

Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Τμήμα: Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών Διοίκησης Επιχειρήσεων –
Διοίκηση Ολικής Ποιότητας



Διπλωματική Εργασία
«Οι Χρηματιστηριακές Κρίσεις στην Ελλάδα από τα Λαυρεωτικά
μέχρι σήμερα»

Κορώνης Γ. Παναγιώτης
Πτυχιούχος Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστημίου Πειραιώς

Τριμελής Επιτροπή:
Καθηγητής Νικόλαος Φίλιππας (επιβλέπων καθηγητής)
Καθηγητής Νικόλαος Τσαγκαράκης
Λέκτορας Πέτρος Μαραβελάκης

Πειραιάς
Μάρτιος 2014

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Στην Οικογένεια μου...

Σημαντικοί Όροι

Αποτελεσματικές Αγορές, Γενικός Δείκτης Τιμών, Κεφαλαιαγορά, Μετοχές, Χαρτοφυλάκιο, Χρηματιστήριο, Χρηματιστηριακές Κρίσεις, Χρηματοπιστωτικές Αγορές,

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως στόχο να καταγράψει τις χρηματιστηριακές κρίσεις και να αναλύσει τις αιτίες και τις συνέπειες των φαινομένων αυτών στη χρηματιστηριακή αγορά της Ελλάδος από την εποχή της ανάπτυξης των μεταλλείων του Λαυρίου και την πρώτη κυκλοφορία μετοχών (χωρίς την ύπαρξη επίσημου Χρηματιστηρίου), μέχρι και σήμερα.

Αρχικά επιχειρείται ανάλυση της βασικής παραδοσιακής χρηματοοικονομικής θεωρίας σε θέματα κατανομής αγορών, χαρτοφυλακίων, αξιογράφων, και χρηματιστηριακών επενδύσεων με σκοπό να καταλάβουμε τη δομή της χρηματοοικονομικής αγοράς και τη συμπεριφορά της σε θέματα χρηματιστηριακών επενδύσεων.

Η εργασία καταλήγει με την ανάλυση του Χρηματιστηρίου Αθηνών από την ίδρυση του και παρουσιάζει χρονικά όλα τα φαινόμενα απότομης καθοδικής κάμψης του Δείκτη Τιμών ύστερα από μια περίοδο αναπτυξιακής του πορείας, μαζί με τις αιτίες και τις συνέπειες που είχαν τα φαινόμενα αυτά σε όλα τα αντισυμβαλλόμενα μέρη του Χρηματιστηρίου και της ελληνικής οικονομίας και κοινωνίας.

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	7
1. Οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές.....	9
1.1 Κατηγορίες Χρηματοπιστωτικών Αγορών	9
1.2 Η θεωρία των Αποτελεσματικών Χρηματιστηριακών αγορών.....	14
1.2.1 Υπόθεση Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς	14
1.2.2 Μορφές αποτελεσματικών αγορών.....	17
1.3 Χρησιμότητα Οργανωμένων Χρηματιστηριακών Αγορών	18
2. Θεωρία Χαρτοφυλακίου και Αξιόγραφα Μεταβλητής Απόδοσης (Μετοχές)...	20
2.1 Θεωρία Χαρτοφυλακίου	20
2.1.1 Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου	21
2.2 Αξιόγραφα Μεταβλητής Απόδοσης (Μετοχές)	22
2.2.1 Ορισμός.....	22
2.2.2 Διάκριση μετοχών	23
2.2.3 Αξία Μετοχής.....	24
2.2.4 Απόδοση και Κίνδυνος Μετοχής	26
2.2.5 Βασικοί Αριθμοδείκτες εκτίμησης Μετοχικών Τίτλων	29
2.2.6 Κατηγορίες Μετοχών	30
2.3 Κριτήρια Επιλογής Μετοχικών Τίτλων	31
2.4 Τα Ημερολογιακά Φαινόμενα Μεταβλητότητας Τιμών των Μετοχών στα Χρηματιστήρια	32
3. Εισαγωγή στις επενδύσεις και Επενδύσεις στο Ελληνικό Χρηματιστήριο	34
3.1 Εισαγωγή στη θεωρία της Επένδυσης.....	34
3.1.1 Έννοια της Επένδυσης	35
3.1.2 Κατηγοριοποίηση Επενδυτών	35
3.2 Επενδύσεις σε Χρηματιστηριακή Αγορά.....	36
3.2.1 Πλεονεκτήματα συμμετοχής στο Χρηματιστήριο.....	37
3.2.2 Μειονεκτήματα συμμετοχής στο Χρηματιστήριο.....	38
3.2.3 Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική στις Χρηματιστηριακές επενδύσεις	39
3.2.4 Το Μέτρο Z-Score για την Αποφυγή Πιστωτικών Κρίσεων στις Χρηματιστηριακές Επενδύσεις	41
4. Το Χρηματιστήριο Αθηνών	43
4.1 Ιστορική αναδρομή ίδρυσης.....	43

4.2 Δομή Ελληνικής Χρηματιστηριακής Αγοράς	46
4.2.1 Η «Ε.Χ.Α.Ε» και το «Χ.Α Α.Ε.»	46
4.2.2 Όργανα Διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών	48
4.2.3 Εποπτεία Χρηματιστηρίου Αθηνών	49
4.2.4 Τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών	51
4.3 Προϋποθέσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο (Κύρια και Παράλληλη Αγορά)	53
4.4 Υποχρεώσεις Εισηγμένων εταιρειών	54
4.5 Οι χρηματιστηριακοί δείκτες	55
4.5.1 Γενικά περί χρηματιστηριακών δεικτών	55
4.5.2 Οι δείκτες του ελληνικού χρηματιστηρίου.....	56
4.5.3 Προϋποθέσεις για συμμετοχή στους Δείκτες Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών	60
5. Οι Χρηματιστηριακές Κρίσεις	62
5.1 Ορισμός και ανάλυση της εμφάνισης του φαινομένου	62
5.2 Οι Χρηματιστηριακές κρίσεις στο ελληνικό χρηματιστήριο	65
5.2.1 Η περίοδος 1877 – 1898.....	67
5.2.2 Η περίοδος 1898 – 1923.....	67
5.2.3 Η περίοδος 1924 – 1940.....	70
5.2.4 Η περίοδος 1940 – 1953.....	73
5.2.5 Η περίοδος 1953 – 1975.....	74
5.2.6 Η περίοδος 1975 – 1990.....	75
5.2.7 Η περίοδος 1990 – 1998.....	76
5.2.8 Η περίοδος 1998 – 2002.....	78
5.2.9 Η περίοδος 2003 - 2007	83
5.2.10 Η περίοδος 2008 - 2012	84
6. Διαγραμματική απεικόνιση του Χρηματιστηρίου Αθηνών	89
Επίλογος.....	94
Βιβλιογραφία	96

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου Δρ. Νικόλαο Δ. Φίλιππα, Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την επιστημονική και γνωστική υποστήριξη που μου παρείχε κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους Καθηγητές και όλο το Επιστημονικό Προσωπικό του Πανεπιστημίου Πειραιώς και ειδικότερα του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων οι οποίοι μου μεταλαμπάδευσαν την επιστημονική και επαγγελματική γνώση και κουλτούρα του τμήματος τόσο σε Προπτυχιακό όσο και σε Μεταπτυχιακό επίπεδο και με βάση τα στοιχεία αυτά ανδρώθηκα ακαδημαϊκά και επαγγελματικά.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμότατα την οικογένειά μου, για τη συνεχή τους υποστήριξη σε όλα τα επίπεδα, καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής μου.

Εισαγωγή

Οι χρηματιστηριακές αγορές αποτελούν οργανωμένες μορφές κεφαλαιαγορών, εμπορεύσιμων τίτλων και αξιογράφων οι οποίες είναι μέρος των χρηματοπιστωτικών αγορών σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική θεωρία. Ο σκοπός ύπαρξης των Χρηματιστηρίων αποτελεί η μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονάζουσες στις ελλειμματικές μονάδες ενός οικονομικού συστήματος. Απλούστερα, μέσω της εισαγωγής σε αυτά των διαπραγματεύσιμων αξιών αντλούνται κεφάλαια με τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης από τους επενδυτές που συμμετέχουν. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που διαμορφώνουν αποδόσεις και όγκο συναλλαγών σε ένα χρηματιστήριο είναι τα αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης. Οι τιμές των αξιογράφων επηρεάζονται και διαμορφώνονται, από ένα σύνολο μακροοικονομικών και μικροοικονομικών παραγόντων καθώς επίσης και από τις επικρατούσες συμπεριφορικές τάσεις των επενδυτών σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή. Οι επιρροές αυτές οδηγούν τις τιμές των αξιογράφων σε ανοδικές και πτωτικές τάσεις.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση των φαινομένων απότομης κάμψης των τιμών των μετοχών ύστερα από μια περίοδο συνεχούς ανόδου του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Παρουσιάζει δηλαδή, ιστορικά και ανά περιόδους την εμφάνιση των Χρηματιστηριακών Κρίσεων στο ελληνικό χρηματιστήριο από την εποχή της άνθησης των μεταλλείων του Λαυρίου και αναλύει εν συνεχεία τις αιτίες και συνέπειες των φαινομένων αυτών από την ίδρυσή του το 1876 μέχρι και σήμερα.

Οι Χρηματιστηριακές Κρίσεις αποτελούν δυσάρεστα αλλά και αναπόφευκτα φαινόμενα για μια οργανωμένη κεφαλαιαγορά καθώς η λειτουργία τους είναι συνυφασμένη από ένα σύνολο πεπραγμένων του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος του οικονομικού συστήματος του οποίου ανήκουν. Η εμφάνισή Χρηματιστηριακών Κρίσεων συνδέεται με αιτίες και συνέπειες από και προς όλα τα αντισυμβαλλόμενα μέρη της παγκόσμιας οικονομίας.

Στην παρούσα εργασία για την καλύτερη κατανόηση των φαινομένων των Χρηματιστηριακών Κρίσεων επιχειρείται μια ανάλυση η οποία ξεκινά παρουσιάζοντας

την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία σε βασικά θέματα κατανομής των χρηματοπιστωτικών αγορών αλλά και του τρόπου αντίδρασης αυτών σε θέματα μεταβολής τιμών σε μια κεφαλαιαγορά. Συνδέει τον τρόπο συμπεριφοράς των αγορών με τη σύγχρονη προσέγγιση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής όπου σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες βοηθά στην αποτελεσματικότερη εξήγηση φαινομένων τα οποία συμβαίνουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Συνεχίζει με την παρουσίαση των αξιογράφων μεταβλητής απόδοσης (μετοχές) ως προς τον τρόπο δομής και συμπεριφοράς τους ως ένα μέρος χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Αναλύονται πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των χρηματιστηριακών επενδύσεων καθώς και ο τρόπος που μπορεί να συμμετάσχει ένας επενδυτής στις αγορές του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Τέλος και πριν την παρουσίαση των Χρηματιστηριακών Κρίσεων του ελληνικού χρηματιστηρίου αναλύεται η δομή, η οργάνωση και η λειτουργία του Χρηματιστηρίου της Αθήνας.

Στο τελευταίο μέρος της εργασίας παρουσιάζονται ιστορικά όλες οι περιόδους ζωής του ελληνικού χρηματιστηρίου από τη γέννηση του μέχρι και σήμερα μέσα από τις κρίσεις που το σημάδεψαν, αναφέροντας αιτίες και συνέπειες των φαινομένων αυτών έτσι ώστε να γίνει αντιληπτός ο τρόπος συμπεριφοράς και λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών και των επενδυτών που συμμετέχουν στα 137 χρόνια από την ίδρυσή του.

1. Οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές

1.1 Κατηγορίες Χρηματοπιστωτικών Αγορών

Η προσφορά και η ζήτηση κεφαλαίων σε ένα οικονομικό σύστημα λαμβάνει χώρα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. (Financial Markets) Βασικό κομμάτι του χρηματοοικονομικού κλάδου αποτελούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές, οι οποίες είναι το κλειδί της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς μέσω αυτών διακινούνται στους τελικούς χρήστες τα πλεονάζοντα κεφάλαια της οικονομίας. Στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει καταστεί ιδιαίτερα σημαντικός και η σημασία τους βαρύνουσα, αφού σε αυτές αποτιμώνται και διαμορφώνονται βάση των βασικών κανόνων της οικονομικής θεωρίας προσφοράς και ζήτησης θεμελιώδη μεγέθη όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός και το συνάλλαγμα. Βασική προϋπόθεση για την σωστή αποτίμηση των μεγεθών σε μια χρηματοπιστωτική αγορά αποτελεί η σωστή οργάνωσή της. Όσο πιο οργανωμένη τόσο πιο αποτελεσματική είναι και όσο πιο αποτελεσματική τόσο πιο ακριβής και αντιπροσωπευτική καθίσταται η αποτίμηση και η εκπλήρωση του ρόλου της για μια οικονομία, με την ορθολογική κατανομή κεφαλαίων και την αποφυγή χρηματοπιστωτικών κινδύνων και δυσάρεστων φαινομένων.

Η αναφορά στην οργάνωση των χρηματοπιστωτικών αγορών μας δίνει το ερέθισμα να αναφέρουμε μια πρώτη διάκριση των αγορών, σε **Οργανωμένη Αγορά και σε μη Οργανωμένη Αγορά (Over the Counter, OTC)**

- **Οργανωμένη Αγορά:** Είναι η αγορά των χρηματοπιστωτικών μέσων, η λειτουργία της οποίας είναι συνεχής ή τακτική και διέπεται από κανόνες. Βασικός άξονας των κανόνων αυτών είναι η τυποποίηση της λειτουργίας και των διαπραγματευόμενων σε αυτές χρηματοπιστωτικών μέσων. Η τυποποίηση αφορά θέματα, όπως ο χρόνος συναλλαγών, το μέγεθος διακύμανσης των τιμών, η μονάδα διαπραγμάτευσης χρηματοοικονομικών μεγεθών, ο χρόνος είσπραξης κ.α. Παράλληλα κινείται μέσα σε ένα θεσμικό πλαίσιο το οποίο καλύπτει θέματα σχετικά με τη διαφάνεια των συναλλαγών και τις προϋποθέσεις διεξαγωγής τους.

- Οι μη Οργανωμένες Αγορές (αγορές OTC): Λειτουργούν βάση κανόνων ή όρων που θέτουν οι συμμετέχοντες, συναλλασσόμενοι ή αντισυμβαλλόμενοι σε αυτήν. Οι κανόνες μπορεί να καλύπτουν μόνο τις ανάγκες μια συγκεκριμένης συναλλαγής. Το καλό τέλος της συναλλαγής εξαρτάται από τους αντισυμβαλλόμενους οι οποίοι αναλαμβάνουν και τον πιστωτικό κίνδυνο που ενδεχομένως να υπάρξει.

Μια άλλη διάκριση των αγορών με βάση το χρόνο εκτέλεσης των συναλλαγών είναι σε **Τρέχουσα (Spot) Αγορά και σε Προθεσμιακή (Forward) Αγορά.**

- Τρέχουσα (Spot) Αγορά: Οι συναλλαγές σε αυτή τη μορφή αγοράς συμφωνούνται και αρχίζουν σήμερα, (δηλαδή σε χρόνο T+0) και ολοκληρώνονται. Το αντικείμενο συναλλαγής παραδίδεται και παραλαμβάνεται άμεσα ή σε σύντομο χρονικό διάστημα. Οι τιμές που διαμορφώνονται στις αγορές αυτές χαρακτηρίζονται τρέχουσες (spot prices). Στις τρέχουσες αγορές των χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως επιτοκίων, συναλλάγματος η συναλλαγή ολοκληρώνεται σε χρόνο T+2, δηλαδή 2 μέρες από τη συμφωνία της συναλλαγής. Υπάρχουν συναλλαγές που ολοκληρώνονται εφόσον συμφωνηθεί και είναι δυνατόν, σε χρόνο T+1, πραγματοποιούνται δηλαδή σε τιμές pre spot. Εφόσον η συναλλαγή ολοκληρωθεί την ίδια μέρα που συμφωνείται η τιμή, είναι τιμή same day.
- Προθεσμιακή (Forward) Αγορά: Είναι η αγορά όπου οι συναλλαγές ολοκληρώνονται σε μεταγενέστερο χρόνο του T+2. Δηλαδή στις προθεσμιακές αγορές η συμφωνία για τη συναλλαγή και η τιμή του υποκείμενου της συναλλαγής, αποφασίζονται και τυπικά κατοχυρώνονται, με σύμβαση ή άλλο τρόπο, σήμερα (χρόνος T+0), αλλά η συναλλαγή πραγματοποιείται σε χρόνο μεταγενέστερο του T+2.

