντελοποιηθούν ή να προβλεφθούν. Τα αποτελέσματα που λαμβάνουμε χρησιμοποιώντας μη στατικές χρονολογικές σειρές ίσως είναι νόθα επειδή υποδεικνύουν μια σχέση μεταξύ δυο μεταβλητών ενώ τέτοια σχέση δεν υπάρχει. Προκειμένου να λάβουμε ακριβή, αξιόπιστα αποτελέσματα, τα μη στατικά δεδομένα πρέπει να μετασχηματιστούν σε στατικά δεδομένα. Σε αντίθεση με τη μη στατική διαδικασία που έχει μεταβλητή διακύμανση και μια μέση τιμή που δεν παραμένει κοντά, ή επιστρέφει σε μια μακροπρόθεσμη μέση τιμή με το πέρασμα του χρόνου, η στατική διαδικασία επανέρχεται σε μια σταθερά μακροπρόθεσμη μέση τιμή και έχει μια σταθερή διακύμανση ανεξάρτητη από το χρόνο.

Οι περισσότερες στατιστικές μέθοδοι πρόγνωσης βασίζονται στην υπόθεση ότι οι χρονολογικές σειρές μπορούν να καταστούν σχεδόν στάσιμες (δηλ., να «στασιμοποιηθούν»)

μέσω της χρήσης μαθηματικών μετασχηματισμών. Η εύρεση της αλληλουχίας μετασχηματισμών που είναι απαραίτητοι για τη στασιμοποίηση μιας χρονολογικής σειράς συχνά παρέχει σημαντικά στοιχεία στην αναζήτηση ενός κατάλληλου μοντέλου πρόγνωσης. Για παράδειγμα, αν η σειρά αυξάνεται σταθερά με την πάροδο του χρόνου, το δείγμα μέσης τιμής και διακύμανσης θα μεγαλώσει με το μέγεθος του δείγματος και πάντα θα υποτιμά τη μέση τιμή και τη διακύμανση σε μελλοντικές περιόδους. Και αν η μέση τιμή και η διακύμανση μιας σειράς δεν έχουν οριστεί σωστά, τότε το ίδιο συμβαίνει και με τους συσχετισμούς της με άλλες μεταβλητές<sup>112</sup>.

Ο Nau τονίζει ότι «οι περισσότερες επιχειρηματικές και οικονομικές χρονολογικές σειρές απέχουν πολύ από το να είναι στατικές όταν εκφράζονται στις αρχικές τους μονάδες μέτρησης, και ακόμα και μετά από αποπληθωρισμό ή εποχική προσαρμογή αποδόσεων θα παρουσιάσουν κατά κανόνα και πάλι τάσεις, κύκλους, τυχαίες αλληλουχίες φάσεων και άλλες μη στατικές συμπεριφορές. Αν η σειρά έχει μια σταθερή μακροπρόθεσμη τάση και τείνει να επανέλθει στη γραμμή τάσης ακολουθώντας μια διαταραχή, ίσως είναι δυνατό να τη στασιμοποιήσουμε απαλείφοντας την τάση (π.χ., εφαρμόζοντας μια γραμμή τάσης και αφαιρώντας την πριν εφαρμόσουμε ένα μοντέλο, ή περιλαμβάνοντας το δείκτη χρόνου σαν ανεξάρτητη μεταβλητή σε ένα μοντέλο παλινδρόμησης ή ARIMA), ίσως σε συνδυασμό με καταγραφή (logging) ή αποπληθωρισμό. Μια τέτοια σειρά λέγεται πως είναι στατικής τάσης». Ορισμένες φορές, ωστόσο, η απαλοιφή της τάσης δε θα αρκεί για να καταστήσει στατική τη σειρά, «στην οποία περίπτωση ίσως είναι απαραίτητο να τη μετασχηματίσουμε σε μια σειρά περιοδικών και/ή εποχικών διαφορών. Αν η μέση τιμή, η διακύμανση και η αυτοσυσχέτιση των αρχικών σειρών δεν είναι σταθερές με την πάροδο του χρόνου, ακόμα και μετά την απαλοιφή της τάσης, ίσως οι αποδόσεις των αλλαγών στις σειρές μεταξύ περιόδων ή μεταξύ εποχών να είναι σταθερά. Μια τέτοια σειρά αποκαλείται difference-stationary. Η πρώτη διαφορά μιας χρονολογικής σειράς είναι η σειρά των αλλαγών από μια περίοδο στην επόμενη. Αν η συνάρτηση  $Y(t)$  δηλώνει την τιμή της χρονολογικής σειράς  $Y$  στη χρονική περίοδο  $t$ , τότε η πρώτη διαφορά της  $Y$  στην περίοδο  $t$  ισούται με  $Y(t)-Y(t-1)$ ».

#### 7.4.1.2 Έλεγχος για στατικές διαδικασίες

Προκειμένου να ελέγξουμε αν μια μεταβλητή είναι στατική ή όχι χρησιμοποιούμε τον επαυξημένο έλεγχο των Dickey-Fuller που ελέγχει αν μια μεταβλητή ακολουθεί μια διαδικασία μοναδιαίας ρίζας. Η μηδενική υπόθεση είναι ότι η μεταβλητή περιέχει μια

<sup>112</sup> Σημειώσεις του Καθηγητή Robert. F. Nau, University of Duke, <http://www.duke.edu/~rnau/411diff.htm>

μοναδιαία ρίζα και η εναλλακτική είναι ότι η μεταβλητή παράχθηκε από μια στατική διαδικασία. Σε περίπτωση που η μεταβλητή δεν είναι στατική παίρνουμε την πρώτη διαφορά, τη δεύτερη, την τρίτη κ.ο.κ..

Μια μη στατική μεταβλητή είναι μια μεταβλητή με μεταβαλλόμενη μέση τιμή, διακύμανση ή αυτοσυνδιακύμανση (η αυτοσυνδιακύμανση είναι η συνδιακύμανση μιας μεταβλητής μεταξύ της ίδιας και των δικών της υστερημένων τιμών). Η μη-στασιμοποίηση προκαλείται από τάσεις στις μεταβλητές και υπάρχουν δυο ευρείς τύποι τάσεων: η προσδιοριστική τάση και η στοχαστική τάση. Η προσδιοριστική τάση είναι μια συστηματική, σταθερή ανοδική κίνηση σε μια μεταβλητή και μπορεί να καταγραφεί χρησιμοποιώντας μια προσδιοριστική μεταβλητή χρονολογικής τάσης. Μια στοχαστική τάση προκύπτει σαν συνέπεια της τυχαιότητας των μεταβλητών (Baddeley M.C, 2009).

#### 7.4.1.3 Αιτιότητα

Θα χρησιμοποιήσουμε τον έλεγχο αιτιότητας Granger για να εξετάσουμε την αιτιότητα μεταξύ των δυο χρονολογικών σειρών. Ο έλεγχος αιτιότητας Granger είναι μια στατιστική υπόθεση για να καθορίσουμε αν μια χρονολογική σειρά είναι χρήσιμη στην πρόγνωση κάποιας άλλης. Το σκεπτικό είναι να παλινδρομήσουμε τη μεταβλητή 'y' σε υστερημένες τιμές των 'y' και 'x' και αν οι συντελεστές της υστέρησης του 'x' είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετικοί από το 0, τότε μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η μεταβλητή 'x' του Granger προκαλεί τη μεταβλητή 'y', δηλαδή, η 'x' μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψουμε την 'y'<sup>113</sup>. Το ίδιο θα γίνει για τη 'x' στην 'y': η 'x' θα παλινδρομήσει στην 'y' για να δούμε αν η μεταβλητή 'y' του Granger προκαλεί τη 'x'. Με άλλα λόγια η μεταβλητή 'x' προκαλεί μια άλλη μεταβλητή 'y', ανάλογα με ένα δεδομένο σύνολο πληροφοριών που περιλαμβάνει τις 'y' και 'x', αν η παρούσα 'y' μπορεί να προβλεφθεί καλύτερα χρησιμοποιώντας προηγούμενες τιμές της 'x' σε σχέση με το να μην κάνουμε αυτή την ενέργεια.

Σύμφωνα με τους Νιάρχο και Αλεξάκη (1998) η παρουσία «αιτιότητας» σημαίνει αναποτελεσματικότητα της αγοράς της ασθενούς μορφής: για μια μετοχή, ας πούμε την j, υπό την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis – EMH), ισχύει ότι  $E(\Delta P_{jt} / I_{t-1}) = 0$

όπου  $I_{t-1} = [P_{j,t-1}, P_{j,t-2}, P_{j,t-3}, \dots, P_{j,t-n}]$  and  $P_{j,t-1}, \dots, P_{j,t-n}$  το ιστορικό τιμής της μετοχής j.

<sup>113</sup> Stock & Watson, 2007; Green, 2008.

Αν επίσης ισχύει ότι

$$E(\Delta P_{jt} / H_{t-1}) = 0$$

όπου  $H_{t-1} = [P_{j,t-1}, P_{j,t-2}, P_{j,t-3}, \dots, P_{j,t-n}, P_{k,t-1}, P_{k,t-2}, P_{k,t-3}, \dots, P_{k,t-n}]$  και  $P_{k,t-1}, \dots, P_{k,t-n}$  το ιστορικό τιμής μιας μεταβλητής  $k$  διαφορετικής της  $j$ , τότε δεν υπάρχει «αιτιότητα Granger» και η αγορά εξακολουθεί να είναι αποτελεσματική σύμφωνα με το σύνολο πληροφοριών  $H_{t-1}$ . Η αντίθετη περίπτωση υποδηλώνει ότι το ιστορικό τιμής της μεταβλητής  $k$  μπορεί να βοηθήσει να προβλέψουμε την αλλαγή τιμής της μετοχής  $j$  (η μεταβλητή  $k$  «αιτιότητας Granger» προκαλεί τη μετοχή  $j$ ) και η αγορά είναι αναποτελεσματική σύμφωνα με το σύνολο πληροφοριών  $H_{t-1}$ . (Νιάρχος και Αλεξάκης, 1998)

Εδώ ο έλεγχος αιτιότητας Granger θα εφαρμοστεί στις δεύτερες διαφορές της χρονολογικής σειράς όπως θα δούμε στην παρακάτω ανάλυση. Η επιλογή των υστερήσεων είναι καθοριστικής σημασίας καθώς οι ανεπαρκείς υστερήσεις αποφέρουν αυτοσυσχετιζόμενα σφάλματα (και εσφαλμένους στατιστικούς ελέγχους), ενώ οι υπερβολικές υστερήσεις μειώνουν την ισχύ του ελέγχου. Έτσι, για το λόγο αυτό, χρησιμοποιείται η διαδικασία κριτηρίου πληροφοριών του Akaike προκειμένου να καθορίσουμε το βέλτιστο φθιμό υστερήσεων και να εξασφαλίσουμε κατάλοιπα λευκού θορύβου.

Η ακόλουθη στατιστική ανάλυση πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιώντας το στατιστικό πακέτο EViews.

#### 7.4.1.4 Συνολοκλήρωση

Θα ελέγξουμε αν οι χρονολογικές σειρές των Ε.Ι.Δ. και Χ.Α.Α συνολοκληρώνονται ή όχι.

Για να συνολοκληρώνεται μια ομάδα μεταβλητών απαιτείται: i) να είναι όλες  $I(d)$  δηλαδή να ολοκληρώνονται με την ίδια σειρά<sup>114</sup>, ii) να υπάρχει ένας γραμμικός συνδυασμός των δυο σειρών που να ολοκληρώνεται σε χαμηλότερη σειρά [γενικά  $I(0)$ ].

Η βασική ιδέα της συνολοκλήρωσης είναι πως δυο ή περισσότερες σειρές, ας πούμε οι  $X$  και  $Y$ , κινούνται κοντά μεταξύ τους μακροπρόθεσμα, ακόμα και αν οι ίδιες οι σειρές έχουν τάσεις, και η διαφορά μεταξύ τους είναι σταθερή (Νιάρχος και Αλεξάκης, 1998).

$$Z_t = X_t - aY_t \quad (14)$$

<sup>114</sup> Συχνά η  $I(1)$ , η πρώτη διαφορά της χρονολογικής σειράς, είναι στατική.



Μπορούμε να δούμε τις συνολοκληρωμένες σειρές σαν να καθορίζουν μια μακροπρόθεσμη σχέση ισορροπίας και τη διαφορά μεταξύ τους να είναι στατική. Ο όρος ισορροπία σε αυτή την περίπτωση υποδηλώνει μια σχέση που, κατά μέσο όρο, έχει διατηρηθεί από ένα σύνολο μεταβλητών για μια μεγάλη χρονική περίοδο (Hall και Hendry, 1988).

Αν δυο μεταβλητές συνολοκληρώνονται τότε σύμφωνα με το Θεώρημα αναπαράστασης του Granger (Granger Representation Theorem – Engle και Granger, 1987), πρέπει να υπάρχει ένα Υπόδειγμα Διόρθωσης Σφάλματος (Error Correction Representation) της ακόλουθης μορφής:

$$\Delta X_t = -\rho_1 Z_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (15)$$

$$\Delta Y_t = -\rho_2 Z_{t-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \lambda_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_{2t} \quad (16)$$

όπου το  $Z_{t-1}$  ορίζεται έμμεσα στην Εξίσωση 14 και  $\rho_1 + \rho_2 \neq 0$  και  $\varepsilon_{1t}$  και  $\varepsilon_{2t}$  είναι πεπερασμένοι κυμαινόμενοι μέσοι όροι.

Επομένως, οι αλλαγές στις μεταβλητές  $X_t$  και  $Y_t$  εν μέρει κατευθύνονται από την προηγούμενη τιμή της μεταβλητής  $z_t$ .

Ένα μοντέλο Διόρθωσης Σφάλματος που ενσωματώνει σφάλματα από μια συνολοκληρωτική παλινδρόμηση έχει ορισμένες ενδιαφέρουσες ερμηνείες χρονικής αιτιότητας (Granger, 1988). Οι συνολοκληρωμένες μεταβλητές στη διμεταβλητή περίπτωση πρέπει να κατέχουν χρονική «αιτιότητα» με την έννοια που αποδίδει ο Granger προς τουλάχιστον μία κατεύθυνση. Για να έχουν δυο σειρές επιτεύξιμη ισορροπία, πρέπει να υπάρχει μεταξύ τους μια αιτιότητα που να παρέχει τις απαραίτητες δυναμικές.

Οι Νιάρχος και Αλεξάκης (1998) επισημαίνουν ότι: «Συνεπάγεται από αυτά ότι εφόσον η  $Z_{t-1}$  πρέπει να συμβαίνει σε τουλάχιστον μία από τις εξισώσεις Διόρθωσης Σφάλματος, πρέπει να βελτιώνει την ικανότητα πρόγνωσης σε τουλάχιστον μία εκ των  $X_t$  ή  $Y_t$ . Συνεπώς, μια σημαντική επίπτωση που προκύπτει από τη φιλολογία της συνολοκλήρωσης (Engle και Granger, 1987), είναι ότι οι τιμές σε μια αποτελεσματική κερδοσκοπική αγορά δεν μπορούν να συνολοκληρωθούν. Αν συνολοκληρωθούν, αυτό δείχνει την παρουσία μιας αναποτελεσματικότητας της αγοράς αφού πρέπει να υπάρχει «αιτιότητα του Granger» που να

κινείται σε τουλάχιστον μία κατεύθυνση: δηλ. μια τιμή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψει την άλλη τιμή, ακόμα και λαμβάνοντας υπόψη τις υστερημένες αξίες της τιμής που προβλέφθηκε. Επιπλέον, η χρονική αιτιότητα μπορεί να προκύψει από δυο πηγές: το άθροισμα των συντελεστών των υστερημένων μεταβλητών αλλαγής (ο καθιερωμένος έλεγχος Granger) ή το συντελεστή του υστερημένου όρου διόρθωσης σφάλματος. Οι καθιερωμένοι έλεγχοι «αιτιότητας» Granger παραβλέπουν το τελευταίο κανάλι. Θεωρητικά, η χρονική «αιτιότητα» μπορεί να συμβεί μόνο μέσω του όρου διόρθωσης σφάλματος. Επομένως, ο καθιερωμένος έλεγχος Granger μπορεί να παραβλέψει την υπάρχουσα χρονική “αιτιότητα”».

Οι αυτοπαλινδρομικές διανυσματικές εκτιμήσεις, που αντλούνται από διαφοροποιημένα δεδομένα, είναι εσφαλμένα καθορισμένες στην περίπτωση των συνολοκληρωμένων μεταβλητών (Engle και Granger, 1987) επειδή οι Όροι διόρθωσης σφάλματος, που εμφανίζονται στα Μοντέλα διόρθωσης σφάλματος, αποκλείονται (MacDonald και Kearney, 1987). Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι τα μοντέλα που εφαρμόζονται για να ελέγξουν την «αιτιότητα» είναι εσφαλμένα καθορισμένα αν οι μεταβλητές, που ελέγχονται για την κατεύθυνση της «αιτιότητας», συνολοκληρώνονται.

Πολλές χρηματιστηριακές μελέτες αποτελεσματικότητας περιλαμβάνουν ελέγχους «αιτιότητας» και συνεπώς αποτελεσματικότητας της αγοράς, για παράδειγμα μεταξύ διαφορετικών τιμών μετάλλων (McDonald και Taylor, 1988, 1989; Jones και Uri, 1989).

## 7.4.2 Αποτελέσματα Ελέγχων

### 7.4.2.1 Ανοδική (Bull) Περίοδος

Όπως αναφέραμε παραπάνω η ανοδική περίοδος καλύπτει τις παρατηρήσεις μεταξύ 01.01.2006 και 31.12.2007.

#### 7.4.2.1.1 Έλεγχος Μοναδιαίας Ρίζας

LISL: (logarithmic) Ελληνικός Ισλαμικός Δείκτης  
LASE: (logarithmic) Γενικός Δείκτης ΧΑ

Μηδενική Υπόθεση: Ο LASE έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-1.015140</b>	0.7309
Test critical values:		
1% level	-3.737853	
5% level	-2.991878	
10% level	-2.635542	

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να αποδεχτούμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή περιέχει μια μοναδιαία ρίζα που σημαίνει ότι η χρονική μεταβλητή δεν είναι μια στάσιμη διαδικασία.

Μηδενική Υπόθεση: Ο D(LASE) έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-4.797315</b>	0.0009
Test critical values:		
1% level	-3.752946	
5% level	-2.998064	
10% level	-2.638752	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή δεν περιέχει μια μοναδιαία ρίζα που σημαίνει ότι η χρονική μεταβλητή είναι μια στάσιμη διαδικασία.

Μηδενική Υπόθεση: Ο LISL έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-0.379544</b>	0.8979
Test critical values:		
1% level	-3.737853	
5% level	-2.991878	
10% level	-2.635542	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να αποδεχτούμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή περιέχει μια μοναδιαία ρίζα που σημαίνει ότι η χρονική μεταβλητή δεν είναι μια στάσιμη διαδικασία.

Μηδενική Υπόθεση: Ο D(LISL) έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-4.584056</b>	0.0015
Test critical values:		
1% level	-3.752946	
5% level	-2.998064	
10% level	-2.638752	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή δεν περιέχει μια μοναδιαία ρίζα που σημαίνει ότι η χρονική μεταβλητή είναι μια στάσιμη διαδικασία.

Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι σειρές υπό παρατήρηση είναι Ολοκληρωμένες με βαθμό 1, I(1).

#### 7.4.2.1.2 Έλεγχος Pairwise Granger Causality

##### Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2006M01 2007M12

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
RISL does not Granger Cause RASE	22	<b>3.24613</b>	0.0640
RASE does not Granger Cause RISL		<b>1.41135</b>	0.2710

Συμπεραίνουμε από τις αξίες των F-Statistic ότι ο Ελληνικός Ισλαμικός Δείκτης δεν κάνει Granger cause τον Γενικό Δείκτη και ότι ο Γενικός Δείκτης δεν κάνει Granger Cause τον Ελληνικό Ισλαμικό Δείκτη.

#### 7.4.2.1.3 Έλεγχος Συνολοκλήρωσης

Σε αυτό το μέρος θα εξετάσουμε εάν οι μεταβλητές μας συνολοκληρώνονται.

Sample (adjusted): 2006M03 2007M12  
 Included observations: 22 after adjustments  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: LASE LISL  
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

##### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.417047	<b>12.23870</b>	<b>15.49471</b>	0.1458
At most 1	0.016518	0.366436	3.841466	0.5450

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Το Trace test υποδεικνύει ότι δεν υπάρχει συνολοκλήρωση στο επίπεδο 0.05.

#### 7.4.2.2 Πτωτική (Bear) Περίοδος

Όπως αναφέραμε παραπάνω η πτωτική περίοδος καλύπτει τις παρατηρήσεις μεταξύ 01.01.2008 και 31.12.2010.

##### 7.4.2.2.1 Έλεγχος Μοναδιαίας Ρίζας

Μηδενική Υπόθεση: Ο LASE έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-1.878732</b>	0.3382
Test critical values:		
1% level	-3.626784	
5% level	-2.945842	
10% level	-2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να αποδεχτούμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή περιέχει μια μοναδιαία ρίζα που σημαίνει ότι η χρονική μεταβλητή δεν είναι μια στάσιμη διαδικασία.

Μηδενική Υπόθεση: Ο D(LASE) έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-4.873590</b>	0.0003
Test critical values:		
1% level	-3.626784	
5% level	-2.945842	
10% level	-2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή δεν περιέχει μια μοναδιαία ρίζα που σημαίνει ότι η χρονική μεταβλητή είναι μια στάσιμη διαδικασία.

Μηδενική Υπόθεση: Ο LISL έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-1.829835</b>	0.3606
Test critical values:		
1% level	-3.626784	
5% level	-2.945842	
10% level	-2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να αποδεχτούμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή περιέχει μια μοναδιαία ρίζα που σημαίνει ότι η χρονική μεταβλητή δεν είναι μια στάσιμη διαδικασία.

Μηδενική Υπόθεση: Ο D(LISL) έχει μοναδιαία ρίζα

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	<b>-5.394645</b>	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.626784	
5% level	-2.945842	
10% level	-2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πρέπει να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση. Η μεταβλητή δεν περιέχει μια μοναδιαία ρίζα.

Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι σειρές υπό παρατήρηση είναι Ολοκληρωμένες με βαθμό 1, I(1).

#### 7.4.2.2.2 Έλεγχος Pairwise Granger Causality

Sample: 2008M01 2010M12

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
RISL does not Granger Cause RASE	36	<b>1.53179</b>	0.2321
RASE does not Granger Cause RISL		<b>1.03701</b>	0.3665

Συμπεραίνουμε από τις αξίες των F-Statistic ότι ο Ελληνικός Ισλαμικός Δείκτης δεν κάνει Granger cause τον Γενικό Δείκτη και ότι ο Γενικός Δείκτης δεν κάνει Granger Cause τον Ελληνικό Ισλαμικό Δείκτη.

#### 7.4.2.2.3 Έλεγχος Συνολοκλήρωσης

Θα εξετάσουμε εάν οι μεταβλητές ASE and GII συνολοκληρώνονται ή όχι.

Sample: 2008M01 2010M12

Included observations: 36

Trend assumption: Linear deterministic trend  
Series: LASE LISL  
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.323068	<b>17.42308</b>	<b>15.49471</b>	0.0253
At most 1	0.089526	3.376426	3.841466	0.0661

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Το Trace test υποδεικνύει ότι οι μεταβλητές είναι συνολοκληρωμένες σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%. Για να ελέγξουμε τις δυναμικές μεταξύ του Ισλαμικού και Γενικού Δείκτη κατασκευάσαμε το ακόλουθο μοντέλο διόρθωσης σφάλματος:



Μοντέλο διόρθωσης σφάλματος:

**Dependent Variable: RISL**

Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 2008M02 2010M12  
 Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.036923	0.020244	-1.823933	0.0785
RES(-1)	-0.756394	0.440804	<b>-1.715942</b>	0.0968
RASE(-1)	-0.108190	0.490723	-0.220471	0.8270
RASE(-2)	-0.042852	0.417782	-0.102571	0.9190
RISL(-1)	-0.050962	0.558655	-0.091222	0.9279
RISL(-2)	0.057755	0.475520	0.121457	0.9042
R-squared	<b>0.166696</b>	Mean dependent var		-0.031563
Adjusted R-squared	0.023023	S.D. dependent var		0.103962
S.E. of regression	0.102758	Akaike info criterion		-1.558068
Sum squared resid	0.306219	Schwarz criterion		-1.291437
Log likelihood	33.26619	Hannan-Quinn criter.		-1.466027
F-statistic	1.160249	Durbin-Watson stat		1.992400
Prob(F-statistic)	0.352222			

**Dependent Variable: RASE**

Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 2008M02 2010M12  
 Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.038373	0.018602	-2.062837	0.0482
RES from(-1)	-1.088152	0.405059	<b>-2.686405</b>	0.0118
RASE(-1)	0.280595	0.450929	0.622259	0.5386
RASE(-2)	-0.201816	0.383904	-0.525695	0.6031
RISL(-1)	-0.316674	0.513353	-0.616874	0.5421
RISL(-2)	0.053479	0.436960	0.122389	0.9034
R-squared	<b>0.334857</b>	Mean dependent var		-0.032192
Adjusted R-squared	0.220178	S.D. dependent var		0.106928
S.E. of regression	0.094426	Akaike info criterion		-1.727205
Sum squared resid	0.258570	Schwarz criterion		-1.460573
Log likelihood	36.22608	Hannan-Quinn criter.		-1.635164
F-statistic	2.919934	Durbin-Watson stat		1.981751
Prob(F-statistic)	0.029652			

Από τα μοντέλα διόρθωσης σφάλματος παρατηρούμε ότι η περίοδος διόρθωσης σφάλματος είναι στατιστικά σημαντική στην περίπτωση όπου η εξαρτώμενη μεταβλητή είναι το Χ.Α.Α. και αυτό σημαίνει πως οι μακροπρόθεσμες δυναμικές κινούνται από τον Ισλαμικό δείκτη στο δείκτη του Χ.Α.Α..

Οι εταιρείες που έχουν συμπεριληφθεί στον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη θα έχουν την τάση να είναι, κατά μέσο όρο, λιγότερο μοχλευμένες και συνεπώς θεωρούνται υψηλότερης ποιότητας επενδύσεις κατά τη διάρκεια ασταθών περιόδων με καθοδικές τάσεις. Ειδικά κατά την περίοδο πτωτικής πορείας της αγοράς (bear-market), οι εταιρείες με χαρακτηριστικά όμοια με αυτά των συμβατών με τη Σαρία εταιρειών, θα είναι πρώτες στις προτιμήσεις των επενδυτών με γνώση των συνθηκών και των δυναμικών της αγοράς άνω του μετρίου, οι οποίοι θα επένδυναν «τα έξυπνα χρήματά τους» σε τέτοιες εταιρείες και θα έδειχναν το δρόμο σε άλλους επενδυτές που θα ακολουθούσαν αναλόγως.

Περαιτέρω μελέτη της παραπάνω παρατήρησης θα έριχνε περισσότερο φως στην υπόθεση αυτή και θα αποδείκνυε τη βασιμότητά της και τις συνέπειές της.

## **7.5 Συμπέρασμα**

Για τους σκοπούς της ανάλυσής μας έχουμε χωρίσει την περίοδο παρατήρησής μας (01.01.2006-31.12.2010) σε δυο υποπεριόδους:

**Περίοδος ανοδική πορείας (Bull Period): 01.01.2006-31.12.2007**

**Περίοδος πτωτικής πορείας (Bear Period): 01.01.2008-31.12.2010**

Η οικονομετρική ανάλυση και ο έλεγχος των δεδομένων μας οδήγησε στα ακόλουθα συμπεράσματα:

1. Οι μέσες αποδόσεις του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη είναι υψηλότερες από τις αποδόσεις του Γενικού δείκτη Χ.Α.Α. και στις δυο περιόδους παρατήρησης, δηλ. στην ανοδική και την πτωτική πορεία της αγοράς.
2. Οι αποδόσεις του Χ.Α.Α. είναι πιο ευμετάβλητες και στις δυο περιόδους που μελετήσαμε.
3. Οι χρονολογικές σειρές Ολοκληρώνονται με τάξη 1, I(1) και για τις δυο υπό παρατήρηση περιόδους

4. Συμπεραίνουμε ότι ο Ελληνικός Ισλαμικός δείκτης δε δημιουργεί αιτιότητα Granger στο Χ.Α.Α. και ότι ούτε το Χ.Α.Α. δημιουργεί αιτιότητα Granger στον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη και για τις δυο περιόδους
5. Οι μεταβλητές των Χ.Α.Α. και Ε.Ι.Δ. δε συνολοκληρώνονται για την περίοδο ανοδικής πορείας
6. Ο έλεγχος καταλοίπων των μεταβλητών των Χ.Α.Α. και Ε.Ι.Δ. δείχνει ότι συνολοκληρώνονται σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%

Ερμηνεύοντας τα ανωτέρω αποτελέσματα μπορούμε να εξάγουμε τα εξής κύρια συμπεράσματα:

- a) Ο Ελληνικός Ισλαμικός δείκτης ξεπέρασε σε απόδοση σε απόλυτους και προσαρμοσμένους στον κίνδυνο όρους το συμβατικό του σημείο αναφοράς, δηλαδή το δείκτη Χ.Α.Α.. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές σε Ελληνικές εταιρείες που είναι συμβατές με τη Σαρία διακινδυνεύουν λιγότερο από αυτούς που επενδύουν σε εταιρείες του Χ.Α.Α.. Δε θυσιάζουν όμως, ως συνέπεια, την απόδοση. Αντιθέτως, επιτυγχάνουν καλύτερη απόδοση στην επένδυσή τους.
- b) Η απόδοση του Ισλαμικού δείκτη ήταν καλύτερη από αυτή του δείκτη του Χ.Α.Α. τόσο στην ανοδική όσο και στην πτωτική περίοδο της αγοράς. Το γεγονός πως οι εταιρείες που είναι συμβατές με τη Σαρία είναι λιγότερο μοχλευμένες ίσως είναι ένας σημαντικός λόγος της διαφοράς απόδοσης του Ε.Ι.Δ. κατά την πτωτική περίοδο αλλά θα περίμενε κανείς τις πιο μοχλευμένες εταιρείες να αποδίδουν καλύτερα στις πιο καλές περιόδους της αγοράς (δηλ. στην περίοδο ανοδικής πορείας της αγοράς). Άλλοι παράγοντες πρέπει να παίζουν ρόλο και χρήζουν περαιτέρω μελέτης αν και δεν βρίσκονται στο πεδίο αυτής της διατριβής. Το γεγονός πως οι εταιρείες της Σαρία σε γενικές γραμμές κατέχουν λιγότερα ταμειακά διαθέσιμα, σημαίνει ότι το εισόδημα που παράγεται από αυτές τις εταιρείες είτε επενδύεται εκ νέου είτε διανέμεται στους μετόχους της. Τα «ηθικά» χαρακτηριστικά των εταιρειών που είναι συμβατές με τη Σαρία ή ο αποκλεισμός ολόκληρων επιχειρηματικών κλάδων (π.χ. του Τραπεζικού κλάδου) από τον Ισλαμικό δείκτη φαίνεται να έχουν συμβάλει στη συνολική διαφορά απόδοσης των δυο δεικτών. Η ανάλυση της συμβολής τέτοιων παραγόντων στη σχετική απόδοση κάθε δείκτη θα μπορούσε να παράγει σημαντικά αποτελέσματα.

- c) Ο Ισλαμικός δείκτης φαίνεται να προηγείται του δείκτη Χ.Α.Α. στην πτωτική αγορά, αντανακλώντας τη «φυγή προς την ποιότητα» που παρατηρήθηκε σε περιόδους αβεβαιότητας ή αναταραχής όταν οι συμμετέχοντες στην αγορά μετακινούνται σε επενδύσεις όπου οι πιθανότητες να χάσουν κεφάλαια είναι μικρότερες. Καθώς ο Ε.Ι.Δ. περιλαμβάνει εταιρείες που είναι λιγότερο μοχλευμένες και δεν λειτουργούν κερδοσκοπικά (ως συνέπεια των κριτηρίων αξιολόγησης της Σαρία), η ανάγκη για τους επενδυτές σε τέτοιες εταιρείες να «καταφύγουν» σε λιγότερο ριψοκίνδυνες εταιρείες ή κατηγορίες κεφαλαίου είναι λιγότερο έκδηλη και επείγουσα, σε σύγκριση με την αντίστοιχη ανάγκη για τον μέσο επενδυτή.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **Z. Σύνοψη**

### **1. Προσφορά και Σημαντικά Ευρήματα**

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας που λειτουργεί σύμφωνα με το νόμο της Σαρία και είναι γνωστός ως Ισλαμική Τραπεζική αναμφίβολα μεγεθύνεται με εντυπωσιακό ρυθμό κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών. Αυτό μπορεί να αποδοθεί σε διάφορους παράγοντες, συμπεριλαμβανομένης της αυξημένης ευαισθησίας των Μουσουλμάνων λόγω των παγκόσμιων γεωπολιτικών γεγονότων, της ελκυστικότητας των κοινωνικών και ηθικών πτυχών της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, καθώς και των προσπαθειών των πολυεθνικών τραπεζών για διαφοροποίηση και δημιουργία νέων μεθόδων εντοπισμού «αδρανών» κεφαλαίων και απόκτησης νέων πελατών. Η έκρηξη (σε αριθμό και σε πλούτο) του Ισλαμικού πληθυσμού σε συνδυασμό με την οικονομική συγκυρία στη Μέση Ανατολή και τη Μαλαισία επιτάχυνε περαιτέρω την ανάπτυξη του τομέα αυτού. Εκείνο, όμως, που πιθανότατα ήταν ο καταλύτης και επέτρεψε στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική να κερδίσει δημοσιότητα από τα μέσα ενημέρωσης παγκοσμίως και να φτάσει στο σημείο να μετατραπεί από κρυφό μυστικό σε σχεδόν κοινή γνώση, είναι η δυνατότητες της ως «το» εναλλακτικό οικονομικό σύστημα. Τα συμβατικά επενδυτικά προϊόντα και οι μέθοδοι χρηματοδότησης, ακόμη και οι σχετικά πρόσφατες καινοτομίες, όπως τα παράγωγα εργαλεία και τα εργαλεία αντιστάθμισης κινδύνου, έχουν διαδοθεί τόσο πολύ και είναι τόσο άφθονη η προσφορά τους, που, αν δε μιλάμε για κορεσμό του κοινού, υπάρχει ασφαλώς ένα αίσθημα πλήξης για αυτά. Πρωτότυπες ιδέες, που παρουσιάζονται υπό μία νέα προοπτική προώθησης πωλήσεων, έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον τόσο των τραπεζικών όσο και του ευρύτερου κοινού.

Δεν σπανίζουν βέβαια και οι επικρίσεις εναντίον της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής. Ενώ μερικές κριτικές μπορούν κάλλιστα να αγνοηθούν ως αβάσιμες και ως στηριζόμενες περισσότερο σε προκαταλήψεις παρά σε εποικοδομητική επιχειρηματολογία, οι ισχυρισμοί ότι η Ισλαμική Χρηματοοικονομική απλώς αναπαράγει / προωθεί με νέα συσκευασία υφιστάμενα συμβατικά προϊόντα ή ότι είναι ανελαστική και μη εξελισσόμενη εκ φύσεως, πρέπει να ληφθούν πιο σοβαρά υπόψη.

## **1.1 Κεφάλαιο Α - Εισαγωγή στο Ισλάμ**

Όπως είδαμε στο κεφάλαιο Α, το Ισλάμ είναι ένας τρόπος ζωής που περιλαμβάνει όλες τις πτυχές της ανθρώπινης δραστηριότητας και οι οικονομικές δραστηριότητες ασφαλώς αποτελούν μέρος της ζωής. Ο Ισλαμικός νόμος της Σαρία διέπει όλες τις μορφές της ιδεολογίας, των συμπεριφορών και των πρακτικών πτυχών. Η κύρια πηγή της είναι το Κοράνι, το βιβλίο που περιέχει το λόγο του Θεού, όπως αποκαλύφθηκε μέσω του Προφήτη Μωάμεθ. Θεωρείται θεϊκό και όπως είναι φυσικό δεν μπορεί να αλλοιωθεί το περιεχόμενό του. Οι άλλες δύο κύριες πηγές του Ισλαμικού νόμου, η Sunnah (η πρακτική και οι παραδόσεις του Προφήτη Μωάμεθ) και τα Ahadith (οι ρήσεις ή αφηγήσεις για τη ζωή του Προφήτη) έχουν αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης μελέτης και τη βάση για πολλές αποφάσεις σχετικά με την αποδοχή ή μη συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών εργαλείων ή επενδυτικών οχημάτων.

Η άποψη ότι η Ισλαμική Χρηματοοικονομική είναι στατική από τη φύση της πρέπει να αποδοθεί στις άκαμπτες αντιλήψεις των θρησκευτικών θεμελίων της. Τα παραπάνω στοιχεία θα μπορούσαν να στηρίξουν ικανοποιητικά αυτή την άποψη, αν δεν υπήρχε η τέταρτη πηγή δικαίου που είναι το ijtihad ή αλλιώς η διαδικασία της χρησιμοποίησης της λογικής, προκειμένου να σχηματιστούν ανεξάρτητες, εμπειριστατωμένες αποφάσεις.

## **1.2 Κεφάλαιο Β - Εισαγωγή στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική**

Στο κεφάλαιο Β, κάναμε μια συνοπτική περιγραφή των κύριων πυλώνων της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής.

Πρώτα από όλα, υπάρχει η απαγόρευση του Riba (οποιοδήποτε θετικό, σταθερό, προκαθορισμένο επιτόκιο συνδεδεμένο με τη διάρκεια και το μέγεθος του κεφαλαίου, Iqbal, 2004, p2). Η Ισλαμική Χρηματοοικονομική βλέπει το Riba ως μέσο αύξησης του πλούτου με την επιβράβευση μη παραγωγικών κεφαλαίων ενώ απαγορεύεται ρητά σε αρκετούς στίχους του Κορανίου και των Ahadith. Η επίδραση αυτής της απαγόρευσης είναι υψίστης σημασίας, δεδομένου ότι τα περισσότερα συμβατικά προϊόντα και μέθοδοι χρηματοδότησης περιλαμβάνουν ένα στοιχείο "Riba". Επίσης, απαγορεύεται γενικά η επαναπώληση προϊόντων που δεν ανήκουν στην ιδιοκτησία εκείνου που προβαίνει στην πώληση.

