



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-ΜΒΑ)

Διπλωματική εργασία

*"Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η «φούσκα» του 1999 και  
μετέπειτα εξέλιξη"*

Προκόπιος Γ. Χαρίτος

Πειραιάς, 2013

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

*Αφιερώνεται στην πατρίδα μου, την Ελλάδα*

*"Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η «φούσκα» του 1999  
και μετέπειτα εξέλιξη"*

Προκόπιος Γ. Χαρίτος

Σημαντικοί όροι: Κρίσεις Χρηματιστηρίων, «φούσκα» 1999, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η χρηματιστηριακή κρίση του 1999 και η μετέπειτα εξέλιξή της. Η εργασία χωρίζεται σε πέντε κεφάλαια:

Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύονται γενικές έννοιες του χρηματιστηρίου. Στις υποενότητες του κεφαλαίου αυτού πραγματοποιείται η θεωρητική προσέγγιση του θέματος με βιβλιογραφική επισκόπηση της έννοιας του χρηματιστηρίου. Ειδικότερα, στην πρώτη υποενότητα περιγράφονται η έννοια και οι κατηγορίες του χρηματιστηρίου, ενώ στη δεύτερη υποενότητα πραγματοποιείται ιστορική αναδρομή των χρηματιστηριακών αγορών διεθνώς. Το πρώτο κεφάλαιο κλείνει με την ιστορική αναδρομή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών από την ίδρυσή του μέχρι και σήμερα.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, πραγματοποιείται εκτενής βιβλιογραφική ανασκόπηση των κυριότερων χρηματιστηριακών κρίσεων σε διεθνές επίπεδο. Το δεύτερο κεφάλαιο αποτελείται από τρεις υποενότητες, όπου στην κάθε μία αναλύονται ξεχωριστά οι μεγαλύτερες χρηματιστηριακές κρίσεις σε διεθνές επίπεδο και οι βασικές κρίσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ενώ, στην τελευταία υποενότητα αναλύεται εκτενώς η κρίση του 1999, γνωστή και ως "η φούσκα του χρηματιστηρίου".

Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας αναλύεται η μεθοδολογία της εργασίας και η ερευνητική μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε ενώ στη συνέχεια, στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται στοιχεία, χρηματοοικονομικές αναλύσεις αλλά και στοιχεία που αφορούν στην εισαγωγή και τη διαγραφή εταιρειών από το 1990 μέχρι και σήμερα, ώστε να αποσαφηνιστούν πλήρως τα αίτια της χρηματιστηριακής κρίσης του 1999.

Στο τελευταίο κεφάλαιο αναλύεται ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στη χρηματιστηριακή κρίση και τέλος, παρατίθενται τα συμπεράσματα της εργασίας αλλά και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

## *Ευχαριστίες*

*Τον καθηγητή μου , Νικόλαο Φίλιππα για την αμέριστη υποστήριξη και την απέραντη υπομονή του*

*Τους καθηγητές Πέτρο Μάλλιαρη και Βασίλειο Ζήση για την πολύτιμη καθοδήγηση*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	I
Ευχαριστίες .....	II
Εισαγωγή .....	V
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	1
1.1 Έννοιες του χρηματιστηρίου .....	1
1.2 Χρηματιστηριακή αγορά.....	2
1.2.1 Ο ρόλος της πληροφόρησης.....	6
1.2.2 Οι επιπτώσεις της χρηματιστηριακής “φούσκας”.....	7
1.3 Ιστορική Αναδρομή .....	9
1.4 Το ιστορικό ίδρυσης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών .....	13
Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	17
Αγορές μετοχών στο Χρηματιστήριο.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ .....	19
2.1 Οι μεγαλύτερες χρηματιστηριακές κρίσεις σε διεθνές επίπεδο.....	19
Τουλιπομανία (1634 – 1638) .....	21
Το κραχ του 1929 .....	22
Οι πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970.....	23
Η “Μαύρη Δευτέρα” του 1987 .....	25
Η κρίση στις ασιατικές “τίγρεις” (1997).....	26
Η “φούσκα” των μετοχών υψηλής τεχνολογίας (2000).....	26
Η κρίση των subprimes (2007) .....	27
2.2 Οι κυριότερες κρίσεις στο χρηματιστήριο Αθηνών .....	29

2.3 Η κρίση του 1999 στο χρηματιστήριο Αθηνών (η φούσκα του χρηματιστηρίου)...	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	37
3.1 Σκοπός της έρευνας και σημαντικότητά της.....	37
3.2 Μεθοδολογία της έρευνας.....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΦΟΥΣΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ 1999.....	39
4.1 Οι εξελίξεις των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών το έτος 1999.....	41
4.2 Οι εξελίξεις στο χρηματιστήριο το έτος 1999.....	43
4.3 Ο Γενικός Δείκτης Τιμών στο ΧΑΑ 1999.....	50
4.4 Κέρδη και Μερίσματα των Εισηγμένων στο ΧΑΑ Εταιρειών.....	54
4.5 Άντληση κεφαλαίων και Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑΑ, 1999.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗ ΦΟΥΣΚΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	77
ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	89
Περιεχόμενα Πινάκων και Διαγραμμάτων.....	93
Βιβλιογραφία.....	95

## Εισαγωγή

*“Το Χρηματιστήριο Αθηνών ε γνώρισε κατά καιρούς μεγάλας και αποτόμους διακυμάνσεις των τιμών, οφειλομένας είτε εις τας γνωστάς πολεμικάς, πολιτικάς και οικονομικάς περιπέτειας του Έθνους, είτε εις την οργανωμένην δράσιν της κερδοσκοπίας. Εις τας γενικωτέρας σημασίας περιπτώσεις λόγω της αλληλεξαρτήσεως των γεγονότων εξεδηλούτο χρηματιστηριακή κρίσις”,* έγραφε το 1976 ο Μιχαήλ Πλατανόπουλος, τότε επίτιμος διευθυντής του Χρηματιστηρίου, στο βιβλίο του “Εκατονταετηρίς Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών”. Στην ενότητα του βιβλίου που αναφέρεται στις κρίσεις της χρηματιστηριακής αγοράς διαπιστώνει κανείς ότι η ιστορία σχεδόν επαναλαμβάνεται. Η εκκίνηση μιας κρίσης εκδηλώνεται ύστερα από έναν φρενήρη επενδυτικό ενθουσιασμό, όπως εκείνος που βίωσε το ΧΑΑ το διάστημα 1998-1999 ή στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η ύφεση ξεκινάει με συστάσεις για ορθολογικές τοποθετήσεις και προσεκτική επιλογή μετοχών, ενώ αμέσως μετά ακολουθεί η απαξίωση των μετοχών (Λιακοπούλου, 2002).

Οι μεγάλες χρηματιστηριακές κρίσεις, οι οποίες συνοδεύονται από μεγάλα κραχ, δεν εκδηλώνονται ποτέ με τον ίδιο τρόπο. Τα χρηματιστηριακά κραχ ανήκουν στην κατηγορία των “ανωμαλιών” με την έννοια ότι δεν υπάρχει πάντα μία μονοδιάστατη ερμηνεία για το λόγο για τον οποίο συμβαίνουν. Η ανθρώπινη παρόρμηση, η αίσθηση της υπερβάλλουσας ρευστότητας, το ελλιπές νομοθετικό πλαίσιο, οι προσδοκίες αλλά και η ελλιπής γνώση του αντικειμένου, είναι μερικοί από τους παράγοντες που οφείλονται για τη δημιουργία κάποιου κραχ (Adam, Szafarz, 1992). Ωστόσο, το μέγεθος, οι αιτίες που τα προκαλούν αλλά και οι συνέπειες τους για την κάθε οικονομία, διαφέρουν κατά περίπτωση. Αν υπάρχει κάτι που τα συνδέει όμως αυτό είναι οι “χρηματοοικονομικές φούσκες”. Πρόκειται για την ασυνήθιστη και ίσως παράλογη εκτόξευση των τιμών των μετοχών στα χρηματιστήρια. Μία αύξηση τιμών, η οποία είναι πλασματική καθώς δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων αλλά και των οικονομιών (Adam, Szafarz, 1992).

Οι “φούσκες” αποτελούν φαινόμενο που το συναντάμε σε παγκόσμιο επίπεδο και σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές. Το μέγεθος και η συχνότητα του φαινομένου ωστόσο, αποτελεί συνάρτηση της ανάπτυξης και της “ωριμότητας” ενός χρηματιστηρίου, όπως επίσης και από την ικανότητα του χρηματιστηρίου να το εντοπίσει και να το εξυγιάνει εγκαίρως (Adam, Szafarz, 1992.).

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η χρηματιστηριακή κρίση του 1999 στο Χρηματιστήριο Αθηνών και η μετέπειτα εξέλιξη μέχρι και σήμερα.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ**

## **1.1 Έννοιες του χρηματιστηρίου**

Ως Χρηματιστήριο εννοούνται οι οργανωμένες αγορές, οι οποίες είναι επίσημα αναγνωρισμένες από το κράτος και όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για την διενέργεια αγοροπωλησιών κινητών αξιών (όπως μερίδια κεφαλαίου ανωνύμων εταιρειών, τραπεζικά, κρατικά ή άλλα ομόλογα) ή/και εμπορευμάτων (Σιαφάκας, 1999).

Η διαμόρφωση των τιμών είναι αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης από το επενδυτικό κοινό. Τα Χρηματιστήρια θεωρούνται ως οι βασικότεροι μοχλοί ανάπτυξης της οικονομίας και ως μέσο διοχέτευσης των αποταμιεύσεων στις πιο παραγωγικές επενδύσεις της χώρας (Εγχειρίδιο του επενδυτή).

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

Στη χώρα μας υπάρχει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Στο ΧΑΑ διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογιών και μετοχών) και όχι συναλλάγματος, όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια, καθώς οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος (Εγχειρίδιο του επενδυτή).

Τα χρηματιστήρια δημιουργήθηκαν από την επιδίωξη για την εξεύρεση βραχυπρόθεσμων αλλά κυρίως μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και η ανάγκη για σύναψη αγοροπωλησιών μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων που δεν βρίσκονται κοντά στον τόπο διαπραγμάτευσης τους, ενώ απαιτούνταν για αυτά σοβαρά κεφάλαια αλλά και η τάση για κερδοσκοπία.

Η οργανωμένη μορφή τους οφείλεται:

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



## 1.2 Χρηματιστηριακή αγορά

Σήμερα στο χρηματιστήριο λειτουργούν τρεις αγορές: η κύρια, η παράλληλη και η νέα χρηματιστηριακή αγορά. Η παράλληλη αγορά δημιουργήθηκε το 1989 και σχεδιάστηκε από την τότε διοίκηση του χρηματιστηρίου, ώστε να αποτελέσει τον προθάλαμο της κύριας αγοράς και να δεχτεί τις εταιρείες εκείνες που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου (Φίλιππας, 2009, σελ. 78).

Η δημιουργία της παράλληλης αγοράς σκοπεύει κυρίως στο να βοηθήσει τις δυναμικές μεσαίες επιχειρήσεις να αντλήσουν φτηνά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων εκσυγχρονισμού και επέκτασής τους, έτσι ώστε να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο ανταγωνισμό. Τέλος, η νέα χρηματιστηριακή αγορά αφορά ακόμη μικρότερες επιχειρήσεις, κυρίως τις λεγόμενες “μικρομεσαίες” (Φίλιππας, 2009, σελ. 78).

Η μορφολογία της χρηματιστηριακής αγοράς και ιδίως η μορφή και οι ιδιαιτερότητες της, έχουν μεγάλη σημασία προκειμένου να διευκρινιστεί αν αυτό που πράγματι πάσχει είναι η χρηματιστηριακή αγορά ή τα εμπόδια που παρεμβάλλονται στην ελεύθερη και αποτελεσματική λειτουργία της.

Σε αυτό το σημείο, κρίνεται απαραίτητο να αναφέρουμε πως όταν λέγεται ότι το σύγχρονο Χρηματιστήριο είναι κατεξοχήν ελεύθερη αγορά, σημαίνει ότι (Μαλινδρέτου, κ.α., 2000, σελ.137):

- Οι τιμές που διαμορφώνονται αβίαστα και ελεύθερα στη χρηματιστηριακή αγορά αντανακλούν μία ευρύτερη συναίνεση του συνόλου των επενδυτών, οι οποίοι κρατούν χρηματιστηριακούς τίτλους, συναλλάσσονται σε αυτήν και μπορούν να εισέλθουν και να εξέλθουν από αυτήν οποτεδήποτε το αποφασίσουν.
- Όταν αφήνεται ελεύθερη η χρηματιστηριακή αγορά, με βάση την αξιολόγηση και τις προσδοκίες των πολλών, αυτοδιορθώνεται και βρίσκει μεσοπρόθεσμα την ισορροπία της, εξουδετερώνοντας τις στρεβλωτικές ενέργειες και καταστάσεις παρατεταμένης έντασης και αστάθειας.
- Η αγορά έχει τους δικούς της κανόνες και λειτουργεί αβίαστα και χωρίς περιορισμούς στις τιμές με μορφή “πλαφόν”, στο ωράριο, κ.λπ., τα οποία είναι γνωστά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.
- Οι εποπτικές αρχές έχουν καθοριστικό ρόλο και ευθύνη για τη θέσπιση και την αυστηρή εφαρμογή της ειδικής χρηματιστηριακής νομοθεσίας, ώστε να επικρατούν “ίσοι όροι

συναλλαγών” και διασφάλιση από πράξεις και δημιουργίας συνθηκών “αθέμιτου ανταγωνισμού”, σε βάρος των μικροεπενδυτών και της σταθερότητας της αγοράς.

- Ακόμη και μία πραγματικά ελεύθερη χρηματιστηριακή αγορά δεν μπορεί να είναι τέλεια ανταγωνιστική, διότι σαν “αγορά προσδοκιών” περιέχει αβεβαιότητα, λόγω της μεταβλητότητας των τιμών των χρηματιστηριακών τίτλων.

Μπορούμε λοιπόν να πούμε πως μία αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά περιέχει το παρακάτω τετράπτυχο (Μαλινδρέτου, κ.α., 2000, σελ.143):

- Ισοτιμία πληροφόρησης
- Καθοριστικό ρόλο των ειδήσεων
- Τυχαιότητα της πληροφορίας
- Ταχύτητα ανταπόκρισης των επενδυτών

Σε μία πλήρως αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι σε θέση κανένας επενδυτής ή χρηματιστηριακός φορέας να επηρεάσει τη διαμόρφωση των τιμών των τίτλων και να πραγματοποιήσει υπερκανονικές αποδόσεις, εκτός από τύχη ή πρόσκαιρες συγκυρίες.

Καθώς το αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η χρηματιστηριακή “φούσκα” στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1999, κρίνεται σκόπιμο σε αυτό το σημείο να αναλυθεί η έννοια της χρηματιστηριακής “φούσκας”, με στόχο την πλήρη κατανόηση των επόμενων κεφαλαίων.

Ως χρηματιστηριακή “φούσκα” χαρακτηρίζεται ένα επενδυτικό φαινόμενο το οποίο προκαλείται από τον ενθουσιασμό των επενδυτών που αυξάνουν υπερβολικά τη ζήτηση σε μία ή περισσότερες κινητές αξίες, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι όγκοι συναλλαγών και να εκτοξευθεί η τιμή διαπραγμάτευσης των μετοχών πέρα από οποιαδήποτε λογική αντανάκλαση της πραγματικής τους αξίας και απόδοσης.

Όταν παρατηρηθεί το φαινόμενο της “φούσκας” οι τιμές των κινητών αξιών, π.χ. μετοχών, ανεβαίνουν απότομα, καθιστώντας τις σημαντικά υπερεκτιμημένες με αποτέλεσμα, όταν η “φούσκα” σκάσει, οι τιμές να αρχίζουν να παρουσιάζουν πτώση. Στη συνέχεια οι πλειοψηφία των επενδυτών θα προσπαθήσουν να διαθέσουν τις μετοχές που έχουν στην κατοχή τους προκαλώντας έτσι κάθετη μείωση των τιμών, μεγάλες ζημιές στο χαρτοφυλάκιο τους και κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Σύμφωνα με τον ιστορικό οικονομολόγο Charles P. Kindleberger και τον ομότιμο καθηγητή Robert Z. Aliber στο τους *‘Manias, Panics and Crashes’* (1978) ως φούσκα

(bubble) ορίζεται *“η απότομη αύξηση στην τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου, η οποία έχει διάρκεια, δημιουργώντας προσδοκίες για συνέχιση της περαιτέρω ανόδου των τιμών του προσελκύνοντας με αυτόν τον τρόπο νέους επενδυτές”*. Φούσκες μπορούμε να παρατηρήσουμε όχι μόνο στις μετοχές (stock bubbles) αλλά και στα ακίνητα ή τα εμπορεύματα (χρυσός, πετρέλαιο κ.ά.) (Φίλιππας, 2013).

Σε ακραίες περιπτώσεις, η “φούσκα” είναι “το αποτέλεσμα μια μαζικής κερδοσκοπικής φρενίτιδας, αφού τα άτομα ενδιαφέρονται περισσότερο για τα οφέλη που αποκομίζουν από τις αυξήσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων παρά από την ωφέλεια που μπορεί να προκύψει από τη διακράτησή τους” (Eatwell et al. 1987).

Το φαινόμενο της χρηματιστηριακής “φούσκας” στα πρώτα χρόνια της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών εμφανίστηκε με παραδείγματα όπως, η τουλιπομανία στην Ολλανδία (1634 -1638), η φούσκα του “Μισσισιπιππή” στη Γαλλία (1719–1720), η “φούσκα” της Νότιας Θάλασσας στην Αγγλία (1720) και κατά τον εικοστό αιώνα το φαινόμενο έκανε πιο συχνά την

εμφάνιση του, όπως το Κραχ του 1929 στις Η.Π.Α., η κρίση στις “ασιατικές τίγρεις” (1997), η “φούσκα των μετοχών υψηλής τεχνολογίας” (2000) αλλά και με τα δικά μας παραδείγματα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και στο Χρηματιστήριο Αξιών της Κύπρου (1999-2000) προκαλώντας τεράστιες οικονομικές ζημιές στους επενδυτές καθώς και στις οικονομίες των χωρών αυτών.

Ως εκ τούτου, η αύξηση των τιμών δεν δικαιολογείται με βάση τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά του περιουσιακού στοιχείου και τροφοδοτείται από την τάση των επενδυτών να αγοράσουν και να πουλήσουν γρήγορα σε άλλους επενδυτές σε ακόμη υψηλότερη τιμή, ώστε να αποκομίσουν βραχυπρόθεσμα κέρδη (Φίλιππας, 2013).

Θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε λοιπόν ότι οι φούσκες είναι ένα φαινόμενο το οποίο καταδεικνύει την αδυναμία των συμμετεχόντων στις αγορές να αποτιμήσουν “δίκαια” ορισμένα περιουσιακά στοιχεία (Φίλιππας, 2013).

Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ιστορικά παραδείγματα μεγάλων χρηματιστηριακών “φουσκών” (bubbles) αναφέρονται, όπως για παράδειγμα η “τουλιπομανία” το 17<sup>ο</sup> αιώνα στην Ολλανδία όπου όσο ανέβαιναν οι τιμές των βολβών τουλίπας, τόσο περισσότεροι τις θεωρούσαν καλή επένδυση, μέχρι που οι τιμές έφτασαν σε δυσθεώρητα ύψη για να σημειωθεί κατακόρυφη πτώση τους το 1637.

Παρόμοια αναφέρεται η “φούσκα” της εταιρείας Νότιας Θάλασσας στη Βρετανία, που συνοδεύτηκε από ένα κλίμα υπεραισιοδοξίας και οδήγησε πολλά κεφάλαια στη μετοχή της, για να υπάρξει κατάρρευση της τιμής της το 1720.

Σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας πραγματοποιείται εκτενής ανάλυση αλλά και ιστορική αναδρομή των μεγαλύτερων χρηματιστηριακών κρίσεων σε διεθνές επίπεδο, σε αυτό το σημείο ωστόσο κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε κάποια σημαντικά στοιχεία που χαρακτηρίζουν το φαινόμενο της “φούσκας” σε μία χρηματιστηριακή αγορά.

Οι “φούσκες” μπορεί να κρατήσουν για μερικά χρόνια, αλλά ακολουθούνται από κατάρρευση των τιμών των τίτλων με σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην κοινωνία. Εκφράζουν “παράλογη συμπεριφορά” που χαρακτηρίζεται με εκρηκτικό συναλλακτικό όγκο από “αδαείς επενδυτές” (naive investors). Η επικρατούσα ερμηνεία τέτοιων κατά παρέκκλιση καταστάσεων από την ομαλή λειτουργία των αγορών, είναι ότι υπάρχουν δύο κατηγορίες συναλλασσόμενων: οι πληροφορημένοι και οι απληροφόρητοι (στη βιβλιογραφία αναφέρεται και μία τρίτη κατηγορία συναλλασσόμενων, οι παραπληροφορημένοι). Οι τελευταίοι μπορεί να συμπεριφέρονται παράλογα μέσα σε ταραχώδες κλίμα, ώστε να δημιουργείται στρέβλωση στη διαμόρφωση των τιμών. Με φρενήρεις προσδοκίες για άμεσο πλουτισμό βασιζόμενο σε αποθέωση της τρέχουσας τάσης, οι επενδυτές φτάνουν να αγοράζουν μετά από μεγάλες αυξήσεις και να πωλούν μετά από απότομη πτώση των τιμών. Οι πληροφορημένοι επενδυτές γνωρίζουν ότι θα υπάρξει κατάρρευση, εν τούτοις εισέρχονται με προοπτική να εξέλθουν πριν από τους απληροφόρητους (Glen, 1998, 615).

Κοινό χαρακτηριστικό των υπερβολών αυτών είναι η νομισματική χαλαρότητα, τα χαμηλά επιτόκια και η υπερβολική μόχλευση (δανεισμός) που προκαλούνται μαζί με τον ενθουσιασμό των επενδυτών, την άγνοια, την πολυπλοκότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ασύμμετρη πληροφόρηση που αυξάνουν υπερβολικά τη ζήτηση των περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα την σημαντική αύξηση του όγκου συναλλαγών και την εκτόξευση της τιμής τους μακριά από αυτό που ονομάζουμε στην χρηματοοικονομική δίκαιη τιμή (fair value) (Φίλιππας, 2013).

Εκτός των παραγόντων αυτών, αιτίες πρόκλησης μιας φούσκας είναι επίσης διάφοροι ψυχολογικοί παράγοντες όπως η μόδα, η συμπεριφορά της αγέλης (herding), η απλοϊκή προσέγγιση ότι το μέλλον θα είναι όπως το παρελθόν, ο πληθωρισμός και ο ηθικός κίνδυνος. Σε αυτή την διαδικασία ιδιαίτερο ρόλο διαδραματίζουν οι αμήτοι επενδυτές (noise traders), αυτοί δηλαδή που προκαλούν θόρυβο στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (Φίλιππας, 2013).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αποκλίνουν πολύ πιο κάτω από τις «θεωρητικά δίκαιες» τιμές τους, μπορούν να δημιουργηθούν αρνητικές φούσκες.

Τέλος, η ύπαρξη και ο βαθμός της αποτελεσματικής αγοράς έχει μεγάλη πρακτική σημασία για την οικονομία συνολικά, καθώς και για τους επενδυτές και τις επιχειρήσεις. Σε κοινωνικό περιεχόμενο, διευκολύνεται ιδιαίτερα η χρηματοδότηση αποδοτικών επιχειρηματικών σχεδίων, έργων και επενδύσεων αλλά και η κατανομή των πόρων σε μακροοικονομικό επίπεδο. Έτσι, αν οι τιμές στη χρηματιστηριακή αγορά δεν διαμορφώνονται σύμφωνα με όλες τις διαθέσιμες πραγματικές πληροφορίες, δεν είναι δυνατόν μη υγιείς εταιρείες ή εταιρείες σε φθίνοντες κλάδους να έχουν υπερτιμημένες μετοχές και να αντλούν αποταμιευτικά κεφάλαια σε βάρος αποδοτικών εταιρειών δυναμικών κλάδων. Αυτό συνεπάγεται ότι η κατανομή των επενδυτικών πόρων επηρεάζεται εκτός από την αποτελεσματικότητα των επιχειρηματικών μονάδων και από την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς (Glen, 1998, σελ. 599-600). Ο πρόσθετος αυτός όρος, πέρα από την επιχειρηματική αποτελεσματικότητα, αποτελεί τομή στο χώρο της χρηματοδότησης των επενδύσεων και της κατανομής των πόρων, η σημασία και οι συνέπειες της οποίας αναμένουν μελλοντική πλήρη αναγνώριση (Glen, 1998, σελ. 623-625).

### **1.2.1 Ο ρόλος της πληροφόρησης**

Η πληροφορία αποτελεί έναν από τους βασικούς συντελεστές αποτελεσματικότητας της χρηματιστηριακής αγοράς. Αυτό συμβαίνει διότι η μεταβλητότητα των τιμών στη χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζεται από το κατά πόσον διασφαλίζεται ισότιμη πληροφόρηση των επενδυτών, ή επικρατεί παραπληροφόρηση. Με άλλα λόγια το σύστημα της πληροφόρησης και ο έλεγχος της πληροφορίας και της ενημέρωσης έχουν καθοριστικό ρόλο στην αποτελεσματικότητα μιας χρηματιστηριακής αγοράς.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειώσουμε ότι σε διεθνές επίπεδο η αύξηση της σπουδαιότητας του χρηματιστηριακού θεσμού στη διάρκεια της τελευταίας 25ετίας και η αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς συντελέστηκαν στα πλαίσια της λεγόμενης “πληροφορικής επανάστασης”, η οποία σε συνδυασμό με τη λεγόμενη “χρηματοπιστωτική επανάσταση”, άνοιξαν νέους ορίζοντες, νέους διαύλους και νέες επενδυτικές και χρηματοδοτικές δυνατότητες. Το δίπτυχο αυτό, με την παράλληλη

διεθνοποίηση των επενδυτικών και χρηματιστηριακών αγορών, ολοκληρώνει το νέο ρόλο του χρηματιστηρίου στο περιβάλλον της “νέας οικονομίας”.

Στα παραπάνω πλαίσια, συνυπάρχουν τα στοιχεία της προόδου και μιας ηθικής διάστασης για τα δικαιώματα των επενδυτών και των λοιπών συμμετεχόντων, ως εταίρων και μετόχων των επιχειρήσεων, στα αποτελέσματα και στα αγαθά της οικονομικής προόδου. Πρόκειται για ένα νέο πλέγμα τεχνολογικής, κοινωνικής και ηθικής διάστασης, με κατάργηση των “στεγανών” και των “απορρήτων” στη ροή της πληροφορίας και στην προνομιακή οικειοποίηση “εσωτερικών πληροφοριών”, ώστε να θεμελιώνεται πραγματική διαφάνεια και αξιοπιστία στους θεσμούς (Μαλινδρέτου, ο.π.).

Ειδικότερη σημασία για “αποτελεσματική αγορά” έχει η χωρίς κόστος πρόσβαση όλων των επενδυτών στην πληροφορία και η ισότητα πληροφόρησης των επενδυτών, με την έννοια ότι δεν υπάρχουν επενδυτές με ειδική προνομιακή πρόσβαση στις ειδήσεις και στην πληροφόρηση (εσωτερικές πληροφορίες), ώστε να είναι σε θέση να αποκομίζουν υπερκανονικές αποδόσεις και κέρδη σε βάρος άλλων επενδυτών. Αυτό είναι το κύριο χαρακτηριστικό που σηματοδοτεί την έννοια της “αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς”.

Τέλος, το φαινόμενο της παραπληροφόρησης περιλαμβάνει όχι μόνο την υπέρ/υπό/πληροφόρηση ή την βραδυπορημένη πληροφόρηση αλλά και παραπλανητική διαφήμιση από επιχειρήσεις. Περιλαμβάνει επίσης την ενημέρωση αλλά και ολόκληρο τον μηχανισμό των ΜΜΕ, καθώς και το εποπτικό σύστημα, στην έκταση που δεν παρεμποδίζει την παράνομη παραπληροφόρηση και το πέρασμά της στους επενδυτές. Η παραπληροφόρηση των επενδυτών για την εικόνα μιας εταιρείας σε τρέχουσες συνθήκες και μελλοντικές προοπτικές, μπορεί να υποκρύπτει πρόθεση να διατηρεί ένα κλίμα αισιοδοξίας στους επενδυτές και να σημειωθεί αύξηση της τιμής της μετοχής της για ένα ορισμένο διάστημα. Τέτοιες ενέργειες είναι δυνατόν να συντελέσουν σε πολύ μεγάλες αποκλίσεις των τιμών των μετοχών από την εσωτερική τους αξία (Μαλινδρέτου, ο.π.,σελ.155).

### **1.2.2 Οι επιπτώσεις της χρηματιστηριακής “φούσκας”**

Μέχρι πρότινος υπήρχε η άποψη ότι οι φούσκες δεν μπορούν να προβλεφθούν μέχρι τελικά να «σκάσουν» και ως εκ τούτου δεν μπορεί να εμποδιστεί και η εκδήλωσή τους. Ωστόσο, η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τις Κεντρικές

Τράπεζες, αλλά και οι επί τόπου ρυθμιστικές αρχές μπορούν να συμβάλλουν στον περιορισμό των πιθανοτήτων εμφάνισης ακραίων καταστάσεων. Παράλληλα, σημαντικό ρόλο μπορεί να διαδραματίσει και η χρηματοοικονομική εκπαίδευση των πολιτών. Ο πολιτικός οικονομολόγος Robert Wright (2010) υποστηρίζει ότι οι φούσκες μπορούν να προσδιοριστούν εκ των προτέρων και με μεγάλη σιγουριά (Φίλιππας, 2013).

Συνήθως τις φούσκες ακολουθεί το κραχ που μπορεί να καταστρέψει ένα μεγάλο μέρος του πλούτου της κοινωνίας προκαλώντας παρατεταμένη οικονομική ύφεση καθώς συνήθως αποτελούν προάγγελους σφαλμάτων κι έχουν αρνητικό αντίκτυπο για την οικονομία και την κοινωνία, αφού έχουν την τάση να οδηγούν σε κακή κατανομή των πόρων (Φίλιππας, 2013).

Όταν η φούσκα “σκάσει”, ο πανικός και ο φόβος που προκαλείται εκδηλώνεται εκτός των άλλων και με απόσυρση των καταθέσεων από τις τράπεζες. Οι τράπεζες όπως είναι φυσικό δεν είναι δυνατόν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις όλων των καταθετών τους ταυτόχρονα, κυρίως αν τα χρήματά τους έχουν τοποθετηθεί σε επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν χάσει την αξία τους, με αποτέλεσμα να επέλθει κρίση στο τραπεζικό σύστημα, η οποία στη συνέχεια διοχετεύεται στην πραγματική οικονομία δημιουργώντας αναταραχή, μείωση του πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, μείωση της παραγωγής αγαθών, κύμα απολύσεων και κατακόρυφη μείωση της ζήτησης.

Το αποτέλεσμα είναι ο περιορισμός των δαπανών καθώς τα άτομα που κατείχαν υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία μετά το “σκάσιμο” της φούσκας βιώνουν ένα αίσθημα μείωσης του πλούτου τους και ελαττώνουν τις δαπάνες τους, εμποδίζοντας με αυτό τον τρόπο την οικονομική ανάπτυξη ή ακόμη χειρότερα επιδεινώνοντας την οικονομική επιβράδυνση και την ύφεση (Φίλιππας, 2013).

### 1.3 Ιστορική Αναδρομή

Τα χρηματιστήρια ιδρύθηκαν μέσα από τις συγκεκριμένες ιστορικές ανάγκες των εκάστοτε κοινωνιών και αναπτύχθηκαν διαμέσου των αιώνων χάρη στην πρόοδο των αντίστοιχων οικονομιών. Καταλυτικός παράγοντας σε αυτήν την πορεία υπήρξε η αισθητή βελτίωση του παγκόσμιου οικονομικού περιβάλλοντος κατά το δεύτερο ήμισυ του 20ού αιώνα, όπου και δημιουργήθηκε παράλληλα το σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας τους, με καθοριστική τη συνεισφορά των τεχνολογικών και επικοινωνιακών μέσων (Investment research & analysis journal, 1990).

Ιστορικά, τα Χρηματιστήρια προέκυψαν μέσα από την ανάγκη ανταλλαγής αγαθών και εμπορευμάτων στις πρώτες οικονομίες αλλά και στις αγροτικές κοινωνίες της Ευρώπης. Αντίθετα, σε χώρες με πλουτοπαραγωγικούς πόρους, όπως στον Καναδά και την Αφρική, η εμπορία μεταλλευμάτων στάθηκε ως αφορμή για την ίδρυση χρηματιστηρίων. Η πρώτη γαλλική χρηματιστηριακή αγορά λειτουργούσε άτυπα από το 12<sup>ο</sup> αιώνα, με αντικείμενο συναλλαγών τα κυβερνητικά τραπεζογραμμάτια. Με παρόμοιο τρόπο εμφανίστηκαν οι πρώτες αφανείς αγορές στην Ευρώπη, στη θέση περιοχών όπου ανθούσε το εμπόριο αλλά και υπήρχε οικονομική πρόοδος, όπως τις χώρες της Ολλανδίας, της Βρετανίας, της Δανίας και της Γερμανίας. Παράλληλα η ανάπτυξη του εμπορίου οδήγησε στην ίδρυση τραπεζών και ασφαλιστικών εταιριών των οποίων οι μετοχές ήταν από τις πρώτες που διαπραγματεύθηκαν στις ιδρυόμενες αγορές (Βούλγαρη, Παπαγεωργίου, 2002).

Είναι ενδεικτικό ότι στην πρώτη επίσημη χρηματιστηριακή αγορά του κόσμου, εκείνη του Άμστερνταμ κατά το 17<sup>ο</sup> αιώνα, διαπραγματεύονταν οι μετοχές της εμπορικής εταιρίας Dutch East India Company. Αυτή η αγορά αλλά και εκείνη του Λονδίνου είχαν ήδη πραγματοποιήσει κατά το 17<sup>ο</sup> αιώνα αξιοθαύμαστη πρόοδο με υψηλές για την εποχή συναλλαγές. Αυτό βελτίωσε επίσης τη δυνατότητα των χωρών να χρηματοδοτούν πολέμους και να «καλλιεργούν» επεκτατικές πολιτικές. Δεν είναι άλλωστε τυχαίο το γεγονός ότι το πρώτο κύμα κερδοσκοπίας παρουσιάστηκε επίσης στο Άμστερνταμ κατά τις αρχές του 1630. Οι πρώτες αγορές εμφανίστηκαν κατά το 17ο αιώνα, ενώ ο πιο παραγωγικός στην ίδρυση των χρηματιστηρίων υπήρξε ο 19ος αιώνας ο οποίος συνδέθηκε καθοριστικά με τη βιομηχανική επανάσταση (Βούλγαρη, Παπαγεωργίου, 2002).



Λίγο πιο πριν, κατά το 18ο αιώνα, οι χρηματιστηριακές αγορές δημιουργήθηκαν ως «απόγονοι» των πρώτων αγορών κυβερνητικών ομολόγων που εκδόθηκαν λόγω των διαδοχικών πολέμων. Ενδεικτικά, πριν τη δημιουργία της χρηματιστηριακής αγοράς του Λονδίνου, προηγήθηκε η περίοδος 1693-1801 όπου λειτούργησε ανεπίσημα η εγχώρια αγορά ομολόγων. Μάλιστα το 1773, διαπραγματευτές του Λονδίνου, οι οποίοι λειτουργούσαν έως τότε εντελώς άτυπα, δημιούργησαν το δικό τους επίσημο χώρο χρηματιστηριακών συναλλαγών (Investment research & analysis journal, 1990).