Μια αξιοσημείωτη διάκριση στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι αυτή της **άμεσης και έμμεσης χρηματοδότησης** η οποία προκύπτει από τον τρόπο διοχέτευσης του κεφαλαίου στον τελικό χρήστη.

- Αγορά άμεσης χρηματοδότησης: Χαρακτηρίζεται αυτή όπου τα πλεονάζοντα κεφάλαια ή οι αποταμιεύσεις διοχετεύονται στην οικονομία, από τους κατόχους αυτών, απευθείας στους επενδυτές ή καταναλωτές μετά από συμφωνία των δύο μερών και την έκδοση νέων τίτλων πάντα σεβόμενοι το ισχύων θεσμικό πλαίσιο συναλλαγών.
- Αγορά έμμεσης χρηματοδότησης: Οι αγορές οι οποίες για τη μεταφορά κεφαλαίων παρεμβαίνουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Η παρέμβαση έχει ως στόχο την άντληση κεφαλαίων από τους αποταμιευτές και τη μεταφορά στους δανειζόμενους με τη χρήση ενός διαρκώς αυξανόμενου αριθμού χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές η τακτοποίηση απαιτήσεων και υποχρεώσεων με τα διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελεί κομμάτι της βιωσιμότητας, της εξέλιξης και της συνέχειας των μερών που συμμετέχουν. Η τακτοποίηση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων διεκπεραιώνεται από τη στιγμή της λογιστικής τους εγγραφής σε οριζόμενα χρονικά διαστήματα βάσει συμφωνιών και κανόνων που διέπουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ανάλογα το διάστημα συναλλαγής για τη διεκπαιρέωσή τους, κάνουμε το διαχωρισμό στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Όταν το διάστημα τακτοποίησης ορίζεται σε χρόνο μικρότερο του έτους, πραγματοποιείται στις **χρηματαγορές** (money markets), ενώ όταν ο χρόνος συναλλαγής προσδιορίζεται σε διάστημα μεγαλύτερο του έτους τότε γίνεται αναφορά στις **κεφαλαιαγορές** (capital markets).

- Με τον όρο χρηματαγορές εννοούμε την αγορά στην οποία διακινούνται χρηματοπιστωτικά μέσα βραχυπρόθεσμης διάρκειας, τα οποία έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα και ρευστοποιούνται πολύ εύκολα, είναι δηλαδή στενά υποκατάστατα του χρήματος ή περιλαμβάνονται στον ορισμό της προσφοράς του χρήματος. Παράλληλα ο κίνδυνος αθέτησης και γενικότερα ο πιστωτικός κίνδυνος, οφειλόμενος στη διαχρονική μεταβολή της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών των χρηματοπιστωτικών μέσων, είναι χαμηλός.

- Με τον όρο Κεφαλαιαγορά ορίζεται η αγορά στην οποία διακινούνται χρηματοπιστωτικά μέσα μακροπρόθεσμης διάρκειας, η εμπορευσιμότητα των οποίων είναι χαμηλότερη και η ρευστότητα τους λιγότερο εύκολη από αυτή των μέσων της χρηματαγοράς. Ο κίνδυνος αθέτησης και γενικότερα ο πιστωτικός τους κίνδυνος είναι, θεωρητικά, αυξημένος, αφού η μακροπρόθεσμη πρόβλεψη της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη δεν είναι εύκολη.

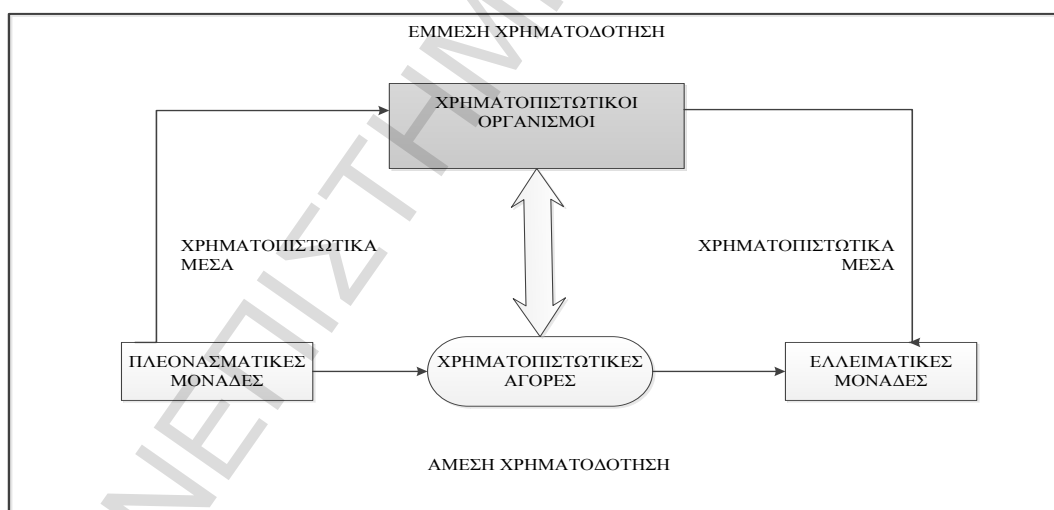
Για να πραγματοποιηθούν οι συναλλαγές της τακτοποίησης απαιτήσεων και υποχρεώσεων στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές χρειαζόμαστε κάποια συναλλακτικά είδη, δηλαδή κάποια χρηματοπιστωτικά μέσα. Τέτοια μπορούν να είναι τα αξιόγραφα, ομολογίες, μετοχές, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, κ.α. Τα συναλλακτικά αυτά μέσα ταξινομούνται σε δύο αγορές. Στην **πρωτογενή αγορά** και στη **δευτερογενή αγορά**.

- Πρωτογενής αγορά: Είναι οι αγορές όπου εισάγονται ή εκδίδονται για πρώτη φορά, οι μετοχές, οι ομολογίες και γενικότερα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Στην αγορά αυτή η τιμή του αξιόγραφου είναι γνωστή και παραμένει αμετάβλητη για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, το οποίο καθορίζεται από τους αναδόχους και την εταιρεία της οποίας τα προς έκδοση αξιόγραφα θα διατεθούν στο ευρύ επενδυτικό κοινό για πρώτη φορά. Η δημιουργία νέων αξιόγραφων έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβίβαση κεφαλαίων από νέους αγοραστές (επενδυτές) στον εκδότη αυτών των αξιόγραφων. Στην Πρωτογενή αγορά δραστηριοποιούνται κυρίως χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που λειτουργούν ως ανάδοχοι ή ως βασικοί διαπραγματευτές, όπως οι εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και οι επενδυτικές τράπεζες.
- Δευτερογενής αγορά: Είναι η αγορά στην οποία αγοράζονται ή πωλούνται τα ήδη υφιστάμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Είναι δηλαδή η αγορά για τα παλαιά αξιόγραφα τα οποία έχουν εκδοθεί στην πρωτογενή αγορά και έρχονται να διαπραγματευτούν στην δευτερογενή αγορά κεφαλαίων ή αξιόγραφων. Στην δευτερογενή αγορά οι συναλλαγές αξιόγραφων δε δημιουργούν νέα αξιόγραφα, απλά τα υπάρχοντα αλλάζουν ιδιοκτήτες. Οι αγοραπωλησίες των αξιόγραφων γίνονται μεταξύ των επενδυτών, μέσω των υπηρεσιών των εκπροσώπων των

εταιρειών επενδυτικών υπηρεσιών. Ενώ στην πρωτογενή αγορά οι επενδυτές αγοράζουν τα αξιόγραφα που επιθυμούν από τους εκπροσώπους των εταιρειών που τα έχουν εκδώσει, στη δευτερογενή αγορά οι αγοραπωλησίες γίνονται μεταξύ αυτών που τα κατέχουν (επενδυτές ιδιώτες) και αυτών που επιθυμούν να τα αγοράσουν (ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές). (Π. Αγγελόπουλος, 2008)

Η συνύπαρξη και η αποτελεσματική λειτουργία της πρωτογενής και δευτερογενής αγοράς αξιόγραφων αποτελεί ύψιστη σημασία για την ανταγωνιστικότητα των σύγχρονων οικονομιών. Αν η δευτερογενής αγορά είναι δραστήρια και αποτελεσματική τότε και η πρωτογενής αγορά θα είναι δραστήρια και σημαντική. Δηλαδή όταν ο επενδυτής γνωρίζει ότι μπορεί να πωλήσει οποιαδήποτε στιγμή τα αξιόγραφα που κατέχει σε λογική τιμή, τότε θα είναι πρόθυμος να αγοράσει νέα αξιόγραφα από την πρωτογενή αγορά.

Παρακάτω παρουσιάζεται η σχηματική ανάλυση των θεωρητικών ορισμών των κατηγοριών αγορών του χρηματοπιστωτικού συστήματος:



*Πηγή: Αγγελόπουλος Χρ. Παναγιώτης, Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα, Σταμούλης, 2008, σελίδα 41

1.2 Η θεωρία των Αποτελεσματικών Χρηματιστηριακών αγορών

1.2.1 Υπόθεση Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς

Η Θεωρία των αποτελεσματικών αγορών βρίσκει εφαρμογή στη χρηματιστηριακή αγορά και ο λόγος είναι ότι οι τιμές των αξιογράφων που διαπραγματεύονται σε αυτή τη μορφή κεφαλαιαγοράς, μεταβάλλονται συνεχώς αντιδρώντας σχετικά άμεσα σε κάθε είδους εξωγενή παράγοντα. Όταν λέμε εξωγενώς δεν μεταβάλλονται από κάποια εξωτερική δύναμη, αλλά ενδογενώς ως αποτέλεσμα των ενεργειών των επενδυτών που εκτιμούν τις ειδήσεις και προχωρούν σε συναλλαγές. Σύμφωνα με την υπόθεση της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς οι τιμές των αξιογράφων σε μια κεφαλαιαγορά αντανακλούν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση που υπάρχει και οι τιμές τους διαμορφώνονται βάση της έννοιας της τυχαίας περιπάτου. Η έννοια αυτή δεν είναι τίποτα άλλο από το γεγονός ότι οι τιμές των αξιογράφων παραμένουν διαχρονικά ασυσχέτιστες και μεταβάλλονται βάση της διαθέσιμης πληροφόρησης που υπάρχει στο περιβάλλον το οποίο διαπραγματεύονται. Στην ουσία με την έννοια του τυχαίου περιπάτου αντιλαμβανόμαστε ότι η καλύτερη τιμή για την αποτίμηση ενός αξιογράφου είναι η τιμή που έχει σήμερα και ότι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν παρελθοντικές τιμές για πρόβλεψη μελλοντικών αποδόσεων (Fama, 1965) Γύρω από κάθε χρηματιστήριο του κόσμου τεχνικοί ειδήμονες, αναλυτές και έμπειροι επενδυτές ισχυρίζονται ότι πραγματοποιούν προβλέψεις σχετικά με τις μεταβολές των τιμών των αξιογράφων της χρηματιστηριακής αγοράς. Γίνεται λόγος για τον όρο υπερκέρδη και για τον χρόνο αγοράς ή πώλησης των μετοχικών τίτλων με σκοπό το κέρδος του επενδυτή. Με τον όρο υπερκέρδη εννοούμε κέρδη μεγαλύτερα από αυτά που αναμένουμε σε σχέση με τον κίνδυνο των μετοχών που έχουμε επιλέξει ως επενδυτές. Οι αναλυτές προτείνουν τη σύγκριση της οικονομικής αξίας μιας μετοχής δηλαδή την παρούσα αξία των εσόδων της μετοχής, με την τρέχουσα τιμή της στο χρηματιστήριο το οποίο διαπραγματεύεται (χρηματιστηριακή αξία). Όταν η ονομαστική αξία είναι μεγαλύτερη από τη χρηματιστηριακή αξία τότε η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και οι χρηματιστηριακοί αναλυτές προτείνουν την αγορά της μετοχής αυτής, δηλαδή την αγορά σε χαμηλή τιμή με σκοπό ότι όλη η αγορά θα σπεύσει να την αγοράσει λόγω της αύξησης ζήτησης και με τον τρόπο αυτό η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί μέχρι να εξισωθεί με την χρηματιστηριακή της τιμή. Άρα οι πελάτες της μετοχής θα έχουν

αγοράσει «φθηνά» και με τον τρόπο αυτό θα έχουν υπερκέρδη γιατί θα τις πουλήσουν σε «ακριβότερη» τιμή. Αντίστροφα, και με την ίδια ακριβώς λογική όταν η οικονομική αξία της μετοχής είναι μικρότερη από τη χρηματιστηριακή αξία τότε η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη και οι αναλυτές προτείνουν την πώληση της μετοχής για να την αγοράσουν αργότερα σε χαμηλότερη τιμή. Η οικονομική ανάλυση δίνει απαντήσεις στις μεταβολές των τιμών των μετοχών μέσω της υπόθεσης της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς. Η αξία των χρηματιστηριακών τίτλων σε κάθε χρονική στιγμή εξαρτάται από δύο μεγάλα σύνολα παραγόντων. Το ένα είναι το σύνολο των δεδομένων και πληροφοριών που βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών κάθε χρονική στιγμή και το άλλο είναι το προφίλ των επενδυτών. (Fama, 1970)

Η υπόθεση της **ορθολογικής κεφαλαιαγοράς** διατηρώντας αμετάβλητο στην υπόθεσή της το προφίλ των επενδυτών καταλήγει σε τρεις βασικές παραδοχές:

- Την άμεση συσχέτιση των ειδήσεων με τις προσαρμογές των αξιών των μετοχών. Οι αξίες δεν μπορούν να παραμένουν σταθερές, η συνεχής ροή νέων πληροφοριών οδηγεί και στη συνεχή τροποποίηση των αξιών των μετοχών.
- Η διαχρονική προσαρμογή των αξιών των μετοχών είναι μια διαδικασία απρόβλεπτων και τυχαίων μεταβολών.
- Παρεκκλίσεις στις τιμές συναλλαγών των μετοχών μπορεί να υπάρχουν αλλά εξαλείφονται ταχύτατα μέσα από τη δράση ορθολογικών και πληροφορημένων επενδυτών που αναγνωρίζουν την ανισορροπία, επιχειρούν να κερδίσουν από αυτήν και τελικά επιφέρουν τη διόρθωσή της με αποκατάσταση της ισορροπίας.

Σε μαθηματική μορφή η υπόθεση της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς διατυπώθηκε από τον Fama (1965) και δίδεται από τη σχέση:

$$E [P (t+1)/I (t)] = P (t)$$

Όπου, $E[P (t+1)/I(t)]$ είναι η μαθηματική ελπίδα της τιμής περιόδου $t+1$ με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες $I(t)$ κατά τον χρόνο t , και $P(t)$ είναι η τιμή που παρατηρείται τον χρόνο t στην χρηματιστηριακή αγορά.