Έπειτα, υπάρχει η απαγόρευση του Gharar (η αβεβαιότητα και η έλλειψη σαφήνειας στη σύμβαση σχετικά με την ύπαρξη του αντικειμένου της εν λόγω σύμβασης ή της δυνατότητας μεταφοράς του ή της ποσότητας ή ποιότητας του αντικειμένου, Glossary 2005, σ. 215), το οποίο κατά την άποψη πολλών μελετητών δικαιολογεί την κατάταξη των παράγωγων προϊόντων, των ασφαλίσεων και των ανοικτών πωλήσεων ως μη επιτρεπτών.

Απαριθμήθηκαν και περιγράφηκαν τα σημαντικότερα αποδεκτά τυποποιημένα συμβόλαια που χρησιμοποιούνται σήμερα στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική. Ήτοι:

**Murabaha** (Πωλήσεις με τιμές άνω του κόστους), χρησιμοποιείται κυρίως για τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και αφορά στην πώληση αγαθών ή εμπορευμάτων με ένα συμφωνηθέν ποσό πάνω από το κόστος.

**Mudaraba** (Επενδυτικοί λογαριασμοί καταμερισμού κερδών) έχει να κάνει με τη διαχείριση των κεφαλαίων των επενδυτών από ένα Ισλαμικό Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα , ενώ τα προκύπτοντα κέρδη μοιράζονται μεταξύ των εταίρων (με βάση προκαθορισμένους όρους) και οι απώλειες αναλαμβάνονται, γενικά, από τους επενδυτές.

**Musharaka** (Μετοχικές Συμμετοχές) μοιάζει με την κοινοπραξία, ενώ όλοι οι εταίροι συνεισφέρουν σε διάφορους βαθμούς στο κεφάλαιο ενός έργου και τα κέρδη και οι απώλειες μοιράζονται αναλογικά και με βάση προκαθορισμένους όρους.

**Ijarah** (Χρηματοδοτική Μίσθωση) διαφέρει του Δυτικού μοντέλου χρηματοδοτικής μίσθωσης στο ότι ο εκμισθωτής πρέπει να έχει στην κυριότητα του το αντικείμενο της μίσθωσης σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης. Καμία δεσμευτική ρήτρα για μελλοντική πώληση (ή τη δυνατότητα να γίνει κάτι τέτοιο) δεν ενσωματώνεται στη σύμβαση για τη διάθεση της υπολειμματικής αξίας των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων κατά τη λήξη της μίσθωσης (αν και τέτοια ρήτρα υπάρχει σε ένα συμβόλαιο ijarah-wa - iqtina'a ). Το Ijarah χρησιμοποιείται κυρίως για τη χρηματοδότηση μηχανημάτων, εξοπλισμού και οχημάτων και αφορά τη μίσθωση ή τη μεταβίβαση της κυριότητας μιας υπηρεσίας για μια συγκεκριμένη περίοδο με αντάλλαγμα τακτικές χρηματικές δόσεις.

**Sukuk** (Πιστοποιητικά Επενδύσεων) είναι παρόμοια με τα ομόλογα, αλλά απαγορεύεται να είναι τοκοφόρα και όπως στην περίπτωση των μη ιδιόκτητων περιουσιακών στοιχείων μπορούν να μεταπωληθούν μόνο στην ονομαστική τους αξία.

**Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης** δε θεωρούνται αποδεκτά στη συμβατική τους μορφή από την πλειοψηφία των μελετητών του Ισλάμ, κυρίως λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με τη μελλοντική τους εξέλιξη, καθώς και του γεγονότος ότι στις περισσότερες περιπτώσεις δεν έχουν ως αποτέλεσμα τη μεταβίβαση του αντικειμένου που προέβλεπε το συμβόλαιο. Ωστόσο, προκειμένου να διευκολυνθούν οι συναλλαγές έχουν χρησιμοποιηθεί τα ακόλουθα κύρια εναλλακτικά εργαλεία για την αναπαραγωγή ορισμένων από τα χαρακτηριστικά των συμβατικών παραγώγων, αν και φαίνεται να υπάρχει ακόμα έλλειψη συναίνεσης μεταξύ των μελετητών όσον αφορά στην αποδοχή τους:

*Salam.* Το Salam συνεπάγεται την αγορά ενός στοιχείου, με άμεση πληρωμή, αλλά μεταχρονολογημένη παράδοση σε μια δεδομένη ημερομηνία στο μέλλον,

*Istisna'a.* Το Istisna'a είναι μια σύμβαση πώλησης συγκεκριμένων αγαθών που παράγονται για αυτόν τον σκοπό, ενώ ο κατασκευαστής αναλαμβάνει και την υποχρέωση της παράδοσης των προϊόντων μετά την ολοκλήρωση της παραγωγής τους, με τον όρο ότι ο πωλητής θα παράσχει είτε την πρώτη ύλη είτε το κόστος παραγωγής των προϊόντων. (Glossary 2005) και

*Urboun.* Στα συμβόλαια Urboun ο αγοραστής καταβάλλει αρχικά τμήμα της τιμής αγοράς με μορφή προκαταβολής. Η πληρωμή των ανεξόφλητων ποσών μπορεί να γίνει με δόσεις ενώ έχει το δικαίωμα να ακυρώσει τη συναλλαγή μέσα σε ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα, αν και σε αυτήν την περίπτωση δεν μπορεί να ζητήσει την επιστροφή της προκαταβολής

Σύμφωνα με το νόμο της Σαρία επιτρέπεται, γενικά, στους Μουσουλμάνους να επενδύουν σε μετοχές και επενδυτικά κεφάλαια, αν και πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Τα κριτήρια που πρέπει να πληρούνται περιλαμβάνουν την επιχειρηματική δραστηριότητα (π.χ. εταιρείες που δραστηριοποιούνται στους τομείς της βιομηχανίας του αλκοόλ, του καπνού, προϊόντων σχετικών με το χοιρινό κρέας, τυχερών παιχνιδιών κλπ., εξαιρούνται από τον κόσμο των Ισλαμικών επενδύσεων) και τα συνολικά εκκρεμή χρέη, τα μετρητά, τους τοκοφόρους τίτλους και τις απαιτήσεις της εταιρείας. Εάν τυχόν κάποιο τμήμα του εισοδήματος του επενδυτή, ενός κεφαλαίου ή μιας εταιρείας προέρχεται από μη επιτρεπόμενες πηγές, θα πρέπει να καθαρίζεται με το να αποδοθεί σε φιλανθρωπικούς σκοπούς.

Στο Κεφάλαιο Β θίξαμε εν συντομία το Takaful (Ασφάλειες) και τη χρηματοδότηση έργων, που δεν εμπίπτουν στο πεδίο ανάλυσης της παρούσας διατριβής.



Η τρέχουσα κατάσταση, ο ανεπάρκειες και οι πιθανές λύσεις σχετικά με τις δυνατότητες ρευστότητας, διαχείρισης του κινδύνου και τιτλοποίησης που έχουν τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (IXI) αναλύθηκαν επίσης και εξήχθη το συμπέρασμα ότι υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις στις οποίες οι Ισλαμικές Τράπεζες θα πρέπει να δώσουν απαντήσεις αν θέλουν να θεωρούνται ως πραγματικά παγκόσμιες, ανταγωνιστικές και σοβαρές εναλλακτικές λύσεις σε σχέση με τα συμβατικά ιδρύματα.

### **1.3 Κεφάλαιο Γ - Κανονιστικό - Νομικό - Λογιστικό Πλαίσιο**

Όπως είδαμε στο κεφάλαιο Γ, προϋπόθεση ώστε τα IXI να αποκτήσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και του γενικού κοινού καθώς και να πετύχουν το απαραίτητο οικονομικό μέγεθος, είναι ένα ισχυρό, σταθερό και ουσιαστικό **Κανονιστικό και Λογιστικό πλαίσιο** που είναι κατάλληλο για την ιδιοσυγκρασία της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής. Η απλή προσαρμογή των συμβατικών κανόνων, προτύπων και πρακτικών στις Ισλαμικές Τράπεζες δεν είναι επαρκής. Ακόμα κι όταν μειονομημένες χώρες έκαναν δειλές προσπάθειες για την εκπόνηση και εφαρμογή εθνικών προτύπων, η αρχική έλλειψη ενός διεθνούς κεντρικού οργανισμού ικανού να συντονίζει τις διάφορες χώρες και ιδρύματα σήμαινε ότι ήταν σχεδόν αδύνατο να εξασφαλιστεί μια ενιαία προσέγγιση.

Η ίδρυση του Ισλαμικού Συμβουλίου Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (ΙΣΧΥ) και του Οργανισμού Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΟΛΕΙΧΙ) αύξησε σημαντικά τις προσπάθειες εναρμόνισης. Το (ΙΣΧΥ), από τη μια μεριά, ανέπτυξε και δημοσίευσε δύο σημαντικά εποπτικά πρότυπα πάνω στη Διαχείριση των Κινδύνων και την Κεφαλαιακή Επάρκεια και διεξήγαγε σημαντικές έρευνες σε ποικίλα θέματα, συμπεριλαμβανομένης της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της Διαφάνειας και της Πειθαρχίας της Αγοράς. Το ΟΛΕΙΧΙ, από την άλλη, έχει εκδώσει μέχρι σήμερα 70 πρότυπα μεταξύ των οποίων 23 πρότυπα και καταστάσεις χρηματοοικονομικής λογιστικής, πέντε ελεγκτικά πρότυπα, έξι πρότυπα διακυβέρνησης, 30 Πρότυπα Σαρία και δύο κώδικες δεοντολογίας για τους λογιστές και ελεγκτές των ΙΧΙ. Έχει, επίσης, εκδώσει μία οδηγία σχετικά με το σκοπό και τον τρόπο υπολογισμού των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας για τις Ισλαμικές τράπεζες. Τα πρότυπα αυτά έχουν μέχρι σήμερα εφαρμοστεί είτε υποχρεωτικά είτε ως σημεία αναφοράς στις ακόλουθες χώρες: Μπαχρέιν, Σουδάν, Ιορδανία, Λίβανο, Κατάρ, Συρία και Ντουμπάι και έχουν συμβάλει στην αντιμετώπιση ζητημάτων όπως η παρουσίαση και δημοσιοποίηση των οικονομικών καταστάσεων, αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού, η λογιστική διαχείριση του Zakah, η κατανομή των κερδών και των

προβλέψεων και αποθεματικών, τα οποία λόγω των ιδιαιτεροτήτων της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής (π.χ. Επενδυτικοί Λογαριασμοί Καταμερισμού Κερδών, Zakah κλπ) δεν μπορούν να καλυφθούν από την υπάρχουσες δυτικές μεθοδολογίες και πρότυπα.

Τα ΟΛΕΙΧΙ και ΙΣΧΥ κατανοώντας τη σημασία και τις παγκόσμιες επιπτώσεις της Συμφωνίας Κεφαλαίου της Βασιλείας I και II, δημοσίευσαν πρότυπα για την κεφαλαιακή επάρκεια, εκμεταλλευόμενα τις υφιστάμενες γνώσεις που εξελίχθηκαν από τη συμβατική χρηματοοικονομική, για την αντιμετώπιση ειδικών θεμάτων σχετικών με τα ΙΧΙ (π.χ. Επενδυτικοί Λογαριασμοί Καταμερισμού Κερδών).

Όσον αφορά στο **Νομικό πλαίσιο**, είδαμε ότι οι τέσσερις πρωτογενείς πηγές του νόμου της Σαρία είναι το Κοράνι, η Sunnah, τα Ahadith και το ijihad. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, το τελευταίο είναι αυτό που εξασφαλίζει ότι ο νόμος της Σαρία εξακολουθεί να εξελίσσεται και παραμένει σχετικός τόσο με τις μεταβαλλόμενες συνθήκες όσο και με τους περασμένους αιώνες. Οι Μουσουλμάνοι υποστηρίζουν πως επειδή δεν είναι φυσικά δυνατόν το Κοράνι, η Sunnah και τα Ahadith να καλύψουν όλες τις πιθανές ανθρώπινες δραστηριότητες και να αναφέρονται ρητά στις πρόσφατες εξελίξεις της ανθρώπινης σκέψης και την επιστήμης, μπορεί να χρησιμοποιηθεί η ulama (εμπειρογνώμονες ειδικοί στην Ισλαμική θρησκεία), η οποία και θα αποφανθεί για οποιοδήποτε θέμα που χρήζει διερεύνησης με τη βοήθεια της αναλογίας και της κριτικής σκέψης πάνω στη μελέτη των πρωτότυπων πηγών. Η διαδικασία αυτή είναι που εξασφαλίζει τη δυνατότητα συνεχούς επανερμηνείας των ιερών πηγών, της απάντησης σε νέα ερωτήματα και της προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες κοινωνίες και περιβάλλοντα. Είναι, επίσης, η ίδια διαδικασία εκείνη που ενθαρρύνει τους ερευνητές και τους τραπεζικούς της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής να εξακολουθήσουν να αναζητούν επιχειρηματικές ευκαιρίες στον τομέα αυτό και να ανταγωνίζονται την πληθώρα των μέσων, εργαλείων και προϊόντων που διαθέτουν τα συμβατικά χρηματοπιστωτικά συστήματα και θεσμοί.

Τα συμβόλαια είναι ιδιαίτερης σημασίας για το νόμο της Σαρία και της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής και πρέπει να είναι σαφώς προσδιορισμένα και σαφή, ώστε να εξαλειφθεί το gharar που μπορεί να καταστήσει άκυρη τη συναλλαγή.

Όπως θα περίμενε κανείς, υπάρχουν πολλές Ισλαμικές νομικές σχολές σκέψης και οι οποίες διαφέρουν ως προς τις προτεραιότητες και την ερμηνεία των πηγών δικαίου έχοντας ποικίλη επιρροή στον Ισλαμικό κόσμο, ανάλογα με τα γεωγραφικά όρια. Οι κυριότερες Σουνιτικές σχολές είναι οι Hanafi, Hanbali, Maliki και Shafi', ενώ η κυριότερες Σιιτικής νομολογίας είναι οι Ithna Ashari και Ismaili.

#### **1.4 Κεφάλαιο Δ - Ισλαμικές Αγορές και Οργανισμοί**

Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών είναι, χωρίς αμφιβολία, πολύ εντυπωσιακός. Το κεφάλαιο Δ παρέχει πληροφορίες σχετικά με τα πρώτα χρόνια και τις πρόσφατες εξελίξεις. Η KPMG (2006)<sup>115</sup> εκτιμά ότι, για το 2005, υπήρχαν περίπου 270 ΙΧΙ με σύνολο κεφαλαίων που ξεπερνούσε τα 265 δισεκατομμύρια δολάρια και χρηματοοικονομικές επενδύσεις άνω των 400 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Ο Economist<sup>116</sup> υπολόγισε ότι το 2008 τα συμβατά με τη Σαρία κεφάλαια αυξήθηκαν κατά 29%, φτάνοντας τα 822 δισεκατομμύρια δολάρια παγκοσμίως.

Τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές, π.χ. Ισλαμικές Τράπεζες, Ισλαμικά Παράθυρα και Ισλαμικά Κεφάλαια, Εταιρίες Ασφαλίσεων, Υποθηκών ή Mudaraba. Ένας αριθμός συμβατικών τραπεζών έχει ήδη μετατρέψει τις δραστηριότητες του σε αποκλειστικά συμβατές με τη Σαρία. Επίσης, η πρόσφατη ανάπτυξη του κλάδου των Ισλαμικών Κεφαλαίων οδήγησε στη δημιουργία του Ισλαμικού Δείκτη Αγοράς Dow Jones, παρέχοντας έτσι στους διαχειριστές και τους επενδυτές τη δυνατότητα συγκριτικών αξιολογήσεων. Οι επιδόσεις των Ισλαμικών κεφαλαίων και των διαχειριστών τους μπορούν να αναλυθούν και να συγκριθούν με τον δείκτη της Ισλαμικής Αγοράς, ο οποίος με τη σειρά του μπορεί να συγκριθεί με τους συμβατικούς δείκτες αγοράς.

Υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός χωρών που κατοικείται κατά πλειοψηφία ή μειοψηφία από Μουσουλμανικό πληθυσμό. Ο αριθμός των Μουσουλμάνων, εκτιμάται σε περίπου 20 τοις εκατό του παγκόσμιου πληθυσμού. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένες χώρες που έχουν αναλάβει ηγετικό ρόλο στην ανάπτυξη και την εφαρμογή της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής και των ΙΧΙ. Οι οικονομίες του Ιράν, του Σουδάν και του Πακιστάν λειτουργούν σε πλήρη εναρμονισμό με το νόμο της Σαρία. Σε όρους πολυπλοκότητας και καινοτομίας η Μαλαισία, το Μπαχρέιν, το Κουβέιτ, τα ΗΑΕ, το Βασίλειο της Σαουδικής Αραβίας, η Ιορδανία και η Αίγυπτος, επίσης, πρωτοπορούν.

Οι κυβερνήσεις και τα ιδιωτικά ιδρύματα υποστηρίζονται στις προσπάθειές τους από διάφορα όργανα αυτορρύθμισης ή κλαδικές ενώσεις, πολλές από τις οποίες ιδρύθηκαν μόλις τα τελευταία επτά ή οχτώ χρόνια. Εκτός από το ΙΣΧΥ και το ΟΛΕΙΧΙ που αναφέρθηκαν ήδη, διάφοροι φορείς, όπως η Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης, η Διεθνής Ισλαμική Χρηματοπιστωτική Αγορά, το Ισλαμικό Ίδρυμα Έρευνας και Εκπαίδευσης και το Κέντρο Διαχείρισης της Ρευστότητας, για να αναφέρουμε μερικούς, προσπαθούν με τον δικό τους τρόπο και στο πλαίσιο της εξειδίκευσης τους για την επίτευξη του ίδιου στόχου: να συμβάλλουν στην αναβάθμιση, επέκταση και ανταγωνιστικότητα του Ισλαμικού

<sup>115</sup> Πρωτογενής πηγή: Διεθνές Χρηματοοικονομικό Ισλαμικό Συνέδριο, 2005

<sup>116</sup> The Economist. Islamic Finance in France: Sharia calling, 12 Νοεμβρίου 2009

Χρηματοοικονομικού Συστήματος και των οργανισμών που δρουν μέσα στα πλαίσια λειτουργίας του.

### **1.5 Κεφάλαιο Ε – Εμπειρική μελέτη**

Είναι η πρώτη φορά, στο βαθμό που γνωρίζει ο συγγραφέας, που δημιουργήθηκε ένας Ελληνικός Ισλαμικός δείκτης.

Ήταν απαραίτητο να ακολουθήσουμε τα εξής βήματα:

Βήμα 1: Δημιουργία μιας μηνιαίας λίστας με όλες τις μετοχές που συγκαταλέγονται στο Γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)

Βήμα 2: Συλλογή σημαντικών χρηματοοικονομικών δεδομένων για κάθε μετοχή

Βήμα 3: Προσδιορισμός του επιτρεπτού επενδυτικού κόσμου

Βήμα 4: Προσδιορισμός των μετοχών που δικαιούνται να συμπεριληφθούν στο δείκτη

Βήμα 5: Υπολογισμός του Επιπέδου του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη

Δείξαμε ότι υπάρχει ένα επαρκές υποσύνολο μετοχών μέσα στο μετοχικό κόσμο του Χ.Α.Α. ώστε να δημιουργηθεί ένας Ισλαμικός δείκτης. Αυτός ο δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν βάση για τη δημιουργία διάφορων προϊόντων όπως τα ETF<sup>117</sup> και τα Επενδυτικά κεφάλαια, τα οποία με τη σειρά τους μπορούν να προσελκύσουν εγχώριες και ξένες επενδύσεις από κυβερνήσεις, οργανισμούς και ιδιώτες.

Τα ευρήματά μας έδειξαν ότι ο Ισλαμικός δείκτης ξεπερνά σε απόδοση το σημείο αναφοράς του Χ.Α.Α. τόσο στην περίοδο πτωτικής πορείας όσο και στην περίοδο ανοδικής πορείας της αγοράς και ήταν λιγότερο ευμετάβλητος και στις δυο αυτές περιόδους.

Ο Ελληνικός Ισλαμικός δείκτης αποδείχτηκε ότι δε δημιουργεί αιτιότητα Granger στο δείκτη Χ.Α.Α. και ότι ο δείκτης του Χ.Α.Α. δε δημιουργεί αιτιότητα Granger στον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη και για τις δυο περιόδους. Αν και οι μεταβλητές Χ.Α.Α. και Ε.Ι.Δ. δε

---

<sup>117</sup> Ένα χρεόγραφο που ακολουθεί τα ίχνη ενός δείκτη, ένα βασικό αγαθό ή κατηγορίες αγαθών όπως είναι τα χρηματοπιστωτικά κεφάλαια που βασίζονται σε δείκτη, αλλά συναλλάσσεται σαν μετοχή σε ένα χρηματιστήριο. Τα ETF υπόκεινται αλλαγές τιμών κατά τη διάρκεια της ημέρας καθώς αγοράζονται και πωλούνται.

<http://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp#ixzz1q8c1TtzI>

συνολοκληρώνονται στην ανοδική περίοδο βρήκαμε στοιχεία συνολοκλήρωσης σε επίπεδο 0,05 κατά την πτωτική περίοδο.

Αυτό φαίνεται να υποδηλώνει ότι ο Ε.Ι.Δ. κατευθύνει το Χ.Α.Α. Οι επενδυτές στις αποδεκτές εταιρείες του Χ.Α.Α., κατά την περίοδο πτωτικής πορείας της αγοράς και ειδικά κατά τη διάρκεια περιόδων κρίσης, άρχισαν να μεταβαίνουν προς ασφαλέστερες κατηγορίες κεφαλαίου ή εταιρείες, ένα είδος «φυγής προς την ποιότητα». Οι επενδυτές του Ε.Ι.Δ. επίσης θα επηρεαστούν, λιγότερο όμως καθώς έχουν ήδη επενδύσει σε λιγότερο κερδοσκοπικές και μοχλευμένες εταιρείες. Με άλλα λόγια οι επενδυτές του Χ.Α.Α. θα ακολουθήσουν εν μέρει την πορεία που είχαν προηγουμένως ακολουθήσει οι επενδυτές του Ε.Ι.Δ..

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 2. Περιορισμοί

Τα δεδομένα για τη δημιουργία του Ελληνικού Ισλαμικού δείκτη τα προμηθευτήκαμε κυρίως από το Bloomberg, την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και σε ορισμένες περιπτώσεις απευθείας από τις Ετήσιες αναφορές και τις ιστοσελίδες των εταιρειών που αξιολογήθηκαν. Οι Ελληνικές εταιρείες δεν είναι προσαρμοσμένες στην παροχή πληροφοριών σχετικών με επενδύσεις συμβατές με το Ισλάμ. Αν και τα περισσότερα δεδομένα, όπως οι λόγοι χρέους προς περιουσιακά στοιχεία και ταμειακά διαθέσιμα προς περιουσιακά στοιχεία, μπορούν να υπολογιστούν από τις διαθέσιμες πληροφορίες, ο προσδιορισμός των δευτερευόντων δραστηριοτήτων των εταιρειών που θα μπορούσε να οδηγήσει ένα τμήμα του εισοδήματος να μην είναι συμβατό με τη Σαρία, δεν ήταν πάντα δυνατός, με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα.

Καθώς οι ελεγμένες δημοσιευμένες ετήσιες αναφορές είναι γενικώς διαθέσιμες πριν το τέλος του πρώτου τριμήνου που ακολουθεί το υπό επιθεώρηση έτος, αποφασίστηκε κατά σύμβαση να ενημερώνουμε τον Ελληνικό Ισλαμικό δείκτη κάθε Απρίλιο. Αυτό σημαίνει ότι αν μετά τη δημοσίευση της ετήσιας αναφοράς, μεταβληθεί το δικαίωμα μιας εταιρείας να περιλαμβάνεται ή μη στο δείκτη (από την οπτική της Σαρία), ίσως δεν μπορούσαμε να το αντιληφθούμε μέχρι τη δημοσίευση της επόμενης ελεγμένης αναφοράς. Η δημοσίευση και αξιολόγηση, για παράδειγμα, τριμηνιαίων ελεγμένων αναφορών θα επέτρεπε τον ταχύτερο προσδιορισμό αλλαγών στο δικαίωμα συμμετοχής στο δείκτη και επομένως τη συμπερίληψη εταιρειών στον Ισλαμικό δείκτη ή τον αποκλεισμό τους από αυτόν.

Τα αποτελέσματα ισχύουν για την επιλεγμένη προς ανάλυση περίοδο (31.12.2005 με 31.12.2010) και ίσως να ήταν διαφορετικά αν είχε επιλεγθεί μεγαλύτερη ή μικρότερη χρονική περίοδος. Αν και η ανάλυση κάλυπτε τόσο την ανοδική όσο και την πτωτική πορεία της αγοράς, τα αποτελέσματα ίσως έχουν επηρεαστεί από τα ιδιάζοντα οικονομικά γεγονότα που έλαβαν χώρα σε παγκόσμιο επίπεδο αλλά και στην Ελλάδα. Δεν είμαστε σε θέση να σχολιάσουμε κατά πόσο ο Ισλαμικός δείκτης θα είχε «καλύτερη» ή «χειρότερη» απόδοση σε σύγκριση με το σημείο αναφοράς του αν δεν είχαν συμβεί αυτά τα γεγονότα.

### 3. Περαιτέρω Έρευνα και Προτάσεις

Η Ισλαμική Χρηματοοικονομική είναι σε κρίσιμο σταυροδρόμι. Ο αριθμός των ΙΧΙ, καθώς και η κεφαλαιοποίηση και τα διαχειριζόμενα κεφάλαια, έχουν αυξηθεί σημαντικά κατά την τελευταία δεκαετία. Ένας κορμός συμβατών με τη Σαρία χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι ήδη σε λειτουργία. Έχει επιπλέον δημιουργηθεί το βασικό ρυθμιστικό, νομικό και λογιστικό πλαίσιο. Έχει κερδηθεί η προσοχή του κοινού για το θέμα αυτό και οι παγκόσμιες γεωπολιτικές συνθήκες φαίνεται να είναι οι ιδανικές. Από την άλλη πλευρά, θα είναι όλο και πιο δύσκολο για το πεδίο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής να θεωρείται ως καινοφανές σύστημα χρηματοοικονομικών μεθόδων ή ως επιστήμη. Η καλή θέληση του εξωτερικού κόσμου, που μέχρι τώρα ίσως πολύ πρόθυμα έδινε περίοδο χάριτος σε αυτήν την επινοητική «κίνηση», θα συρρικνώνεται σταδιακά και οι προσδοκίες θα αυξάνονται. Οι μέτοχοι των πολυεθνικών τραπεζών που έχουν επενδύσει σημαντικά ποσά για τη δημιουργία Ισλαμικών θυγατρικών ή παραθύρων θα εξετάζουν επισταμένα τις αποδόσεις των επενδύσεών τους και οι αναλυτές θα έχουν αρκετά οικονομικά δεδομένα για να αποφανθούν σχετικά με την ανταγωνιστικότητα συγκεκριμένων ΙΧΙ αλλά και του Ισλαμικού Χρηματοοικονομικού συστήματος στο σύνολό του.

Από ακαδημαϊκή σκοπιά ο χώρος της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής παρέχει ένα ευρύ φάσμα ερευνητικών θεμάτων. Μία πρόκληση είναι η επιτυχής αντιμετώπιση των περιορισμών του σημερινού Ισλαμικού Οικονομικού Συστήματος όπως αυτοί περιγράφηκαν παραπάνω. Οι επιπτώσεις από τη μετατροπή των λειτουργιών των συμβατικών τραπεζών σε πλήρως συμβατές με τη Σαρία είναι, επίσης, ένα ενδιαφέρον θέμα, αν και πιθανότατα να μην υπάρχουν επαρκή διαθέσιμα στοιχεία για τη διεξαγωγή μιας εμπεριστατωμένης ανάλυσης. Αλλά πάνω απ' όλα αυτό που φαίνεται να λείπει αυτή τη στιγμή είναι τα εμπειρικά στοιχεία που θα βοηθήσουν να διαπιστώσουμε το κατά πόσο, τελικά, λειτουργεί (ή δε λειτουργεί) στην πράξη η Ισλαμική Χρηματοοικονομική. Η σύγκριση των διαφόρων χρηματοοικονομικών δεικτών και δεικτών απόδοσης ανάμεσα στις Ισλαμικές και τις συμβατικές τράπεζες με τη χρήση των κατάλληλων στατιστικών και οικονομετρικών εργαλείων και μεθοδολογιών θα μπορούσε να ρίξει κάποιο φως σε αυτήν την ερώτηση.

Κάποιοι από τους τομείς που χρήζουν περαιτέρω έρευνας από ακαδημαϊκής και επιχειρηματικής άποψης αναφέρονται παρακάτω:

## **Καινοτομία Προϊόντων**

Ο σχεδιασμός, η έγκριση και η εφαρμογή χρηματοοικονομικών προϊόντων, που αφενός θα τηρούν το νόμο της Σαρία και αφετέρου θα μπορούν να παρέχουν μια ανταγωνιστική εναλλακτική λύση στα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι ουσιαστικής σημασίας. Είναι αναγκαία η δημιουργία προϊόντων για την αντιστάθμιση της υψηλής μεταβλητότητας στις αγορές συναλλάγματος και εμπορευμάτων τόσο για τα ίδια τα ΙΧΙ όσο και για τους θεσμικούς και εύπορους επενδυτές. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να ληφθεί μέριμνα σχετικά με την προώθηση και τη διανομή και να γίνει γνωστό ότι τα νέα προϊόντα δεν είναι απλώς επανασκευασμένα συμβατικά προϊόντα που έχουν εγκριθεί ως αποτέλεσμα της συμβατότητας με τη Σαρία, αλλά μάλλον ως ευπρόσδεκτες και ωφέλιμες προσθήκες στο σύμπαν των Ισλαμικών προϊόντων και τα οποία έχουν σχεδιαστεί από την αρχή ως το τέλος σύμφωνα με το νόμο της Σαρία. Και αυτό μας φέρνει σε ένα από τα πιο σημαντικά ερωτήματα που πρέπει να απαντηθούν από τους μελετητές και τους επενδυτές. Αποτελεί άραγε αποδεκτό συμβιβασμό το γεγονός ότι η πλειοψηφία των πολυεθνικών τραπεζών που προσφέρει συμβατά με τη Σαρία προϊόντα προβαίνουν / θα προβούν σε αντιστάθμιση των προκαλούμενων από τις συναλλαγές τους κινδύνων (κινδύνων για τις ίδιες) με ένα συμβατικό (δηλαδή μη συμβατό με τη Σαρία) τρόπο; Πόσο ελικρινείς είναι, ως οφείλουν, προς το επενδυτικό τους κοινό πάνω σ' αυτό το θέμα οι τράπεζες (δηλαδή σε σχέση με τη συναλλαγή από την πλευρά της τράπεζας), δεδομένου ότι πολλές από τις μεθοδολογίες πίσω από τα πρόσφατα σύνθετα προϊόντα θεωρούνται αποκλειστικές πληροφορίες και δεν δημοσιοποιούνται; Σε κάθε περίπτωση, δεδομένου ότι η πλειοψηφία των Μουσουλμάνων μπορεί να προσφύγει σε συμβατικούς τρόπους χρηματοδότησης και επενδύσεων ενώ επίσης χρησιμοποιούσαν και είναι ήδη εξοικειωμένοι με τους τρόπους αυτούς εδώ και δεκαετίες (πριν τη δημιουργία της εναλλακτικής λύσης της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής), θα πρέπει να καταστεί σαφές ότι η Ισλαμική Χρηματοοικονομική και τα ΙΧΙ θα πρέπει να είναι σε θέση να προσφέρουν ανταγωνιστικά προϊόντα, ώστε να επιτύχουν συνεχή ανάπτυξη και να παραμείνουν επιτυχημένα.

## **Ανθρώπινο Κεφάλαιο**

Η απότομη ανάπτυξη του Ισλαμικού Χρηματοπιστωτικού τομέα είχε ως αποτέλεσμα τη σοβαρή έλλειψη προσωπικού ειδικευμένου στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική. Επιπλέον, ο συνεχώς αυξανόμενος αριθμός των ΙΧΙ και των προϊόντων είχε ως αποτέλεσμα η ζήτηση για εξέχοντες επιστήμονες εξειδικευμένους στη Σαρία να αυξηθεί κατακόρυφα. Τα ΙΧΙ (ιδιαίτερα αυτά των πολυεθνικών) αναζητούν απεγνωσμένα παγκοσμίου φήμης επιστήμονες που εκτός



από το να είναι ειδήμονες στο νόμο της Σαρία θα πρέπει να κατανοούν την πολυπλοκότητα του χρηματοοικονομικού κόσμου, και κατά προτίμηση να είναι πολύγλωσσοι, προκειμένου να διαβεβαιώνουν τους επενδυτές σχετικά με την εγκυρότητα των προϊόντων τους και των δραστηριοτήτων τους. Κατά συνέπεια δεν είναι ασυνήθιστο το φαινόμενο να υπάρχουν κοινά Συμβούλια Σαρία μεταξύ των ΙΧΙ ή πολλοί νομομαθείς της Σαρία να είναι μέλη σε περισσότερα από ένα συμβούλια Σαρία των διαφόρων ιδρυμάτων. Η κατάρτιση από τις κυβερνήσεις, τα πανεπιστήμια και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ικανού προσωπικού και επιστημόνων, που όχι μόνο να είναι σε θέση να καλύψουν το υπάρχον κενό αλλά επιπλέον να δώσουν νέα πνοή στον τομέα και να προχωρήσουν ένα βήμα παραπέρα μέσω καινοτόμων ιδεών και πρακτικών λύσεων, είναι πρωταρχικής σημασίας.

### **Διαχείριση Κινδύνου**

Μία από τις σημαντικότερες προκλήσεις για τα ΙΧΙ είναι να ξεπεράσουν τη σημερινή έλλειψη λύσεων διαχείρισης του κινδύνου. Κάτι τέτοιο είναι απαραίτητο, προκειμένου να σταθεροποιηθεί το Ισλαμικό τραπεζικό περιβάλλον και να εξασφαλιστεί η μέγιστη προστασία των μετόχων, των επενδυτών και των πιστωτών, σύμφωνα με το βαθμό της αποστροφής κινδύνου τους. Ωστόσο, απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να αναπτυχθούν τα κατάλληλα εργαλεία διαχείρισης και ελέγχου του κινδύνου είναι να κατανοηθούν οι ιδιαιτερότητες του κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι Ισλαμικές τράπεζες. Λόγω της διαφορετικής φύσης του υφιστάμενου περιβάλλοντος και των λειτουργιών, οι κίνδυνοι (πιστωτικός κίνδυνος της αγοράς ή της ρευστότητας, για να αναφέρουμε μερικά παραδείγματα) που αντιμετωπίζουν οι Ισλαμικές τράπεζες διαφέρουν από αυτούς των συμβατικών τραπεζών και κατά συνέπεια, απαιτείται εξατομικευμένη αντιμετώπιση. Η έλλειψη συναίνεσης μεταξύ των μελετητών σχετικά με την αποδοχή των παραγώγων στερεί από την Ισλαμική Χρηματοοικονομική το πιο κοινό και αποτελεσματικό μέσο αντιστάθμισης κινδύνου που χρησιμοποιείται στη συμβατική χρηματοοικονομική.

Οι πρόσφατες καινοτομίες στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, κυρίως από τις Δυτικές τράπεζες, καθώς και η δημοσίευση των κατευθυντήριων γραμμών για τη Διαχείριση του Κινδύνου από το Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών είναι κάποια βήματα προς τη σωστή κατεύθυνση αν και αναμφίβολα, πρέπει να γίνουν πολύ περισσότερα.

## **Ρευστότητα**

Προς το παρόν υπάρχουν περιορισμένες λύσεις / εργαλεία διαχείρισης της ρευστότητας στη διάθεση των Ισλαμικών τραπεζών και επενδυτών. Η προσοχή έως τώρα έχει δοθεί περισσότερο στη διαχείριση των πλεοναζόντων μετρητών και λιγότερο στη δυνατότητα γρήγορης και άμεσης συγκέντρωσης μετρητών, κυρίως μέσω των συμβολαίων Murabaha και Sukuk. Το πρόβλημα οξύνεται από την έλλειψη ανεπτυγμένης Ισλαμικής διατραπεζικής και δευτερογενών αγορών που έχει ως αποτέλεσμα οι Ισλαμικές τράπεζες να πλήττονται από αυξημένα κόστη ευκαιρίας λόγω ανεκμετάλλετων μετρητών ή από απωλεσθείσες επενδυτικές ευκαιρίες λόγω μη διαθέσιμων μετρητών. Η έλλειψη επαρκών αγορών δεν επιτρέπει την κατάλληλη διαχείριση του χαρτοφυλακίου και τη διαφοροποίηση. Από θετικής πλευράς, η πρόσφατη ίδρυση του Κέντρου Διαχείρισης Ρευστότητας αναμένεται να συμβάλλει στη μείωση του μεγέθους του προβλήματος. Επιπλέον, νέα προϊόντα βελτίωσης της ρευστότητας δημιουργούνται ως αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής μηχανικής.

## **Τιτλοποίηση**

Η τιτλοποίηση ή αλλιώς η διαδικασία της μετατροπής χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να ενισχυθεί η εμπορευσιμότητα, η διαπραγματευσιμότητα και η ρευστότητά τους χρησιμοποιείται ευρέως στη συμβατική χρηματοοικονομική. Ωστόσο, προϋπόθεση για την αποτελεσματική τιτλοποίηση είναι η ύπαρξη των κατάλληλων κριτηρίων αξιολόγησης των λογιστικών δεδομένων και της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης, καθώς και οι εύκολα προσβάσιμες πληροφορίες σχετικά με τα τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία. Καθώς σήμερα αυτές οι προϋποθέσεις δεν μπορούν να ικανοποιηθούν από τις περισσότερες Ισλαμικές χώρες, η πρόοδος στον τομέα αυτό υπήρξε αργή. Η ανάπτυξη του τομέα τιτλοποιήσεων των χρηματοοικονομικών στοιχείων θα συμβάλλει σημαντικά προς την κατεύθυνση της επέκτασης της πελατειακής βάσης των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών συστημάτων, αφού θα προσελκυστούν θεσμικοί επενδυτές στην αγορά. Η τιτλοποίηση μπορεί περαιτέρω να χρησιμοποιηθεί από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την απελευθέρωση κεφαλαίων που διαφορετικά θα ήταν δεσμευμένα στη χρηματοδότηση έργων και το εμπόριο και κατά συνέπεια να συμβάλλει στην αύξηση της ρευστότητας.