Στην ίδια περίπου εποχή, στις 17 Μαΐου του 1792, ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, το οποίο επίσημα κατέληξε σε θεσμικό σώμα το 1817 ως New York Stock and Exchange Board. Το σημερινό του όνομα (New York Stock Exchange) το απέκτησε το έτος 1863. Σταθμοί στην πορεία του Χρηματιστηρίου της Ν. Υόρκης αποτέλεσαν ο Πόλεμος του 1812 και η κερδοσκοπία στις μετοχές των σιδηροδρόμων στη δεκαετία του 1830, που αύξησαν τη ζήτηση κεφαλαίου και τόνωσαν τις συναλλαγές. Παράλληλα μετά τη λήξη του αμερικανικού εμφυλίου, το εν λόγω χρηματιστήριο αποτέλεσε την ατμομηχανή της νέας περιόδου εκβιομηχάνισης (Κίτσος, 2010).

Σημαντικό ρόλο στην πορεία του θεσμού του Χρηματιστηρίου σε διεθνές επίπεδο έπαιξε η τεχνολογική πρόοδος σε επίπεδο μέσων επικοινωνίας. Πιο συγκεκριμένα, ασύλληπτη για την εποχή της, ήταν η επίδραση του τηλεγράφου στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και της Νέας Ορλεάνης από τη δεκαετία του 1840 (μειώθηκαν τα κόστη της ενημέρωσης των επενδυτών για τις τιμές – και αρκετές μετοχές εισήχθησαν ταυτόχρονα και στις δύο αγορές). Επίσης, η πρώτη υπερατλαντική καλωδιακή σύνδεση μεταξύ των πόλεων Ν. Υόρκης και Λονδίνου, καταρχήν στις αγορές ομολόγων, έγραψε τη δική της ιστορία το έτος 1866. Πριν από εκείνη την ημερομηνία, επενδυτές έκαναν ουσιαστικά πράξεις στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, σε τιμές που δεν γνώριζαν, καθώς απαιτούνταν 3 εβδομάδες – όσο δηλαδή το πέρασμα με πλοίο του ωκεανού – για να μάθουν τις τιμές της άλλης αγοράς. Σε αυτά τα διαστήματα, οι αγορές χαρακτηρίζονταν από σημαντικές ευκαιρίες αρμπιτράζ (Investment research & analysis journal, 1990).

Βέβαια εκείνη η εποχή ήταν εξαιρετικά σημαντική και για άλλους λόγους. Για αρκετούς ιστορικούς η πρώτη μορφή της παγκόσμιας αγοράς αγαθών και κεφαλαίου αποτυπώθηκε κατά το χρονικό διάστημα 1850-1914. Οι απαιτήσεις πλέον των αγορών αυξάνονταν και εκσυγχρονίζονταν. Τον Απρίλιο του 1920, ιδρύθηκε ο Οργανισμός Εκκαθάρισης του Χρηματιστηρίου της Ν. Υόρκης αποτελώντας το πρότυπο για ανάλογες κινήσεις στις επόμενες δεκαετίες. Παράλληλα, η πρόοδος των οικονομιών και των αγορών κεφαλαίου δημιουργούσε όχι μόνο μητροπολιτικά αλλά και περιφερειακά χρηματιστήρια.

Είναι ενδεικτικό ότι σήμερα στη Γαλλία η πλειοψηφία των συναλλαγών λαμβάνει χώρα στο Χρηματιστήριο των Παρισίων, ενώ υπάρχουν και τα χρηματιστήρια στις πόλεις Λυών, Μπορντό, Λιλ, Μαρσαλία, κλπ (Κίτσος, 2010).

Η χρηματιστηριακή κρίση της περιόδου 1929 –34 έμελλε να επιβάλει τον κυβερνητικό παρεμβατισμό σε πολλές αγορές του κόσμου, τόσο στην Αμερική όσο και στην Ευρώπη, όπως στην Ελβετία, ώστε το εν γένει σύστημα να διαθέτει ακόμη μεγαλύτερες προστατευτικές δικλείδες. Ο ρόλος του κράτους από τότε παρέμεινε ζωτικής σημασίας για τη λειτουργία των αγορών. Αμέσως μετά από το κραχ του 1929, κατατέθηκε το πρώτο νομοσχέδιο για τη λειτουργία των αμερικανικών κεφαλαιαγορών (Securities Exchange Act) το 1934. Σήμερα είναι επίσης χαρακτηριστικό ότι το Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ αποτελεί έναν ιδιωτικό οργανισμό υπό την επίβλεψη όμως του Υπουργείου Οικονομικών, ενώ ανάλογες ισορροπίες τηρούνται στη Ζυρίχη αλλά και στη Φρανκφούρτη (Κίτσος, 2010).

Όπως με τις κρίσεις, η ιστορία των χρηματιστηρίων άλλαξε και με τους παγκόσμιους πολέμους του 20ού αιώνα. Το Χρηματιστήριο του Βερολίνου έχασε την πρωταγωνιστική του θέση μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο και παρέδωσε τη σκυτάλη στη Φραγκφούρτη και το Ντίσελντορφ, ενώ οι αγορές της Ιαπωνίας ουσιαστικά ξαναδημιουργήθηκαν πάνω σε ένα μοντέλο το οποίο θύμιζε σε σημαντικό βαθμό το αντίστοιχο αμερικανικό (Investment research & analysis journal, 1990).

Το έτος 1971, αποτέλεσε ορόσημο, καθώς ιδρύθηκε η ηλεκτρονική αγορά του Nasdaq η οποία ήδη από τη 10ετία του 1990 είχε αναδειχθεί στη δεύτερη μεγαλύτερη αγορά των ΗΠΑ και στην τρίτη αγορά σε διεθνές επίπεδο. Παράλληλα το 1992, το Nasdaq συνδέθηκε με την αγορά του Λονδίνου, πραγματοποιώντας το πρώτο ανάλογο εγχείρημα στην ιστορία των αγορών. Το 1975 εισήχθη τόσο στην αγορά της Ν. Υόρκης όσο και σε περιφερειακές αγορές της Αμερικής η ειδική ταινία απεικόνισης των τιμών (stock market ticker tape), και παράλληλα απελευθερώθηκε το καθεστώς των χρηματιστηριακών προμηθειών (Investment research & analysis journal).

Σήμερα η μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αγορά στον κόσμο είναι το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, του οποίου τα μέλη του περιορίζονται από το 1953 σε 1.366, ενώ μόνο θέση μέλους που εκκενώνεται μπορεί να αποκτηθεί από νέο ενδιαφερόμενο. Το 1997 ήταν το έτος όπου στις 28 Οκτωβρίου πραγματοποιήθηκαν για πρώτη φορά συναλλαγές άνω του 1 δισ. τεμαχίων στο Χρηματιστήριο της Ν.Υόρκης. Από την άλλη πλευρά, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι σήμερα το μεγαλύτερο βάσει της ποικιλίας αλλά και του

αριθμού των χρεογράφων από όλες τις χώρες του κόσμου που διαπραγματεύονται στη συγκεκριμένη αγορά (Investment research & analysis journal, 1990).

Τέλος, το διεθνοποιημένο περιβάλλον αλλά και το όραμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης άνοιξε τον 21ο αιώνα με τις προσπάθειες των χρηματιστηρίων για την επίτευξη συμμαχιών και ενδυνάμωση του θεσμικού τους ρόλου. Το Euronext (αγορές Παρισιού, Βρυξελλών, Άμστερνταμ), το Norex (σκανδιναβικές αγορές), η συνεργασία Nasdaq και Easdaq αποτέλεσαν τα πρώτα σημεία αναφοράς, ενώ ακόμη και το Χρηματιστήριο του Λονδίνου αποτέλεσε στόχο εξαγοράς στην προσπάθεια να εξασφαλισθεί το απαιτούμενο βάθος των αγορών στις δύσκολες προκλήσεις που έπονται.

Οι ημερομηνίες ίδρυσης των χρηματιστηριακών αγορών σε ολόκληρο τον κόσμο φαίνονται στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 1):

**Πίνακας 1. Ημερομηνία ίδρυσης των χρηματιστηριακών αγορών σε ολόκληρο τον κόσμο**

<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΕΤΟΣ ΙΔΡΥΣΗΣ</b>	<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΕΤΟΣ ΙΔΡΥΣΗΣ</b>
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	1611	ΕΛΛΑΔΑ	1892
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1685	ΒΕΝΕΖΟΥΕΛΑ	1893
ΑΓΓΛΙΑ	1698	ΜΕΞΙΚΟ	1894
ΓΑΛΛΙΑ	1734	ΓΙΟΥΓΚΟΣΛΑΒΙΑ	1894
ΑΥΣΤΡΙΑ	1771	ΣΡΙ ΛΑΝΚΑ	1900
ΗΠΑ	1792	ΣΟΥΗΔΙΑ	1901
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	1799	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	1901
ΒΕΛΓΙΟ	1801	ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	1911
ΔΑΝΙΑ	1808	ΦΙΛΑΝΔΙΑ	1912
ΙΤΑΛΙΑ	1808	ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	1912
ΕΛΒΕΤΙΑ	1850	ΚΟΡΕΑ	1921
ΙΣΠΑΝΙΑ	1860	ΣΛΟΒΕΝΙΑ	1924
ΚΑΝΑΔΑΣ	1861	ΟΥΡΟΥΓΟΥΑΗ	1926
ΟΥΓΓΑΡΙΑ	1864	ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	1927
ΤΟΥΡΚΙΑ	1866	ΚΟΛΟΥΜΠΙΑ	1929
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	1871	ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	1929
ΤΣΕΧΙΑ	1871	ΜΑΛΑΙΣΙΑ	1929
ΠΟΛΩΝΙΑ	1871	ΡΟΥΜΑΝΙΑ	1929
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	1872	ΙΣΡΑΗΛ	1934
ΑΡΓΕΝΤΙΝΗ	1872	ΠΚΙΣΤΑΝ	1947
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	1877	ΒΕΝΕΖΟΥΕΛΑ	1947
ΙΝΔΙΑ	1877	ΛΙΒΑΝΟΣ	1948
ΙΑΠΩΝΙΑ	1878	ΤΑΙΒΑΝ	1953
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	1881	ΚΕΝΥΑ	1954
Ν. ΑΦΡΙΚΗ	1887	ΝΙΓΗΡΙΑ	1960
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	1890	ΚΟΥΒΕΪΤ	1962
ΧΟΝΓΚ - ΚΟΝΓΚ	1890	ΤΑΪΛΑΝΔΗ	1975
ΧΙΛΗ	1892		

Πηγή: Dimson et al, 101 Years of Investment returns, London Business School, 2001

#### **1.4 Το ιστορικό ίδρυσης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών**

Από το 1870 στη Λέσχη Εμπόρων Αθηνών, στη διασταύρωση των οδών Αιόλου και Ερμού, οι κολλυβιστές, πρόδρομοι των Ελλήνων χρηματιστών, άρχισαν να ασχολούνται με την ανταλλαγή των νομισμάτων. Η «Λέσχη των Εμπόρων Αθηνών» χρησίμευε ως τόπος συνάντησης των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων. Τα πρώτα χρεόγραφα που οι έμποροι διαπραγματεύτηκαν μεταξύ τους, ήταν δύο εθνικά δάνεια των 60.000.000 δρχ. και των 28.000.000 δρχ. Από το 1873 στη λέσχη άρχισε πιο συστηματικά η διαπραγμάτευση αξιών, δηλαδή άρχισαν να γίνονται κερδοσκοπικές πράξεις (Γεωργιάδης, 1990).

Τα μέλη της Λέσχης άλλαξαν το όνομά της και την ονόμασαν «*χρηματιστήριο*». Διενεργήθηκαν εκλογές και εξέλεξαν «Πρόεδρο του Χρηματιστηρίου». Πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης. Η επίσημη όμως σύστασή του έγινε το 1876 (30 Σεπτεμβρίου), όταν Πρωθυπουργός της χώρας ήταν ο Αλέξανδρος Κουμουνδούρος, με την έκδοση Βασιλικού Διατάγματος. Τότε, οι αρμόδιοι του Χρηματιστηρίου Αθηνών υπέβαλαν στην Κυβέρνηση προς έγκριση τον εσωτερικό κανονισμό ο οποίος, με τροποποιήσεις, άρχισε να εφαρμόζεται από τα τέλη του 1879 (Γεωργιάδης, 1990).

Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του. Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε. Όταν η Ερμούπολη της Σύρου μεσουρανούσε ως η ελληνική πόλη με την μεγαλύτερη αστική ανάπτυξη, ο οικονομικός τύπος της πόλης δεν παρέλειπε να επισημαίνει την έλλειψη Χρηματιστηρίου που η σύστασή του θα αποτελούσε τον πυρήνα για τον σχηματισμό ομοίων στη συνέχεια, στον Πειραιά, την Αθήνα και την Πάτρα. Καθώς η Ερμούπολη άρχισε να παρακμάζει η σκυτάλη της πρώτης εμπορικής πόλης πέρασε στον Πειραιά. Εκεί είχε ήδη αναερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο (Γεωργιάδης, 1990).

Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο, που ιδρύθηκε στον Πειραιά, ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών ταυτοχρόνως. Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο, ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων. Το αξιομνημόνευτο της ίδρύσεως του Πειραιϊκού Χρηματιστηρίου αφορά περισσότερο στην κατασκευή του κτιρίου και λιγότερο στη λειτουργία του (Γεωργιάδης, 1990).

Το 1880 εκλέχτηκε η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου και άρχισε η κανονική λειτουργία του σε νέο χώρο, στο Μέγαρο Μελά, το μετέπειτα ταχυδρομείο, στην πλατεία Κοτζιά και σήμερα το κτίριο της Εθνικής Τράπεζας. Λίγο αργότερα και μέχρι το 1890 το χρηματιστήριο λειτούργησε στην οικία Νοταρά στην οδό Σοφοκλέους, όπου βρίσκεται σήμερα το Κεντρικό κατάστημα της Εμπορικής Τράπεζας. Από το 1890 μεταφέρθηκε στην οδό Πεσματζόγλου. Τέλος, το 1934, η Εθνική Τράπεζα οικοδόμησε το Μέγαρο του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στην οδό Σοφοκλέους, όπου συνεχίζει τις εργασίες του.

Το 1909 με βασιλικό διάταγμα ορίστηκε το Χρηματιστήριο ως ο μόνος χώρος για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους αναγνωρισμένων τραπεζών ή άλλων ανώνυμων εταιρειών. Ωστόσο, ως το 1917 δεν υπήρχε οργανωμένη κρατική εποπτεία των συναλλαγών, ενώ οι χρηματιστές και οι επενδυτές δεν γνώριζαν πλήρως τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τους. Ο ρόλος των συναλλασσόμενων μερών προσδιορίστηκε αργότερα με το νόμο 3632/1928 (Φίλιππας, 2009, σελ. 77).

Είναι αναγκαίο να αναφέρουμε, ότι η Ιστορία του Χρηματιστηρίου Αθηνών περικλείει την οικονομική ιστορία της Νεώτερης Ελλάδας, όπου στα μητρώα των Μελών του περιλαμβάνονται ονόματα διαπρεπών Ελλήνων που θεμελίωσαν το οικονομικό οικοδόμημα της χώρας μας. Όλες οι περιπέτειες του Έθνους είχαν άμεσο αντίκτυπο επί του Χρηματιστηρίου και σε πολλές περιπτώσεις επί των μελών του (Γεωργιάδης, 1990).

Είναι γεγονός ότι το χρηματιστήριο σε όλες τις περιόδους ανέπτυξε δραστηριότητα και προσέφερε τις οικονομικές του δυνάμεις για την εξυπηρέτηση των εθνικών σκοπών. Παράλληλα, συνέβαλε στην εκβιομηχάνιση της χώρας και προσέφερε εκατοντάδες εκατομμύρια στο Κράτος, στους δημόσιους οργανισμούς, στις ιδιωτικές επιχειρήσεις για να φέρουν εις πέρας τα προγράμματά τους. Το χρηματιστήριο, ή αλλιώς ο “ναός του χρήματος” όπως χαρακτηρίζεται από πολλούς, ανέκαθεν πίστευε και διέδιδε την πίστη του στο ελληνικό νόμισμα, δηλαδή τη δραχμή, έχοντας ως αποτέλεσμα επενδυτές του εξωτερικού να αγοράζουν ελληνικά χρεόγραφα και να το αναγνωρίζουν ως ένα υγιές τμήμα του Ελληνικού κράτους.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών μέχρι και το 1918 είχε το χαρακτήρα ενός πλήρους αυτοδιοικούμενου σωματείου που λειτουργούσε σύμφωνα με τις αποφάσεις της διοικούσης επιτροπής και τον κανονισμό του. Το 1918 δημοσιεύτηκε ο νόμος 1308 που καθιέρωσε το χρηματιστήριο ως Ν.Π.Δ.Δ (Νομικό Πρόσωπο Δημόσιου Δικαίου). Ο νόμος 3622/1928, ο οποίος μαζί με τον τελευταίο νόμο 1806 του 1988 και ορισμένες διατάξεις του

Β.Δ. του 1909, που βελτίωναν τον τότε κανονισμό, ο οποίος ισχύει μέχρι και σήμερα, προσδιορίζουν τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών (Γεωργιάδης, 1990).

Ο νόμος 1806/88 επέφερε ουσιαστική μεταρρύθμιση στα χρηματιστηριακά θέματα, καθώς σύμφωνα με το νόμο αυτό το χρηματιστήριο της Αθήνας εκσυγχρονίστηκε. Ο συγκεκριμένος νόμος εισήγαγε νέους θεσμούς όπως οι ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες, η παράλληλα αγορά, η ανώνυμη εταιρεία αποθετήριων τίτλων και το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών, με σκοπό την αποτελεσματικότερη εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών (Φίλιππας, 2009, σελ. 78).

Ωστόσο, είναι πολλοί εκείνοι που υποστηρίζουν πως το νομικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου είναι ελλιπές ακόμη και σήμερα, παρά τις σημαντικές βελτιώσεις που επέφερε ο τελευταίος νόμος 1806/88.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε τις πρώτες συναλλαγές που έλαβαν μέρος στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι παρακάτω τράπεζες ήταν οι πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών ([www.helex.gr](http://www.helex.gr)):

- Εθνική Τράπεζα. Ιδρύθηκε το 1841 και η μετοχή της αποτελούσε την ασφαλέστερη επένδυση σε βαθμό, ώστε τα ευαγή ιδρύματα μετέτρεπαν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές της Εθνικής.
- Ναυτική Τράπεζα. Ιδρύθηκε με Β.Δ. του 1870. Ξεκίνησε ως τράπεζα με ευοίωνες προοπτικές, αλλά περισσότερο λειτούργησε ως Ανώνυμη Ασφαλιστική Εταιρία.
- Γενική Πιστωτική Τράπεζα. Προήλθε από την, εντός τριών ημερών, αστραπιαία συνένωση δύο τραπεζών, που ίδρυσαν το 1872 αντίστοιχες ομάδες ομογενών.
- Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστewς. Το 1873, στην ακμή της «μεταλλομανίας» ιδρύεται η Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστewς, με πρωτοβουλία ομογενών και ντόπιων κεφαλαιούχων και με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 φράγκα (50.000 μετοχές).

Το 1995, το ΧΑΑ έγινε ανώνυμη εταιρεία (ΑΕ) ενώ από το 1997, με νομοθετική ρύθμιση, απέκτησαν συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο διάφοροι φορείς της χρηματιστηριακής αγοράς όπως τράπεζες, εταιρείες επενδύσεων και χρηματιστηριακές εταιρείες. Έξι χρόνια αργότερα, το 2003, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ιδιωτικοποιήθηκε (Φίλιππας, 2009, σελ. 78).

Στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 2) παρουσιάζονται ποσοτικά στοιχεία για την εξέλιξη βασικών χρηματιστηριακών μεγεθών όπως η χρηματιστηριακή αξία όλων των εισηγμένων, η ετήσια και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών και η πορεία του Γενικού Δείκτη στο τέλος κάθε έτους. Όλα τα μεγέθη του πίνακα είναι εκφρασμένα σε τρέχουσες

τιμές , οπότε είναι ιδιαίτερα περιορισμένη η δυνατότητα σύγκρισης των μεταβλητών (Φίλιππας, 2009, σελ. 79).

**Πίνακας 2. Εξέλιξη των μεγεθών του χρηματιστηρίου της Αθήνας, Περίοδος 1980 – 2002**

ΕΤΟΣ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ (ΕΚ. €)	ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (ΕΚ. €)	ΜΕΣΗ ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (ΕΚ. €)	Γ.Δ.Χ.Α.Α ΒΑΣΗ: 31,12,1980=100
1980	411,7	10,86	0,043	100,00
1981	383,3	8,80	0,035	86,59
1982	398,2	7,34	0,029	83,42
1983	279,1	4,40	0,017	58,26
1984	288,8	3,82	0,015	59,18
1985	31,9	7,04	0,028	70,95
1986	459,6	13,21	0,052	103,86
1987	1659,6	174,91	0,694	272,47
1988	1756,1	130,30	0,517	279,65
1989	2836,7	261,48	1,038	459,43
1990	7120,20	1786,35	7,089	932,00
1991	6911,84	1284,23	5,096	809,71
1992	6001,17	901,83	3,579	672,31
1993	9148,94	1869,70	7,419	958,66
1994	10500,07	3718,27	14,755	868,91
1995	11815,11	4140,11	16,429	914,15
1996	17446,22	5849,33	23,212	933,48
1997	28793,25	17081,40	67,783	1479,63
1998	71281,00	41708,07	165,508	2737,55
1999	197524,58	173026,98	686,615	5535,09
2000	194026,41	101675,74	403,475	3388,86
2001	178129,71	40529,80	160,833	2591,56
2002	180329,57	24771,03	98,298	1748,42

Πηγή: Φίλιππας Ν, (2009). *Επενδύσεις*. Εκδόσεις Μπατσιούλας. Αθήνα. Σελ. 80

## **Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μία ανεξάρτητη εποπτική αρχή η οποία λειτουργεί υπό την Εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, με σκοπό την ομαλή λειτουργία και τα επιτήρηση της κεφαλαιαγοράς προκειμένου να εφαρμοστεί η χρηματιστηριακή νομοθεσία και να προασπιστεί το συμφέρον των επενδυτών. Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέτει τις γενικές αρχές οργάνωσης και λειτουργίας της αγοράς κεφαλαίου, εκδίδει οδηγίες για τη ρύθμιση του τρόπου εφαρμογής των κανόνων αυτών και λαμβάνει μέτρα για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς (Φίλιππας, 2009, σελ. 307).

Υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς λειτουργούν τα εξής νομικά και φυσικά πρόσωπα (Φίλιππας, 2009, σελ. 307):

- Οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές εταιρείες (ΑΧΕ)
- Οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)
- Οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ)
- Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ)
- Οι Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΕΛΔΕ)
- Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ)
- Το Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών (ΧΠΑ)
- Η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγωγών (ΕΤΕΣΕΠ)
- Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ)
- Οι Εισηγμένες Εταιρείες

## **Αγορές μετοχών στο Χρηματιστήριο**

Στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά εμφανίζονται οι εξής τρεις μορφές αγοράς μετοχών(Φίλιππας, 2009, σελ. 309):

- Κύρια αγορά: Στην Κύρια αγορά είναι υπό διαπραγμάτευση οι μετοχές εταιρειών μεγάλου μεγέθους με ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον 11738811,45 ευρώ
- Παράλληλη αγορά: στην Παράλληλη αγορά διαπραγματεύονται μετοχές εταιρειών μικρού και μεσαίου μεγέθους με ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον 2934702,86 ευρώ



- Νέα Χρηματιστηριακή αγορά: Η ίδρυσή της αποσκοπεί στην κάλυψη της ανάγκης συμμετοχής μικρομεσαίων και δυναμικών ή καινοτόμων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ που όμως δεν έχουν τη δυνατότητα συμμετοχής στην Κύρια ή στην Παράλληλα αγορά. Για να εισαχθεί μία εταιρεία στη Νέα Χρηματιστηριακή αγορά πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον 586940,57 ευρώ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ**

Ως κρίση ορίζεται "μία σοβαρή απειλή κατά της υφιστάμενης δομής, των θεμελιωδών αρχών και κανόνων του κοινωνικού συστήματος, η οποία επιβάλλει τη λήψη κρίσιμων αποφάσεων εντός περιορισμένου χρόνου και υπό συνθήκες αβεβαιότητας " (Rosenthal, Charles, Hart, 1989).

### **2.1 Οι μεγαλύτερες χρηματιστηριακές κρίσεις σε διεθνές επίπεδο**

Οι κοινωνίες της αγοράς είναι αποτέλεσμα μιας τεράστιας κρίσης: της κρίσης του φεουδαρχικού συστήματος η οποία δημιουργήθηκε από τη βιομηχανική επανάσταση. Η επανάσταση αυτή των μέσων και της κοινωνικής οργάνωσης της παραγωγής, δεν οδήγησε σχεδόν ποτέ στην οικονομική ηρεμία. Οι πρώτες δεκαετίες της βιομηχανικής επανάστασης χαρακτηρίστηκαν από χάος, πείνα, εξαθλίωση αλλά και ταυτόχρονα από ανάπτυξη, συσσώρευση κεφαλαίου και τεχνολογική πρόοδο (Χρηστίδης, 2007).

Εκεί που τα πράγματα έδειχναν ότι, τουλάχιστον την κοιτίδα της βιομηχανικής επανάστασης (στη Βρετανία), όδευαν προς την ομαλοποίηση, οι Γάλλο-Βρετανικοί πόλεμοι οδήγησαν την οικονομία σε κρίση. Ο αποκλεισμός της Βρετανίας από την ηπειρωτική Ευρώπη διέκοψε το εμπόριο, έσπρωξε τις τιμές των εισαγόμενων στη Βρετανία προϊόντων στα ύψη, και ανέκοψε την ανάπτυξη. Μετά από τις επαναστάσεις του 1848, η Ευρωπαϊκή οικονομία πέρασε μια περίοδο ανάκαμψης η οποία όμως διεκόπη από μια νέα κρίση προς τα τέλη του 19ου αιώνα. Οι πρώτες δεκαετίες του 20ου αιώνα χαρακτηρίστηκαν από ιδιαίτερους ρυθμούς ανάπτυξης (τουλάχιστον στις ΗΠΑ) οι οποίοι όμως, έδωσαν τη θέση τους στην Μεγάλη Κρίση που ξέσπασε μετά την πτώση του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης τον Οκτώβριο του 1929 (Χρηστίδης, 2007).

Χρειάστηκαν δέκα χρόνια για να ανακάμψει η παγκόσμια οικονομία, μία ανάκαμψη η οποία συνέπεσε με την έκρηξη του Β' Παγκόσμιου Πολέμου αν και πολλοί είναι αυτοί που υποστηρίζουν πως αυτή η σύμπτωση δεν ήταν τυχαία. Μετά τον πόλεμο οι περισσότερες οικονομίες βίωσαν τη μεγαλύτερη περίοδο ανάπτυξης στην ιστορία του καπιταλισμού. Από το 1950 μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1970, οι οικονομίες

αναπτύσσονταν με χαμηλά ποσοστά ανεργίας και πληθωρισμού. Ωστόσο, οι πετρελαϊκές κρίσεις του 1972 και 1979 έδωσαν το έναυσμα για τον στάσιμο-πληθωρισμό, δηλαδή υψηλό πληθωρισμό και ταυτόχρονα υψηλή ανεργία) της δεκαετίας του 1970. Το ποσοστό της ανεργίας στις ανεπτυγμένες χώρες έφτασε σε τέτοια ύψη που θύμιζαν τη Μεγάλη Κρίση του Μεσοπολέμου στην περίοδο 1981-83 ([www.isfm.ch](http://www.isfm.ch)).

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 παρατηρήθηκε σημαντική βελτίωση των δεικτών, παρόλο που η ανεργία δεν είχε υποχωρήσει αρκετά. Οι οικονομίες αναπτύχθηκαν ξανά, ο πληθωρισμός υποχώρησε και τα χρηματιστήρια κατάφεραν να ανακάμψουν. Ωστόσο, τον Οκτώβριο του 1987 οι μετοχές κατρακύλησαν περίπου όσο γρήγορα και βίαια είχαν κατρακυλήσει τον Οκτώβριο του 1929. Αν και αυτή τη φορά ο αντίκτυπος στην πραγματική οικονομία (δηλαδή στην παραγωγή και την απασχόληση) δεν ήταν ούτε τόσο άμεσος ούτε τόσο δραματικός όσο το 1929, οι περισσότεροι οικονομολόγοι συμφωνούν ότι σήμανε την νέα μείωση της οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε την περίοδο 1989 με 1992 στην παγκόσμια οικονομία (Χρηστίδης, 2007).

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, το φαινόμενο της χρηματιστηριακής “φούσκας” στα πρώτα χρόνια της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών εμφανίστηκε σε διεθνές επίπεδο με παραδείγματα όπως, η τουλιπομανία στην Ολλανδία (1634 -1638), το Κραχ του 1929 στις Η.Π.Α., οι πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970, η κρίση στις “ασιατικές τίγρεις” στην Ιαπωνία (1997), η “φούσκα των μετοχών υψηλής τεχνολογίας (2000) αλλά και η κρίση των subprimes (2007) προκαλώντας τεράστιες οικονομικές ζημιές στους επενδυτές καθώς και στις οικονομίες των χωρών αυτών.

Αδιαμφισβήτητα οι οικονομικές κρίσεις αποτελούν ένα συχνό φαινόμενο και απασχολούν την ανθρωπότητα τουλάχιστον από τότε που αναδύθηκαν οι κοινωνίες της αγοράς.

Ας εξετάσουμε πιο αναλυτικά τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές κρίσεις σε διεθνές επίπεδο:

## **Τουλιπομανία (1634 – 1638)**

Όταν αναφερόμαστε στην κρίση της τουλίπας, εννοούμε την κατάρρευση της τιμής της τουλίπας που έλαβε χώρα στην Ολλανδία τον Φεβρουάριο του 1637. Προηγήθηκε η ξέφρενη αύξηση των τιμών της τουλίπας κατά τα προηγούμενα έτη, μια περίοδος που ονομάζεται σήμερα ως τουλιπομανία και αποτελεί την πρώτη ευρέως καταγεγραμμένη “φούσκα” στη σύγχρονη ιστορία. Στην Ολλανδία αναπτύχθηκαν πολλές από τις πρακτικές της σύγχρονης χρηματοοικονομικής και δημιουργήθηκε μια οργανωμένη αγορά για ανθεκτικούς βολβούς τουλίπας. Κατά τη διάρκεια του χειμώνα του 1636-37, οι τιμές της τουλίπας ανέβηκαν με ιλιγγιώδη ρυθμό, γεγονός που είχε σαν αποτέλεσμα την είσοδο στην αγορά κερδοσκόπων που δεν είχαν σκοπό να αγοράσουν πραγματικούς βολβούς, αλλά μόνο να τους μεταπωλήσουν για να αποκομίσουν κέρδος. Η κερδοσκοπία έφτασε στα ύψη με κάποιους βολβούς να αλλάζουν χέρια, στα χαρτιά πάντα, μέχρι και δέκα φορές τη μέρα. Η τιμή ενός βολβού έφτασε να αξίζει όσο οι μισθοί ενός εξειδικευμένου εργάτη για δέκα χρόνια. Στις 3 Φεβρουαρίου η τιμή του βολβού έφτασε στο απόγειό της. Σε εκείνη τη στιγμή ένα φαινομενικά τυχαίο γεγονός έδωσε το έναυσμα της κατάρρευσης. Μια δημοπρασία στο Χάρλεμ ακυρώθηκε όταν οι αγοραστές δεν εμφανίστηκαν, πιθανότατα λόγω ενός ξεσπάσματος βουβωνικής πανώλης στην περιοχή. Η πτώση πήρε μορφή χιονοστιβάδας. Μέσα σε λιγότερο από ένα μήνα η τιμή του βολβού τουλίπας είχε εξισωθεί με το βολβό του κρεμμυδιού. Ωστόσο, παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον οι λόγοι δημιουργίας αυτής της φούσκας, αρκεί να αναλογιστούμε πως εκείνη την εποχή, η Ολλανδία όπως και ολόκληρη η Ευρώπη μαστιζόταν από την επιδημία της βουβωνικής πανώλης, με αποτέλεσμα η περίοδος εκείνη να είναι μία περίοδος όπου κανείς δεν μπορούσε να είναι βέβαιος ότι θα επιζήσει μετά από μερικές εβδομάδες και η ανάληψη ρίσκων δεν ήταν και τόσο παράλογη. Επιπρόσθετα από νομικής απόψεως το χειμώνα του 1636-37 υπήρχαν πιέσεις προς την Ολλανδική βουλή να ψηφίσει νόμο που να μετατρέπει όλα τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης που είχαν συναφθεί μετά τις 30 Νοεμβρίου του 1636 σε απλά δικαιώματα. Ο κάτοχος του συμβολαίου μπορούσε να πληρώσει μια μικρή ρήτρα ίση με το 3,5% του συμβολαίου και να το ακυρώσει. Γνωρίζοντας λοιπόν οι επενδυτές ότι η πιθανή χασούρα τους περιοριζόταν στο 3,5% του συμβολαίου με ευκολία προέβαιναν στη σύναψή του ([www.paraskhnio.gr](http://www.paraskhnio.gr), 2013)

. Βασική προϋπόθεση όμως για τη δημιουργία μιας φούσκας είναι η ύπαρξη διαθέσιμου εισοδήματος, ώστε αυτό να επενδυθεί σε μια υποκείμενη αξία, της οποίας η

τιμή θα πρέπει να αυξηθεί δυσανάλογα με την αξία της. Η Ολλανδία λοιπόν καθιερώνοντας μια φιλελεύθερη και σταθερή νομισματική πολιτική, σε αντίθεση με τα υπόλοιπα κράτη εκείνης της εποχής, προσέλκυσε κεφάλαια από ολόκληρο τον κόσμο, τα οποία αύξησαν δραματικά το απόθεμα χρήματος της οικονομίας, το οποίο με τη σειρά του επενδύθηκε στο κατ' εξοχήν είδος πολυτελείας της εποχής, την τουλίπα, εκτοξεύοντας την τιμή της στα ύψη (www.paraskhnio.gr, 2013).

### **Το κραχ του 1929**

Ως μεγαλύτερη οικονομική κρίση στην παγκόσμια ιστορία καταγράφεται το κραχ του 1929. Την Τρίτη 29 Οκτωβρίου του 1929, ή αλλιώς "Μαύρη Τρίτη" όπως αποκαλείται, η Wall Street έκλεισε με απώλειες 13%. Οι μετοχές είχαν πέσει αισθητά και αναπάντεχα, γεγονός ασυνήθιστο, καθώς οι τιμές είχαν ανοδική πορεία για δέκα συνεχόμενα έτη. Ωστόσο, είχε προηγηθεί ένας αγώνας κερδοσκοπίας με αφορμή την ανάδυση νέων τεχνολογιών και συγκεκριμένα του ραδιοφώνου και της αυτοκινητοβιομηχανίας. Σημαντικός παράγοντας σε αυτή την κρίση ήταν ο πανικός των επενδυτών, οι οποίοι πουλούσαν μετοχές σε ταχύτατους ρυθμούς. Καταλυτικός παράγοντας όμως ήταν ο ρόλος των τραπεζών και της κυβέρνησης. Οι τράπεζες συμμετείχαν άμεσα στις κερδοσκοπικές κινήσεις, ενώ η κυβέρνηση δεν τόλμησε να επέμβει τη στιγμή που ήταν απαραίτητο (www.isfm.ch).