Αναλύοντας τη συμπεριφορά των επενδυτών σε μια επένδυση για να συνάδουν οι κινήσεις τους με στοιχεία ορθολογισμού στην επένδυση πρέπει να ισχύουν οι παρακάτω προϋποθέσεις:

- Η επίγνωση του επενδυτικού κινδύνου και η λήψη μέτρων για την αποζημίωση από την ανάληψη κινδύνου.
- Η αποτίμηση την επένδυσης με προοπτικές κερδοφορίας μακροπρόθεσμα.
- Η αναγνώριση ότι οι τιμές στη χρηματιστηριακή αγορά δεν διαμορφώνονται μυστηριωδώς αλλά ανταποκρίνονται σε ενέργειες των ίδιων των επενδυτών.
- Η αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών και όχι η επικέντρωση σε ορισμένα στοιχεία μερικευμένης πληροφορίας που οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα.
- Η απόρριψη ιστορικών ή μιμητικών υποδειγμάτων για τη ρύθμιση της επενδυτικής συμπεριφοράς. (Θωμαδάκης Β.Σ – Ξανθάκης Δ. Μ, 2006)

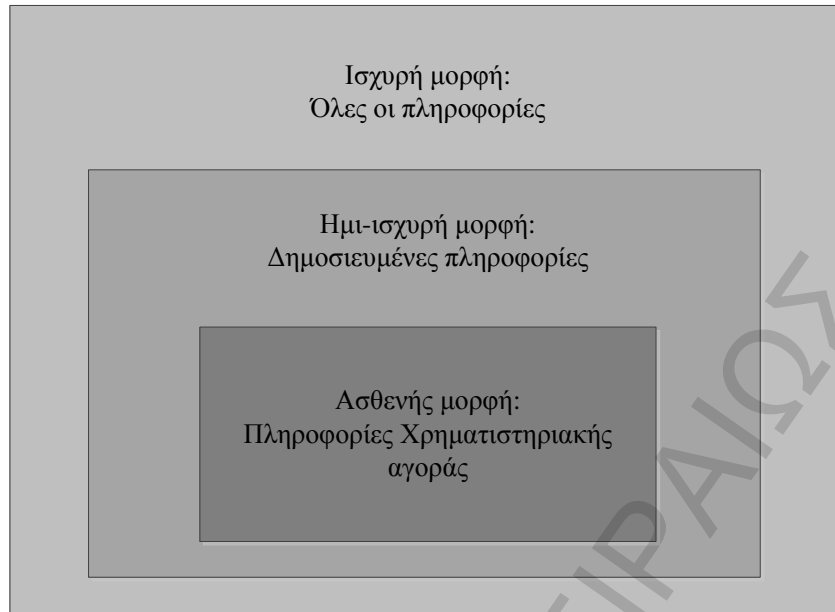
Η ύπαρξη των προϋποθέσεων της υπόθεσης της ορθολογικής χρηματιστηριακής αγοράς και η ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών μας οδηγεί στην ύπαρξη της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς. (Βασιλείου Δ. – Ηρειώτης Ν., 2009). Ωστόσο ερευνητές και μελέτες υποστηρίζουν **την αμφισβήτηση της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς** για δύο βασικούς λόγους. Ο πρώτος είναι ότι σε μικρά χρηματιστήρια όπου ο αριθμός των υποψήφιων επενδυτών είναι μικρός, η επιλογή των μετοχικών τίτλων περιορισμένη και επικρατεί ισχύοντα συναλλαγών, οι εμπειρικές μελέτες της θεωρίας ορθολογικής κεφαλαιαγοράς εμφανίζουν παρεκκλίσεις από τις ισχύουσες προϋποθέσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί σε τέτοιου είδους χρηματιστηριακές αγορές εμφανίζονται στρατηγικές αγοραπωλησιών και πληροφόρησης στη βάση μονοπωλιακών πλεονεκτημάτων από την πλευρά είτε της προσφοράς είτε της ζήτησης. Ο δεύτερος λόγος είναι η αμφισβήτηση του ορθολογισμού των επενδυτών καθώς ιστορικά εμφανίζεται η τάση της υπερτίμησης κάποιων μετοχικών τίτλων σε σχέση με την πληροφόρηση που υπάρχει τη δεδομένη χρονική στιγμή, η οποία αποδεικνύεται μετέπειτα παράλογη από την εξίσου μεγάλη υποτίμησή τους. Η υπόθεση της μη ορθολογικότητας των επενδυτών βασίζεται κυρίως στην ψυχολογία του ατόμου η οποία επηρεάζεται άμεσα από συμπεριφορικές τάσεις μιμητισμού, φόβου, απληστίας, και ταύτισης κινήσεων σε ένα σύνολο. (Θωμαδάκης– Ξανθάκης, 2006, Καραθανάσης 2002)

1.2.2 Μορφές αποτελεσματικών αγορών

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς διαιρείται σε τρεις κατηγορίες αναλόγως του είδους της πληροφόρησης που ενσωματώνεται στους μετοχικούς τίτλους. (Fama, 1970)

- Ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας: Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ιστορικές και παροντικές πληροφορίες της χρηματιστηριακής αγοράς όπως μεταβολές τιμών, χρηματιστηριακοί δείκτες, αποδόσεις, όγκος συναλλαγών αντικατοπτρίζονται στις τιμές των μετοχικών τίτλων επομένως δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για προβλέψεις στις τιμές των μετοχών τίτλων.
- Ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας: Σε αυτή τη μορφή αποτελεσματικότητας, οι τιμές των μετοχικών τίτλων έχουν ενσωματώσει όλη τη δημοσιευμένη πληροφόρηση της χρηματιστηριακής αγοράς όπως ισολογισμούς εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων, κ.α άρα δεν μπορεί να προβλεφτεί από τους επενδυτές μελλοντικές τιμές και επίτευξη υπερβάλλουσας απόδοσης. Επομένως η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας περικλείει την ασθενής μορφή.
- Ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας: Στην ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, οι τιμές των μετοχικών τίτλων αντικατοπτρίζουν όλες τις πληροφορίες δημοσιευμένες και μη, δηλαδή πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα. Επομένως το σύνολο των πληροφοριών αυτών, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές των αξιόγραφων. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς περικλείει και την ασθενής και την ημι-ισχυρή μορφή αγοράς.

Σχηματικά οι μορφές αποτελεσματικότητας της αγοράς παρουσιάζονται παρακάτω:



1.3 Χρησιμότητα Οργανωμένων Χρηματιστηριακών Αγορών

Κατόπιν της ανάλυσης που προηγήθηκε για την ορθολογική κεφαλαιαγορά, η ύπαρξη της οποίας οδηγεί στην αποτελεσματική λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών, θα ήταν ευδόκιμο να αναλυθεί η χρησιμότητα ύπαρξης οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών για μια οποιαδήποτε οικονομία.. Τα οφέλη που προκύπτουν από την εύρυθμη λειτουργία οργανωμένων χρηματιστηρίων αποκομίζονται τόσο η εταιρεία η οποία συμμετέχει με τις μετοχές της, οι επενδυτές, καθώς επίσης και η εθνική οικονομία στην οποία δραστηριοποιείται η αποτελεσματική και οργανωμένη κεφαλαιαγορά. (Laopodis, 2004). Για την εταιρεία οι οργανωμένες κεφαλαιαγορές παρέχουν τα μέσα και τον τρόπο διαμόρφωσης αντικειμενικών τιμών, αποτιμούν την αξία της επιχείρησης βάση τρεχουσών δυνάμεων προσφοράς και ζήτησης, διευκολύνουν την άντληση κεφαλαίων από την πρωτογενή αγορά, καθώς επίσης δίνουν τη δυνατότητα επενδυτικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών με έκδοση νέων αξιόγραφων. Στους επενδυτές η ύπαρξη οργανωμένων χρηματιστηρίων παρέχει κλίμα εμπιστοσύνης, η ποικιλία αξιόγραφων στο χρηματιστήριο δίνει τη δυνατότητα επιλογής αποδοτικότερων χαρτοφυλακίων, παρέχει τα απαιτούμενα στοιχεία στους μετόχους για την αποτελεσματικότερη παρακολούθηση της εταιρείας, διευκολύνουν τους όρους άμεσης ρευστοποίησης και εμπορευσιμότητας μετοχικών τίτλων, συμμετέχουν αναλογικά στα κέρδη τον κίνδυνο και την καθαρή θέση της εταιρείας. Τέλος για την Εθνική Οικονομία

στην οποία εδρεύει και συναλλάσσεται η χρηματιστηριακή αγορά παρέχονται τα μέσα για τη δημιουργία νέων επενδύσεων σε πάγια στοιχεία, διευκολύνει την αποταμίευση των συμμετεχόντων στην αγορά καθώς δεν τους αναγκάζει να αποφασίσουν αμετάκλητα σε μια δεδομένη χρονική στιγμή για αναβολή κατανάλωσης, η διαμόρφωση αντικειμενικών τιμών. Επιτρέπει τη μέτρηση αντικειμενικών αγοραίων αποδόσεων, οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση επιδόσεων των εισηγμένων εταιρειών και των θεσμικών επενδυτών και των δημόσιων επιχειρήσεων. Η μεγάλη ποικιλία συνδυασμών απόδοσης και κινδύνου επιτρέπουν στους υπεύθυνους των ασφαλιστικών ταμείων να αξιοποιήσουν αποτελεσματικά τα κεφάλαιά τους στα πλαίσια των αρχών του αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου. (Panagiotidis, 2006)

Η λειτουργία των οργανωμένων χρηματιστηρίων σύμφωνα με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική όπως αναφέρθηκε, θα πρέπει να μεταβάλει τις τιμές των αξιών που διαπραγματεύονται σε αυτές αξιοποιώντας όλη την πληροφόρηση η οποία είναι διαθέσιμη και απεικονίζοντας την πληροφόρηση αυτή στις αποδόσεις των αξιογράφων. Οι σύγχρονες ωστόσο τάσεις κυρίως με την εμφάνιση συμπεριφορικών αναταράξεων στους επενδυτές και με σκοπό την βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία οδηγούν τις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές σε συνεχείς αναταράξεις και πολλές φορές στην επιβεβαίωση της θεωρίας του χάους ειδικότερα στις υψηλού κινδύνου αγορές όπως η ελληνική με μοναδικό σκοπό την βραχυπρόθεσμη πρόβλεψη αποδόσεων και όχι τη συνετή μακροπρόθεσμη επένδυση. Αντιλαμβανόμαστε επομένως τις πολλαπλές δυσάρεστες συνέπειες στο κοινωνικό και οικονομικό σύνολο από την μη εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών αλλά παράλληλα τα πολλαπλά οφέλη από την ύπαρξη αποτελεσματικών χρηματιστηριακών αγορών. (Barkoulas, Travlos, 2010)

2. Θεωρία Χαρτοφυλακίου και Αξιογράφα Μεταβλητής Απόδοσης (Μετοχές)

2.1 Θεωρία Χαρτοφυλακίου

Με τον όρο χαρτοφυλάκιο εννοούμε το συνδυασμό διαφόρων περιουσιακών στοιχείων τα οποία κατέχει ένας επενδυτής. Το σύνολο αυτό των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να περιλαμβάνει όλο τον πλούτο του επενδυτή ή ένα μέρος του πλούτου του. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου ορίζεται ως η διαδικασία συνδυασμού διαφόρων αξιογράφων σε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο δημιουργείται αναλόγως τις προτιμήσεις, τις ανάγκες και το προφίλ του συγκεκριμένου επενδυτή. Η διαδικασία διαχείρισης του χαρτοφυλακίου συνοψίζεται στο παρακάτω διάγραμμα ροής. (Βασιλείου, Ηρειώτης, 2009)



2.1.1 Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου

Ο επενδυτής με την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου αναδεικνύει το μέγεθος του κινδύνου που μπορεί να αναλάβει. Η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου προσπαθεί να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο για ένα δεδομένο επίπεδο αναμενόμενης απόδοσης, δηλαδή εξηγεί πώς να βρεθεί η καλύτερη στρατηγική για να διαφοροποιήσουμε ένα χαρτοφυλάκιο με δεδομένη απόδοση και κίνδυνο από τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν επιλεγεί από τον επενδυτή για να το αντιπροσωπεύουν. Η θεωρία αυτή ονομάζεται διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου και βασικός θεμελιωτής της είναι ο (Markowitz, 1952) ο οποίος προτείνει λύσεις στο πρόβλημα της άριστης επιλογής χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων όταν αυτές χαρακτηρίζονται από ποικιλία προσδοκώμενων αποδόσεων και βαθμών κινδύνου. Γενικότερα η ανάλυση της βιβλιογραφίας προτείνει τη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου με ποικίλους τρόπους όπως για παράδειγμα «η μη τοποθέτηση όλων των αυγών σε ένα καλάθι» ώστε να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος κατά 80% (Fisher – Lorie, 1970), ή την επένδυση σε διαφορετικούς κλάδους επιχειρήσεων της αγοράς ή ακόμη και σε διαφορετικές κεφαλαιαγορές διεθνώς για την αποφυγή των μακροοικονομικών κινδύνων μιας συγκεκριμένης αγοράς. Ο Markowitz σύμφωνα με τη θεωρία του διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιο ως εξής:

Η βασική υπόθεση της προσέγγισής είναι ότι, οι επενδυτές δέχονται να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο μόνον αν αποζημιωθούν με μεγαλύτερη απόδοση. Η προσέγγιση του Markowitz για την κατασκευή καλά διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων στηρίζεται στην επιλογή και στο συνδυασμό διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων με συντελεστή συσχέτισης σημαντικά χαμηλότερο της μονάδος. Ο συντελεστής συσχέτισης (ρ) είναι μια στατιστική, η οποία μετράει το βαθμό παράλληλης κίνησης δύο μεταβλητών. Τα όρια των τιμών του βρίσκονται στο διάστημα $[-1, +1]$. Συντελεστές συσχέτισης κοντά στη μονάδα ($\rho = +1$) υποδηλώνουν ισχυρή, παράλληλη και ομόρροπη κίνηση μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών, συντελεστής συσχέτισης στο μηδέν ($\rho = 0$) δηλώνει ότι ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος είναι σημαντικά μειωμένος, ενώ αντίστοιχοι κοντά στο -1 , ($\rho = -1$) δείχνουν ισχυρή, παράλληλη αλλά αντίθετης κατεύθυνσης κίνηση, άρα στην περίπτωση αυτή οι δυο υπό εξέταση μεταβλητές κινούνται ανεξάρτητα. Συμπερασματικά ο συνδυασμός διαφορετικών περιουσιακών

στοιχείων με συντελεστή συσχέτισης στο -1 έχουν τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο. (Φίλιππας 2010).

2.2 Αξιόγραφα Μεταβλητής Απόδοσης (Μετοχές)

Με τον όρο αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης εννοούμε όλα εκείνα τα αξιόγραφα για τα οποία δεν περιμένουμε μια αναμενόμενη σταθερή απόδοση από την επένδυση μας αλλά η απόδοση εξαρτάται από παράγοντες που διαμορφώνονται στην αγορά έχοντας παράλληλα το επίπεδο απόδοσης για τον κίνδυνο που έχουμε αναλάβει με τα αξιόγραφα που έχουμε επιλέξει. Τα αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης είναι το συνάλλαγμα, τα ομόλογα ή ομολογίες με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με ρήτρα, ξένο νόμισμα, οι μετοχές, τα αμοιβαία κεφάλαια, τα παράγωγα προϊόντα. Στα πλαίσια της παρούσης εργασίας θα αναλυθούν οι μετοχές οι οποίες παίζουν το βασικό ρόλο στη διαμόρφωση τιμών στη χρηματιστηριακή αγορά και ευθύνονται με τις αποδόσεις τους για την πορεία της.

2.2.1 Ορισμός

Με τον όρο μετοχές ορίζουμε το αξιόγραφο εκείνο το οποίο προκύπτει όταν το κεφάλαιο το οποίο συγκεντρώνεται για την ίδρυση μιας Ανώνυμης Εταιρείας διαιρείται σύμφωνα με το καταστατικό σε μικρότερα ίσα αξιακά μερίδια. Αποτελούν τίτλο ιδιοκτησίας ενός ποσοστού της εταιρείας και συμπεριλαμβάνονται στα ίδια κεφάλαια της. Το σύνολο της αξίας των μετοχών αποτελεί το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και οι κάτοχοι των μετοχών αποκαλούνται μέτοχοι της εταιρείας. Οι μετοχές είναι βασικό εργαλείο στήριξης της κύριας πηγής άντλησης κεφαλαίων για τις ανώνυμες εταιρείες, με καταβολή κεφαλαίων από αυτούς που θέλουν να τις αποκτήσουν και να γίνουν μέτοχοι μιας επιχείρησης. Τα αντλούμενα με μετοχές κεφάλαια δεν επιστρέφονται, οι μετοχές αποτελούν τίτλους ιδιοκτησίας αόριστης διάρκειας και τα έσοδα για τους μετόχους προκύπτουν από την καταβολή μερισμάτων σύμφωνα με τα κέρδη της επιχείρησης. Οι μετοχές είναι το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα αξιόγραφου μεταβλητής απόδοσης καθώς δεν καταβάλλουν ένα συγκεκριμένο χρηματικό ποσό στον κάτοχό τους, αλλά το εισόδημα του κατόχου κυμαίνεται από περίοδο σε περίοδο και επίσης η απόδοσή τους εξαρτάται από τον κίνδυνο τον οποίο

περιέχουν. Η αρχική εισφορά ιδίων κεφαλαίων με τη μορφή των μετοχών γίνεται με τους δύο ακόλουθους τρόπους.