## **Κανονιστικό Πλαίσιο**

Παρά τις πρόσφατες εξελίξεις, όπως είναι η ίδρυση του ΙΣΧΥ, η δημοσίευση διαφόρων προτύπων από το ΙΣΧΥ ή / και το ΟΛΕΙΧΙ σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση, την

Κεφαλαιακή Επάρκεια και της Διαχείριση του Κινδύνου, απαιτούνται περισσότερες προσπάθειες για τη δημιουργία περαιτέρω ευαισθητοποίησης πάνω στις ρυθμιστικές προκλήσεις και την αύξηση της αποδοχής των προτύπων αυτών από περισσότερες χώρες και ιδρύματα. Τα ίδια τα πρότυπα θα πρέπει να βελτιώνονται και να εκσυγχρονίζονται διαρκώς ώστε να αντικατοπτρίζουν το μεταβαλλόμενο περιβάλλον και την εξελισσόμενη διεύθυνση της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής στο Μουσουλμανικό και Δυτικό κόσμο. Οι Δυτικοί νομοθέτες, με τη σειρά τους, θα πρέπει να αρχίσουν να εξετάζουν τον αντίκτυπο της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής στις αγορές τους και το πώς θα την προσαρμόσουν και ενσωματώσουν στις τοπικές νομοθεσίες.

Τα Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα θα πρέπει να συστήσουν ανεξάρτητα Εποπτικά Συμβούλια Σαρία τα οποία θα αποφαινούνται για το βαθμό στον οποίο τα ιδρύματα παρέμειναν πιστά στους κανόνες της Σαρία. Το επίπεδο προστασίας που παρέχεται στους κατόχους των Επενδυτικών Λογαριασμών Καταμερισμού Κερδών εξακολουθεί να μην είναι ικανοποιητικό, ενώ θα πρέπει να αυξηθεί η διαφάνεια των ΙΧΙ έναντι των ενδιαφερομένων μέσω της βελτίωσης της ποιότητας και της ποσότητας των δημοσιευόμενων πληροφοριών. Οι επιπτώσεις των αξιολογήσεων των συμβατικών οργανισμών αξιολόγησης επί των προϊόντων, των επιχειρήσεων ή ακόμη και ολόκληρων χωρών είναι καλά μελετημένες. Οι διεθνείς οργανισμοί αξιολόγησης έχουν επικεντρωθεί μόλις προσφάτως στην Ισλαμική Χρηματοοικονομική, αν και η προσέγγισή τους ως προς την αξιολόγηση των ΙΧΙ χρήζει βελτίωσης, κυρίως λόγω του ότι η αξιολόγηση του βαθμού συμβατότητας των δραστηριοτήτων των ΙΧΙ με τους νόμους της Σαρία είναι εκτός των κριτηρίων που εφαρμόζουν.

Η πρόσφατη ίδρυση του Διεθνούς Ισλαμικού Οργανισμού Αξιολόγησης είναι ένα καλοδεχούμενο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση.

### **Νομικό Πλαίσιο**

Τα πρότυπα της Σαρία που αναπτύσσονται και εφαρμόζονται κατά τα τελευταία χρόνια έχουν συμβάλει στον καθορισμό ενός στοιχειώδους νομικού πλαισίου για τα ΙΧΙ. Ωστόσο, πρέπει να γίνουν ακόμα πολλά ώστε να γεφυρωθούν οι διαφορές μεταξύ των απόψεων και των πρακτικών των Ισλαμικών χωρών και για να σχεδιαστεί ένα ενιαίο νομικό πλαίσιο που θα υποστηρίζει τις εργασίες της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής.

## **Λογιστικό πλαίσιο**

Η ύπαρξη ισχυρών λογιστικών διαδικασιών και προτύπων που θα εξασφαλίζουν ότι υπάρχει η σωστή διαχείριση των ιδιαιτεροτήτων των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών εργαλείων αποτελεί προϋπόθεση για τη διάδοση και τη βιωσιμότητα του Ισλαμικού Χρηματοοικονομικού Συστήματος και των IXI. Οι κυβερνήσεις, οι επιστήμονες και οι τραπεζίτες έχουν ήδη αναγνωρίσει ότι η απλή εφαρμογή των δυτικών προτύπων και μεθοδολογιών δεν είναι μόνο ανεπαρκής, αλλά και εσφαλμένη. Σημαντική πρόοδος έχει επιτευχθεί από τις προσπάθειες του ΟΛΕΙΧΙ, αλλά ακόμα παραμένει περιορισμένη η δυνατότητα εκτέλεσης και η γεωγραφική εφαρμοσιμότητα των προτύπων ακόμα και εντός των Ισλαμικών χωρών, ενώ υπάρχουν και κριτικές για ανεπαρκή προώθηση της κοινωνικής υπευθυνότητας των IXI.

## **Κεφαλαιοποίηση**

Υπάρχει συναίνεση μεταξύ των ειδικών της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής για την ανάγκη ενοποίησης του κλάδου, προκειμένου να επιτευχθεί μια κρίσιμη μάζα που θα επιτρέψει στις Ισλαμικές Τράπεζες να προστατευθούν από τον ανταγωνισμό των πολυεθνικών συμβατικών τραπεζών, να μειώσουν το κόστος και να αυξήσουν τις οικονομίες κλίμακας. Το αυξημένο τραπεζικό κεφάλαιο που θα προκύψει από αυτήν την διαδικασία θα τους επιτρέψει να προβούν σε πιο σημαντικές οικονομικές πράξεις. Πρέπει να αναπτυχθούν στρατηγικές προς αυτήν την κατεύθυνση από τα IXI, ενώ οι κυβερνήσεις και οι σχετικές ενώσεις πρέπει να δημιουργήσουν τις αναγκαίες πλατφόρμες και το αναγκαίο περιβάλλον για την προώθηση των εθνικών και διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.

## **Κοινωνική Αναφορά**

Αν και οι περισσότεροι μελετητές και οι άνθρωποι των επιχειρήσεων θα συμφωνήσουν ότι το ΟΛΕΙΧΙ έχει συμβάλλει σημαντικά προς την κατεύθυνση της τυποποίησης των λογιστικών απαιτήσεων για τα IXI, με όλες τις θετικές συνέπειες που αυτό συνεπάγεται, δεν είναι όλα ρόδινα.

Ένα από τα κύρια πεδία κριτικής είναι αυτό που θα μπορούσε να ονομαστεί κοινωνική αναφορά<sup>118</sup>.

---

<sup>118</sup> Η κριτική δεν περιορίζεται μόνο στην κοινωνική ευθύνη αλλά επεκτείνεται και στις κοινωνικές αντιλήψεις της Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής, όπως για παράδειγμα στην ανεπαρκή συμμετοχή των IXI στις τοπικές Μουσουλμανικές κοινότητες. Προσφάτως αναδύθηκε ένα ανεξάρτητο πεδίο που είναι αφιερωμένο στο συγκεκριμένο θέμα, αυτό της Μικροχρηματοοικονομικής, το οποίο εστιάζει στον

Ο Gray et al (1987) ορίζει την κοινωνική αναφορά, ως «Τη διαδικασία της παροχής πληροφοριών για την εκπλήρωση της κοινωνικής ευθύνης. Συνήθως, η διαδικασία αυτή αναλαμβάνεται... από την κοινωνικά υπεύθυνη εταιρεία η οποία μπορεί να περιλαμβάνει πληροφορίες στην ετήσια έκθεση της, ειδικές εκδόσεις ή εκθέσεις ή ακόμη και κοινωνικά προσανατολισμένη διαφήμιση.»

Όπως έχουμε δει, η κοινωνική ευθύνη έχει ιδιαίτερη σημασία για το Ισλάμ. Οι άνθρωποι, σύμφωνα με το Ισλάμ οφείλουν τον πλούτο τους στον Αλλάχ. Όλοι οι Μουσουλμάνοι θα πρέπει να κάνουν καλές πράξεις και να συμβάλλουν στην ανάπτυξη της κοινωνικής ευημερίας. Ο στόχος τους και συνεπώς και των επιχειρήσεων, δε θα πρέπει να είναι μόνο η μεγιστοποίηση των κερδών. Για τους λόγους αυτούς πολλοί συγγραφείς έχουν ζητήσει τον εμπλουτισμό της χρηματοοικονομικής λογιστικής και των εκθέσεων με πληροφορίες καλά προσδιορισμένων πτυχών κοινωνικής αναφοράς. Για παράδειγμα ο Maali et al (2003) υποστηρίζει (την εθελοντική έστω) αναφορά των παρακάτω (μεταξύ άλλων) όσον αφορά στις οικονομικές καταστάσεις των ΙΧΙ:

- Γνωμοδότηση του εποπτικού συμβουλίου της Σαρία για το εάν το ΙΧΙ ενεργεί σύμφωνα με τη Σαρία.
- Κατά πόσον έλαβαν χώρα άνομες συναλλαγές, η φύση και τα οικονομικά μεγέθη τους, οι λόγοι για τους οποίους έγιναν και οι δράσεις που αναλήφθηκαν από τα ΙΧΙ προκειμένου να καθαρισθούν τα έσοδα που προέρχονται από τις συναλλαγές αυτές.
- Οι πηγές, οι χρήσεις και το υπόλοιπο του αδιανέμητου Zakah. Προτείνουν, σε αντίθεση με το ΟΛΕΙΧΙ, να καταχωρείται ξεχωριστά το Zakah από τις φιλανθρωπικές δωρεές αφού το πρώτο είναι υποχρέωση ενώ το δεύτερο εθελοντική δράση. Οι επενδυτές θα πρέπει να γνωρίζουν αν η τράπεζα συμβάλλει στην κοινωνική ευημερία και επομένως, αν πληροί τις προσδοκίες τους ως Ισλαμική επιχείρηση.
- Οι πολιτικές του ΙΧΙ σχετικά με την κατάρτιση και εκπαίδευση των εργαζομένων και την παροχή ίσων ευκαιριών.

---

τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (όπως δάνεια, αποταμιεύσεις, ασφάλειες κ.λπ.) στους πολύ φτωχούς ανθρώπους. Η Ισλαμική Μικροχρηματοοικονομική δεν είναι πλήρως συμβατή με την αντίληψη που υπάρχει για την Ισλαμική κοινωνική ευθύνη αφού η πρώτη υποστηρίζει τη χρηματοοικονομική και επιχειρησιακή σταθερότητα μέσω ενός αποτελεσματικού επιχειρησιακού μοντέλου καθώς και την έγκαιρη, πλήρη αποπληρωμή των δανείων.

- Πληροφορίες σχετικά με τυχόν δωρεές ή δραστηριότητες που έχουν αναληφθεί για την προστασία του περιβάλλοντος.
- Οποιοσδήποτε άλλες δράσεις που έχουν αναληφθεί από την τράπεζα, προκειμένου να ενισχυθεί η οικονομική ανάπτυξη και να επιλυθούν κοινωνικά προβλήματα στις κοινότητες στις οποίες δραστηριοποιείται.

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων 29 Ισλαμικών τραπεζών στην οποία προέβησαν έδειξε ότι, σε γενικές γραμμές, οι Ισλαμικές τράπεζες ήταν κατώτερες των προσδοκιών όσον αφορά στην κοινωνική αναφορά. Οι τράπεζες που εφάρμοζαν τα πρότυπα του ΟΛΕΙΧΙ όπως και οι τράπεζες που υποχρεώνονταν να καταβάλουν το Zakah, πορεύονταν, γενικά, σχετικά καλύτερα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Ευρετήριο Όρων<sup>119</sup>

### **Ahadith** (ενικός Hadith)

Τα αποφθέγματα / οι αφηγήσεις για τη ζωή του προφήτη.

### **Al Ajr**

Προμήθεια, αμοιβή ή μισθός που εισπράττεται για υπηρεσίες.

### **Amana/Amanah**

Αξιοπιστία ή φερεγγυότητα. Σημαντική αξία της Ισλαμικής κοινωνίας στις αμοιβαίες συναλλαγές. Αναφέρεται επίσης σε καταθέσεις εμπιστοσύνης. Ένα πρόσωπο μπορεί να κρατά σε παρακαταθήκη ιδιοκτησία για λογαριασμό κάποιου άλλου, ορισμένες φορές με την ύπαρξη συμβολαίου.

### **Al Wadia**

Μεταπώληση αγαθών με έκπτωση στο αρχικό κόστος.

### **Al Wakala**

Απόλυτη εξουσιοδότηση.

### **Al Rahn Al**

Συμφωνία όπου ένα πολύτιμο περιουσιακό στοιχείο τοποθετείται σαν ενέχυρο για ένα χρέος. Το ενέχυρο είναι διαθέσιμο σε περίπτωση χρεοκοπίας. Ενέχυρο-δανεισμός.

### **Al Wadiah**

Ασφαλής φύλαξη.

### **Awkaf/Awqaf**

Θρησκευτικό ίδρυμα για τη βοήθεια των φτωχών και των άπορων.

---

<sup>119</sup> Shari'ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (Σεπτέμβριος του 2010), [www.ishares.com](http://www.ishares.com)

### **Bai Muajjal (Συμβόλαιο αναβολής πληρωμών)**

Ένα συμβόλαιο που αφορά την πώληση αγαθών σε βάση αναβαλλόμενης πληρωμής. Η τράπεζα ή ο προμηθευτής του κεφαλαίου αγοράζει τα αγαθά (περιουσιακά στοιχεία) για λογαριασμό του ιδιοκτήτη της εταιρείας. Στη συνέχεια η τράπεζα πωλεί τα αγαθά στον πελάτη σε μια συμφωνημένη τιμή, η οποία θα περιέχει μια προσαύξηση αφού η τράπεζα πρέπει να έχει κάποιο κέρδος. Ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης μπορεί να πληρώσει το συνολικό οφειλόμενο υπόλοιπο σε μια μελλοντική ημερομηνία ή να πληρώσει με δόσεις στη διάρκεια μιας προσυμφωνημένης περιόδου. Μοιάζει με το συμβόλαιο Murabaha αφού πρόκειται επίσης για πώληση επί πιστώσει.

### **Χρηματοδότηση χρέους Bai al Dayn**

Η προμήθεια οικονομικών πόρων που απαιτείται για παραγωγή, εμπόριο και υπηρεσίες μέσω αγοράς/απόκτησης εμπορικών εγγράφων. Η Bai al-Dayn είναι μια βραχυπρόθεσμη χρηματοδοτική ενίσχυση με προθεσμία όχι μεγαλύτερη του ενός έτους. Μόνο έγγραφα που αποδεικνύουν χρέη που προκύπτουν από εμπορικές συναλλαγές καλής πίστης μπορούν να γίνουν αντικείμενο συναλλαγής.

### **Bai al Salam**

Αυτός ο όρος αναφέρεται σε προκαταβολική πληρωμή για αγαθά που θα παραδοθούν αργότερα. Κανονικά, δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί αν τα αγαθά δεν υπάρχουν την ώρα της συμφωνίας. Όμως, αυτός ο τύπος πώλησης δημιουργεί μια εξαίρεση στο γενικό κανόνα υπό τον όρο πως τα αγαθά προσδιορίζονται και η ημερομηνία παράδοσης είναι σταθερή. Μια από τις προϋποθέσεις αυτού του τύπου συμβολαίου είναι η προκαταβολική πληρωμή. Οι δυο πλευρές δε διατηρούν τη δυνατότητα να το ανακαλέσουν αλλά επιτρέπεται να το ακυρώσουν λόγω ελαττωματικού προϊόντος. Συνήθως εφαρμόζεται στο γεωργικό τομέα όπου η τράπεζα προκαταβάλλει χρήματα για να λάβει μερίδιο της σοδειάς, την οποία η τράπεζα πωλεί στην αγορά.

### **Bai Bithaman Ajil**

Αυτό το συμβόλαιο αναφέρεται στην πώληση αγαθών στη βάση αναβαλλόμενης πληρωμής. Ο εξοπλισμός ή τα αγαθά που απαιτούνται από τον πελάτη αγοράζονται από την τράπεζα, η οποία ακολούθως πωλεί τα αγαθά στον πελάτη σε μια συμφωνημένη τιμή που περιλαμβάνει την προσαύξηση της τράπεζας (κέρδος). Ο πελάτης μπορεί να επιτραπεί να ρυθμίσει την πληρωμή με δόσεις μέσα σε μια προσυμφωνημένη περίοδο, ή σε εφάπαξ καταβολή. Όμοιο με το συμβόλαιο Murabaha, αλλά σε βάση αναβαλλόμενης πληρωμής.



## **Baitul Mal**

Θησαυροφυλάκιο.

## **Fatwah**

Θρησκευτική απόφαση.

## **Fiqh**

Ισλαμική νομομάθεια. Η επιστήμη της Σαρία. Είναι μια σημαντική πηγή των οικονομικών του Ισλάμ.

## **Gharar**

Κυριολεκτικά: Αβεβαιότητα, κίνδυνος, τύχη ή ρίσκο. Από τεχνική άποψη, η πώληση ενός αντικειμένου που δεν είναι παρόν εκείνη τη στιγμή, η πώληση ενός αντικειμένου του οποίου η συνέπεια ή το αποτέλεσμα είναι άγνωστα, ή πώληση που ενέχει ρίσκο ή κίνδυνο όπου δεν ξέρει κανείς αν θα ολοκληρωθεί ή όχι, όπως το ψάρεμα, το νερό ή ένα πουλί στον αέρα. Η εξαπάτηση λόγω άγνοιας ενός εκ των δυο μερών ενός συμβολαίου. Υπάρχουν διάφοροι τύποι gharar και όλοι θεωρούνται haram. Ακολουθούν ορισμένα παραδείγματα:

- Πώληση αγαθών που ο πωλητής δεν μπορεί να παραδώσει
- Πώληση γνωστών ή άγνωστων αγαθών σε μια άγνωστη τιμή
- Πώληση αγαθών χωρίς την κατάλληλη περιγραφή
- Πώληση αγαθών χωρίς προσδιορισμό της τιμής
- Σύναψη συμβολαίου με όρο ένα άγνωστο γεγονός
- Πώληση αγαθών στη βάση ψευδούς περιγραφής
- Πώληση αγαθών χωρίς να επιτρέπεις στον αγοραστή να εξετάσει καταλλήλως τα αγαθά

Η ρίζα Gharar σημαίνει εξαπάτηση. Η Bay' al-Gharar είναι μια συναλλαγή όπου υπάρχει ένα στοιχείο εξαπάτησης είτε λόγω άγνοιας των αγαθών, της τιμής, ή λόγω ψευδούς περιγραφής των αγαθών. Η Bay' al-Gharar είναι μια συναλλαγή όπου κάποια ή και οι δυο πλευρές εξαπατώνται λόγω άγνοιας ενός σημαντικού στοιχείου συναλλαγής. Ο τζόγος είναι μια μορφή Gharar γιατί ο τζογαδόρος αγνοεί το αποτέλεσμα του τζόγου του.

## **Halal**

Αυτό που είναι επιτρεπτό. Στο Ισλάμ υπάρχουν δραστηριότητες, επαγγέλματα, συμβόλαια και συναλλαγές, οι οποίες απαγορεύονται ρητά (haram) από το Κοράνι ή τη Σούννα. Πέρα από

αυτές, όλες οι άλλες δραστηριότητες, επαγγέλματα, συμβόλαια, συναλλαγές κ.τ.λ. είναι halal. Μια δραστηριότητα μπορεί να είναι οικονομικά ορθή αλλά να μην επιτρέπεται από τη Σαρία.

### **Hawala**

Κυριολεκτικά: συναλλαγματική, γραμμάτιο ή επιταγή. Από τεχνική άποψη, ένας οφειλέτης μεταβιβάζει την ευθύνη πληρωμής του χρέους του σε ένα τρίτο μέρος που χρωστά στον προηγούμενο σε μορφή χρέους. Έτσι η ευθύνη της πληρωμής μεταβιβάζεται τελικά σε ένα τρίτο μέρος. Ο Hawala είναι ένας μηχανισμός για τη ρύθμιση διεθνών λογαριασμών μέσω συμψηφιστικών μεταφορών.

### **Haram**

Παράνομος.

### **Ijara (Χρηματοδοτική μίσθωση)**

Ένα συμβόλαιο όπου η τράπεζα ή ο χρηματοδότης αγοράζει και μισθώνει εξοπλισμό ή άλλα περιουσιακά στοιχεία στον ιδιοκτήτη της επιχείρησης έναντι αμοιβής. Η διάρκεια της μίσθωσης καθώς και η αμοιβή καθορίζονται προκαταβολικά. Η τράπεζα παραμένει ιδιοκτήτρια των περιουσιακών στοιχείων. Αυτός ο τύπος συμβολαίου είναι χαρακτηριστικό Ισλαμικό χρηματοοικονομικό προϊόν. Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι επίσης ένας νόμιμος τρόπος να κερδίσει κανείς κάποιο εισόδημα, σύμφωνα με τον Ισλαμικό νόμο. Σε αυτή τη μέθοδο, τα υλικά περιουσιακά στοιχεία όπως μηχανήματα, αυτοκίνητα, σκάφη, κατοικίες, μπορούν να μισθωθούν από ένα πρόσωπο (εκμισθωτής) σε κάποιο άλλο (μισθωτής) για μια συγκεκριμένη περίοδο προς μια συμφωνημένη τιμή. Το όφελος και το κόστος κάθε πλευράς πρέπει να καθορίζονται ρητώς στο συμβόλαιο ώστε να αποφεύγεται οποιαδήποτε αμφισημία (Gharar).

### **Ijarah wa Iqtina (Μίσθωση για αγορά)**

Αυτός ο όρος αναφέρεται σε έναν τρόπο χρηματοδότησης που υιοθετείται από τις Ισλαμικές τράπεζες. Πρόκειται για ένα συμβόλαιο υπό το οποίο η Ισλαμική τράπεζα χρηματοδοτεί εξοπλισμό, ένα κτήριο ή κάποιου άλλου είδους εγκατάσταση για τον πελάτη ενάντια σε μια συμφωνημένη μίσθωση μαζί με τη δέσμευση από τον πελάτη να αγοράσει τον εξοπλισμό ή την εγκατάσταση. Η τιμή μίσθωσης καθώς και η τιμή αγοράς καθορίζεται με τέτοιο τρόπο ώστε να επιστρέφεται στην τράπεζα το αρχικό της ποσό μαζί με κάποιο κέρδος, το οποίο συνήθως ορίζεται προκαταβολικά.

## **Ijtehad**

Κυριολεκτικά: προσπάθεια, μόχθος, εργατικότητα, ζήλος. Από τεχνική άποψη, προσπάθεια ενός νομοδιδάσκαλου να σχηματίσει ένα νόμο με βάση στοιχεία που βρίσκει στις πηγές.

## **Istisna (Προοδευτική χρηματοδότηση)**

Ένα συμβόλαιο αγοράς αγαθών με προσδιορισμό ή παραγγελία όπου το αντίτιμο πληρώνεται σταδιακά σύμφωνα με την πρόοδο μιας δουλειάς. Ένα παράδειγμα θα ήταν για την αγορά μιας κατοικίας που πρόκειται να κατασκευαστεί, οι πληρωμές γίνονται στον κατασκευαστή σύμφωνα με το στάδιο κατασκευής που έχει ολοκληρωθεί. Αυτό το είδος χρηματοδότησης μαζί με το bai salam χρησιμοποιούνται σαν μηχανισμοί αγοράς, ενώ οι murabaha και bai muajjal προορίζονται για τη χρηματοδότηση πωλήσεων.

## **Ju'alal**

Κυριολεκτικά: συμφωνημένη τιμή για την παροχή κάποιας υπηρεσίας. Τεχνικά εφαρμόζεται στο μοντέλο των Ισλαμικών τραπεζών από ορισμένους. Οι χρεώσεις και οι προμήθειες των τραπεζών έχουν ερμηνευθεί σαν ju'ala από τους νομοδιδασκάλους και συνεπώς θεωρούνται νόμιμες.

## **Mudaraba / Modaraba (Trust Financing).**

Ο όρος αναφέρεται σε μια μορφή επιχειρηματικού συμβολαίου στο οποίο το ένα μέρος βάζει το κεφάλαιο και το άλλο την προσωπική προσπάθεια. Το αναλογικό μοίρασμα στο κέρδος συμφωνείται μετά από αμοιβαία συμφωνία. Όμως η απώλεια, αν υπάρχει, βαρύνει μόνο τον ιδιοκτήτη του κεφαλαίου, στην οποία περίπτωση ο εργολάβος δε λαμβάνει τίποτα για τον κόπο του. Ο χρηματοδότης είναι γνωστός σαν «rab-al-maal» και ο εργολάβος σαν «mudarib». Σε ένα συμβόλαιο mudaraba, mudarib είναι το πρόσωπο ή το μέρος που δρα σαν εργολάβος.

## **Mu'amalah (t)**

Κυριολεκτικά: οικονομική συναλλαγή.

## **Murabaha / Morabaha**

Κυριολεκτικά: πώληση με κέρδος. Από τεχνική άποψη, ένα συμβόλαιο πώλησης όπου ο πωλητής δηλώνει το κόστος και το κέρδος του. Έχει υιοθετηθεί σαν τρόπος χρηματοδότησης από πολλές Ισλαμικές τράπεζες. Σαν χρηματοδοτική τεχνική, απαιτεί μια αίτηση από τον πελάτη προς την τράπεζα για την αγορά ενός συγκεκριμένου στοιχείου γι' αυτόν. Η τράπεζα το κάνει για ένα καθορισμένο κέρδος που συμφωνείται προκαταβολικά. Υπολογίζεται ότι 80

με 90 τοις εκατό των χρηματοδοτικών λειτουργιών ορισμένων Ισλαμικών τραπεζών ανήκουν σε αυτή την κατηγορία. Υπάρχει μια σειρά προϋποθέσεων για να πληροί αυτή η συναλλαγή τα Ισλαμικά κριτήρια νόμιμης πώλησης. Το σύνολο της συναλλαγής πρέπει να ολοκληρωθεί σε δυο στάδια και σαν δυο ξεχωριστά συμβόλαια. Στο πρώτο στάδιο, ο πελάτης ζητά από την τράπεζα να αναλάβει μια συναλλαγή Murabaha και υπόσχεται να αγοράσει το αγαθό που ο ίδιος καθορίζει, αν η τράπεζα αγοράσει το ίδιο αγαθό. Στο δεύτερο στάδιο, ο πελάτης αγοράζει το αγαθό που αποκτήθηκε από την τράπεζα σε βάση αναβαλλόμενων πληρωμών και συμφωνεί σε ένα πλάνο πληρωμών. Η μορφή χρηματοδότησης Murabaha χρησιμοποιείται ευρέως από τις Ισλαμικές τράπεζες για να ικανοποιήσει διάφορα είδη χρηματοδοτικών απαιτήσεων. Χρησιμοποιείται για να παράσχει χρηματοδότηση σε πολλούς και διάφορους τομείς, π.χ. σε χρηματοδότηση καταναλωτών για την αγορά διαρκών καταναλωτικών αγαθών όπως αυτοκίνητα και οικιακές συσκευές, στην ακίνητη περιουσία για να παρέχει χρηματοδότηση κατοικίας, στον παραγωγικό τομέα για τη χρηματοδότηση της αγοράς μηχανημάτων, εξοπλισμού, πρώτων υλών κ.τ.λ..

#### **Musharaka (Επιχειρηματικά κεφάλαια)**

Η Musharaka είναι μια τεχνική χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται σαν συνεταιρισμός. Είναι η περίπτωση όπου δυο ή περισσότεροι χρηματοδότες παρέχουν χρηματοδότηση για ένα έργο. Όλοι οι συνέταιροι δικαιούνται μερίδιο από τα κέρδη που προκύπτουν από το έργο κατά αναλογία, μετά από αμοιβαία συμφωνία. Ωστόσο, οι απώλειες, αν υπάρχουν, θα μοιραστούν ακριβώς στην αναλογία της αναλογίας του κεφαλαίου. Όλοι οι συνέταιροι έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στη διοίκηση του έργου. Ωστόσο, μπορούν να παραιτηθούν του δικαιώματός τους και να το παραχωρήσουν σε κάποιον συγκεκριμένο συνέταιρο ή σε κάποιο συγκεκριμένο πρόσωπο. Υπάρχουν δυο κύριες μορφές Musharaka: Η Μόνιμη Musharaka και η Ελαττούμενη Musharaka. Περιγράφονται συνοπτικά παρακάτω:

#### **Μόνιμη Musharaka**

Σε αυτή τη μορφή της Musharaka μια Ισλαμική τράπεζα συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο ενός έργου και λαμβάνει ένα μερίδιο του κέρδους σε αναλογική βάση. Η περίοδος του συμβολαίου δεν προσδιορίζεται. Άρα μπορεί να συνεχίζεται εφόσον τα συμβαλλόμενα μέρη επιθυμούν να συνεχίζεται. Αυτή η τεχνική είναι κατάλληλη για τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων έργων όπου τα κεφάλαια δεσμεύονται για μια μεγάλη περίοδο και η περίοδος ωρίμανσης του έργου επίσης μπορεί να παραταθεί.

### **Ελαττούμενη Musharaka**

Η Ελαττούμενη Musharaka επιτρέπει τη μετοχική συμμετοχή και την κατανομή των κερδών σε αναλογική βάση αλλά παρέχει επίσης μια μέθοδο μέσω της οποίας το μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας μειώνει σταδιακά το κεφάλαιό της στο έργο και τελικά μεταβιβάζει την ιδιοκτησία του περιουσιακού στοιχείου στους συμμετέχοντες. Το συμβόλαιο προβλέπει μια πληρωμή πέρα από το μερίδιο της τράπεζας στα κέρδη για το μετοχικό κεφάλαιο του έργου που διαχειρίζεται η τράπεζα. Δηλαδή, η τράπεζα παίρνει μέρος από το μετοχικό της κεφάλαιο. Την ίδια ώρα ο επιχειρηματίας αγοράζει ένα μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου. Έτσι, το μετοχικό κεφάλαιο που διαχειρίζεται η τράπεζα σταδιακά ελαττώνεται. Μετά από κάποιο διάστημα το μετοχικό κεφάλαιο που διαχειρίζεται η τράπεζα θα φτάσει στο μηδέν και τότε η τράπεζα θα πάψει να είναι συνέταιρος. Η μορφή χρηματοδότησης Musharaka χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο από τις Ισλαμικές τράπεζες στη χρηματοδότηση του εγχώριου εμπορίου, των εισαγωγών και στην έκδοση πιστωτικών επιστολών.

### **Musaqah**

Ένα συμβόλαιο όπου ο ιδιοκτήτης ενός κήπου μοιράζεται τα προϊόντα του με κάποιο άλλο πρόσωπο σε αντάλλαγμα για τις υπηρεσίες ποτίσματος του κήπου.

### **Muzara'a**

Ένα συμβόλαιο όπου ένα πρόσωπο συμφωνεί να καλλιεργεί τη γη ενός άλλου προσώπου σε αντάλλαγμα για ένα μέρος της παραγωγής της γης.

### **Qard Hasan (Άτοκα δάνεια)**

Οι περισσότερες Ισλαμικές τράπεζες επίσης παρέχουν άτοκα δάνεια (Qard Hasan) στους πελάτες τους. Αν αυτή η πρακτική δεν είναι εφικτή σε σημαντικό βαθμό, ακόμα και τότε, υιοθετείται για να καλύψει κάποιους ανθρώπους σε ανάγκη. Η Ισλαμική άποψη για το δάνειο (Qard) είναι ότι πρέπει να δίνεται στο δανειζόμενο χωρίς χρέωση.

### **Qimer**

Κυριολεκτικά: τζόγος. Από τεχνική άποψη, μια συμφωνία όπου η κατοχή μιας ιδιοκτησίας εξαρτάται από το αν θα συμβεί ένα αβέβαιο γεγονός. Ισχύει, δια συνεπαγωγής, για αυτές τις συμφωνίες στις οποίες υπάρχει βέβαιη απώλεια για το ένα μέρος και βέβαιο κέρδος για το άλλο χωρίς να προσδιορίζεται ποιο μέρος θα κερδίσει και ποιο μέρος θα χάσει.

## **Rab-al-maal**

Σε ένα συμβόλαιο mudaraba το πρόσωπο που επενδύει το κεφάλαιο.

## **Riba**

Αυτός ο όρος κυριολεκτικά σημαίνει την αύξηση ή την προσθήκη. Από τεχνική άποψη, σημαίνει όποια αύξηση ή όποιο πλεονέκτημα αποκτάται από το δανειστή σαν προϋπόθεση για το δάνειο. Riba θεωρείται κάθε «εγγυημένος» ή άνευ κινδύνου συντελεστής απόδοσης σε ένα δάνειο ή σε μια επένδυση. Το Riba, σε όλες τις μορφές του, απαγορεύεται στο Ισλάμ. Σε συμβατικούς όρους, το riba και ο «τόκος» χρησιμοποιούνται με τον ίδιο τρόπο.

## **Sadaqah**

Φιλανθρωπία.

## **Shari'ah / Shariah / Sharia**

Ισλαμικός θρησκευτικός νόμος που προέρχεται από τρεις κύριες πηγές: το Κοράνι, τα Hadith (ρητά του Προφήτη Μωάμεθ) και τη Σούννα (πρακτικές και παραδόσεις του Προφήτη Μωάμεθ), καθώς και τρεις δευτερεύουσες πηγές τα Qiyyas (Αναλογικά συμπεράσματα και συλλογιστική), την Ijma (Συναίνεση των Δογίων του Ισλάμ) και την Ijtihad (Νομική συλλογιστική).

## **Shirkah**

Ένα συμβόλαιο μεταξύ δυο ή περισσότερων προσώπων που ξεκινούν μια οικονομική επιχείρηση για να αποκομίσουν κέρδος. Shirka = musharaka.

## **Suftajal**

Ένα τραπεζικό όργανο που χρησιμοποιείται για την αποστολή πίστωσης και χρησιμοποιόταν για τη συλλογή φόρων, την καταβολή κυβερνητικών οφειλών και τη μεταφορά κεφαλαίων από εμπόρους. Σε ορισμένες περιπτώσεις τα suftajahs ήταν πληρωτέα σε μια καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία και σε άλλες περιπτώσεις ήταν πληρωτέα επί τόπου. Το suftajah ξεχωρίζει από την ενδιάμεση συναλλαγματική από κάποιες απόψεις. Πρώτον, ένα ποσό χρημάτων που μεταβιβάζεται με suftajah έπρεπε να διατηρεί την ταυτότητά του και η πληρωμή έπρεπε να γίνει στο ίδιο νόμισμα. Η αλλαγή νομισματικών μονάδων δεν μπορούσε να γίνει σε αυτή την περίπτωση. Δεύτερον, το suftajah συνήθως αφορούσε τρία πρόσωπα. Ο 'Α' πληρώνει ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων στον 'Β' για να συμφωνήσει να δώσει μια εντολή στον 'Γ' να ξεπληρώσει τον 'Α'. Τρίτον, ένα suftajah μπορούσε να οπισθογραφηθεί.

## **Sukuk**

Ένα πιστοποιητικό που δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα στις ωφέλειες από τη ροή εσόδων των περιουσιακών στοιχείων που στηρίζουν το πιστοποιητικό. Ισοδύναμο με μια Ομολογία σταθερής απόδοσης.

## **Sunnah**

Οι πρακτικές και οι παραδόσεις του Προφήτη Μωάμεθ, η καθημερινή του συμπεριφορά. Κυριολεκτικά σημαίνει «ο δρόμος» ή «το μονοπάτι».

## **Takaful**

Πρόκειται για μια μορφή Ισλαμικής ασφάλισης που βασίζεται στην Κορανική αρχή του Ta'awon ή της αμοιβαίας βοήθειας. Παρέχει αμοιβαία προστασία περιουσιακών στοιχείων και ιδιοκτησίας και προσφέρει συμμετοχή στον κίνδυνο από κοινού στην περίπτωση που κάποιο από τα μέλη της υποστεί κάποια απώλεια. Η Takaful είναι όμοια με την αμοιβαία ασφάλιση ως προς το ότι τα μέλη της είναι και ασφαλιστές αλλά και ασφαλιζόμενοι. Η συμβατική ασφάλιση απαγορεύεται στο Ισλάμ επειδή οι συμφωνίες της περιλαμβάνουν αρκετά στοιχεία haram συμπεριλαμβανομένων των gharar και riba, όπως αναφέρεται παραπάνω.

## **Waqf**

Κυριολεκτικά: φυλάκιση. Από τεχνική άποψη, οικειοποίηση ή δέσμευση μιας ιδιοκτησίας στο διηνεκές ώστε να μην μπορούν να ασκηθούν ιδιοκτησιακά δικαιώματα επικαρπίας. Η ιδιοκτησία Waqf δεν μπορεί ούτε να πουληθεί, ούτε να κληρονομηθεί, ούτε να δωριθεί σε κάποιον. Μια Waqf συνιστά θρησκευτικό χώρο που φτιάχνεται προς όφελος των φτωχών.

## **Zakah/Zakat**

Ένας φόρος που υπαγορεύεται από το Ισλάμ σε όλα τα πρόσωπα που διαθέτουν πλούτο πάνω από ένα όριο εξαίρεσης σε μια αναλογία καθορισμένη από τη Σαρία. Σύμφωνα με την Ισλαμική πίστη ο Zakah εξαγνίζει τα πλούτη και τις ψυχές. Ο σκοπός είναι να παρθεί ένα μέρος του πλούτου από τους εύπορους και να διατεθεί στους φτωχούς και όσους έχουν ανάγκη. Επιβάλλεται στα ταμειακά διαθέσιμα, στα βοοειδή, στα γεωργικά προϊόντα, στα ορυκτά, στο κεφάλαιο που επενδύεται στη βιομηχανία και στις επιχειρήσεις κ.ο.κ.. Η κατανομή του Zakah αναφέρεται στο Κοράνι (9:60) και προορίζεται για τους φτωχούς, όσους έχουν ανάγκη, τους συλλέκτες Zakah, τους πρόσφατα προσηλυτισμένους στο Ισλάμ, τους ταξιδιώτες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες, τους αιχμαλώτους, τους οφειλέτες κ.τ.λ.. Είναι

πληρωτέος αν ο ιδιοκτήτης είναι Μουσουλμάνος και ψυχικά υγιής. Ο Zakah είναι ο τρίτος πυλώνας του Ισλάμ. Είναι μια υποχρεωτική εισφορά την οποία κάθε εύπορος Μουσουλμάνος υποχρεούται να πληρώσει στο Ισλαμικό κράτος, απουσία του οποίου οι πιστοί οφείλουν να μοιράσουν τον Zakah μεταξύ των φτωχών και όσων έχουν ανάγκη όπως επιτάσσει η Σαρία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## Κατάλογος Παραπομπών

ABDEL KARIM, R.A. Keynote Presentation: Regulation and Supervision of the Islamic Financial Services Industry. *5th Annual Islamic Finance Summit Euromoney Seminars*. London, 24-25 January 2006. 2006. London: Euromoney Seminars.

ABDEL-KHALEQ, A.H. 2004. Legal implications of structuring and offering Sharia-compliant investment strategies. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Asset Management: Forming the Future for Sharia-Compliant Investment Strategies*. London: Euromoney Books, pp. 195-207.