Αναζητώντας τα βαθύτερα αίτια της κρίσης, εντοπίζουμε μια ανισορροπία στην οικονομία των ΗΠΑ, από όπου και ξεκίνησε η κρίση. Η υπερπαραγωγή πρώτων υλών και γεωργικών προϊόντων οδήγησε στην πτώση των τιμών και στη συνέχεια στη μείωση της αγοραστικής δύναμης των αγροτών. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τις υπεραισιόδοξες βιομηχανικές επενδύσεις στους αναδυόμενους τεχνολογικούς τομείς, είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργηθεί μία προσφορά που ξεπερνούσε τη ζήτηση στην αγορά. Αυτό που ακολούθησε δεν είχε προηγούμενο. Το αποτέλεσμα ήταν η κατάρρευση του χρηματιστηρίου και η απώλεια περίπου 40 δισεκατομμυρίων δολαρίων από τους επενδυτές (www.isfm.ch).

Παράλληλα, σε διεθνές επίπεδο κυριαρχούσε ένα ευάλωτο κλίμα. Οι οικονομίες όλων των χωρών είχαν ήδη εξασθενήσει ως αποτέλεσμα του Α Παγκοσμίου Πολέμου. Τόσο το γερμανικό, όσο και το βρετανικό εμπόριο είχαν σημειώσει σημαντική πτώση, ενώ ο αμερικανικός προστατευτισμός και η εμμονή στην αποπληρωμή των δανείων από τις

ευρωπαϊκές χώρες επιδείνωσαν περισσότερο το πρόβλημα. Η Γερμανία και η Αυστρία ήταν οι χώρες που επλήγησαν πρώτες. Στη συνέχεια, ο πανικός εξαπλώθηκε σε όλους τους χρηματιστηριακούς κύκλους της Ευρώπης. Τράπεζες και επιχειρήσεις κατέρρευσαν αλυσιδωτά με αποτέλεσμα μία παγκόσμια οικονομική ύφεση. Σημαντική συνέπεια, ο αριθμός των ανέργων, ο οποίος εκτοξεύθηκε στα 30 εκατομμύρια (Χρηστίδης, 2007).

Οι αντιδράσεις που ακολούθησαν την εκδήλωση της κρίσης δεν ήταν ιδιαίτερα συντονισμένες. Τα επιμέρους κράτη δεν επεδίωξαν μία ευρύτερη διεθνή συνεργασία και προτίμησαν να περιοριστούν στη ρύθμιση της εθνικής τους πολιτικής, μειώνοντας τις δαπάνες τους. Από την άλλη μεριά ωστόσο, , βρισκόταν η πολιτική του New Deal που ακολούθησε ο Αμερικανός πρόεδρος Franklin Roosevelt, σύμφωνα με την οποία η αναθέρμανση της οικονομίας απαιτούσε την αύξηση των κρατικών δαπανών και των επενδύσεων (Χρηστίδης, 2007

Να αναφέρουμε πως όπως ήταν αναμενόμενο, τις επιπτώσεις της παγκόσμιας αυτής κρίσης δεν απέφυγε ούτε η Ελλάδα. Το Χρηματιστήριο Αθηνών έκλεισε επ' αόριστον και τα αποθέματα της Τράπεζας της Ελλάδος σε συνάλλαγμα και χρυσό εξανεμίστηκαν λόγω της κερδοσκοπίας. Ακολούθησε η μείωση των εισαγωγών και η διαμόρφωση μιας συναλλαγματικής πολιτικής ιδιαίτερα προστατευτικής με έντονο τον κρατικό παρεμβατισμό. Το εθνικό νόμισμα υποτιμήθηκε ενώ, ακολούθησε η επιβολή καθεστώτος αναγκαστικής κυκλοφορίας της δραχμής, κατάργησης της αγοράς συναλλάγματος και αναστολής πληρωμής χρεολυσίων και τόκων για το σύνολο των κρατικών δανείων.

Σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε ενδεικτικά πως ο αντίκτυπος της κρίσης του 1929 ήταν τόσο μεγάλος, ώστε η αμερικανική οικονομία χρειάστηκε μια δεκαετία για να επανέλθει. Λυτρωτικά λειτούργησε ο Β' Παγκόσμιος Πόλεμος, καθώς οι τεράστιες στρατιωτικές δαπάνες, οι οποίες εκμηδένισαν την ανεργία και εκτόξευσαν την ανάπτυξη ([www.isfm.ch](http://www.isfm.ch)).

### ***Οι πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970***

Μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, οι περισσότερες οικονομίες βίωσαν τη μακρύτερη περίοδο ανάπτυξης στην ιστορία των κοινωνιών της αγοράς. Από το 1950 μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του '70 οι οικονομίες αναπτυσσόταν με χαμηλά ποσοστά ανεργίας και πληθωρισμού.

Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 εμφανίστηκαν δύο πετρελαϊκές κρίσεις., οι οποίες έφεραν στο προσκήνιο το φαινόμενο του στασιμοπληθωρισμού, τη συνύπαρξη δηλαδή του πληθωρισμού και της αυξημένης ανεργίας. Ως επίσημη ημερομηνία έναρξης της πρώτης κρίσης καταγράφεται η 17η Οκτωβρίου του 1973, όταν τα μέλη του ΟΑΡΕC (Οργανισμού Αραβικών Χωρών - Εξαγωγέων Πετρελαίου Οργανισμού Αραβικών Πετρελαιοπαραγωγών Κρατών) ανακοίνωσαν ότι δεν θα προμήθευαν πλέον με πετρέλαιο τις χώρες που υποστήριζαν το Ισραήλ στη διαμάχη του με τη Συρία και την Αίγυπτο. Σε αυτές τις χώρες συμπεριλαμβάνονταν οι ΗΠΑ, οι σύμμαχοι τους στη Δυτική Ευρώπη και η Ιαπωνία ([www.isfm.ch](http://www.isfm.ch)).

Παράλληλα, τα μέλη του ΟΡΕC (Οργανισμός Πετρελαιοπαραγωγών χωρών) συμφώνησαν να εκμεταλλευτούν την επιρροή τους στο μηχανισμό καθορισμού της τιμής του πετρελαίου, έτσι ώστε να αυξηθεί η τιμή του παγκοσμίως. Το αποτέλεσμα ήταν η εξάρτηση του βιομηχανοποιημένου κόσμου από το αργό πετρέλαιο και ο κυρίαρχος ρόλος του ΟΡΕC ως παγκόσμιου προμηθευτή να οδηγήσουν σε δραματικά πληθωριστικές αυξήσεις τιμών, ενώ ήταν κατασταλτικές για την οικονομική δραστηριότητα. Ωστόσο, οι στοχευμένες χώρες ανταποκρίθηκαν βρίσκοντας νέες πρωτοβουλίες για να περιορίσουν την εξάρτηση τους από τις παραπάνω χώρες. Παρά τις προσπάθειες των αραβικών κρατών να καταδείξουν την ενεργειακή εξάρτηση της Δύσης, μπορεί να υποστηριχθεί τελικά ότι διαπραγματεύονταν διπλωματικά οφέλη για την ολοένα και αυξανόμενη εξάρτηση από τη Δύση για οικονομική και στρατιωτική ασφάλεια. Η έντονη αντίδραση από τις ΗΠΑ, τη Δυτική Ευρώπη, την Ιαπωνία και τη Σοβιετική Ένωση, όπως επίσης και η εισροή νέου πετρελαϊκού πλούτου, είχαν επικίνδυνες συνέπειες για τα αραβικά κράτη κατά τα έτη μετά το 1973 και το εμπάργκο του ΟΡΕC. Οι υψηλές τιμές του πετρελαίου άνοιξαν νέους δρόμους προς αναζήτηση ενέργειας, φτάνοντας μέχρι την Αλάσκα, τη Βόρειο Θάλασσα, την Κασπία Θάλασσα και τον Καύκασο (Χρηστίδης, 2007).

Λίγα χρόνια αργότερα, το 1979, ακολούθησε η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση. Εμφανίστηκε στις ΗΠΑ, στον απόηχο της ιρανικής επανάστασης,. Μετά την πολιτική κρίση και τον Ayatollah Khomeini να ανακτά τον έλεγχο του Ιράν, οι διαμαρτυρίες γκρέμισαν τον πετρελαϊκό τομέα του Ιράν. Παρόλο που το νέο καθεστώς επανέλαβε τις εξαγωγές πετρελαίου, ήταν ασυνεπείς και πολύ λιγότερες σε αριθμό με αποτέλεσμα οι τιμές να εκτοξευθούν στα ύψη ([www.isfm.ch](http://www.isfm.ch)).

Ωστόσο, επικράτησε πανικός ο οποίος σταδιακά διαδόθηκε και ο οποίος ανέβασε την τιμή πολύ περισσότερο από όσο θα αναμενόταν. Μετά το 1980 οι τιμές του πετρελαίου έπεφταν για έξι συνεχόμενα έτη και κορυφώθηκαν το 1986 με μία πτώση 46%. Αυτό ήταν

αποτέλεσμα της μειωμένης ζήτησης και της υπερβολικής παραγωγής, οδηγώντας έτσι τον OPEC στο να χάσει την ενότητα του. Εξαγωγείς πετρελαίου, όπως το Μεξικό, η Νιγηρία και η Βενεζουέλα επεκτάθηκαν σημαντικά, ενώ οι ΗΠΑ και η Ευρώπη πήραν περισσότερο πετρέλαιο από το Prudhoe Bay και τη Βόρειο Θάλασσα (Χρηστίδης, 2007).

### **Η “Μαύρη Δευτέρα” του 1987**

Από τα μέσα της δεκαετίας του '80 και σχεδόν μία δεκαετία μετά την τελευταία κρίση καταγράφηκε μία σημαντική οικονομική ανάκαμψη. Σχεδόν όλες οι οικονομίες αναπτύχθηκαν και πάλι και ο πληθωρισμός υποχώρησε. Η ταχύτερη πτώση των μετοχών που ακολούθησε, τον Οκτώβριο του '87, έφερε μνήμες από τον Οκτώβριο του '29. Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου του 1987 ο δείκτης Dow Jones έχασε το 22% της αξίας του μέσα σε λίγες ώρες, δίνοντας το έναυσμα για ένα μαζικό ξεπούλημα μετοχών στην Ευρώπη και την Ιαπωνία (Χρηστίδης, 2007).

Τα αίτια της εν λόγω κρίσης προκύπτει ότι ήταν τόσο οικονομικά όσο και πολιτικά. Τα στοιχεία για το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ το Σεπτέμβριο ήταν δυσμενή. Παράλληλα, οι εξελίξεις στο πολιτικό σκηνικό ήταν αρνητικές, καθώς ο πρόεδρος Reagan δεν ήταν σε θέση, για λόγους υγείας, να ελέγχει την κατάσταση στις ΗΠΑ ενώ, η κρίση στον Περσικό Κόλπο κλιμακωνόταν.

Και σε αυτήν την κρίση όπως ήταν αναμενόμενο επηρεάστηκε και το Χρηματιστήριο Αθηνών. Παρατηρήθηκε πρωτοφανής πτώση των τιμών των μετοχών, ενώ έμεινε κλειστό από τις 20 Οκτωβρίου έως τις 23 Οκτωβρίου του 1987. Ωστόσο, ακόμα και όταν άνοιξε, η πτώση εξακολούθησε να είναι σημαντική και η προσφορά καταιγιστική. Η απογοήτευση ήταν διάχυτη στους επενδυτές. Ο τότε πρωθυπουργός, Ανδρέας Παπανδρέου, κατηγορούσε τις ΗΠΑ για την κρίση και στη Βουλή οι κατηγορίες εκτοξεύονταν κατά πάντων ([www.isfm.ch](http://www.isfm.ch)).

Ωστόσο, οι συνέπειες αυτής της κρίσης δεν είχαν το μέγεθος από αυτές που προκάλεσε η κρίση του 1929. Η αμερικανική οικονομία ήταν πλέον πιο ισχυρή και ανθεκτική σε τέτοιου είδους “χτυπήματα”. Επιπλέον, η επέμβαση της κυβέρνησης και της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, με τη διάθεση μεγάλων ποσοτήτων ρευστού στην αγορά, υπήρξε καθοριστική. Με αυτόν τον τρόπο επωφελήθηκαν οι τράπεζες, μειώθηκαν τα



επιτόκια και δόθηκαν σημαντικά δάνεια στις μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις. Παρόλα αυτά, θεωρείται ότι η εν λόγω κρίση σήμανε τη νέα μείωση της οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε την περίοδο 1989-1992 στην παγκόσμια οικονομία(www.isfm.ch).

### ***Η κρίση στις ασιατικές “τίγρεις” (1997)***

Μέχρι και το 1997 χώρες της Ασίας, όπως η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες και η Ινδονησία γνώριζαν μια ραγδαία ανάπτυξη. Οι επενδύσεις που προσέλκυαν έφταναν στο ήμισυ των συνολικών επενδύσεων σε αναπτυσσόμενες χώρες. Οι Ιαπωνικές τράπεζες και πολλοί αμερικανικοί οργανισμοί επένδυσαν σε αυτές, χωρίς να ανησυχούν για τα κέρδη τους, καθώς τα τοπικά νομίσματα ήταν προσκολλημένα στο δολάριο (www.isfm.ch).

Ωστόσο, ο τεράστιος αριθμός των επενδύσεων και τα ελλείμματα στον προϋπολογισμό των ασιατικών χωρών είχαν ως αποτέλεσμα να μην μπορούν να συγκρατήσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία με το δολάριο. Η εγκατάλειψη της εν λόγω ισοτιμίας είχε ως αποτέλεσμα τη ραγδαία πτώση στα χρηματιστήρια και στις τιμές των οικοδομικών επιχειρήσεων που μέχρι τότε ανθούσαν. Ενδεικτικά να αναφέρουμε ότι το χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ σημείωσε πτώση 64% κατά την περίοδο 1997-1998.

Οι επιπτώσεις της κρίσης του 1997 παρέμειναν μέχρι και το 1998. Στις Φιλιππίνες η ανάπτυξη άγγιξε το μηδέν. Μόνο η Σιγκαπούρη και η Ταϊβάν απέφυγαν τις σοβαρές συνέπειες της κρίσης, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι η κρίση δεν τις άγγιξε. Το 1999 άρχισαν να γίνονται εμφανή τα σημάδια ανάκαμψης στις οικονομίες της Ασίας (www.isfm.ch).

### ***Η “φούσκα” των μετοχών υψηλής τεχνολογίας (2000)***

Στα τέλη της δεκαετίας του '90, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν μέσω διαδικτύου βρέθηκαν στο απόγειο τους. Η τάση για επένδυση σε μετοχές υψηλής τεχνολογίας ήταν γενικευμένη. Το φαινόμενο κορυφώθηκε τον Ιανουάριο του 2000, όταν η AOL εξαγόρασε με το αστρονομικό ποσό των 200 δισ. δολαρίων τον όμιλο Time Warner. Το Μάρτιο του 2000 ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας Nasdaq έφτασε το ιστορικό

ύψος άνω των 5.000 μονάδων. Η φούσκα έσκασε, με το δείκτη Nasdaq να χάνει μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 το 78% της αξίας του (Χρησιτίδης, 2007).

Ως κύρια αίτια αυτής της πτώσης θεωρούνται οι υπερτιμημένες μετοχές των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, αλλά και η διαφθορά των εταιρειών μιας και πολλές από αυτές δήλωναν κέρδη υψηλότερα του πραγματικού.

Επίσης, οι χρηματιστηριακοί αναλυτές έδιναν θετικές εισηγήσεις για μετοχές εταιρειών που είχαν σημαντικά οικονομικά προβλήματα. Οι συνέπειες για την αμερικανική οικονομία ήταν πολλές και σημαντικές. Η πτώση ήταν απότομη, οι επενδύσεις "πάγωσαν" και η 11η Σεπτεμβρίου αποτέλεσε τη χαριστική βολή. Η κυβέρνηση ωστόσο, παρενέβη εγκαίρως μειώνοντας διαδοχικά τα επιτόκια και βοηθώντας τη μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη να ανακάμψει ([www.isfm.ch](http://www.isfm.ch)).

### ***Η κρίση των subprimes (2007)***

Στις αρχές του 2007 οι ΗΠΑ είδαν για άλλη μια φορά την οικονομία τους να συρρικνώνεται. Μία νέα λέξη άρχισε να απασχολεί όσους ασχολούνται με τα οικονομικά: τα subprimes δάνεια. Πρόκειται για στεγαστικά δάνεια τα οποία χρηματοδοτούν πέραν του 100% της αξίας του ακινήτου, καθώς επίσης και δάνεια με υψηλότερο επιτόκιο σε μη φερέγγυους δανειολήπτες. Αυτό σημαίνει ότι χορηγούνται σε δανειολήπτες με μεγάλη πιθανότητα να μην μπορέσουν να τα αποπληρώσουν, είτε γιατί έχουν χαμηλό εισόδημα, είτε γιατί δεν έχουν μόνιμη εργασία. Επιπλέον, οι τόκοι είναι εξαιρετικά υψηλοί αλλά και κυμαινόμενοι, δίνοντας το έναυσμα δημιουργίας ενός κερδοσκοπικού συστήματος γύρω από αυτά (Ackermann, 2008).

Με μόνο στόχο την επίτευξη κέρδους, τα δάνεια χορηγήθηκαν στα αμερικανικά νοικοκυριά, χωρίς προηγουμένως οι τράπεζες να ελέγξουν τη δυνατότητα αποπληρωμής τους. Αυτό σε συνδυασμό με την κρίση της αγοράς ακινήτων και την πτώση των τιμών επέφερε μία γενικευμένη κρίση. Οι συνέπειες για την οικονομία άλλα και τον κλάδο των ακινήτων ήταν ολέθριες. Κατασχέσεις σπιτιών και χιλιάδες εξώσεις ήταν μερικά από τα αποτελέσματα της κρίσης του 2007 στις ΗΠΑ. Η πώληση αυτών απλά επιδείνωσε την κατάσταση. Μέσα από αλυσιδωτές αντιδράσεις η ύφεση της αμερικανικής οικονομίας θεωρήθηκε πλέον δεδομένη.

Ωστόσο, οι ανησυχίες είχαν ήδη εξαπλωθεί στις ευρωπαϊκές και ασιατικές αγορές. Το αποτέλεσμα ήταν οι κεντρικές τράπεζες να διοχετεύουν δισεκατομμύρια ευρώ ή δολάρια σε αυτές. Το συνολικό ύψος της ζημίας για το σύνολο της παγκόσμιας αγοράς αποτιμάται σε πάνω από 400 δισ. ευρώ, από τα οποία πάνω από 150 δισ. ευρώ εκτιμάται ότι θα είναι η ζημία που θα επιβαρύνει τις μεγάλες ξένες τράπεζες (Ackermann, 2008).

Κλείνουμε το κεφάλαιο αυτό με ορισμένα ενδιαφέροντα στοιχεία για τη διεθνή οικονομία και τον οικονομικό κύκλο που την χαρακτήρισε τα τελευταία εκατό χρόνια. Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 ήταν μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκησε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή.

Η κρίση είχε καταστροφικές επιπτώσεις τόσο στον ανεπτυγμένο, όσο και στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Επηρέασε το διεθνές εμπόριο, καθώς επίσης και τα προσωπικά εισοδήματα, τα έσοδα από φόρους, τις τιμές και τα κέρδη. Η οικονομία πόλεων ανά τον κόσμο επλήγη, ιδίως εκείνων που εξαρτιόνταν άμεσα από τη βαριά βιομηχανία (Ackermann, 2008).

Στη συνέχεια πολλές οικονομικές κρίσεις έκαναν την εμφάνισή τους στην παγκόσμια οικονομία οφειλόμενες είτε σε αμιγώς οικονομικά αίτια είτε και σε άλλους παράγοντες (κοινωνικοπολιτικά αίτια). Οι κρίσεις αυτές ανεξάρτητα με το σε ποια χώρα εμφανίστηκαν είχαν αντίκτυπο και επέφεραν σημαντικές συνέπειες στις οικονομίες των περισσότερων χωρών. Σήμερα, η παγκόσμια οικονομία βιώνει άλλη μία οδυνηρή κρίση η οποία έχει συμπαράσσει πολλούς κλάδους και έχει επηρεάσει πολλές χώρες πλήγοντας τις οικονομίες τους. Ωστόσο, αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η κρίση στο χρηματιστήριο Αθηνών το 1999 και για το λόγο αυτό δεν θα επεκταθούμε παραπάνω γύρω από το συγκεκριμένο ζήτημα (Ackermann, 2008).

## **2.2 Οι κυριότερες κρίσεις στο χρηματιστήριο Αθηνών**

Η πρώτη χρηματιστηριακή κρίση στην Ελλάδα ξέσπασε πριν ακόμη υπάρξει οργανωμένο χρηματιστήριο. Ήταν τον Απρίλιο του 1884 με τις μετοχές της εταιρείας Μεταλλουργείων Λαυρίου, η οποία αποτελούσε κατ' εξοχήν, κερδοσκοπικό «χαρτί» και βρέθηκε στο επίκεντρο της παιγνιομανίας κατά τη διετία 1882-1884. Τότε η εφημερίδα «Παλιγγενεσία» συμβούλευε στο κοινό σύνεση και επιφυλακτικότητα (Λιακοπούλου, 2002).

Η κρίση εκδηλώθηκε το 1884 (Ιανουάριος), με αφορμή την ανακοίνωση της εταιρείας για διανομή σημαντικά μειωμένου μερίσματος, οπότε και η μετοχή ξεκίνησε την κατακόρυφη πτώση της, ενώ έγιναν συλλήψεις και προφυλακίσεις τραπεζιτών και μεσιτών. Η μετοχή του Λαυρίου συμπαρέσυρε στον δρόμο της και τις τιμές των υπόλοιπων μετοχών που κατέρρεαν μέχρι το τέλος του 1885 και πολλές εταιρείες υπέστησαν ζημιές, μεταξύ των οποίων και η ναυτική τράπεζα "Αρχάγγελος" (Λιακοπούλου, 2002).

Η ίδια μετοχή αν και έπεσε από τις 148 δραχμές στις 56, κατάφερε τα επόμενα χρόνια να ανακάμψει. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να έρθουν αντιμέτωπες δύο ομάδες ομογενών τραπεζιτών, από την τράπεζα της Κωνσταντινούπολης και από την Πιστωτική τράπεζα, με την πρώτη να στηρίζει τη μετοχή και να προσπαθεί να καλύψει τις ζημιές που υπέστη το 1884 (Λιακοπούλου, 2001).

Το 1890 την κυβέρνηση του Χ. Τρικούπη διαδέχτηκε η κυβέρνηση Δεληγιάννη, γεγονός που αντιμετωπίστηκε με έντονη δυσαρέσκεια από τον ξένο Τύπο. Αν και οι τιμές έμειναν ανεπηρέαστες ως το Μάιο του 1891, ακολούθησε μία ασυγκράτητη πτώση των τιμών σαν συνέπεια των οικονομικών ελιγμών της κυβέρνησης, η οποία διήρκεσε μέχρι και το Φεβρουάριο του 1892. Η κυβέρνηση τότε παύθηκε κατόπιν πρωτοβουλίας του βασιλιά, ενώ η Πιστωτική τράπεζα κινδύνευε με πτώχευση. Ωστόσο, η μετοχή της Εθνικής Τράπεζας παρόλο που στο διάστημα αυτό έχασε τη μισή περίπου αξίας της, αντιστάθηκε και ήταν εκείνη που στήριξε την αγορά στην επόμενη μεγάλη κρίση τον Σεπτέμβριο του 1912, με αίτιο την επιστράτευση και τελικά το κλείσιμο της αγοράς μέχρι τις 14 Νοεμβρίου (Λιακοπούλου, 2002).

Η επόμενη κρίση εκδηλώθηκε δύο χρόνια αργότερα, το 1914, με βασική αιτία τη σοβαρή ένταση στις ελληνοτουρκικές σχέσεις, η οποία επισκίασε τη νικηφόρο έκβαση των δύο βαλκανικών αγώνων. Παρά τη συγκρατημένη αισιοδοξία του χρηματιστηριακού κοινού και τη διακύμανση των τιμών σε φυσιολογικά επίπεδα, αλλά και την ταυτόχρονη απομάκρυνσή τους από κερδοσκοπικές πράξεις, η άρνηση της Τουρκίας να αναγνωρίσει

την ελληνική κυριαρχία στα νησιά του Αιγαίου οδήγησε τις μετοχές σε κατακόρυφη πτώση (Λιακοπούλου, 2002).

Στις αρχές του 1918 το Χρηματιστήριο έγινε ξανά “στέκι κυνηγών πλούτου” και η συρροή ήταν τέτοια που κάλυπτε και τους γύρω δρόμους. Οι μετοχές παρουσίαζαν σημαντική άνοδο και το ενδιαφέρον των επενδυτών βρισκόταν στον κλάδο των ατμοπλοϊκών εταιρειών, ενώ με επίσημη απόφαση της χρηματιστηριακής επιτροπής ήταν υποχρεωτική η εξόφληση των αγορών εντός 24 ωρών. Τον Ιούλιο του ίδιου έτους η τότε κυβέρνηση αποφάσισε να εγκαταστήσει στο χρηματιστήριο το πρώτο γραφείο εποπτείας ανώνυμων εταιρειών και να επιβάλει την αποβολή όσων δεν συμμορφώνονταν με τα μέτρα περί εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς. Οι τέσσερις αποβολές μελών που ακολούθησαν ήταν αρκετές για να ανακόψουν το χρηματιστηριακό ενθουσιασμό και να δημιουργήσουν πανικό με αποτέλεσμα το κλείσιμο του χρηματιστηρίου για δεκαπέντε μέρες στις 24 Σεπτεμβρίου του 1918.

Το 1921 ξεκίνησε ο νέος κύκλος της “κερδομανίας”, με το ενδιαφέρον να εστιάζεται στις διακυμάνσεις του συναλλάγματος και ακολούθως να αποτυπώνεται στις τραπεζικές κυρίως μετοχές που είχαν έως και πενταπλασιασμό της τιμής τους. Λίγα χρόνια αργότερα, το καλοκαίρι του 1924 τα κρούσματα κερδοσκοπίας οδήγησαν στη νέα κρίση, που διήρκησε από το 1925 έως και το 1926. Υποτιμητικές πωλήσεις έδωσαν τη χαριστική βολή στην αγορά που έκλεισε για πέντε μέρες. Κατά τα έτη 1927 και 1928, πτώχευσαν πολλές εισηγμένες εταιρείες και κατεγράφησαν μέχρι και αυτοκτονίες χρηματιστών και πολιτών ως συνέπεια της κρίσης. Τα παραπάνω γεγονότα αποτέλεσαν τον προπομπό της νέας μεγάλης κρίσης της περιόδου 1929 – 1931 (Λιακοπούλου, 2002).

Τα χρόνια που ακολούθησαν λόγω των αλλεπάλληλων πολιτικών κρίσεων εξασθένησαν το χρηματιστηριακό ενδιαφέρον. Το 1975 ανεδύθη και πάλι η χρηματιστηριακή ευφορία με χαρακτηριστικά της περιόδου του πρόσφατου 1999. Η εμφάνιση των πρώτων ξένων θεσμικών στην Ελλάδα, το 1987- 89 οδηγεί σε χρηματιστηριακή ευφορία την αγορά, όμως η απώλεια των Ολυμπιακών Αγώνων από την Ατλάντα το 1989 και η πολιτική αστάθεια έδωσαν την αφορμή για την πτώση. Ακολουθεί ο πόλεμος του Περσικού Κόλπου, ο οποίος έδωσε τη χαριστική βολή για τη νέα κρίση από την οποία διεσώθη μόνον η μετοχή της τσιμεντοβιομηχανίας ΑΓΕΤ Ηρακλής. Το 1996 εμφανίζονται τα πρώτα σκάνδαλα σε χρηματιστηριακές εταιρείες, όπως η εταιρεία ΔΕΛΤΑ, ενώ το 1997 εκδηλώθηκε δειλά μία χρηματιστηριακή ευφορία που κορυφώθηκε με πρωτοφανή ένταση το 1999. Οι φούσκες και οι εισαγγελικές έρευνες προκάλεσαν τον νέο

κύκλο ύφεσης και τη δημιουργία της χρηματιστηριακής κρίσης του 1999 (Λιακοπούλου, 2002).

Παραπάνω αναφέραμε τις κυριότερες κρίσεις στο χρηματιστήριο Αθηνών και διαπιστώσαμε ότι ιστορικά, στις περισσότερες περιπτώσεις εκδήλωσης αδυναμίας πληρωμής από ένα κράτος, η χρηματιστηριακή αγορά του κράτους αυτού, αντιμετωπίζει τα μεγαλύτερα προβλήματα και τη μεγαλύτερη πτώση κατά τη φάση της διαπίστωσης και του αρχικού διακανονισμού της “κρίσης”. Στη συνέχεια, εφ’ όσον επιβεβαιωθεί ότι το κράτος “επιβιώνει”, τότε οι αγορές ανακάμπτουν (Σιάτρας, 2010).

Στην ελληνική χρηματιστηριακή ιστορία έχουμε δύο παραδείγματα τα οποία μπορούμε να παραλληλίσουμε και από τα οποία μπορούμε να αντλήσουμε συμπεράσματα: Το πρώτο είναι η πτώχευση του 1893, η οποία είχε σαν αποτέλεσμα την επιβολή του Διεθνούς Ελέγχου το 1898) και η στάση πληρωμών του 1932.

Στην πρώτη περίπτωση (της πτώχευσης του 1893), δεν υπήρχε κάποιος “Γενικός Δείκτης” της χρηματιστηριακής αγοράς, αλλά γνωρίζουμε την εξέλιξη της τιμής της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας, η οποία ήταν η κυρίαρχη μετοχή της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς (Σιάτρας, 2010). Όταν άρχισαν να υπάρχουν ερωτηματικά και σοβαρές ανησυχίες για την εξέλιξη του δημόσιου χρέους το 1890, η τιμή της μετοχής ήταν 4.565 δραχμές (31/12/1890), που είναι και κοντά στην υψηλότερη τιμή της περιόδου προ της κρίσης (η υψηλότερη τιμή κατά το 1890, ήταν στις 4.715 δραχμές). Από το 1890, όταν οι ανησυχίες για το πρόβλημα του χρέους έγιναν έντονες, άρχισε η υποχώρηση. Η εξέλιξη κατά τα επόμενα χρόνια ήταν ως εξής (τιμές της τελευταίας μέρας συναλλαγών κάθε έτους) (Σιάτρας, 2010):

**Πίνακας 3. Εξέλιξη της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας**

Έτος	Τιμή (31/12)	Μεταβολή %	Μέρισμα Χρήσης
1891	3.685	-21,8%	210
1892	2.975	-19,3%	185
1893	2.318	-22,1%	135
1894	2.157	-6,9%	110
1895	2.265	5,0%	90
1896	2.320	2,4%	90
1897	2.780	19,8%	90
1898	3.115	12,1%	105
1899	4.115	32,1%	135
1900	3.990	-3,0%	155
1901	3.815	-4,4%	165
1902	3.800	-0,4%	170

Πηγή: [www.eurocapital.gr](http://www.eurocapital.gr)

Η χαμηλότερη τιμή (1.870 δραχμές ) της παραπάνω περιόδου σημειώθηκε το καλοκαίρι του 1893 και πριν δηλωθεί η πτώχευση της χώρας. Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί ότι η πτώχευση του Κράτους δηλώθηκε στη Βουλή το Δεκέμβριο του 1893, ενώ από το 1894 ξεκίνησε το χρεοστάσιο. Επίσης, το 1897 η χώρα έχασε τον πόλεμο με την Τουρκία, ενώ ο Διεθνής Οικονομικός Έλεγχος επιβλήθηκε τον Απρίλιο του 1898.

Παρατηρούμε δηλαδή ότι, οι χαμηλότερες τιμές της μετοχής της Εθνικής σημειώθηκαν κατά τη διάρκεια των ετών 1893 και 1894. Παράλληλα, μετά την επιβολή του Δ.Ο.Ε., η μετοχή (όπως και όλη η χρηματιστηριακή αγορά) ανέκαμψε σημαντικά και έφθασε να κυμαίνεται λίγο χαμηλότερα από τις τιμές που είχε προ κρίσης (Σιάτρας, 2010). Επίσης, πρέπει να σημειώσουμε ότι, μεταξύ της “υψηλής” τιμής του 1890 (4.715 δρχ.) και της χαμηλότερης του 1893 (1.870 δρχ.) η απώλεια είναι -60,3%.

Στην περίοδο της κήρυξης στάσης πληρωμών του 1932, έχουμε και τις τιμές της Εθνικής Τράπεζας, αλλά και το δείκτη που δημιούργησε το 1933, το Ανώτατο Οικονομικό Συμβούλιο και ο οποίος υπολογιζόταν μηνιαία έως και το 1939.

Παρακάτω, εμφανίζονται οι τιμές του Γενικού και του Τραπεζικού Δείκτη, αλλά και οι τιμές της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας καθ’ όλη τη διάρκεια από το 1927 έως και το 1939, ο αριθμός των μετοχών της Εθνικής Τράπεζας ήταν ο ίδιος - 20.000 μετοχές – ενώ, κατά την περίοδο 1890-1902 αλλά και κατά το 1928-1932, ο πληθωρισμός ήταν πολύ χαμηλός και άρχισε να αυξάνεται μετά το 1932:

**Πίνακας 4. Οι τιμές του Γενικού και του Τραπεζικού Δείκτη**

Έτος	Τιμή Γεν. Δείκτη	Μεταβολή (%)	Τιμή Τραπ. Δείκτη	Μεταβολή (%)
1928	100,00		100,00	
1929	83,17	-16,8%	89,56	-10,4%
1930	62,11	-25,3%	74,15	-17,2%
1931	53,65	-13,6%	65,65	-11,5%
1932	31,65	-41,0%	38,66	-41,1%
1933	41,17	30,1%	49,67	28,5%
1934	57,69	40,1%	58,57	17,9%
1935	56,61	-1,9%	51,28	-12,4%
1936	51,68	-8,7%	48,07	-6,3%
1937	66,70	29,1%	58,60	21,9%
1938	68,63	2,9%	59,65	1,8%
Φεβ-39	61,42	-10,5%	55,95	-6,2%
από 1928	-38,58	-38,6%	-44,05	-44,1%

Πηγή: [www.eurocapital.gr](http://www.eurocapital.gr)

Πίνακας 5. Τιμές της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας

Έτος	Αριθμός Μετοχών	Ονομαστική Αξία	Τιμή	Μέρισμα	Τιμή Χρυσής Λίρας	Τιμή μετοχής σε χρ. Λίρες
1927	20.000	1.000	64.700	2.600,0	375,0	172,5
1928	20.000	1.000	59.900	2.600,0	375,0	159,7
1929	20.000	1.000	57.100	3.000,0	375,0	152,3
1930	20.000	1.000	75.700	3.400,0	375,0	201,9
1931	20.000	1.000	67.100	3.400,0	375,0	178,9
1932	20.000	1.000	41.200	2.200,0	897,1	45,9
1933	20.000	1.000	66.200	2.500,0	858,1	77,1
1934	20.000	1.000	60.000	2.750,0	874,1	68,6
1935	20.000	1.000	58.600	2.750,0	874,1	67,0
1936	20.000	1.000	58.500	3.000,0	919,1	63,6
1937	20.000	1.000	68.500	3.000,0	899,3	76,2
1938	20.000	1.000	64.500	3.000,0	961,5	67,1
1939	20.000	1.000	54.300	3.000,0	1.087,0	50,0

Πηγή: [www.eurocapital.gr](http://www.eurocapital.gr)

Οι παραπάνω πίνακες μας δείχνουν δύο βασικά στοιχεία (Σιάτρας, 2010): Πρώτον, ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά αντιμετώπισε σοβαρά προβλήματα κατά την κρίση του 1930, όχι όμως τόσο λόγω της πτώσης των χρηματιστηριακών αγορών, όσο κυρίως λόγω της εξόδου της αγγλικής λίρας (και συνεπώς και της δραχμής που ήταν συνδεδεμένη με τη λίρα) από τον κανόνα χρυσού και της χρεοκοπίας που ακολούθησε.