- Ιδιωτική τοποθέτηση
- Δημόσια Εγγραφή

Κατά την Ιδιωτική τοποθέτηση αποφασίζουν δύο ή περισσότερα φυσικά ή νομικά πρόσωπα βάση υφιστάμενου νομικού πλαισίου (ν.2190/1920) και ιδιωτικής συμφωνίας τους όρους της αρχικής εισφοράς ή της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Κατά την Δημόσια Εγγραφή, η επιχείρηση απευθύνεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό με προκαθορισμένες και τυποποιημένες διαδικασίες από τις αρμόδιες αρχές, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Αρχές της Χρηματιστηριακής αγοράς και ζητά τη συμμετοχή των ενδιαφερόμενων μελών στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, πουλώντας νέες ή υφιστάμενες μετοχές. Με την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής το σύνολο των μετοχών της επιχείρησης, νέων και υφιστάμενων εισάγεται σύμφωνα με τις απαραίτητες διαδικασίες και ενέργειες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

2.2.2 Διάκριση μετοχών

Οι μετοχές διακρίνονται σε Ονομαστικές ή Ανώνυμες και σε Κοινές ή Προνομιούχες. Αναλυτικότερα η διάκριση των μετοχών έχει ως εξής:

- Ονομαστικές: Είναι οι μετοχές οι οποίες αναγράφουν στο σώμα τους τα στοιχεία της επιχείρησης και τα στοιχεία του δικαιούχου.
- Ανώνυμες: Είναι οι μετοχές οι οποίες φέρουν μόνο τα στοιχεία της εταιρείας.

Ο διαχωρισμός σε Κοινές ή Προνομιούχες εξετάζεται μέσα από τα δικαιώματα των κατόχων τέτοιου είδους μετοχών:

- Κάτοχοι Κοινών μετοχών: Είναι οι μετοχές που δίνουν στους μετόχους δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας, συμμετέχουν στη διανομή κερδών μέσω των μερισμάτων που διανέμει η εταιρεία, έχουν δικαίωμα προτίμησης σε

αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και δικαιούνται να συμμετέχουν στη διανομή του ενεργητικού της Ανώνυμης Εταιρείας σε περίπτωση εκκαθάρισής της, εφόσον έχουν ικανοποιηθεί οι απαιτήσεις των πιστωτών της.

- **Κάτοχοι Προνομιούχων μετοχών:** Είναι οι μετοχές οι οποίες δεν δίνουν δικαίωμα ψήφου, παρέχουν όμως πλεονεκτήματα στους μετόχους, τα οποία ορίζονται από το καταστατικό της εταιρείας. Τα πλεονεκτήματα είναι ότι προηγούνται των κοινών μετοχών στη διανομή μερίσματος και στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης της εταιρείας σε περίπτωση πτώχευσής της. Επίσης οι προνομιούχες μετοχές είναι δυνατόν να δικαιούνται μερίσματος ακόμη και σε περιόδους που η επιχείρηση καταγράφει ζημίες στις οικονομικές της καταστάσεις. (Καραθανάσης, 2002)

Οι μετοχές οι οποίες είναι πιο διαδεδομένες στο Χρηματιστήριο των Αθηνών είναι οι κοινές ονομαστικές μετοχές και σε δεύτερο λόγο οι προνομιούχες.

2.2.3 Αξία Μετοχής

Η αξία της μετοχής είναι η αποτίμηση της σε χρηματικές μονάδες και με τον τρόπο αυτό αποτιμάται ολόκληρη η επιχείρηση. Η αξία της μετοχής μπορεί να κατηγοριοποιηθεί ως εξής:

- **Ονομαστική Αξία:** Είναι η αξία της μετοχής που καθορίζεται κατά την αρχική της εμφάνιση, είτε κατά την ίδρυση της εταιρείας είτε κατά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και διάθεση των μετοχών με ιδιωτική τοποθέτηση ή με δημόσια εγγραφή. Η ονομαστική αξία είναι η αξία με την οποία εμφανίζεται στον ισολογισμό της επιχείρησης το ύψος του «Μετοχικού της Κεφαλαίου». Η ονομαστική αξία των μετοχών είναι σταθερή και μπορεί να μεταβληθεί μόνο με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της επιχείρησης. Η τιμή αυτή δεν δίνει την πραγματική εικόνα της επιχείρησης καθώς δεν λαμβάνει υπόψη τρέχοντες παράγοντες σχετικά με τη δραστηριότητα της επιχείρησης.

- **Λογιστική αξία:** Αποτελεί το αποτέλεσμα της διαίρεσης των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης προς τον αριθμό των μετοχών. Κατά τον υπολογισμό της λογιστικής αξίας πρέπει να αναπροσαρμόζονται τα στοιχεία του ενεργητικού όπως για παράδειγμα η αξία των αποθεμάτων που πιθανώς να έχουν απαξιωθεί ή απαιτήσεις από πελάτες που κρίνονται επισφαλείς, μειώνοντας παράλληλα και τα Ίδια Κεφάλαια.
- **Αξία Ρευστοποίησης ή Εσωτερική Αξία:** Αφορά την αξία της μετοχής, εάν από το σύνολο του ενεργητικού αφαιρεθούν τα ξένα κεφάλαια, αφού προηγουμένως όλα τα μεγέθη ενεργητικό, παθητικό, καθαρά θέση αποτιμηθούν και τιμολογηθούν αξιόπιστα στην πραγματική τους τιμή.
- **Χρηματιστηριακή αξία:** Ορίζεται η αξία της μετοχής που διαμορφώνεται κατά τη διαπραγμάτευσή της στη χρηματιστηριακή αγορά. Η χρηματιστηριακή αξία είναι πολύ σημαντική καθώς αποτιμάται καθημερινά στην αγορά με βάση τη θεωρία προσφοράς και ζήτησης κατόπιν εκτιμήσεων συγκυριών και χρονικών στιγμών.
Οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής διαχωρίζονται σε μακροοικονομικούς, μικροοικονομικούς και ψυχολογικούς ή συμπεριφορικούς. Στους μακροοικονομικούς παράγοντες περιλαμβάνονται: ο πληθωρισμός, η ανεργία, ο ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ), τα ελλείμματα, το ύψος των επιτοκίων, το μέγεθος εισαγωγών εξαγωγών, οι κυβερνητικές αποφάσεις κ.α. Στους μικροοικονομικούς παράγοντες περιλαμβάνονται: το είδος των προϊόντων, ο κλάδος δραστηριότητας της επιχείρησης, η διοίκηση της εταιρείας, η μερισματική πολιτική, η ρευστότητα, η ανάπτυξη, οι πωλήσεις κ.α. Στους ψυχολογικούς παράγοντες δεν θα ορίσουμε χωριστά παραδείγματα όπως ανωτέρω καθώς είναι κοινώς αντιληπτό η επιρροή που μπορεί να έχει η ψυχολογία που πιθανώς να επικρατεί σε συγκεκριμένο ζήτημα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και πως μπορεί αυτό να επηρεάσει μια επένδυση. Συμπεριφορικές τάσεις όπως η συμπεριφορά της αγέλης στην επένδυση, η επίδραση των μέσων ενημέρωσης, ο φόβος ή η απληστία οδηγούν σε συμπεριφορές και διαμορφώνουν ψυχολογία η οποία επηρεάζει τον τομέα των επενδύσεων. (Αγγελόπουλος, 2008), (Φίλιππας, 2010)

2.2.4 Απόδοση και Κίνδυνος Μετοχής

Η απόδοση μιας μετοχής είναι η διαφορά μεταξύ τελικής και αρχικής αξίας συμπεριλαμβανομένων και των μερισμάτων που τυχόν διανεμήθηκαν κατά την περίοδο υπολογισμού της, διαιρούμενης της αρχικής αξίας της μετοχής. Η απόδοση δίδεται με την παρακάτω σχέση:

$$\text{Απόδοση Μετοχής} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \quad (1)$$

- P_{t-1} : Είναι η τιμή της μετοχής τη χρονική στιγμή αγοράς t-1,
- P_t : Είναι η τιμή της ίδιας μετοχής τη χρονική στιγμή πώλησης t,
- D_t : Είναι τα μερίσματα που τυχόν διανεμήθηκαν κατά την περίοδο διακράτησης της μετοχής μεταξύ t-1 και t.

Η παραπάνω σχέση (1) μπορεί να μετασχηματιστεί ως εξής:

$$\text{Απόδοση Μετοχής} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} \quad (2)$$

Το πρώτο σκέλος της σχέσης (2) είναι γνωστό ως κεφαλαιακά κέρδη και το αποτέλεσμα μπορεί να είναι θετικό, μηδενικό ή και αρνητικό. Το δεύτερο τμήμα της σχέσης (2) είναι γνωστό ως μερισματική απόδοση και εξαρτάται από τη μερισματική πολιτική της εταιρεία, η οποία δεν είναι γνωστή εκ των προτέρων. Με τη σχέση (2) υπολογίζουμε την ποσοστιαία ονομαστική απόδοση της μετοχής για την περίοδο που εξετάζουμε. Αν θέλουμε να υπολογίσουμε την πραγματική απόδοση, αφαιρούμε από την ονομαστική απόδοση το επίπεδο του πληθωρισμού.

Όπως αναφέρθηκε η μετοχή αποτελεί το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα αξιολογούμενου μεταβλητής απόδοσης. Δηλαδή ένας επενδυτής γνωρίζει από την αρχή ότι οι μετοχικοί τίτλοι που έχει επιλέξει, του προσφέρουν μια απόδοση με δεδομένο ποσοστό κινδύνου για την απόδοση αυτή. Εφόσον αναλύθηκε η απόδοση του αξιολογούμενου κρίνεται σκόπιμο να ορισθεί και η έννοια του κινδύνου του για τη σωστή αξιολόγηση της επένδυσης. Όσο μεγαλύτερο κίνδυνο επιλέξει να έχει ένας επενδυτής στο χαρτοφυλάκιό του τόσο μεγαλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις περιμένει από την

επένδυσή του και το αντίστροφο. Με τον όρο κίνδυνο μιας μετοχής δεν εννοούμε την απόλυτη κατάρρευση της μετοχής με αποτέλεσμα την απώλεια κεφαλαίων του επενδυτή, αλλά την απόκλιση των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων ως προς τις αντίστοιχες αναμενόμενες. Ο συνολικός κίνδυνος μιας μετοχής είναι το άθροισμα του συστηματικού κινδύνου ή κινδύνου αγοράς και του μη συστηματικού κινδύνου ή ειδικού κινδύνου. Με τον συστηματικό κίνδυνο αναφερόμαστε στον κίνδυνο που προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν συνολικά όλη την αγορά στην οποία διαπραγματεύεται το αξιόγραφο. Συγκεκριμένα αφορά τη συνολική μεταβλητότητα απόδοσης μιας μετοχής, που οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν ταυτόχρονα τις μέσες αποδόσεις όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται σε μια χρηματιστηριακή αγορά. Ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών οφείλεται σε πολιτικούς, οικονομικούς λόγους, και σε μεταβολές της παγκόσμιας οικονομικής κατάστασης, οι οποίες επηρεάζουν συνολικά όλες τις επενδύσεις. Ο δε μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε ιδιαίτερα γεγονότα της ίδιας της επιχείρησης ή του κλάδου που ανήκει η μετοχή. Τέτοια γεγονότα μπορεί να είναι, ο ρυθμός των πωλήσεων, η ρευστότητα της εταιρείας, η ανάπτυξη νέων προϊόντων, η πτώση ή η αύξηση ζήτησης για τον κλάδο που ανήκει κ.α. Ο συνολικός κίνδυνος μιας μετοχής προκύπτει από κάποιες επιμέρους πηγές. Από τον επιχειρηματικό κίνδυνο, τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο, τον κίνδυνο ρευστότητας και το συναλλαγματικό και πολιτικό κίνδυνο.

- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος προκύπτει αν υπολογιστεί ο συντελεστής μεταβλητότητας των πωλήσεων της εταιρείας και η τυπική απόκλιση της ετήσιας ποσοστιαίας μεταβολής των πωλήσεων της εταιρείας και συγκριθούν οι δύο δείκτες αυτοί με τους αντίστοιχους του κλάδου.
- Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος προκύπτει εάν εξεταστεί για την εταιρεία ένας από τους δείκτες μόχλευσης . για παράδειγμα (Σύνολο Ενεργητικού / Ίδια Κεφάλαια) και συγκριθεί με τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου ή της συνολικής αγοράς.
- Ο κίνδυνος ρευστότητας προκύπτει από το αν υπάρχει ή όχι ζήτηση για αγορά των μετοχών της εξεταζόμενης επιχείρησης. Συγκεκριμένα από τον αριθμό των μετοχών της επιχείρησης, τον αριθμό των μετοχών που έχουν πουληθεί, το

ενδιαφέρον για τις μετοχές της εταιρείας σε σύγκριση με την πορεία του κλάδου ή της συνολικής αγοράς για το ζήτημα αυτό.

- Ο συναλλαγματικός και πολιτικός κίνδυνος εξετάζεται με τον υπολογισμό κινδύνου να πραγματοποιηθεί μια αλλαγή ισοτιμίας μεταξύ του νομίσματος αγοράς και διαπραγμάτευσης του μετοχικού τίτλου στην χρηματιστηριακή αγορά την οποία ανήκει ή μιας σημαντικής μεταβολής στο πολιτικό ή οικονομικό περιβάλλον της ξένης χώρας.

Με τα παραπάνω ο επενδυτής μπορεί να διαπιστώσει τις πηγές του συνολικού κινδύνου των μετοχικών τίτλων των οποίων είναι κάτοχος και αν αυτός, είναι μεγαλύτερος ή μικρότερος, συγκριτικά με τον κλάδο ή την αγορά την οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές των επιχειρήσεων των οποίων είναι μέτοχος.

Η μέτρηση των κινδύνων συστηματικού και μη συστηματικού προσδιορίζεται παρακάτω:

Ο μη συστηματικός κίνδυνος δηλαδή η αξιολόγηση της μετοχής μεμονωμένα σε απόλυτους όρους και όχι στην αγορά την οποία διαπραγματεύεται μετράται από την τυπική απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων της για μια περίοδο. Συγκεκριμένα η σχέση της τυπικής απόκλισης που μας δίνει τον κίνδυνο μιας μετοχής μεμονωμένα είναι:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(R_{pt} - \bar{R}_{pt})^2}{n-1}}$$

- όπου R_{pt} είναι η απόδοση της μετοχής p μέσα σε μια χρονική περίοδο,
- \bar{R}_{pt} είναι η μέση απόδοση της μετοχής για την εξεταζόμενη περίοδο και n ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Το υπόλοιπο τμήμα του συνολικού κινδύνου δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος για μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά προσεγγίζεται με το συντελεστή beta. Ο συντελεστής αυτός είναι ένα μέτρο σχετικής επικινδυνότητας μιας μετοχής ως προς την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Η τιμή του συντελεστή αυτού δείχνει τη μεταβολή της μετοχής ως προς το δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς στην οποία διαπραγματεύεται. Η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών έχει εξ ορισμού beta ίσο με τη μονάδα.

(ΓΔΧΑΑ, $b=1$). Όταν μια μετοχή έχει β μεγαλύτερο της μονάδος τότε θεωρείται επιθετική μετοχή, όταν έχει β μικρότερο της μονάδος τότε θεωρείται αμυντική μετοχή. Συντελεστής $\beta=0$ έχουν τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου επομένως μιλάμε για μηδενικό κίνδυνο. (Risk Free Rate). Επομένως συνοπτικά θα λέγαμε ότι ο συνολικός κίνδυνος μιας μετοχής ορίζεται ως εξής:

$$\text{Συνολικός Κίνδυνος} = \text{Συστηματικός Κίνδυνος} + \text{Μη Συστηματικό κίνδυνος}$$

$$\text{Συνολικός Κίνδυνος} = \beta * \Gamma\Delta\chi\alpha + e_i$$

όπου e_i ο συστηματικός κίνδυνος δηλαδή η τυπική απόκλιση μιας μεμονωμένης μετοχής.