ABDI DUALEH, S. *Islamic Securitisation: Practical Aspects*. <http://www.guidancefinancial.com/learn/whitepapers.asp> (12 December 2006).

*Accounting, Auditing and Governance Standards for Islamic Financial Institutions*. 2004. Bahrain: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

ADAM, N. 2005. Converting a conventional retail bank to Islamic banking. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 40-47.

AHMED, T. E. 2002. Accounting issues for Islamic banks. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 109-123.

ALEXAKIS, C. 2010. Long-run relations among equity indices under different market conditions: Implications on the implementation of statistical arbitrage strategies. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, **20** pp. 389-403, Elsevier B.V.

ALEXAKIS, C. and TSIKOURAS, A. 2009. Islamic Finance-Accounting and Regulatory Framework; Challenges Lying Ahead. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. Emerald. **2** (2) pp 90-104.

AL SHOUMAR, A.A.S. *Basic Lessons*. <http://www.usc.edu/dept/MSA/fundamentals/pillars/basiclessons.html> (17 November 2005).

AL-RIFAI, T. 2005. Trends and performance monitoring of Islamic equity funds. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 156-161.

ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A. 2002. Introduction to Islamic finance. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 3-6.

ARNOTT, R., HSU, J. and MOORE, P. 2005. Fundamental Indexation. *Financial Analysts Journal Volume*. CFA Institute, **61** (2) pp. 83-99.

AYYAN LEASING AND INVESTMENT CO. April 2005. The Work of Islamic Banking and Investment Companies in the Gulf Cooperation Council. *Al-Mustathmiron Magazine*, no.37, pp. 100-103.

BADDELEY, M.C. and BARROWCLOUGH, D.V. 2009, Running Regressions- A Practical Guide to Quantitative Research in Economics, Finance and Development Studies, *Cambridge University Press*

BAKAR, M.D. 2002. The Shari'a supervisory board and issues of Shari'a rulings and their harmonisation in Islamic banking and finance. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 74-88.

BALDWIN, K. 2002a. Risk management in Islamic banks. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 176-200.

BALDWIN, K. 2002b. Securitisation and its application in Islamic Finance. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 202-209.

BARTH, M.E. 2005. Islamic EquityBuilder Certificates<sup>TM</sup>: Islamic innovation in quantitative modeling. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 145-154.

*Basic History / Sources of Law / Beliefs / Schools of thought / Jurists and Compilers of Hadith / Muslim World*. [http://www.islamic-finance.com/item36\\_f.htm](http://www.islamic-finance.com/item36_f.htm) (22 April 2005).

BLAID, M. *Background to Islam*. <http://www.xenos.org/essays/islam.htm> (13 April 2005).

*Capital Adequacy Standard for Institutions (other than Insurance Institutions) offering only Islamic Financial Services*. 2005. Islamic Financial Services Board.

CHAPRA, M.U., KHAN, T. 2000. *Regulation and Supervision of Islamic Banks*. Jeddah: Islamic Development Bank / Islamic Research and Training Institute, Occasional Paper No.3.

CLODE, M. 2002. Regulatory issues in Islamic finance. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 67-73.

COX, S. 2002. Retail and private client services . In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 129-141.

DELORENZO, Y.T. 2002. The religious foundations of Islamic finance. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 9-26.

DELORENZO, Y.T. 2005. The Shari'a scholar's view of Islamic consumer finance and retail products. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 5-15.

DERIGS, U. and MARZBAN, S. 2008. Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, **1** (4) pp. 285-303

DERIGS, U. and MARZBAN, S. 2009. New strategies and a new paradigm for Shariah-compliant portfolio optimization. *Journal of Banking and Finance*, **33** pp. 1166-1176

DOI, A.R. 1984. *Sharia: The Islamic Law*. London: Ta Ha Publishers.

*Dow Jones Islamic Market Indexes*. <http://www.djindexes/mdsidx/index.cfm?event=showIslamic> (28 December 2004).

EL-GAMAL, M.A. 2000. *A Basic Guide to Contemporary Islamic Banking and Finance*. Houston. Rice University.

EL-GAMAL, M.A. 2001. *An economic explication of the prohibition of Riba in classical Islamic jurisprudence*. Houston. Rice University.

ELGARI, M.A. 2002. Islamic equity investment. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A., eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 151-160.

ENGLE, R.F, and GRANGER, C.W.J, 1987. *Cointegration and error correction: representation, estimation and testing*. *Econometrica*, **55** pp 251–277.

FABOZZI, F.J, and FRANCIS, J.C, 1977. *Stability tests for alphas and betas over up and down market conditions*. *Journal of Finance* **32** (4), pp 1093–1099.

FADEEL, M. 2002. Legal aspects of Islamic finance. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 90-107.

Glossary. 2005. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, p. 215.

GRAY, R., OWEN, D. AND MAUNDERS, K. 1987. *Corporate Social Reporting: Accounting and Accountability*. London: Prentice-Hall.

*Ground Rules for the management & calculation of the Price indices of the Shares Market*  
Version 2.5, April 2006 [www.ase.gr/content/en/Ann.asp?AnnID=42200](http://www.ase.gr/content/en/Ann.asp?AnnID=42200) (15 December 2010)

GRANGER, C.W. 1988. Some recent developments in the concept of causality, *Journal of Econometrics*, **39**, 194-211.

GREENE W.H. 2008. *Econometric analysis*. 6th ed., Upper Saddle River, N.J: Prentice Hall.

*Ground Rules for the Management of the FTSE/ATHEX Index Series*, Version 6.6 December 2010, [www.ase.gr/content/en/Ann.asp?AnnID=42200](http://www.ase.gr/content/en/Ann.asp?AnnID=42200) (10 January 2011)

HAKIM, S. and RASHIDIAN, M. 2004. Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes, *Presented at the International Seminar of Nonbank Financial Institutions: Islamic Alternatives, Kuala Lumpur, Malaysia*

HALL, S. G. and HENRY, S. G. B. 1988. *Macroeconomic Modeling*, Chapter 2, North Holland, Amsterdam.

HANNA, N. 1998. *Making Big Money in 1600: The Life and Times of Ismail Abu Taqiyya, Egyptian Merchant*. New York. Syracuse University Press.

HASSAN, H. Innovations in Islamic Financial Instruments. *5th Annual Islamic Finance Summit Euromoney Seminars*. London, 24-25 January 2006. 2006. London: Euromoney Seminars.

HASSAN, S. *An Introduction to the Science of Hadith*. <http://www.usc.edu/dept/MSA/fundamentals/hadithsunnah.html> (17 November 2005).

HAUGEN, R, and BAKER, N. 1991. The Efficient Market Inefficiency of Capitalization-Weighted Stock Portfolios, *The Journal of Portfolio Management*, Spring 1991, pp 35-40.

HENYON, H. Islamic Microfinance: Cases from the field. *5th Annual Islamic Finance Summit Euromoney Seminars*. London, 24-25 January 2006. 2006. London: Euromoney Seminars.

HOURANI, A. 1991. 20th edn. *A History of the Arab Peoples*. New York: Warner Books.

HSU, J. 2006. Cap-Weighted Portfolios are Sub-Optimal Portfolios. *Journal of Investment Management*, 4 (3) pp. 1-10.

HUSAIN, S.T. 2002. Project finance. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 143-149.

HUSSEIN, K.A. 2004. Ethical Investment: Empirical Evidence from FTSE Islamic Index, *Islamic Economic Studies*, 12 (1) August 2004, pp 21-40.

*International Islamic Financial Market*. [http://www.iifm.net/pr\\_aoif.php](http://www.iifm.net/pr_aoif.php) (15 July 2006).

*Introduction to Islam*. <http://www.iad.org/intro/intro.html> (18 March 2005).

IQBAL, Z. *Islamic Financial Systems - Finance and Development*. <http://www.worldbank.org/fandd/english/0697/articles/0140697.htm> (02 September 2004).

IQBAL, Z., MIRAKHOR, A. 2002. The development of Islamic financial institutions and future challenges. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 42-59.

*Islamic Development Bank, Annual Report, 2003: Chapter 1, World Economy, Major Developments And Member Countries*. Islamic Development Bank.

*Islamic International Rating Agency*. [http://www.iirating.com/methodologies/sharia\\_method\\_eng.pdf](http://www.iirating.com/methodologies/sharia_method_eng.pdf) (12 December 2006).

*Islamic Research and Training Institute, Annual Report 2004-2005*. 2005. Islamic Development Bank.

*Islamic Research & Training Institute Information Center*. <http://www.irti.org/irtic.shtml> (09 August 2006).

JAFFER, S. 2005. Islamic wealth management: Innovative product designs. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 140-143.

JOHANSEN, S. (1991). Estimating and testing cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. *Econometrica*, **59**, pp. 1551–1580.

JONES, J. and URI, N. 1990. Market efficiency, spot metal prices and cointegration. Evidence from the U.S: 1964-1987, *Resources Policy*, **16 (4)**, 261-268

KAFH, M. July-October 1999. Islamic Banks at the Threshold of the Third Millennium. *Thunderbird International Business Review*, **41 (4/5)** pp. 445-460.

KHAN, A.R. 2005. Training Islamic bankers: Back to basics on Islamic Finance for the uninitiated. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 205-210.

KHAN, Z.A. 2005. Global challenges for Islamic retail banking: Developments in Pakistan. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 63-71.

KPMG Islamic Finance Credentials. 2006. KPMG International.

Liquidity Management Centre. <http://www.lmc Bahrain.com/role.asp> (23 December 2006).

MAALIB., CASSON,P. and NAPIER,C. 2003. *Social Reporting by Islamic Banks*. Southampton: University of Southampton, Discussion Papers in Accounting and Finance.

MAROUN, Y. S. 2002. Liquidity management and trade financing. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 163-175.

MCDONALD, R. and KEARNEY, C. 1987. On the Specification of Granger «causality» tests using the cointegration methodology, *Economic Letters*, **25**, 149-153.

MCDONALD, R. and TAYLOR, M. P. 1988. Metal Prices, Efficiency and Cointegration: Some Evidence from the London Metal Exchange, *Bulletin of Economic Research*, **40**, 235-239.

MCDONALD, R. and TAYLOR, M. P. 1989. Rational Expectations, Risk and Efficiency in the London Metal Exchange: An Empirical Analysis, *Applied Economics*, **21**, 143-153.

*MSCI Global Investible Market Value and Growth Indices, Index Construction objectives and methodology for the MSCI Global Investible market value and growth indices*, Updated May 2007. [www.msccibarra.com/products/indices/global\\_equity\\_indices/gimi/vg/](http://www.msccibarra.com/products/indices/global_equity_indices/gimi/vg/)

NAU, R.F. Notes from Professor Robert. F. Nau, University of Duke, <http://www.duke.edu/~rnau/411diff.htm> (28.04.12)

NIARCHOS, N.A, and ALEXAKIS C. 1998. *Stock market prices, 'causality' and efficiency: evidence from the Athens stock exchange*, *Applied Financial Economics*, **8** (2) pp 167-174

OBAIDULLAH, M. November 1998. Financial Engineering with Islamic Options. *Islamic Economic Studies*, IRTI, IDB, Jeddah, **6** (1).

OBAIDULLAH, M. January-March, 2002. Islamic Risk Management: Towards Greater Ethics and Efficiency. *International Journal of Islamic Financial Services*, **3** (4).

*Qur'anic verses on Riba*. Translated by YUSUF ALI. <http://quran.al-islam.com/> (22 April 2005).

*Resolution No.65/1/7 on Financial Markets of the Council of Islamic Fiqh Academy*, Jeddah, Saudi Arabia, adopted by the Seventh Session of the Council during 9-14 May 1992.

*Shari'ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (September 2010)*, [www.ishares.com](http://www.ishares.com)

*Sharia Standards*. 2004. Bahrain: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

SIDDIQUI, R. 2005. Islamic investment opportunities in the OIC: Alternative investments to reverse capital flight. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 98-105.

SIDDIQUI, R. Building Bridges: Islamic Sustainability. *5th Annual Islamic Finance Summit Euromoney Seminars*. London, 24-25 January 2006. 2006. London: Euromoney Seminars.

*Statement on the Purpose and Calculation of the Capital Adequacy Ratio for Islamic Banks*. 1999. Bahrain: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

*Standard & Poor's Index Mathematics Methodology*, February 2009  
[www2.standardandpoors.com/.../index/Index\\_Mathematics\\_Methodology\\_Web.pdf](http://www2.standardandpoors.com/.../index/Index_Mathematics_Methodology_Web.pdf)

*Standard & Poor's Shariah Indices, Index Methodology*, June 2007  
[www2.standardandpoors.com/spf/pdf/.../Shariah\\_Methodology.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/.../Shariah_Methodology.pdf)

STOCK, J.H. and WATSON, M.W. 2007. *Introduction to econometrics* Boston: Pearson Addison Wesley.

*The Koran (Forward)*. Translated to English by RODWELL, J.M. 1994 edn. In: JONES, A. ed. London: Phoenix.



*The Koran*. Translated to Greek by KOUMOUTSI, P. 2002. Athens: Empeiria Ekthotiki

*The Rightly-Guided Caliphs*. <http://www.usc.edu/dept/MSA/politics/firstfourcaliphs.html> (17 November 2005).

THOMAS, A. 2005a. Examining the role of Islamic law. In: THOMAS, A., COX, S. and KRATY, B. eds. *Structuring Islamic Finance Transactions*. London: Euromoney Books, pp. 13-27.

THOMAS, A. 2005b. Understanding the Shari'a process. In: THOMAS, A., COX, S. and KRATY, B. eds. *Structuring Islamic Finance Transactions*. London: Euromoney Books, pp. 32-36.

THOMAS, A., KRATY, B., COX, B., OLIVER, L. AND HUSSAIN, M. 2005. Introduction: the origins and nature of the Islamic financial market. In: THOMAS, A., COX, S. and KRATY, B. eds. *Structuring Islamic Finance Transactions*. London: Euromoney Books, pp. 1-12.

THOMAS, A., THOFEEK, M.I. 2005. Equity finance vehicles: mudaraba and musharaka. In: THOMAS, A., COX, S. and KRATY, B. eds. *Structuring Islamic Finance Transactions*. London: Euromoney Books, pp. 45-58.

*Types of Contract*. [http://www.islamic-finance.com/item13\\_f.htm](http://www.islamic-finance.com/item13_f.htm) (22 April 2005).

UPTON, D.A. 2005. Foreword. In: THOMAS, A., COX, S. and KRATY, B. eds. *Structuring Islamic Finance Transactions*. London: Euromoney Books, pp. xi-xix.

WILSON, R. 2002. The evolution of the Islamic financial system. In: ARCHER, S., ABDEL KARIM, R.A, eds. *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 29-41.

WILSON, R. 2004. Overview of the sukuk market. In: ADAM, N.J. and THOMAS, A, eds. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. London: Euromoney Books, pp. 3-17.

WILSON, R. 2005. The growth of Islamic banking and product development among Islamic retail banks. In: JAFFER, S, ed. *Islamic Retail Banking and Finance: Global Challenges and Opportunities*. London: Euromoney Books, pp. 18-26.

*Zakat (Alms)*. [http://www.usc.edu/dept/MSA/fundamentals/pillars/fasting/tajuddin/fast\\_79.html](http://www.usc.edu/dept/MSA/fundamentals/pillars/fasting/tajuddin/fast_79.html) (17 November 2005).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α – Ακρωνύμια

- ΓΠΑΑ:** Γενικά Παραδεκτές Λογιστικές Αρχές
- ΔΙΟΑ:** Διεθνής Ισλαμικός Οργανισμός Αξιολόγησης
- ΔΙΧ:** Διεθνής Ισλαμική Χρηματαγορά
- ΔΚΕ:** Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας
- ΔΛΠ :** Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
- ΔΝΤ:** Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
- ΕΛΚΚ:** Επενδυτικοί Λογαριασμοί Κατεμερισμού Κερδών
- ΕΣΣ:** Εποπτικό Συμβούλιο της Σαρία
- ΗΑΕ:** Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα
- ΠΕΕ:** Ισλαμικό Ινστιτούτο Ερευνών και Εκπαιδευσεως
- ΙΣΧΥ:** Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών
- ΙΤΑ:** Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης
- ΙΧΙ:** Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
- ΚΔΡ:** Κέντρο Διαχείρισης Ρευστότητας
- ΚΠΠΕΕ:** Κέντρο Πληροφόρησης του Ισλαμικού Ιδρύματος Έρευνας και Εκπαίδευσης
- ΟΕΤ:** Οχήματα Ειδικού Τύπου
- ΟΙΣ:** Οργανισμός Ισλαμικής Συνδιάσκεψης
- ΟΛΕΙΧΙ:** Οργανισμός Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων
- ΠΧΛ:** Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής
- ΣΣΚ:** Συμβούλιο Συνεργασίας του Κόλπου
- ΤΔΔ:** Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών
- ΧΑΚΑ:** Χρηματιστήριο Αξιών της Κουάλα Λουμπόρ
- Pbuh:** Peace be upon him
-

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β – Σημαντικοί Ιστορικοί Σταθμοί της Ισλαμικής Τραπεζικής και των Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών

<p>Δεκαετία του 1950</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Οι Ισλαμιστές Επιστήμονες και οι Μουσουλμάνοι Οικονομολόγοι δημιούργησαν τα πρώτα θεωρητικά μοντέλα οργάνωσης της τραπεζικής και της χρηματοδότησης ως υποκατάστατων της τραπεζικής που βασίζεται στους τόκους</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Προτείνονται μοντέλα άτοκης Τραπεζικής βασισμένα στο Mudarabah δύο δεικτών</li> </ul>
<p>Δεκαετία του 1960</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ξεκινάει η εφαρμογή των Ισλαμικών αρχών στα χρηματοοικονομικά.</li> <li>• Προτείνονται επιχειρησιακοί μηχανισμοί για τη λειτουργία των Ισλαμικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ακμή και πτώση της Αιγυπτιακής Ενώσεως Καταθετικών Λογαριασμών Mitghamr κατά τα έτη 1961-64.</li> <li>• Ίδρυση του Tabung Hajji Μαλαισίας το 1966.</li> </ul>
<p>Δεκαετία του 1970</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ίδρυση Ισλαμικών τραπεζών και μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.</li> <li>• Οργάνωση των ακαδημαϊκών δραστηριοτήτων.</li> <li>• Ίδρυση ακαδημαϊκών ιδρυμάτων.</li> <li>• Ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού μηχανισμού Murabahah</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Έκδοση ενός αριθμού βιβλίων πάνω στην Ισλαμική τραπεζική βασισμένων στην κατανομή κερδών και ζημιών, στο murabahah και στη χρηματοδοτική μίσθωση.</li> <li>• Ισλαμική Τράπεζα του Ντουμπάι 1971.</li> <li>• Ισλαμική Τράπεζα Ανάπτυξης 1975.</li> <li>• Πρώτο Διεθνές Συνέδριο Ισλαμικών Οικονομικών, Μέκκα, 1976.</li> <li>• Κέντρων Ερευνών στα Ισλαμικά Οικονομικά, Τζέντα.</li> </ul>
<p>Δεκαετία του 1980</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Τομέας Δημοσιονομικής Πολιτικής τόκων.</li> <li>• Περισσότερες Ιδιωτικές τράπεζες.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Το Πακιστάν, το Ιράν, το Σουδάν, η Μαλαισία και άλλες χώρες πραγματοποίησαν προσπάθειες μετατροπής του όλου χρηματοοικονομικού συστήματος τους σε Ισλαμικό ή προέβησαν σε προστασία αυτού.</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Διαφοροποίηση των Ισλαμικών τραπεζικών προϊόντων.</li> <li>• Αυξάνεται το ενδιαφέρον στους Δυτικούς ακαδημαϊκούς και επιχειρηματικούς κύκλους.</li> <li>• Μερικές από τις συμβατικές τράπεζες ιδρύουν Ισλαμικά Παράθυρα.</li> <li>• Ξεκινούν τη λειτουργία τους περισσότερα προγράμματα ερευνών, εκπαίδευσης και κατάρτισης</li> <li>• Εμφάνιση του Ισλαμικού Δείκτη και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Το ΔΝΤ δημοσιεύει τεχνικές αναφορές, άρθρα στην Ισλαμική τραπεζική, εκδίδει Διδακτορικά Διπλώματα, διεξάγει έρευνες και άλλες δημοσιεύσεις στη Δύση σχετικά με την εξάπλωση της Ισλαμικής Τραπεζικής.</li> <li>• Ίδρυση της Ακαδημίας του ΟΙΣ Fiqh και άλλων Συμβουλίων Fiqh.</li> <li>• Ίδρυση Ισλαμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε όλον τον κόσμο.</li> </ul>
Δεκαετία του 1990	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Εξάπλωση των Ισλαμικών Παραθύρων.</li> <li>• Πρόοδος στην εξέλιξη των Ισλαμικών εργαλείων περιουσιακών στοιχείων και αναγνώριση της σημασίας των Ισλαμικών τραπεζών και Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ίδρυση των Ισλαμικών Δεικτών Dow Jones και Financial Times.</li> <li>• Ξεκινάει η ρύθμιση και η εποπτεία του συστήματος.</li> <li>• Το ΟΛΕΙΧΙ εκδίδει τα πρώτα πρότυπα.</li> <li>• Ξεκινούν οι εργασίες σχεδιασμού υποστηρικτικών Οργανισμών.</li> </ul>
Αρχές της Δεκαετίας του 2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Συνεχής ανάπτυξη και ωρίμαση καθώς και επικίνδυνες προκλήσεις.</li> <li>• Ολοκλήρωση του Ισλαμικού χρηματοοικονομικού οικοδομήματος.</li> <li>• Το ενδιαφέρον στρέφεται στη διαχείριση κινδύνου και την Εταιρική Διακυβέρνηση.</li> <li>• Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στο οικονομικό μέγεθος των επιχειρήσεων και στις συγχωνεύσεις.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ιδρύονται:</li> <li>• Οι αγορές αξιογράφων βασιζόμενες στα περιουσιακά στοιχεία.</li> <li>• Το Ισλαμικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών, Μαλαισία.</li> <li>• Ο Διεθνής Ισλαμικός Οργανισμός Αξιολόγησης, Μπαχρέιν.</li> </ul>

Πηγή: Ο Πρόεδρος, ΙΤΑ (2002): Το αναδυόμενο Ισλαμικό Χρηματοοικονομικό Οικοδόμημα : Προοπτικές, που παρουσιάστηκε στο 5<sup>ο</sup> Συνέδριο Ισλαμικής Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Harvard, Κέιμπριτζ, Μασσ., ΗΠΑ, 6-7 Απριλίου 2002.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ - Κατάλογος Ισλαμικών Επενδυτικών Κεφαλαίων

	Όνομα Κεφαλαίου	Διαχειριστής/ες Κεφαλαίου	Ιδρυτής/ες Κεφαλαίου	Ημερομηνία Ενάρξεως	Ελάχιστη Επένδυση
<b>Παγκόσμια Επενδυτικά Κεφάλαια</b>					
1	Al Baraka Global Equity	Mercury Asset Management	Al Baraka Investment Bank	Δεκ-97	\$25,000
2	Al Rajhi Global Equity	UBS Asset Management	Al Rajhi Banking & Investment	Ιουλ-96	50 Shares
3	Al-Ahli Global Trading Equity	Wellington Management Co. LLP	National Commercial Bank (NCB)	Ιαν-95	\$2,000
4	Al-Bait Global Equity	Fremont Investment Advisors Inc.	Securities House	Απρ-00	\$50,000
5	Al-Bukhari Global Equity	Wafra Investment Advisory Group	Wafra Investment Advisory Group	Αυγ-98	\$100,000
6	Al-Dar World Equities	Pictet & Cie	The International Investor/Pictet & Cie	Φεβ-98	\$100,000
7	Alfanar Investment Holdings	Worms & Cie/SEDCO	Permal Asset Management	Δεκ-97	\$5,000
8	Al-Firas Global Equity	Arab Bank Plc	Arab Bank Plc	Οκτ-00	\$10,000
9	Al-Kawthar Fund	Wellington/Al-Ahli Global Trading Eq.	National Bank of Kuwait	Ιαν-95	\$10,000
10	Al-Khair Global Equity Fund	Pictet & Cie	Bank Al-Jazira	Σεπ-98	\$5,000
11	Al-Safwa International Equity	Roll & Ross Asset Management	Al-Tawfeek Co. for Investment Funds	Μάι-96	\$10,000
12	Arab Investor Crescent Fund	Schroder Investment Mgmt Int'l	Arab National Bank	Απρ-99	\$5,000

	Fund				
13	Arzaq Investment Fund	Global Alliance/Securities House	Securities House	Μαρ-98	\$50,000
14	Bank Kanz Global Islamic Equity	Bank Kanz	Bank Kanz	N/A	\$100,000
15	Barclays Global Equity	Wellington Management Co. LLP	Barclays Private Bank	Φεβ-00	\$1,000,000
16	Caravan Fund	Wellington Management Co. LLP	Commerical Bank of Qatar/BNP	Δεκ-99	\$10,000
17	Citi Global Portfolios	SSB Citi Asset Management	Citi Islamic Investment Bank	Οκτ-97	\$10,000
18	Dow Jones Islamic Index Fund	Brown Brothers Harriman & Co.	Wafra Invest. Advisory / AITawfeeq	Ιουλ-99	\$10,000
19	Global Equity 2000 Sub-Fund	Alliance Capital Management LP	First Investment Co	Μαρ-00	\$10,000
20	Hegira Global Equity	Wellington Management Co. LLP	Wellington Management Co. LLP	Σεπ-96	\$5,000,000
21	HSBC Amanah Global Equity	HSBC Investment Funds (Lux.) SA	HSBC Amanah Finance	Μάι-00	\$5,000
22	Islamic Global Equity *	N/A	HSBC Bank USA	Τέλος 2001	\$2,500
23	Miraj Global Equity	Royal Bank of Canada	Miraj International Investment Ltd.	Αυγ-98	\$10,000
24	Musharaka Equity Fund	N/A	Riyad Bank	Ιουν 97	\$10,000
25	Parsoli Global Equity	Parosoli Capital & Finance Ltd.	Parosoli Capital & Finance Ltd.	Ιουν-01	£1,000
26	QIB Global Equities	Global Asset Management (GAM)	Qatar Islamic Bank	N/A	
27	SAMBA Global Equity	SAMBA Capital Management	SAMBA Capital Management	Δεκ-99	\$2,000

	Equity		Management		
28	SUT Ethical Growth Fund	Singapore Unit Trust Ltd.	Malayan Banking & Daiwa Securities	Αυγ-01	\$S\$1,000
29	SUT Ethical Value Fund	Singapore Unit Trust Ltd.	Malayan Banking & Daiwa Securities	Αυγ-01	\$S\$1,000
30	TAIB Crescent Global Fund	Wright Investors' Service	TAIB Bank of Bahrain	Μαρ-00	\$100,00
31	UBS Islamic Fund Global Equities	UBS, AG & UBS Brinson	UBS Islamic Fund Mgmt Co	Μάι-00	\$100,000
<b>Επενδυτικά Κεφάλαια Βορείου Αμερικής</b>					
32	Al-Ahli US Trading Equity	INVESCO Capital Mgmt Inc.	National Commercial Bank (NCB)	Δεκ-92	\$2,000
33	Alfanar US Capital Growth	Worms & Cie/SEDCO	Permal Asset Management	Ιουν-99	\$5,000
34	Alfanar US Capital Value	Worms & Cie/SEDCO	Permal Asset Management	Μάι-99	\$5,000
35	Amana Growth *	Saturna Capital	Saturna Capital	Φεβ-94	\$100
36	Amana Income *	Saturna Capital	Saturna Capital	Ιουν-86	\$100
37	Azzad DJIM Index Fund *	Azzad Asset Management	Azzad Asset Management	Δεκ-00	1,000
38	Azzad Growth Fund LP	Azzad Asset Management	Azzad Asset Management	Φεβ-98	\$50,000
39	Azzad Income Fund	Azzad Asset Management	Azzad Asset Management	Σεπ-01	\$1,000
41	Dow Jones Islamic Index (US) Fund *	Allied Asset Advisors Funds	Allied Asset Advisors Funds	Ιουν-00	\$500
42	SAMI Navigator	Nova Bancorp Group	Nova Bancorp Group	Ιουλ-99	C\$500
<b>Επενδυτικά Κεφάλαια Ευρώπης</b>					
43	Al-Ahli Europe Trading Equity	Gulf Int'l Bank (UK) Ltd.	National Commercial Bank (NCB)	Νοε-94	\$2,000



	Equity				
44	Al-Dar Europe Equities	Pictet & Cie	The International Investor/Pictet & Cie	Φεβ-98	\$100,000
45	Alfanar Europe	Worms & Cie/SEDCO	Permal Asset Management	Ιαν-99	\$5,000
46	Al-Sukoor European Equity	Commerz Int'l Cap Mgmt/Al-Tawfeeq Co.	Commerz Bank/Burgan Bank	Μαρ-00	1 Share
47	Al-Thoraiya European Equity	Lomard Odier & Cie	Bank Al-Jazira	Σεπ-99	\$5,000
<b>Επενδυτικά Κεφάλαια Μικρής Κεφαλαιοποίησης &amp; Τεχνολογίας</b>					
48	Al Rajhi Small Companies	Franklin Mgmt & Lord Abbott	Al Rajhi Banking & Investment	Ιουν-99	200 Shares
49	Al-Ahli Small-Cap Trading Equity	Wellington Management Co. LLP	National Commercial Bank (NCB)	Αυγ-98	\$2,000
50	Alfanar Essex Technology	Worms & Cie/SEDCO	Permal Asset Management	Ιουν-99	\$5,000
51	Orbitex Islamic Comm. & IT Fund	Orbitex Management Ltd.	Orbitex Management Ltd.	Δεκ-99	\$50,000
52	TII Small Cap Equity (European)	Pictet & Cie	The International Investor	Δεκ-96	\$100,000
<b>Προστατευμένα, Εξισορρόπησης και άλλα Επενδυτικά Κεφάλαια</b>					
53	Al Hilal Fund	Mercury Asset Management	Abu Dhabi Islamic Bank (ADIB)	Απρ-00	\$10,000
54	Al Kawthar Global Equity Secured	National Commercial Bank (NCB)	National Bank of Kuwait	Σεπ-99	\$10,000
55	Al Rajhi Balanced Fund I	Al Rajhi Banking & Investment	Al Rajhi Banking & Investment	Νοε-98	\$5,000
56	Al Rajhi Balanced Fund II	Al Rajhi Banking & Investment	Al Rajhi Banking & Investment	Δεκ-98	\$5,000
	Al-Ahli Global	Wellington	National		

	Global Equity Secured (Series B)	Management Co. LLP	Commercial Bank (NCB)		
58	Al-Ahli International Equity Secured	Deutsche Bank	National Commercial Bank (NCB)	Φεβ-00	\$25,000
59	Al-Ahli US Equity Secured	Deutsche Bank	National Commercial Bank (NCB)	Οκτ-99	\$25,000
60	Alkhawarizmi Fund	AXA Rosenberg	The International Investor	Ιουλ-97	\$100,000
61	BHLB Pacific Dana Al Mizan (Balanced)	BHLB Pacific Trust	BHLB Pacific Trust	Μαρ-01	RM 1,000
62	Faysal Shield Fund	Banque National de Paris	Faysal Islamic Bank of Bahrain	Νοε-99	\$100,000
63	Mutajarah Fund (Balanced)	Swiss Alternative Investment Strategies Group (SAIS)	Towry Law International	Οκτ-01	\$100,000
64	Profit Sharing Fund (Aman-1) (secured)	Al Rajhi Banking & Investment	Al Rajhi Banking & Investment	N/A	\$2,000
<b>Επενδυτικά Κεφάλαια Αναδυόμενων Αγορών και Χωρών</b>					
65	Al Arabi Saudi Co. Shares	Arab National Bank	Arab National Bank	Μάι-93	SR 10,000
66	Al Rajhi Egypt Equity	EFG Hermes	Al Rajhi Banking & Investment	Ιουν-97	200 Shares
67	Al Rajhi Local Share Fund	Al Rajhi Banking & Investment	Al Rajhi Banking & Investment	Ιουλ-92	1 Share
68	Al Rajhi Middle East Equity	Bakheet Financial Advisors	Al Rajhi Banking & Investment	Μάι-98	200 Shares
69	Al-Ahli Saudi Trading Equity	Bakheet Financial Advisors	National Commercial Bank (NCB)	Ιουν-98	SR 5,000
70	Al-Dar Eastern Europe Equities	Pictet & Cie	The International Investor/Pictet & Cie	Φεβ-98	\$100,000

	Equities		& Cie		
71	Al-Taiyibat Fund (local share)	Bank Al-Jazira Invesment Services	Bank Al-Jazira	Σεπ-98	SR 10,000
72	First Arabian Equity 2000	N/A	First Investment Company	N/A	
73	Ibn Majid Emerging Markets	UBS Brinson	The International Investor	Νοε-95	\$100,000
74	Khaled Ibn el-Waleed Fund	PrimeCorp. Investment Management	Al-Mal Islamic Company	N/A	
75	Oasis Crescent Fund	Oasis Asset Management Ltd.	Oasis Asset Management Ltd.	Ιαν-99	
76	Parsoli Islamic Equity	Parosoli Capital & Finance Ltd.	Parosoli Capital & Finance Ltd.	1996	
77	Pure Specialist Fund	Futuregrowth Unit Trust Management	Futuregrowth Unit Trust Management	Ιαν-92	R 200
78	Riyad Equity Fund 2 (Saudi Shares)	Riyad Bank	Riyad Bank	Νοε-96	SR 10,000
<b>Επενδυτικά Κεφάλαια Ασίας</b>					
79	Al-Ahli Asia Pacific Trading Equity	Gulf Int'l Bank (UK) Ltd.	National Commercial Bank (NCB)	Μάι-00	\$2,000
80	Al-Mashariq Japanese Equity	Julius Baer Asset Management	Bank Al-Jazira	Απρ-00	\$5,000
81	Al-Nukhba Asian Equity	Nomura Investment Bank	Al-Tawfeek Co. for Investment Funds	Ιουλ-98	\$10,000
82	Mendaki Global Fund	DBS Asset Mgmt	Mendaki Holding Pte. Ltd	Σεπ-97	S\$1,000
83	Mendaki Global Fund	DBS Asset Mgmt	Mendaki Holding Pte. Ltd	Μάι-91	S\$500
<b>Επενδυτικά Κεφάλαια Μαλαισίας</b>					

84	Abrar Investment Fund	Abrar Unit Trust Managers	Abrar Unit Trust Managers	1996	
85	Amanah Saham Bank Islam	BIMB Unit Trust Mgmt Bhd.	Bank Islam Malaysia Bhd	IouV-94	500 Shares
86	Amanah Saham Darul Iman	PTB Amanah Saham Darul Iman	PTB Amanah Saham Darul Iman	OκT-94	
87	Amanah Saham Wanita	Hijrah Unit Trust Management Bhd	Hijrah Managers Bhd	Máι-98	RM 100
88	BBMB Dana Putra	BBMB Unit Trust Management	BBMB Unit Trust Management	IouV-96	
89	BHLB Dana Al-Ihsan	BHLB Pacific Trust	BHLB Pacific Trust	Máι-98	RM 500
90	Dana Al-Aiman	Mara Unit Trust	Mara Unit Trust	Máι-68	RM 100
91	Kuala Lumpur Ittikal Fund	Kuala Lumpur Mutual Funds	Kuala Lumpur Mutual Funds	Máι-97	RM 1,000
92	Mayban Dana Yakin	Mayban Mgt Berhad	Mayban Mgt Berhad	Noε	RM 1,000
93	Pacific Dana Amana	Pacific Mutual Fund Trust	Pacific Mutual Fund Trust	Aπp-98	RM 1,000
94	RHB Mudarabah Fund	RHB Unit Trust Management	RHB Unit Trust Management	Máι-96	500 Shares
95	Tabung Amanah Bakti	Asia Unit Trust Berhad	Tabung Amanah Bakti	Máι-71	RM 500
96	Tabung Ittikal Arab-Malaysian	Arab-Malaysian Unit Trusts Bhd	Arab-Malaysian Unit Trusts Bhd	Iav-93	500 Shares
<b>Ισλαμικά Ομόλογα (Sukuk)</b>					
97	RHB Islamic Bond	RHB Unit Trust Mgt	RHB Unit Trust Mgt	IouV-00	RM 1,000
98	Kuala Lumpur Islamic Bond Fund	Kuala Lumpur Mutual Funds	Kuala Lumpur Mutual Funds	Aυγ-01	RM 1,000
99	Dahlia Syariah Income Fund	Mayban Life Assurance Bhd.	Mayban Life Assurance Bhd.	Aυγ-01	RM 1,000

Πηγή: Ο Οργανισμός Ισλαμικής Τραπεζικής και Ασφαλίσεων ([www.islamic-banking.com](http://www.islamic-banking.com)), – πρωτογενής πηγή: [www.failaka.com](http://www.failaka.com), Ιούνιος 2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ - Ισλαμικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα

<b>Αλβανία</b>
Arab Albanian Islamic Bank, Tirana
<b>Αλγερία</b>
Banque Albaraka D'Algerie, Algiers
<b>Αυστραλία</b>
MCCA (Muslim Community Co-operative, Australia)
MCCU (Muslim Community Credit Union)
<b>Μπαχάμες</b>
Akida Islamic Bank International Ltd
Bank Al Taqwa Ltd
Dar al Mal al Islami Trust, Nassau
Islamic Investment Company of the Gulf Ltd, Nassau.
Istishara Consulting Trust, Bahamas
Massraf Faysal Islamic Bank & Trust, Bahamas Ltd.
<b>Μπαχρέιν</b>
ABC Investment & Services Co EC
Al Amin Co. for Securities and Investment Funds
Albaraka Islamic Investment Bank
Arab Islamic Bank E.C
Bahrain Islamic Bank Bsc.
Bahrain Islamic Investment Co. Bsc. Closed
Bahrain Institute of Banking & Finance
Bank Melli Iran
Chase Manhattan Bank N.A.
Citi Islamic Investment Bank (Citicorp)
Dallah Albaraka (Europe) Ltd
Dallah Albarakah (Ireland) Ltd
Faysal Investment Bank of Bahrain