Δεύτερον, η χρηματιστηριακή αγορά έχασε το δυναμισμό που είχε αποκτήσει κατά τη δεκαετία του 1920, αλλά δεν καταστράφηκε. Συγκεκριμένα, η μετοχή της Εθνικής, όπως και πολλές άλλες μετοχές εξακολούθησαν να δίνουν ικανοποιητικό μέρισμα, ακόμη και στα "δύσκολα" χρόνια 1932-1933. Τέλος, πολλοί ερευνητές πιστεύουν ότι εάν δεν είχε παρεμβληθεί ο πόλεμος (σχεδόν 10ετής και με πολλές απώλειες για τη χώρα μας), η ανάκαμψη της χρηματιστηριακής αγοράς θα είχε συμβεί πολύ πιο γρήγορα.



### **2.3 Η κρίση του 1999 στο χρηματιστήριο Αθηνών (η φούσκα του χρηματιστηρίου)**

Η δεκαετία του '90 χαρακτηρίστηκε από μεγάλη άνοδο της οικονομίας για την Ελλάδα. Οι προοπτικές για την είσοδό της χώρας στην ΟΝΕ, για την αλλαγή του νομίσματος αλλά και την ανάληψη των Ολυμπιακών αγώνων για το 2004, αλλά και πολλοί άλλοι παράγοντες δημιούργησαν ένα κλίμα υπεραισιοδοξίας στα οικονομικά δρώμενα. Παράλληλα, η τεχνολογική εξέλιξη μέσα στη δεκαετία είχε ανοδική πορεία με αποκορύφωση, την εισαγωγή των Windows '95 από τη Microsoft στην αγορά, τα οποία φυσικά κέρδισαν αμέσως δημοτικότητα. Επενδύσεις από νέους επιχειρηματίες, η εξέλιξη και η επέκταση όσων υπήρχαν και η απελευθέρωση του Ελληνικού Τραπεζικού συστήματος, σε συνδυασμό με την ιδιωτικοποίηση των τραπεζών και τη μετοχοποίηση των δημοσίων εταιρειών ΟΤΕ και ΔΕΗ, έφεραν πλήθος κόσμου να επενδύσουν στο Χρηματιστήριο (Τεσσαρομάτης, 2003).

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σημαδεύτηκε από το κραχ του '99, στο οποίο ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Έχει εκτιμηθεί και υπολογίζεται ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια, μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές (Τεσσαρομάτης, 2003).

Η απότομη πτώση του Χρηματιστηρίου ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών που κορυφώθηκε το 1999 και συνδέθηκε με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και την προοπτική ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας του 2004. Ανάλογη πορεία ακολουθούσαν και τα χρηματιστήρια διεθνώς, γεγονός που οφείλεται στην αισιοδοξία περί νέας οικονομίας, δηλαδή μία μόνιμη και σημαντική άνοδο της παραγωγικότητας χάριν στις επαναστάσεις της πληροφορικής. Πολλοί είναι οι ερευνητές οι οποίοι υποστηρίζουν ότι προμήνυμα της κρίσης θεωρείται η οικονομική κρίση στην Ασία που προκάλεσε το μίνι κραχ του 1997 (Τεσσαρομάτης, 2003).

Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 1999, πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το χρηματιστήριο. Ο αριθμός ήταν μεγάλος για τα δεδομένα της χώρας και σε πολλές περιπτώσεις υπήρχαν απομακρυσμένες περιοχές στις οποίες είχαν δημιουργηθεί ΕΛΔΕ (γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών) και πολλές μικρές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ εκείνη την περίοδο έφτασαν το 1,5 εκατ. περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι υπολογίζονται σε περίπου 4,5 εκατ. Με τον γενικό δείκτη τιμών να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ, πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι

έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της ζωής τους. Η πτώση ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου και συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν «φούσκες», δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρίες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο (Τεσσαρομάτης, 2003).

Όλη αυτή η μεγάλη εισροή μετοχών και χρήματος στο χρηματιστήριο, θεωρήθηκε από πολλούς το σημαντικότερο γεγονός για την αναδιανομή το πλούτου. Πιστεύεται ότι, τα νήματα του χρηματιστηρίου, κινήθηκαν από λίγους παράγοντες της κοινωνίας, οι οποίοι οδήγησαν την πτώση του χρηματιστηρίου, αφού πρώτα οι ίδιοι είχαν εξασφαλίσει τα συμφέροντά τους. Είναι αρκετοί αυτοί που πιστεύουν ότι κάποιος από τους παράγοντες αυτούς ήταν και κυβερνητικά στελέχη της εποχής. Θεωρείται ότι τότε ήταν η περίοδος που αρκετά δισεκατομμύρια ευρώ χάθηκαν από την περιουσία των Ελλήνων λόγω του ότι μεγάλο ποσοστό των επενδυτών ήταν ξένοι. Επίσης, σε περίπτωση που ήθελαν όλοι οι κάτοχοι μετοχών στο χρηματιστήριο, να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους, δεν υπήρχε αντιστοιχία της αξίας του συνόλου των μετοχών σε φυσική μορφή χρήματος (Τεσσαρομάτης, 2003).

Ας δούμε λίγο πιο αναλυτικά μερικά στοιχεία που οδήγησαν στη μεγάλη κρίση του 1999. Στις 17 Σεπτεμβρίου του 1999 η χρηματιστηριακή φούσκα που είχε κάνει εκατομμύρια Έλληνες να παραλογίζονται νομίζοντας ότι το χρηματιστήριο είναι μια τράπεζα που τους δίνει επιτόκιο για τα χρήματά τους, έφτασε στο απόγειό της (Δελαστίκ, 2012).

Ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου έκλεισε εκείνη την ημέρα στο μεγαλύτερο ύψος στο οποίο είχε κλείσει ποτέ σημειώνοντας το ρεκόρ των 6.355,04 μονάδων. Μάλιστα, κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης εκείνης κάποια στιγμή είχε ανεβεί μέχρι και στις 6.484,38 μονάδες. Η κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών, το σύνολο δηλαδή της αξίας των μετοχών τους, έφτασε εκείνη την ημέρα στα 217,17 δισεκατομμύρια ευρώ. Ασύλληπτο ποσό, ούτως ή άλλως, αν συνυπολογίσουμε και το γεγονός πως 13 χρόνια πριν το ευρώ δεν είχε καν μπει στη ζωή των Ευρωπαίων ως υπαρκτό νόμισμα με υλική μορφή και οι τιμές των πραγμάτων, όπως και οι αμοιβές, ήταν πολύ χαμηλότερες (Δελαστίκ, 2012).

Αμέσως μετά η χρηματιστηριακή “φούσκα” έσκασε. Ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών προσγειώθηκε στις 1467,30 μονάδες την 31<sup>η</sup> Μαρτίου 2003, δηλαδή περίπου 5.000 μονάδες λιγότερες ή μια πτώση 77% από τη 17<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου

1999. Ακόμα χαμηλότερες τιμές καταγράφηκαν το καλοκαίρι του 2012. Συγκεκριμένα την 5<sup>η</sup> Ιουνίου 2012 ο γενικός δείκτης έκλεισε στις 476,36 μονάδες που είναι και η χαμηλότερη τιμή του μετά το μέγιστο του Σεπτεμβρίου του 1999 (Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr))

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε ότι στο απόγειο της χρηματιστηριακής υστερίας οι κωδικοί που είχαν ανοιχτεί είχαν φτάσει στο αστρονομικό ύψος των 1.814.000 συνολικά. Πάνω από 500.000 κωδικοί είχαν πραγματοποιήσει αγοραπωλησίες μετοχών το Σεπτέμβριο του 1999. Σήμερα έχουν απομείνει ενεργοί μόνο περίπου 30.000 κωδικοί. Αδρανοποιήθηκε δηλαδή περισσότερο από το 98,5% των κωδικών και απέμεινε δραστήριο μόλις το 1,5% (Δελαστίκ, 2012).

Η συνεδρίαση εκείνης της ημέρας (17<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου 1999) έμελλε να αποτελέσει την απαρχή ενός “κατήφορου” που σταμάτησε σχεδόν τέσσερα χρόνια αργότερα, τον Μάρτιο του 2003, έχοντας παρασύρει στο διάβα του “χάρτινες” υπεραξίες και επιχειρηματικούς “γίγαντες” με πηλίνα όμως πόδια (Χρυσικόπουλος, 2009).

Σήμερα, το Χρηματιστήριο Αξιών (ΧΑΑ) δεν έχει ξεπεράσει το σύνδρομο της φούσκας του 1999, που οδήγησε στην κοινωνική και ηθική του απαξίωση. Στον απόηχο εκείνης της εποχής πρυτάνευσαν η σκανδαλολογία και η ταύτιση του Χρηματιστηρίου με το κακό. Η αντίληψη αυτή κυριάρχησε στην ελληνική κοινωνία και την καταδυναστεύει ως τα σήμερα. Και είναι κατανοητό αυτό, αφού κάθαρση δεν έγινε ποτέ, ούτε καν με σοβαρή ανάλυση και κατανόηση των αιτιών του προβλήματος και, συναφώς, υιοθέτηση μέτρων για την αντιμετώπιση τέτοιων καταστάσεων στο μέλλον. Κατ’ αποτέλεσμα, επιχειρηματικότητα, κέρδος και χρηματιστηριακές επενδύσεις έχουν απαξιωθεί κοινωνικά και έχουν ταυτιστεί στη συνείδηση του λαού με την απάτη, τη φοροδιαφυγή και την εκμετάλλευση του εργαζομένου. Αρχές και νομοθέτες έχουν καταστεί δέσμιοι του συνδρόμου της χρηματιστηριακής φούσκας του 1999, γεγονός που αποτελεί παράγοντα ανασταλτικό κάθε προοπτικής ανάπτυξης (Δοξιάδης, 2010)..

Σε επόμενο κεφάλαιο, πραγματοποιείται εκτενής ανάλυση στοιχείων και χρηματοοικονομικών αναλύσεων εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο εκείνη την περίοδο και γίνεται μία εις βάθος ανάλυση της κρίσης του 1999 στο χρηματιστήριο Αθηνών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

### **3.1 Σκοπός της έρευνας και σημαντικότητά της**

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να μελετηθεί και να διερευνηθεί η κρίση του 1999 στο χρηματιστήριο Αθηνών ή αλλιώς η “φούσκα” χρηματιστηρίου όπως συνηθίζεται να λέγεται. Βασικά ερευνητικά ζητήματα στην παρούσα διπλωματική εργασία αποτελούν τα αίτια που οδήγησαν στην κρίση του 1999, οι συνέπειές της στην ελληνική οικονομία αλλά και η μελέτη εταιρειών οι οποίες διαγράφηκαν από το 1990 περίπου μέχρι και σήμερα. Βασικός σκοπός είναι να τεκμηριωθεί ότι πολλές εισηγμένες εταιρίες αντλούσαν κεφάλαια από το χρηματιστήριο και μετά από κάποια χρόνια διαγραφόντουσαν ή έκλειναν με αποτέλεσμα τα κεφάλαια να πηγαίνουν χαμένα. Επίσης, σκοπός είναι να τεκμηριωθεί ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αλλά και γενικότερα ο έλεγχος του Χρηματιστηρίου δεν είναι επαρκής.

Η διεξαγωγή της έρευνας που ακολουθεί χαρακτηρίζεται ιδιαίτερα σημαντική, διότι η χρηματιστηριακή κρίση του 1999 αποτελεί ίσως τη σημαντικότερη κρίση στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με μεγάλες συνέπειες τόσο στην ελληνική οικονομία, όσο και στους ανθρώπους που συμμετείχαν. Βασικά στοιχεία της έρευνας μέχρι τώρα αποτέλεσαν:

- Οι βασικές έννοιες του χρηματιστηρίου, ώστε να γίνουν κατανοητές από τον αναγνώστη
- Ο ρόλος της πληροφόρησης, ώστε να εξεταστεί ως πιθανό αίτιο μιας χρηματιστηριακής κρίσης
- Οι κυριότερες χρηματιστηριακές κρίσεις σε διεθνές επίπεδο
- Οι κυριότερες κρίσεις στο χρηματιστήριο Αθηνών, με εκτενή ανάλυση και κύριο αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας τη “φούσκα” του χρηματιστηρίου Αθηνών το 1999.

Στα κεφάλαια που ακολουθούν βασικά στοιχεία της έρευνας αποτελούν:

- Οι εταιρείες οι οποίες διαγράφηκαν, ώστε να αποσαφηνιστούν πλήρως τα αίτια της χρηματιστηριακής κρίσης του 1999
- Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν και οι δημόσιες εγγραφές στο ΧΑΑ κατά την περίοδο εκείνη και τέλος,
- Ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στη φούσκα του Χρηματιστηρίου

### **3.2 Μεθοδολογία της έρευνας**

Για την πραγματοποίηση της έρευνας θα χρησιμοποιηθούν:

1. Βιβλιογραφική επισκόπηση για την τεκμηρίωση των παραπάνω ερευνητικών ζητημάτων. Ζητημάτων.
2. Μελέτη και ανάλυση των παραπάνω δεδομένων
3. Αναζήτηση και μελέτη, τόσο της ελληνικής όσο και της διεθνούς αρθρογραφίας επί του θέματος
4. Αναζήτηση και μελέτη στοιχείων από το διαδίκτυο
5. Αναζήτηση, μελέτη και ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο της χρηματιστηριακής κρίσης που μελετάμε
6. Σχολιασμός των ευρημάτων και εξαγωγή συμπερασμάτων

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΦΟΥΣΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ 1999**

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, το έτος 1999 αποτέλεσε ορόσημο για την ελληνική κεφαλαιαγορά στην οποία επήλθαν σοβαρές μεταρρυθμίσεις και μεγάλες διαρθρωτικές μεταβολές. Η εμβάθυνση και μεγέθυνση της αγοράς συνδυάστηκαν με τη δρομολόγηση καινοτομιών σε υποδομές, σε διαδικασίες και σε προϊόντα. Η λειτουργία του χρηματιστηρίου παραγώγων δημιούργησε νέα κατηγορία προϊόντων ενώ, η εγκατάσταση του νέου ηλεκτρονικού συστήματος ΟΑΣΗΣ πολλαπλασίασε τις δυνατότητες της αποτελεσματικής διεκπεραίωσης των συναλλαγών. Η ολοκλήρωση της απλοποίησης μετέβαλε ριζικά το περιβάλλον της κεφαλαιαγοράς και άνοιξε νέους δρόμους για την εξυπηρέτηση, την ενημέρωση και την προστασία των επενδυτών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά έφτασε σε ιστορικά ύψη το 1999 και προσέφερε στις ελληνικές επιχειρήσεις πολύ μεγαλύτερα κεφάλαια από εκείνα που τους χορήγησαν οι τράπεζες. Η χρηματιστηριακή αγορά αναδείχτηκε σε κεντρικό μηχανισμό χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων και επιτέλεσε με τον τρόπο αυτό τον αναπτυξιακό της ρόλο (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Οι εταιρείες που συγκέντρωναν αυτά τα κεφάλαια επιφορτίστηκαν επιπλέον με την αποτελεσματική αξιοποίησή τους έτσι ώστε, να πραγματοποιηθούν οι προσδοκώμενες ωφέλειες τόσο για τους μετόχους όσο και για την εθνική οικονομία. Στον τομέα αυτό ιδιαίτερη σημασία είχε η υιοθέτηση κανόνων ορθής εταιρικής διακυβέρνησης από εισηγμένες εταιρείες. Ο κώδικας που εκδόθηκε το 1999 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με πολλούς φορείς αποτέλεσε κεντρικό σημείο αναφοράς. Η λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς τίτλων, η οποία είχε το ρόλο του κεντρικού χρηματοδοτικού μηχανισμού της αγοράς, αναπτύχθηκε ακόμη περισσότερο με τη λειτουργία της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς για μικρές δυναμικές και καινοτόμες επιχειρήσεις.

Η δευτερογενής αγορά μετοχικών τίτλων γνώρισε τη μεγαλύτερη διεύρυνση της κατά το 1999, όπως μαρτυρούν τα στοιχεία του όγκου των χρηματιστηριακών συναλλαγών, της κεφαλαιοποίησης των εισηγμένων εταιρειών αλλά και του αριθμού των ενεργών επενδυτών. Η απόκτηση ρευστότητας αποτελεί σημαντικό πλεονέκτημα για κάθε οργανωμένη αγορά, διότι επιτρέπει συνεχώς τη διακίνηση όλων των τίτλων και εκπληρώνει έτσι τη βασική αποστολή του μηχανισμού της αγοράς.

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά μετατράπηκε το 1999 σε αγορά υψηλής ρευστότητας, κυρίως λόγω της μετακίνησης αποταμιευτικών πόρων προς αυτήν από άλλες χρήσεις. Η μετακίνηση της ρευστότητας προσέλαβε χαρακτήρα μαζικής και ταχείας μεταστροφής σε ορισμένες περιόδους, δημιουργώντας κύκλους ανατροφοδοτούμενων προσδοκιών. Τα φαινόμενα κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού του 1999 ήταν κλασικά φαινόμενα υπερθέρμανσης και υπεραισιόδοξων μαζικών προσδοκιών υπερβάλλουσας ζήτησης.

Όπως συχνά έχει παρατηρηθεί διεθνώς, οι συνθήκες αυτές δημιούργησαν χρηματιστηριακή αναστάτωση. Η παρουσία πολλών νέων επενδυτών στη χρηματιστηριακή αγορά επιβάλλει αυξημένη ωριμότητα και ήπια συμπεριφορά σε όλους τους παράγοντες της αγοράς. Η αποφυγή υπερβολών σε δηλώσεις, δημοσιεύματα ή προβλέψεις και η αντίκρουση συμπεριφορών “μανίας αγορών” ή “πανικού πωλήσεων”, αποτελούν καθήκον όλων όσων ασκούν επίδραση στους επενδυτές.

#### 4.1 Οι εξελίξεις των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών το έτος 1999

Κατά το 1999 συνεχίστηκε η σταθερή βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών της Ελληνικής οικονομίας. Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της χώρας εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 3,5% το 1999 έναντι 3,7% το 1998. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει την έντονη οικονομική ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας κατά την τριετία 1997 – 1999, οι ρυθμοί της οποίας ήταν οι υψηλότεροι εκείνης της δεκαετίας, ενώ συνέχιζαν να υπερβαίνουν τον ρυθμό ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2,8% το 1999).

**Πίνακας 6. Βασικά Μακροοικονομικά Μεγέθη της Ελληνικής Οικονομίας 1996-99**

	1996	1997	1998	1999
<b>Συνολική Δαπάνη &amp; ΑΕΠ</b>				
(ποσοστό μεταβολής έναντι προηγούμενου έτους σε σταθερές τιμές)				
Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν	2,4	3,2	3,5	3,5
Ιδιωτική Κατανάλωση	1,9	2,5	1,8	2,6
Δημόσια Κατανάλωση	1,0	-0,4	-0,6	-0,2
Ιδιωτικές Επενδύσεις	9,9	10,5	8,4	8,3
Δημόσιες Επενδύσεις	5,9	7,0	13,7	14,1
Εγχώρια Τελική Ζήτηση	2,9	3,4	3,3	3,6
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	3,0	5,3	7,1	5,4
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	4,9	5,4	4,9	5,1
<b>Παραγωγή-Απασχόληση (ποσοστό ετήσιας μεταβολής)</b>				
Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής	1,2	1,1	7,7	8,6 <sup>1</sup>
Παραγωγικότητα της Εργασίας	2,8	3,7	0,3	2,3
Ονομαστικό Κόστος Εργασίας ανά Μονάδα Προϊόντος	10,6	7,1	2,9	2,5
Μέσος Πραγματικός Μισθός	3,3	5,2	1,5	2,3
Ποσοστό Ανεργίας	10,3	10,3	10,1	10,5
<b>Τιμές &amp; Νομισματικά Μεγέθη (ποσοστό μέσης ετήσιας μεταβολής)</b>				
Πληθωρισμός (Γ.Δ.Τ.Κ.)	8,2	5,5	4,8	2,4
Πληθωρισμός (Γ.Δ.Τ.Κ., % μεταβολής Δεκ./Δεκ.-1)	7,3	4,7	3,9	2,3
M4N	15,3	7,8	9,8	6,9 <sup>2</sup>
Συνολική Πιστωτική Επέκταση	8,3	11,4	9,9	10,1 <sup>3</sup>
Καταθέσεις σε Εμπορικές Τράπεζες & Πιστωτικούς Οργανισμούς	14,2	9,8	1,6	16,2 <sup>3</sup>
Χρημ/ση Ιδιωτικού Τομέα από Εμπορ. Τράπεζες & Πιστωτ. Οργ/σμούς	17,0	15,3	15,0	14,0 <sup>2</sup>
Μέσο Ετήσιο Επιτόκιο Εντόκων Γραμματίων	11,2	11,4	11,6	9,1 <sup>4</sup>
<b>Δημόσιος Τομέας (ποσοστό επί του ΑΕΠ)</b>				
Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης	-7,5	-4,0	-2,5	-1,5
Πρωτογενές Πλεόνασμα Γενικής Κυβέρνησης	4,5	5,7	6,4	7,0
Δημόσιο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης	112,2	109,5	105,5	104,2
<b>Εξωτερικές Συναλλαγές</b>				
Δείκτης Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (% ετήσιας μεταβ.)	-1,1	-1,9	-5,9	-2,8
Εμπορικό Ισοζύγιο (% επί του ΑΕΠ)	-12,6	-12,3	-12,8	-8,5
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% επί του ΑΕΠ)	-2,6	-2,6	-1,9	-1,3

Πηγές: ΥΠ.ΕΘ.Ο: Διεύθυνση Μακροοικονομικής Ανάλυσης, Εξαμηνιαία Έκθεση, Δεκέμβριος 1999, Τράπεζα της Ελλάδος: Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Ιανουάριος 2000



Κατά τη διάρκεια του 1999, η επενδυτική δραστηριότητα συνέχισε την ανοδική πορεία των προηγούμενων ετών, συμβάλλοντας σταθερά στη διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής της χώρας. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η συμβολή των δημοσίων δαπανών, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 14,1% το 1999 έναντι 13,7% το 1998. Η αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων επιτάχυνε το ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης από 1,8% το 1998 σε 2,6% το 1999 ενώ, ο ρυθμός αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης σημείωσε μικρή πτώση κατά 0,2%. Συνεπώς, ο ρυθμός αύξησης της καθαρής συνολικής εγχώριας ζήτησης δεν υπερέβη σημαντικά το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ καθώς προσέγγισε το 3,6% επιβεβαιώνοντας εν μέρει την αποτελεσματική πολιτική συγκράτησης των δημοσιονομικών δαπανών ([www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)).

Η θετική πορεία των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών και η συνακόλουθη πορεία του επιχειρηματικού κλίματος αντανακλάται πρωτίστως στην πορεία του γενικού δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος Ιανουαρίου – Οκτωβρίου 1999 παρουσίασε αύξηση 8,6%. Η αύξηση αυτή συνιστά τη μεγαλύτερη που σημείωσε ο δείκτης αυτός κατά την τελευταία δεκαετία. Ωστόσο, η επιτάχυνση των συνολικών επενδύσεων και η διατήρηση του σημαντικού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης κατά το 1999 δεν συνοδεύτηκε από μείωση του ποσοστού ανεργίας στην ελληνική οικονομία, το οποίο αντιθέτως αυξήθηκε ελαφρά. Η αύξηση αυτή έχει κυρίως διαρθρωτικό χαρακτήρα και αντανακλά τις επιδράσεις από τις διαδικασίες εταιρικών και κλαδικών αναδιαρθρώσεων στην ελληνική οικονομία (Επιτροπή Κεφαλαιογοράς, 1999).

## **4.2 Οι εξελίξεις στο χρηματιστήριο το έτος 1999**

Η λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά το 1999 εμφάνισε μεγάλες θεσμικές μεταβολές αλλά και πολύ σημαντική αύξηση στη συναλλακτική δραστηριότητα. Οι δύο μεγάλες εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά ήταν η ολοκλήρωση της αποϋλοποίησης των τίτλων και η έναρξη λειτουργίας της αγοράς παραγώγων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με σειρά αποφάσεων της κάλυψε το κανονιστικό πλαίσιο των δύο αυτών μεγάλων καινοτομιών. Η αποϋλοποίηση συνέβαλε στην καλύτερη αποτελεσματικότητα της εκκαθάρισης των συναλλαγών, στη διαφάνεια και στη βελτιωμένη ενημέρωση και προστασία των επενδυτών. Η λειτουργία της αγοράς παραγώγων με τη σειρά της συνέβαλλε στη διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών και στη δημιουργία εργαλείων διαχείρισης επενδυτικών κινδύνων (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Σημαντική επίσης εξέλιξη για την ελληνική κεφαλαιαγορά το 1999 αποτέλεσε η δημοσιοποίηση της Λευκής Βίβλου για την Εταιρική Διακυβέρνηση, η οποία περιέχει σειρά αρχών και συστάσεων για την ανταγωνιστική διακυβέρνηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων (corporate governance). Οι συστάσεις αυτές ήταν το αποτέλεσμα των εργασιών της Επιτροπής για την Ελληνική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, η οποία συστάθηκε κατόπιν πρωτοβουλίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και στην οποία συμμετείχαν εκπρόσωποι από τους παραγωγικούς και επιχειρηματικούς φορείς της ελληνικής οικονομίας (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η ψήφιση του Νόμου 2733/1999 περί θεσμοθέτησης της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (NEXA), στην οποία θα γινόταν η διακίνηση των μετοχών των νέων και καινοτόμων μικρομεσαίων επιχειρήσεων, έδωσε ακόμη μεγαλύτερη ώθηση στο ρόλο της κεφαλαιαγοράς για τη χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων.

Η σημαντική ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς κατά το 1999 αντανακλάται με σαφήνεια στην άνοδο της συνολικής κεφαλαιοποίησης στο ΧΑΑ. Η συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑΑ ανήλθε σε 67,3 τρις. δραχμές στο τέλος του 1999. Η συναλλακτική δραστηριότητα στην κεφαλαιαγορά παρουσίασε κατά το 1999 εξαιρετική άνοδο. Σημειώθηκε μεγάλη αύξηση στις χρηματιστηριακές τιμές και κυρίως στον όγκο συναλλαγών στο ΧΑΑ. Ενώ στο τέλος του 1998 ο γενικός δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου έκλεισε στις 2737 μονάδες, στο τέλος του 1999 ο ίδιος δείκτης έκλεισε στις 5535 μονάδες παρουσιάζοντας συνολική ετήσια άνοδο κατά 102,2%. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών για το 1999 διαμορφώθηκε σε

περίπου 240 δις. δραχμές, έχοντας σε ορισμένες συνεδριάσεις υπερβεί τις 400 δις. δραχμές ημερησίως, έναντι 75 δις. δραχμές το 1998 (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Την ίδια περίοδο η συνολική αξία των συναλλαγών υπερδιπλασιάστηκε και ο κωδικός των αριθμών των επενδυτών για τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών ανήλθε σε 1,35 εκατομμύρια, αντιστοιχώντας στο 30% περίπου των ελληνικών νοικοκυριών. Η χρηματιστηριακή αγορά είχε μετατραπεί από μία περιθωριακή δραστηριότητα σε ισχυρό μηχανισμό συναλλακτικής δράσης και αποτίμησης κινητών αξιών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Κατά τους πρώτους μήνες του 1999, οι εγχώριοι επενδυτές αύξησαν τις θέσεις τους σε μετοχικούς τίτλους μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης ενώ, πολλοί νέοι επενδυτές προσήλθαν στην κεφαλαιαγορά, συμβάλλοντας σημαντικά στην αύξηση του γενικού επιπέδου ρευστότητας. Η μεγάλη ζήτηση μετοχικών τίτλων μικρής κεφαλαιοποίησης σε σχέση προς τους μετοχικούς τίτλους που συνθέτουν το γενικό δείκτη τιμών του ΧΑΑ είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική απόδοσή τους σε σχέση προς την απόδοση του γενικού δείκτη. Παράλληλα, η μέση αύξηση του ημερησίου όγκου συναλλαγών επί μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης υπερέβη τη μέση αύξηση του ημερησίου όγκου συναλλαγών επί μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης ([www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)).

Η μεγάλη ανάπτυξη της ρευστότητας της κεφαλαιακής αγοράς κατά το 1999 συνοδεύτηκε και από σημαντικές διακυμάνσεις τόσο του γενικού επιπέδου τιμών όσο και των σχετικών τιμών των μετοχικών τίτλων. Κατά το πρώτο πεντάμηνο του 1999, οι διακυμάνσεις τροφοδοτήθηκαν κυρίως από αβεβαιότητες στο εξωτερικό, λόγω των πολεμικών επιχειρήσεων στο Κόσσοβο, των Ευρωεκλογών, κ.λπ. Όταν οι αβεβαιότητες αυτές παρήλθαν, επανήλθε κλίμα αισιοδοξίας στη χρηματιστηριακή αγορά και σημειώθηκε επιταχυνόμενη εισροή νέας ρευστότητας και προσέλευση νέων επενδυτών. Κατά την περίοδο Ιουλίου – Σεπτεμβρίου 1999, σημειώθηκε στην ελληνική κεφαλαιαγορά ένας μεγάλος κύκλος υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών. Η λειτουργία τέτοιων κύκλων είναι βέβαια γνωστή από τη διεθνή εμπειρία αλλά στην Ελλάδα η εμφάνιση του φαινομένου σε ευρεία κλίμακα υπήρξε πρωτόγνωρη. Η ταχεία εισροή ρευστότητας ώθησε απότομα τις τιμές προς τα πάνω. Οι γρήγορες ανατιμήσεις προσείλκυσαν νέο κύμα ρευστότητας και ο κύκλος ανατροφοδοτήθηκε ([www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)).

Ο κύκλος υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών που σημειώθηκε στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά το τρίτο τρίμηνο του 1999 είχε πολλαπλά αποτελέσματα, των οποίων η επίδραση παρέμεινε παρούσα για σημαντικό χρονικό

διάστημα μετά την εκτόνωση του κύκλου αυτού. Αρχικά, επήλθε στρέβλωση στις τιμές των τίτλων σε σχέση με την προσδοκώμενη κερδοφορία των εταιριών. Δεύτερον, επήλθε μία γενική προτίμηση του κοινού στη χρήση των χρηματιστηριακών τίτλων ως τοποθετήσεις βραχείας προθεσμίας ενώ, το πλεονέκτημα των χρηματιστηριακών τοποθετήσεων αναδεικνύεται σε μέσο και μακρό ορίζοντα. Τρίτον, επήλθε μία “αποδιαφοροποίηση” επενδυτικών χαρτοφυλακίων με τη συγκέντρωση των επιλογών των επενδυτών σε ολιγάριθμους τίτλους και την παρεπόμενη έκθεσή τους σε περιπτώ επενδυτικό κίνδυνο. Τέταρτον, παρατηρήθηκαν έντονα φαινόμενα μιμητισμού που δεν προσανατόλισαν τους επενδυτές στη σωστή επιλογή αλλά στη “δημοφιλή” τοποθέτηση της στιγμής. Όλες αυτές οι επιδράσεις του κύκλου υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών επέβαλλαν στους μήνες που ακολούθησαν μία πορεία σταδιακής διόρθωσης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων η οποία καθόρισε τη χρηματιστηριακή συμπεριφορά και τις διακυμάνσεις του τελευταίου τριμήνου του 1999. (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η εμφάνιση του κύκλου υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών οδήγησε τις εποπτικές αρχές σε μέτρα και ρυθμίσεις που βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα της αγοράς: θεσμοθετήθηκαν σαφή κριτήρια για την τοποθέτηση ορισμένων μετοχών σε καθεστώς επιτήρησης. Οι μεγάλες συναλλαγές των μετοχών αυτών παρακολουθούνται με ειδικό σύστημα. Οι συναλλαγές πραγματοποιούνται με τη μέθοδο της δημοπρασίας (auction). Επιπλέον, άλλαξε ο τρόπος υπολογισμού της ημερήσιας τιμής κλεισίματος όλων των μετοχών για να αποσοβηθούν φαινόμενα χειραφέτησης. Τέλος, θεσμοθετήθηκαν πολλοί αυστηρότεροι όροι για τη γνωστοποίηση συναλλαγών που πραγματοποιούνται από μεγάλους μετόχους και υψηλόβαθμα διοικητικά στελέχη εισηγμένων εταιριών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η προσφορά και η ζήτηση νέων τίτλων συνιστούν την πρωτογενή αγορά κεφαλαίου η οποία συγκεντρώνει τη χρηματοδοτική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Η μεγάλη μεγέθυνση της πρωτογενούς αγοράς κατά το 1999 συνιστά σοβαρή αναπτυξιακή συμβολή του χρηματιστηρίου στη χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων. Ωστόσο, και στην αγορά αυτή παρουσιάστηκαν σοβαρά δείγματα ανισορροπίας με υπερβάλλουσα ζήτηση νέων εκδόσεων και μεγάλη αύξηση των τιμών μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης σε σχέση με τις τιμές εγγραφής.

Κατά το 1999, 42 νέες εταιρείες και ήδη 4 εισηγμένες εταιρείες προέβησαν στη διάθεση των μετοχών τους μέσω δημόσιας εγγραφής στην κεφαλαιαγορά, 119 εισηγμένες εταιρείες προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου ενώ, 2 εταιρείες μετατάχθηκαν από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του ΧΑΑ. Τα συνολικά αντληθέντα

κεφάλαια για το 1999 ήταν της τάξεως των 1,62 τρις. δραχμών από τις δημόσιες εγγραφές και 2,77 τρις. δραχμές από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ([www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)).

Οι διαδικασίες εταιρικής και κλαδικής αναδιάρθρωσης παρουσίασαν σημαντική ένταση κατά το 1999. Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου συνεχίστηκε έντονα, κυρίως μέσω του μηχανισμού συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η Alpha Τράπεζα Πίστεως εξαγόρασε την πλειοψηφία των μετοχών της Ιονικής Τράπεζας καταβάλλοντας τίμημα 272 δισ. δρχ. Επίσης, προχώρησαν οι διαδικασίες συγχωνεύσεων μεταξύ της EFG Eurobank και της Τράπεζας Αθηνών ενώ, έλαβε χώρα η απόκτηση, μέσω δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών, σημαντικού ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Εργασίας από την EFG Eurobank. Τέλος, το Ελληνικό Δημόσιο, αφού ολοκλήρωσε μια σημαντική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εθνικής Τράπεζας, προχώρησε το φθινόπωρο του 1999 στις διαδικασίες διάθεσης μέρους των μετοχών της τράπεζας προς διαπραγμάτευση στο New York Stock Exchange των ΗΠΑ (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η έκταση των συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ εταιρειών αποτέλεσε επίσης κύριο χαρακτηριστικό της δραστηριότητας των κεφαλαιαγορών των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών ενισχύθηκε διεθνώς από την υιοθέτηση πολιτικών διευρυμένης επιχειρηματικής χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης επιχειρηματικών ομολόγων καθώς και από την αντίληψη ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών συνιστούν αποτελεσματική μορφή εγχώριας αντίδρασης στον εντεινόμενο διεθνή ανταγωνισμό.