2.2.5 Βασικοί Αριθμοδείκτες εκτίμησης Μετοχικών Τίτλων

Σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά ο υπολογισμός και η εκτίμηση των αριθμοδεικτών με τους οποίους αναλύεται τεχνικά η φύση των μετοχικών τίτλων παίζει καθοριστικό ρόλο στη σωστή επιλογή των μετοχών. Η μελέτη των αριθμοδεικτών αυτών δεν γίνεται μεμονωμένα αλλά συγκριτικά με την απόδοση και των κίνδυνο των επιλεχθέντων αξιογράφων. Οι βασικότεροι αριθμοδείκτες είναι:

- Τα κέρδη ανά μετοχή (EPS): Υπολογίζονται με το λόγο των κερδών της χρήσεως προς τον αριθμό των μετοχών.
- Μέρισμα ανά μετοχή (DPS): Ορίζονται με το λόγο του μερίσματος της χρήσεως προς τον αριθμό των μετοχών.
- Παρακρατηθέντα κέρδη ανά μετοχή (Retained EPS): Είναι ο λόγος των παρακρατηθέντων κερδών της επιχείρησης προς τον αριθμό των μετοχών.
- Μερισματική απόδοση (Dividend Yield): Ορίζεται ο λόγος των μερισμάτων ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής. Η μερισματική απόδοση είναι ένας σημαντικός αριθμοδείκτης αν και αγνοείται η επανεπένδυση κερδών με σκοπό επιπρόσθετων μελλοντικών κερδών, καθώς σε πιθανή σύγκριση όμοιων μετοχών τότε η καλύτερη είναι αυτή με τον υψηλότερο δείκτη μερισματικής απόδοσης. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης θα πρέπει να αξιολογείτε με χρονολογική σειρά των μερισματικών αποδόσεων της επιχείρησης ώστε να λαμβάνεται υπόψη και η μερισματική πολιτική που ακολουθείται.

- Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE): Υπολογίζεται ως ο λόγος των κερδών της χρήσεως προς τη χρηματιστηριακή αξία ή προς τη λογιστική αξία της επιχείρησης. Με τον αριθμοδείκτη αυτό κατανοούμε κατά πόσο από τη λειτουργία της εταιρείας αποδίδει η επένδυση των μετόχων της. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση τόσο καλύτερες είναι οι μετοχές της εξετάζουσας επιχείρησης. Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων δίνει ασφαλή συμπεράσματα όταν εξετάζεται σε ομοειδής επιχειρήσεις, σε βάθος χρόνου και όχι αξιολογώντας μεμονωμένα το αποτέλεσμα του αριθμοδείκτη για ένα έτος.
- Δείκτης P/E: Δίδεται από το λόγο της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή. Ο δείκτης αυτός ίσως αποτελεί τον πιο σημαντικό αριθμοδείκτη αξιολόγησης μετοχών. Μας δείχνει πόσες φορές τα τρέχοντα κέρδη αξίζει η μετοχή, στην ουσία πόσο γρήγορα ο επενδυτής θα πάρει τα χρήματά του πίσω. Για δύο όμοιες εταιρείες θα επιλεγεί η εταιρεία με τον μικρότερο P/E. Αν μια χρηματιστηριακή αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά, τότε δεν υπάρχουν υψηλά ή χαμηλά P/E, όπως φυσικά δεν υπάρχουν υπερβολικά υψηλές και χαμηλές τιμές μετοχών.
- Τιμή/Λογιστική Αξία (P/B.V): Αποτελεί τον λόγο της τιμής προς τη λογιστική αξία της μετοχής. Η λογιστική αξία της μετοχής προκύπτει από το λόγο του συνόλου των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης προς τον αριθμό των μετοχών της. Όσο πιο μικρή είναι η τιμή του δείκτη, όλων των άλλων παραγόντων παραμενόντων σταθερών, τόσο πιο ελκυστική θεωρείται η τιμή της μετοχής, δηλαδή είναι μικρότερο το περιθώριο πτώσης της τιμής της μετοχής. Οι αναλύσεις έχουν δείξει ότι σε κανονικά επίπεδα η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη βρίσκεται μεταξύ του 2 και 3. (Φίλιππας, 2010), (Βασιλείου, Ηρειώτης, 2009)

2.2.6 Κατηγορίες Μετοχών

Έχοντας αναλύσει βασικά στοιχεία για την κατανόηση της συμπεριφοράς των μετοχών, μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τα είδη τους όπως αυτά διαμορφώνονται, βάση της απόδοσης, του κινδύνου και της αξιολόγησής τους από την αγορά μέσω των βασικών αριθμοδεικτών, στις εξής κατηγορίες. Μια πρώτη κατηγορία αποτελούν οι μετοχές Blue Chips, είναι μετοχές υψηλής ποιότητας με μακροχρόνια κερδοφορία και

χαρακτηρίζονται από υψηλή κεφαλαιοποίηση. Συνήθως Blue Chips είναι οι μετοχές επιχειρήσεων με ισχυρό μάνατζμεντ. Οι Μετοχές Εισοδήματος είναι αυτές που διανέμουν σταθερό μέρισμα και παρέχουν σταθερό εισόδημα στους επενδυτές. Ως εκ τούτου αποστρέφονται τον υπερβολικό κίνδυνο. Οι μετοχές μεγέθυνσης αποτελούν μετοχές υψηλότερης επικινδυνότητας από τις μετοχές Blue Chips, χαρακτηρίζονται από υψηλό δείκτη P/B.V και P/E, επομένως διανέμουν χαμηλό ή καθόλου μέρισμα. Οι μετοχές εταιρειών growth παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση πωλήσεων, κερδών και μεριδίου αγοράς. Όμοιας λογικής στη συμπεριφορά παρουσιάζονται και οι κερδοσκοπικές μετοχές οι οποίες έχουν υψηλό δείκτη P/E και ενσωματώνουν υπερβολικό κίνδυνο. Παράλληλης αλλά αντίθετης κατεύθυνσης με τις μετοχές μεγέθυνσης θα λέγαμε ότι είναι οι μετοχές αξίας, οι οποίες χαρακτηρίζονται από χαμηλότερες τιμές των δεικτών P/B.V και P/E και χαμηλότερου βαθμού επικινδυνότητας. Τέλος δύο ακόμη βασικές κατηγορίες μετοχών είναι οι αμυντικές μετοχές και οι κυκλικές μετοχές. Οι κυκλικές μετοχές ακολουθούν την πορεία του οικονομικού κύκλου και παρουσιάζουν τις αντίστοιχες αποδόσεις στη φάση ανάπτυξης και ύφεσης της οικονομίας και αντίστοιχα οι αμυντικές μετοχές είναι αυτές οι οποίες παραμένουν σχετικά ανεπηρέαστες από τις διακυμάνσεις της αγοράς και της οικονομίας. (Φίλιππας 2010)

2.3 Κριτήρια Επιλογής Μετοχικών Τίτλων

Η επιλογή μετοχών για τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου αποτελούσε και αποτελεί πάντοτε ύψιστης σημασίας απόφαση για έναν επενδυτή. Η διαδικασία επιλογής μετοχικών τίτλων δεν αποτελεί μόνο επιστήμη αλλά και τέχνη. Σήμερα εξειδικευμένοι οργανισμοί χρησιμοποιούν συνδυασμένη γνώση της θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης ώστε να ελαχιστοποιήσουν τις πιθανότητες απώλειας κεφαλαίων των επενδυτών που συμβουλεύουν ή διαχειρίζονται. Η θεμελιώδης ανάλυση της χρηματοοικονομικής για την επιλογή μετοχών εξετάζει κέρδη εταιρείας, ζήτηση και προσφορά προϊόντων που παράγει, εποχιακούς παράγοντες, δυναμικότητα διοίκησης, σταθερότητα κλάδου, μερίδιο αγοράς, προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης, κίνδυνο αγοράς και μετοχών, βασικούς αριθμοδείκτες αξιολόγησης μετοχών, (P/E, D/P ROE, P/BV, Ξένα Κεφάλαια / Ίδια Κεφάλαια κ.α.), τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης και τη χρηματιστηριακή αξία. Η τεχνική ανάλυση

ασχολείται με τη συμπεριφορά της τιμής του όγκου συναλλαγών μια μετοχής σε σχέση με τον κλάδο και την αγορά. Παρέχει τη βοήθεια στον επενδυτή να προβλέψει μελλοντικές τάσεις και κατευθύνσεις της μετοχής με τη χρήση οικονομετρικών πακέτων. Η σύγχρονη βιβλιογραφία ωστόσο προτείνει για τη δημιουργία μετοχικών χαρτοφυλακίων και εμπειρικές μελέτες άλλων ερευνητών όπως για παράδειγμα η μετοχική σύνθεση χαρτοφυλακίου κατά Benjamin Graham (Φίλιπας, 2009)

2.4 Τα Ημερολογιακά Φαινόμενα Μεταβλητότητας Τιμών των Μετοχών στα Χρηματιστήρια

Οι Rozeff και Kinney (1976) σε μελέτη τους παρουσίασαν ένα από τα ευρήματα της εποχικής ημερολογιακής μεταβολής των χρηματιστηριακών τιμών και συγκεκριμένα το φαινόμενο του Ιανουαρίου. Ερευνώντας αποδόσεις των μετοχών του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο διαπίστωσαν ότι ο μέσος όρος των αποδόσεων του Ιανουαρίου ήταν περίπου 3,5% ενώ ο μέσος όρος των αποδόσεων όλων των υπόλοιπων μηνών ήταν 0,5%. Η επίδραση του Ιανουαρίου προϋποθέτει ότι εμφανίζονται υπερβάλλουσες πωλήσεις τίτλων κατά τον Δεκέμβριο, αλλά υπερβάλλουσες αγορές τον Ιανουάριο. Μια εύλογη εξήγηση στο φαινόμενο αυτό είναι ότι οι επενδυτές λειτουργούν έτσι για φορολογικές και λογιστικές ωφέλειες λόγω του κλεισίματος μιας οικονομικής χρήσης. Η ανακάλυψη της επίδρασης του Ιανουαρίου οδήγησε τους ερευνητές και σε πολλές άλλες εμπειρικές μελέτες που αποσκοπούσαν στην εξεύρεση ημερολογιακών ανωμαλιών στη χρονική εμφάνιση αποδόσεων των μετοχών. Μια ακόμη σημαντική ανωμαλία που ανακαλύφθηκε είναι η επίδραση του Σαββατοκύριακου. Σύμφωνα με αυτή οι αποδόσεις των μετοχών εμφανίζουν συστηματικές διαφοροποιήσεις κατά τη διάρκεια της εβδομάδας, με σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις την Παρασκευή και χαμηλότερες αποδόσεις την Δευτέρα. Η ερμηνεία του φαινομένου του Σαββατοκύριακου είναι βέβαια ασαφής. Ορισμένοι έχουν αποδώσει το φαινόμενο στους κύκλους χρηματικής εκκαθάρισης των συναλλαγών σε τίτλους, πολλοί από τους οποίους ενδεχομένως εστιάζουν τον χρόνο πληρωμών στην πρώτη ημέρα της εβδομάδος ή μια ακόμη ερμηνεία αποτελεί το γεγονός, ότι οι εταιρείες ανακοινώνουν τις αρνητικές ειδήσεις στο τέλος της εβδομάδος με αποτέλεσμα να ενσωματώνονται στην αγορά στις τιμές ανοίγματος. Μάλιστα για την ελληνική

χρηματιστηριακή αγορά έρευνα των Αλεξάκη και Ξανθάκη (1995) διαπιστώθηκε ότι ισχύει το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου με υψηλότερες αποδόσεις στο άνοιγμα των αγορών έναντι του κλεισίματος για την περίοδο μετά το 1988 ενώ πριν συνέβαινε το αντίστροφο. Σε αυτό συνέβαλαν οι ριζικές διαρθρωτικές αλλαγές που συνέβησαν την περίοδο εκείνη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το οποίο και άρχισε να συμβαδίζει ως προς την οργάνωση και την ωριμότητα με ξένα διεθνή χρηματιστήρια.

Σημειώνεται ότι η ύπαρξη των ημερολογιακών φαινομένων στις αποδόσεις των μετοχών παραβιάζει την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών και την θεωρία της διαμόρφωσης των τιμών τους με τη θεωρία της τυχαίας περιπάτου.

3. Εισαγωγή στις επενδύσεις και Επενδύσεις στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

3.1 Εισαγωγή στη θεωρία της Επένδυσης

Ζούμε σε έναν ταχύτατα μεταβαλλόμενο κόσμο όπου το σύνολο των οικονομικών παραγόντων νοικοκυριά, επιχειρήσεις, χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, επενδυτές και λοιποί φορείς, απολαμβάνουν μεγάλη ελευθερία στις αποφάσεις τους. Τι να παράγουν, τι να καταναλώσουν, σε τι τομέα να δραστηριοποιηθούν, πόσο να δανειστούν, από πού και με ποιους όρους, που να επενδύσουν τα χρήματά τους. Αποφάσεις τις οποίες καθένας παίρνει βάση προσωπικών αναγκών, προτιμήσεων, προσδοκιών χωρίς περιορισμούς και χωρίς οι Αρχές να μπορούν να επιβάλουν τίποτε, ακόμη και αν είναι προς όφελος του κοινωνικού συνόλου και μακροπρόθεσμα, πιθανόν υπέρ και του ίδιου. Αυτή, όμως, η ελευθερία, έχει υψηλό τίμημα. Όλοι οι οικονομικοί παράγοντες αντιμετωπίζουν πολλούς και μεγάλους κινδύνους. Κάποιους από αυτούς μπορούν να αναγνωρίσουν μόνο εκ των υστέρων: όταν εμφανιστούν, οπότε θα είναι πολύ αργά για τη λήψη προστατευτικών μέτρων. Ακόμη και όταν γνωρίζουν τους κινδύνους εγκαίρως, ελάχιστοι έχουν τις απαραίτητες γνώσεις και πληροφορίες για να λάβουν τις σύνθετες αποφάσεις που συνήθως απαιτούνται, καθώς και τα μέσα για την υλοποίησή τους. Πολλώ δε μάλλον, όταν η επιτυχία των προσπαθειών τους εξαρτάται από τις πράξεις των υπολοίπων οικονομικών παραγόντων, τις οποίες ούτε μπορούν να προβλέψουν, ούτε να επηρεάσουν και επιπλέον, όταν, λόγω των συνεχώς μεταβαλλόμενων συνθηκών, το παρελθόν δεν αποτελεί αξιόπιστο οδηγό για τη λήψη αποφάσεων παρά μόνο ρεαλιστικό γεγονός που πιθανώς να ληφθεί υπόψη στην αξιολόγηση δράσεων.