Faysal Islamic Bank of Bahrain (Massraf Faisal Al Islami)
Gulf International Bank BSC
Islamic Investment Company of the Gulf
Islamic Trading Company
ABC Islamic Bank
ABN Amro Bank
Deutsche Bank Rep office
Investors Bank
TAIB Bank of Bahrain
Turk Gulf Merchant Bank
Bahrain Monetary Agency
Shamil Bank
Khaleej Investment Company
First Islamic Investment Bank
<b>Μπαγκλαντές</b>
Albaraka Bangladesh Ltd (Dallah Al Baraka Group), Dhaka
Islami Bank Bangladesh Ltd, Dhaka
Faisal Islamic Bank
<b>Βρετανικές Παρθένοι Νήσοι</b>
Ibn Khaldoun International Equity Fund Ltd
<b>Μπρούνεϊ</b>
Islamic Bank of Brunei Berhad
Islamic Development Bank of Brunei Berhad
Tabung Amanah Islam Brunei
<b>Καναδάς</b>
Islamic Co-operative Housing Corporation Ltd, Toronto
<b>Νήσοι Κάιμαν</b>
Ibn Majid Emerging Marketing Fund (International Investor Group)
Al Tawfeek Co. for Investment Funds Ltd. Subsidiary of Albarka Group "DBG"
<b>Δανία</b>
Faisal Finance (Denmark) A/S
<b>Τζιμπουτί</b>

<b>Banque Albaraka Djibouti</b>
<b>Αίγυπτος</b>
<b>Alwatany Bank of Egypt, Cairo</b> <b>Egyptian Company for Business and Trade S.A.E</b> <b>Egyptian Saudi Finance Bank (Dallah Al Baraka), Cairo</b> <b>Gulf Company for Financial Investment</b> <b>Faisal Islamic Bank of Egypt, Cairo</b> <b>Islamic Bank International for Investment and Development, Cairo</b> <b>Islamic Investment and Development Co., Cairo</b> <b>National Bank for Development, Cairo</b>
<b>Γαλλία</b>
<b>Algerian Saudi Leasing Holding Co. (Dallah Al Baraka Group)</b> <b>Societe General</b> <b>Capital Guidance</b> <b>BNP Paribas</b>
<b>Γκάμπια</b>
<b>Arab Gambian Islamic Bank</b>
<b>Γερμανία</b>
<b>Bank Sepah, Iran</b> <b>Commerz Bank</b> <b>Deutsche Bank</b>
<b>Γουινέα</b>
<b>Massraf Faisal al Islami of Guinea, Conakry</b> <b>Banque Islamique de Guinee</b>
<b>Ινδία</b>
<b>Al Ameen Islamic Financial &amp; Investment Corp. (India) Ltd., Karnatka</b> <b>Bank Muscat International (SOAG)</b> <b>Al-Falah Investment Ltd</b>
<b>Ινδονησία</b>
<b>Al Barakah Islamic Investment Bank</b> <b>Bank Muamalat Indonesia, Jakarta</b>



Dar Al-Maal Al-Islami Trust
PT Danareksa Fund Management, Jakarta
<b>Ιράν</b>
Bank Keshavarzi (Agricultural Bank), Tehran
Bank Maskan Iran (Housing Bank), Tehran
Bank Mellat, Tehran
Bank Melli Iran, Tehran
Bank Saderat Iran, Tehran
Bank Sanat Va Maadan (Bank of Industry and Mines), Tehran
Bank Sepah, Tehran
Bank Tejarat, Tehran
<b>Ιράκ</b>
Ιρακινή Ισλαμική Τράπεζα Επενδύσεων και Ανάπτυξης
<b>Ιρλανδία</b>
Al Meezan Commodity Fund Plc, Dublin
Jersey, UK (+534)
The Islamic Investment Company, St Helier.
MFAI (Jersey) Limited (formerly - Massraf Faysal Al-Islami Ltd, Jersey)
<b>Ιταλία</b>
Bank Sepah, Iran
<b>Ακτή Ελεφαντοστού</b>
International Trading Co. of Africa
<b>Ιορδανία</b>
Jordan Islamic Bank (Subsidiary of Dallah Al Barka Group)
Jordan Islamic Bank for Finance and Investment, Amman
<b>Κουβέιτ</b>
Gulf Investment Corporation
The International Investment Group
The International Investor, Safat
Kuwait Finance House, Safat
Kuwait Investment Co - Dar Al-IsethmarSecurities House
<b>Λίβανος</b>
Gulf International Bank Beirut

Gulf International Bank, Bahrain
Al Barakah Bank
Bank of Beirut
<b>Λουξεμβούργο</b>
Faisal Finance (Luxembourg) S.A
Faisal Holding, Luxembourg
Takaful S.A
Islamic Finance House Universal Holding S.A
<b>Μαλαισία</b>
Adil Islamic Growth Fund (Innosabah Securities Sdn Bhd), Labuan
Arab Malaysian Merchant Bank Berhad, Kuala Lumpur
Bank Bumiputra Malaysia Berhad, Kuala Lumpur
Bank Islam Malaysia Berhad, Kuala Lumpur
Bank Kerjasama Rakyat Malaysia Berhad, Kuala Lumpur
Dallah Al Baraka (Malaysia) Holding Sdn Bhd
Lembaga Urusan Dan Tabung Haji (Fund), Kuala Lumpur
Malayan Banking Berhad (Maybank), Kuala Lumpur
Multi-Purpose Bank Berhad, Kuala Lumpur
United Malayan Banking Corp. Berhad, Kuala Lumpur
Bank Muamalat Berhad, Malaysia
Securities Commission
Labuan Offshore Financial Services Authority (LOFSA)
Islamic banking & Takaful Dept, Bank Negara Malaysia
<b>Μαλαισιανές τράπεζες με Ισλαμικά παράθυρα</b>
Commercial Banks:
Affin Bank Berhad
Alliance Bank Berhad
Arab-Malaysian Bank Berhad
Bank Utama (Malaysia) Berhad
Citibank Berhad
EON Bank Berhad

**Hong Leong Bank Berhad**

**HSBC Bank (M) Berhad**

**Malayan Banking Berhad**

**OCBC Bank (Malaysia) Berhad**

**Public Bank Berhad**

**RHB Bank Berhad**

**Southern Bank Berhad**

**Standard Chartered Bank Malaysia Berhad**

**Finance Companies:**

**Alliance Finance Berhad**

**Arab-Malaysian Finance Berhad**

**Asia Commercial Finance Berhad**

**EON Finance Berhad**

**Hong Leong Finance Berhad**

**Kewangan Bersatu Berhad**

**Mayban Finance Berhad**

**MBf Finance Berhad**

**Public Finance Berhad**

**United Merchant Finance Berhad**

**Merchant Banks:**

**Alliance Merchant Finance Berhad**

**Arab-Malaysian Merchant Bank Berhad**

**Aseambankers Malaysia Berhad**

**Malaysian International Merchant Bank Berhad**

**Affin Merchant Bank Berhad**

**Discount Houses:**

**Abrar Discounts Berhad**

**Affin Discount Berhad**

**Amanah Short Deposits Berhad**

BBMB Discount House Berhad
KAF Discounts Berhad
Malaysia Discount Berhad
Mayban Discount Berhad
<b>Μαυριτανία</b>
Banque Alabaraka Mauritaninne Islamique (Dallah Al Baraka Group), Mauritania
<b>Μαρόκο</b>
Faisal Finance Maroc S.A
The Netherlands
Faisal Finance (Netherlands ) B.V
Faisal Finance (Netherlands Antilles) N.V
<b>Νίγηρας</b>
Banque Islamique Du Niger, Niamey
<b>Νιγηρία</b>
Habib Nigeria Bank Ltd
Ahmed Zakari & Co
<b>Ομάν</b>
Bank Muscat International
Bank Saderat Iran, Muscat
Oman Arab Bank
<b>Πακιστάν</b>
Al Faysal Investment Bank Ltd, Islamabad
Al Towfeek Investment Bank Ltd (Dallah Al Baraka Group), Lahore
Faysal Bank Ltd, Pakistan
National Investment Trust Ltd., Karachi
Shamil Bank
Meezan Bank Limited
<b>Παλαιστίνη</b>
Arab Islamic Bank
Arab Islamic International Bank (AIIB) Plc
Cairo Amman Bank

<b>Palestine International Bank</b>
<b>The Palestine Islamic Bank</b>
<b>Κατάρ</b>
<b>Islamic Investment Company of the Gulf Ltd, Sharjah</b>
<b>Qatar International Islamic Bank, Doha</b>
<b>Qatar Islamic Bank SAQ, Doha</b>
<b>Ρωσία</b>
<b>BADR Bank</b>
<b>Σαουδική Αραβία</b>
<b>Albaraka Investment and Development Co., Jeddah</b>
<b>Al Rajhi Banking and Investment Corp., Riyadh</b>
<b>Arab Leasing International Finance (ALIF) Ltd</b>
<b>Faysal Islamic Bank of Bahrain E.C., Dammam</b>
<b>Islamic Development Bank, Jeddah.</b>
<b>National Commercial Bank Ltd, Jeddah</b>
<b>Riyad Bank</b>
<b>Saudi American Bank, Jeddah</b>
<b>Saudi Holland Bank</b>
<b>Bank Al Jazira</b>
<b>Σενεγάλη</b>
<b>Banque Islamique Du Senegal</b>
<b>Νότια Αφρική</b>
<b>Albaraka Bank Ltd, Durban (Dallah Al Baraka Group)</b>
<b>Σρι Λάνκα</b>
<b>Amana Islamic Bank</b>
<b>Amana Takaful Limited</b>
<b>Σουδάν</b>
<b>Al Baraka Al Sudani, Khartoum. (Dallah Al Baraka Group)</b>
<b>Al Shamal Islamic Bank</b>
<b>Al Tadamon Islamic Bank, Khartoum</b>
<b>Animal Resources Bank</b>
<b>Al Qadiri Islamic Bank (Islamic Bank for Western Countries)</b>

<p>El Gharb Islamic Bank (Islamic Bank for Western Sudan)</p> <p>Faisal Islamic Bank of Sudan, Khartoum</p> <p>Islamic Bank of Western Sudan, Khartoum</p> <p>Islamic Co-operative Development Bank, Khartoum</p> <p>Sudanese Islamic Bank</p>
<b>ΕΛΒΕΤΙΑ</b>
<p>Cupola Asset Management SA, Geneva</p> <p>Dar Al Maal Al Islami Trust, Geneva</p> <p>Faisal Finance (Switzerland) SA, Geneva</p> <p>Pan Islamic Consultancy Services Istishara SA, Geneva</p> <p>Pictet &amp; Cie</p>
<b>Τυνησία</b>
<p>Beit Ettamwil al Tunisi al Saudi, Tunis (Dallah Al Baraka Group)</p> <p>B.E.S.T. Re-Insurance (Dallah Al Baraka Group)</p>
<b>Τουρκία</b>
<p>Albarakah Turkish Finance House Istanbul</p> <p>Emin Sigorts A.S</p> <p>Faisal Finance Institution, Istanbul.</p> <p>Faisal Islamic Bank of Kibris Ltd, Turkey</p> <p>Ihlas Finance House</p> <p>Kuwait-Turket Evkaf Finance House</p> <p>Asya Finans Kurumu A.S</p>
<b>Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα</b>
<p>Abu Dhabi Islamic Bank</p> <p>Bank Muscat International (SOAG)</p> <p>Dubai Islamic Bank, Dubai</p> <p>Gulf International Bank, Bahrain</p> <p>Islamic Investment Company of the Gulf Ltd, Abu Dhabi.</p> <p>Islamic Investment Company of the Gulf Ltd, Sharjah Subsidiary of Dar Al Maal Islami Trust</p> <p>National Bank of Sharjah</p>

HSBC, Dubai
National Bank of Dubai
<b>Ηνωμένο Βασίλειο</b>
Albaraka International Ltd, London
Albaraka Investment Co. Ltd, London
Al Rajhi Investment Corporation, London
Al Safa Investment Fund
Bank Sepah, Iran
Dallah Al Baraka (UK) Ltd., London
Takafol (UK) Ltd, London
Barclays Capital
HSBC Amanah Finance
ABCIB Islamic Asset Management, Arab Banking Corp
<b>Τράπεζες του Ηνωμένου Βασιλείου με Ισλαμικά παράθυρα</b>
ABC International Bank, London
ANZ International Merchant Banking, London
Arab Bank Plc, London
Riyadh Bank , London
Citibank International Plc, London
Cedel International, London
Dawnay Day Global Investment Ltd
Global Islamic Finance, HSBC Investment Bank Plc
Gulf International Bank Bsc, Bahrain
The Halal Mutual Investment Company Plc
IBJ International, London (Subsidiary of Industrial Bank of Japan)
J. Aron & Co. (Goldman Sachs International Finance) Ltd., London
Islamic Investment Banking Unit (IIBU), United Bank of Kuwait, London
<b>Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής</b>
Abrar Investments, Inc., Stamford CT
Al-Baraka Bancorp Inc. Chicago

**Al-Madina Realty, Inc., Englewood NJ**

**Al-Manzil Islamic Financial Services**

**Amana Mutual Funds Trust, State St. Bellingham WA**

**Ameen Housing Co-operative, San Francisco**

**American Finance House**

**Bank Sepah, Iran**

**BMI Finance & Investment Group, New Jersey**

**Dow Jones Islamic Index Fund of the Allied Asset Advisors Funds**

**Failaka Investments, Inc., Chicago IL**

**Fuloos Incorporated, Toledo OH**

**Hudson Investors Fund, Inc., Clifton NJ**

**MSI Finance Corporation, Inc., Houston TX**

**Samad Group, Inc., Dayton OH**

**Shared Equities Homes, Indianapolis IN**

**HSBC, USA**

**MEF Money, USA**

**Islamic Credit Union of Minnesota, (ICUM)**

**United Mortgage**

#### **Υεμένη**

**Islamic Bank of Yemen for Finance and Investment, Sana**

**Saba Islamic Bank, Sana**

**Faisal Islamic Bank**

**Yemen Islamic Bank, Sana**

**Yemen National Investment Co., Sana**

Πηγή: Οργανισμός Ισλαμικής Τραπεζικής και Ασφαλίσεων ([www.islamic-banking.com](http://www.islamic-banking.com)),  
Ιούνιος 2006



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε – Μέλη Εποπτικού Συμβουλίου της Σαρία<sup>120</sup>

### FTSE Shariah Global Equity Index Series

Yasaar Scholars include:

Sheikh Dr Mohamed Daud Baker

Sheikh Dr Abdul Sattar Abu Ghuddah

Sheikh Essam Ishaq

Sheikh Dr Yousef Alshubaily

Sheikh Dr Mohamed Akram Laldin

### MSCI Islamic Index Series

Dar Al Istithmar (“DAI”) Board:

Dr Hussain Hamid Hassan

Dr Ali AlQaradaghi

Dr Abdul Sattar Abu Ghuddah

Dr Mohamed Daud Baker

Σημείωση: Όταν εκδόθηκε η Fatwa, ο Δρ. Mohamed Elgari ήταν επίσης μέλος του Συμβουλίου της Dar Al Istitham

### Dow Jones Islamic Market Indexes

---

<sup>120</sup> Shari’ah Indices, Gaining Equity Exposure using Islamic Indices (Σεπτέμβριος 2010), [www.ishares.com](http://www.ishares.com)

Sheikh Nizam Yaquby

Sheikh Dr Mohamed Daud Baker

Sheikh Dr Mohammed A Elgari

Sheikh Abdul Sattar Abu Ghuddah

Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo

### S&P Shariah Indices

Dr Muhammad Ali Elgari

Dr Abdul Sattar Abu Ghuddah

Dr Nazih Hammad

Dr Mohammad Amin Ali-Qattan<sup>121</sup>

---

<sup>121</sup> Μια γρήγορη σύγκριση των ονομάτων των λογίων της Σαρία που είναι υπεύθυνοι για την αξιολόγηση της συμβατότητας με τη Σαρία για τους παραπάνω τέσσερις δείκτες, φανερώνει ότι αρκετοί λόγιοι είναι μέλη πολλαπλών Συμβουλίων της Σαρία.

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ζ – Αλλαγές στη Σύνθεση του Γενικού  
Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών μεταξύ 31.12.05 και  
31.12.10**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:  Search      Stock Symbol Search:  Search      Member Search:  Search



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**31/03/2006**  
**Changes in the composition of ATHEX indices**

Following the fact that the trading of the shares of the company **N.B.G. REAL ESTATE S.A.** will cease as of April 3, 2006, due to the merger with the **NATIONAL BANK OF GREECE S.A.**, the share of the company will be deleted from the Indices in which it participates. Specifically, the following changes will be effected in the ATHEX Indices composition:

**ATHEX Composite Share Price Index**  
The shares of the company are deleted from the Index and are replaced by the shares of the company **PLAISIO COMPUTERS S.A.**

**ATHEX Composite Total Return Index**  
The shares of the company are deleted from the Index and are replaced by the shares of the company **PLAISIO COMPUTERS S.A.**

**FTSE/ATHEX Mid 40 Index**  
The shares of the company are deleted from the Index and are replaced by the shares of the company **NEOCHIMIKI L.V. LAVRENTIADIS S.A.**

**FTSE/International Index**  
The shares of the company are deleted from the said Index without being replaced by the shares of another company.

**FTSE/ATHEX 140 Index**  
The shares of the company are deleted from the said Index without being replaced by the shares of another company.

**FTSE/ATHEX Industrial Goods - Services**  
The shares of the company are deleted from the said Index without being replaced by the shares of another company.

The aforesaid changes will be put into force before the start of the ATHEX' s trading session on **April 3, 2006**.

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:  Search      Stock Symbol Search:  Search      Member Search:  Search



**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**27/04/2006**  
**Semi-annual review in the composition of ATHEX indices**

The Indices' Committee of the Athens Exchange (ATHEX), during its session on April 27, 2006, decided the following changes in the composition of ATHEX Indices within the framework of their regular semi-annual review.

It is reminded that the review regarding the composition of ATHEX Indices is carried out according to the application of the ? Ground Rules for the Management & Calculation of ATHEX Indices? for the evaluation period 01/10/2005 - 31/03/2006.

More specifically:

- In the ATHEX Composite Index as well as in the Composite?s Index Total Return Index the first 60 shares, which result from the numerical average of the ranking order of each share are participating per:
  - Historical value of transactions (without block trades) and
  - Average market capitalization of the evaluation period.

In addition, up to five shares of the same sector may participate in the composition of the ATHEX Composite Index.

- In the High Velocity Index may participate the shares of companies that present a velocity that is weighted with their free float percentage over 200% .

The new composition of ATHEX Indices will become effective as from the trading session of the ATHEX on **Monday, May 8, 2006**.

See the [attached Table](#)

## NEW ATHEX COMPOSITE INDEX

A/A	System Code	Share	Sector	Value of Trades (without Blocks)	Average Share Cap	Current Index	Rank by Cap (1)	Rank by Value (2)	Total Rank (3)	Num of shares in the Sector (4)	New Index	Comments	
1	ETE	NATIONAL BANK OF GREECE S.	8355	Banks	3,234,393,596.10	12,183,044,876.70	CI	1	1	1.0	1	CI	
2	OPAP	OPAP S.A. (CR)	5752	Gambling	2,812,487,378.88	9,187,605,079.37	CI	2	2	2.0	1	CI	
3	HTO	HELLENIC TELECOM. ORGANIS/	6535	Fixed Line Telecommunications	2,317,623,250.66	8,815,930,076.23	CI	4	3	3.5	1	CI	
4	EUROB	EFG EUROBANK ERGASIAS BAN	8355	Banks	1,709,800,516.96	9,164,639,727.21	CI	3	5	4.0	2	CI	
5	ALPHA	ALPHA BANK S.A. (CR)	8355	Banks	2,181,893,556.10	7,852,328,401.12	CI	5	4	4.5	3	CI	
6	COSMO	COSMOTE -MOBILE TELECOMM	6575	Mobile Telecommunications	943,839,844.76	6,124,677,696.81	CI	6	9	7.5	1	CI	
7	PPC	PPC S.A. (CR)	7535	Electricity	1,455,620,002.20	4,278,153,650.79	CI	9	6	7.5	1	CI	
8	TPEIR	PIRAEUS BANK S.A. (CR)	8355	Banks	1,272,807,388.00	4,168,230,771.70	CI	10	7	8.5	4	CI	
9	ATE	AGRICULTURAL BANK OF GREE	8355	Banks	701,681,767.00	4,728,575,817.78		8	11	9.5	5	CI	New Listing
10	EEEK	COCA-COLA E.E.E. S.A. (CB)	3537	Soft Drinks	557,589,587.56	5,825,269,284.90	CI	7	13	10.0	1	CI	
11	ELPE	HELLENIC PETROLEUM S.A. (CR)	537	Integrated Oil & Gas	441,783,916.60	3,675,817,876.26	CI	11	16	13.5	1	CI	
12	MOH	MOTOR OIL (HELLAS) REFINER	533	Exploration & Production	587,967,102.22	2,253,466,490.00	CI	15	12	13.5	1	CI	
13	TITK	TITAN CEMENT COMPANY S.A.	2353	Building Materials & Fixtures	408,964,556.32	2,584,451,219.83	CI	14	18	16.0	1	CI	
14	INLOT	INTRALOT S.A. (CR)	5752	Gambling	357,393,872.08	1,241,158,939.19	CI	17	20	18.5	2	CI	
15	MYTIL	MYTILINEOS HOLDINGS S.A. (CI)	1755	Nonferrous Metals	517,907,957.06	792,462,078.00	CI	24	14	19.0	1	CI	
16	GERM	GERMANOS IND. & COM. CO S.A.	5379	Specialty Retailers	311,011,254.76	1,239,503,254.60	CI	18	22	20.0	1	CI	
17	ELTEX	ELLINIKI TECHNODOMIKI TEB S	2357	Heavy Construction	367,908,533.32	814,125,995.84	CI	21	19	20.0	1	CI	
18	INTRK	INTRACOM S.A. HOLDINGS (CR)	9578	Telecommunications Equipment	484,473,918.42	769,935,356.54	CI	26	15	20.5	1	CI	
19	EXAE	HELLENIC EXCHANGES HOLDIN	8777	Investment Services	433,142,299.28	691,926,128.25	CI	28	17	22.5	1	CI	
20	BIOX	VIOHALCO (CB)	2727	Diversified Industrials	181,414,918.96	1,461,195,210.41	CI	16	31	23.5	1	CI	
21	HYATT	HYATT REGENCY S.A. (CR)	5752	Gambling	205,847,863.74	896,760,000.00	CI	19	29	24.0	3	CI	
22	FOLLI	FOLLI - FOLLIE S.A. (CR)	3763	Clothing & Accessories	291,595,342.20	779,925,746.53	CI	25	24	24.5	1	CI	
23	EYDAP	ATHENS WATER SUPPLY & SEW	7577	Water	176,983,802.38	809,450,714.29	CI	23	32	27.5	1	CI	
24	ALEK	ALUMINIUM OF GREECE S.A. (C)	1753	Aluminum	275,845,465.62	623,677,282.80	CI	31	25	28.0	1	CI	
25	HDF	DUTY FREE SHOPS S.A. (CR)	5379	Specialty Retailers	136,762,345.90	810,743,500.00	CI	22	38	30.0	2	CI	
26	OLYMP	TECHNICAL OLYMPIC S.A. (CR)	3728	Home Construction	165,992,835.70	635,936,904.76	CI	30	33	31.5	1	CI	
27	METKK	METKA S.A. (CR)	2757	Industrial Machinery	234,195,814.46	477,566,198.16	CI	37	26	31.5	1	CI	
28	ASETH	ETHNIKI S.A. GENERAL INSURA	8536	Property & Casualty Insurance	133,832,575.38	691,506,950.48	CI	29	39	34.0	1	CI	
29	GEK	GENERAL CONSTRUCTION GRO	8733	Real Estate Holding & Developme	208,540,738.62	373,473,664.30		42	27	34.5	1	CI	New Listing
30	HRAK	HERACLES GEN.CEMENT COMP	2353	Building Materials & Fixtures	102,387,118.48	759,998,250.49	CI	27	44	35.5	2	CI	
31	VOVOS	BABIS VOVOS INTER/NAL TECH	8733	Real Estate Holding & Developme	143,575,004.54	505,061,514.29	CI	34	37	35.5	2	CI	
32	BABY	JUMBO S.A. (CR)	3747	Toys	106,785,498.30	519,309,334.57	CI	33	42	37.5	1	CI	
33	FOYRK	FOURLIS S.A.(CR)	3722	Durable Household Products	111,808,442.56	485,168,851.58		35	41	38.0	1	CI	New Listing
34	TERNA	TERNA S.A. (CR)	2357	Heavy Construction	155,534,560.56	372,407,297.38	CI	43	34	38.5	2	CI	
35	ATTICA	ATTICA HOLDINGS S.A. (CB)	5759	Travel & Tourism	117,515,186.17	406,665,936.36	CI	41	40	40.5	1	CI	

## NEW ATHEX COMPOSITE INDEX

A/A	System Code	Share	Sector	Value of Trades (without Blocks)	Average Share Cap	Current Index	Rank by Cap (1)	Rank by Value (2)	Total Rank (3)	Num of shares in the Sector (4)	New Index	Comments	
36	DOL	LAMBRAKIS PRESS S.A. (CR)	5557	Publishing	145,865,397.68	271,113,571.43	CI	52	35	43.5	1	CI	
37	DELTK	DELTA HOLDINGS S.A. (CR)	3577	Food Products	84,103,428.88	456,105,384.58		38	50	44.0	1	CI	New Listing
38	ALTEC	ALTEC S.A. (CR)	9533	Computer Services	321,091,947.45	153,181,686.43		68	21	44.5	1	CI	New Listing
39	MAIK	M. J. MAILLIS S.A. (CR)	2723	Containers & Packaging	144,585,335.93	255,277,725.16	CI	55	36	45.5	1	CI	
40	AVAX	J. & P. - AVAX S.A. (CR)	2357	Heavy Construction	100,486,898.02	315,503,619.05	CI	46	46	46.0	3	CI	
41	ELBA	ELVAL S.A. (CB)	1753	Aluminum	100,650,897.68	300,374,863.75	CI	47	45	46.0	2	CI	
42	SIDE	SIDENOR S.A. (FORMER ERLIKO)	1757	Steel	77,922,600.48	352,078,354.85	CI	44	51	47.5	1	CI	
43	QUEST	Info-Quest S.A. (CR)	9533	Computer Services	106,041,686.98	248,840,057.74	CI	56	43	49.5	2	CI	
44	PPA	P.P.A. S.A. (CR)	2777	Transportation Services	56,096,097.64	425,607,142.86	CI	40	60	50.0	1	CI	
45	FRIGO	FRIGOGLASS S.A.(CR)	2757	Industrial Machinery	58,898,245.46	332,514,285.71	CI	45	57	51.0	2	CI	
46	ARBA	S & B INDUSTRIAL MINERALS S	1775	General Mining	73,049,509.52	279,925,217.56	CI	51	53	52.0	1	CI	
47	SAR	GR. SARANTIS S.A.(CR)	3767	Personal Products	57,825,438.40	283,207,726.62	CI	49	58	53.5	1	CI	
48	NEOCHI	NEOCHIMIKI S.A. (CR)	1353	Commodity Chemicals	97,710,964.66	228,628,571.43	CI	61	47	54.0	1	CI	
49	LAMDA	LAMDA DEVELOPMENT S.A. (CF)	8733	Real Estate Holding & Developme	55,757,430.16	280,869,477.71		50	61	55.5	3	CI	New Listing
50	IATR	ATHENS MEDICAL C.S.A. (CR)	4533	Health Care Providers	73,026,154.95	238,853,460.90	CI	58	54	56.0	1	CI	
51	BSTAR	BLUE STAR MARITIME S.A. (CB)	5759	Travel & Tourism	88,102,221.87	191,325,000.00	CI	63	49	56.0	2	CI	
52	ASTIR	ASTIR PALACE VOULIAGMENI	5753	Hotels	45,479,041.06	293,994,095.24	CI	48	65	56.5	1	CI	
53	CHIP	CHIPITA INTERNATIONAL S.A. (C	3577	Food Products	93,070,216.20	165,424,754.99	CI	66	48	57.0	2	CI	
54	ROKKA	CH. ROKAS S.A. (CR)	7535	Electricity	50,486,196.68	262,796,151.32	CI	54	63	58.5	2	CI	
55	NOTOS	NOTOS COM HOLDINGS S.A. (CF)	5373	Broadline Retailers	52,139,506.34	241,950,075.24	CI	57	62	59.5	1	CI	
56	MHXAK	MICHANIKI S.A. (CR)	2357	Heavy Construction	76,281,972.05	146,072,556.74	CI	71	52	61.5	4	CI	
57	MINOA	MINOAN LINES S.A. (CR)	5759	Travel & Tourism	42,554,420.38	233,701,170.00	CI	59	67	63.0	3	CI	
58	XAKO	HALKOR S.A (FORMER VECTOR	1755	Nonferrous Metals	41,037,142.60	230,560,969.96		60	69	64.5	2	CI	New Listing
59	IASO	IASO S.A. (CR)	4533	Health Care Providers	44,376,734.48	170,040,480.56	CI	65	66	65.5	2	CI	
60	FORTH	FORTHnet S.A. (CR)	9535	Internet	56,904,335.38	145,794,659.84		72	59	65.5	1	CI	New Listing
<b>Totals of New Composite Index</b>					<b>25,990,451,632.78</b>	<b>103,503,891,137.19</b>	<b>52</b>				<b>60</b>		

### Notes

\* Evaluation Period **01/10/2005 - 31/03/2006**

\*\* Effective Date **Monday 08/05/2006**

## RESERVE LIST OF ATHEX COMPOSITE INDEX

A/A	System Code	Share	Sector	Value of Trades (without Blocks)	Average Share Cap	Current Index	Rank by Cap (1)	Rank by Value (2)	Total Rank (3)	Num of shares in the Sector (4)	Reserve List	Notes	
1	ELAI	ELAIS - UNILEVER S.A. (CR)	3577	Food Products	8,254,270.76	268,621,905.00	CI	53	80	66.5	3	CI	Deletion
2	KARD	C. CARDASSILARIS & SONS - CAI	3577	Food Products	47,984,310.24	125,660,537.39		77	64	70.5	4	CI	
3	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	9572	Computer Hardware	30,944,778.54	146,485,028.57	CI	70	72	71.0	1	CI	Deletion
4	REI	PIRAEUS REAL ESTATE INVESTM	8737	Real Estate Investment Trusts	41,523,159.22	128,170,376.70		76	68	72.0	1	CI	
5	FGE	F.G. EUROPE S.A. (CR)	3722	Durable Household Products	12,875,825.51	162,822,018.00	CI	67	78	72.5	2	CI	Deletion
6	GOODY	GOODYS S.A. (CB)	5757	Restaurants & Bars	5,658,017.12	177,837,339.26		64	82	73.0	1	CI	
7	TELET	TELETIPOS S.A. (CR)	5553	Broadcasting & Entertainment	28,982,721.22	139,859,708.33	CI	75	73	74.0	1	CI	Deletion
8	BASIK	ALFA-BETA VASSILOPOULOS S./	5337	Food Retailers & Wholesalers	7,041,395.66	147,153,864.00		69	81	75.0	1	CI	
9	LAMPS	LAMPSPA HOTEL S.A. (CR)	5753	Hotels	15,151,954.18	141,412,724.44	CI	73	77	75.0	2	CI	Deletion
10	OTOEL	AUTOHELLAS S.A. (CR)	5759	Travel & Tourism	24,543,080.41	141,187,180.95	CI	74	76	75.0	4	CI	Deletion
<b>Totals</b>					<b>222,959,512.86</b>	<b>1,579,210,682.64</b>	<b>6</b>					<b>10</b>	

### Notes

\* Evaluation Period **01/10/2005 - 31/03/2006**

\*\* Effective Date **Monday 08/05/2006**

ΠΑΝΕ



## DELETIONS FROM ATHEX COMPOSITE INDEX

A/A	System Code	Share	Sector	Value of Trades (without Blocks)	Average Share Cap	Current Index	Rank by Cap (1)	Rank by Value (2)	Total Rank (3)	Num of shares in the Sector (4)	
1	TEMP	EMPORIKI BANK OF GREECE S.A	8355	Banks	853,501,726.10	3,364,832,128.06	CI	12	10	11.0	7
2	ELAI	ELAIS - UNILEVER S.A. (CR)	3577	Food Products	8,254,270.76	268,621,905.00	CI	53	80	66.5	3
3	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	9572	Computer Hardware	30,944,778.54	146,485,028.57	CI	70	72	71.0	1
4	FGE	F.G. EUROPE S.A. (CR)	3722	Durable Household Products	12,875,825.51	162,822,018.00	CI	67	78	72.5	2
5	TELET	TELETIPOS S.A. (CR)	5553	Broadcasting & Entertainment	28,982,721.22	139,859,708.33	CI	75	73	74.0	1
6	LAMPS	LAMPSA HOTEL S.A. (CR)	5753	Hotels	15,151,954.18	141,412,724.44	CI	73	77	75.0	2
7	OTOEL	AUTOHELLAS S.A. (CR)	5759	Travel & Tourism	24,543,080.41	141,187,180.95	CI	74	76	75.0	4
8	TEGO	CH.C. TEGOPOULOS PUBLISHINC	5557	Publishing	33,047,914.01	100,765,930.87	CI	82	70	76.0	2
<b>Totals of shares removed from the Index</b>					<b>1,007,302,270.73</b>	<b>4,465,986,624.22</b>	<b>8</b>				

### Notes

\* Evaluation Period **01/10/2005 - 31/03/2006**

\*\* Effective Date **Monday 08/05/2006**

ΠΑΝΕΛ

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------



Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**06/04/2006**  
**Changes in the composition of ATHEX INDICES**

Following the decision of the ATHEX Board of Directors on 3/04/2006 to promote, as from Monday, April 10, 2006, the shares of seven (7) companies from the ?Medium & Small Cap? category to the ?Big Cap? category, the following changes will be realized in the composition of the ATHEX Indices:

More specifically:

- **SmallCap 80 FTSE/ATHEX Index**

	Stock Name	Weighting %
<b>Stocks for deletion:</b>	K.KARDASSILARIS & SONS S.A. (CR)	--
	P.G. NIKAS S.A. (CR)	--
	THESSALONIKI PORT AUTHORITY S.A. (CR)	--
	ALTEC S.A. (CR)	--
	ELMEC SPORT S.A. (CR)	--
	FORTHnet S.A. (CR)	--
	<b>Stocks for addition:</b>	DIEKAT S.A. (CR)
EVROFARMA S.A. (CR)		20.0%
SELECTED TEXTILES		30.0%
INDUSTRY S.A. (CR)		20.0%
K.LAZARIDI FARM (CR)		30.0%
PHILIP NAKAS MUSIC HOUSE (CR)		30.0%
VETERIN S.A.		75.0%

- **140 FTSE/ATHEX Index**

	Stock Name	Weighting %
<b>Stocks for addition:</b>	DIEKAT S.A. (CR)	75.0%
	EVROFARMA S.A. (CR)	20.0%
	SELECTED TEXTILES	30.0%
	INDUSTRY S.A. (CR)	20.0%
	K.LAZARIDI FARM (CR)	30.0%
	PHILIP NAKAS MUSIC HOUSE (CR)	30.0%
	VETERIN S.A.	75.0%

- *FTSE/ATHEX Index (Construction & Materials)*

	Stock Name	Weighting %
Stocks for addition:	DIEKAT S.A. (CR)	75.0%

- *FTSE/ATHEX Index (Commerce)*

	Stock Name	Weighting %
Stocks for addition:	PHILIP NAKAS MUSIC HOUSE S.A. (CR)	30.0%

- *FTSE/ATHEX Index (Food & Drinks)*

	Stock Name	Weighting %
Stocks for addition:	EVROFARMA S.A. (CR)	20.0%
	K.LAZARIDIS FARM S.A. (CR)	20.0%

- *FTSE/ATHEX Index/ Personal & Household products*

	Stock Name	Weighting %
Stocks for addition:	SELECTED TEXTILES INDUSTRIES S.A. (CR)	30.0%

- *FTSE/ATHEX Index/ Health*

	Stock Name	Weighting %
Stocks for addition:	VETERIN S.A. (CR)	75.0%

**The aforementioned changes will be put into effect prior to the start of the trading session of the ATHEX on Monday, April 10, 2006.**

In addition, the weighting % of the companies "BABIS VOVOS INTERNATIONAL TECHNICAL CO. S.A." (from 50.0% to 75.0%) and "EGNATIA BANK S.A." (from 100.0% to 75.0%) is changed in all the FTSE/ATHEX Indices in which they are participating. **The changes in the weighting % of the aforesaid shares in the said Indices will become effective prior to the start of the trading session of the ATHEX on Wednesday, April 12, 2006.**

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------



Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**31/08/2006**  
**Changes in the composition of ATHEX indices**

Following the fact that the trading of the shares of the companies "GOODY'S S.A.", "CHIPITA INTERNATIONAL S.A" and "UNCLE STATHIS S.A" will cease as of September 1, 2006, due to the merger with the Company "DELTA HOLDINGS S.A" following the Decisions of the Companies' General Meetings and the relevant Decisions of the Ministry of Development, for the deletion of "GOODY'S S.A.", "CHIPITA INTERNATIONAL S.A" and "UNCLE STATHIS S.A" from the Official Register of Societes Anonymes, the shares of the companies will be deleted from the Indices in which they participate.

Specifically, the following changes will be effected in the ATHEX Indices composition:

**ATHEX Composite Share Price Index**  
The shares of the company **CHIPITA INTERNATIONAL S.A** are deleted from the Index and are replaced by the shares of the company **ELAIS - UNILEVER S.A.** (weighting 100%).

**ATHEX Composite Total Return Index**  
The shares of the company **CHIPITA INTERNATIONAL S.A** are deleted from the Index and are replaced by the shares of the company **ELAIS - UNILEVER S.A.** (weighting 100%).

**FTSE/International Index**  
The shares of the companies **GOODY'S S.A** and **CHIPITA INTERNATIONAL S.A** are deleted from the Index without being replaced by the shares of another company.

**FTSE/Athex SmallCap 80**  
The shares of the companies **UNCLE STATHIS S.A.** are deleted from the Index and are replaced by the shares of the company **DIAS AQUA CULTURE S.A.** (weighting 50%).

**FTSE/Athex 140**  
The shares of the companies **GOODY'S S.A** and **CHIPITA INTERNATIONAL S.A** are deleted from the Index without being replaced by the shares of another company. The shares of the company **UNCLE STATHIS S.A.** are deleted from the Index and are replaced by the shares of the company **DIAS AQUA CULTURE S.A.** (weighting 50%).

**FTSE/Athex Food - Beverage**  
The shares of the companies **UNCLE STATHIS S.A.** and **CHIPITA INTERNATIONAL S.A.** are deleted from the Index and shares of the company **DIAS AQUA CULTURE S.A** are introduced in the index with weighting 50%, due to their participation in the FTSE/Athex 140 index.

**FTSE/Athex Travel - Leisure**  
The shares of the company **GOODY'S S.A** are deleted from the Index without being replaced by the shares of another company

The aforesaid changes will be put into force before the start of the ATHEX s trading session **on September 1, 2006.**

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------



Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**05/10/2006**  
**Changes in the composition of ATHEX indices**

Following the Decision of the ATHEX BoD on October 4, 2006, referring to changes in the composition of the Category Trading Status the following changes will be realized in the composition of the ATHEX Indices.