Η ένταση των εταιρικών και κλαδικών αναδιαρθρώσεων στην ελληνική οικονομία αντανακλάται επίσης στη συνεχιζόμενη πολιτική μετοχοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων των επιχειρήσεων του Ελληνικού Δημοσίου μέσω του χρηματιστηρίου, η οποία προχώρησε σημαντικά κατά το 1999. Τα έσοδα του Δημοσίου από τις ιδιωτικοποιήσεις ανήλθαν σε 1,069 τρις. δρχ., προερχόμενα κυρίως από τα έσοδα της 4ης μετοχοποίησης του ΟΤΕ (341 δισ. δρχ.) και της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (281 δισ. δρχ.) Παράλληλα, τα έσοδα των φορέων του ευρύτερου Δημόσιου Τομέα από τις ιδιωτικοποιήσεις ανήλθαν σε 395 δισ. δρχ., το κύριο μέρος των οποίων προήλθε από τη μεταβίβαση του πλειοψηφικού ποσοστού ιδιοκτησίας της Ιονικής Τράπεζας στην Alpha Τράπεζα Πίστεως (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, ο ΟΤΕ προχώρησε στην τέταρτη αύξηση κατά 14% του μετοχικού του κεφαλαίου, διατηρώντας ωστόσο τον ιδιοκτησιακό έλεγχο του οργανισμού υπό το Ελληνικό Δημόσιο. Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα

διευρύνεται και χαρακτηρίζεται από έντονες τεχνολογικές αναδιαρθρώσεις και ανταγωνιστικές προκλήσεις.

Λόγω της προσδοκώμενης διεύρυνσης των διαδικασιών εταιρικής αναδιάρθρωσης και κατά την τρέχουσα περίοδο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επεξεργάστηκε ειδικό κανονισμό για τη διεξαγωγή δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών στην ελληνική κεφαλαιαγορά (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η κερδοφορία των εισηγμένων εταιρειών κατά το πρώτο εξάμηνο του 1999 συνέχισε την έντονη ανοδική της πορεία. Τα καθαρά κέρδη των εισηγμένων εταιρειών με βάση τους δημοσιευμένους ισολογισμούς του 1998 αυξήθηκαν σημαντικά σε σχέση με το 1997. Ο περισσότερος κερδοφόρος κλάδος παρέμεινε για άλλη μια φορά ο τραπεζικός ([www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)).

Η διογκούμενη ρευστότητα από την έλευση των νέων επενδυτικών κεφαλαίων στην κεφαλαιαγορά διοχετεύτηκε σε επενδύσεις κινητών αξιών σε μεγάλο βαθμό μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό είχε ως συνέπεια το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων να σημειώσει σημαντική μεγέθυνση, διαμορφώνοντας με τον τρόπο αυτό το κίνητρο για την ανταγωνιστική αναδιάρθρωση των επενδύσεων του κλάδου. Το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε από 3,9 τρις. δρχ. το 1996 σε 11,9 τρις. δρχ. στο τέλος του 1999. Η σύνθεση του ενεργητικού του κλάδου επίσης μεταβλήθηκε δραστικά. Ενώ το 1996 τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων απορροφούσαν το 58,6% του συνολικού ενεργητικού και τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μόνο το 2,1%, στο τέλος του 1999 τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αντιπροσώπευαν το 41,6% του συνολικού ενεργητικού ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων αντιπροσώπευαν το 38,4% του συνόλου. Τα μεγέθη αυτά επιβεβαιώνουν τη γεγονός ότι συντελείται μια γενικότερη μεταβολή στην αποταμιευτική συμπεριφορά στην Ελλάδα. Ένα σημαντικό και μεγεθυνόμενο τμήμα της χρηματικής αποταμίευσης παίρνει τη μορφή επενδυτικών τοποθετήσεων μεσαίου ή υψηλού επενδυτικού κινδύνου. Δηλαδή αυξάνεται η προσφορά κεφαλαίων που αποδέχονται την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου για την επίτευξη υψηλότερης απόδοσης (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνουν τη μετατροπή της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε βασικό μηχανισμό χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, ο οποίος διευρύνεται συνεχώς. Η προσφορά σχετικά φθηνής χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς, παρά τη σταθερή μείωση των επιτοκίων, επιτρέπει και ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις που αντλούν τα κεφάλαια αυτά να προβούν σε νέες επενδύσεις οι οποίες με τη σειρά τους τροφοδοτούν τη μεγέθυνση και ανταγωνιστική αναδιάρθρωση τους. Τα χαρακτηριστικά αυτά τροφοδοτούν

με τη σειρά τους την ανάπτυξη θετικών προσδοκιών, προσελκύοντας νέες επιχειρήσεις και νέα κεφάλαια στην κεφαλαιαγορά ([www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)).

Η διάθεση των αντλούμενων κεφαλαίων έλαβε κυρίως τη μορφή νέων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και τεχνολογικοί εξοπλισμού, χρηματοδότησης συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιρειών, αναχρηματοδότησης επενδύσεων με υποκατάσταση χρέους και κεφαλαίων κίνησης. Η χρηματοδότηση εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ εταιρειών ήταν, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ένας από τους στόχους της διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων. Μέσω της χρηματοδότησης, οι διαφορετικοί κλάδοι αναδιαρθρώνονται, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν την επίτευξη οικονομιών κλίμακας η συνδυασμού, οι επιχειρηματίες αναζητούν στρατηγικούς εταίρους, συμμαχίες και συνεργασίες για την αντιμετώπιση των προκλήσεων του μετασχηματιζόμενου εθνικού και ευρωπαϊκού περιβάλλοντος. Οι επιχειρηματικές αναδιαρθρώσεις είναι τόσο σημαντικές για τη συνολική αποδοτικότητα της ελληνικής οικονομίας όσο και οι νέες επενδύσεις. Τέλος να αναφέρουμε πως η διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων έλαβε τη μορφή σημαντικής κεφαλαιακής εξυγίανσης (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

**Πίνακας 7. Ιδιωτικοποιήσεις Δημόσιων Επιχειρήσεων στην Ελλάδα**

Εταιρεία	Τίμημα (δισ. δρχ.)
ΟΤΕ (4η μετχ., κατά 14%)	341,0
Εθνική Τράπεζα	281,0
Κεταστήματα Αεροπολ. Ειδών	127,0
Πωλήσεις Μπχ προς ΑΤΕ	80,0
Ελληνικά Πετρέλαια	150,0
ΕΤΒΑ	30,0
ΕΥΔΑΠ	60,0
<b>Σύνολο Εσόδων του Δημοσίου</b>	<b>1.069,0</b>
Ιονική Τράπεζα	272,0
Olympic Catering (1η μετχ)	3,3
ΕΤΒΑ	99,0
Olympic Catering (2η μετχ)	5,3
ΕΥΔΑΠ	15,0
<b>Σύν. Εσόδ. μη κρατικών Φορέων</b>	<b>395,0</b>
<b>Γενικό Σύνολο</b>	<b>1.464,0</b>

Πηγή: Financial Times, ΥΠΕΘΟ, Επιτροπή Ανταγωνισμού

**Πίνακας 8. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Μεταξύ Εισηγμένων Εταιρειών στην Ελλάδα**

Εταιρεία Ιδιοκτήτης	Εταιρεία Στόχος	Δραστηριότητα
Singular AE	Γερμανός AE	Hardware, Software
Etahe AE	Εικλείδης AE	Κατασκευές
Intracom AE	Ελλ. Τεχνολ.	Αγορά Μελετών
Νηρέυς AE	Σαράντης Ae	Γαλακ, Ψάρια Ιχθυοτροφ.
Αεγέκ AE	Επέρο Ae	Κατασκευές
Αττικιάτ AE	Σεράλας Ae	Κατασκευές
Κυλινδρόμυλοι Λούλη	Μύλοι Αγ. Γεωργ	Άλευρά
Τράπεζα Πίστωσης	Ιονική Τράπεζα	Τραπεζικές Εργασίες
Infoquest AE	Ergodata AE	Computers
Telesis Ahe	Δωροκή Τράπεζα	Τραπεζικές Εργασίες
Παπαέλληνας AE	Sportsman Ae	Ρούχα, Υποδήματα
Consol Eurofinance Holdings	Τράπεζα Εργασίας	Χρημ/κονομικές Εργασίες
Τράπεζα Πειραιώς	Αεγέκ, Τέρινα, Γε	Κατασκευές, Υπηρεσίες
Telesis AXE	Δίας EEX	Χρημ/κονομικές Εργασίες
Κλωστήρια Ναούσης Ae	Δούδος Ae	Κλωστουφαντουργία
Επιχειρήσεις Αττικής Ae	Γε, Στρίντζη Ae	Ναυπλιακές Υπηρεσίες
Ελλ. Τεχνοδομική AE	Ύκτωρ Ae	Κατασκευές
Intracom AE	Ελ.Τεχν, Ακτωρ	Ενεργειακά Έργα
Blue Circle Industries SA	ΑΓΕΤ Ηρωάλ. AE	Τοιμέντα
Μηχανική AE	Βαλκ. Ερχορτ	Επεξεργασία Ξύλου
Κλωστήρια Δούδος AE	Γ. Γιανούσης AE	Κλωστουφαντουργία

Πηγή: Financial Times, ΥΠΕΘΟ, Επιτροπή Ανταγωνισμού



### 4.3 Ο Γενικός Δείκτης Τιμών στο ΧΑΑ 1999

Τους πρώτους εννέα μήνες του 1999, ο γενικός δείκτης τιμών του ΧΑΑ εμφάνισε ανοδική τάση, ιδιαίτερα κατά την περίοδο Μαΐου - Σεπτεμβρίου, ενώ έκτοτε χαρακτηρίστηκε από μεγάλη διόρθωση. Στο τέλος του 1999, ο γενικός δείκτης τιμών του ΧΑΑ έκλεισε στις 5.535 μονάδες παρουσιάζοντας συνολική ετήσια άνοδο για το 1999 κατά 102,2% έναντι 84,7% το 1998 και 58,7% το 1997 (Πίνακας 6). Η άνοδος αυτή είναι από τις υψηλότερες που σημειώθηκαν διεθνώς: ο δείκτης Dow Jones έκλεισε στο τέλος του ίδιου έτους με συνολική ετήσια άνοδο 25,68%, ο δείκτης Nasdaq με άνοδο 85,6%, ο δείκτης FTSE100 του Λονδίνου με άνοδο 17,8%, ο δείκτης CAC40 του Παρισιού με άνοδο 51,6%, ο δείκτης DAX της Φραγκφούρτης με άνοδο 39,1% και ο δείκτης Nikkei του Τόκιο με άνοδο 36,8% (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999)

**Πίνακας 9. Μέση ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών στο ΧΑΑ 1989 - 1999**

Έτος Απόδοσης	Έτος Τοποθέτησης											
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
1989	64,3%											
1990	82,6%	102,9%										
1991	42,5%	32,8%	-13,1%									
1992	24,5%	13,5%	-15,1%	-17,0%								
1993	27,9%	20,2%	0,9%	8,8%	42,6%							
1994	20,8%	13,6%	-1,7%	2,4%	13,7%	-9,4%						
1995	18,4%	12,2%	-0,4%	3,1%	10,8%	-2,3%	5,2%					
1996	16,3%	10,7%	0,0%	2,9%	8,6%	-0,9%	3,6%	2,1%				
1997	20,3%	15,7%	6,8%	10,6%	17,1%	11,5%	19,4%	27,2%	58,5%			
1998	25,6%	21,9%	14,4%	19,0%	26,4%	23,4%	33,2%	44,2%	71,3%	85,1%		
1999	31,2%	28,3%	21,9%	27,2%	35,1%	33,9%	44,8%	56,9%	81,0%	93,4%	102,2%	

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 1999

Κατά το 1999 η μέση τιμή του γενικού δείκτη τιμών ήταν 4.424 μονάδες ενώ, στη συνεδρίαση της 17ης Σεπτεμβρίου ο δείκτης έκλεισε στις 6.355 μονάδες, τιμή που είναι η μέγιστη του έτους και το υψηλότερο κλείσιμο στην ιστορία. Η κατώτερη ετήσια τιμή του ΓΔΤ ήταν 2.798 μονάδες ενώ, η μέση διαφορά μεταξύ ελάχιστης και μέγιστης ημερήσιας τιμής του δείκτη ανήλθε σε 122 μονάδες.

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις. Παράγοντες που επηρέασαν τις διακυμάνσεις αυτές ήταν την περίοδο Μαρτίου - Απριλίου τα γεγονότα που διαδραματίστηκαν στο Κόσσοβο, τον Ιούνιο λόγω της σημαντικής αύξησης της τιμής του πετρελαίου και την περίοδο Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου ως αποτέλεσμα των ρευστοποιήσεων που ακολούθησαν τη μεγάλη άνοδο της περιόδου Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 1999.

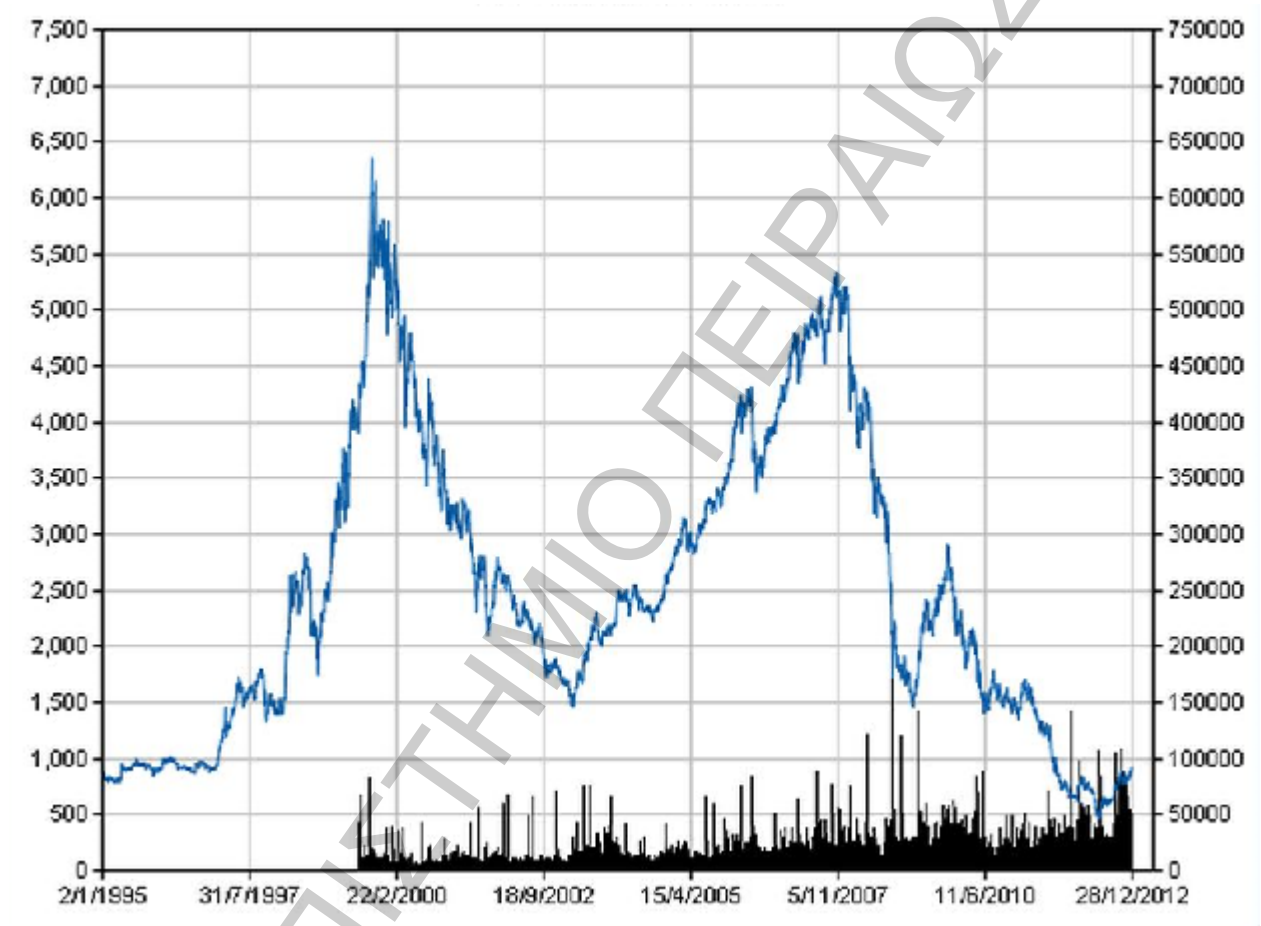
Κατά το 1999 οι εξελίξεις στην πορεία των κλαδικών δεικτών στο ΧΑΑ αναδεικνύουν την Παράλληλη Αγορά ως τη δυναμικότερη αγορά, με εντυπωσιακή άνοδο του κλαδικού δείκτη κατά 658,5% (Πίνακες 10 και 11). Ακολούθησε ο δείκτης του κλάδου των Κατασκευαστικών Εταιρειών (586,3%), του κλάδου των Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (332,2%), του κλάδου των Διαφόρων Εταιρειών (268,2%) και του κλάδου των Εταιρειών Επενδύσεων (202,5%). Ωστόσο, οι κλάδοι αυτοί χαρακτηρίστηκαν επίσης από τις μεγαλύτερες διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια του έτους. Ο κλαδικός δείκτης των Βιομηχανικών Εταιρειών ακολούθησε μια περισσότερο ομαλή πορεία ανόδου, χαρακτηριζόμενη από μικρότερες διακυμάνσεις (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2000).

**Πίνακας 10. Οι Δείκτες Τιμών στο ΧΑΑ των επί Μέρους Κλάδων και Συνολικά, 1999**

Δείκτες Τιμών	Κλείσιμο 30/12/99	Κατώτατη Τιμή Έτους	Ανώτατη Τιμή Έτους	% Μεταβολή από 4/1/99
Γενικός	5.535,1	2.697,7	6.484,4	89,5%
FTSE/ASE20	2.910,1	1.693,7	3.348,3	57,5%
Τραπεζών	10.165,4	5.714,7	11.861,7	62,9%
Ασφαλειών	3.731,1	1.264,6	4.802,7	174,8%
Χρημ. Μίσθωσης	1.545,6	340,5	2.006,0	332,3%
Επενδύσεων	2.822,7	861,4	3.512,1	202,5%
Βιομηχανικές	3.451,6	1.695,9	4.038,5	101,4%
Διάφορες	6.985,4	1.872,0	7.951,2	268,2%
Κατασκευών	3.446,0	489,8	5.356,7	586,3%
Συμμετοχών	6.770,4	2.072,6	10.265,3	195,5%
Παράλληλη Αγορά	1.582,6	1.693,7	3.348,2	658,5%

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

**Διάγραμμα 1. Πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών (1995 - 2012)**



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

Ανοδική πορεία ακολούθησε και η αξία των συναλλαγών στο ΧΑΑ, συνεχίζοντας την αλματώδη αύξηση των προηγούμενων ετών. Η συνολική αξία των συναλλαγών ανήλθε κατά το 1999 σε 58,9 τρις. δρχ., παρουσιάζοντας ετήσια αύξηση κατά 218,7%. Η ημερήσια αξία των συναλλαγών κατά το 1999 ανήλθε σε 300 δισ. δρχ. σε μέσο ετήσιο επίπεδο ενώ, η αξία των συναλλαγών την 17η Σεπτεμβρίου ανήλθε σε 612,9 δισ. δρχ (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2000).

Η συνολική αξία των συναλλαγών των εισηγμένων στην Κύρια Αγορά μετοχών κατά το 1999 υπερέβη τα 52,5 τρις. δρχ., παρουσιάζοντας αύξηση κατά 200,3% σε σχέση με το 1998. Την ίδια περίοδο, η αξία των συναλλαγών στην Παράλληλη Αγορά υπερέβη τα 6,4 τρις. δρχ., παρουσιάζοντας ετήσια αύξηση κατά 539,3%. Η συνολική αξία των συναλλαγών των εισηγμένων στην Παράλληλη Αγορά μετοχών είναι συγκριτικά περιορισμένη αλλά ραγδαία αυξανόμενη καθώς το 1999 αντιστοιχούσε σε 10,9%, ενώ το 1998 αντιστοιχούσε μόνο σε 5,5% της συνολικής αξίας των συναλλαγών στο ΧΑΑ.

Το 1999 αποτέλεσε επίσης έτος σημαντικής ανόδου για το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης, οι συναλλαγές του οποίου προσέγγισαν τα 7,8 τρις. δρχ., σημειώνοντας αύξηση κατά 878,6% σε σχέση με το 1998 (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2000).

**Πίνακας 11. Δείκτες Τιμών των επί μέρους Κλάδων στο ΧΑΑ στο τέλος του Μήνα, 1999**

	Γενικός Δείκτης Τιμών	Δείκτης Τιμών Τραπεζών	Δείκτης Τιμών Ασφαλειών	Δείκτης Τιμών Χρ. Μισθ. Επενδ.	Δείκτης Τιμών Επενδ.	Δείκτης Τιμών Συμμετοχών	Βιομηχ Δείκτης Τιμών	Δείκτης Τιμών Κατασκ.	Δείκτης Τιμών Διαφόρων	Δείκτης Τιμών Παράλληλης	FTSE/ ΧΑΑ 20
29-Ιαν	3.149,5	6.801,4	1.641,7	386,4	1.013,5	2.259,1	1.908,9	675,6	2.245,5	251,8	2.002,5
26-Φεβ	3.377,6	7.398,2	1.785,7	394,6	1.087,8	2.504,0	2.056,8	864,7	2.555,2	330,7	2.109,4
31-Μαρ	3.376,4	7.743,5	1.922,6	407,6	1.129,9	2.414,0	1.908,1	911,7	2.526,2	334,9	2.093,9
30-Απρ	3.617,4	8.332,2	1.896,9	437,3	1.135,9	2.475,6	2.068,1	1.218,8	2.800,1	371,0	2.244,7
28-Μαϊ	3.934,7	8.643,8	2.350,4	657,7	1.276,1	3.064,9	2.334,3	1.721,8	3.342,7	522,8	2.346,5
30-Ιουν	4.031,6	8.642,9	2.705,3	921,4	1.518,2	3.828,4	2.311,4	1.916,0	3.397,6	694,9	2.368,9
30-Ιουλ	4.345,1	9.238,2	2.864,3	1.228,1	1.689,4	4.934,3	2.441,7	2.091,4	4.065,1	908,7	2.503,8
31-Αυγ	5.205,3	9.901,8	4.055,1	1.646,8	2.371,3	6.381,1	3.122,3	3.642,9	5.782,0	1.554,9	2.783,3
30-Σεπ	5.667,6	10.316,5	4.366,3	1.541,6	2.906,1	8.051,7	3.467,1	3.797,1	6.363,6	1.430,3	2.983,7
29-Οπτ	5.442,1	9.586,9	3.921,8	1.675,1	2.754,2	8.270,7	3.340,5	3.797,6	7.197,8	1.658,9	2.780,1
30-Νοε	5.712,3	9.990,2	4.099,0	1.854,0	2.786,9	8.244,1	3.510,8	4.409,3	7.659,2	2.060,2	2.853,9
30-Δεκ	5.535,1	10.165,4	3.731,1	1.545,6	2.822,7	6.770,4	3.451,6	3.446,0	6.985,4	1.582,6	2.910,1
Μίν 1999	2.762,6	5.822,7	1.290,1	342,5	880,0	2.131,7	1.721,6	502,6	1.921,0	208,5	1.742,2
Μαξ 1999	6.484,4	11.861,7	4.802,7	2.006,0	3.512,1	10.265,3	4.038,5	5.356,7	7.951,2	2.224,1	3.348,2

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

#### 4.4 Κέρδη και Μερίσματα των Εισηγμένων στο ΧΑΑ Εταιρειών

Τα καθαρά κέρδη των εισηγμένων εταιρειών με βάση τους ισολογισμούς του 1998 ανήλθαν στο ποσό των 899,6 δισ. δρχ., παρουσιάζοντας αύξηση κατά 23,1% σε σχέση με το 1997, ενώ αντιπροσωπεύουν σχεδόν διπλασιασμό των κερδών σε σχέση με το 1996 (Πίνακας 12).

Τα διανεμηθέντα μερίσματα από τα κέρδη της χρήσης του 1998 ανήλθαν σε 448,5 δισ. δρχ., παρουσιάζοντας αύξηση κατά 30,3% σε σχέση με το 1997. Η θετική πορεία των χρηματιστηριακών εξελίξεων στην Ελλάδα αντανακλάται επίσης στην εξέλιξη της συνολικής κεφαλαιοποίησης των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών, η οποία παρουσίασε εντυπωσιακή αύξηση τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχωρίου Προϊόντος (Πίνακας 10). Η συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑΑ ανήλθε από 22,8 τρις. δρχ. στο τέλος του 1998 σε 67,3 τρις. δρχ. στο τέλος του 1999, ποσό που είναι αυξημένο κατά 194,7% σε σχέση με το 1998 και αντιστοιχεί σε αύξηση κατά 11 περίπου φορές της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας στην περίοδο 1996-99. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην άνοδο των τιμών των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών, στην έκδοση νέων μετοχών από τις ήδη εισηγμένες εταιρείες, όπως επίσης και στην εισαγωγή νέων εταιρειών στο ΧΑΑ, μεταξύ των οποίων μεγάλες εταιρείες, όπως η EFG Eurobank, η Interamerican και η Hyatt Regency Ξενοδοχειακή (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

**Πίνακας 12. Καθαρά Κέρδη και Διανεμηθέντα Μερίσματα των Εισηγμένων στο ΧΑΑ Εταιρειών, 1990-98**

Έτος	Καθαρά Κέρδη (εκατ. δρχ.)		Διανεμηθέντα Μερίσματα (εκατ. δρχ.)		Ποσοστό Διανομής κερδών
1990	155.356		93.688		60,3
1991	236.594	52,3%	127.489	36,1%	53,9
1992	179.999	-23,9%	89.147	-30,1%	49,5
1993	311.186	72,9%	120.343	35,0%	38,8
1994	347.249	11,6%	171.408	42,4%	49,3
1995	365.419	5,2%	193.628	13,0%	53,0
1996	494.445	35,3%	249.899	29,1%	50,5
1997	730.776	47,8%	344.286	37,8%	47,1
1998	899.647	23,1%	448.540	30,3%	

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

**Πίνακας 13. Η Χρηματιστηριακή Αξία των Εισηγμένων στο ΧΑΑ Εταιρειών, 1991 – 1999**  
(Ποσά σε δις. δραχμές)

Έτος	Χρηματοπιστ. Τομέας <sup>1</sup>	Κύρια Αγορά		Σύνολο	Παράλληλη Αγορά	: Γενικό Σύνολο %	
		Διάφοροι Κλάδοι	Βιομηχανία			Ετήσιας Αξία Μεταβολής	
Δεκ. 1991	1.137,1	949,9	249,5	2.336,5	18,7	2.355,2	
Δεκ. 1992	916,9	836,3	273,0	2.026,2	18,1	2.044,3	-13,2%
Δεκ. 1993	1.194,9	1.625,0	287,5	3.107,4	9,6	3.117,0	52,5%
Δεκ. 1994	1.230,3	1.882,4	381,0	3.493,7	84,1	3.577,8	14,8%
Δεκ. 1995	1.391,1	2.077,4	403,8	3.872,3	153,7	4.026,0	12,5%
Δεκ. 1996	1.669,1	1.940,6	2.143,2	5.752,9	191,9	5.944,8	47,7%
Δεκ. 1997	3.058,6	3.222,5	3.202,1	9.483,2	328,1	9.811,3	65,1%
Δεκ. 1998	8.712,9	5.404,6	7.744,0	21.861,5	977,2	22.838,7	132,8%
Δεκ. 1999	22.074,9	32.776,9	5.760,1	60.611,9	6.694,6	67.306,5	194,7%

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Εκτιμάται ότι η συνολική αύξηση της κεφαλαιοποίησης στο ΧΑΑ το 1999 προήλθε κατά 82,4% από την αύξηση των τιμών των ήδη εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες αντιπροσωπεύουν συνολική κεφαλαιοποίηση 36,6 τρις. δρχ., κατά 11,3% από την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών που εισήγαγαν τις μετοχές τους στο ΧΑΑ για πρώτη φορά, η οποία ανήλθε σε 5,1 τρις. δρχ. περίπου και τέλος κατά 6,3% από την κεφαλαιοποίηση που προήλθε από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των ήδη εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών η οποία ανήλθε σε 2,8 τρις. δρχ. περίπου.

Στο τέλος του έτους, τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση παρουσίασε ο τραπεζικός κλάδος με 25,1% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ, ακολουθούμενος από τους κλάδους των τηλεπικοινωνιών με 9,6% και των μεταλλουργικών επιχειρήσεων με 7,9%, ενώ η Παράλληλη Αγορά παρουσίασε κεφαλαιοποίηση 6,7 τρις. δρχ., αντιστοιχώντας σε 9,9% της συνολικής κεφαλαιοποίησης στο ΧΑΑ λόγω της μεγάλης ανόδου των τιμών των μετοχών των εταιρειών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, το ποσοστό συμμετοχής των μεγαλύτερων δεκαπέντε εισηγμένων εταιρειών στη συνολική κεφαλαιοποίηση μειώθηκε τον Δεκέμβριο του 1999 έναντι του προηγούμενου έτους. Στο τέλος του έτους οι εισηγμένες εταιρείες με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση είναι κατά σειρά ο ΟΤΕ με 5,6%, ακολουθούμενος από την Εθνική Τράπεζα με 5,5%, την Alpha Τράπεζα Πίστεως με 3,7%

και την Panafon με 3,2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η ποσοστιαία συμμετοχή του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού κλάδου (τράπεζες ασφάλειες, εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης, επενδυτικές εταιρείες), στη συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑΑ παρουσίασε μείωση, αντιστοιχώντας στο 32,8% περίπου της συνολικής κεφαλαιοποίησης στο τέλος του 1999, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για το 1998 ήταν 38%. Η κεφαλαιοποίηση του ευρύτερου βιομηχανικού και κατασκευαστικού τομέα προσέγγισε τα 32,7 τρις. δρχ. στο τέλος του έτους, ποσό που αντιστοιχεί στο 48,7% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ. Με δεδομένη την υψηλή κερδοφορία του βιομηχανικού κλάδου κατά την περίοδο 1997-99, τα μεγέθη αναδεικνύουν την ταχεία αναδιάρθρωση του κλάδου και την επίτευξη υψηλότερων επιπέδων παραγωγικότητας.

Οι τάσεις αυτές αντανακλούν τις σημαντικές διαδικασίες αναδιάρθρωσης στην ελληνική οικονομία, οι οποίες χαρακτηρίζονται από τη συγκριτικά μεγάλη συμμετοχή του τριτογενούς τομέα (ιδιαίτερα των χρηματοπιστωτικών-ασφαλιστικών υπηρεσιών) καθώς και από τη διευρυνόμενη προσφυγή στην κεφαλαιαγορά προς άντληση επενδυτικών κεφαλαίων επιχειρήσεων που ανήκουν σε νέους τομείς για το ΧΑΑ, όπως ο κλάδος των ακινήτων και της ύδρευσης.

Η συνεχής διαδικασία ωρίμανσης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς αναδεικνύεται τέλος στην πορεία των χρηματιστηριακών μεγεθών σε σχέση με την πορεία των βασικών μακροοικονομιών μεγεθών. Πράγματι, στο τέλος του 1999 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιρειών αντιστοιχούσε με βάση τις τρέχουσες επιτιμήσεις στο 169,4% του ΛΕΠ της χώρας έναντι 64,3% το 1998. Παράλληλα, η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών αντιστοιχούσε σε 187,8% του ευρύτερου δείκτη ρευστότητας (M4N) της ελληνικής οικονομίας, ποσοστό που είναι κατά 2,4 περίπου φορές υψηλότερο σε σχέση με το 1998. Τέλος, η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων επιχειρήσεων στο τέλος του 1998 διαμορφώθηκε στο 294,7% της συνολικής αξίας των ιδιωτικών καταθέσεων και repos στις εμπορικές τράπεζες (Πίνακας 14).

Η συνεχής τοποθέτηση επενδυτικών κεφαλαίων στην ελληνική κεφαλαιαγορά και η ραγδαία άνοδος της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών αντανακλούν ασυνήθιστη επίδοση στο πλαίσιο των χωρών-μελών του ΟΟΣΑ. Η αύξηση της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου ως ποσοστό επί του ΑΕΠ ήταν από τις μεγαλύτερες των χωρών- μελών του ΟΟΣΑ. Είναι σημαντικό ότι η συνολική κεφαλαιοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, ενώ κατά την περίοδο 1997-98 ήταν μικρότερη σε σχέση προς την αντίστοιχη άλλων

ανεπτυγμένων οικονομιών, κατά το 1999 προσέγγισε και σε ορισμένες περιπτώσεις υπερέβη τα αντίστοιχα επίπεδα των ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την ταχεία υπέρβαση των παραδοσιακών δομικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας και τον αυξανόμενο ρόλο της κεφαλαιαγοράς ως μηχανισμού αποταμίευσης, επιχειρηματικής χρηματοδότησης και οικονομικής ανάπτυξης (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

**Πίνακας 14. Χρηματιστηριακή Αξία και Μακροοικονομικά Μεγέθη, 1991-99**

	Χρηματιστηριακή Αξία (ποσοστό επί του ΑΕΠ*)	Χρηματιστηριακή Αξία (ποσοστό επί του Μ4Ν)	Χρηματιστηριακή Αξία (% Ιδιωτ. Καταθ. & Repos)
Δεπ. 1990	18,5	22,1	29,5
Δεπ. 1991	14,5	17,4	25,4
Δεπ. 1992	10,9	12,7	19,3
Δεπ. 1993	14,7	16,8	25,4
Δεπ. 1994	14,9	16,9	27,6
Δεπ. 1995	14,9	17,6	28,3
Δεπ. 1996	20,0	23,2	38,5
Δεπ. 1997	31,7	38,9	58,4
Δεπ. 1998	64,3	93,1	122,1
Δεπ. 1999	169,4	187,8	294,7

**Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών**

Σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε πως σημαντική εξέλιξη για την ελληνική κεφαλαιαγορά αποτέλεσε η έναρξη λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών στις 27 Αυγούστου 1998. Το ΧΠΑ και η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ) ιδρύθηκαν με βάση τον Ν. 2533/1997, ο οποίος περιγράφει τον σκοπό ίδρυσης τους. Το ύψος του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου ανήλθε σε 3 δισ. δρχ. για το ΧΠΑ και 8 δισ. δρχ. για την ΕΤΕΣΕΠ. Στον Νόμο ορίστηκαν επίσης οι διαδικασίες με βάση τις οποίες θα είναι δυνατή η αύξηση του μετοχικού αυτού κεφαλαίου και η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών σε αυτήν, το πλαίσιο διενέργειας τακτικών και εκτάκτων ελέγχων, η δομή του Διοικητικού Συμβουλίου και οι προϋποθέσεις που θα πρέπει να τηρούν τα μέλη του. Ο Νόμος τέλος έθεσε τη λειτουργία του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ υπό τον εποπτικό έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.



#### **4.5 Αντληση κεφαλαίων και Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑΑ, 1999**

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς συνέβαλε στην επιτάχυνση της τοποθέτησης εγχωρίων και αλλοδαπών κεφαλαίων σε μετοχικούς τίτλους κατά το 1999 με αποτέλεσμα την ιδιαίτερα σημαντική άνοδο των κεφαλαιακών αποδόσεων στο έτος αυτό. Τα γεγονότα αυτά συνέβαλαν επίσης στην επιτάχυνση των εταιρικών αναδιαρθρώσεων και στη διεύρυνση της προσφοράς νέων τίτλων στο ΧΑΑ, τόσο σε αριθμό εκδόσεων όσο και σε ύψος αντληθέντων κεφαλαίων (Τεσσαρομάτης, 2003).