Παραλληλίζοντας τη φράση του Richard Nixon, Πρόεδρος Η.Π.Α, 1969 – 1974 “Success is not a harbor, but a voyage with its own perils to the spirit” μαθαίνουμε ότι οι επιτυχημένες επενδύσεις ακροβατούν μεταξύ ανάπτυξης, ανισορροπίας και κρίσεων από στιγμή σε στιγμή. (Αντζουλάτος, 2011)

3.1.1 Έννοια της Επένδυσης

Με τον όρο επένδυση εννοούμε τη δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον. (Ν. Φίλιππας, 2009). Κάθε επένδυση έχει ως σκοπό να αποφύγει ο επενδυτής να καταναλώσει τα κεφάλαιά του προκειμένου να επιδιώξει μια αβέβαιη μελλοντική ωφέλεια. Άρα κάθε επένδυση ενέχει κάποιο βαθμό κινδύνου και σκοπός του επενδυτή είναι ο μετριασμός αυτού του κινδύνου. Κατά συνέπεια, οι επενδύσεις αναφέρονται στη διαχείριση του πλούτου των επενδυτών, ο οποίος αποτελείται από το τρέχον εισόδημα τους και την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών εισοδημάτων. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2009)

Συχνά παρατηρείται ταύτιση της έννοιας επένδυση και κερδοσκοπία. Με τον όρο κερδοσκοπία εννοούμε την αγοραπωλησία αξιόγραφων, η οποία γίνεται με σκοπό την εξασφάλιση του κέρδους από μεταβολή της τιμής τους. Φαινομενικά παρατηρείται ταύτιση των δύο ορισμών επένδυσης και κερδοσκοπίας η διαφορά τους αφορά το κίνητρο και το χρονικό ορίζοντα απόφασης. Οι επενδυτές χαρακτηρίζονται από ορθολογική συμπεριφορά, η οποία λαμβάνει υπόψη τις ανάγκες τους, τους περιορισμούς τους και τους στόχους τους, τόσο μακροπρόθεσμα όσο και βραχυπρόθεσμα, ενώ οι κερδοσκόποι χρησιμοποιώντας πολλές φορές αθέμιτες πρακτικές εστιάζονται στο γρήγορο και εύκολο κέρδος. (Φίλιππας Ν. 2009)

3.1.2 Κατηγοριοποίηση Επενδυτών

Η κατηγοριοποίηση των οικονομικών μονάδων, δημοσίου και ιδιωτών, βάσει του τρόπου συμμετοχής είναι αυτοί οι οποίοι διαμορφώνουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα, κάνοντας χρήση των χρηματοοικονομικών μέσων της χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς για άντληση ή τοποθέτηση κεφαλαίων. Οι κατηγορίες επενδυτών που μπορούμε να διακρίνουμε είναι:

- Ιδιώτες Επενδυτές
- Επιχειρήσεις: Εθνικές και Πολυεθνικές
- Θεσμικοί Επενδυτές

- Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί
- Κεντρικές Τράπεζες

3.2 Επενδύσεις σε Χρηματιστηριακή Αγορά

Η επένδυση στο χρηματιστήριο αποτελεί εισαγωγή στη δευτερογενή αγορά τίτλων. Οι ελλειμματικές μονάδες της οικονομίας επιχειρήσεις και δημόσιο, όταν χρειάζονται κεφάλαια μπορούν να απευθυνθούν στο κοινό εισάγοντας τις μετοχές τους στη χρηματιστηριακή αγορά και να αντλήσουν τα κεφάλαια αυτά πουλώντας μετοχές οι οποίες εκδίδονται και διατίθενται κάτω από ορισμένους κανόνες και διαδικασίες. Σημαντικό ρόλο για την εισαγωγή των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά παίζουν οι ανάδοχοι, οι οποίοι αξιολογούν την επιχείρηση και προετοιμάζουν όλες τις απαιτούμενες διαδικασίες για την εισαγωγή των χρεογράφων του εντολέα στο χρηματιστήριο αξιών. Οι χρηματιστηριακές αγορές αποτελούν τις πλέον οργανωμένες μορφές δευτερογενών αγορών. Για να επιτευχθούν οι στόχοι της χρηματιστηριακής αγοράς πρέπει να είναι αποτελεσματική. Δηλαδή να μπορεί να απορροφήσει μεγάλη ποσότητα εμπορεύσιμων αξιών χωρίς μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές τους. Γενικότερα η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί μια μορφή μεταβλητής επένδυσης με μεγάλο κίνδυνο για απώλεια κεφαλαίων αλλά ταυτόχρονα και με υψηλές αποδόσεις. Αυτό συμβαίνει κατά κύριο λόγο διότι σε αυτό διαπραγματεύονται οι μετοχές, που αποτελούν ευαίσθητα σε μεταβολές αξιόγραφα από κάθε είδος μικροοικονομική, μακροοικονομική και συμπεριφορική αλλαγή μέσα σε μια οικονομία. (Αγγελόπουλος Χρ. Παναγιώτης, 2008)

Για να εισαχθούν οι μετοχές μιας επιχείρησης στο ελληνικό Χρηματιστήριο απαιτούνται η απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για την εισαγωγή και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας καθώς και η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου για τον καθορισμό λεπτομερειών εισαγωγής. Τέτοιες λεπτομέρειες είναι:

- Ο αριθμός και το είδος των νέων μετοχών (κοινές ή προνομιούχες)
- Η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών
- Το κεφάλαιο που αναμένεται να αντληθεί

- Ο ορισμός του αναδόχου
- Η σύνταξη ενημερωτικού φυλλαδίου
- Η αίτηση της εταιρείας για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο μαζί με τα απαραίτητα δικαιολογητικά
- Η υποβολή του ενημερωτικού δελτίου στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς για την έγκριση έκδοσης νέων μετοχών με δημόσια εγγραφή

Ένας όρος που χρησιμοποιήθηκε στην αναφορά των ενεργειών που πρέπει να ετοιμάσει η διοίκηση μιας επιχείρησης για την εισαγωγή των μετοχών της προς διαπραγμάτευση στην χρηματιστηριακή αγορά είναι αυτός του ανάδοχου. Οι **ανάδοχοι** αποτελούν εταιρείες επενδυτικών συμβούλων οι οποίοι σε συνεργασία με την επιχείρηση συμβάλουν στην ολοκλήρωση του έργου της εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας στο χρηματιστήριο. Η πείρα και οι εξειδικευμένες γνώσεις τους έχουν ως αποτέλεσμα να συμβουλεύουν την εταιρεία για το χρόνο και την τιμή έκδοσης νέων αξιόγραφων. Είναι υπεύθυνοι για την πώληση των εκδοθέντων αξιόγραφων της επιχείρησης και αν κάποια από αυτά δεν πουληθούν τα αγοράζουν οι ίδιοι στην τιμή έκδοσης του αξιόγραφου και καταβάλουν στην εταιρεία το ποσό των χρημάτων πώλησης. Με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται ο κίνδυνος μη πώλησης μετοχών. Στην Ελλάδα το ρόλο του ανάδοχου παίζουν οι Τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες με συγκεκριμένο ύψος μετοχικού κεφαλαίου.

3.2.1 Πλεονεκτήματα συμμετοχής στο Χρηματιστήριο

Η επένδυση στη χρηματιστηριακή αγορά προσφέρει τέσσερα βασικά πλεονεκτήματα:

- Διεξαγωγή συναλλαγών με αποτελεσματικό τρόπο και χαμηλό κόστος. Οι επενδυτές είναι σίγουροι ότι υπάρχει μια αγορά όπου μπορούν να πουλήσουν τα αξιόγραφα τους εάν το θελήσουν.
- Αποτελεί μια αγορά με έντονη ρευστότητα, η οποία καθορίζει και απεικονίζει κάθε στιγμή την άποψη των επενδυτών για την αξία και τις προοπτικές των επιχειρήσεων που έχουν εισάγει τα περιουσιακά τους στοιχεία (μετοχές) προς διαπραγμάτευση σε αυτή.

- Η αποτελεσματική λειτουργία των χρηματιστηρίων συμβάλλει στη διαμόρφωση σταθερότερων τιμών για τους τίτλους που διαπραγματεύονται σε αυτά.
- Οι χρηματιστηριακές αγορές βοηθούν στην απορρόφηση νέων εκδόσεων και διευκολύνουν την επιτυχία της κυκλοφορίας τους συμβάλλοντας έτσι στην ανάπτυξη των εταιρειών και της εγχώριας οικονομίας. (Φίλιππας Ν., 2009)

3.2.2 Μειονεκτήματα συμμετοχής στο Χρηματιστήριο

Κατά την ανάλυση της βιβλιογραφίας γίνεται μερική αναφορά και στα μειονεκτήματα τα οποία εμφανίζονται στις επιχειρήσεις κατά τη εισαγωγή των μετοχών τους προς διαπραγμάτευση σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Όπως για παράδειγμα:

- η δημοσιοποίηση εταιρικών στοιχείων για στρατηγικές της εταιρείας τις οποίες μπορούν να λάβουν οι ανταγωνιστές
- το κόστος αντιπροσώπευσης
- το κόστος εισαγωγής από την έκδοση νέων αξιόγραφων
- η διαρκής δημοσιοποίηση εταιρικών οικονομικών στοιχείων
- η ρευστοποίηση μετοχών σε μη επιθυμητές τιμές
- ο περιορισμός κάποιων δικαιωμάτων των μετόχων ανάλογα με το θεσμικό πλαίσιο δράσης της κάθε χρηματιστηριακής αγοράς

είναι γενικώς παραδεκτό ωστόσο, ότι τα μειονεκτήματα αυτά δεν αποτελούν αντικίνητρο συμμετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά. Τα πλεονεκτήματα από την συμμετοχή σε αυτή τη μορφή δευτερογενής αγοράς άντλησης κεφαλαίων υπερβαίνουν την ύπαρξη των μειονεκτημάτων για τη συμμετοχή επιχειρήσεων σε χρηματιστήρια αξιών. (Bhide Amar, 1992)

3.2.3 Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική στις Χρηματιστηριακές επενδύσεις

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο η κλασική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής θεωρίας βασίζεται στην ύπαρξη της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς για την επίτευξη της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς. Δηλαδή τη διαμόρφωση τιμών και αποδόσεων των αξιόγραφων που διαπραγματεύονται σε αυτή βάση της διαθέσιμης πληροφόρησης που δίδεται στους επενδυτές τη δεδομένη χρονική στιγμή με παράλληλη ορθολογική συμπεριφορά του προφίλ των επενδυτών. Η ύπαρξη ωστόσο του ανθρώπινου στοιχείου στην εκτέλεση μιας πράξης άρα και η ύπαρξη της ψυχολογίας αυτών, ανατρέπει κατά κάποιο τρόπο την παραδοσιακή προσέγγιση της χρηματοοικονομικής για τις αποτελεσματικές αγορές. (Θωμαδάκης, Ξανθάκης 2006) Η συνύπαρξη και η σύμπραξη συμπεριφορικών τάσεων των επενδυτών καθώς και η προσέγγιση των αποτελεσματικών χρηματιστηριακών αγορών θα μας δώσει πιο σαφή συμπεράσματα για την ανάλυση των τιμών αξιόγραφων σε μια επένδυση και γενικότερα στη λήψη αποφάσεων στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι ορθολογικοί επενδυτές ενδιαφέρονται αποκλειστικά για την σχέση απόδοση – κίνδυνος ή πιο γενικευμένα για τη σχέση κόστος – όφελος, αντίθετα οι φυσιολογικοί επενδυτές θέλουν να ελπίζουν σε πλούτη, σε ευημερία, σε υψηλότερες αποδόσεις από το μέσο όρο αποφεύγοντας δυσάρεστα γεγονότα. Άρα οι επενδυτές συμπεριφέροντας μη ορθολογικά αλλά φυσιολογικά, επηρεάζονται από την ψυχολογία των προσωπικοτήτων τους, φτάνουν σε γνωστικά λάθη και σφάλματα τα οποία επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές. Όλα αυτά τα σφάλματα της συμπεριφοράς των επενδυτών που επηρεάζουν άμεσα με τις αποφάσεις τους τις αγορές δηλαδή η αλαζονεία, η διαφθορά, η άγνοια, ο φόβος, η συμπεριφορά της αγέλης, ο πανικός, οι μανίες, ο μιμητισμός, είναι ένστικτα υπεύθυνα για μια σειρά οικονομικών καταστροφών. Άλλωστε όπως συνηθίζεται να αναφέρεται, η απληστία και ο φόβος είναι οι δυνάμεις που κινούν τις χρηματοπιστωτικές αγορές. (Φίλιππας, 2011) Την ύπαρξη και την εξήγηση των στοιχείων της ψυχολογίας του επενδυτή που κάνουν μη αποτελεσματική τη χρηματιστηριακή αγορά έρχεται να εξηγήσει η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Στην ουσία η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι η εφαρμογή της ψυχολογίας στη χρηματοοικονομική συμπεριφορά, ή εναλλακτικά η μελέτη του τρόπου με τον οποίο η ψυχολογία επηρεάζει

τη διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Ίσως το σημαντικότερο σφάλμα των επενδυτών που έχει αναδειχθεί από τη μελέτη των διεθνών κεφαλαιαγορών είναι η συμπεριφορά της αγέλης και μπορεί να ορισθεί ως η αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών, η οποία οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων. Η μελέτη της συμπεριφοράς της αγέλης συγκεντρώνει αρκετό ενδιαφέρον καθώς η ύπαρξή της αμφισβητεί την υπόθεση της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς, ενισχύει τη μεταβλητότητα της αγοράς και την αποσταθεροποίησή της και δημιουργεί αναταράξεις σε αυτή οδηγώντας ακόμη και σε χρηματιστηριακές φούσκες. Μην ξεχνάμε την άτυπη μορφή χρηματιστηρίων, όπως αυτή διαμορφώθηκε από κερδοσκοπικές ενέργειες του παρελθόντος στις περιπτώσεις της «μανίας της τουλίπας» στην Ολλανδία όταν όλοι έσπευδαν να φυτέψουν τουλίπες αγοράζοντας σε πολύ υψηλές τιμές του βολβούς του φυτού ή ακόμη και στην περίπτωση των πρώτων μετοχικών τίτλων των μεταλλείων του Λαυρίου στην Ελλάδα, όπου οι πολίτες πουλούσαν ότι είχαν για να αποκτήσουν ρευστό ώστε να αγοράσουν μετοχές των μεταλλείων που η φήμη των ιδιοκτητών διέδιδε ότι αγοράζουν μετοχές επιχείρησης που η σκόνη της σκουριάς είναι χρυσός. Σε πρόσφατη μελέτη Οι Caporale, Economou και Philippas (2008) εξέτασαν τη συμπεριφορά της αγέλης στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών χρησιμοποιώντας στοιχεία ημέρας, εβδομάδος και μηνός για την περίοδο 1998 – 2007. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών άρχισε να λειτουργεί ουσιαστικά σαν μια οργανωμένη αγορά μετά το 1987. Αφού πέρασε μια δεκαετία το 1990 γεμάτη από υπερβολές οι οποίες και θα αναλυθούν σε επόμενο κεφάλαιο όπου θα γίνει λόγος για τις κρίσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου, το Χρηματιστήριο Αθηνών από αναδυόμενη αγορά χαρακτηρίστηκε ως ώριμη. Την περίοδο 1997 – 1999 γνώρισε εκρηκτική άνοδο με υπερβολική συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών (noise traders) οι οποίοι μη δρώντας ορθολογικά αλλά σκεπτόμενοι την κερδοσκοπία επένδυναν σε μετοχές φούσκες με τη δεδομένη πληροφόρηση που λάμβαναν, με αποτέλεσμα ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το ιστορικό υψηλό των 6335,04 μονάδων την περίοδο του Σεπτεμβρίου του 1999 να φτάσει λίγα χρόνια μετά το 2003 στο επίπεδο των 1467,30 μονάδων. Οι απώλειες άγγιζαν το 77% με αποτέλεσμα την απώλεια κεφαλαίων από τους επενδυτές. Για την χρηματιστηριακή αυτή κρίση την περίοδο εκείνη στο ελληνικό χρηματιστήριο ερμηνεύεται από την ανωτέρω μελέτη ότι θα μπορούσε να ευθύνεται για

την εξάπλωσή της, η αγελαία συμπεριφοράς στις κινήσεις των επενδυτών. (Thaler, Bondt, 1995), (Shiller, 2003)

Συμπερασματικά η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί μια σύγχρονη προσέγγιση της κλασικής χρηματοοικονομικής θεωρίας στο κομμάτι των επενδύσεων, η οποία θα πρέπει να αξιολογείται παράλληλα με τα κλασικά εργαλεία της χρηματοοικονομικής θεωρίας, καθώς όλο και περισσότερες εμπειρικές μελέτες αναδεικνύουν τη σπουδαιότητά της και πόσο καθοριστικό ρόλο παίζει στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

3.2.4 Το Μέτρο Z-Score για την Αποφυγή Πιστωτικών Κρίσεων στις Χρηματιστηριακές Επενδύσεις

Ο τρόπος αντίδρασης των χρηματιστηριακών αγορών στις περιόδους χρηματιστηριακών κρίσεων με την απότομη πτώση των τιμών των μετοχών αντανακλά προβλήματα μακροοικονομικής και μικροοικονομικής φύσεως της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιείται η χρηματιστηριακή αγορά. Στο παρελθόν η ελληνική κεφαλαιαγορά έχει γίνει βιώσας τέτοιων κρίσεων οι οποίες αιτιολογούνται από μια σειρά πολιτικών, κοινωνικών, συμπεριφορικών και πολεμικών επεισοδίων, δημοσιονομικών προβλημάτων, μη σωστής οργάνωσης, καθώς επίσης και από έλλειψη αναγκαίας τεχνικής ανάλυσης της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής θεωρίας. Μια χρηματιστηριακή κρίση επιφέρει προβλήματα στην οικονομία τα οποία έχουν τη μορφή «ντόμινο» και σίγουρα δεν εμφανίζονται όλα τη στιγμή την οποία ξεσπά μια καθοδική πτώση των τιμών στο χρηματιστήριο. Αποτελεί επομένως ανάγκη η συνετή διαχείριση πόρων και η σχολαστική μελέτη όσων παραγόντων μπορούν με μια σχετική ασφάλεια να προβλεφθούν και να αναλυθούν, για την αποφυγή κρίσεων και πιστωτικών γεγονότων τα οποία αποδιοργανώνουν πλήρως ένα οικονομικό σύστημα. Το μέτρο Z-Score αποτελεί ένα τέτοιο εργαλείο της χρηματοοικονομικής θεωρίας όπου η μελέτη του δίνει σαφή συμπεράσματα για την επιλογή εκείνων των μετοχών των εταιρειών, οι οποίες δεν κινδυνεύουν από ένα πιστωτικό γεγονός όπως η χρεοκοπία. Πολλές φορές αν αναλύσουμε μεμονωμένα ως αίτιο κάποιας κρίσης μόνο τον μικροοικονομικό παράγοντα αυτής, η σωστή αξιολόγησή του, μετριάξει τη συνολική απώλεια από ένα γεγονός κατάρρευσης. Το κριτήριο Z αναπτύχθηκε το 1968 από τον καθηγητή Edward I.