More specifically:

- **ATHEX Composite Share Price Index & ATHEX Composite Total Return Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	REGENCY ENTERTAINMENT S.A. (CR) PIRAEUS PORT AUTHORITY S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR) (100% weighting) CARDASSILARIS C. & SONS S.A. CARDICO (CR) (100% weighting)

- **FTSE/ATHEX 20 Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	REGENCY ENTERTAINMENT S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	BANK OF CYPRUS PUBLIC COMPANY LIMITED (CR) (100% weighting)

- **FTSE/ATHEX Mid 40 Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	BANK OF CYPRUS PUBLIC COMPANY LIMITED (CR) ATTICA BANK S.A. (CR) PIRAEUS PORT AUTHORITY S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	PROTON INVESTMENT BANK S.A. (CR) (75% weighting) HALCOR S.A. (CB) (30% weighting) BLUE STAR MARITIME S.A. (CR) (75% weighting)

- **FTSE/ATHEX International Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	REGENCY ENTERTAINMENT S.A. (CR) ATTICA BANK S.A. (CR) PIRAEUS PORT AUTHORITY S.A. (CR) ALFA-BETA VASSILOPOULOS S.A. (CR)
	No replacement by shares of another company

- **FTSE/ATHEX SmallCap 30 Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	DELTA PROJECT S.A. (CR) EUROMEDICA S.A. (CR) NIREFS S.A. (CR) PANTECHNIKI S.A. (CR) DIAGNOSTIC & CURING CENTRE OF ATHENS YGEIA S.A. (CR) ATTICA PUBLICATIONS S.A. (CR) CRETE PLASTICS S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	ELTRAK S.A. (CR) (75% weighting) PETROPOULOS S.A. (CR) (30% weighting) KOYMBAS SYNARGY GROUP (CR) (50% weighting) EBIK S.A. (CR) (50% weighting) RIDENCO S.A. (CB) (50% weighting) ALMA-ATERMON S.A. (CR) (50% weighting) REVOIL S.A. (CR) (30% weighting)

- **FTSE/ATHEX 140 Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	ATTICA PUBLICATIONS S.A. (CR) CRETE PLASTICS S.A. (CR) REGENCY ENTERTAINMENT S.A. (CR) ATTICA BANK S.A. (CR) PIRAEUS PORT AUTHORITY S.A. (CR) ALFA-BETA VASSILOPOULOS S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	ELTRAK S.A. (CR) (75% weighting) PETROPOULOS S.A. (CR) (30% weighting) KOYMBAS SYNARGY GROUP (CR) (50% weighting) EBIK S.A. (CR) (50% weighting) RIDENCO S.A. (CB) (50% weighting) ALMA-ATERMON S.A. (CR) (50% weighting) REVOIL S.A. (CR) (30% weighting)

- **FTSE/ATHEX Chemicals Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	CRETE PLASTICS S.A. (CR)
	No replacement by shares of another company

- **FTSE/ATHEX Industrial Goods & Services Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	PIRAEUS PORT AUTHORITY S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	ELTRAK S.A. (CR) (75% weighting) PETROPOULOS S.A. (CR) (30% weighting)

- **FTSE/ATHEX Retail Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	ALFA-BETA VASSILOPOULOS S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	REVOIL S.A. (CR) (30% weighting)

- **FTSE/ATHEX Media Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	ATTICA PUBLICATIONS S.A. (CR)
<b>Stocks for addition:</b>	ALMA-ATERMON S.A. (CR) (50% weighting)

- **FTSE/ATHEX Financial Services Index**

	Stock Name
<b>Stocks for addition:</b>	KOYMBAS SYNARGY GROUP (CR) (50% weighting)

- **FTSE/ATHEX Personal – Household Goods Index**

	Stock Name
<b>Stocks for addition:</b>	RIDENCO S.A. (CB) (50% weighting)

- **FTSE/ATHEX Food - Beverage Index**

	Stock Name
<b>Stocks for addition:</b>	EBIK S.A. (CR) (50% weighting)

- **FTSE/ATHEX Travel - Leisure Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	REGENCY ENTERTAINMENT S.A. (CR)
	No replacement by shares of another company

- **FTSE/ATHEX Banks Index**

	Stock Name
<b>Stocks for deletion:</b>	ATTICA BANK S.A. (CR)
	No replacement by shares of another company

The aforementioned changes will be put into effect prior to the start of the trading session of the ATHEX on Monday, October 9, 2006.

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
<input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>						
Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:	<input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>			



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**20/10/2006**  
**Semi-annual review in the composition of ATHEX indices**

Following the semi-annual meeting of the Athex Index Advisory Committee on Friday, 20 October 2006, the following changes were announced.  
The changes will be on Monday, 6 November 2006.

In detail:

- For the **Athex Composite Share Price Index**, a total of four (4) additions and four (4) deletions from were approved.
- For the **Athex Composite Total Return Index**, a total of four (4) additions and four (4) deletions from were approved.
- For the **Athex High Velocity Index**, a total of seven (7) additions, seven (7) deletions and four (4) weight changes to existing constituents were approved.

According to article 4.1.5 of the Index Ground Rules, which is applied for the first time, shares participating **either into the current or the new composition** of the High Velocity Index are not eligible to participate into the Athex Composite Share Price Index and the Athex Composite Total Return Index.

**See in detail all the changes in the files attached**  
([Athex Composite Share Price Index](#), [Athex High Velocity Index](#)).



## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	BOC	BANK OF CYPRUS LTD (CR)	8,5	100,00
2	NIR	NIREFS SA (CR)	63,5	100,00
3	HYGEIA	YGEIA SA (CR)	64,0	100,00
4	LAMPS	LAMPSA HOTEL SA (CR)	67,5	100,00

### Index Deletions

No	System Code	Share Name	Rank	Reason
1	ATE	ATE (CR)	10,5	Rebalancing Deletion ***
2	ALTEC	ALTEC SA (CR)	41,5	Constituent of High Velocity Index
3	KARD	CARDASSILARIS SA (CR)	70,5	Low Ranking
4	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS SA (CR)	75,5	Low Ranking

### Index Reserve List

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	PTEX	PANTECHNIKI SA (CR)	69,5	100,00
2	ELME	ELMEC SPORT SA (CR)	70,0	100,00
3	EUROM	EUROMEDICA SA (CR)	70,5	100,00
4	KARD	CARDASSILARIS SA (CR)	70,5	100,00
5	FGE	F.G. EUROPE S.A. (CR)	74,0	100,00
6	OTOEL	AUTOHELLAS SA (CR)	74,5	100,00
7	TELET	TELETIPOS SA (CR)	75,0	100,00
8	REI	PIRAEUS R.E.I.C. (CR)	75,0	100,00
9	OLTH	TPA SA (CR)	75,0	100,00
10	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS SA (CR)	75,5	100,00

### Notes

\* Evaluation Period 01/04/2006 - 29/09/2006

\*\* Changes will be effective after the close of business of the 1st Friday of November

\*\*\* Critirio 5.2.2 of the Index Ground Rules



## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking (1)	Value Ranking (2)	Total Ranking (3)	Share Rank in Sector (4)	New Index	Comments
1	ETE	NATIONAL BANK (CR)	8355 Banks	13.721.229.291,80	5.089.763.360,28	CI	1	1	1,0	1	CI	
2	OPAP	OPAP SA (CR)	5752 Gambling	8.958.557.398,37	2.531.551.085,82	CI	3	2	2,5	1	CI	
3	EUROB	EFG EUROBANK ERGASIAS SA (CR)	8355 Banks	9.060.772.714,05	1.486.212.015,46	CI	2	6	4,0	2	CI	
4	HTO	OTE SA (CR)	6535 Fixed Line Telecommunications	8.727.988.590,59	1.906.065.774,62	CI	4	4	4,0	1	CI	
5	ALPHA	ALPHA BANK SA (CR)	8355 Banks	8.384.675.215,36	1.951.309.008,60	CI	5	3	4,0	3	CI	
6	TPEIR	PIRAEUS BANK SA (CR)	8355 Banks	5.242.375.663,42	1.586.294.225,16	CI	8	5	6,5	4	CI	
7	BOC	BANK OF CYPRUS LTD (CR)	8355 Banks	4.013.899.184,77	1.121.491.344,30		10	7	8,5	5	CI	New Listing
8	COSMO	COSMOTE SA (CR)	6575 Mobile Telecommunications	6.124.914.202,87	669.445.170,66	CI	6	12	9,0	1	CI	
9	PPC	PPC SA (CR)	7535 Electricity	4.410.640.650,41	794.012.250,96	CI	9	9	9,0	1	CI	
10	ATE	ATE (CR)	8355 Banks	3.828.042.437,15	755.572.338,06	CI	11	10	10,5	7		Deletion
11	EEEK	COCA-COLA HBC (CB)	3537 Soft Drinks	6.027.006.003,90	444.855.839,64	CI	7	15	11,0	1	CI	
12	MOH	MOTOR OIL (HELLAS) REFINERIE	533 Exploration & Production	2.368.251.896,52	696.754.904,38	CI	15	11	13,0	1	CI	
13	TITK	TITAN CEMENT CO (CR)	2353 Building Materials & Fixtures	2.976.074.013,50	437.810.798,92	CI	14	16	15,0	1	CI	
14	GERM	GERMANOS SA (CR)	5379 Specialty Retailers	1.511.358.052,81	448.996.654,52	CI	18	14	16,0	1	CI	
15	ELTEX	ELL. TECHNODOMIKI TEB SA (CR)	2357 Heavy Construction	1.260.524.576,97	487.909.329,20	CI	20	13	16,5	1	CI	
16	INLOT	INTRALOT SA (CR)	5752 Gambling	1.703.876.985,12	414.582.249,20	CI	16	18	17,0	2	CI	
17	ELPE	HEL. PETROLEUM SA (CR)	537 Integrated Oil & Gas	3.257.784.047,68	250.520.974,24	CI	13	23	18,0	1	CI	
18	MYTIL	MYTILINEOS HOLDINGS SA (CR)	1755 Nonferrous Metals	825.007.299,75	416.830.179,88	CI	23	17	20,0	1	CI	
19	EXAE	HELLENIC EXCHANGES SA (CR)	8777 Investment Services	929.657.197,13	320.571.844,54	CI	22	20	21,0	1	CI	
20	INTRK	INTRACOM HOLDINGS (CR)	9578 Telecommunications Equipment	702.890.053,76	301.004.537,30	CI	27	22	24,5	1	CI	
21	BIOX	VIOHALCO SA (CB)	2727 Diversified Industrials	1.567.574.441,96	118.279.436,68	CI	17	33	25,0	1	CI	
22	ALEK	ALUMINIUM OF GREECE SA (CR)	1753 Aluminum	740.039.056,39	178.925.923,54	CI	26	24	25,0	1	CI	
23	HRAK	HERACLES GEN.CEMENT CO. (CR)	2353 Building Materials & Fixtures	1.020.019.508,20	125.023.563,96	CI	21	32	26,5	2	CI	
24	FOLLI	FOLLI - FOLLIE SA (CR)	3763 Clothing & Accessories	667.841.192,07	135.300.866,42	CI	29	29	29,0	1	CI	
25	VOVOS	BABIS VOVOS SA (CR)	8733 Real Estate Holding & Developpr	628.427.736,59	144.101.865,58	CI	31	28	29,5	1	CI	
26	EYDAP	EYDAP S.A. (CR)	7577 Water	742.660.000,00	108.953.065,34	CI	25	36	30,5	1	CI	
27	OLYMP	TECHNICAL OLYMPIC SA (CR)	3728 Home Construction	494.645.121,95	176.582.640,35	CI	37	25	31,0	1	CI	
28	GEK	GEK S.A. (CR)	8733 Real Estate Holding & Developpr	442.276.846,83	163.188.556,86	CI	40	26	33,0	2	CI	
29	BELA	JUMBO SA (CR)	3747 Toys	633.280.545,43	88.039.645,97	CI	30	38	34,0	1	CI	
30	NEOCHI	NEOCHIMIKI S.A. (CR)	1353 Commodity Chemicals	439.486.829,27	158.971.384,88	CI	41	27	34,0	1	CI	
31	ASETH	ETHNIKI INSURANCE CO (CR)	8536 Property & Casualty Insurance	802.351.527,80	74.444.343,46	CI	24	45	34,5	1	CI	

ΠΑ



## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking (1)	Value Ranking (2)	Total Ranking (3)	Share Rank in Sector (4)	New Index	Comments
32	TERNA	TERNA SA (CR)	2357	Heavy Construction	487.388.125,85	129.150.986,20	CI	39	31	35,0	2	CI
33	HDF	HELL. DUTY FREE SHOPS SA (CR)	5379	Specialty Retailers	695.883.857,72	76.756.375,70	CI	28	43	35,5	2	CI
34	FRIGO	FRIGOGLASS SA (CR)	2757	Industrial Machinery	492.416.260,16	79.224.297,92	CI	38	41	39,5	1	CI
35	METKK	METKA SA (CR)	2757	Industrial Machinery	391.597.709,72	114.549.570,80	CI	45	34	39,5	2	CI
36	AVAX	J & P - AVAX SA (CR)	2357	Heavy Construction	399.445.853,66	96.243.185,66	CI	44	37	40,5	3	CI
37	FOYRK	FOURLIS (CR)	3722	Durable Household Products	586.339.691,27	68.085.500,96	CI	32	50	41,0	1	CI
38	ALTEC	ALTEC SA (CR)	9533	Computer Services	203.520.779,27	315.807.673,72	CI	62	21	41,5	1	Deletion
39	VIVART	VIVARTIA SA (CR)	3577	Food Products	563.094.484,34	66.265.322,16	CI	33	51	42,0	1	CI
40	SIDE	SIDENOR SA (CB)	1757	Steel	536.032.879,62	71.129.180,46	CI	36	49	42,5	1	CI
41	ATTICA	ATTICA HOLDINGS S.A. (CB)	5759	Travel & Tourism	406.107.963,90	76.591.263,90	CI	42	44	43,0	1	CI
42	MHXAK	MICHANIKI SA (CR)	2357	Heavy Construction	208.273.663,22	132.488.269,09	CI	61	30	45,5	4	CI
43	ELBA	ELVAL SA. (CB)	1753	Aluminum	341.974.140,86	73.211.937,96	CI	48	47	47,5	2	CI
44	IASO	IASO SA (CR)	4533	Health Care Providers	244.837.610,81	85.767.530,32	CI	58	39	48,5	1	CI
45	IATR	ATHENS MEDICAL CENTER SA (CR)	4533	Health Care Providers	330.440.448,47	63.274.226,14	CI	49	53	51,0	2	CI
46	BSTAR	BLUE STAR MARITIME S.A. (CB)	5759	Travel & Tourism	306.326.829,27	63.607.392,74	CI	52	52	52,0	2	CI
47	MAIK	M.J. MAILLIS SA (CR)	2723	Containers & Packaging	200.338.096,79	77.040.151,35	CI	63	42	52,5	1	CI
48	XAKO	HALKOR SA (CB)	1755	Nonferrous Metals	345.089.693,15	46.262.246,11	CI	47	59	53,0	2	CI
49	NOTOS	NOTOS COM HOLDINGS SA (CR)	5373	Broadline Retailers	222.116.441,67	72.953.837,62	CI	60	48	54,0	1	CI
50	SAR	GR. SARANTIS SA (CR)	3767	Personal Products	309.784.166,57	48.422.945,92	CI	51	58	54,5	1	CI
51	ROKKA	CH. ROKAS SA (CR)	7535	Electricity	351.326.832,01	33.447.142,58	CI	46	66	56,0	2	CI
52	DOL	DOL SA (CR)	5557	Publishing	244.080.731,71	50.594.344,05	CI	59	57	58,0	1	CI
53	MINOA	MINOAN LINES SA (CR)	5759	Travel & Tourism	256.867.446,83	42.738.276,48	CI	57	60	58,5	3	CI
54	LAMDA	LAMDA DEVELOPMENT SA (CR)	8733	Real Estate Holding & Developpr	310.049.600,76	23.437.331,80	CI	50	69	59,5	3	CI
55	FORTH	FORTHnet SA (CR)	9535	Internet	285.824.243,01	36.789.979,24	CI	54	65	59,5	1	CI
56	ARBA	S & B IND. MINERALS (CR)	1775	General Mining	281.758.534,43	27.748.071,48	CI	55	67	61,0	1	CI
57	QUEST	Info-Quest SA (CR)	9533	Computer Services	177.698.817,29	53.168.011,65	CI	66	56	61,0	2	CI

ΠΑΝΕΛ



## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking (1)	Value Ranking (2)	Total Ranking (3)	Share Rank in Sector (4)	New Index	Comments	
58	ELAI	ELAIS-UNILEVER SA (CR)	3577	Food Products	289.612.495,61	21.887.822,02	CI	53	72	62,5	2	CI	
59	ASTIR	ASTIR PALACE SA (CR)	5753	Hotels	270.568.878,05	22.999.495,28	CI	56	71	63,5	1	CI	
60	NIR	NIREFS SA (CR)	3573	Farming & Fishing	140.840.165,96	60.315.215,15		72	55	63,5	1	CI	New Listing
61	HYGEIA	YGEIA SA (CR)	4533	Health Care Providers	165.702.113,82	42.231.008,80		67	61	64,0	3	CI	New Listing
62	LAMPS	LAMPSA HOTEL SA (CR)	5753	Hotels	181.486.311,54	23.415.838,10		65	70	67,5	2	CI	New Listing
63	KARD	CARDASSILARIS SA (CR)	3577	Food Products	110.547.394,89	37.528.988,42	CI	77	64	70,5	3		Deletion
64	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS SA (CR)	9572	Computer Hardware	136.845.736,59	12.028.020,64	CI	74	77	75,5	1		Deletion
<b>Totals of New Index</b>					<b>108.409.389.933,34</b>	<b>24.707.589.598,36</b>						<b>60</b>	
<b>Totals of Current Index</b>					<b>108.186.418.505,15</b>	<b>24.581.073.212,85</b>	<b>60</b>						

### Notes

\* Evaluation Period 01/04/2006 - 29/09/2006

\*\* Changes will be effective after the close of business of the 1st Friday of November

ΠΑΝΕΠΙΣΤ

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
<input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>						
Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:	<input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>			



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**28/03/2007**  
**Changes in the composition of ATHEX indices**

Following the Decision of the BoD of the Hellenic Market Capital Commission for the cease of trading of the shares of the company "GERMANOS S.A." and according to the Ground Rules for the Management & Calculation of the ATHEX Indices, the shares of the Company will be deleted, as of **March 29, 2007**, from the composition of the Indices:

- Athex Composite Share Price Index
- Athex Composite Total Return Index

and will be replaced by the shares of the company "PANTECHNIKI S.A." with investability weight 100% (both Indices).

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:   Stock Symbol Search:   Member Search:

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**25/04/2007**  
**Semi-Annual Review of ATHEX INDICES**

Following the semi-annual meeting of the Athex Index Advisory Committee on Wednesday, 25 April 2007, the following changes were announced.

In detail:

- For the **Athex Composite Share Price Index**, a total of four (4) additions and four (4) deletions were approved.
- For the **Athex Composite Total Return Index**, a total of four (4) additions and four (4) deletions were approved.
- For the **Athex High Velocity Index**, a total of eight (8) additions, seven (7) deletions and four (4) weight changes to existing constituents were approved.

All changes will be effective before the start of business Monday, 7 May 2007.

**See in detail all the changes in the files attached**  
[Athex Composite Share Price Index](#),  
[Athex High Velocity Index](#).



## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Comments	Comments
1	ETE	NATIONAL BANK (CR)	8355 Banks	6,445,213,853.76	CI	1	1	1.0	1	CI		
2	HTO	OTE (KO)	6535 Fixed Line Telecommunications	3,140,836,941.46	CI	3	2	2.5	1	CI		
3	EUROB	EUROBANK EFG (KO)	8355 Banks	2,160,989,812.22	CI	2	5	3.5	2	CI		
4	ALPHA	ALPHA BANK (KO)	8355 Banks	3,116,056,786.26	CI	4	3	3.5	3	CI		
5	OPAP	ΟΠΑΠ (KO)	5752 Gambling	2,120,708,581.10	CI	5	6	5.5	1	CI		
6	TPEIR	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (KO)	8355 Banks	2,435,124,459.10	CI	8	4	6.0	4	CI		
7	COSMO	COSMOTE (KO)	6575 Mobile Telecommunications	994,962,920.42	CI	6	10	8.0	1	CI		New Listing
8	MARFB	MARFIN POPULAR BANK (KO)	8355 Banks	1,209,293,320.58	CI	9	8	8.5	5	CI	New Listing	
9	BOC	ΚΥΠΡΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑ (KO)	8355 Banks	1,470,257,527.78	CI	10	7	8.5	6	CI	Deletion	
10	EEEK	COCA - COLA ΤΡΙΑ ΕΨΙΛΟΝ (KA)	3537 Soft Drinks	734,253,307.28	CI	7	13	10.0	1	CI		Deletion
11	PPC	ΔΕΗ (KO)	7535 Electricity	1,031,304,145.74	CI	11	9	10.0	1	CI		
12	TITK	TITAN (KO)	2353 Building Materials & Fixtures	632,051,037.68	CI	14	16	15.0	1	CI		
13	MOH	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (KO)	533 Exploration & Production	733,997,348.06	CI	17	14	15.5	1	CI		
14	INLOT	ΙΝΤΡΑΛΟΤ (KO)	5752 Gambling	860,404,124.36	CI	19	12	15.5	2	CI		
15	MYTIL	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (KO)	1755 Nonferrous Metals	901,931,831.84	CI	21	11	16.0	1	CI		
16	ELPE	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (KO)	537 Integrated Oil & Gas	293,664,867.70	CI	13	21	17.0	1	CI		
17	ELTEX	ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ (KO)	2357 Heavy Construction	637,425,597.88	CI	20	15	17.5	1	CI		
18	EXAE	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (KO)	8777 Investment Services	487,470,181.00	CI	23	19	21.0	1	CI		
19	BIOX	ΒΙΟΧΑΛΚΟ (KA)	2727 Diversified Industrials	218,782,614.90	CI	18	30	24.0	1	CI		
20	BELA	JUMBO (KO)	3747 Toys	227,448,436.62	CI	24	28	26.0	1	CI		
21	FOLLI	FOLLI - FOLLIE (KO)	3763 Clothing & Accessories	230,324,767.04	CI	26	26	26.0	1	CI		
22	SIDE	ΣΙΔΕΝΟΡ (KA)	1757 Steel	251,633,736.12	CI	28	25	26.5	1	CI		
23	ALEK	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (KO)	1753 Aluminum	296,525,601.14	CI	33	20	26.5	1	CI		
24	VIVART	VIVARTIA (KO)	3577 Food Products	204,097,436.06	CI	25	31	28.0	1	CI		
25	VOVOS	ΒΩΒΟΣ ΜΠΑΜΠΗΣ (KO)	8733 Real Estate Holding & Developn	226,651,837.06	CI	27	29	28.0	1	CI		
26	INTRK	INTRACOM HOLDINGS (KO)	9578 Telecommunications Equipment	254,234,322.34	CI	36	24	30.0	1	CI		
27	NEOCHI	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ (KO)	1353 Commodity Chemicals	292,659,470.60	CI	38	22	30.0	1	CI		
28	METKK	ΜΕΤΚΑ (KO)	2757 Industrial Machinery	260,924,215.52	CI	41	23	32.0	1	CI		
29	GEK	ΓΕΚ (KO)	8733 Real Estate Holding & Developn	230,317,934.28	CI	40	27	33.5	2	CI		
30	FOYRK	FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (KO)	3722 Durable Household Products	112,293,691.02	CI	29	42	35.5	1	CI		
31	FRIGO	FRIGOGLASS (KO)	2757 Industrial Machinery	118,637,271.32	CI	35	39	37.0	2	CI		





## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Comments	Comments
32	ASETH	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ (ΚΟ)	8536 Property & Casualty Insurance	104,665,158.16	CI	32	44	38.0	1	CI		
33	HRAK	ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΓΕΤ (ΚΟ)	2353 Building Materials & Fixtures	73,993,934.04	CI	22	54	38.0	2	CI		
34	EYDAP	ΕΥΔΑΠ (ΚΟ)	7577 Water	89,256,664.26	CI	30	46	38.0	1	CI		
35	TERNA	ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	2357 Heavy Construction	139,248,038.52	CI	39	38	38.5	2	CI		
36	XAKO	ΧΑΛΚΟΡ (ΚΑ)	1755 Nonferrous Metals	163,295,814.14	CI	45	34	39.5	2	CI		
37	HDF	ΚΑΕ (ΚΟ)	5379 Specialty Retailers	79,654,146.22	CI	31	50	40.5	1	CI		
38	LAMDA	LAMDA DEVELOPMENT(ΚΟ)	8733 Real Estate Holding & Developm	107,180,754.68	CI	43	43	43.0	3	CI		Deletion
39	ELBA	ΕΛΒΑΛ (ΚΑ)	1753 Aluminum	117,864,159.17	CI	47	40	43.5	2	CI		
40	MHXAK	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	2357 Heavy Construction	186,202,130.34	CI	57	32	44.5	3	CI		
41	FORTH	FORTHNET (ΚΟ)	9535 Internet	117,575,698.70	CI	49	41	45.0	1	CI		
42	ATTICA	ΑΤΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	5759 Travel & Tourism	78,911,718.82	CI	46	51	48.5	1	CI		
43	LADET	ΛΑΜΔΑ ΝΤΙΤΕΡΤΖΕΝΤ (ΚΟ)	1353 Commodity Chemicals	154,762,543.92		63	35	49.0	2	CI	New Listing	
44	HYGEIA	ΥΓΕΙΑ (ΚΟ)	4533 Health Care Providers	143,003,913.23	CI	62	37	49.5	1	CI		
45	MINOA	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΕ (ΚΟ)	5759 Travel & Tourism	88,192,470.60	CI	55	47	51.0	2	CI		
46	AVAX	J. & P. - ΑΒΑΞ (ΚΟ)	2357 Heavy Construction	66,963,382.72	CI	44	59	51.5	4	CI		
47	OLYMP	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ (ΚΟ)	3728 Home Construction	83,278,811.60	CI	54	49	51.5	1	CI		
48	SAR	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΓΡ. (ΚΟ)	3767 Personal Products	84,588,254.48	CI	56	48	52.0	1	CI		
49	IASO	ΙΑΣΩ (ΚΟ)	4533 Health Care Providers	56,060,887.40	CI	53	62	57.5	2	CI		
50	BSTAR	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ (ΚΑ)	5759 Travel & Tourism	54,662,655.54	CI	52	65	58.5	3	CI		
51	EUPRO	EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ (	8737 Real Estate Investment Trusts	43,400,085.30		48	70	59.0	1	CI	New Listing	
52	IATR	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ (ΚΟ)	4533 Health Care Providers	45,193,514.36	CI	50	69	59.5	3	CI		
53	NOTOS	NOTOS COM (ΚΟ)	5373 Broadline Retailers	67,849,363.96	CI	61	58	59.5	1	CI		
54	MAIK	ΜΑΪΛΛΗΣ Μ.Ι.(ΚΟ)	2723 Containers & Packaging	69,257,271.48	CI	68	56	62.0	1	CI		
55	ARBA	Σ & Β ΒΙΟΜΗΧ. ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)	1775 General Mining	52,250,657.64	CI	59	66	62.5	1	CI		
56	ROKKA	ΡΟΚΑΣ Χ. (ΚΟ)	7535 Electricity	35,358,253.04	CI	51	76	63.5	2	CI		
57	QUEST	INFO - QUEST (ΚΟ)	9533 Computer Services	66,783,650.02	CI	67	60	63.5	1	CI		

ΠΑΝΕΛ





## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Comments	Comments
58	NIR	NHPEYΣ (KO)	3573 Farming & Fishing	70,840,117.36	CI	72	55	63.5	1	CI		
59	DOL	ΔΟΛ (KO)	5557 Publishing	54,672,635.67	CI	65	64	64.5	1	CI		
60	LAMPS	ΛΑΜΨΑ (KO)	5753 Hotels	39,278,867.88	CI	58	73	65.5	1	CI		New Listing
61	NEL	NEΛ (KO)	5759 Travel & Tourism	74,895,912.96		82	53	67.5	4	CI	New Listing	New Listing
62	ASTIR	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ (KO)	5753 Hotels	33,269,156.06	CI	60	77	68.5	2		Deletion	New Listing
63	ELME	ELMEC SPORT (KO)	3763 Clothing & Accessories	62,995,774.85	CI	77	61	69.0	2		Deletion	Deletion
63	PTEX	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ (KO)	2357 Heavy Construction	42,176,910.38	CI	70	71	70.5	5		Deletion	Deletion
<b>Totals of New Index</b>				<b>33,469,361,916.67</b>						<b>60</b>		
<b>Totals of Current Index</b>				<b>33,595,709,422.98</b>	<b>60</b>							

### Notes

- \* Evaluation Period 01/10/2006 - 30/03/2007
- \*\* Changes will be effective before the start of business of Monday May, 07 2007

ΠΑΝΕΠΙΣΤ

## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>MARFB</b>	MARFIN POPULAR BANK (CR)	<b>8.5</b>	100.00
2	<b>LADET</b>	LAMDA DETERGENT S.A. (CR)	<b>49.0</b>	100.00
3	<b>EUPRO</b>	EUROBANK PROPERTIES REIC (CR)	<b>59.0</b>	100.00
4	<b>NEL</b>	NEL SA (CR)	<b>67.5</b>	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share Name	Rank	Reason
1	<b>BOC</b>	BANK OF CYPRUS (CR)	<b>8.5</b>	Sectoral Restriction ***
2	<b>ASTIR</b>	ASTIR PALACE SA (CR)	<b>68.5</b>	Low Ranking
3	<b>ELME</b>	ELMEC SPORT SA (CR)	<b>69.0</b>	Low Ranking
4	<b>PTEX</b>	PANTECHNIKI SA (CR)	<b>70.5</b>	Low Ranking

### Index Reserve List

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>ASTIR</b>	ASTIR PALACE SA (CR)	<b>68.5</b>	100.00
2	<b>EUROM</b>	EUROMEDICA SA (CR)	<b>69.0</b>	100.00
3	<b>ELME</b>	ELMEC SPORT SA (CR)	<b>69.0</b>	100.00
4	<b>PTEX</b>	PANTECHNIKI SA (CR)	<b>70.5</b>	100.00
5	<b>AXON</b>	AXON HOLDING SA (CR)	<b>71.5</b>	100.00
6	<b>OLTH</b>	TPA SA (CR)	<b>72.5</b>	100.00
7	<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS SA (CR)	<b>73.5</b>	100.00
8	<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES (CR)	<b>73.0</b>	100.00
9	<b>SCIENS</b>	SCIENS INTL HOLDINGS SA (CR)	<b>76.0</b>	100.00
10	<b>PLAIS</b>	PLAISIO COMPUTERS SA (CR)	<b>79.0</b>	100.00

### Notes

- \* Evaluation Period 01/10/2006 - 30/03/2007
- \*\* Changes will be effective before the start of business of Monday May, 07 2007
- \*\*\* Critirio 5.2.2 of the Index Ground Rules

PLANET

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:   Stock Symbol Search:   Member Search:

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**24/05/2007**  
**Changes in the composition of the Athens Exchange Indices**

Due to the merger through acquisition of the companies "EBIK S.A." and "LAMDA DETERGENT S.A." by the company "VETERIN S.A." the following changes will take place in the composition of the Athens Exchange Indices.

**Athex Composite Share Price Index**  
The shares of the company "LAMDA DETERGENT S.A." are removed from the index and replaced by the shares of the company "ASTIR PALACE VOULIAGMENI S.A." with investability weight 100%.

**Athex Composite Total Return Index**  
The shares of the company "LAMDA DETERGENT S.A." are removed from the index and replaced by the shares of the company "ASTIR PALACE VOULIAGMENI S.A." with investability weight 100%.

**FTSE/Athex SmallCap 80**  
The shares of the company «EBIK S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «ELEFTHERI TILEORASI S.A.» with investability weight 30%.

**FTSE/Athex 140**  
The shares of the companies «EBIK S.A.» and «LAMDA DETERGENT S.A.» are removed from the index. The shares of the company «ELEFTHERI TILEORASI S.A.» are added into the index with investability weight 30% following the addition of the company?s shares into FTSE/Athex SmallCap 80 Index.

**FTSE/Athex Food & Beverages**  
The shares of the company «EBIK S.A.» are removed from the index without been replaced by the shares of another company.

**FTSE/Athex Media**  
The shares of the company «ELEFTHERI TILEORASI S.A.» are added into the index with investability weight 30% following the addition of the company?s shares into FTSE/Athex 140 Index.

**FTSE/Athex Chemicals**  
The shares of the company «LAMDA DETERGENT S.A.» are removed from the index without been replaced by the shares of another company.

**All changes are effective from Friday, May 25 2007**

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:   Stock Symbol Search:   Member Search:

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**28/06/2007**  
**Changes in the composition of the Athens Exchange Indices**

Following the Decision of the ATHEX BoD on June 28, 2007, referring to changes in the composition of the Category Trading Status the following changes will be realized in the composition of the Athens Exchange Indices.

More specifically:

- **Athex Composite Share Price Index**  
The shares of the company "NOTOS COM HOLDINGS S.A." are removed from the index and replaced by the shares of the company "EUROMEDICA S.A." with investability weight 100%.
- **Athex Composite Total Return Index**  
The shares of the company "NOTOS COM HOLDINGS S.A." are removed from the index and replaced by the shares of the company "EUROMEDICA S.A." with investability weight 100%.

All changes will be effective before the start of business of **Friday, June 29 2007**



## PRESS RELEASE

September 28, 2007

### CHANGES IN THE COMPOSITION OF THE ATHENS EXCHANGE INDICES

Due to the merger through acquisition of the companies «ALUMINUM OF GREECE S.A.» and «DELTA PROJECT S.A.» by the company «MYTILINEOS HOLDINGS S.A.» the following changes will take place in the composition of the Athens Exchange Indices.

- **Athex Composite Share Price Index**

The shares of the company «ALUMINUM OF GREECE S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «ELMEC SPORT S.A.» with investability weight 100%.

- **Athex Composite Total Return Index**

The shares of the company «ALUMINUM OF GREECE S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «ELMEC SPORT S.A.» with investability weight 100%.

- **FTSE/Athex Mid 40**

The shares of the company «ALUMINUM OF GREECE S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «MICHANIKI S.A.» with investability weight 75%.

- **FTSE/Athex International**

The shares of the companies «ALUMINUM OF GREECE S.A.» and «DELTA PROJECT S.A.» are removed from the index without replacement.

- **FTSE/Athex 140**



## PRESS RELEASE

The shares of the companies «ALUMINUM OF GREECE S.A.» and «DELTA PROJECT S.A.» are removed from the index without replacement.

- **FTSE/Athex Basic Resources**

The shares of the company «ALUMINUM OF GREECE S.A.» are removed from the index without replacement.

- **FTSE/Athex Constructions & Materials**

The shares of the company «DELTA PROJECT S.A.» are removed from the index without replacement.

- **High Velocity Index**

The shares of the company «DELTA PROJECT S.A.» are removed from the index without replacement.

**All changes are effective from Monday, October 01 2007**

Markets Data | Indices | Companies | Members | **Announcements** | About ATHEX | New Markets

The Alternative Market (EN.A.) | Exchange Traded Funds (ETFs)

Listed Company Search:  Search | Stock Symbol Search:  Search | Member Search:  Search



**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**26/10/2007**  
**Changes in the composition of the ATHEX Indices**

Due to the transfer of the shares of the Companies 'VIVARTIA S.A.', 'ETHNIKI GENERAL INSURANCE CO. S.A.', 'LIBERIS PUBLICATIONS S.A.' and 'UNISYSTEMS S.A.', to the Special Characteristics Category Trading, the following changes will be realized in the composition of the Athens Exchange Indices:

- **Athex Composite Share Price Index & Athex Composite Total Return Index**  
The shares 'VIVARTIA S.A. (CR)' and 'ETHNIKI GENERAL INSURANCE CO. S.A. (CR)' are removed from the composition of the index and replaced by the shares 'PANTECHNIKI S.A. (CR)' and 'AXON S.A. HOLDINGS (CR)' with investability weight 100%.

The aforementioned changes will be put into effect prior to the start of the trading session of ATHEX on **Monday, October 29, 2007**.

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
<input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>						
Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:				
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>				
<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>				



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**02/11/2007**  
**Semi-Annual review of ATHEX indices**

Following the semi-annual meeting of the Athex Index Advisory Committee on Wednesday, 25 April 2007, the following changes were announced.

In detail:

- For the **Athex Composite Share Price Index**, a total of six (6) additions and six (6) deletions were approved.
- For the **Athex Composite Total Return Index**, a total of six (6) additions and six (6) deletions were approved.
- For the **Athex High Velocity Index**, a total of fifteen (15) additions, seven (7) deletions and three (3) weight changes to existing constituents were approved.

All changes will be effective before the start of business **Monday, December 03 2007**.