Η διευρυμένη προσφορά μετοχικών τίτλων ικανοποιήθηκε από την αντίστοιχη υψηλή ζήτησή τους. Η έντονη ζήτηση μετοχικών τίτλων αντανάκλα τη σημαντική στροφή στην επενδυτική πολιτική του κοινού προς τίτλους υψηλότερου κινδύνου και απόδοσης, ενώ ταυτόχρονα αντανάκλα τις προσδοκίες πραγματοποίησης υψηλών κεφαλαιακών κερδών λόγω της σημαντικής αύξησης της τιμής των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιρειών μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους. Όπως προκύπτει από στοιχεία, η τιμή ισορροπίας των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιρειών μετά τη διαπραγμάτευση τους υπερέβαινε σημαντικά την αρχική τιμή εισαγωγής τους. Το 1999, η μέση απόδοση των μετοχών των νεοεισαγόμενων στο ΧΑΑ εταιρειών στο πρώτο triήμερο της διαπραγμάτευσής τους ανήλθε σε 242,8%. Βεβαίως η μεγάλη διαφορά μεταξύ της αρχικής τιμής εισαγωγής και της τιμής που διαμορφώθηκε στην αγορά αντανάκλα ανισορροπίες, οι οποίες τείνουν να περιορίζονται στο μέτρο που γίνεται σωστή και συνεπής εφαρμογή των επενδυτικών προγραμμάτων από τις επιχειρήσεις και την ορθολογικότερη προσαρμογή της συμπεριφοράς του επενδυτικού κοινού (Τεσσαρομάτης, 2003).

Ο συνολικός αριθμός δημοσίων εγγραφών στην Κύρια και την Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ κατά το 1999 ανήλθε σε 46, αντλώντας κεφάλαια συνολικού ύψους 1624,5 δισ. δρχ. Από τις 46 εταιρείες που πραγματοποίησαν δημόσια εγγραφή, 5 εταιρείες ολοκλήρωσαν τις διαδικασίες αρχικής δημόσιας εγγραφής εντός του 1999, αλλά η διαπραγμάτευση τους έγινε στις αρχές του έτους 2000, ενώ 4 εταιρείες ήταν ήδη εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Εάν εξαιρεθούν οι τελευταίες, το ύψος των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω της κεφαλαιαγοράς από τις 42 νέες επιχειρήσεις ανέρχεται σε 627,8 δισ. δρχ. αντιπροσωπεύοντας το 38,6% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Η μέση υπερκάλυψη της ήταν 48,5 φορές, ενώ στην Παράλληλη Αγορά ήταν 84,7

φορές Συνολικά οι θεσμικοί επενδυτές κάλυψαν κατά μέσο όρο 12,7 φορές την αξία των προσφερομένων κεφαλαίων και κατά 42,5 φορές την αξία των μετοχών που τους αντιστοιχούσαν. Όσον αφορά στους ιδιώτες επενδυτές, η μέση υπερκάλυψη ήταν 130,2 φορές στην Κύρια αγορά και 428,7 φορές στην Παράλληλη αγορά. Συνολικά, οι ιδιώτες επενδυτές κάλυψαν κατά μέσο όρο 64,2 φορές τις προσφερόμενες μετοχές και κατά 91,6 φορές τις μετοχές που τους αντιστοιχούσαν. Οι τάσεις αυτές ποικίλουν ανάλογα με το μέγεθος και τον κλάδο των εταιρειών καθώς και τη χρονική περίοδο της δημόσιας εγγραφής τους (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999).

Από τα 1.624,5 δισ. δρχ. που συγκεντρώθηκαν συνολικά, 1.514,6 δισ. δρχ. αντλήθηκαν από την Κύρια Αγορά, 108,5 δισ. δρχ. αντλήθηκαν από την Παράλληλη Αγορά και 1,5 δισ. αντλήθηκε ως αποτέλεσμα μιας δημόσιας εγγραφής χωρίς εισαγωγή στο ΧΑΑ. Επίσης, από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων, κεφάλαια ύψους 627,8 δισ. δρχ. αντλήθηκαν από τις νέες εισαγωγές στο ΧΑΑ ενώ κεφάλαια ύψους 996,8 δισ. δρχ. αντλήθηκαν από τις 4 ήδη εισηγμένες εταιρείες (ΟΤΕ, Εθνική Τράπεζα, Panafon και Βιοχάλκο).

Από τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ποσοστό 7,37% αντλήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 1999, ποσοστό 4,07% το δεύτερο τρίμηνο, ποσοστό 32,17% το τρίτο τρίμηνο και ποσοστό 56,44% το τέταρτο τρίμηνο. Το υψηλό ποσοστό του τρίτου τριμήνου οφείλεται κυρίως στην 4η μετοχοποίηση και δημόσια εγγραφή του ΟΤΕ και την εισαγωγή των μετοχών των εταιρειών EFG Eurobank και Interamerican, ενώ του τετάρτου τριμήνου οφείλεται κυρίως στις δημόσιες εγγραφές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, της Panafon και της Βιοχάλκο (Πίνακας 16).

Πίνακας 15. Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑΑ, 1999

	Αντληθέντα Κεφάλαια (δισ. δρχ.)	Μέση Υπερ κάλυψη Θεσμικών Επενδυτών	Μέση Υπερ κάλυψη Ιδιωτών Επενδυτών	Μέση Συνολική Υπερ κάλυψη
<i>Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές (42 Εταιρείες)</i>				
Μ.Ο.	14.947,0	82,6	310,0	218,42
Σύνολο	627.773,9			
<i>Δημόσιες Εγγραφές Εισηγμένων Εταιρειών (4 Εταιρείες)</i>				
Μ.Ο.	249.193,9	60,0	30,0	48,0
Σύνολο	996.775,5			
<i>Κύρια Αγορά (21 Εταιρείες)</i>				
Μ.Ο.	72.122,5	48,5	130,2	96,07
Σύνολο	1.514.572,1			
<i>Παράλληλη Αγορά (24 Εταιρείες)</i>				
Μ.Ο.	4.519,9	84,7	428,7	324,45
Σύνολο	108.477,3			
<i>Εγγραφή χωρίς Εισαγωγή στο ΧΑΑ (1 Εταιρεία)</i>				
Μ.Ο.	1.500,0	0	0	1,61

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Πίνακας 16. Χρονική κατανομή των δημοσίων εγγραφών στο ΧΑΑ, 1999

Τρίμηνο 1999	Αριθμός Εταιρειών	Αντληθέντα Κεφάλαια (δισ. δρχ.)	% επί του Συνόλου	Μέση Υπερ κάλυψη Θεσμικών Επενδυτών	Μέση Υπερ κάλυψη Ιδιωτών Επενδυτών	
1°	8	Μ.Ο.	14.975,5		56,75	293,49
		Σύνολο	119.803,6	7,37%		
2°	8	Μ.Ο.	8.274,1		61,37	235,35
		Σύνολο	66.192,5	4,07%		
3°	11	Μ.Ο.	47.418,9		73,56	314,15
		Σύνολο	521.607,9	32,12%		
4°	19	Μ.Ο.	48.260,3		68,27	280,87
		Σύνολο	916.945,3	56,44%		

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Κατά το 1999 τα αντληθέντα κεφάλαια από τις δημόσιες εγγραφές απορροφήθηκαν κατά 48% από τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, γεγονός που συμβάδιζε προς τις διεθνείς τάσεις, και κατά 23% από τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Σημαντική απορρόφηση κεφαλαίων παρουσίασε επίσης ο κλάδος των εταιρειών συμμετοχών λόγω της δημόσιας εγγραφής της Βιοχάλκο Α.Ε.

Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες κατά το 1999 μέσω αυξήσεως του μετοχικού τους κεφαλαίου ανήλθαν σε 2,75 τρις. δρχ., σημειώνοντας άνοδο κατά 472% έναντι του 1998. Τα κεφάλαια αυτά συνέβαλαν κατά 6,3% στη διεύρυνση της κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ. Οι συνεχείς αυτές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ικανοποίησαν τη μεγάλη ζήτηση μετοχικών τίτλων και αντανakλούν την επιθυμία των επιχειρήσεων για την επέκταση των επενδυτικών τους δραστηριοτήτων σε άλλους τομείς και για τη διεύρυνση των διαδικασιών ανταγωνιστικής τους αναδιάρθρωσης. Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων, το 95,16% (2,64 τρις. δρχ.) απορροφήθηκε από την Κύρια Αγορά (έξι εταιρείες προχώρησαν και σε δύο αυξήσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου με καταβολή μετρητών κατά το 1999) όπου πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου 93 εταιρειών, ενώ το υπόλοιπο 4,84% (134 δισ. δρχ.) απορροφήθηκε από την Παράλληλη Αγορά, όπου πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου 21 εταιρειών. Το ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων από εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς τείνει να αυξάνει διαχρονικά, επιβεβαιώνοντας τη διεύρυνση του ενδιαφέροντος για την αγορά αυτή και τη δυναμικότητα των εισηγμένων στην αγορά αυτή εταιρειών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1999, [www.ase.gr](http://www.ase.gr)).<sup>7</sup> Η χρήση του 1999 ανέδειξε το φαινόμενο της μερικής παραίτησης των παλαιών μετόχων υπέρ των εργαζομένων και των λοιπών συνεργατών των εταιρειών που προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Έτσι συγκριτικά μικρότερο ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων διατέθηκε στους παλαιούς μετόχους και μεγαλύτερο ποσοστό διατέθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση στο προσωπικό, τους συνεργάτες των εταιρειών και τους θεσμικούς επενδυτές.

Η χρονική κατανομή των αυξήσεων υπήρξε ομοιόμορφη στα δύο εξάμηνα του έτους, καθώς οι αυξήσεις που ολοκληρώθηκαν εντός του πρώτου και δευτέρου εξαμήνου αφορούν στο 46,74% και 53,26% των συνολικά αντληθέντων κεφαλαίων αντίστοιχα (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1999, [www.ase.gr](http://www.ase.gr)).

**Πίνακας 17. Χρονική Κατανομή Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου, 1999**

Τρίμηνο	Αριθμός ΑΜΚ	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκατ. δρχ.)	% επί του Συνόλου
1 <sup>ο</sup>	11	448.276,8	16,19%
2 <sup>ο</sup>	37	846.010,9	30,55%
3 <sup>ο</sup>	28	564.624,2	20,39%
4 <sup>ο</sup>	43	910.684,5	32,88%
Σύνολο	119	2.769.596,3	100,00%

**Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών**

Τη μεγαλύτερη συμμετοχή στα αντληθέντα κεφάλαια είχε ο τραπεζικός τομέας, ο οποίος άντλησε κεφάλαια ύψους 1.187,0 δισ. δρχ., που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 43% επί του συνόλου (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1999, [www.ase.gr](http://www.ase.gr)).

Επίσης, οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου 14 εταιρειών επενδύσεων απορρόφησαν το 14% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων (391,8 δισ. δρχ.), οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου του κατασκευαστικού κλάδου απορρόφησαν το 10% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων (266,7 δισ. δρχ.), ενώ αυτές του κλάδου μεταλλουργίας απορρόφησαν το 6% του συνόλου.

Κεφάλαια άνω των 133 δισ. δρχ. συγκέντρωσαν οι εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς, απορροφώντας ποσοστό 5% επί του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων στο ΧΑΑ.

Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι κατά το 1999 όλες οι εταιρείες του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα με ελάχιστες εξαιρέσεις προέβησαν δύο φορές σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, ισχυροποιώντας έτσι την κεφαλαιακή τους βάση κατά 1,63 δισ. δρχ. συνολικά.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε πως σημαντικό ρόλο για τη διαδικασία οικονομικής ανάπτυξης και αναδιάρθρωσης της ελληνικής οικονομίας έπαιξε ο τρόπος διάθεσης των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από το ΧΑΑ. Με βάση τις πληροφορίες που περιέχονται στα εγκεκριμένα Ενημερωτικά Δελτία των προς εισαγωγή και των εισηγμένων εταιρειών, τα αντληθέντα κεφάλαια προοριζόταν κυρίως για επενδύσεις παγίου κεφαλαίου, για χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιρειών, για αναχρηματοδότηση με

υποκατάσταση χρέους και για κεφάλαια κίνησης (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1999, www.ase.gr).

Για το σύνολο της αγοράς, περίπου 53,5% των αντληθέντων κεφαλαίων προοριζόταν για νέες επενδύσεις προσανατολισμένες στην ανανέωση και επέκταση του πάγιου εξοπλισμού των εταιρειών, 15,2% προοριζόταν για τη χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών, 16,1% για τη μείωση των δανειακών τους υποχρεώσεων, 14,8% για κεφάλαια κίνησης και 0,5% για άλλες δραστηριότητες. Οι εταιρείες που ήταν εισηγμένες στην Κύρια Αγορά εμφανίζονται να προόριζαν τα αντληθέντα κεφάλαια κυρίως για νέες επενδύσεις και λιγότερο για τη μείωση των χρεών τους, σε αντίθεση με τις εταιρείες που ήταν εισηγμένες στην Παράλληλη Αγορά οι οποίες προτίθενται να διαθέσουν συγκριτικά περισσότερα κεφάλαια για τη μείωση του δανεισμού τους (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1999, www.ase.gr).

**Πίνακας 18. Η Διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων με βάση τα εγκεκριμένα ενημερωτικά δελτία των εταιρειών ως ποσοστό (%) επί του συνόλου, 1999**

	Νέες Επενδύσεις	Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Εταιρειών	Χρηματοδοτ. με Υποκατ. Χρέους	Κεφάλαια Κίνησης	Άλλα
Όλες οι Εταιρείες	53,5	15,2	16,0	14,8	0,5
Κύρια Αγορά	58,3	15,9	12,9	12,3	0,6
Παράλληλη Αγορά	43,2	13,2	22,0	21,5	0,1
Μετάταξη στην Κύρια Αγορά	24,8	14,1	49,4	11,7	0,0
Νέες Εισαγωγές	52,8	8,2	21,1	17,8	0,1
Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου	53,7	17,6	14,4	13,7	0,6

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση, 1999

Ο παρακάτω πίνακας (Πίνακας 19) δείχνει την εξέλιξη των εισηγμένων εταιρειών αλλά και το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων τόσο από νέες εισαγωγές, όσο και από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

**Πίνακας 19. Εισηγμένες εταιρίες, νέες εισαγωγές και αντληθέντα κεφάλαια\* (1980 – 2002)**

31,12	ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ			ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (ΕΚ. €)		ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
		ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	ΝΕΧΑ	ΑΠΟ ΗΔΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ	ΑΠΟ ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ	
1980	116	2	-	-	6,36	6,16	12,52
1981	111	1	-	-	4,00	0	4,00
1982	113	1	-	-	4,02	0	4,02
1983	113	0	-	-	2,28	0	2,28
1984	114	1	-	-	7,762	0	7,72
1985	114	0	-	-	6,85	0	6,85
1986	114	0	-	-	14,47	0	14,47
1987	116	4	-	-	279,62	7,89	287,52
1988	119	3	-	-	122,85	10,10	132,95
1989	119	0	-	-	41,34	0,00	41,34
1990	145	23	5	-	383,96	173,11	557,07
1991	159	14	3	-	281,99	159,48	441,47
1992	164	2	0	-	90,45	1,21	91,66
1993	150	11	0	-	233,40	65,90	299,30
1994	196	36	11	-	481,95	295,04	776,99
1995	215	8	12	-	189,11	65,67	257,78
1996	235	7	12	-	104,96	332,04	437,00
1997	237	4	9	-	1498,63	58,96	1557,59
1998	246	12	13	-	66,53	1157,24	1223,77
1999	251	21	24	-	2925,02	1842,41	4764,42
2000	309	14	34	-	356,04	2557,83	2913,87
2001	314	13	9	2	66,53	1075,57	1142,10
2002	350	7	10	3	873,45	92,50	965,95

\* Δεν περιλαμβάνονται οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου

Πηγή: Φίλιππας Ν, (2009). *Επενδύσεις*. Εκδόσεις Μπατσιούλας. Αθήνα. Σελ. 80

**Πίνακας 20. Οι 50 Εταιρείες που άντλησαν τα μεγαλύτερα κεφάλαια από το ΧΑΑ κατά τα έτη 1999 – 2000**

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΑΝΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (ΔΡΧ.)	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΑΝΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (ΔΡΧ.)
Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε	4/6/1999	485799470000	Επενδύσεις Αναπτύξεως Α.Ε	24/12/1999	53222400000
Εθνική Τράπεζα	28/5/1999	170694776000	Alpha Leasing Α.Ε	14/4/2000	52500000000
Βιοχάλκο	26/11/1999	135148194919	Alfa Alfa Συμμετοχές Α.Ε	29/2/2000	52495075000
Alpha Bank	9/6/1999	132000000000	Μ.Ι Μαϊλής ΑΕΒΕ	12/5/2000	50703716000
Εμπορική Τράπεζα	1/10/1999	121189100800	Μυτιληναίος Α.Ε Όμιλος Επιχειρήσεων	26/11/1999	50650425000
Επενδύσεις Εργασίας Α.Ε	17/2/2000	120000000000	Τέλεσις Τράπεζα Επενδύσεων	6/12/1999	50624000000
Τεχνική Ολυμπιακή Α.Ε	1/3/2001	110812163000	Alpha Επενδύσεων Α.Ε	31/3/1999	44000000000
EFG Eurobank Α.Ε	18/6/1999	110463625000	Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε	17/9/1999	41580000000
Εθνική Αξ. Ακιν. Και Γεν. Απ. Α.Ε	24/2/2000	109114900000	Μηχανική Α.Ε	19/7/1999	41199091600
Ελληνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτ. Α.Ε	24/1/2000	105300000000	Πειραιώς Επενδυτική ΑΕΕΧ	14/11/2000	41165000000
ΕΤΒΑ	17/12/1999	95645190000	Lamda Development Α.Ε	19/6/2000	39881875000
Τράπεζα Εργασίας	23/3/1999	93144000000	Κωτσόβολος Α.Ε	1/12/1999	39549500000
Ιντρασόφτ Α.Ε	15/3/2000	91980000000	Εξέλιξη ΑΕΕΧ	5/4/2000	37800000000
Εθνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτ. Α.Ε	24/1/2000	90547200000	Δίας ΑΕΕΧ	2/12/1999	34526250000
Alpha Επενδύσεων Α.Ε	3/12/1999	88000000000	Ιασώ Α.Ε	9/5/2000	34376505600
ΣΑΝΥΟ Ελλάς Συμμετοχική Α.Ε.Β.Ε	15/3/2000	68174991250	Alpha Trust Ωρίων ΑΕΕΧ	9/12/1999	34200000000
Γερμανός Α.Ε.Β.Ε	14/1/2000	67758000000	Θεμελιοδομή Α.Ε	20/12/1999	33990000000
Επιχειρήσεις Αττικής Συμμετ. Α.Ε	9/12/1999	66939648000	Ερμής Α.Ε	17/12/1999	33616320000
Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε	17/3/2000	65292187500	Γενική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε	10/2/2000	33560660000
ΔΟΛ Α.Ε	29/11/1999	63250000000	Αθηναϊκές Συμμετ. Κεφαλ. Α.Ε	22/9/1999	32879367000
Μινωικές Γραμμές Α.Ε	16/7/1999	62060250000	Interamerican	25/6/1999	30580000000
Ιντρακόμ Α.Ε	9/8/1999	61263540000	Εγνατία Τράπεζα.	17/12/1999	30054258300
Κ. Δούδος Α.Ε	21/3/2000	60000000000	Notos Com Συμμετοχές Α.Ε	17/11/1999	30045171200
Ελληνική Τεχνοδομική Α.Ε	20/12/1999	58500000000	Χ.Κ. Τεγόπουλος Εκδοτική Α.Ε	27/3/1999	29958892000
Εμπορική Επενδυτική	20/3/2000	54070000000	Τράπεζα Αττικής	30/7/1999	29712360000

Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς / Ετήσια Στατιστικά Δελτία ΧΑΑ / Φίλιππας Ν, (2009). *Επενδύσεις*. Εκδόσεις Μπατσιούλας. Αθήνα. Σελ. 82



Παράλληλα, οι νεοεισαγόμενες στο ΧΑΑ εταιρείες δήλωσαν ότι θα διέθεταν συγκριτικά περισσότερα κεφάλαια για τη μείωση του δανεισμού τους σε σχέση προς τις ήδη εισηγμένες εταιρείες που προχώρησαν σε αυξήσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου (21,06% έναντι 14,36%). Οι τελευταίες εταιρείες εμφανίστηκαν να προορίζουν τα αντληθέντα κεφάλαια σε μεγαλύτερο βαθμό για τη χρηματοδότηση της πολιτικής τους συγχωνεύσεων και εξαγορών σε σχέση με τις νεοεισαγόμενες εταιρείες (17,63% έναντι 8,18%).

Η μεγάλη άντληση κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς από τόσο σημαντικό αριθμό επιχειρήσεων αποτελεί μοχλό ανάπτυξης για την επιχειρηματική πρωτοβουλία στην Ελλάδα. Με δεδομένη την ανάγκη της οικονομίας για νέες επενδύσεις, εταιρικές και κλαδικές αναδιαρθρώσεις και γενικότερα κεφάλαια για εκσυγχρονισμό, η σημαντική προσφορά χρηματοδότησης αποτελεί την πιο σοβαρή αναπτυξιακή συνέπεια της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

Ωστόσο, παρουσιάζει ενδιαφέρον η πορεία των εταιρειών μετά την άντληση των κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς, ώστε να καταγραφεί ο τρόπος με τον οποίο αξιοποιήθηκαν τα κεφάλαια αυτά αλλά και ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ο έλεγχος του ΧΑΑ ως προς την άντληση κεφαλαίων (Τεσσαρομάτης, 2003).

Όπως αναφέραμε και παραπάνω στις 17/9/1999 ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών έφτασε τις 6.355,04 μονάδες, ενώ το 2000 είχε αρχίσει η κάμψη του δείκτη. Στα δύο αυτά χρόνια εισηχθήσαν 90 εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ). Παράλληλα, το έτος 2006 αποτέλεσε ορόσημο καθώς κατά τη διάρκεια εκείνου του έτους απορροφήθηκαν, αποχώρησαν ή διαγράφηκαν 41 εταιρείες ([www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)).

Στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 21) παρουσιάζεται η εισαγωγή και η διαγραφή εταιρειών από το ΧΑΑ, από το 1999 ως και το 2009. Στα σχεδόν 11 χρόνια που μελετήσαμε, το ΧΑ ξεκίνησε με 244 εταιρείες, προστέθηκαν 190 εταιρείες, αποχώρησαν 149 εταιρείες και έτσι έμειναν 285 εταιρείες στις 30/9/2009 ([www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)).

**Πίνακας 21. Εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ, 1999**

<i><b>ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, 1999</b></i>
ALAPIS (ΚΟ)
ALMA-ΑΤΕΡΜΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.
AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε. (ΚΟ)
COMPUTER LOGIC S.A
EUROMEDICA Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (ΚΟ)
EVEREST Α.Ε.(ΚΟ)
FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.
INTERAMERICAN
KLEEMANN HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.
OLYMPIC CATERING Α.Ε.
REGENCY ENTERTAINMENT ΨΥΧΑΓΩΓΙΚΗ Κ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.
SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔ. ΚΑΙ ΣΥΜΜ. (ΚΟ)
SPIDER ΜΕΤ/ΝΙΑ Ν. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.
UNIFON S.A
UNISOFT S.A
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
ΑΝΕΚ Α.Ε. (ΚΟ & ΠΟ '90 & ΠΟ '96)
ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε. ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΝΗΜΑΤΟΥΡΓΕΙΑ
ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ Α.Ε.
ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.
ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. (ΚΟ)
ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΝΕΩΡΙΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΥΙΟΙ Ε.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.

Πηγή: [www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)

Το έτος 1999 αποχώρησε μόνο μία εταιρεία από το ΧΑΑ.

**Πίνακας 22. Εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ, 2000**

A.S. A.E. (ΚΟ)
BYTE COMPUTER A.B.E.E.
COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.
CPI Α.Ε ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
DATAMEDIA Α.Ε.
EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.
FORTHNET Α.Ε.
INFORMER Α.Ε.
KEGO Α.Ε.
NEXTNET Α.Ε.
PAPERPACK - ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. Α.Β.Ε.Ε.
QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.
SPACE HELLAS Α.Ε. (ΚΟ)
UNISYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΑΣΦ.ΕΤΑΙΡΙΑ ΖΩΗΣ & ΥΓΕΙΑΣ
ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.
ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε.
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.
ΓΕΚΕ Α.Ε.
ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.
Ε.Τ.Β.Α. Α.Ε.
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ (ΚΟ)
ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.
ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.(ΚΟ)
ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.ΚΟ)
Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.

Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ - Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.
ΙΑΣΩ Α.Ε.
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.(ΚΟ)
ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.
ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.
ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.
Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA ΒΑΓΝΟ Α.Ε.
ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΥΪΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ
ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ (ΚΟ)
ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

Πηγή: [www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)

**Πίνακας 23. Εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν από το ΧΑΑ, 2000**

COMPUTER LOGIC S.A
ΙΟΝΙΚΗ ΚΑΙ ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.
ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ Α.Ε.

Πηγή: [www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)

Όπως μπορούμε να διαπιστώσουμε από τις πέντε εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν κατά το 2000, οι τέσσερις ανήκουν στον τραπεζικό κλάδο, ο οποίος όπως αναφέραμε παραπάνω ήταν ο κλάδος ο οποίος άντλησε τα περισσότερα κεφάλαια κατά το προηγούμενο έτος.

**Πίνακας 24.Εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν από το ΧΑΑ, 2001**

ALPHA FINANCE
C.A.P COSMETICS S.A
INTERAMERICAN HELLENIC LIFE INS. COMPANY
SYSWARE S.A.
UNIFON S.A
UNISOFT S.A
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.Β.Ε
Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.
ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΙ ΑΦΟΙ Α.Ε.
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ Α.Ε.
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΧΑΛΚΙΔΟΣ Α.Ε.

Πηγή: [www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)

Όπως μπορούμε να διαπιστώσουμε κάποιες από τις εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν από το ΧΑΑ το 2001, ήταν ανάμεσα στις εταιρείες που άντλησαν τα περισσότερα κεφάλαια μέσω κεφαλαιαγοράς κατά το 1999. Κάτι ανάλογο μπορούμε να διαπιστώσουμε και κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους.

**Πίνακας 25. Εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν από το ΧΑΑ, 2002**

ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ.
ΑΤΕΜΚΕ S.A.
ΕCON Βιομηχανίες Α.Ε.
INTER CLOTHING IND. S.A.
INTRASOFT S.A.
METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ Ε.Α.Ε.Α.Ζ.
NESTOS - ΑΝ.ΤΕΧΝ. ΤΟΥΡ. ΕΜΠ/ΚΗ & ΕΡΓ/ΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
NEXTNET S.A.
ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.

ΑΦΟΙ ΜΑΓΡΙΖΟΥ Α.Ε.
ΓΕΚΑΤ ΓΕΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Τ.Ε.
ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΟΜΗΧ. ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.
Ε.Τ.Ε.Β.Α. Α.Ε.
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ Π. ΦΑΛΗΡΟΥ Α.Ε
ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ Α.Ε.
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ Α.Ε.Β.Ε.Τ.Ε.
Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ Α.Τ.Ε.
ΣΟΚΟΛΑΤΟΠΟΙΙΑ ΠΑΥΛΙΔΟΥ Α.Ε.
ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.
ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ Α.Ε.
ΧΑΛΥΨ ΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ Α.Ε.

Πηγή: [www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)

Συνολικά ο αριθμός των εταιρειών που εισήχθησαν και διαγράφησαν κατά τα έτη 1999 – 2009 φαίνεται στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 26):

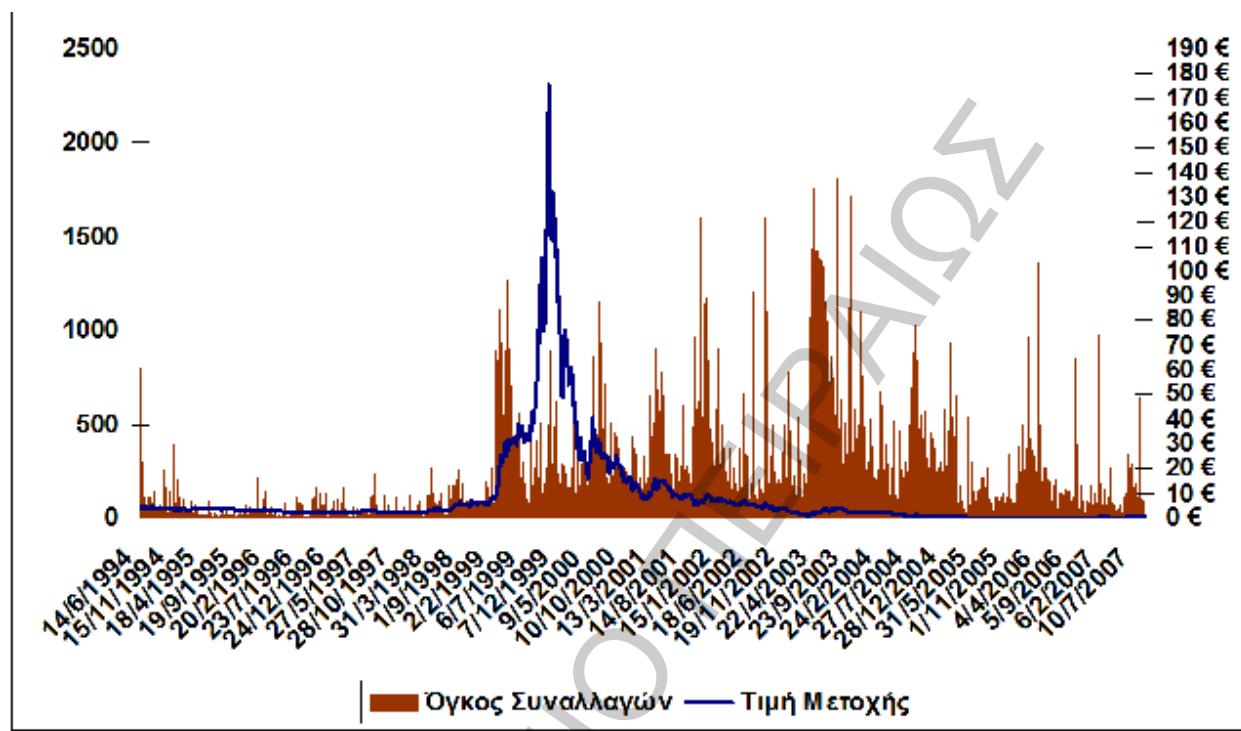
Πίνακας 26. Αριθμός των εταιρειών που εισήχθησαν και διαγράφησαν κατά τα έτη 1999 – 2009

ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΙΧΑΝ ΕΙΣΑΧΘΕΙ ΠΡΟ ΤΟΥ 1999 ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΕΝΑΝ ΚΑΙ ΣΤΙΣ 31/12/1998			244
ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 1999 ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 1999 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/1999	1	37	280
ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2000 ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2000 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2000	5	53	328
ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2001 ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2001 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2001	14	22	336
ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2002 ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2002 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2002	21	22	335
ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2003 ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2003 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2003	15	10	340
ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2004 ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2004 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2004	11	6	345
ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2005 ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2005 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2005	8	11	342
ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2006 ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2006 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2006	2	41	303
ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2007 ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2007 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2007	4	18	289
ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2008 ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΠ.Α. 2008 ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2008 ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΤΗΝ 31/12/2008	3 9	13	288
ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ 2009 ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΠ.Α. 2009 ΑΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ή ΔΙΑΓΡΑΦΗΣΑΝ το 2009	2 3	8	
ΣΥΝΟΛΑ 11 ΕΤΩΝ	190	149	
ΣΥΝΟΛΟ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΜΕΧΡΙ 30/9/2009			285

Πηγή: [www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr)

Χαρακτηριστικό παράδειγμα μετοχής “φούσκας” αποτελεί η μετοχή της εταιρείας “Κλωστήρια Ναούσης”. Στο παρακάτω διάγραμμα (Διάγραμμα 2) απεικονίζεται η πορεία της μετοχής και ο όγκος συναλλαγών από το 1994 μέχρι και το 2007.

Διάγραμμα 2. Πορεία Τιμής Μετοχής Κλωστήρια Ναούσης και Όγκου Συναλλαγών





**Πίνακας 27. Ανάλυση της μετοχής Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε (1998 – 2007).**

Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Πολύρες (χιλ. ευρώ)	73.514,86	69.089,44	78.069,68	98.091,71	111.715,93	120.491,71	80.204,57	40.192	54.259	74.664
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (εκατ. ευρώ)	4,14	10,73	19,00	-16,54	-18,3	0,20	-73,13	-41,75	-42,62	-38,47
Φόρος Υπολόγματος	1,17	2,25	0,66	-	-	-	0,42	1,33	3,52	1,96
Καθαρά Κέρδη μετά Φόρων (εκατ. ευρώ)	2,97	8,68	18,34	-	-	-	-73,55	-43,08	-46,14	-40,44
Ίδια Κεφάλαια (εκατ. ευρώ)	54,83	190,30	204,12	379,25	236,15	202,01	153,95	35,69	32,85	4,56***
Ξένα Κεφάλαια	32,23	45,30	50,86	101,74	104,45	89,75	138,50	133,20	270,84	287,17
Ίδια/ Ξένα Κεφάλαια	1,70	4,20	4,01	3,75	2,26	2,25	1,11	0,27	0,12	0,02
Κέρδη/ Μετοχή (προ Φόρων)	0,08	0,21	0,37	-0,21	-0,23	0,01	-3,61	-0,85	-0,48	-0,43
Μέρισμα ανά Μετοχή	0,06	0,17	0,35	-	-	-	-	-	-	-
Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων**	7,54%	5,74%	9,31%	-4,36%	-7,75%	0,10%	-47,50%	-116,98%	-129,74%	-843,64%
Αριθμός Μετοχών (εκατ.)	51,97	51,97	51,97	50,12	80,12	20,03	20,27	49,27	89,62	89,62
Σχηματισμένοι Αξία	276,48	3202,91	568,03	537,61	205,5	46,47	11,13	9,85	21,31	14,34
*Υπολογίζεται το Μέρισμα/ Μετοχή του 2006										
**Για τον Υπολογισμό της Απόδοσης των Ίδιων Κεφαλαίων χρησιμοποιούνται τα καθαρά προ φόρων										

Η αποχώρηση ή διαγραφή επιχειρήσεων από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α), ιδίως μετά την άντληση μεγάλων κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς ή λίγα μόλις χρόνια μετά την εισαγωγή τους εγείρει σημαντικά ερωτήματα ως προς τους λόγους διαγραφής αλλά και την αξιοποίηση των αντλούμενων κεφαλαίων ([www.tovima.gr](http://www.tovima.gr)).

Οι λόγοι που οδηγούν τις εταιρείες σε διαγραφή των μετοχών τους από το χρηματιστηριακό ταμπλό είναι τρεις: Πρώτος λόγος είναι η εξοικονόμηση κεφαλαίων, αφού έρευνα έχει δείξει ότι για εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης το κόστος συμμετοχής μπορεί να φτάσει το 1%-3% του κύκλου εργασιών. Δεύτερος, σε περίπτωση χαμηλής τιμής, η έξοδος έχει πλεονεκτήματα για τους μετόχους που αγοράζουν μετοχές σε φθηνές τιμές - βραχυπρόθεσμο όφελος. Τρίτος, η νομοθεσία απαλλάσσει την πολυεθνική από την υποχρέωση περιοδικής δημοσιοποίησης στοιχείων, αγοράς ιδίων μετοχών ή αύξησης κεφαλαίου. Σε ότι αφορά τις αποχωρήσεις εταιρειών από το Χ.Α., ο πρόεδρος του

Σπύρος Καπράλος τις αποδίδει σε δύο βασικούς λόγους: ο πρώτος λόγος είναι η στρατηγική των πολυεθνικών να διατηρούν στα χρηματιστήρια μόνο τις μητρικές επιχειρήσεις και ο δεύτερος λόγος είναι οι σημερινές χαμηλές αποτιμήσεις (Ντόκας, 2013).