Altman και είναι ένας γραμμικός συνδυασμός πέντε επιμέρους δεικτών με διαφορετικά ποσοστά συμμετοχής τα οποία προσδιορίστηκαν από τον καθηγητή. Οι δείκτες που αποτελούν το κριτήριο Z είναι: κεφάλαιο κίνησης/σύνολο ενεργητικού (X_1), παρακρατούμενα κέρδη/σύνολο ενεργητικού (X_2), κέρδη προ φόρων και τόκων/σύνολο ενεργητικού (X_3), χρηματιστηριακή αξία μετοχών/σύνολο υποχρεώσεων (X_4) και πωλήσεις/σύνολο ενεργητικού (X_5). Επομένως ο δείκτης διαμορφώνεται ως εξής:

$$Z=1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

Το αποτέλεσμα της παραπάνω εξίσωσης όταν είναι πάνω από 3 οι εταιρείες θεωρούνται υγιείς, ενώ αποτέλεσμα κάτω από 1,80 σημαίνει ότι οι εταιρείες με πιθανότητα 80-90% θα αντιμετωπίσουν το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας τα επόμενα δύο χρόνια. Επιχειρήσεις με Z-Score από 1,81-2,70 έχουν αρκετές πιθανότητες να αντιμετωπίσουν οικονομικά προβλήματα μέσα στα επόμενα δύο χρόνια από τη δημοσίευση του ισολογισμού τους και τέλος εταιρείες με Z-Score από 2,71-2,99 πρέπει να λάβουν μέτρα για αποφυγή μελλοντικών οικονομικών δυσχερειών. Σημειώνεται ότι ο δείκτης Z δεν έχει εφαρμογή σε επιχειρήσεις του τραπεζικού, ασφαλιστικού κλάδου λόγω των ιδιομορφιών τους στην κατάρτιση του ισολογισμού τους.

Όπως γίνεται αντιληπτό το κριτήριο Z αποτελεί ένα ικανό και αξιόπιστο εργαλείο με το οποίο η χρηματοοικονομική θεωρία μας δίνει τη δυνατότητα να αξιολογήσουμε την πραγματική οικονομική κατάσταση επιχειρήσεων και να επιλέξουμε ένα πιο συνετό και πιο ασφαλές μετοχικό χαρτοφυλάκιο.(Altman, 1968)

4. Το Χρηματιστήριο Αθηνών

4.1 Ιστορική αναδρομή ίδρυσης

Η πρώτη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα άρχισε να λειτουργεί ανεπίσημα το δεύτερο μισό του 19^{ου} αιώνα όταν έμποροι και ναυτικοί της εποχής εκείνης άρχισαν να διαπραγματεύονται συνάλλαγμα και κινητές αξίες στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης στη Σύρο, της Αθήνας και του Πειραιά. Τη δεκαετία του 1870 με τη μεταφορά της εμπορικής δραστηριότητας από τη Σύρο στον Πειραιά, πραγματοποιείται εκεί η ανέγερση ενός κτιρίου εμπορικών δραστηριοτήτων όπου τα μέλη της εμπορικής λέσχης που συμμετείχαν το ονόμασαν «Χρηματιστήριο». Αν και, είναι κοινώς αποδεκτό από ιστορικές αναφορές ότι δεν είχε τις προδιαγραφές και τη λειτουργία ενός χρηματιστηρίου. Στη συνέχεια της δεκαετίας αυτής με την άνθηση των μεταλλείων του Λαύριου έχουμε την πρώτη αγοραπωλησία μετοχικών τίτλων στα καφενεία όλης της χώρας. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα του καφενείου η «Ωραία Ελλάς» όπου από ψυχαγωγικό κέντρο μετατράπηκε σε «Μετοχοπρατήριο». Αυτό διότι οι συναλλαγές που εισήγαγαν οι πρώην «χαβιαροχανίτες» ομογενείς ήταν γνήσιες χρηματιστηριακές πράξεις, που είχαν αναπτυχθεί στα ήδη οργανωμένα Χρηματιστήρια άλλων χωρών. Έτσι άρχισε να λειτουργεί ένα «ανεπίσημο» Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας με έμβλημα τον Φτερωτό Ερμή, απ' όπου αργότερα εμπνεύσθηκε και το έμβλημα του το επίσημο Χρηματιστήριο.

Το Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 1876 επί κυβερνήσεως Κουμουندούρου ως αυτόνομος δημόσιος φορέας από άποψη κανόνων και οργάνωσης με απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου της εποχής. Τα επίσημα εγκαίνια του, έγιναν τον Μάιο του 1880. Αρχικά στεγάστηκε στη μεγάλη οικία του Βασιλείου Μελά, στο χώρο όπου μέχρι τότε λειτουργούσε το Κεντρικό Ταχυδρομείο. Στη συνέχεια, μεταφέρθηκε στην οικία Αργυροπούλου, που βρισκόταν στη διασταύρωση των οδών Αιόλου και Σοφοκλέους. Εκεί παρέμεινε έως το 1885 όπου στη συνέχεια μετακόμισε, σε κτίριο επί της οδού Σοφοκλέους 11, το οποίο είχε αναγορευθεί από την Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία "Ο Ερμής". Στο κτίριο αυτό το Χρηματιστήριο παρέμεινε έως και τον Οκτώβριο του 1891. Η διάλυση της εταιρείας "Ο Ερμής" και η

αγορά του κτιρίου από την Τράπεζα Εμπεδοκλέους (η μεταγενέστερα Εμπορική Τράπεζα), ανάγκασε το Χρηματιστήριο να αναζητήσει την τέταρτη κατά σειρά, στέγη. Από την 1η Νοεμβρίου 1891, το Χρηματιστήριο στεγάσθηκε σε κτίριο στην οδό Πεσμαζόγλου 1, το γνωστό σήμερα ως "Παλαιό Χρηματιστήριο" και τα γραφεία της Διοίκησης του Χρηματιστηρίου βρισκόταν στην οδό Σοφοκλέους 11. Η εξεύρεση κατάλληλης στέγης για το Χρηματιστήριο και η αποχώρησή του από το κτίριο της οδού Πεσμαζόγλου 1 έγινε επιτακτική κατά το 1923, λόγω των πολλών διορισμών και της αύξησης των μελών, που συνωστίζονταν ασφυκτικά στη μικρή αίθουσα συναλλαγών δημιουργώντας το αδιαχώρητο. Λόγω οικονομικών δυσχερειών το θέμα ανεύρεσης στέγης απασχόλησε για πολλά χρόνια τους ιθύνοντες, μέχρι που επιτεύχθηκε τελικά συμφωνία με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος για την οικοδόμηση κτιρίου επί της οδού Σοφοκλέους 10. Το Νοέμβριο του 1934, η Επιτροπή του Χρηματιστηρίου κλήθηκε από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος να παραλάβει το κτίριο της Σοφοκλέους 10 όπου και εγκαταστάθηκε για πολλά χρόνια μέχρι να αποκτήσει ιδιόκτητη στέγη πριν από λίγα χρόνια και για πρώτη φορά από την ίδρυσή του, εκεί όπου στεγάζεται σήμερα στη Λεωφόρο Αθηνών 110. Στο κτίριο αυτό στεγάζονται πλέον όλες οι υπηρεσίες αλλά και οι θυγατρικές εταιρείες του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Με τα πιο σύγχρονα μέσα και την χρήση των πιο προηγμένων τεχνολογικών εφαρμογών η πλέον εταιρεία Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών (ΕΧΑΕ) χαράζει τα μελλοντικά της σχέδια.

Τα πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών ήταν οι μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και οι ομολογίες των εθνικών δανείων. Το 1918 το Χρηματιστήριο μετατράπηκε σε Ν.Π.Δ.Δ με πλήρη εποπτεία από τον κρατικό μηχανισμό και ο πρώτος νόμος ο οποίος όρισε σαφώς υποχρεώσεις και δικαιώματα των μελών ήταν ο Ν. 3632/28. Στη συνέχεια το 1985 με το Π.Δ 350 ορίστηκαν τα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ενώ ουσιαστική μεταρρύθμιση στα χρηματιστηριακά θέματα έφερε ο Ν. 1806/88 ο οποίος εκσυγχρόνισε το Χρηματιστήριο Αθηνών εισάγοντας τους θεσμούς της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας, της παράλληλης αγοράς, της ανώνυμης εταιρείας αποθετηρίων συναλλαγών, με σκοπό την αποτελεσματικότερη εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Κομβικό σημείο της πορείας του ελληνικού χρηματιστηρίου ήταν το 1986 με την Επιτροπή Καρατζά και με μια σειρά θεσμικών

αλλαγών όπου απελευθερώθηκε η κίνηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε αξιόγραφα και το 1988 όπου έχουμε και τη λειτουργία του πρώτου δείκτη που απεικονίζει την πορεία της εμπορευσιμότητας των αξιών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο της Αθήνας, το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Το 1991 με το Ν.1969 ιδρύθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία έχει τον πλήρη έλεγχο της εφαρμογής της νομοθεσίας για την εύρυθμη λειτουργία της Κεφαλαιαγοράς καθώς επίσης πρωτοεισήχθη στη χρηματιστηριακή αγορά το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ) (Automatic System of Electronic Trading), με το οποίο καταργήθηκε η παλαιά διαδικασία διαπραγμάτευσης με αντιφώνηση. Το σύστημα αυτό αντικαταστάθηκε με το Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) (International Automatic System of Electronic Trading) και λειτούργησε το 1999. Το 1995 με το Ν.2324 το χρηματιστήριο μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο ενώ, το 1997 με το Ν.2533 ξεκίνησε η διαδικασία ιδιωτικοποίησης του χρηματιστηρίου η οποία ολοκληρώθηκε το 2003 με τη σύσταση της Χρηματιστηριακής Ανώνυμης Εταιρείας Συμμετοχών (ΕΧΑΕ). Το 1998 έχουμε τη δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ), σκοπός του οποίου είναι η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στην οργανωμένη αγορά παραγώγων προϊόντων, η οποία ξεκίνησε τη λειτουργία της τον Αύγουστο του 1999. Το 1999 επίσης ολοκληρώθηκε και η αποϋλοποίηση των τίτλων ένα εγχείρημα που ξεκίνησε από το 1996 και επέτρεψε τη δημιουργία ενός επιπέδου ασφάλειας, ακρίβειας, διαφάνειας και ανάπτυξης διασυννοριακών συναλλαγών στις επενδυτικές πρωτοβουλίες. Το έργο αυτό ήταν η μετατροπή των ενσώματων τίτλων σε ασώματους ηλεκτρονικούς τίτλους κατατεθειμένους στην ηλεκτρονική μερίδα κάθε επενδυτή. Επίσης το έτος 1999 αποφασίστηκε η εισαγωγή των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στην Κύρια Αγορά και για το λόγο αυτό το 2000 αποφασίστηκε η ίδρυση εταιρείας συμμετοχών με την επωνυμία «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε Συμμετοχών» (ΕΧΑΕ). Η ΕΧΑΕ αποτελεί πλέον τον μοναδικό μέτοχο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών η οποία εισήχθη προς διαπραγμάτευση στην Κύρια Αγορά του ΧΑ στις 21-8-2000. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά από αναδυόμενη χαρακτηρίστηκε ως ανεπτυγμένη το 2001 από τη Morgan Stanley ως αποτέλεσμα της ένταξης της Ελλάδος στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση και της πλήρους ενσωμάτωσής της στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Λίγο αργότερα το 2002 και με πρωτοβουλία του Υπουργείου Ανάπτυξης έχουμε τη συγχώνευση των ανώνυμων εταιρειών

Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε και Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών Α.Ε με αποτέλεσμα στις 31-8-2002 η επωνυμία της νέας εταιρείας είναι Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. (Αποστολόπουλος, 2007, Καραθανάση, 2002, Φίλιππας 2010, Θωμαδάκης, Ξανθάκης, 2006)

4.2 Δομή Ελληνικής Χρηματιστηριακής Αγοράς

4.2.1 Η «Ε.Χ.Α.Ε» και το «Χ.Α Α.Ε.»

Η εταιρεία Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε Συμμετοχών (ΕΧΑΕ) ιδρύθηκε το Μάρτιο του 2000 με το ρόλο μητρικής εταιρείας του ομίλου εταιρειών του χρηματιστηρίου. Πλέον μετά τις κινήσεις ιδιωτικοποίησης κατέχει το 98,19% της ανώνυμης εταιρείας Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. (Χ.Α Α.Ε), το οποίο με τη σειρά του μετέχει με σημαντικά ποσοστά στις ακόλουθες εταιρείες:

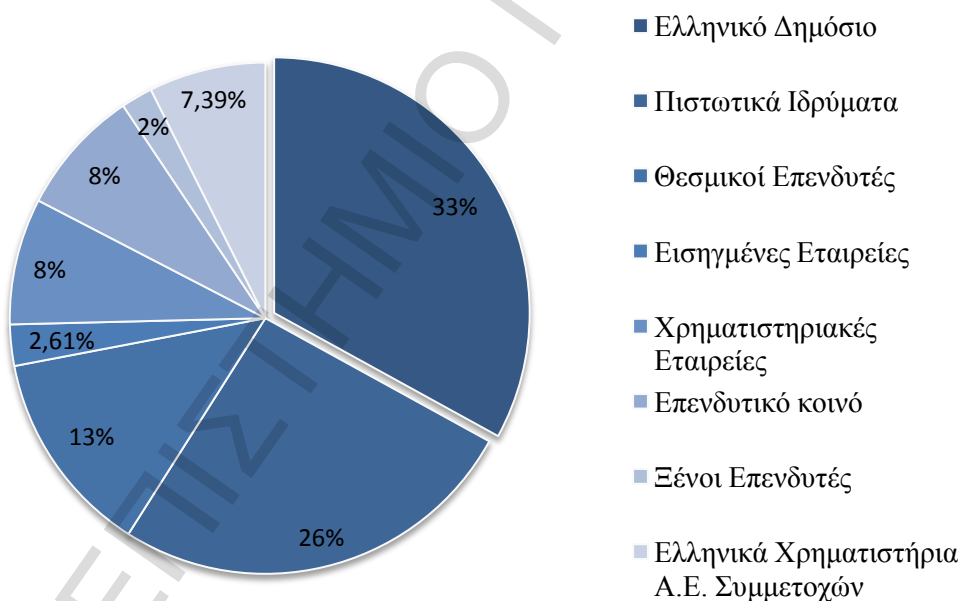
- Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών
- Εταιρεία εκκαθάρισης Συναλλαγών επί παραγώγων Α.Ε
- Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε
- Ανάπτυξη Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε
- Περιφερειακό Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης

Σκοπός της νέας χρηματιστηριακής αγοράς με τη μορφή της ΕΧΑΕ που αποτελεί το στρατηγείο όλου του ομίλου είναι, η μεγιστοποίηση του οφέλους της εθνικής οικονομίας επενδυτών και επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτή, η υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παραγώγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων, η διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς, η προστασία του επενδυτικού κοινού και η προώθηση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς ώστε να επιτευχθεί εξομοίωσή της με τις αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σήμερα, στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι θεσμοθετημένες και λειτουργούν η Κύρια και Παράλληλη Αγορά, η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕΧΑ), η ελληνική αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) και η Αγορά Παραγώγων. Στην Κύρια Αγορά διαπραγματεύονται οι μετοχές μεγάλων εταιρειών που τα οικονομικά τους μεγέθη πληρούν της προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Στην Παράλληλη Αγορά διαπραγματεύονται μετοχές μικρότερων εταιρειών, ενώ στην ΝΕΧΑ εμφανίζονται μικρομεσαίες επιχειρήσεις οι οποίες κάνουν σχετικά πρόσφατα τα βήματά τους, σε οργανωμένη κεφαλαιαγορά. Στην κατηγορία ΕΑΓΑΚ εισάγονται προς διαπραγμάτευση τίτλοι εταιρειών με έδρα εκτός Ελλάδος και τέλος την αγορά παραγώγων αποτελούν παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως δικαιώματα προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης μετοχών, stock Repos κ.α. (Αγγελόπουλος, 2008)

Η μετοχική διάρθρωση της ΕΧΑΕ η οποία χαρακτηρίζεται από την ιδιωτικοποίησή της παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα:

Διάγραμμα 1
Σύνθεση ΕΧΑΕ



*Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

4.2.2 Όργανα Διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών αποτελείται από ενδεκαμελές επιτροπή Διοικητικού Συμβουλίου με τριετή θητεία, το οποίο απαρτίζεται από εκπροσώπους του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, των χρηματιστηριακών εταιρειών, των εργαζομένων στο χρηματιστήριο Αθηνών, της Τράπεζας της Ελλάδος, της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών. Τα όργανα διοίκησης αποτελούν το Διοικητικό Συμβούλιο, ο Πρόεδρος Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών και η Γενική Συνέλευση των Μετόχων. Μερικές από τις βασικές αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου του Χρηματιστηρίου είναι:

- Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και η διαχείριση της περιουσίας του.
- Η εκπροσώπηση του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών δικαστικώς και εξωδίκως
- Η εποπτεία της ομαλής εκτέλεσης των εργασιών.
- Η άσκηση πειθαρχικής εξουσίας στους χρηματιστές, στις χρηματιστηριακές εταιρείες και τους υπαλλήλους του χρηματιστηρίου.