See in detail all the changes in the [file attached](#)



## ATHEX COMPOSITE PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>ANEK</b>	ANEK LINES S.A. (CR)	<b>37.0</b>	100.00
2	<b>SOLK</b>	CORINTH PIPEWORKS S.A. (CR)	<b>41.0</b>	100.00
3	<b>ALTEC</b>	ALTEC S.A. (CR)	<b>45.5</b>	100.00
4	<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	<b>54.5</b>	100.00
5	<b>KLM</b>	I. KLOUKINAS - I. LAPPAS S.A. CON. /	<b>54.0</b>	100.00
6	<b>LAVI</b>	LAVIPHARM S.A. (CR)	<b>60.5</b>	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	<b>QUEST</b>	Info-Quest S.A. (CR)	<b>69.0</b>	Auto Deletion
2	<b>AXON</b>	AXON S.A. HOLDING (CR)	<b>72.0</b>	Auto Deletion
3	<b>HRAK</b>	HERACLES GEN.CEMENT COMPANY S.	---	Invalid Category
4	<b>HDF</b>	DUTY FREE SHOPS S.A. (CR)	---	Invalid Category
5	<b>LAMPS</b>	LAMPSA HOTEL S.A. (CR)	---	Invalid Category
6	<b>PTEX</b>	PANTECHNIKI S.A. (CR)	---	Invalid Category

### Index Reserve List

No	System Code	Share	Rank	(%) Weight
1	<b>LODIS</b>	SINGULAR LOGIC S.A. (CR)	<b>64.5</b>	100.00
2	<b>ELKA</b>	HELLENIC CABLES S.A. (CR)	<b>66.5</b>	100.00
3	<b>SFA</b>	SFAKIANAKIS S.A. (CR)	<b>68.0</b>	100.00
4	<b>QUEST</b>	Info-Quest S.A. (CR)	<b>69.0</b>	100.00
5	<b>OLTH</b>	TPA S.A. (CR)	<b>69.5</b>	100.00
6	<b>SELO</b>	SELONDA AQUACULTURE S.A. (CR)	<b>69.5</b>	100.00
7	<b>AXON</b>	AXON S.A. HOLDING (CR)	<b>72.0</b>	100.00
8	<b>ELATH</b>	ELECTRONIKI ATHINON S.A. (CR)	<b>72.5</b>	100.00
9	<b>KAMP</b>	REDS S.A. (CR)	<b>74.5</b>	100.00
10	<b>PLAIS</b>	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	<b>75.0</b>	100.00

### Notes

\* Evaluation Period 01/10/2006 - 30/03/2007

\*\* Changes will be effective on December 03, 2007

## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Reserve List	Comments
1	ETE	NATIONAL BANK OF GREECE S.A.	8355 Banks	20,325,714,955.00	6,368,603,058.16	CI	1	1	1.0	1	CI		
2	HTO	HELLENIC TELECOM. ORGANISATI	6535 Fixed Line Telecommunications	11,108,376,295.98	3,923,536,724.72	CI	3	2	2.5	1	CI		
3	EUROB	EFG EUROBANK ERGASIAS S.A. (C	8355 Banks	12,161,908,441.96	2,290,599,955.36	CI	2	5	3.5	2	CI		
4	ALPHA	ALPHA BANK S.A. (CR)	8355 Banks	9,590,540,836.13	3,286,984,509.66	CI	4	3	3.5	3	CI		
5	TPEIR	PIRAEUS BANK S.A. (CR)	8355 Banks	7,636,262,775.96	2,393,094,181.66	CI	8	4	6.0	4	CI		
6	OPAP	OPAP S.A. (CR)	5752 Gambling	8,597,790,080.00	1,968,940,872.90	CI	5	6	5.5	1	CI		
7	MARFB	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC C	8355 Banks	7,195,202,999.26	1,709,018,804.00	CI	9	7	8.0	5	CI		
8	EEEK	COCA-COLA E.E.E. S.A. (CB)	3537 Soft Drinks	8,194,328,168.97	915,678,572.74	CI	6	11	8.5	1	CI		
9	COSMO	COSMOTE -MOBILE TELECOMMUN	6575 Mobile Telecommunications	7,639,194,152.48	1,097,969,927.22	CI	7	10	8.5	1	CI		
10	PPC	PPC S.A. (CR)	7535 Electricity	4,899,208,960.00	1,256,608,797.56	CI	11	9	10.0	1	CI		
11	TITK	TITAN CEMENT COMPANY S.A. (CI	2353 Building Materials & Fixtures	3,102,998,188.54	732,074,162.46	CI	14	13	13.5	1	CI		
12	INLOT	INTRALOT S.A. (CR)	5752 Gambling	1,937,158,986.46	677,531,128.66	CI	18	14	16.0	2	CI		
13	MYTIL	MYTILINEOS HOLDINGS S.A. (CR)	1755 Nonferrous Metals	1,506,805,571.38	518,563,321.00	CI	20	15	17.5	1	CI		
14	EXAE	HELLENIC EXCHANGES S.A. HOLD	8777 Investment Services	1,381,165,929.26	488,133,817.58	CI	23	16	19.5	1	CI		
15	MOH	MOTOR OIL (HELLAS) REFINERIE	533 Exploration & Production	2,184,374,486.45	372,717,795.60	CI	17	19	18.0	1	CI		
16	ELTEX	ELLINIKI TECHNODOMIKI TEB SA	2357 Heavy Construction	1,579,476,167.34	447,644,845.28	CI	19	17	18.0	1	CI		
17	ELPE	HELLENIC PETROLEUM S.A. (CR)	537 Integrated Oil & Gas	3,398,663,257.20	213,833,884.46	CI	13	29	21.0	1	CI		
18	BIOX	VIOHALCO (CB)	2727 Diversified Industrials	2,363,624,357.00	220,749,221.30	CI	15	28	21.5	1	CI		
19	SIDE	SIDENOR S.A. (FORMER ERLIKON)	1757 Steel	1,435,924,277.63	327,880,011.52	CI	22	21	21.5	1	CI		
20	METKK	METKA S.A. (CR)	2757 Industrial Machinery	806,373,057.15	259,201,334.58	CI	30	24	27.0	1	CI		
21	GEK	GENERAL CONSTRUCTION GROUPE	8733 Real Estate Holding & Developpr	817,307,431.07	263,171,455.34	CI	28	23	25.5	1	CI		
22	FOLLI	FOLLI - FOLLIE S.A. (CR)	3763 Clothing & Accessories	991,147,430.00	231,689,277.88	CI	25	27	26.0	1	CI		
23	BELA	JUMBO S.A. (CR)	3747 Toys	1,483,204,913.10	186,711,980.50	CI	21	32	26.5	1	CI		
24	VOVOS	BABIS VOVOS INTER/NAL TECHN	8733 Real Estate Holding & Developpr	829,781,222.40	240,807,241.10	CI	27	26	26.5	2	CI		
25	INTRK	INTRACOM S.A. HOLDINGS (CR)	9578 Telecommunications Equipment	568,865,876.13	333,187,325.86	CI	36	20	28.0	1	CI		
26	FOYRK	FOURLIS S.A.(CR)	3722 Durable Household Products	1,091,525,680.94	128,166,746.50	CI	24	37	30.5	1	CI		
27	NEOCHI	NEOCHIMIKI S.A. (CR)	1353 Commodity Chemicals	770,555,520.00	164,846,202.68	CI	31	33	32.0	1	CI		
28	FRIGO	FRIGOGLASS S.A.(CR)	2757 Industrial Machinery	863,552,000.00	96,726,821.32	CI	26	42	34.0	2	CI		
29	TERNA	TERNA S.A. (CR)	2357 Heavy Construction	609,084,782.40	133,493,503.20	CI	35	36	35.5	2	CI		
30	MHXAK	MICHANIKI S.A. (CR)	2357 Heavy Construction	475,534,894.71	207,342,797.00	CI	42	31	36.5	3	CI		
31	XAKO	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (I	1755 Nonferrous Metals	515,326,946.92	211,119,100.54	CI	41	30	35.5	2	CI		
32	ANEK	ANEK LINES S.A. (CR)	5759 Travel & Tourism	343,003,300.40	301,006,376.07		52	22	37.0	1	CI		New Addition

## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Reserve List	Comments
33	EYDAP	ATHENS WATER SUPPLY & SEWEF	7577 Water	809,297,760.00	84,373,093.46	CI	29	48	38.5	1	CI		
34	LAMDA	LAMDA DEVELOPMENT S.A. (CR)	8733 Real Estate Holding & Developpr	651,974,365.22	90,225,989.08	CI	33	45	39.0	3	CI		
35	ATTICA	ATTICA HOLDINGS S.A. (CB)	5759 Travel & Tourism	541,886,481.68	107,719,681.60	CI	38	39	38.5	2	CI		
36	SOLK	CORINTH PIPEWORKS S.A. (CR)	1757 Steel	758,987,870.21	76,372,262.92		32	50	41.0	2	CI		New Addition
37	SAR	GR. SARANTIS S.A.(CR)	3767 Personal Products	363,903,497.07	100,463,275.94	CI	50	41	45.5	1	CI		
38	HYGEIA	DIAGNOSTIC&THERAPEUTIC CEN	4533 Health Care Providers	304,513,440.00	158,594,813.62	CI	53	34	43.5	1	CI		
39	ALTEC	ALTEC S.A. (CR)	9533 Computer Services	197,430,478.08	246,196,384.89		66	25	45.5	1	CI		New Addition
40	FORTH	Forthnet (CR)	9535 Internet	404,720,326.56	93,147,421.40	CI	47	43	45.0	1	CI		
41	ELBA	ELVAL S.A. (CB)	1753 Aluminum	533,044,660.16	78,786,686.20	CI	39	49	44.0	1	CI		
42	IASO	IASO S.A. (CR)	4533 Health Care Providers	517,213,651.36	61,316,400.44	CI	40	55	47.5	2	CI		
43	AVAX	J. & P. - AVAX S.A. (CR)	2357 Heavy Construction	567,551,808.00	56,312,844.50	CI	37	57	47.0	4	CI		
44	SPRDER	SPRIDER STORES S.A. (CR)	5371 Apparel Retailers	282,968,605.93	62,302,182.96		55	54	54.5	1	CI		New Addition
45	OLYMP	TECHNICAL OLYMPIC S.A. (CR)	3728 Home Construction	267,920,300.00	105,669,729.13	CI	57	40	48.5	1	CI		
46	IATR	ATHENS MEDICAL C.S.A. (CR)	4533 Health Care Providers	453,911,426.75	46,948,515.48	CI	43	63	53.0	3	CI		
47	KLM	I. KLOUKINAS - I. LAPPAS S.A. CO	2357 Heavy Construction	229,608,751.78	86,813,968.82		61	47	54.0	5	CI		New Addition
48	BSTAR	BLUE STAR MARITIME S.A. (CB)	5759 Travel & Tourism	401,973,600.00	51,408,218.80	CI	48	60	54.0	3	CI		
49	ELME	ELMEC SPORT A.B.E.T.E. (CR)	3763 Clothing & Accessories	196,820,688.00	91,036,345.53	CI	67	44	55.5	2	CI		
50	EUROM	EUROMEDICA S.A. (CR)	4533 Health Care Providers	278,786,735.73	48,600,601.62	CI	56	61	58.5	4	CI		
51	DOL	LAMBRAKIS PRESS S.A. (CR)	5557 Publishing	236,297,680.00	64,880,046.96	CI	59	53	56.0	1	CI		
52	ARBA	S & B INDUSTRIAL MINERALS S.A	1775 General Mining	363,449,641.54	45,101,179.28	CI	51	65	58.0	1	CI		
53	ASTIR	ASTIR PALACE VOULIAGMENI S.A	5753 Hotels	300,190,272.00	56,124,580.82	CI	54	58	56.0	1	CI		
54	MAIK	M. J. MAILLIS S.A. (CR)	2723 Containers & Packaging	194,655,998.50	88,953,244.76	CI	68	46	57.0	1	CI		
55	NEL	MARITIME COMPANY OF LESVOS	5759 Travel & Tourism	122,900,697.51	133,931,105.71	CI	81	35	58.0	4	CI		
56	ROKKA	CH. ROKAS S.A. (CR)	7535 Electricity	411,460,997.54	42,019,848.26	CI	45	69	57.0	2	CI		
57	NIR	NIREFS S.A. (CR)	3573 Farming & Fishing	220,161,819.79	75,982,343.62	CI	62	51	56.5	1	CI		
58	LAVI	LAVIPHARM S.A. (CR)	4577 Pharmaceuticals	192,964,327.62	72,704,266.74		69	52	60.5	1	CI		New Addition
59	MINOA	MINOAN LINES S.A. (CR)	5759 Travel & Tourism	409,123,864.32	37,403,388.70	CI	46	71	58.5	5	CI		
60	EUPRO	EUROBANK PROPERTIES R.E.I.C. (	8737 Real Estate Investment Trusts	391,044,160.00	29,932,076.42	CI	49	74	61.5	1	CI		
61	LODIS	SINGULAR LOGIC S.A. (CR)	9533 Computer Services	157,289,844.10	61,284,573.94		73	56	64.5	2		CI	
62	OLTH	TPA S.A. (CR)	2777 Transportation Services	205,444,915.20	29,129,647.62		64	75	69.5	1		CI	
63	ELKA	HELLENIC CABLES S.A. (CR)	2733 Electrical Components & Equiprn	161,291,802.67	47,549,328.46		71	62	66.5	1		CI	
64	SFA	SFAKIANAKIS S.A. (CR)	5379 Specialty Retailers	257,950,691.23	21,473,954.54		58	78	68.0	1		CI	

## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Reserve List	Comments
65	SELO	SELONDA AQUACULTURE S.A. (CR)	3573 Farming & Fishing	123,329,388.87	55,530,179.28		80	59	69.5	2		CI	
66	QUEST	Info-Quest S.A. (CR)	9533 Computer Services	198,849,775.80	32,194,545.82	CI	65	73	69.0	3		CI	Deletion
67	ELATH	ELECTRONIKI ATHINON S.A. (CR)	5375 Home Improvement Retailers	124,994,880.00	44,765,272.12		79	66	72.5	1		CI	
68	AXON	AXON S.A. HOLDING (CR)	4533 Health Care Providers	130,311,851.53	44,058,378.92	CI	77	67	72.0	5		CI	Deletion
69	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	9572 Computer Hardware	172,312,320.00	15,078,823.30		70	80	75.0	1		CI	
70	KAMP	REDS S.A. (CR)	8733 Real Estate Holding & Developpr	159,150,875.95	23,685,486.04		72	77	74.5	4		CI	
71	HRAK	HERACLES GEN.CEMENT COMPAN	2353 Building Materials & Fixtures	1,255,445,711.18	96,723,307.84	CI							Deletion
72	HDF	DUTY FREE SHOPS S.A. (CR)	5379 Specialty Retailers	741,596,576.00	36,868,128.06	CI							Deletion
73	LAMPS	LAMPASA HOTEL S.A. (CR)	5753 Hotels	351,897,553.28	13,893,411.20	CI							Deletion
74	PTEX	PANTECHNIKI S.A. (CR)	2357 Heavy Construction	172,365,786.47	11,939,257.62	CI							Deletion
<b>Totals of New Index</b>				<b>137,008,745,847.57</b>	<b>34,260,954,252.07</b>						<b>60</b>	<b>10</b>	
<b>Totals of Current Index</b>				<b>137,854,249,767.81</b>	<b>33,651,235,839.13</b>	<b>60</b>							

### Notes

\* Evaluation Period 01/10/2006 - 30/03/2007

\*\* Changes will be effective on December 03, 2007

[Markets Data](#) | [Indices](#) | [Companies](#) | [Members](#) | [Announcements](#) | [About ATHEX](#) | [New Markets](#)

Listed Company Search:  Search | Stock Symbol Search:  Search | Member Search:  Search

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**10/01/2008**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Indices**

Due to the transfer of the shares of the Company 'ELMEC SPORT S.A.', as of January 11, 2008, to the Special Characteristics Category Trading, the following changes will be realized in the composition of the Athens Exchange Indices:

- ATHEX Composite Index & ATHEX Composite Index Total Return Index  
The shares of the company "ELMEC SPORT S.A." are deleted from the indices's composition and are replaced by the shares of the company "HELLENIC CABLES (CR)" with a 100% weighting.

The aforementioned changes will be put into effect prior to the start of the trading session of ATHEX on **Friday, 11 January 2008**.

[Code of Conduct](#) | [ATHEX Subscription Service](#) | [Daily Official List](#) | [Links](#) | [Contact](#) | [Disclaimer](#) | [© 1996-2011](#), Athens Exchange

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
Listed Company Search: <input type="text"/>		Stock Symbol Search: <input type="text"/>		Member Search: <input type="text"/>		
<input type="button" value="Search"/>		<input type="button" value="Search"/>		<input type="button" value="Search"/>		



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**11/01/2008**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Indices**

Due to the transfer of the shares of the Company **ATTICA HOLDING S.A.** (CB), as of January 14, 2008, to the Special Characteristics Category Trading, the following changes will be realized in the composition of the Athens Exchange Indices:

- **ATHEX Composite Index & ATHEX Composite Index Total Return Index**  
The shares of the company **ATTICA HOLDING S.A.** (CB) are deleted from the indices's composition and are replaced by the share **SFAKIANAKIS (CR)** with a 100% weighting.
- **FTSE/ATHEX Mid 40**  
The shares of the company **ATTICA HOLDING S.A.** (CB) are deleted from the index's composition and are replaced by the share **DIAGNOSTIC & THERAPEUTIC CENTRE OF ATHENS HYGEIA (CR)** with a 75% weighting.
- **FTSE/ATHEX International**  
The shares of the company **ATTICA HOLDING S.A.** (CB) are deleted from the index's composition without being replaced by the shares of another company.
- **FTSE/ATHEX 140**  
The shares of the company **ATTICA HOLDING S.A.** (CB) are deleted from the index's composition without being replaced by the shares of another company.
- **FTSE/ATHEX Travel & Leisure**  
The shares of the company **ATTICA HOLDING S.A.** (CB) are deleted from the index's composition without being replaced by the shares of another company.

The aforementioned changes will be put into effect prior to the start of the trading session of ATHEX on **Monday, 14 January 2008**.

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
						
Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:				
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>	

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**08/04/2008**  
**Changes in the Composition of the ATHEX INDICES**

Following the continuance of suspension of trading of the shares of «TECHNICAL OLYMPIC S.A.» and according to the Index Ground Rules, the following changes will take place in the composition of the Athex Indices.

- **Athex Composite Share Price Index**  
The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company "THESSALONIKI PORT AUTHORITY S.A." with investability weight 100%.
- **Athex Composite Index Total Return Index** The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company "THESSALONIKI PORT AUTHORITY S.A." with investability weight 100%.
- **FTSE/Athex Mid 40**  
The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company «ANEK LINES S.A.» with investability weight 100%.
- **FTSE/Athex International**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex 140**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex Personal & Household Goods**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.

All changes are effective from Wednesday, **April 09 2008**

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
Listed Company Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>						
Stock Symbol Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>		Member Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>				

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**06/05/2008**  
**Semi-Annual Review of ATHEX Indices**

Athens Exchange approved the review of its Indices as follows:

- For the Athex Composite Share Price Index, a total of five (5) additions and five (5) deletions were approved.
- For the Athex Composite Total Return Index, a total of five (5) additions and five (5) deletions were approved
- For the Athex High Velocity Index, a total of two (2) additions, fifteen (15) deletions and one (1) weight change to existing constituents were approved.

All changes will be effective before start of business Monday, **June 02 2008**.

See in detail all changes in the [file attached](#)



## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX CONSTITUENTS

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Reserve List	Comments
1	ETE	NATIONAL BANK OF GREECE S.A.	8355 Banks	20,246,599,601.82	8,073,071,979.02	CI	1	1	1.0	1	CI		
2	HTO	HELLENIC TELECOM. ORGANISAT	6535 Fixed Line Telecommunications	11,343,052,200.58	3,329,664,193.54	CI	3	3	3.0	1	CI		
3	EUROB	EFG EUROBANK ERGASIAS S.A. (C	8355 Banks	11,614,654,382.64	2,736,686,707.90	CI	2	5	3.5	2	CI		
4	ALPHA	ALPHA BANK S.A. (CR)	8355 Banks	9,481,593,726.38	3,378,775,628.90	CI	5	2	3.5	3	CI		
5	TPEIR	PIRAEUS BANK S.A. (CR)	8355 Banks	8,093,823,809.74	3,192,046,531.00	CI	7	4	5.5	4	CI		
6	PPC	PPC S.A. (CR)	7535 Conventional Electricity	6,957,223,606.56	2,589,493,391.08	CI	8	6	7.0	1	CI		
7	EEEK	COCA-COLA E.E.E. S.A. (CB)	3537 Soft Drinks	10,332,957,395.58	1,482,175,304.68	CI	4	11	7.5	1	CI		
8	OPAP	OPAP S.A. (CR)	5752 Gambling	8,131,153,114.75	1,799,320,052.96	CI	6	9	7.5	1	CI		
9	MARFB	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC C	8355 Banks	6,677,277,251.72	1,938,558,819.12	CI	9	8	8.5	5	CI		
10	MIG	MARFIN INVESTMENT GROUP SA	8775 Specialty Finance	4,522,374,179.14	1,664,207,863.20		11	10	10.5	1	CI		New Addition
11	ALAPIS	ALAPIS (CR)	4577 Pharmaceuticals	2,177,414,750.80	961,621,199.48		15	12	13.5	1	CI		New Addition
12	TITK	TITAN CEMENT COMPANY S.A. (C	2353 Building Materials & Fixtures	2,411,924,183.98	503,690,134.22	CI	14	16	15.0	1	CI		
13	INLOT	INTRALOT S.A. (CR)	5752 Gambling	2,068,853,350.09	495,613,287.58	CI	16	17	16.5	2	CI		
14	MYTIL	MYTILINEOS HOLDINGS S.A. (CR)	1755 Nonferrous Metals	1,545,234,621.13	858,338,837.38	CI	21	13	17.0	1	CI		
15	ELPE	HELLENIC PETROLEUM S.A. (CR)	537 Integrated Oil & Gas	3,203,958,613.12	248,821,592.24	CI	13	22	17.5	1	CI		
16	EXAE	HELLENIC EXCHANGES S.A. HOLD	8777 Investment Services	1,488,634,601.50	830,806,065.56	CI	22	14	18.0	1	CI		
17	ELTEX	ELLINIKI TECHNODOMIKI TEB SA	2357 Heavy Construction	1,559,556,391.27	308,240,497.64	CI	20	20	20.0	1	CI		
18	MOH	MOTOR OIL (HELLAS) REFINERIE	533 Exploration & Production	1,702,934,175.19	227,298,929.28	CI	19	24	21.5	1	CI		
19	BELA	JUMBO S.A. (CR)	3747 Toys	1,342,068,306.12	306,410,550.90	CI	23	21	22.0	1	CI		
20	SIDE	SIDENOR S.A. (FORMER ERLIKON	1757 Steel	1,054,298,567.73	333,579,636.04	CI	25	19	22.0	1	CI		
21	EYDAP	ATHENS WATER SUPPLY & SEWEI	7577 Water	1,045,760,163.93	243,020,494.72	CI	26	23	24.5	1	CI		
22	BIOX	VIOHALCO (CB)	2727 Diversified Industrials	1,801,251,041.73	149,025,351.38	CI	17	33	25.0	1	CI		
23	FOYRK	FOURLIS S.A.(CR)	3722 Durable Household Products	1,204,719,146.37	177,928,449.76	CI	24	30	27.0	1	CI		
24	METKK	METKA S.A. (CR)	2757 Industrial Machinery	799,681,547.34	227,014,206.56	CI	29	25	27.0	1	CI		
25	FOLLI	FOLLI - FOLLIE S.A. (CR)	3763 Clothing & Accessories	812,064,852.97	173,781,121.04	CI	28	31	29.5	1	CI		
26	NEOCHI	NEOCHIMIKI S.A. (CR)	1353 Commodity Chemicals	694,144,918.03	201,138,980.50	CI	32	27	29.5	1	CI		
27	VOVOS	BABIS VOVOS INTER/NAL TECHN	8633 Real Estate Holding & Developpr	709,815,600.00	185,537,664.88	CI	31	29	30.0	1	CI		
28	GEK	GENERAL CONSTRUCTION GROUFI	2357 Heavy Construction	679,788,700.96	192,226,748.34	CI	33	28	30.5	2	CI		
29	FRIGO	FRIGOGLOSS S.A.(CR)	2757 Industrial Machinery	916,661,255.98	105,149,413.12	CI	27	37	32.0	2	CI		
30	TERNA	TERNA S.A. (CR)	2357 Heavy Construction	518,924,134.67	136,935,426.18	CI	37	34	35.5	3	CI		
31	SAR	GR. SARANTIS S.A.(CR)	3767 Personal Products	479,401,151.51	130,265,785.38	CI	40	35	37.5	1	CI		

## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX CONSTITUENTS

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Reserve List	Comments
32	<b>INTRK</b>	INTRACOM S.A. HOLDINGS (CR)	<b>9578</b> Telecommunications Equipment	452,540,572.45	152,365,696.48	<b>CI</b>	43	32	<b>37.5</b>	1	<b>CI</b>		
33	<b>MHXAK</b>	MICHANIKI S.A. (CR)	<b>2357</b> Heavy Construction	371,832,470.25	226,118,836.70	<b>CI</b>	50	26	<b>38.0</b>	4	<b>CI</b>		
34	<b>SOLK</b>	CORINTH PIPEWORKS S.A. (CR)	<b>1757</b> Steel	742,212,109.65	45,545,358.28	<b>CI</b>	30	53	<b>41.5</b>	2	<b>CI</b>		
35	<b>LAMDA</b>	LAMDA DEVELOPMENT S.A. (CR)	<b>8633</b> Real Estate Holding & Developrn	547,645,961.70	53,871,673.08	<b>CI</b>	35	49	<b>42.0</b>	2	<b>CI</b>		
36	<b>HYGEIA</b>	DIAGNOSTIC&THERAPEUTIC CEN	<b>4533</b> Health Care Providers	398,683,629.04	94,659,022.12	<b>CI</b>	45	40	<b>42.5</b>	1	<b>CI</b>		
37	<b>AEGN</b>	AEGEAN AIRLINES (CR)	<b>5751</b> Airlines	456,156,237.74	53,931,223.26		42	48	<b>45.0</b>	1	<b>CI</b>		New Addition
38	<b>FORTH</b>	Forthnet S.A. (CR)	<b>9535</b> Internet	380,406,081.34	79,069,807.22	<b>CI</b>	48	44	<b>46.0</b>	1	<b>CI</b>		
39	<b>ANEK</b>	ANEK LINES S.A. (CR)	<b>5759</b> Travel & Tourism	342,376,130.44	96,548,685.76	<b>CI</b>	54	38	<b>46.0</b>	1	<b>CI</b>		
40	<b>EUPRO</b>	EUROBANK PROPERTIES R.E.I.C.	<b>8675</b> Specialty REITs	471,918,000.00	49,779,148.08	<b>CI</b>	41	52	<b>46.5</b>	1	<b>CI</b>		
41	<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (	<b>1755</b> Nonferrous Metals	312,414,442.86	91,418,216.28	<b>CI</b>	56	41	<b>48.5</b>	2	<b>CI</b>		
42	<b>AVAX</b>	J. & P. - AVAX S.A. (CR)	<b>2357</b> Heavy Construction	491,962,458.96	36,896,464.00	<b>CI</b>	38	60	<b>49.0</b>	5	<b>CI</b>		
43	<b>BASIK</b>	"ALFA-BETA" VASSILOPOULOS S./	<b>5337</b> Food Retailers & Wholesalers	440,971,665.56	37,290,434.22		44	59	<b>51.5</b>	1	<b>CI</b>		New Addition
44	<b>IASO</b>	IASO S.A. (CR)	<b>4533</b> Health Care Providers	488,284,285.08	28,588,527.04	<b>CI</b>	39	66	<b>52.5</b>	2	<b>CI</b>		
45	<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	<b>5371</b> Apparel Retailers	337,843,288.78	53,712,967.37	<b>CI</b>	55	50	<b>52.5</b>	1	<b>CI</b>		
46	<b>IATR</b>	ATHENS MEDICAL C.S.A. (CR)	<b>4533</b> Health Care Providers	371,912,507.03	40,072,664.14	<b>CI</b>	49	57	<b>53.0</b>	3	<b>CI</b>		
47	<b>ROKKA</b>	CH. ROKAS S.A. (CR)	<b>7537</b> Alternative Electricity	370,665,697.34	41,161,498.48	<b>CI</b>	51	56	<b>53.5</b>	1	<b>CI</b>		
48	<b>DOL</b>	LAMBRAKIS PRESS S.A. (CR)	<b>5557</b> Publishing	217,174,262.30	56,788,147.94	<b>CI</b>	60	47	<b>53.5</b>	1	<b>CI</b>		
49	<b>EYAPS</b>	THESSALONIKA WATER & SEWER	<b>7577</b> Water	209,025,516.39	68,227,145.88		61	46	<b>53.5</b>	2	<b>CI</b>		New Addition
50	<b>LAVI</b>	LAVIPHARM S.A. (CR)	<b>4577</b> Pharmaceuticals	160,963,862.08	95,122,683.84	<b>CI</b>	68	39	<b>53.5</b>	2	<b>CI</b>		
51	<b>OLTH</b>	TPA S.A. (CR)	<b>2777</b> Transportation Services	293,957,586.89	53,182,165.60	<b>CI</b>	57	51	<b>54.0</b>	1	<b>CI</b>		
52	<b>ALTEC</b>	ALTEC S.A. (CR)	<b>9533</b> Computer Services	173,298,115.08	88,114,270.68	<b>CI</b>	66	42	<b>54.0</b>	1	<b>CI</b>		
53	<b>ELBA</b>	ELVAL S.A. (CB)	<b>1753</b> Aluminum	386,777,668.40	30,734,485.61	<b>CI</b>	46	63	<b>54.5</b>	1	<b>CI</b>		
54	<b>EUROM</b>	EUROMEDICA S.A. (CR)	<b>4533</b> Health Care Providers	384,488,508.67	29,981,890.32	<b>CI</b>	47	64	<b>55.5</b>	4	<b>CI</b>		
55	<b>MINOA</b>	MINOAN LINES S.A. (CR)	<b>5759</b> Travel & Tourism	348,990,801.64	39,931,317.72	<b>CI</b>	53	58	<b>55.5</b>	2	<b>CI</b>		
56	<b>ARBA</b>	S & B INDUSTRIAL MINERALS S.A	<b>1775</b> General Mining	359,477,903.25	35,103,315.24	<b>CI</b>	52	61	<b>56.5</b>	1	<b>CI</b>		
57	<b>NIR</b>	NIREFS S.A. (CR)	<b>3573</b> Farming & Fishing	150,333,486.27	75,630,762.43	<b>CI</b>	69	45	<b>57.0</b>	1	<b>CI</b>		
58	<b>SFA</b>	SFAKIANAKIS S.A. (CR)	<b>5379</b> Specialty Retailers	290,247,335.80	23,833,807.68	<b>CI</b>	58	70	<b>64.0</b>	1	<b>CI</b>		
59	<b>KLM</b>	I. KLOUKINAS - I. LAPPAS S.A. CC	<b>2357</b> Heavy Construction	200,566,596.13	28,009,174.24	<b>CI</b>	62	67	<b>64.5</b>	6			Deletion
60	<b>MAIK</b>	M. J. MAILLIS S.A. (CR)	<b>2723</b> Containers & Packaging	122,655,022.87	43,345,030.06	<b>CI</b>	76	54	<b>65.0</b>	1	<b>CI</b>		
61	<b>ASTIR</b>	ASTIR PALACE VOULIAGMENI S./	<b>5753</b> Hotels	262,332,196.72	20,100,759.62	<b>CI</b>	59	72	<b>65.5</b>	1	<b>CI</b>		
62	<b>AXON</b>	AXON S.A. HOLDING (CR)	<b>4533</b> Health Care Providers	126,516,531.23	31,474,926.05		74	62	<b>68.0</b>	5		<b>CI</b>	

## COMPOSITE SHARE PRICE INDEX CONSTITUENTS

No	System Code	Share	Current Sector	Average Capitalization	Net Value of Transactions	Current Index	Cap Ranking	Value Ranking	Total Ranking	Share Rank in Sector	New Index	Reserve List	Comments
63	SELO	SELONDA AQUACULTURE S.A. (CF	3573 Farming & Fishing	96,996,480.19	43,042,303.36		81	55	68.0	2		CI	
64	OTOEL	AUTOHELLAS S.A. (CR)	5759 Travel & Tourism	193,953,442.62	14,098,759.84		63	75	69.0	3		CI	
65	SCIENS	SCIENS INTER/NAL INVESTMENT	8633 Real Estate Holding & Developn	167,479,117.47	19,197,646.95		67	73	70.0	3		CI	
66	ELATH	ELECTRONIKI ATHINON S.A. (CR)	5375 Home Improvement Retailers	132,126,516.39	24,997,113.94		73	68	70.5	1		CI	
67	ELKA	HELLENIC CABLES S.A. (CR)	2733 Electrical Components & Equipn	139,327,169.25	22,661,428.84	CI	71	71	71.0	1		CI	Deletion
68	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	9572 Computer Hardware	179,213,586.89	10,044,445.60		65	78	71.5	1		CI	
69	LODIS	SINGULAR LOGIC S.A. (CR)	9533 Computer Services	125,617,730.94	23,920,445.71	CI	75	69	72.0	2		CI	Deletion
70	QUEST	Info-Quest S.A. (CR)	9533 Computer Services	145,065,703.21	12,058,577.96		70	76	73.0	3		CI	
71	FGE	F.G. EUROPE S.A. (CR)	3722 Durable Household Products	138,513,357.33	10,846,581.53		72	77	74.5	2		CI	
72	BSTAR	BLUE STAR MARITIME S.A. (CB)	5759 Travel & Tourism	368,859,836.07	46,217,231.02	CI							Deletion
73	NEL	MARITIME COMPANY OF LESVOS	5759 Travel & Tourism	94,295,884.46	53,153,423.95	CI							Deletion
<b>Totals of New Index</b>				<b>135,955,347,147.92</b>	<b>39,021,570,848.71</b>						<b>60</b>	<b>10</b>	
<b>Totals of Current Index</b>				<b>129,078,072,015.14</b>	<b>36,410,254,686.43</b>	<b>60</b>							

### Notes

\* Evaluation Period 01/10/2007 - 31/03/2008

\*\* Changes will be effective on June 02, 2008

## ATHEX COMPOSITE PRICE INDEX CHANGES

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>MIG</b>	MARFIN INVESTMENT GROUP SA (CR)	<b>10.5</b>	100.00
2	<b>ALAPIS</b>	ALAPIS (CR)	<b>13.5</b>	100.00
3	<b>AEGN</b>	AEGEAN AIRLINES (CR)	<b>45.0</b>	100.00
4	<b>BASIK</b>	"ALFA-BETA" VASSILOPOULOS S.A.(CI)	<b>51.5</b>	100.00
5	<b>EYAPS</b>	THESSALONIKA WATER & SEWERAGE	<b>53.5</b>	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	<b>BSTAR</b>	BLUE STAR MARITIME S.A. (CB)	----	Invalid Category
2	<b>NEL</b>	MARITIME COMPANY OF LESVOS S.A	----	Invalid Category
3	<b>KLM</b>	I. KLOUKINAS - I. LAPPAS S.A. CON. /	<b>64.5</b>	Rebalancing Deletion
4	<b>ELKA</b>	HELLENIC CABLES S.A. (CR)	<b>71.0</b>	Auto Deletion
5	<b>LODIS</b>	SINGULAR LOGIC S.A. (CR)	<b>72.0</b>	Auto Deletion

### Index Reserve List

No	System Code	Share	Rank	(%) Weight
1	<b>AXON</b>	AXON S.A. HOLDING (CR)	<b>68.0</b>	100.00
2	<b>SELO</b>	SELONDA AQUACULTURE S.A. (CR)	<b>68.0</b>	100.00
3	<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS S.A. (CR)	<b>69.0</b>	100.00
4	<b>SCIENS</b>	SCIENS INTER/NAL INVESTMENT & H	<b>70.0</b>	100.00
5	<b>ELATH</b>	ELECTRONIKI ATHINON S.A. (CR)	<b>70.5</b>	100.00
6	<b>ELKA</b>	HELLENIC CABLES S.A. (CR)	<b>71.0</b>	100.00
7	<b>PLAIS</b>	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	<b>71.5</b>	100.00
8	<b>LODIS</b>	SINGULAR LOGIC S.A. (CR)	<b>72.0</b>	100.00
9	<b>QUEST</b>	Info-Quest S.A. (CR)	<b>73.0</b>	100.00
10	<b>FGE</b>	F.G. EUROPE S.A. (CR)	<b>74.5</b>	100.00

### Notes

\* Evaluation Period 01/10/2006 - 30/03/2007

\*\* Changes will be effective on Monday June 02, 2008

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:   Stock Symbol Search:   Member Search:

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**22/05/2008**  
**Changes in the composition of the ATHEX INDEX SERIES**

Due to the transfer of trading of the shares of the company "NEOCHIMIKI - L.V.LAVRENTIADIS S.A." to the Special Characteristics Category of the Athens Exchange and according to the Ground Rules for the Management of the Athex Indices the following changes will take place.

More specifically:

- **Athex Composite Shares Price Index**  
The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company «AXON HOLDING S.A.» with investability weighting 100%.
- **Athex Composite Index Total Return Index**  
The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company «AXON HOLDING S.A.» with investability weighting 100%.

All changes are effective from **Friday, May 23 2008**



## **PRESS RELEASE**

**August 12, 2008**

### **CHANGES IN THE COMPOSITION OF THE ATHEX INDICES**

Following the continuance of the suspension of trading of the shares of the company «ASPIS PRONIA GENERAL INSURANCES S.A.» and according to the FTSE/Athex Index Series Ground Rules (par. 7.4) the following changes will take place in the composition of the FTSE/Athex Index Series.

- **FTSE/Athex SmallCap 80**

The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company «FASHION BOX HELLAS S.A.» with investability weight 30%.

- **FTSE/Athex 140**

The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company «FASHION BOX HELLAS S.A.» with investability weight 30%.

- **FTSE/Athex Insurance**

The shares of the company are removed from the index without replacement.

- **FTSE/Athex Personal & Household Products**

The shares of the company «FASHION BOX HELLAS S.A.» are added in the index with investability weight 30%.

All changes are effective from **Wednesday, August 13 2008.**

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:   Stock Symbol Search:   Member Search:

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**10/09/2008**  
**Changes in the composition of the ATHEX Indices**

Due to the transfer of trading of the shares of the company «ALTEK S.A.» to the Low Dispersion, Low Liquidity & Special Features Category of the Athens Exchange and according to the Ground Rules for the Management of the Athex Indices the following changes will take place.

- **Athex Composite Price Index**  
The shares of the company are removed from the index and replaced the shares of the company «SELONDA AQUACULTURE S.A.» with investability weighting 100%.
- **Athex Total Return Index**  
The shares of the company are removed from the index and replaced the shares of the company «SELONDA AQUACULTURE S.A.» with investability weighting 100%.
- **FTSE/Athex International**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex 140**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/X.A. Technology**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.

All changes will be effective from Thursday, **11 September 2008**

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
<input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/>						
Listed Company Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>		Stock Symbol Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>		Member Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>		

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**26/09/2008**  
**Changes in the composition of the ATHEX indices**

Following the transfer of trading of the shares of the company «CH. ROKAS S.A.» to the Low Dispersion, Low Liquidity & Special Features Category of the Athens Exchange and according to the Ground Rules for the Management of the Indices the following changes will take place.

- **Athex Composite Price Index**  
The shares of the company are removed from the index and replaced the shares of the company «AUTOHELLAS S.A.» with investability weighting 100%.
- **Athex Total Return Index**  
The shares of the company are removed from the index and replaced the shares of the company «AUTOHELLAS S.A.» with investability weighting 100%.
- **FTSE/Athex Mid 40**  
The shares of the company are removed from the index and replaced the shares of the company « THESSALONIKI WATER AND SEWAGE COMPANY SA » with investability weighting 30%.
- **FTSE/Athex International**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex 140**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/X.A. Utilities**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.