Το ελληνικό Χρηματιστήριο βίωσε τη χειρότερη περίοδο στην ιστορία του από πλευράς απαξιωτικής πορείας μετοχών, κεφαλαιοποιήσεων και επιχειρηματικών εξελίξεων, ενώ από έρευνα της Ένωσης Εισηγμένων Εταιρειών προέκυψε ότι από το 1999 μέχρι σήμερα αποχώρησαν από το Χ.Α. για διάφορους λόγους 149 εισηγμένες.

Ο πολλαπλασιασμός των δημοσίων προτάσεων στο Χ.Α.Α, χωρίς να υπολογίζουμε τις διαγραφές εισηγμένων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λόγω οικονομικών προβλημάτων, αναδεικνύει μεταξύ άλλων και το κενό νομοθεσίας που υπάρχει στη διαγραφή μιας εισηγμένης μέσω της δημόσιας πρότασης, αφού οι μικροεπενδυτές είναι οι χαμένοι καθώς αναγκάζονται να πουλήσουν τις μετοχές τους σε ιδιαίτερα χαμηλές τιμές συγκριτικά με τις τιμές που αγόραζαν όταν εισέρχονταν οι μετοχές στο Χρηματιστήριο την εξαετία 1998-2003 (Ντόκας, 2010).

Σύμφωνα με τον πρόεδρο του Χ.Α.Α, από το 2004 μέχρι σήμερα 37 εταιρείες αποσύρθηκαν από το Χρηματιστήριο λόγω συγχώνευσης, 15 λόγω δημόσιας πρότασης και 42 διεγράφησαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λόγω πολυετούς απουσίας από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές αφού είχαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα (Ντόκας, 2013).

Παρά τις βραχυπρόθεσμες υπεραντιδράσεις των συμμετεχόντων στις αγορές, μακροπρόθεσμα οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν τα μικροοικονομικά και μακροοικονομικά προβλήματα των οικονομιών. Το μεγαλύτερο τμήμα της απαξίωσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών οφείλεται στις αδυναμίες και στα διαρθρωτικά προβλήματα που αντιμετώπιζε η Ελληνική οικονομία και η Ελληνική κεφαλαιαγορά. Παράλληλα, η επιβεβαιωμένη σχέση της επίδρασης της κατάρρευσης του χρηματιστηρίου στην πραγματική οικονομία μεγένθυσε ακόμη περισσότερο τα ήδη υπάρχοντα προβλήματα. Σαφώς, οι δύσκολες οικονομικές συγκυρίες είχαν εξίσου σημαντικό ρόλο, μικρότερο όμως σε σχέση με τις αδυναμίες και τα διαβρωτικά προβλήματα που αναφέραμε παραπάνω (Φίλιππας, 2009, σελ. 95).

Οι μεγάλες απώλειες των επενδυτών είχαν αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, μέσω της μείωσης του πραγματικού τους εισοδήματος και του παράλληλου περιορισμού της κατανάλωσής τους. Επιπλέον, παρατηρήθηκε σημαντική και ασύμμετρη αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών, γεγονός που είχε αρνητικές επιπτώσεις στο μελλοντικό επίπεδο διαβίωσής τους, αλλά και στην ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής

οικονομίας, εφόσον κύριος στόχος των δανείων αυτών ήταν η κάλυψη της απολεσθείσας καταναλωτικής τους δύναμης (Φίλιππας, 2003).

Το ίδιο γεγονός παρατηρήθηκε και από την πλευρά των επιχειρήσεων με κύριο πρόβλημα αυτό των μετοχοδανείων. Τα αρνητικά αυτά στοιχεία κατεγράφησαν στα αποτελέσματα των ισολογισμών των εισηγμένων εταιρειών, όπου παρατηρήθηκε στασιμότητα των πωλήσεων και παράλληλη μείωση της κερδοφορίας στις περισσότερες από αυτές. Παράλληλα, οι μισές περίπου εισηγμένες μείωσαν τα ίδια τους κεφάλαια σε μία προσπάθεια μείωσης των υποαξιών των χαρτοφυλακίων τους. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μείωση μεγαλύτερη του 10% των ιδίων κεφαλαίων των εισηγμένων εταιρειών το 2002 (Φίλιππας, 2003).

Τέλος, να αναφέρουμε πως οι αρνητικές επιπτώσεις δεν ήταν μόνο οι προαναφερθείσες. Έντονη και βίαιη αναδιανομή του εισοδήματος, σπατάλη των πόρων που αντλήθηκαν από το επενδυτικό κοινό, εντάσεις μεταξύ επενδυτών και χρηματιστηριακών εταιρειών, κόκκινοι κωδικοί οι οποίοι ξεπέρασαν τα 120 εκατομμύρια ευρώ και απαξίωση του Χρηματιστηρίου αποτελούν ποιοτικά αρνητικά στοιχεία που απεικονίζουν την πραγματική οικονομία εκείνης της περιόδου. Θα μπορούσαμε να πούμε πως η παρατεταμένη πτώση των τιμών των μετοχών στο ΧΑΑ κατέδειξε τα χρονίζοντα προβλήματα της Ελληνικής οικονομίας τα οποία συνοδεύονταν από την αδράνεια και τις καθυστερήσεις στις προκλήσεις του διεθνούς ανταγωνισμού. Αποτέλεσμα των προαναφερθέντων ήταν η συρρίκνωση του χρηματοπιστωτικού τομέα στην Ελλάδα, με συνέπεια την απώλεια χιλιάδων θέσεων εξειδικευμένης εργασίας και τον περιορισμό του ρόλου του ΧΑΑ στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων και της Μέσης Ανατολής (Φίλιππας, 2003).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗ ΦΟΥΣΚΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ**

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύθηκαν εκτενώς οι εξελίξεις των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών για το έτος 1999, αλλά και πολλά στοιχεία για τις εταιρείες που εισήλθαν στο χρηματιστήριο και άντλησαν πολύ μεγάλα κεφάλαια δημιουργώντας έτσι την “φούσκα” του χρηματιστηρίου. Ωστόσο, σε αυτό το σημείο κρίνεται απαραίτητο να καταγράψουμε το ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και την επάρκεια του ελέγχου που άσκησε το χρηματιστήριο κατά την περίοδο της χρηματιστηριακής κρίσης.

Το ελληνικό χρηματιστήριο παρέμεινε για το μεγαλύτερο διάστημα της μεταπολεμικής ιστορίας της χώρας μία περιθωριακή αγορά. Βγήκε από το περιθώριο κατά την δεκαετία του 1990. Το υπόβαθρο αυτής της μεταβολής δημιουργήθηκε με τις ιστορικές αποφάσεις για την απελευθέρωση του Ελληνικού τραπεζικού και του όλου χρηματοοικονομικού συστήματος στα τέλη της δεκαετίας του 1980 (Έκθεση Καρατζά, 1989) και την μακροοικονομική σταθεροποίηση που συντελέστηκε λίγα χρόνια αργότερα (1995-99) με στόχο την ένταξη στην ΟΝΕ (Θωμαδάκης, 2010).

Το ποσοτικό πλαίσιο του αναπτυξιακού άλματος της ελληνικής αγοράς φαίνεται εύκολα από τα συνολικά μεγέθη της αξίας συναλλαγών στον παρακάτω πίνακα (Θωμαδάκης, 2010):

**Πίνακας 28: Αξία Χρηματιστηριακών Συναλλαγών ανά Πενταετία, 1990-2004 (δισ. ευρώ)**

<b>1990-94</b>	<b>1995-99</b>	<b>2000-4</b>
9,56	241,81	237,67

**Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Ετήσια Δελτία)**

Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990 είναι η περίοδος μιας πελώριας μεγέθυνσης η οποία υποδηλώνει ιστορική τομή στην ιστορία της κεφαλαιαγοράς. Η ουσία της ελευθέρωσης των αγορών με την εφαρμογή της μεταρρύθμισης Καρατζά ήταν η απόσυρση των δημοσίων αρχών (Τράπεζα Ελλάδος, Υπουργεία Οικονομίας και Ανάπτυξης) από τις αποφάσεις για την τιμολόγηση και την κατανομή των πιστώσεων. Τα επιτόκια άρχισαν να διαμορφώνονται ελεύθερα και ταυτοχρόνως ελευθερώθηκε η είσοδος

ιδιωτικών τραπεζών και η δημιουργία άλλων ιδιωτικών χρηματοοικονομικών φορέων στην οικονομία. Όπως έγινε και σε πολλές άλλες χώρες που πραγματοποίησαν τη μετάβαση από το καθεστώς ποσοτικής ρύθμισης των τιμών και των κατανομών στο καθεστώς της λεγόμενης 'απορρύθμισης' (deregulation), έτσι και στην Ελλάδα μετά την ελευθέρωση ακολούθησε ένα μακρύ διάστημα αυτορρύθμισης. Θα λέγαμε ότι επί σχεδόν δέκα χρόνια μετά τις πράξεις ελευθέρωσης της αγοράς, δηλαδή έως και το 1999, η "αυτορρύθμιση" ήταν η κυρίαρχη κατάσταση στην αγορά κεφαλαίου και διαπτότιζε τα λειτουργικά της ήθη (Θωμαδάκης, 2010).

Σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε πως μεταρρυθμιστικές απόπειρες είχαν ξεκινήσει νωρίτερα στην Ελληνική κεφαλαιαγορά. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το εποπτικό όργανο που σηματοδοτούσε την εξωτερική ρύθμιση, είχε ιδρυθεί ως ΝΠΔΔ το 1991, χωρίς να έχει όμως θεσμικό και ελεγκτικό ρόλο για πολλά χρόνια. Το 1996 το προσωπικό της αριθμούσε μόνον τρία άτομα. Διαπιστώνουμε λοιπόν πως η εποπτεία της αγοράς υπήρχε κατ' όνομα ενώ κατ' ουσία επικρατούσε η αυτορρύθμιση. Επιπλέον, όταν ξεκίνησαν οι προσπάθειες για την σοβαρή θεμελίωση της εποπτείας, η αυτορρύθμιση συνέχιζε να είναι κυρίαρχη όσο η δημόσια ρύθμιση διάβαινε τα πρώιμα στάδια ανάπτυξης της (Θωμαδάκης, 2010).

Οι σοβαρές θεσμικές προσπάθειες για την δημιουργία νέων ρυθμιστικών μηχανισμών στην Ελληνική κεφαλαιαγορά ξεκίνησαν από τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Άμεση επιδίωξη ήταν η δημιουργία ενός σύγχρονου ρυθμιστικού πλαισίου που θα επέτρεπε στην Ελληνική κεφαλαιαγορά να μεταβεί από την ομάδα των "αναδυόμενων" στην ομάδα των "ανεπτυγμένων" αγορών. Στρατηγικός στόχος ήταν η ανάδειξη της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε ικανό μηχανισμό για την χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων και την τροφοδότηση της επενδυτικής δραστηριότητας και της ανάπτυξης. Σε συνάρτηση με τον κύριο στόχο, επιδιωκόταν ταυτόχρονα η ανάδειξη της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε πυλώνα του χρηματοοικονομικού πλέγματος σε όλη την ανατολική Μεσόγειο και τα Βαλκάνια.

Το σύγχρονο ρυθμιστικό πλαίσιο ήταν απολύτως αναγκαίο για να εξέλθει η Ελληνική κεφαλαιαγορά από την παραδοσιακή της υπανάπτυξη και να εξομαλυνθούν οι ανεπάρκειες και οι ενδεχόμενες αποτυχίες της αυτορρύθμισης των αγορών όπως αστάθειες, αρνητικές εξωτερικότητες, συστημικοί κίνδυνοι. Ήταν επίσης αναγκαίο για έναν ακόμη λόγο. Αν οι δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης τίτλων που οπωσδήποτε θα εκδηλωνόταν και στην Ελλάδα με ορμή καθώς θα προχωρούσε η ενταξιακή μας πορεία προς την ΟΝΕ δεν τοποθετούνταν μέσα σε ένα ρυθμιστικό πλαίσιο, θα αναπτύσσονταν

ευρύτατα φαινόμενα παραοικονομίας και στην αγορά κεφαλαίου. Η αδιαφάνεια, οι πληροφοριακές στρεβλώσεις, οι απάτες και οι καταστροφές αποταμιεύσεων και κεφαλαίων θα μπορούσαν να είναι πελώριες και διαβρωτικές της όλης οικονομίας λόγω των συστημικών τους επιπτώσεων. Η στρατηγική της ρύθμισης ήταν στρατηγική προστασίας της οικονομίας (Θωμαδάκης, 2010).

Οι αντιδράσεις ωστόσο στην μεταρρύθμιση του θεσμού της κεφαλαιαγοράς ήταν μεγάλη, προερχόταν από πολλές πλευρές, ιδίως όμως από όσους είχαν πλήρως εγκολλωθεί τα ήθη της αυτορρύθμισης και τα κέρδη που η αυτορρύθμιση πολλάκις επέτρεπε. Άσχετα από τους πραγματικούς λόγους που προέρχονταν κυρίως από ίδιο συμφέρον, όσοι αντιδρούσαν στην δημιουργία θεσμών εποπτείας το έπρατταν πάντα στο όνομα της ελεύθερης αγοράς, έστω και αν η ρύθμιση αποσκοπούσε στο να κάνει την αγορά μακροπρόθεσμα βιώσιμη και να θεμελιώσει την αναπτυξιακή της προοπτική.

Οι μεταρρυθμίσεις που αναλήφθηκαν από το 1995 αντιμετώπιζαν ολόκληρο το πλέγμα των απαιτήσεων ενός σύγχρονου ρυθμιστικού μηχανισμού και όχι, όπως άλλοτε είχε επιχειρηθεί, μεμονωμένα την μία ή την άλλη πλευρά της ρύθμισης. Η ταυτόχρονη επιδίωξη πολύπλευρων μεταρρυθμίσεων δημιουργεί την δική της δυναμική και τις δικές της 'εξωτερικότητες' υποστηρίζοντας την συνολική αλλαγή ενός συστήματος.

Στην περίοδο 1996-2001 η μεταρρύθμιση με στόχο την ένταξη στην ΟΝΕ έγινε πραγματικότητα. Σημαντικό στοιχείο αυτής της μεταρρύθμισης ήταν ο ολοκληρωμένος θεσμικός εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς, με επίκεντρο την ρύθμιση και την εποπτεία (Θωμαδάκης, 2010).

Η ουσία του μεταρρυθμιστικού εγχειρήματος της κεφαλαιαγοράς ήταν η δημιουργία μιας σύγχρονης εποπτικής αρχής με την οργάνωση και τη στελέχωσή της, την κατοχύρωση της ανεξαρτησίας της από το χρηματιστήριο και τους φορείς της αγοράς αλλά και από πολιτικές πιέσεις που αυτοί οι φορείς αναπόφευκτα τροφοδοτούσαν, την συγκρότηση ελεγκτικής ικανότητας ως εποπτικής υπερδομής, την διασύνδεσή της με τα δίκτυα της Ευρωπαϊκής και παγκόσμιας εποπτείας και τέλος την εξουσία της να επιβάλλει συμμόρφωση στους κανόνες.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είχε ενεργό συμμετοχή στην κατάρτιση του Νόμου 2733/1999 που θεσμοθέτησε τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγοράς (NEXA). Με τον Νόμο αυτό ορίστηκαν οι όροι και οι προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στην NEXA.

Συγκεκριμένα, οι βασικές ρυθμίσεις που αφορούσαν στην εισαγωγή μετοχών στην NEXA ήταν οι παρακάτω (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999):

- Στη NEXA εισήχθησαν μετοχές μικρομεσαίων, δυναμικών και καινοτόμων επιχειρήσεων, που δεν είχαν εισαχθεί στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά.
- Η εκδότρια εταιρεία έπρεπε να έχει ίδια κεφάλαια 200.000.000 δρχ. τουλάχιστον.
- Η εκδότρια εταιρεία έπρεπε να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως ανώνυμη εταιρεία για δύο τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής.
- Ρυθμίστηκε υποχρεωτική δέσμευση ποσοστού μετοχών που κατεχόταν από μεγάλους μετόχους και μη διάθεση αυτού για χρονικό διάστημα τριών ετών από την εισαγωγή.
- Διάθεση με δημόσια εγγραφή τουλάχιστον 100.000 μετοχών αξίας 250.000.000 δρχ. εκ των οποίων το 80% προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.
- Διάθεση μετοχών με ιδιωτική τοποθέτηση επιτρέπεται μόνο στους εργαζόμενους της εταιρείας.
- Τέθηκε ως ελάχιστο ποσοστό διασποράς το 20% τουλάχιστον του συνόλου των μετοχών, οι οποίες θα έπρεπε να είναι κατανεμημένες σε 150 φυσικά και νομικά πρόσωπα.
- Επιβλήθηκε η κατάρτιση και υποβολή επενδυτικού σχεδίου.
- Στις ρυθμίσεις συμπεριλήφθηκε η διεύρυνση του ρόλου του αναδόχου.
- Οι εταιρείες θα έπρεπε να ορίζουν τουλάχιστον έναν ειδικό διαπραγματευτή που είναι μέλος του ΧΑΑ και να συνάπτει χρηματιστηριακές συμβάσεις εντός κύκλου στο όνομα και για λογαριασμό του, συμβάλλοντας έτσι στην ενίσχυση της ρευστότητας ως προς τις μετοχές της εκδότριας εταιρείας.

Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συμμετείχε στην επεξεργασία διατάξεων για τη μεγαλύτερη διαφάνεια με τις οποίες έγιναν σημαντικές τροποποιήσεις και προσθήκες στο ΠΔ 51/1992 που αφορούσε στις πληροφορίες που έπρεπε να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ. Οι κυριότερες ρυθμίσεις που περιλήφθηκαν στον Νόμο 2744/99 ήταν οι εξής ():

- Υποχρέωση αναγγελίας μεταβολής συμμετοχής όταν το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου φθάνει η υπερβαίνει το όριο του 5%.
- Υποχρέωση αναγγελίας της μεταβολής στην αρμόδια αρχή και στην εταιρεία την επόμενη της απόκτησης η της εκχώρησης ημέρα (προηγουμένως η προθεσμία ήταν πενήνήμερη).

- Υποχρέωση αναγγελίας της μεταβολής συμμετοχής και κάθε μετόχου που κατείχε περισσότερο από 10% των δικαιωμάτων ψήφου και σε κάθε περίπτωση μεταβολής ίσης προς η μεγαλύτερης από 3% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου.
- Υποχρέωση ενημέρωσης ανεξαρτήτως ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου κάθε μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου και ανώτατου διευθυντικού στελέχους (Διευθύνων Σύμβουλος, Γενικός Διευθυντής).
- Κάθε ΑΧΕ υποχρεώθηκε να γνωστοποιεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο ΧΑΑ κάθε συναλλαγή που θα πραγματοποιούνταν σε μετοχή, η οποία βρισκόταν υπό επιτήρηση, καθώς και κάθε άλλη συναλλαγή σε συγκεκριμένη μετοχή που όριζε κάθε φορά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον αυτή υπερέβαινε το 5% του συνολικού ημερήσιου όγκου συναλλαγών στη συγκεκριμένη μετοχή.
- Αυξήθηκε το ανώτατο όριο προστίμου στα 300.000.000 δρχ. (προηγουμένως το ανώτατο όριο ήταν 100.000.000 δρχ.)

Τέλος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είχε ενεργό συμμετοχή στην επεξεργασία διατάξεων με τις οποίες τροποποιήθηκε ο Νόμος 2533/1997 περί χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων και άλλες διατάξεις. Με το άρθρο 16 του Ν. 2733/1999 ρυθμίστηκαν θέματα συμμετοχής, διενέργειας και εκκαθάρισης συναλλαγών στο ΧΠΑ. Ειδικότερα, δόθηκε η δυνατότητα στις Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες να διενεργούν πράξεις σε παράγωγα στο ΧΠΑ, επιτράπηκε η παροχή εξασφαλίσεων στην ΕΤΕΣΕΠ από τα μέλη της και με τη μορφή εγγυητικών επιστολών πιστωτικού ιδρύματος με όρους που θα όριζε η ΕΤΕΣΕΠ, δόθηκε εξουσιοδότηση στο ΧΠΑ και την ΕΤΕΣΕΠ αντίστοιχα να ορίζουν τις οργανωτικές και ποιοτικές προϋποθέσεις που τα υποψήφια μέλη τους πρέπει να πληρούν, όπως επίσης και το περιεχόμενο των συμβάσεων που συνάπτουν με αυτά, δόθηκε η δυνατότητα σε κάθε μέλος της ΕΤΕΣΕΠ να ανοίγει σε πιστωτικό ίδρυμα που συνεργάζεται με την ΕΤΕΣΕΠ δεσμευμένο λογαριασμό επ' ονόματι κάθε επενδυτή, στον οποίο καταθέτει το χρηματικό ποσό του περιθωρίου ασφάλισης και τέλος, απαγορεύτηκε σε εταιρεία της οποίας οι αξίες είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ να διενεργεί για ίδιο λογαριασμό συναλλαγές σε παράγωγα εισηγμένα στο ΧΠΑ, τα οποία έχουν ως υποκείμενη αξία είτε αξίες της εταιρείας είτε δείκτες στους οποίους οι αξίες αυτές συμμετείχαν με ποσοστό μεγαλύτερο του 25% (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2000).

Ωστόσο, την ίδια περίοδο η διαδρομή της διεθνούς (και αναπόφευκτα της Ελληνικής) χρηματιστηριακής αγοράς διέγραψε την μεγάλη “φούσκα” του 1999 - 2000 και την επιγενόμενη χρηματιστηριακή ύφεση των ετών 2001-2003. Στην Ελλάδα, όπου η



υπερβολή του χρηματιστηριακού πλουτισμού είδε ένα νέο ζενίθ το 1999, η απογοήτευση και ο θυμός από τις μεγάλες απώλειες που ακολούθησαν ώθησαν πολλούς στην άποψη ότι η κρίση οφειλόταν σε ανεπάρκειες της εποπτείας. Η άποψη αυτή δεν ήταν μεν ορθή περιείχε όμως στοιχεία αλήθειας. Η μεν κρίση δεν μπορούσε να αποσοβηθεί από οποιαδήποτε εποπτική παρέμβαση, όπως αποδείχθηκε και από την έντασή της σε χώρες με πολύ ωριμότερη εποπτεία από την Ελλάδα, π.χ. την Γερμανία ή τις Ηνωμένες Πολιτείες. Ωστόσο, ακόμη και το 1999, η εποπτεία στην Ελλάδα ήταν νεότευκτη και δεν είχε προλάβει να επιδράσει στις συμπεριφορές και τις νοοτροπίες. Αυτές ήταν ακόμη ριζωμένες στις συνήθειες και τις πρακτικές της μακράς εποχής της αυτορρύθμισης. Σε κάθε περίπτωση, η κρίση έδωσε νέα ώθηση στο μεταρρυθμιστικό έργο, τόσο στον τομέα των θεσμών όσο και στον τομέα της ενεργού εποπτείας (Θωμαδάκης, 2010).

Πέντε βασικές μεταρρυθμίσεις οικοδομήθηκαν στα χρόνια 1997-2001 και οριοθέτησαν το νεότευκτο σύστημα εποπτείας της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς μέχρι σήμερα. Η κατάσταση της Ελληνικής αγοράς στην χορεία των ανεπτυγμένων αγορών δεν θα είχε πραγματοποιηθεί χωρίς αυτές τις μεταρρυθμίσεις.

#### Αποϋλοποίηση των τίτλων

Η μετατροπή των τίτλων από “χάρτινους” σε ηλεκτρονικές εγγραφές πραγματοποιήθηκε στο διάστημα 1998-2000. Θεωρείται ίσως το μεγαλύτερο συλλογικό εγχείρημα που είχε ποτέ αναληφθεί στο Ελληνικό χρηματιστήριο. Η αποϋλοποίηση ήταν μία ριζική τομή στην μορφή της ιδιοκτησίας διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών, με αποτελέσματα σε όλο το εύρος των λειτουργιών της αγοράς, όπως η πλήρης και ακριβής καταγραφή της ιδιοκτησίας, η ταχύτατη ικανότητα μεταβίβασης, ο ασφαλής μετασυναλλακτικός διακανονισμός, η απεριόριστη δυνατότητα παροχής διαφάνειας των συναλλαγών, η πλήρης αποφυγή των κινδύνων κλοπής ή φυσικής καταστροφής των τίτλων και η ακριβής καταγραφή της κινητής περιουσίας σε επίπεδο τελικού επενδυτή (Θωμαδάκης, 2004).

Η αποϋλοποίηση των τίτλων επέφερε ευνοϊκά αποτελέσματα στο κόστος των συναλλαγών και στην νομική ασφάλεια της ιδιοκτησίας των τίτλων. Χωρίς την αποϋλοποίηση δεν θα ήταν τεχνικά δυνατή η πελώρια αύξηση συναλλαγών, επενδυτών και μεσολαβητών που σημειώθηκε εκείνη την εποχή.

### Δημιουργία Αγοράς Παραγώγων και Πολιτικής Περιθωρίου

Η αγορά παραγώγων ξεκίνησε τη λειτουργία της στα μέσα του 1999. Τα πρώτα παράγωγα προϊόντα ήσαν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και απλά χρηματοοικονομικά δικαιώματα. Θεμελιώδες στοιχείο της αγοράς ήταν η δημιουργία ενός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Με απλά λόγια οι αγοραστές και πωλητές παραγώγων δεν θα έκαναν συμφωνίες μεταξύ τους αλλά με ένα κεντρικό φορέα που θα εγγυόταν την καλή εκτέλεση της συμφωνίας και προς τις δύο πλευρές (Θωμαδάκης, 2004).

Ο φορέας αυτός έχει εξουσίες επιβολής περιορισμών στα όρια (margins) των συναλλαγών και μπορούσε να εισπράττει προμήθειες και ασφάλιστρα. Ήταν επίσης υποχρεωμένος να διατηρεί επαρκή κεφάλαια για την εκπλήρωση της αποστολής του. Η ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων φαίνεται καθαρά από τα τεχνικά χαρακτηριστικά που περιλαμβάνονται στον παρακάτω πίνακα:

**Πίνακας 29: Αγορά Παραγώγων (μεγέθη Δεκεμβρίου 1999 - 2003)**

	1999	2000	2001	2002	2003
Εταιρείες – μέλη διαπραγμάτευσης	20	40	65	70	67
Εταιρείες – μέλη εκκαθάρισης	20	36	42	47	47
Κωδικοί πελατών	325	3181	9133	15482	21256

**Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2003**

Εδώ πρέπει να αναφέρουμε πως πολλοί ήταν εκείνοι που θεωρούσαν (και θεωρούν) ότι η αγορά παραγώγων επέτρεψε καινοφανείς κερδοσκοπικές συμπεριφορές και (λόγω κυρίως της χρονικής σύμπτωσης της δημιουργίας της αγοράς αυτής στην Ελλάδα) εξέθρεψε την μεγάλη 'φούσκα' και τη μεγάλη κρίση του 1999-2003. Μάλιστα ενισχύεται φαινομενικά αυτό το επιχείρημα από τα μεταγενέστερα γεγονότα της παρούσας και αφάνταστα μεγαλύτερης κρίσης, όπου τα παράγωγα έγιναν όχημα πτωχεύσεων και παράλυσης της διεθνούς αγοράς (Θωμαδάκης, 2004).

### Δημιουργία Ασφαλιστικού Κεφαλαίου και η Συστημική Προστασία

Η μεγαλύτερη ίσως αποτυχία της αυτορρύθμισης θεωρείται η υποεκτίμηση των ασφαλιστικών κεφαλαίων που χρειάζονται για να καλύψουν τον συστημικό κίνδυνο των συναλλαγών και της εκκαθάρισης. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 στην Ελλάδα το ασφαλιστικό κεφάλαιο της αγοράς ήταν αυτορυθμιζόμενο και πολύ περιορισμένο. Επιπλέον, δεν υπήρχαν κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας για κάθε εταιρεία. Υπήρχε το

«Συνεγγυητικόν Κεφάλαιον» των χρηματιστών που ήταν ένα συλλογικό κεφάλαιο συγκροτούμενο από εισφορές των χρηματιστηριακών εταιριών με ρητό σκοπό την αποζημίωση επενδυτών σε περίπτωση πτώχευσης χρηματιστηριακής εταιρίας. Η ανάγκη ασφαλιστικών κεφαλαίων όμως δεν προσδιοριζόταν μόνον από την υποχρέωση αποζημίωσης των επενδυτών – πελατών μιας εταιρίας αλλά από ένα ακόμη σημαντικότερο παράγοντα με συστημική σημασία. Η πτώχευση μιας εταιρίας που αποτελεί τμήμα ενός πολυμερούς συστήματος πληρωμών και διακανονισμών είναι ικανή να παγώσει την λειτουργία όλου του συστήματος. Η πτωχεύουσα εταιρία δεν πραγματοποιεί πληρωμές, οι πιστωτικές προς αυτήν εταιρίες αντιμετωπίζουν έλλειμμα και δεν ολοκληρώνουν και αυτές τις πληρωμές τους και ούτω καθεξής. Στην περίπτωση αυτή χρειάζεται ένα κεφάλαιο έσχατης προσφυγής ώστε να πραγματοποιηθούν οι πληρωμές της πτωχεύουσας εταιρίας και το σύστημα να συνεχίσει την ομαλή του λειτουργία. Τέτοιο κεφάλαιο στην Ελλάδα δεν είχε ποτέ δημιουργηθεί και η αγορά ήταν απολύτως ακάλυπτη απέναντι στον συστημικό κίνδυνο που θα προέκυπτε από πτωχεύον μέλος της χρηματιστηριακής εκκαθάρισης (Θωμαδάκης, 2004).

Τον Νοέμβριο του 1996 το κενό αυτό αποκαλύφθηκε με βροντώδη τρόπο. Η χρηματιστηριακή εταιρία ΔΕΛΤΑ δήλωσε αδυναμία πληρωμής αγορών της ύψους περίπου δύο δις. δραχμών. Όταν οι εταιρίες στις οποίες οφειλόταν τα χρήματα δήλωσαν με τη σειρά τους αδυναμία να πραγματοποιήσουν τις δικές τους πληρωμές η αγορά παρέλυσε και οι συναλλαγές σταμάτησαν. Ήταν ένα κλασικό παράδειγμα “συστημικής κρίσης” (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1997). Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τότε ζήτησε από την Κυβέρνηση να νομοθετήσει κατεπειγόντως, με πράξη νομοθετικού περιεχομένου, την δημιουργία κεφαλαίου έσχατης προσφυγής (Ν. 2471/2.4.1997). Το Ασφαλιστικό κεφάλαιο ονομάστηκε “Επικουρικό”, εμπλουτίζεται κάθε χρόνο από εισφορές των μελών του χρηματιστηρίου και αποτελεί πλέον σταθερό θεσμό. Να σημειωθεί ότι από τότε ουδέποτε σημειώθηκε συστημική κρίση παρά τις πολλαπλές πτωχεύσεις χρηματιστηριακών εταιριών στα χρόνια που ακολούθησαν (Θωμαδάκης, 2004).

#### Επιβολή Διαφάνειας και η Θέσπιση Κωδίκων Συμπεριφοράς

Οι δύο μεγάλοι πυλώνες στην αγορά κεφαλαίου είναι η διαφάνεια και η χρηστή συμπεριφορά των παρόχων υπηρεσιών. Στους δύο αυτούς τομείς η Ελληνική κεφαλαιαγορά ήταν σε βαθιά υπανάπτυξη μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Η επιβολή κανόνων διαφάνειας τόσο στο πεδίο των συναλλαγών όσο και στο πεδίο των

χαρακτηριστικών των διαπραγματεύσιμων τίτλων έγινε με σώμα νέων κανόνων, εκ των οποίων οι κυριότεροι είναι (Θωμαδάκης, 2004):

(α) η υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών να δημοσιεύουν τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις, ελεγμένες εξαμηνιαίες και ετήσιες καταστάσεις καθώς και πίνακες ταμειακών ροών.

(β) η υποχρέωση των μεγαλομετόχων να αναγγέλλουν σημαντικές συναλλαγές τους.

(γ) η υποχρέωση των χρηματιστών να σηματοδοτούν τις ανοικτές πωλήσεις που πραγματοποιούνταν με δανεισμό τίτλων, όταν αυτό επιτράπηκε.

(δ) η υποχρέωση δημοσίευσης εκτεταμένου ενημερωτικού δελτίου για την έκδοση νέων τίτλων. (ε) η υποχρέωση άμεσης δημοσιοποίησης εταιρικών γεγονότων που μπορούν να επιδράσουν στην τιμή μιας ή περισσότερων μετοχών.

Με τις νέες ρυθμίσεις διαφάνειας συρρικνώθηκε σημαντικά το πεδίο κυκλοφορίας φημών και εικασιών που, σε συνθήκες έλλειψης διαφάνειας, τροφοδοτούν τις πρακτικές στρέβλωσης των τιμών και την κερδοσκοπία που αναπτύσσεται με βάση την παραπλάνηση (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1998-2001).

Στην Ελληνική κεφαλαιαγορά δεν προϋπήρχαν αυτοεπιβαλλόμενοι κανόνες συμπεριφοράς. Δεν είχε δηλαδή λειτουργήσει παραγωγικά η θεσμική αυτορρύθμιση των φορέων της αγοράς. Ίσως η εξήγηση να ήταν ότι η αγορά ήταν μικρή και κλειστή και ότι η 'χρηστή συμπεριφορά' εξαντλούνταν σε άγραφους κανόνες και συμφωνίες κυρίων μεταξύ των παλαιών χρηματιστών. Όταν οι υπόλοιπες συνθήκες για το άνοιγμα της αγοράς έκαναν την εμφάνισή τους στην δεκαετία του 1990 η έλλειψη ρητών κανόνων συμπεριφοράς ήταν οδυνηρή και η θέσπιση κωδίκων έπρεπε να προχωρήσει ως επείγον έργο υποδομής της αγοράς.

#### Καταστολή των Καταχρήσεων της Αγοράς

Οι καταχρήσεις της αγοράς αποτελούν την μεγάλη απειλή για κάθε αγορά κεφαλαίου, ακόμη και εκείνη την θεωρητική αγορά που είναι απόλυτα ορθολογική και αυτορυθμιζόμενη. Κατάχρηση της αγοράς είναι κάθε ενσυνείδητη δημιουργία ή αξιοποίηση τεχνητών τιμών για

την απόσπαση κέρδους. Όπου υπάρχει επιδίωξη κέρδους ελλοχεύει και το κίνητρο για αξιοποίηση τεχνητής τιμής και αποκομιδή μη οφειλόμενου κέρδους. Οι καταχρήσεις τη αγοράς αποτελούν ιστορικό συστατικό της λειτουργίας των αγορών και διογκώνονται ακριβώς όταν οι αγορές παραδίδονται σε υπερβολικό ενθουσιασμό ή καταθλιπτικές υφέσεις (Kindleberger, 1978).

Αν δεν προέκυπτε κανένας άλλος λόγος για την ύπαρξη εποπτείας των αγορών, η καταστολή της κατάχρησης θα ήταν επαρκής αιτία για την παροχή εποπτικών υπηρεσιών. Μόνον μία δημόσια αρχή με ικανότητα ελέγχου συναλλαγών, προσώπων και κερδοφορίας μπορεί να στοιχειοθετήσει κατάχρηση αγοράς. Οι ιδιώτες δεν έχουν αυτή την ικανότητα λόγω των ορίων του ιδιωτικού απορρήτου και του κινδύνου μετατροπής της καταστολής των καταχρήσεων σε εργαλείο αθέμιτου ανταγωνισμού. Για τον λόγο αυτό η καταστολή της κατάχρησης δεν μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο αυτορρύθμισης. Αφ' ετέρου βέβαια η ανεμπόδιστη ανάπτυξη καταχρήσεων της αγοράς οδηγεί σε γενική πεποίθηση ότι οι τιμές δεν είναι ποτέ αξιόπιστες και προκαλεί ισχυρή διάβρωση της εμπιστοσύνης στην αγορά (Θωμαδάκης, 2004).