All changes will be effective from **Monday, 29 September 2008**



<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------



Listed Company Search:	Stock Symbol Search:	Member Search:
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>	<input type="button" value="Search"/>

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**24/10/2008**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Indices**

Due to the transfer of trading of the shares of "CHATZIOANNOU HOLDINGS S.A. (CR)", "SANYO HOLDINGS S.A (CR)", "EDRASIS - C. PSALLIDAS S.A. (CR)" and "M.J. MAILIS S.A. (CR)" to the Low Dispersion, Low Liquidity & Special Features Category of the Athens Exchange the following changes will take place. More specifically:

- **ATHEX COMPOSITE INDEX**  
The share "M.J. MAILIS S.A. (CR)" is removed from the index and replaced by the share "SCIENS HOLDINGS (CR)" with investability weighting 100%.
- **ATHEX COMPOSITE INDEX TOTAL RETURN**  
The share "M.J. MAILIS S.A. (CR)" is removed from the index and replaced by the share "SCIENS HOLDINGS (CR)" with investability weighting 100%.
- **FTSE/ATHEX International**  
The share "M.J. MAILIS S.A. (CR)" is removed from the index without immediate replacement.
- **FTSE/ATHEX SMALLCAP 80**  
The shares "CHATZIOANNOU HOLDINGS S.A. (CR)", "SANYO HOLDINGS S.A (CR)", «EDRASIS - C. PSALLIDAS S.A. (CR)" are removed from the index and replaced by the shares "IKTINOS HELLAS (CR)" with investability weighting 40%, "KORDELLOS CH. BROS S.A.(CB)" with investability weighting 20% and "ZHNON (CR)" with investability weighting 100%.
- **FTSE/ATHEX 140**  
The shares of "CHATZIOANNOU HOLDINGS S.A. (CR)", "SANYO HOLDINGS S.A (CR)", "EDRASIS - C. PSALLIDAS S.A. (CR)" are removed from the index and replaced by the shares "IKTINOS HELLAS (CR)" with investability weighting 40%, "KORDELLOS CH. BROS S.A.(CB)" with investability weighting 20% and "ZHNON (CR)" with investability weighting 100%.
- **FTSE/ATHEX CONSTRUCTION & MATERIALS**  
The share "EDRASIS - C. PSALLIDAS S.A. (CR)" is removed from the index and replaced by the share "IKTINOS HELLAS (CR)" with investability weighting 40%.
- **FTSE/X.A. PERSONAL & HOUSEHOLD PRODUCTS**  
The shares "CHATZIOANNOU HOLDINGS S.A. (CR)", "SANYO HOLDINGS S.A (CR)" are removed from the index without immediate replacement.
- **FTSE/X.A. BASIC RESOURCES**  
The share "KORDELLOS CH. BROS S.A.(CB)" is added to the index with investability weighting 20%.
- **FTSE/X.A. INDUSTRIAL GOODS AND SERVICES**  
The share of "M.J. MAILIS S.A. (CR)" is removed from the index and replaced by the share "ZHNON (CR)" with investability weighting 100%

All changes will be effective from **Monday October 27, 2008.**

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:  Stock Symbol Search:  Member Search:

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**11/11/2008**  
**Review of the ATHEX Index Series**

The Index Advisory Committee for the management of the ATHEX Index Series at its semi-annual meeting on Monday, November 10th, 2008 decided the following:

- The semi-annual review of the composition of the ATHEX Index Series  
(See **changes** in the **file attached**)
- The creation of a new index «ATHEX Mid & SmallCap Price Index», with 20 constituents from the Athex Mid & SmallCap Category with minimum free float greater than or equal to (>=) 20% of their shares in issue and Average Market Capitalization less than 150 mil. Euro. The new index will start calculating on Monday, December 01, 2008 with starting price 5,000 units.  
(See index characteristics and constituent list in the **file attached**)
- The creation of a new index «ATHEX alternative Market Price Index», with 20 constituents from the Athex Alternative Market. The new index will start calculating on Monday, December 01, 2008 with starting price 5,000 units if the number of the listed securities in the Athex Alternative Market is at least 10..  
(See index characteristics in the **file attached**)
- Changes to the Ground Rules for the Management of the ATHEX Index Series.

1. **Introduction of Free Float Restriction ATHEX Composite Index:** they have free float greater than or equal to (>=) 20% of their shares in issue.
2. **Speed Up Inclusion Time to AHEX Composite Index:** Securities trading into «Low Dispersion, Low Liquidity & Special Features Category» for the period prior to review, are eligible for inclusion into ATHEX Composite Index if they ranked above the twentieth (20th) place of the eligible securities ranking.
3. **Introduction of Fast Entry Criterion for the ATHEX Composite Index:** Securities will be eligible for inclusion into ATHEX Composite Index if they have a minimum trading record of 30 working days since the commencement of official non-conditional trading and ranked above the twentieth (20th) place of the eligible securities ranking.
4. **ATHEX Composite Index Reserve List:** In the event that one or more constituents are deleted from the index during the period up to the next semi-annual review will be replaced by the highest ranking security from the index reserve list as at the close of business two days prior to the effective date of the deletion.

---

For Index related enquiries or further information about the ATHEX indices please contact  
 Athens Exchanges: +30 210 33 66 269 or +30 210 33 66 268  
 Or, email your enquiries to [AthexIndexTeam@helex.gr](mailto:AthexIndexTeam@helex.gr)  
 or visit [www.athex.gr](http://www.athex.gr)

## ATHEX COMPOSITE PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	BOC	BANK OF CYPRUS PUBLIC COMPANY	8.0	100.00
2	PLAIS	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	60.5	100.00
3	LODIS	SINGULAR LOGIC S.A. (CR)	60.0	100.00
4	FGE	F.G. EUROPE S.A. (CR)	64.5	100.00
5	ELATH	ELECTRONIKI ATHINON S.A. (CR)	64.5	100.00
6	QUEST	Info-Quest S.A. (CR)	62.5	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	MARFB	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO I	9.5	Auto Deletion
2	IASO	IASO S.A. (CR)	----	Auto Deletion
3	EUROM	EUROMEDICA S.A. (CR)	----	Auto Deletion
4	ASTIR	ASTIR PALACE VOULIAGMENI S.A. (C	----	Auto Deletion
5	AXON	AXON S.A. HOLDING (CR)	----	Auto Deletion
6	SELO	SELONDA AQUACULTURE S.A. (CR)	----	Auto Deletion

### Index Reserve List

No	System Code	Share	Rank	(%) Weight
1	KATHI	KATHIMERINI PUBLISHING SA (CR)	67.5	100.00

### Notes

- \* Evaluation Period 01/04/2008 - 30/09/2008
- \*\* Changes will be effective on Monday, December 01, 2008
- \*\*\* All changes apply also to Athex Total Return Composite Price Index

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:   Stock Symbol Search:   Member Search:

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**23/12/2008**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Index Series**

Following the deletion of the company «TERNA S.A.» from Athens Exchange the following changes will take place in the composition of the ATHEX Index Series.

More specifically:

- **ATHEX Composite Price Index**  
The shares of the company «TERNA S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «KATHIMERINI PUBLISHING S.A.» with investability weighting 100%.
- **ATHEX Composite Total Return Index**  
The shares of the company «TERNA S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «KATHIMERINI PUBLISHING S.A.» with investability weighting 100%.
- **FTSE/ATHEX Mid 40**  
The shares of the company «TERNA S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «ASPIS BANK S.A.» with investability weighting 40%.
- **FTSE/ATHEX Liquid Mid**  
The shares of the company «TERNA S.A.» are removed from the index and replaced by the shares of the company «EUROBANK PROPERTIES R.E.I.C. (CR)» with investability weighting 30%.
- **FTSE/ATHEX International**  
The shares of the company «TERNA S.A.» are removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX 140**  
The shares of the company «TERNA S.A.» are removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX Constructions & Materials**  
The shares of the company «TERNA S.A.» are removed from the index without replacement.

All changes are effective from **Wednesday, 24 December 2008**.

## ATHEX COMPOSITE SHARE PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>TENERGY</b>	TERNA ENERGY S.A. (CR)	<b>29.5</b>	100.00
2	<b>IASO</b>	IASO S.A. (CR)	<b>37.5</b>	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	----	Invalid Category
2	<b>KATHI</b>	KATHIMERINI PUBLISHING SA (CR)	----	Invalid Category
3	<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	----	Invalid Category
4	<b>LODIS</b>	SINGULAR LOGIC S.A. (CR)	----	Invalid Category
5	<b>SCIENS</b>	SCIENS INTER/NAL INVESTMENT & HOLDINGS S	----	Invalid Category
6	<b>QUEST</b>	Info-Quest S.A. (CR)	----	Invalid Category
7	<b>FGE</b>	F.G. EUROPE S.A. (CR)	----	Invalid Category
8	<b>SFA</b>	SFAKIANAKIS S.A. (CR)	----	Invalid Category
9	<b>ELATH</b>	ELECTRONIKI ATHINON S.A. (CR)	----	Invalid Category
10	<b>LAVI</b>	LAVIPHARM S.A. (CR)	----	Invalid Category
11	<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS S.A. (CR)	----	Invalid Category
12	<b>NIR</b>	NIREFS S.A. (CR)	----	Invalid Category
13	<b>MINOA</b>	MINOAN LINES S.A. (CR)	----	Invalid Category

### Index Reserve List

No Shares eligible for the Index Reserve List

### Notes

- \* Evaluation Period 01/10/2008 - 31/03/2009
- \*\* The changes will be effective from Monday, June 01, 2009
- \*\*\* All changes apply also to Athex Total Return Composite Price Index

Markets Data | Indices | Companies | Members | **Announcements** | About ATHEX | New Markets

The Alternative Market (EN.A.) | Exchange Traded Funds (ETFs)

Listed Company Search:  Search | Stock Symbol Search:  Search | Member Search:  Search



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**21/07/2009**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Index Series**

Due to the free float reduction of the company «"ALFA-BETA" VASSILOPOULOS S.A.» and according to the Ground Rules for the Management of the Athex Index Series (par. 4.2.6), the following changes will take place:

- **Athex Composite Price Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **Athex Total Return Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.

All changes are effective from **Thursday July 23, 2009**.

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
Listed Company Search: <input type="text"/>		Stock Symbol Search: <input type="text"/>		Member Search: <input type="text"/>		
<input type="button" value="Search"/>		<input type="button" value="Search"/>		<input type="button" value="Search"/>		



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**02/11/2009**  
**Semi-Annual Review of ATHEX Indices**



Athenes  
EXCHANGE S.A.

Athenes, November 02, 2009

The ATHEX Indices Advisory Committee met today, and approved the following changes in the composition of the ATHEX Indices.

In detail:

- **ATHEX COMPOSITE SHARES PRICE INDEX**  
A total of three (3) additions and one (1) deletion to existing constituents.  
After the review the index constituents will be fifty (50).
- **ATHEX COMPOSITE TOTAL RETURN INDEX**  
A total of three (3) additions and one (1) deletion to existing constituents.  
After the review the index constituents will be fifty (50).
- **ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX**  
A total of five (5) additions and five (5) deletions to existing constituents.  
After the review the index constituents will remain twenty (20).
- **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**  
No additions or deletions to existing constituents.  
After the review the index constituents will remain twelve (12).

All changes are effective from **Tuesday December 01, 2009**.

See all changes in the [file attached](#).



ATHENS  
EXCHANGE S.A.

## Press Release

November 02, 2009

### SEMI-ANNUAL REVIEW OF ATHEX INDICES

The ATHEX Indices Advisory Committee met today, and approved the following changes in the composition of the ATHEX Indices.

In detail:

- **ATHEX COMPOSITE SHARES PRICE INDEX**

A total of three (3) additions and one (1) deletion to existing constituents. After the review the index constituents will be fifty (50).

- **ATHEX COMPOSITE TOTAL RETURN INDEX**

A total of three (3) additions and one (1) deletion to existing constituents. After the review the index constituents will be fifty (50).

- **ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX**

A total of five (5) additions and five (5) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain twenty (20).

- **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**

No additions or deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain twelve (12).

All changes are effective from **Tuesday December 01, 2009.**

See all changes in the [file attached](#).




<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
Listed Company Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>						
Stock Symbol Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>		Member Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>				



**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**04/11/2009**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Index Series**



Athen, 04 November 2009

Due to the transfer of trading of the shares of the company "**THESSALONIKI WATER AND SEWAGE COMPANY SA**" to the Surveillance Category of the Athens Exchange and according to the Ground Rules for the Management of the FTSE/Athex Index Series the following changes will take place.

More specifically:

- **Athex Composite Price Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **Athex Total Return Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex Mid 40 Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex 140 Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex International**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/Athex Utilities**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.

All changes are effective from **Thursday November 05, 2009**.

## ATHEX COMPOSITE PRICE INDEX

### Index Additions

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>PPA</b>	P.P.A. S.A. (CR)	---	100.00
<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	---	100.00
<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	---	100.00

### Index deletions

CODE	SHARE	RANK	REASON
<b>VOVOS</b>	BABIS VOVOS INTER/NAL TECHNICAL S.A. (	----	High Velocity

### Index Reserve List

No Shares eligible for the Index Reserve List

## ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX

### Index Additions

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>INKAT</b>	INTRACOM CONSTRUCTIONS S.A. (CR)	-----	100.00
<b>ATTIK</b>	ATTI-KAT S.A. (CR)	-----	100.00
<b>ELIN</b>	ELINOIL HELLENIC PETROLEUM COMPANY !	-----	100.00
<b>AXON</b>	AXON S.A. HOLDING (CR)	-----	100.00
<b>HATZK</b>	XATZIOANNOU (CR)	-----	100.00

### Index Deletions

CODE	SHARE	RANK	REASON
<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	----	Auto Deletion
<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	----	Auto Deletion
<b>SFA</b>	SFAKIANAKIS S.A. (CR)	----	Low Rank
<b>TRASTOR</b>	TRASTOR REAL ESTATE INVESTMENT COMI	----	Low Rank
<b>DAIOS</b>	DAIOS PLASTICS SA (CR)	----	Low Rank

### Index Reserve List

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>PLAKR</b>	CRETE PLASTICS S.A. (CR)	----	100.00
<b>FGE</b>	F.G. EUROPE S.A. (CR)	----	100.00
<b>SFA</b>	SFAKIANAKIS S.A. (CR)	----	100.00
<b>ELKA</b>	HELLENIC CABLES S.A. (CR)	----	100.00
<b>KLEM</b>	KLEEMAN HELLAS S.A. (CR)	----	100.00
<b>DIFF</b>	DIAS AQUA CULTURE S.A. (CR)	----	100.00
<b>ELGEK</b>	ELGEKA S.A. (CR)	----	100.00
<b>PASAL</b>	PASAL DEVELOPMENT S.A. (CR)	----	100.00
<b>ELSTR</b>	ELASTRON S.A. (CR)	----	100.00
<b>BIOT</b>	BIOTER S.A. (CR)	----	100.00

## **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**

---

### **Index Additions**

There are no Additions to the Index

### **Index Deletions**

There are no Deletions from the Index

### **Index Reserve List**

No Shares eligible for the Index Reserve List

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## FTSE/ATHEX 20

---

### Index Additions

There are no Additions to the index

### Index Deletions

There are no Deletions from the index

### Investability Weight Changes

There are no Investability Weight changes to index Constituents

### Index Reserve List

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>ALAPIS</b>	ALAPIS (CR)	---	75.00
<b>BELA</b>	JUMBO S.A. (CR)	---	75.00
<b>TENERGY</b>	TERNA ENERGY S.A. (CR)	---	40.00
<b>EYDAP</b>	ATHENS WATER SUPPLY & SEWERAGE S.A.	---	30.00
<b>EXAE</b>	HELLENIC EXCHANGES S.A. HOLDING (CR)	---	100.00

## FTSE/ATHEX MID 40

### Index Additions

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>PPA</b>	P.P.A. S.A. (CR)	---	30.00
<b>HYGEIA</b>	DIAGNOSTIC&THERAPEUTIC CENTER OF A*	---	75.00
<b>ELBA</b>	ELVAL S.A. (CB)	---	30.00
<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	---	40.00
<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	---	40.00

### Index Deletions

CODE	SHARE	RANK	REASON
<b>ARBA</b>	S & B INDUSTRIAL MINERALS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>PLAIS</b>	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	---	Low Liquidity

### Investability Weight Changes

CODE	SHARE	(%) WEIGHT OLD	(%) WEIGHT NEW
<b>ALAPIS</b>	ALAPIS (CR)	50.0	<b>75.0</b>
<b>TGEN</b>	GENERAL BANK OF GREECE S.A. (CR)	40.0	<b>50.0</b>

### Index Reserve List

No Shares eligible for the Index Reserve List

## FTSE/ATHEX Liquid Mid Index

### Index Additions

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>ANEK</b>	ANEK LINES S.A. (CR)	---	75.00
<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	---	40.00
<b>SOLK</b>	CORINTH PIPEWORKS S.A. (CR)	---	20.00

### Index Deletions

CODE	SHARE	RANK	REASON
<b>EUPRO</b>	EUROBANK PROPERTIES R.E.I.C. (CR)	---	Auto Deletion
<b>IATR</b>	ATHENS MEDICAL C.S.A. (CR)	---	Auto Deletion
<b>LAMDA</b>	LAMDA DEVELOPMENT S.A. (CR)	---	Auto Deletion

### Investability Weight Changes

CODE	SHARE	(%) WEIGHT OLD	(%) WEIGHT NEW
<b>ALAPIS</b>	ALAPIS (CR)	50.0	<b>75.0</b>
<b>TGEN</b>	GENERAL BANK OF GREECE S.A. (CR)	40.0	<b>50.0</b>

### Index Reserve List

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>EUPRO</b>	EUROBANK PROPERTIES R.E.I.C. (CR)	---	30.00
<b>PPA</b>	P.P.A. S.A. (CR)	---	30.00
<b>AEGN</b>	AEGEAN AIRLINES (CR)	---	40.00
<b>HYGEIA</b>	DIAGNOSTIC&THERAPEUTIC CENTER OF A	---	75.00
<b>AVAX</b>	J. & P. - AVAX S.A. (CR)	---	50.00
<b>DOL</b>	LAMBRAKIS PRESS S.A. (CR)	---	40.00
<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	---	40.00
<b>IATR</b>	ATHENS MEDICAL C.S.A. (CR)	---	40.00
<b>OLTH</b>	TPA S.A. (CR)	---	20.00

## **FTSE/ATHEX - CSE BANKING INDEX**

---

### **Index Additions**

There are no Additions to the Index

### **Index Deletions**

There are no Deletions from the Index

### **Investability Weight Changes**

<b>CODE</b>	<b>SHARE</b>	<b>(%) WEIGHT OLD</b>	<b>(%) WEIGHT NEW</b>
<b>TGEN</b>	GENERAL BANK OF GREECE S.A. (CR)	40.0	<b>50.0</b>



## FTSE/ATHEX SMALLCAP 80

### Index Additions

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>PEGAS</b>	PEGASUS PUBLISHING S.A.(CR)	---	30.00
<b>KAMP</b>	REDS S.A. (CR)	---	30.00
<b>ELIN</b>	ELINOIL HELLENIC PETROLEUM COMPANY	---	40.00
<b>MIGRE</b>	MIG REAL ESTATE R.E.I.C. (CR)	---	30.00
<b>KLEM</b>	KLEEMAN HELLAS S.A. (CR)	---	40.00
<b>ATTIK</b>	ATTI-KAT S.A. (CR)	---	50.00
<b>HATZK</b>	XATZIOANNOU (CR)	---	40.00
<b>SELMK</b>	SHELMAN S.A. (CR)	---	30.00
<b>VELL</b>	VELL GROUP S.A. (CR)	---	40.00
<b>EUPIC</b>	EUROPEAN RELIANCE GEN. INSUR. S.A. (C	---	40.00
<b>KYSA</b>	C. SARANTOPOULOS FLOUR MILLS S.A. (CF	---	30.00
<b>KYRM</b>	F.H.L. H. KYRIAKIDIS MARBLES - GRANITE	---	50.00

### Index Deletions

CODE	SHARE	RANK	REASON
<b>EDRA</b>	EDRASH - C. PSALIDAS S.A. (CR)	---	Invalid Category
<b>PROF</b>	PROFILE SYSTEMS & SOFTWARE S.A. (CR)	---	Rebalancing Deletion
<b>VARDA</b>	VARDAS SA (CR)	---	Rebalancing Deletion
<b>KYRI</b>	KIRIACOULIS SHIPPING S.A. (CR)	---	Rebalancing Deletion
<b>YALCO</b>	YALCO - CONSTANTINOY S.A. (CB)	---	Rebalancing Deletion
<b>PPA</b>	P.P.A. S.A. (CR)	---	Invalid Category
<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	---	Invalid Category
<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	---	Invalid Category
<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>KYLO</b>	LOULIS MILLS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>SPACE</b>	SPACE HELLAS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>RIDE</b>	RIDENCO S.A. (CR)	---	Low Liquidity

### Investability Weight Changes

CODE	SHARE	(%) WEIGHT OLD	(%) WEIGHT NEW
<b>CENTR</b>	CENTRIC MULTIMEDIA S.A. (CR)	75.0	<b>100.0</b>
<b>IMPE</b>	IMPERIO ARGO GROUP (CR)	50.0	<b>75.0</b>

### Index Reserve List

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>LIVAN</b>	LIVANI PUBLISHING ORGANIZATION S.A. (	---	20.00
<b>ZAMP</b>	ZAMPA S.A. (CB)	---	40.00
<b>GEBKA</b>	GEN. COMMERCIAL & IND. (CR)	---	50.00
<b>EKTER</b>	EKTER S.A. (CR)	---	75.00
<b>KANAK</b>	STELIOS KANAKIS SA (CR)	---	20.00
<b>DROUK</b>	DRUCKFARBEN HELLAS SA (CR)	---	30.00
<b>MOTO</b>	MOTODYNAMICS S.A. (CR)	---	50.00
<b>SPID</b>	SPIDER METAL IND. N.PETSIOS & SONS S./	---	40.00
<b>PROF</b>	PROFILE SYSTEMS & SOFTWARE S.A. (CR)	---	50.00

## FTSE/ATHEX INTERNATIONAL

### Index Additions

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>PPA</b>	P.P.A. S.A. (CR)	---	30.00
<b>HYGEIA</b>	DIAGNOSTIC&THERAPEUTIC CENTER OF A*	---	75.00
<b>ELBA</b>	ELVAL S.A. (CB)	---	30.00
<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	---	40.00
<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	---	40.00

### Index Deletions

CODE	SHARE	RANK	REASON
<b>ARBA</b>	S & B INDUSTRIAL MINERALS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>PLAIS</b>	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	---	Low Liquidity

### Investability Weight Changes

CODE	SHARE	(%) WEIGHT OLD	(%) WEIGHT NEW
<b>ALAPIS</b>	ALAPIS (CR)	50.0	<b>75.0</b>
<b>TGEN</b>	GENERAL BANK OF GREECE S.A. (CR)	40.0	<b>50.0</b>

## FTSE/ATHEX 140

### Index Additions

CODE	SHARE	RANK	(%) WEIGHT
<b>HYGEIA</b>	DIAGNOSTIC&THERAPEUTIC CENTER OF A	---	75.00
<b>ELBA</b>	ELVAL S.A. (CB)	---	30.00
<b>PEGAS</b>	PEGASUS PUBLISHING S.A.(CR)	---	30.00
<b>KAMP</b>	REDS S.A. (CR)	---	30.00
<b>ELIN</b>	ELINOIL HELLENIC PETROLEUM COMPANY :	---	40.00
<b>MIGRE</b>	MIG REAL ESTATE R.E.I.C. (CR)	---	30.00
<b>KLEM</b>	KLEEMAN HELLAS S.A. (CR)	---	40.00
<b>ATTIK</b>	ATTI-KAT S.A. (CR)	---	50.00
<b>HATZK</b>	XATZIOANNOU (CR)	---	40.00
<b>SELMK</b>	SHELMAN S.A. (CR)	---	30.00
<b>VELL</b>	VELL GROUP S.A. (CR)	---	40.00
<b>EUPIC</b>	EUROPEAN RELIANCE GEN. INSUR. S.A. (CF)	---	40.00
<b>KYSA</b>	C. SARANTOPOULOS FLOUR MILLS S.A. (CR)	---	30.00
<b>KYRM</b>	F.H.L. H. KYRIAKIDIS MARBLES - GRANITES	---	50.00

### Index Deletions

CODE	SHARE	RANK	REASON
<b>ARBA</b>	S & B INDUSTRIAL MINERALS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>PLAIS</b>	PLAISIO COMPUTERS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>KYLO</b>	LOULIS MILLS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>SPACE</b>	SPACE HELLAS S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>PROF</b>	PROFILE SYSTEMS & SOFTWARE S.A. (CR)	---	Rebalancing Deletion
<b>VARDA</b>	VARDAS SA (CR)	---	Rebalancing Deletion
<b>RIDE</b>	RIDENCO S.A. (CR)	---	Low Liquidity
<b>KYRI</b>	KIRIACOULIS SHIPPING S.A. (CR)	---	Rebalancing Deletion
<b>YALCO</b>	YALCO - CONSTANTINOUS S.A. (CB)	---	Rebalancing Deletion
<b>EDRA</b>	EDRASH - C. PSALIDAS S.A. (CR)	---	Invalid Category

### Investability Weight Changes

CODE	SHARE	(%) WEIGHT OLD	(%) WEIGHT NEW
<b>ALAPIS</b>	ALAPIS (CR)	50.0	<b>75.0</b>
<b>TGEN</b>	GENERAL BANK OF GREECE S.A. (CR)	40.0	<b>50.0</b>
<b>CENTR</b>	CENTRIC MULTIMEDIA S.A. (CR)	75.0	<b>100.0</b>
<b>IMPE</b>	IMPERIO ARGO GROUP (CR)	50.0	<b>75.0</b>


<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:  Search      Stock Symbol Search:  Search      Member Search:  Search

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**26/10/2010**  
**Semi-Annual Review of ATHEX Indices**



Athen, 26 October 2010

The ATHEX Indices Advisory Committee met today, and approved the following changes in the composition of the ATHEX Indices:

- **ATHEX COMPOSITE SHARES PRICE INDEX**  
A total of one (1) addition and six (6) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will be forty four (44).
- **ATHEX COMPOSITE TOTAL RETURN INDEX**  
A total of one (1) addition and six (6) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will be forty four (44).
- **ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX**  
A total of ten (10) additions and ten (10) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain twenty (20).
- **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**  
No additions or deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain fourteen (14).

All changes are effective as of **Monday November 29, 2010**.

See all changes in the [file attached](#).

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
------------------------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

Listed Company Search:  Stock Symbol Search:  Member Search:



ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

**ATHEX Announcements ► Indices Announcements**

**29/04/2009**  
**Semi-Annual review of ATHEX indices**



Athens, 29 April 2009

The ATHEX Indices Advisory Committee met today, and approved the following changes in the composition of the ATHEX Indices.

In detail:

- **ATHEX COMPOSITE SHARES PRICE INDEX**  
 A total of two (2) additions and thirteen (13) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will be reduced to forty nine (49).
- **ATHEX COMPOSITE TOTAL RETURN INDEX**  
 A total of two (2) additions and thirteen (13) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will be reduced to forty nine (49).
- **ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX**  
 A total of fifteen (15) additions and fifteen (15) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain twenty (20).
- **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**  
 No additions or deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain ten (10).

All changes are effective from **Monday June 01, 2009**.

See all changes in the [file attached](#).

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
Listed Company Search: <input type="text"/>		Stock Symbol Search: <input type="text"/>		Member Search: <input type="text"/>		
<input type="button" value="Search"/>		<input type="button" value="Search"/>		<input type="button" value="Search"/>		




ATHENS EXCHANGE S.A.

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**03/05/2010**  
**Semi-Annual Review of ATHEX Indices**



A T H E N S  
E X C H A N G E S . A .

Athens, 03 April 2010

The ATHEX Indices Advisory Committee met today, and approved the following changes in the composition of the ATHEX Indices:

- **ATHEX COMPOSITE SHARES PRICE INDEX**  
A total of three (3) additions and two (2) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will be fifty (50).
- **ATHEX COMPOSITE TOTAL RETURN INDEX**  
A total of three (3) additions and two (2) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will be fifty (50).
- **ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX**  
A total of six (6) additions and six (6) deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain twenty (20).
- **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**  
No additions or deletions to existing constituents. After the review the index constituents will remain thirteen (13).

All changes are effective from **Tuesday June 01, 2010**.

See all changes in the [file attached](#).

## ATHEX COMPOSITE PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	VOVOS	BABIS VOVOS INTER/NAL TECHNICAL	35.0	100.00
2	HDF	DUTY FREE SHOPS S.A. (CR)	41.5	100.00
3	EYAPS	THESSALONIKA WATER & SEWERAGE	43.5	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	SOLK	CORINTH PIPEWORKS S.A. (CR)	----	Invalid Category
2	SPRDER	SPRIDER STORES S.A. (CR)	----	Invalid Category

### Index Reserve List

No Index reserve list is available

### Notes

- \* Evaluation Period 01/10/2009 - 31/03/2010
- \*\* Changes will be effective on June 01, 2010
- \*\*\* All changes apply also to Athex Total Return Composite Price Index

## ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>SPRDER</b>	SPRIDER STORES S.A. (CR)	<b>3.0</b>	100.00
2	<b>OLYMP</b>	TECHNICAL OLYMPIC S.A. (CR)	<b>11.5</b>	100.00
3	<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS S.A. (CR)	<b>18.5</b>	100.00
4	<b>MLS</b>	MLS MULTIMEDIA S.A. (CR)	<b>21.0</b>	100.00
5	<b>PLAT</b>	THRACE PLASTICS S.A.(CR)	<b>22.0</b>	100.00
6	<b>MIGRE</b>	MIG REAL ESTATE R.E.I.C. (CR)	<b>23.0</b>	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	<b>PRO</b>	PROTON BANK S.A. (CR)		Auto Deletion
2	<b>PEGAS</b>	PEGASUS PUBLISHING S.A.(CR)		Free Float Restriction
3	<b>DIFF</b>	DIAS AQUA CULTURE S.A. (CR)	<b>29.0</b>	Low Rank
4	<b>AXON</b>	AXON S.A. HOLDING (CR)	<b>30.0</b>	Low Rank
5	<b>KAMP</b>	REDS S.A. (CR)	<b>30.5</b>	Low Rank
6	<b>ELIN</b>	ELINOIL HELLENIC PETROLEUM COMPANY S	<b>34.5</b>	Low Rank

### Index Reserve List

No	System Code	Share	Rank	(%) Weight
1	<b>KYLO</b>	LOULIS MILLS S.A. (CR)	<b>27.0</b>	100.00
2	<b>TRASTOR</b>	TRASTOR REAL ESTATE INVESTMENT COMF	<b>27.5</b>	100.00
3	<b>SELMK</b>	SHELMAN S.A. (CR)	<b>27.5</b>	100.00
4	<b>DIFF</b>	DIAS AQUA CULTURE S.A. (CR)	<b>29.0</b>	100.00
5	<b>AXON</b>	AXON S.A. HOLDING (CR)	<b>30.0</b>	100.00
6	<b>KATHI</b>	KATHIMERINI PUBLISHING SA (CR)	<b>30.5</b>	100.00
7	<b>KAMP</b>	REDS S.A. (CR)	<b>30.5</b>	100.00
8	<b>PLAKR</b>	CRETE PLASTICS S.A. (CR)	<b>31.0</b>	100.00
9	<b>FGE</b>	F.G. EUROPE S.A. (CR)	<b>31.5</b>	100.00
10	<b>DAIOS</b>	DAIOS PLASTICS SA (CR)	<b>32.0</b>	100.00

### Notes

\* Evaluation Period 01/10/2009 - 31/03/2010

\*\* Changes will be effective on June 01, 2010



## **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**

---

### **Index Additions**

No additions

### **Index Deletions**

No deletions

### **Index Reserve List**

No Index reserve list is available

### **Σημειώσεις**

---

\* Evaluation Period 01/10/2009 - 31/03/2010  
\*\* Changes will be effective on June 01, 2010

<a href="#">Markets Data</a>	<a href="#">Indices</a>	<a href="#">Companies</a>	<a href="#">Members</a>	<a href="#">Announcements</a>	<a href="#">About ATHEX</a>	<a href="#">New Markets</a>
Listed Company Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>						
Stock Symbol Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>		Member Search: <input type="text"/> <input type="button" value="Search"/>				

**Announcements**

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**25/06/2010**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Index Series**



Athen, 25 June 2010

Due to the transfer of trading of the share «ANEK S.A. (CR)» to the Low Dispersion & Special Features Category of the Athens Exchange, the following changes will take place in the composition of the ATHEX Indices:

- **ATHEX Composite Price Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **ATHEX Total Return Composite Index**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX Mid 40**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX International**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX 140**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX Travel & Leisure**  
The shares of the company are removed from the index without replacement.

All changes are effective from **Monday, June 28, 2010**.

## ATHEX COMPOSITE PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>AVENIR</b>	AVENIR LEISURE & ENTERTAINMENT	40.5	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	<b>INTRK</b>	INTRACOM S.A. HOLDINGS (CR)	----	Invalid Category
2	<b>DOL</b>	LAMBRAKIS PRESS S.A. (CR)	----	Invalid Category
3	<b>VOVOS</b>	BABIS VOVOS INTER/NAL TECHNICAL	----	Invalid Category
4	<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	----	Invalid Category
5	<b>IATR</b>	ATHENS MEDICAL C.S.A. (CR)	----	Invalid Category
6	<b>MHXAK</b>	MICHANIKI S.A. (CR)	----	Invalid Category

### Index Reserve List

No Index reserve list is available

### Notes

- \* Evaluation Period 01/04/2010 - 30/09/2010
- \*\* Changes will be effective on Monday November 29, 2010, 2010
- \*\*\* All changes apply also to Athex Total Return Composite Price Index

## ATHEX MID & SMALLCAP PRICE INDEX

### Index Additions

No	System Code	Share Name	Rank	(%) Share Weight
1	<b>VOVOS</b>	BABIS VOVOS INTER/NAL TECHNICAL S.A. (	<b>3.5</b>	100.00
2	<b>INTRK</b>	INTRACOM S.A. HOLDINGS (CR)	<b>4.5</b>	100.00
3	<b>PRO</b>	PROTON BANK S.A. (CR)	<b>6.5</b>	100.00
4	<b>SOLK</b>	CORINTH PIPEWORKS S.A. (CR)	<b>7.5</b>	100.00
5	<b>IATR</b>	ATHENS MEDICAL C.S.A. (CR)	<b>13.0</b>	100.00
6	<b>DOL</b>	LAMBRAKIS PRESS S.A. (CR)	<b>13.5</b>	100.00
7	<b>XAKO</b>	HALKOR S.A (FORMER VECTOR) (CB)	<b>13.5</b>	100.00
8	<b>MHXAK</b>	MICHANIKI S.A. (CR)	<b>14.5</b>	100.00
9	<b>VELL</b>	VELL GROUP S.A. (CR)	<b>22.0</b>	100.00
10	<b>EUROC</b>	EUROCONSULTANTS S.A. (CR)	<b>23.0</b>	100.00

### Index Deletions

No	System Code	Share	Rank	Reason
1	<b>MLS</b>	MLS MULTIMEDIA S.A. (CR)	<b>24.0</b>	Low Rank
2	<b>INKAT</b>	INTRACOM CONSTRUCTIONS S.A. (CR)	<b>24.5</b>	Low Rank
3	<b>MIGRE</b>	MIG REAL ESTATE R.E.I.C. (CR)	<b>28.5</b>	Low Rank
4	<b>KLM</b>	I. KLOUKINAS - I. LAPPAS S.A. CON. AND CI	<b>29.0</b>	Low Rank
5	<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS S.A. (CR)	<b>30.5</b>	Low Rank
6	<b>PARN</b>	PARASSOS ENTERPRISES S.A. (CR)	<b>34.0</b>	Low Rank
7	<b>PLAT</b>	THRACE PLASTICS S.A.(CR)	<b>35.0</b>	Low Rank
8	<b>CENTR</b>	CENTRIC MULTIMEDIA S.A. (CR)	<b>36.5</b>	Low Rank
9	<b>KLEM</b>	KLEEMAN HELLAS S.A. (CR)	<b>40.0</b>	Low Rank
10	<b>FLEXO</b>	FLEXOPACK S.A. (CR)	----	Free Float Restriction

### Index Reserve List

No	System Code	Share	Rank	(%) Weight
1	<b>MLS</b>	MLS MULTIMEDIA S.A. (CR)	<b>24.0</b>	100.00
2	<b>DIFF</b>	DIAS AQUA CULTURE S.A. (CR)	<b>24.5</b>	100.00
3	<b>INKAT</b>	INTRACOM CONSTRUCTIONS S.A. (CR)	<b>24.5</b>	100.00
4	<b>TELET</b>	TELETIPOS S.A. (CR)	<b>28.5</b>	100.00
5	<b>MIGRE</b>	MIG REAL ESTATE R.E.I.C. (CR)	<b>28.5</b>	100.00
6	<b>KLM</b>	I. KLOUKINAS - I. LAPPAS S.A. CON. AND CI	<b>29.0</b>	100.00
7	<b>KAMP</b>	REDS S.A. (CR)	<b>30.0</b>	100.00
8	<b>OTOEL</b>	AUTOHELLAS S.A. (CR)	<b>30.5</b>	100.00
9	<b>ELKA</b>	HELLENIC CABLES S.A. (CR)	<b>32.5</b>	100.00
10	<b>EDRIP</b>	EURODRIP S.A. (CR)	<b>32.5</b>	100.00

### Notes

\* Evaluation Period 01/04/2010 - 30/09/2010

\*\* Changes will be effective on Monday November 29, 2010, 2010

## **ATHEX ALTERNATIVE MARKET PRICE INDEX**

---

### **Index Additions**

No additions

### **Index Deletions**

No deletions

### **Index Reserve List**

No Index reserve list is available

### **Σημειώσεις**

\* Evaluation Period 01/04/2010 - 30/09/2010

\*\* Changes will be effective on Monday November 29, 2010, 2010

Markets Data | Indices | Companies | Members | Announcements | About ATHEX | New Markets

Listed Company Search:  Search Stock Symbol Search:  Search Member Search:  Search



ATHENS EXCHANGE S.A.

Announcements

[ATHEX Announcements](#) ► [Indices Announcements](#)

**30/12/2010**  
**Changes in the Composition of the ATHEX Indices**



A T H E N S  
E X C H A N G E S . A .

Athens, 30 December 2010

Due to the merger through acquisition of the companies "FOLLI - FOLLIE S.A." and "ELMEC SPORT S.A." by the company "HELLENIC DUTY FREE SHOPS S.A." the following changes will take place in the composition of the ATHEX Indices:

- **ATHEX Composite Price Index**  
The shares of the company will be removed from the index without replacement.
- **ATHEX Composite Total Return Index**  
The shares of the company will be removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX Liquid Mid**  
The shares of the company are removed from the index and replaced by the shares of the company «HELLENIC DUTY FREE SHOPS S.A.» with investability weight 20%.
- **FTSE/ATHEX Mid Cap**  
The shares of the company will be removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX International**  
The shares of the company will be removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX Market Index**  
The shares of the company will be removed from the index without replacement.
- **FTSE/ATHEX Personal & Household Products**  
The shares of the company will be removed from the index without replacement.

All changes will be effective from **Friday December 31, 2010**.