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 η Ελληνική νομοθεσία περιελάμβανε μία παλαιά (και ανεπαρκή όπως αποδείχθηκε) ρύθμιση κατά της «διασποράς ψευδών ειδήσεων» και μία απαγόρευση της χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών που βασιζόταν στο επίσης ανεπαρκέστατο Ευρωπαϊκό κεκτημένο (Ν. 3632/1928, Ν. 1969/91 και Π.Δ.53/1992). Αυτή η νομοθεσία όμως ουδέποτε είχε τεθεί σε εφαρμογή και ουδείς είχε ποτέ τιμωρηθεί για καταχρηστική συμπεριφορά στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Ήταν και αυτό δείγμα μιας ολόκληρης περιόδου αυτορρύθμισης κατά την οποία οι καταχρήσεις έμεναν ατιμώρητες και κατέτρωγαν το κύρος της κεφαλαιαγοράς. Στην Ελλάδα, οι συστηματικοί έλεγχοι των καταχρήσεων αγοράς ξεκίνησαν σε περιορισμένη κλίμακα το 1998 για να αναπτυχθούν σε μεγάλη έκταση τα χρόνια που ακολούθησαν (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1998-2001).

Κλείνοντας, κρίνεται απαραίτητο να αναφέρουμε τα κυριότερα σημεία της περιόδου 1999 - 2004 που αφορούν το ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τα αίτια της χρηματιστηριακής κρίσης του 1999.

Μερικά από τα κύρια αίτια και βασικούς παράγοντες που συνετέλεσαν στην καταστροφική πορεία του Χρηματιστηρίου από το 1999 και εντεύθεν είναι ενδεικτικά και χωρίς να επιχειρείται στο σημείο αυτό αξιολόγησή τους κατά σειρά προτεραιότητας:

- Η μη αποτελεσματική εφαρμογή και/ή καταστρατήγηση του ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου εκ μέρους των εντεταλμένων αρμοδίων οργάνων.
- Η εισαγωγή το 1998, του ενός μόνο μέρους αυτοματοποίησης των εργασιών του Χρηματιστηρίου, δηλαδή του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης εντολών χωρίς ταυτόχρονη εφαρμογή των υπολοίπων μερών αυτού που αφορούσαν τη διεκπεραίωση των αναγκαίων εγγράφων για ολοκλήρωση των συναλλαγών και την απούλοποίηση των τίτλων. Τούτο είχε ως αποτέλεσμα την αδυναμία έγκαιρης ανταπόκρισης του όλου

συστήματος στον αυξημένο όγκο εντολών που παρουσιάστηκε ως αποτέλεσμα του αυξημένου επενδυτικού ενδιαφέροντος της εποχής εκείνης.

- Η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο εταιρειών που δεν παρείχαν τα απαιτούμενα εγγύα προστασίας του επενδυτή και που παρουσίαζαν προβλήματα λόγω υπερτιμημένης αξίας των τίτλων τους ως αποτέλεσμα παρουσίασης πλασματικών, παραπλανητικών ή ψευδών στοιχείων στα ενημερωτικά τους δελτία. Η εισαγωγή πληθώρας τέτοιων εταιρειών συνέβαλε στο φαινόμενο της “φούσκας”.
- Η κατάχρηση της διαδικασίας σύστασης νέων επενδυτικών εταιρειών, οι οποίες εκμεταλλεύθηκαν τις προνομιακές διαδικασίες δημοσιοποίησης και τη μέθοδο της ιδιωτικής τοποθέτησης και οι οποίες με τον τρόπο αυτό άντλησαν τεράστια κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό χωρίς τη δυνατότητα απόδοσής τους ή γενικά της ωφέλιμης εκπλήρωσης της επενδυτικής αποστολής τέτοιων οργανισμών και με ενδεχόμενο τη χρήση των κεφαλαίων αυτών για αλλότριους σκοπούς.
- Η χειραγώγηση των τιμών εκ μέρους διαφόρων επιτηδείων, κυρίως χρηματιστών, οι οποίοι επινόησαν διάφορα τεχνάσματα για να ελέγξουν την αγορά, όπως ήταν για παράδειγμα η διακίνηση μεγάλων πακέτων ιδίων μετοχών μέσω άλλων χρηματιστών και η κατάχρηση προνομιακής πληροφόρησης.
- Η εκ μέρους χρηματιστών αδυναμία διεκπεραίωσης των εντολών των επενδυτών μέσα στις νόμιμες προθεσμίες, η εκ μέρους τους παράβαση των κανόνων προτεραιότητας των εντολών, η οικειοποίηση εντολών, οι συναλλαγές δι’ ίδιον όφελος κ.ά., και η συνεπακόλουθη αδυναμία των εισηγμένων εταιρειών να εκδώσουν έγκαιρα τους αναγκαίους τίτλους. Τα φαινόμενα αυτά που παρατηρήθηκαν κατ’ εξακολούθηση κατά τη διάρκεια της υπό διερεύνηση περιόδου, δεν οφείλονταν μόνο στον τεράστιο όγκο εργασίας και στην αδυναμία χρηματιστηριακών γραφείων να αντεπεξέλθουν, αλλά και σε δόλο και απάτη εκ μέρους χρηματιστών και εταιρειών με μόνα θύματα τους απλούς επενδυτές.
- Η δημιουργία λανθασμένων εντυπώσεων στους επενδυτές για τα εύκολα και μεγάλα κέρδη στο Χρηματιστήριο, στην οποία συνέβαλαν οι δημόσιες δηλώσεις διαφόρων παραγόντων της οικονομικής ζωής του τόπου, μεταξύ των οποίων ήταν οι δηλώσεις των προέδρων μεγάλων τραπεζών και μεγαλομετόχων. Στη δημιουργία τέτοιων εντυπώσεων συνέβαλε επίσης και ο ίδιος ο τύπος και εκείνα τα μέσα μαζικής ενημέρωσης (ΜΜΕ) που χωρίς φειδώ και αυτοσυγκράτηση, με διάφορους τρόπους επέτειναν μέσα από τα δημοσιεύματα και τις εκπομπές τους το ενδιαφέρον και τη “φρενίτιδα” των επενδυτών.
- Η ανυπαρξία έστω και υποτυπωδών γνώσεων εκ μέρους των επενδυτών τόσο για τους τρόπους και τις διαδικασίες λειτουργίας του Χρηματιστηρίου, όσο και για τους

τρόπους εκτίμησης των οικονομικών δεδομένων των εταιρειών. Η έλλειψη εκπαίδευσης και γνώσεων των επενδυτών οφειλόταν κατά κύριο λόγο στην ανεπαρκή ενημέρωση και διαφώτισή τους από τις αρμόδιες αρχές.

- Η ευκολία παραχώρησης από τράπεζες και άλλα ιδρύματα δανείων για επενδυτικούς σκοπούς.
- Η λήψη λανθασμένων ή ανακόλουθων αποφάσεων εκ μέρους των διοικητικών οργάνων του ΧΑΑ.
- Η κατάχρηση της παροχής μετοχών διά της μεθόδου της ιδιωτικής τοποθέτησης, με στόχο την τεχνητή διόγκωση των τιμών των μετοχών.
- Το γεγονός ότι από τη μέθοδο της ιδιωτικής τοποθέτησης επωφελήθηκαν και σημαντικοί παράγοντες της δημόσιας ζωής του τόπου, μεταξύ των οποίων υψηλόβαθμοι δημόσιοι υπάλληλοι, αλλά και πολιτικά κόμματα, πολιτικά πρόσωπα και κρατικοί αξιωματούχοι. Η ιδιωτική τοποθέτηση και ο αντιδεοντολογικός τρόπος με τον οποίο αυτή γινόταν, ο θόρυβος γύρω απ' αυτήν και η ανυπαρξία έστω και υποτυπώδους ρύθμισης του θέματος εξέθρεψαν τις λανθασμένες εντυπώσεις γύρω από την πραγματική σημασία του θέματος και εξώθησαν τον απλό κόσμο στη "φρενίτιδα" της εποχής παγιδεύοντάς τον ουσιαστικά σε μη αναστρέψιμες καταστάσεις.
- Η εκμετάλλευση ασαφειών και κενών του νομοθετικού πλαισίου από ομάδες επιτηδείων, όπως ήταν για παράδειγμα η απουσία ικανοποιητικών κριτηρίων για ένταξη εταιρειών στο ΧΑΑ.

Σε όλα τα πιο πάνω προστίθεται η παθητική στάση, η αδράνεια και η εικόνα αδιαφορίας που παρουσίασε καθ' όλη την υπό αναφορά περίοδο το καθ' ύλην αρμόδιο υπουργείο, ο αρμόδιος υπουργός, που με βάση την ισχύουσα νομοθεσία δεν είχε μόνο την αρμοδιότητα αλλά και την εποπτεία του Χρηματιστηρίου και γενικότερα του θεσμού και κατ' επέκταση η ίδια η εκτελεστική εξουσία (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2000).

## **ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να μελετηθεί και να διερευνηθεί η κρίση του 1999 στο χρηματιστήριο Αθηνών ή αλλιώς η “φούσκα” χρηματιστηρίου. Βασικά ερευνητικά ζητήματα στην παρούσα διπλωματική εργασία αποτέλεσαν τα αίτια που οδήγησαν στην κρίση του 1999, οι συνέπειές της στην ελληνική οικονομία αλλά και η μελέτη στοιχείων των εταιρειών οι οποίες άντλησαν κεφάλαια από την ελληνική κεφαλαιαγορά και διαγράφηκαν από το 1990 περίπου μέχρι και σήμερα. Επίσης, σκοπός ήταν να τεκμηριωθεί ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αλλά και γενικότερα ο έλεγχος του Χρηματιστηρίου δεν είναι επαρκής.

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

Από πολλούς θεωρείται το μεγαλύτερο οικονομικό-πολιτικό σκάνδαλο της μεταπολεμικής Ελλάδας, καθώς αποτέλεσε την αφορμή για σημαντικού μεγέθους αναδιανομή πλούτου. Πιστεύεται ότι το χρηματιστήριο χειραγωγήθηκε αθέμιτα από διάφορους παράγοντες ενώ πολλοί επιρρίπτουν ευθύνες κυρίως στην τότε κυβέρνηση, καθώς υπάρχουν καταγεγραμμένες δηλώσεις υψηλών στελεχών ότι οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζουν την κατάσταση της οικονομίας της εποχής.

Από τα στοιχεία και τα πίνακες που είδαμε στα προηγούμενα κεφάλαια, διαπιστώθηκαν κοινά στοιχεία στη συμπεριφορά κάποιων μετοχών κατά την περίοδο της χρηματιστηριακής κρίσης. Πολλές είναι οι μετοχές στις οποίες υπήρξαν έντονες διακυμάνσεις και οι οποίες δημιουργήθηκαν από τη συμπεριφορά και τις ενέργειες των επενδυτών.

Η γενικότερη ευφορία που επικρατούσε την περίοδο εκείνη είτε λόγω των επερχόμενων Ολυμπιακών Αγώνων, είτε λόγω της επερχόμενης ένταξης της Ελλάδας στην Οικονομική Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), δημιούργησε στους επενδυτές υπέρμετρη αισιοδοξία. Η ασυγκράτητη αυτή αισιοδοξία ήταν υπεύθυνη για τη δημιουργία αυτοεκπληρούμενων προφητειών με πολλές και δυσάρεστες συνέπειες σε αρκετούς τομείς της οικονομίας.



Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός της ξαφνικής υποτίμησης των περισσότερων μετοχών αμέσως μετά το “σκάσιμο” της φούσκας. Το γεγονός αυτό ήταν αναμενόμενο από πολλούς αναλυτές και έμπειρους του χώρου καθώς οι πολύ υψηλές τιμές που είχαν δημιουργηθεί δεν είχαν αντίκρισμα στις δυνατότητες και στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και ήταν πλασματικές αφού δεν ανταποκρινόταν στην πραγματικότητα.

Τον Σεπτέμβριο του 1999, βρίσκονταν σε διαπραγμάτευση 265 μετοχές, από τις οποίες μόλις οι 172 συναντώνται και σήμερα στο ταμπλό του Χ.Α. Οι υπόλοιπες είτε συγχωνεύθηκαν, είτε διαγράφησαν είτε χάθηκαν στη χρηματιστηριακή λήθη λόγω χρεοκοπίας. Όπως δείχνουν τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, που αναλύθηκαν εκτενώς σε προηγούμενο κεφάλαιο, μόνο δύο από αυτές τις 172 μετοχές, η μετοχή της εταιρείας Jumbo και η μετοχή της ΑΒ Βασιλόπουλος, βρίσκονται σήμερα (2009) σε διαπραγμάτευση σε υψηλότερες τιμές έναντι του Σεπτεμβρίου του 1999 (η ΑΒ Βασιλόπουλος αποσύρθηκε από το Χρηματιστήριο το 2010).

Οι μεγαλύτερες απώλειες αφορούν την Ενωμένη Κλωστοϋφαντουργία (πρώην Κλωστήρια Ναούσης), ακολουθούμενη από τις Ευρωσυμμετοχές (πρώην Αθηναϊκές Συμμετοχές) που βρίσκονται 99,85% χαμηλότερα, την Αlma-Ατέρμων (-99,76%), την Vivere (-99,72%), την Κλωνατέξ (-99,69%) και αρκετές άλλες από τις “πρωταγωνίστριες” μετοχές της τότε εποχής.

Ενδεικτικά, μέχρι τις 17 Σεπτεμβρίου της χρονιάς εκείνης, ο Γενικός Δείκτης είχε καταγράψει άνοδο 132,14%. Στο ίδιο διάστημα, όμως, η μετοχή της “Ερμής Ακινήτων” είχε ενισχυθεί κατά 7.868%, η μετοχή “Σιγάλας” σε ποσοστό 5.437%, η μετοχή “Τασόγλου” κατά 4.532%, η “Ευρωπαϊκή Τεχνική” βρισκόταν στο +4.454%, η “Δάριγκ” κέρδιζε 3.410% και η “Μεταλλοπλαστική Αγρινίου” κατέγραφε άνοδο 3.366%. Αποδόσεις απίστευτες για τα σημερινά δεδομένα, που έμειναν, ωστόσο, στα χαρτιά μόλις άρχισε η επώδυνη πορεία προς τα χαμηλά των 1.467,30 μονάδων (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Μάρτιος 2003).

Ακόμη και έτσι, οι συγκρίσεις με το σήμερα είναι αναπόφευκτες. Τον Σεπτέμβριο του 1999, περίπου 585.000 κωδικοί ιδιωτών είχαν πραγματοποιήσει έστω και μια αγοραπωλησία εκείνο το μήνα, έναντι περίπου 30 χιλιάδων που βρίσκονται σε «κίνηση» την περίοδο αυτή.

Το 1999, η κεφαλαιοποίηση του Χ.Α.Α είχε εκτιναχτεί στα 212,8 δισ. ευρώ και αντιστοιχούσε στο 182% του ΑΕΠ. Τώρα (αρχές 2013), ανέρχεται στα 30 περίπου δισ. ευρώ και αντιστοιχεί στο 15% περίπου του ΑΕΠ.

Επιπλέον, ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς την περίοδο 1999 – 2004 θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός ενώ, οι απόψεις δίστανται για τις ευθύνες της Επιτροπής

στην χρηματιστηριακή κρίση του 1999. Ερωτήματα, σχετικά με την απόδοση ευθυνών και κυρώσεων σε αυτούς που θεωρούνται υπεύθυνοι για τη χρηματιστηριακή φούσκα έχουν απασχολήσει τόσο την επιχειρηματική κοινότητα όσο και την κοινή γνώμη ενώ, πολλές ήταν οι αντιδράσεις για τη μη διενέργεια ερευνών από την Επιτροπή σε εταιρείες και επενδυτές.

Κλείνοντας, να αναφέρουμε πως παρόλο που η απονομή δικαιοσύνης σε σκανδαλώδεις υποθέσεις όπως του χρηματιστηρίου, αργεί, για τη χρηματιστηριακή φούσκα του 1999 σήμερα, δεκατρία χρόνια μετά την πρώτη δίωξη που είχε ασκήσει τότε ο εισαγγελέας, η υπόθεση 24 κατηγορουμένων έρχεται επιτέλους ξανά στο εδώλιο. Μέσα στο 2013 αναμένεται να δικαστούν 24 κατηγορούμενοι από όλους τους χώρους της οικονομικής και επιχειρηματικής δραστηριότητας, όπως ιδιοκτήτες εισηγμένων, χρηματιστές, εφοπλιστές, μεσάζοντες και επενδυτές. Επίσης, να αναφέρουμε πως κατά περίπτωση αποδίδεται στους κατηγορουμένους απάτη, ξέπλυμα βρώμικου χρήματος, υπεξαίρεση και παραβίαση χρηματιστηριακής νομοθεσίας και της άμεσης συνέργιας στα αδικήματα αυτά κατ' επάγγελμα και κατ' εξακολούθηση. Ωστόσο, όπως και σε άλλες αντίστοιχες περιπτώσεις ο κίνδυνος της παραγραφής ελλοχεύει ενώ παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον το εφετειακό βούλευμα, το οποίο περιγράφει με κάθε λεπτομέρεια το μεγάλο χρηματιστηριακό σκάνδαλο και παραθέτει τα ευρήματα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Σώματος Δίωξης Οικονομικού Εγκλήματος (ΣΔΟΕ).

Παράλληλα, έχουν επισημανθεί από το δικαστικό σώμα οι σοβαρές αδυναμίες στην οργάνωση των χρηματιστηριακών εταιρειών και τον εσωτερικό τους έλεγχο. Σύμφωνα με το βούλευμα ορισμένοι εκ των κατηγορουμένων που κατείχαν εισηγμένες εταιρείες προχωρούσαν σε ψευδείς ανακοινώσεις χρηματιστηριακών συναλλαγών (πακέτων). Χαρακτηριστικά στο βούλευμα αναφέρεται: *“Οι τιμές στις οποίες πραγματοποιήθηκαν οι συγκεκριμένες συναλλαγές διαφέρουν σημαντικά από τις αντίστοιχες τιμές που ανακοινώθηκαν στο ευρύ επενδυτικό κοινό στο οποίο δημιουργήθηκε παραπλανητική εικόνα για την πορεία των μετοχών, την τιμή και την εμπορευσιμότητά τους”*. Παράλληλα, μέσω δεκάδων εταιρειών διακινήθηκαν πακέτα με σκοπό την παραπλάνηση των επενδυτών, οι οποίοι επένδυσαν στις μετοχές εξαιτίας της πλαστής εμπορευσιμότητας που αυτές παρουσίαζαν .

Ταυτόχρονα περιγράφεται η τακτική ορισμένων εκ των κατηγορουμένων, και όχι μόνο, να διαβεβαιώνουν σε γενικές συνελεύσεις των μετόχων των εταιρειών τους, ότι είχε εκδηλωθεί ενδιαφέρον από ξένους επενδυτές για αγορά μετοχών, επιδιώκοντας με αυτό τον τρόπο να ανεβάσουν τις τιμές τους. Χαρακτηριστικά το βούλευμα αναφέρει: *“Οι*

διαβεβαιώσεις για προτάσεις ξένων επενδυτών ήταν αναληθείς αφού αποδείχθηκε πως αγοραστές δεν ήταν στην πλειοψηφία τους ξένοι θεσμικοί επενδυτές αλλά ιδιώτες και υπεράκτιες εταιρείες”. Στο πολυσέλιδο βούλευμα περιγράφεται επίσης, η εξαπάτηση του επενδυτικού κοινού από συγκεκριμένους κατηγορούμενους που οδήγησε τελικά και στην απώλεια των περιουσιών τους και τους κόπους μιας ζωής. Αναφέρει το βούλευμα για τη δράση αυτή των κατηγορουμένων: “Σύμφωνα πάντοτε με τις ίδιες παραδοχές των ελεγκτών, σε κάθε περίπτωση με τις ενέργειες τους αυτές εξαπατήθηκε το επενδυτικό κοινό που αγόραζε τις μετοχές σε τιμές που με τεχνάσματα διαμορφώνονταν σε υψηλότερα επίπεδα στη χρηματιστηριακή αγορά και τελικά οδήγησαν σε απαξίωση της μετοχής και απώλεια μεγάλων χρηματικών ποσών από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, ενώ οι ίδιοι καρπώθηκαν παράνομα ιδιαίτερα μεγάλα χρηματικά ποσά”. Το ερώτημα που προκύπτει είναι εάν το επενδυτικό κοινό γνώριζε την εξωχρηματιστηριακή τιμή της μετοχής ασφαλώς θα προέβαινε σε ανάλογες αγορές.

Τέλος, ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σήμερα, αναφέρει πως σε σχέση με την περίοδο 1999 – 2000, όταν εκδηλώθηκε η χρηματιστηριακή φούσκα, έχουν ενισχυθεί τα μέσα που έχει στη διάθεση της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (νομοθετικά και άλλα) για την αποτελεσματική παρακολούθηση και εποπτεία της αγοράς ενώ έχουν περιοριστεί κρούσματα κατάχρησης αγοράς, που πιθανό να επηρεάζουν υπερβολικά και αδικαιολόγητα τις τιμές των μετοχών. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος συνδέεται με το ενδεχόμενο δημιουργίας νέου κλίματος υπερβολικής ευφορίας στην αγορά που να παρασύρει το επενδυτικό κοινό και να οδηγήσει τις τιμές των μετοχών σε υπερβολικά ψηλά επίπεδα. Προκειμένου να αποφευχθεί κάτι τέτοιο αλλά και η αναβίωση των καταστάσεων του 1999, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφάσισε να προχωρήσει στην εφαρμογή προγράμματος επιμόρφωσης και προστασίας του επενδυτικού κοινού και γίνεται συνεχώς προσπάθεια ώστε να εξαλείφονται νομοθετικά κενά και αδυναμίες.

## Περιεχόμενα Πινάκων και Διαγραμμάτων

	<b>Τίτλος Πίνακα - Σχήματος</b>	<b>Σελ.</b>
Πίνακας 1	Ημερομηνία ίδρυσης των χρηματιστηριακών αγορών σε ολόκληρο τον κόσμο	12
Πίνακας 2	Εξέλιξη των μεγεθών του χρηματιστηρίου της Αθήνας, Περίοδος 1980 – 2002	16
Πίνακας 3	Εξέλιξη της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας	31
Πίνακας 4	Οι τιμές του Γενικού και του Τραπεζικού Δείκτη	32
Πίνακας 5	Τιμές της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας	33
Πίνακας 6	Βασικά Μακροοικονομικά Μεγέθη της Ελληνικής Οικονομίας 1996-99	41
Πίνακας 7	Ιδιωτικοποιήσεις Δημόσιων Επιχειρήσεων στην Ελλάδα	48
Πίνακας 8	Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Μεταξύ Εισηγμένων Εταιρειών στην Ελλάδα	49
Πίνακας 9	Μέση ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών στο ΧΑΑ 1989 - 1999	50
Πίνακας 10	Οι Δείκτες Τιμών στο ΧΑΑ των επί Μέρους Κλάδων και Συνολικά, 1999	51
Πίνακας 11	Δείκτες Τιμών των επί μέρους Κλάδων στο ΧΑΑ στο τέλος του Μήνα, 1999	53
Πίνακας 12	Καθαρά Κέρδη και Διανεμηθέντα Μερίσματα των Εισηγμένων στο ΧΑΑ Εταιρειών, 1990-98	54
Πίνακας 13	Η Χρηματιστηριακή Αξία των Εισηγμένων στο ΧΑΑ Εταιρειών, 1991 – 1999	55
Πίνακας 14	Χρηματιστηριακή Αξία και Μακροοικονομικά Μεγέθη, 1991-99	57
Πίνακας 15	Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑΑ, 1999	60
Πίνακας 16	Χρονική κατανομή των δημόσιων εγγραφών στο ΧΑΑ, 1999	60
Πίνακας 17	Χρονική Κατανομή Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου, 1999	62
Πίνακας 18	Η Διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων με βάση τα εγκεκριμένα ενημερωτικά δελτία των εταιρειών ως ποσοστό (%) επί του συνόλου, 1999	63
Πίνακας 19	Εισηγμένες εταιρίες, νέες εισαγωγές και αντληθέντα κεφάλαια (1980 – 2002)	64
Πίνακας 20	Οι 50 Εταιρείες που άντλησαν τα μεγαλύτερα κεφάλαια από το ΧΑΑ κατά τα έτη 1999 – 2000	65
Πίνακας 21	Εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ, 1999	67
Πίνακας 22	Εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ, 2000	68
Πίνακας 23	Εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν από το ΧΑΑ, 2000	69
Πίνακας 24	Εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν από το ΧΑΑ, 2001	70

Πίνακας 25	Εταιρείες που αποχώρησαν ή διαγράφησαν από το ΧΑΑ, 2002	70
Πίνακας 26	Αριθμός των εταιρειών που εισήχθησαν και διαγράφησαν κατά τα έτη 1999 – 2009	72
Πίνακας 27	Ανάλυση της μετοχής Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε (1998 – 2007).	74
Πίνακας 28	Αξία Χρηματιστηριακών Συναλλαγών ανά Πενταετία, 1990-2004	77
Πίνακας 29	Αγορά Παραγώγων (μεγέθη Δεκεμβρίου 1999 - 2003)	83

	<b>Τίτλος Διαγράμματος</b>	<b>Σελ.</b>
Διάγραμμα 1	Πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών (1995 - 2012)	52
Διάγραμμα 2	Πορεία Τιμής Μετοχής Κλωστήρια Ναούσης και Όγκου Συναλλαγών	73

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΩΝ

## **Βιβλιογραφία**

### **Ελληνική Βιβλιογραφία**

Βούλγαρη Ε., Παπαγεωργίου Α, (2002). “Χρηματιστήριο Αξιών & Χρηματιστήριο Παραγωγών”. Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

Γεωργιάδης Η, (1990). “Χρηματιστήριο – Τι είναι, Πως λειτουργεί”. Αναδημοσίευση ομιλίας. Investment Research & Analysis Journal.

Δημοσιευμένη στο:

<http://www.iraj.gr/IRAJ/The Basics of Equities by Iraklis N Georgiadis.pdf>

(Ημερομηνία δημοσίευσης: 29 Μαΐου 1990)

Χρηστίδης Γ, (2007). “ Οι οικονομικές κρίσεις που συγκλόνισαν τον κόσμο”. Άρθρο δημοσιευμένο στην εφημερίδα Μακεδονία. Διαθέσιμο στο:

<http://www.makthes.gr/news/economy/5530/>

(Ημερομηνία Δημοσίευσης: 29 Αυγούστου 2007)

Δελαστίκ Γ, (2012). “Θλιβερή Επέτειος της Φούσκας του Χρηματιστηρίου”. Άρθρο δημοσιευμένο στην εφημερίδα “Έθνος”, στις 17 Σεπτεμβρίου 2012. Διαθέσιμο στο:

[http://www.iskra.gr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=9390%3Adelastik-xrimatistirio&catid=71%3Adr-kinitopoiisis&Itemid=278](http://www.iskra.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=9390%3Adelastik-xrimatistirio&catid=71%3Adr-kinitopoiisis&Itemid=278)

Δοξιάδης Α, (2010). “Έλληνοτροπία: Οικονομική κρίση – Κοινωνικό υπόβαθρο”. Αθηναϊκή Επιθεώρηση του Βιβλίου. Διαθέσιμο στο:

[http://axiotes.blogspot.gr/2010/11/blog-post\\_24.html](http://axiotes.blogspot.gr/2010/11/blog-post_24.html)

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσιες Εκθέσεις 1998 - 2003

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, (1997). “Η Χρηματιστηριακή Κρίση του Νοεμβρίου 1996: Μέτρα Πολιτικής, Ευρήματα, Πορίσματα”. Αθήνα

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου, “Εγχειρίδιο των επενδυτών – Όσα πρέπει να γνωρίζετε”, Μελέτη δημοσιευμένη στο:

<http://www.cysec.gov.cy/Downloads/Investors/Publications/2007/%CE%95%CE%9A%205-2007%20->

[%20%CE%95%CF%80%CE%AD%CE%BD%CE%B4%CF%85%CF%83%CE%B7%20%CF%83%CF%84%CE%BF%20%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF.pdf](http://www.cysec.gov.cy/Downloads/Investors/Publications/2007/%CE%95%CE%9A%205-2007%20-%20%CE%95%CF%80%CE%AD%CE%BD%CE%B4%CF%85%CF%83%CE%B7%20%CF%83%CF%84%CE%BF%20%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%AE%CF%81%CE%B9%CE%BF.pdf)

Θωμαδάκης Σ, (2004). “Σύγχρονα Χρηματιστήρια: Σημειώσεις για Θέματα Ιδιοκτησίας, Διοίκησης και Εποπτείας” στον τόμο Μνήμη Μιχάλη Μηνούδη. Εκδόσεις Σάκκουλας. Αθήνα. Σελ. 289- 302

Θωμαδάκης Σ, (2010). “Ρύθμιση της Κεφαλαιαγοράς: Η Θεωρία και η Γένεση της Εποπτείας στην Ελλάδα, 1996 – 2004”. Εκδόσεις Σάκκουλας. Αθήνα

Κίτσος Γ, (2010). “ Ιστορική αναδρομή στις Οικονομικές και Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις της Ιστορίας από την αρχαιότητα μέχρι σήμερα” Άρθρο δημοσιευμένο στο: Έψιλον της Ελευθεροτυπίας. Τεύχος 967. 25.10.2009

Διαθέσιμο στο:

[http://www.bizhelp365.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=404:2010-04-29-10-03-05&catid=66:2010-02-16-11-42-37&Itemid=149](http://www.bizhelp365.com/index.php?option=com_content&view=article&id=404:2010-04-29-10-03-05&catid=66:2010-02-16-11-42-37&Itemid=149)

(Ημερομηνία Δημοσίευσης: Πέμπτη 29 Απριλίου 2010)

Λιακοπούλου Θ, (2002), “ Η ιστορία του ελληνικού Χρηματιστηρίου μέσα από τις κρίσεις που το σημάδεψαν...” . Άρθρο δημοσιευμένο στην εφημερίδα Καθημερινή, διαθέσιμο στο:

[http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_economyepix\\_9\\_18/08/2002\\_34698](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economyepix_9_18/08/2002_34698)

(Ημερομηνία δημοσίευσης: 18 Αυγούστου 2002)

Μαλινδρέτου Β., Μαλινδρέτος Π., (2000). “Χρηματιστήριο”. Εκδόσεις Παπαζήση. Σελ. 137 - 155

Ντόκας Α, (2010). “ Η μεγάλη έξοδος των εισηγμένων από το ελληνικό Χρηματιστήριο”. Άρθρο δημοσιευμένο στην εφημερίδα Καθημερινή. Διαθέσιμο στο:  
[http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w/articles\\_economy\\_8\\_29/06/2010\\_406291](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w/articles_economy_8_29/06/2010_406291)  
(Ημερομηνία δημοσίευσης: 29 Ιουνίου 2010)

Ντόκας Α, (2013). “ Γιατί οι επιχειρήσεις εγκαταλείπουν το Χρηματιστήριο”. . Άρθρο δημοσιευμένο στην εφημερίδα Καθημερινή. Διαθέσιμο στο:  
[http://news.kathimerini.gr/4Dcgi/4Dcgi/w/articles\\_economy\\_2\\_03/02/2013\\_510056](http://news.kathimerini.gr/4Dcgi/4Dcgi/w/articles_economy_2_03/02/2013_510056)  
(Ημερομηνία δημοσίευσης: 03 Φεβρουαρίου 2013)

Σιάτρας Γ, (2010). “ Ιστορικά στοιχεία και διδάγματα- για τις κρίσεις του Χρηματιστηρίου της Αθήνας στο παρελθόν”. άρθρο δημοσιευμένο στο:  
<http://www.eurocapital.gr>  
(Ημερομηνία Δημοσίευσης: 21 Σεπτεμβρίου 2010)

Σιαφάκας Α, (1999). “*Τι είναι το Χρηματιστήριο Αξιών*”. Εκδόσεις Σμπίλιας

Τεσσαρομάτης Ν, (2003). “*Αποδόσεις και κίνδυνος στο Χρηματιστήριο Αθηνών την τελευταία δεκαετία*”. Περιοδικό ΤΑΣΕΙΣ – Ελληνική Οικονομία

Φίλιππας Ν, (2003). “ *Το χρηματιστήριο καθρέπτης της οικονομίας*”. Άρθρο δημοσιευμένο στην εφημερίδα Οικονομική Καθημερινή.  
Ημερομηνία δημοσίευσης: 23 Μαρτίου 2003

Φίλιππας Ν, (2009). “ *Επενδύσεις*”. Εκδόσεις Μπατσιούλας. Αθήνα



Φίλιππας Ν, (2013). “ Τα μυστικά μιας... φούσκας”. Άρθρο δημοσιευμένο στην ηλεκτρονική εφημερίδα “euro2day”. Διαθέσιμο στο:

<http://www.euro2day.gr/specials/opinions/132/articles/757783/Article.aspx>

Ημερομηνία δημοσίευσης: 19 Φεβρουαρίου 2013

“ Η «τουλιπομανία» οδήγησε στην κρίση του 1637”. Άρθρο διαθέσιμο στο:

<http://www.paraskhnio.gr/2013/02/07/i-toulipomania-odigise-stin-krisi-tou-1637/>

Ημερομηνία δημοσίευσης: 7 Φεβρουαρίου 2013

Χρυσικόπουλος Ν, (2009). “ Δέκα χρόνια από τη “φούσκα” του ‘99”. Άρθρο δημοσιευμένο στο:

<http://www.capital.gr/news.asp?id=814816>

(Ημερομηνία δημοσίευσης: 17 Σεπτεμβρίου 2009)

### **Διεθνής Βιβλιογραφία**

Ackermann J, (2008). “The Subprime Crisis and its consequences” . Journal Of Financial Stability. CEO & Deutsche Bank. London

Adam M, C, Szafarz A, (1992). “*Speculative Bubbles and Financial Markets*”. Oxford Economic Papers. New Series, Vol. 44, No. 4, Special Issue on Financial Markets, Institutions and Policy, pp 626-640

Eatwell J., Milgate M., (1987). “The New Palgrave Dictionary of Economics”. 2<sup>nd</sup> edition. Vol 1.

Glen A, (1998). "Corporate financial management". London Financial Times Management. London.

Kindleberger C. P., (1978). "Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises". Basic Books. New York.

Rosenthal U, Charles M, Hart P, (1989). " Coping with crises: The management of disasters, riots, and terrorism ". C.C. Thomas, Springfield, IL.

Wright R, (2010). "Fubarnomics: A Lighthearted, Serious Look at America's Economic Ills". Amherst, N.Y. : Prometheus Books

### **Ηλεκτρονικές Πηγές**

[www.isfm.ch](http://www.isfm.ch) , Μελέτη ομάδας φοιτητών του Πανεπιστημίου Πατρών, με τίτλο: "Γενικά Χαρακτηριστικά της Οικονομικής Κρίσης – Οικονομικές Διακυμάνσεις, Κρίσεις και Κύκλοι".

[www.eneiset.gr](http://www.eneiset.gr), Ηλεκτρονικό άρθρο με τίτλο " Εξέλιξη Αριθμού Εταιρειών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών", διαθέσιμο στο:

<http://www.eneiset.gr/page/default.asp?la=1&id=582&ap=53&pl=56&pk=774>

(Ημερομηνία δημοσίευσης: 5 Οκτωβρίου 2009)

[www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr) , Τράπεζα της Ελλάδος: Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Ιανουάριος 2000

[www.eurocapital.gr](http://www.eurocapital.gr)

<http://www.helex.gr>, Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια, Ιστορικά στοιχεία

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)