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. διορίζεται από τον Υπουργό Οικονομικών και παρέχει τις υπηρεσίες του κατά κύρια απασχόληση. Ο πρόεδρος είναι το ανώτατο εκτελεστικό όργανο του Χ.Α. και έχει τη γενική εποπτεία των εργασιών του χρηματιστηρίου και του προσωπικού του. Στην πρώτη συνεδρίαση μετά το διορισμό του Διοικητικού Συμβουλίου, πραγματοποιείται η εκλογή του Αντιπροέδρου με απόλυτη πλειοψηφία των παρόντων ή αντιπροσωπευόμενων μελών του. Ο Αντιπρόεδρος αναπληρώνει τον Πρόεδρο όταν απουσιάζει ή κωλύεται, ενώ σε περίπτωση κωλύματος και του Αντιπροέδρου, τον Πρόεδρο αναπληρώνει ο Σύμβουλος, που ορίζεται από το Δ.Σ. Εάν διοριστεί Πρόεδρος του Δ.Σ. χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, αναστέλλεται η εξάσκηση του επαγγέλματος του όσο διαρκεί η θητεία του.

Η Γενική Συνέλευση των μετόχων είναι το ανώτατο όργανο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Συνέρχεται τακτικά στην έδρα του Χ.Α. μια φορά τουλάχιστον σε κάθε εταιρική χρήση και μέσα σε έξι μήνες από τη λήξη της. Το Δ.Σ. υποχρεούται να

συγκαλεί τη Γενική Συνέλευση των μετόχων με αίτηση των ελεγκτών μέσα σε 10 ημέρες από την επίδοση της αίτησης στον Πρόεδρο του, ορίζοντας ως αντικείμενο ημερήσιας διάταξης το θέμα που περιέχεται στην αίτηση. Με αίτηση του μετόχου το Δ.Σ. υποχρεούται να συγκαλέσει έκτατη Γενική Συνέλευση ορίζοντας ημέρα συνεδρίασης, που να μην απέχει περισσότερο από τριάντα ημέρες από τη χρονολογία επίδοσης στον Πρόεδρο του Δ.Σ. Η αίτηση πρέπει να αναφέρει τα αντικείμενα, τα οποία θα περιληφθούν στην ημερήσια διάταξη. Η Γενική Συνέλευση είναι η μόνη αρμόδια να αποφασίζει για τα εξής θέματα:

- Την τροποποίηση του καταστατικού στην οποία συμπεριλαμβάνεται και η αύξηση ή μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, με εξαίρεση τα άρθρα του καταστατικού τα οποία τροποποιούνται με νόμο.
- Την έγκριση των ετήσιων λογαριασμών της εταιρείας.
- Τη διάθεση των ετήσιων κερδών.
- Την έκδοση δανείου με ομολογίες.
- Τη συγχώνευση, παράταση της διάρκειας ή διάλυση της Εταιρείας.
- Το διορισμό Ελεγκτών και τον καθορισμό της αμοιβής τους.
- Το διορισμό εκκαθαριστών. (Βασιλείου, Ηρειώτης, 2009)

4.2.3 Εποπτεία Χρηματιστηρίου Αθηνών

Το χρηματιστήριο εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών μέσω του ορισμού του Κυβερνητικού Επόπτη ο οποίος εποπτεύει τη συμμόρφωση όλων των διαπραγματευόμενων μερών με τους ισχύοντες νόμους και κανονισμούς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Η Επιτροπή αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας. Η λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν βαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό, οι δε πόροι της προήλθαν από τέλη και εισφορές που βαρύνουν τους εποπτευόμενους φορείς. Ο προϋπολογισμός της

Επιτροπής συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομικών. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απολαύουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας, δεσμευόμενα μόνον από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομικών. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καλείται τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς. Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας. Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών. Τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές, οι φορείς εκκαθάρισης και το σύστημα αποζημίωσης επενδυτών (το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο). Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την έγκριση του περιεχομένου των ενημερωτικών δελτίων όσον αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά. Ως εθνική εποπτική αρχή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της. Είναι ενεργό μέλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών

Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority - ESMA) και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO). (Αποστολόπουλος 2009, Ετήσια έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έτος 2012)

4.2.4 Τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Τα μέλη τα οποία συμμετέχουν στην αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και πραγματοποιούν συναλλαγές αναφέρονται ως Μέλη Διαπραγμάτευσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τα μέλη που πραγματοποιούν τη διεξαγωγή της εκκαθάρισης, διακανονισμού και καταχώρισης των προαναφερθέντων συναλλαγών καλούνται Εκκαθαριστικά Μέλη ΕΤ.ΕΚ. / Χειριστές.

- Μέλη Διαπραγμάτευσης Χ.Α (ΜΔ): Τα Μέλη Διαπραγμάτευσης που συμμετέχουν στις υπηρεσίες διαπραγμάτευσης διακρίνονται με βάση την έδρα τους και τον τόπο δραστηριοποίησής τους όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Μέλη Διαπραγμάτευσης με έδρα την Ελλάδα	84
Μέλη Διαπραγμάτευσης με έδρα την Κύπρο	13
Εξ αποστάσεως (Remote Members)	7
Σύνολο Μελών Αγοράς Αξιών Χ.Α.	104

Οι αρμοδιότητες των Μελών που δραστηριοποιούνται ως Μέλη Διαπραγμάτευσης αφορούν:

- Λήψη χρηματιστηριακών εντολών και εκτέλεσή τους κάνοντας χρήση των λειτουργικών δυνατοτήτων των συστημάτων διαπραγμάτευσης του ΧΑ.
- Λειτουργία εντός συγκεκριμένου πλαισίου όπως περιγράφεται στον κανονισμό ΧΑ για την διαχείριση κινδύνου και την εξασφάλιση της εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών.
- Ενημέρωση των πελατών ή συνεργατών τους σχετικά με τις εκτελεσθείσες εντολές.

- Λειτουργίες διάρθρωσης στις οποίες περιλαμβάνεται η συμπλήρωση, διάσπαση.
 - Ομαδοποίηση και διόρθωση των εντολών εκκαθάρισης (συναλλαγών) που προκύπτουν από τις εκτελεσθείσες συναλλαγές μετά το τέλος της συνεδρίασης.
- Τα Εκκαθαριστικά Μέλη της ΕΤ.ΕΚ./Χειριστές διακρίνονται σε δύο τύπους: Στα Άμεσα Εκκαθαριστικά Μέλη (ΑΕΜ) που εκκαθαρίζουν συναλλαγές που έχουν καταρτιστεί από τα ίδια ως Μέλη Διαπραγμάτευσης (ΜΔ) και στα Γενικά Εκκαθαριστικά Μέλη (ΓΕΜ), που εκκαθαρίζουν συναλλαγές που μπορεί να καταρτίζονται τόσο από τα ίδια ως Μέλη Διαπραγμάτευσης, όσο και από άλλα Μέλη Διαπραγμάτευσης. Σημειώνεται ότι ένα Γενικό Εκκαθαριστικό Μέλος δεν είναι υποχρεωτικά και Μέλος Διαπραγμάτευσης. Οι αρμοδιότητες των Εκκαθαριστικών Μελών παρουσιάζονται ως εξής:
- Λειτουργίες διάρθρωσης στις οποίες περιλαμβάνεται η συμπλήρωση, διάσπαση, ομαδοποίηση και διόρθωση των εντολών εκκαθάρισης που προκύπτουν από τις εκτελεσθείσες συναλλαγές μετά το τέλος της συνεδρίασης.
 - Μετάθεση του διακανονισμού συναλλαγών σε Θεματοφύλακες σύμφωνα με οδηγίες των πελατών τους ή των ΜΔ που εξυπηρετούν.
 - Κάλυψη των υποχρεώσεων τους σχετικά με τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου απέναντι στον Εκκαθαριστικό Μηχανισμό.
 - Ενημέρωση των πελατών τους και των ΜΔ που εξυπηρετούν σχετικά με τις υποχρεώσεις τους (εγγυήσεις, πιστωτικά όρια).
 - Κάλυψη όλων των υποχρεώσεων για τον διακανονισμό των συναλλαγών εντός του πλαισίου που θέτει ο Εκκαθαριστικός μηχανισμός.

Για την εκτέλεση των υποχρεώσεων τους τα Εκκαθαριστικά Μέλη είναι απαραίτητο να συμμετέχουν και στις υπηρεσίες διακανονισμού και καταχώρισης. (Ετήσια έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έτος 2012)

4.3 Προϋποθέσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο (Κύρια και Παράλληλη Αγορά)

Η επένδυση σε χρηματιστηριακή αγορά απαιτεί κάποιες προϋποθέσεις εισαγωγής. Αυτές αναλόγως το μέγεθος της Ανώνυμης Εταιρείας διαμορφώνονται ως προς το ύψος των απαιτήσεων για το αν θα εισαχθούν στην Κύρια ή Παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Παρακάτω παρουσιάζονται συνοπτικά αυτές οι προϋποθέσεις ως εξής:

Για εισαγωγή στην Κύρια Αγορά κάθε επιχείρηση πρέπει:

- Να διαθέτει ορισμένο ύψος Ιδίων Κεφαλαίων αξίας κοντά στα 12.000.000 ευρώ κατά τη στιγμή υποβολής της αίτησης εισαγωγής.
- Να έχει ικανοποιητική κεφαλαιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- Να προβεί σε ενέργειες ελέγχου από ορκωτούς λογιστές των οικονομικών καταστάσεών της των τριών τουλάχιστον τελευταίων ετών.
- Να προβεί σε αύξηση ίση με το 25% του μετοχικού κεφαλαίου και οι νέες μετοχές που θα εκδοθούν να διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή.
- Να εκδοθεί ενημερωτικό φυλλάδιο, το περιεχόμενο του οποίου υπόκειται σε έγκριση από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου
- Να υπάρχει ανάδοχος ο οποίος είναι υποχρεωμένος να απορροφήσει τις μετοχές που δεν αγοράστηκαν από το επενδυτικό κοινό με τη δημόσια εγγραφή.
- Οι μετοχές της εταιρείας να είναι έχουν ικανοποιητική διασπορά δηλαδή οι μετοχές προς εισαγωγή να είναι κατανεμημένες στο επενδυτικό κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών.

Για εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά κάθε επιχείρηση πρέπει:

- Να διαθέτει Ίδια Κεφάλαια ύψους τουλάχιστον 3.000.000 ευρώ κατά την περίοδο της αίτησης εισαγωγής στο χρηματιστήριο
- Να προβεί σε ενέργειες ελέγχου από ορκωτούς λογιστές των οικονομικών καταστάσεών της των δύο τουλάχιστον τελευταίων ετών.

- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- Η επιχείρηση θα πρέπει να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, ενώ το 20% από διάθεση των ήδη υφισταμένων. Η υποχρέωση αυτή παραλείπεται εφόσον κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχει ολοκληρωθεί με μετρητά αύξηση κεφαλαίου τουλάχιστον κατά το ποσό που απαιτείται για την ικανοποιητική διασπορά των μετοχών στο επενδυτικό κοινό.
- Να υπάρχει ανάδοχος ο οποίος είναι υποχρεωμένος να απορροφήσει τις μετοχές που δεν αγοράστηκαν από το επενδυτικό κοινό με τη δημόσια εγγραφή.

4.4 Υποχρεώσεις Εισηγμένων εταιρειών

Οι υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών διέπονται από ένα σύστημα έλεγχου και συμμόρφωσης σε διαδικασίες και κανονισμούς όπως αυτοί ορίζονται από το Χρηματιστήριο Αθηνών και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την εύρυθμη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Διακρίνονται σε υποχρεώσεις μετόχων, διευθυντικών στελεχών, μελών Διοικητικού Συμβουλίου εισηγμένων εταιρειών (σύμφωνα με τους Νόμους 2744/99 και 2843/2000 και το Π.Δ 51/92 σχετικά με μεταβολές του ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου τουλάχιστον 5% αυτών και κοινοποίηση της μεταβολής αυτής στα αρμόδια διοικητικά όργανα του χρηματιστηρίου). Ακόμη διακρίνονται σε υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών σύμφωνα με αποφάσεις του Δ.Σ του Χρηματιστηρίου Αθηνών οι οποίες αφορούν σε επίδειξη οικονομικών και λογιστικών καταστάσεων των επιχειρήσεών τους, καθώς και κάθε είδους μεταβολή σχετικά με την εισαγωγή νέων μετοχών όπως επίσης και κάθε είδους εταιρική μεταβολή που επηρεάζει την λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Τέλος σε υποχρεώσεις καθιέρωσης αρχών εταιρικής διακυβέρνησης όπου σύμφωνα με τις αρχές αυτές θα πρέπει να διέπονται σε ένα πρώτο επίπεδο οι σχέσεις του μανάτζμεντ της επιχείρησης και σε ένα δεύτερο επίπεδο οι σχέσεις των ενδιαφερόμενων μερών, η διασφάλιση επαρκούς επιπέδου διαφάνειας στην εταιρεία και ιδίως στις ενέργειες των διοικούντων αυτής. Να επιβάλλουν την ύπαρξη διαδικασιών

εσωτερικού ελέγχου και να προσδιορίζουν το πλαίσιο και τις διαδικασίες σχετικά με τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από τις κεφαλαιαγορές. (Αποστολόπουλος, 2009)

4.5 Οι χρηματιστηριακοί δείκτες

4.5.1 Γενικά περί χρηματιστηριακών δεικτών

Σήμερα στο Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., τα αξιόγραφα τα οποία διαπραγματεύονται είναι οι μετοχές, τα ομόλογα τραπεζικά και ελληνικού δημοσίου, οι ομολογίες ανώνυμων εταιρειών και τα δικαιώματα. Στα πλαίσια της παρούσας εκπόνησης αναλύονται οι μετοχές καθώς είναι το βασικό στοιχείο εμπορευσιμότητας του Χρηματιστηρίου Αθηνών αλλά και οι κύριες υπεύθυνες για τη εμφάνιση χρηματιστηριακών κρίσεων που αποτελούν και το σκοπό μελέτης της παρούσας εργασίας.

Οι μετοχές όπως ορίστηκαν και αναλύθηκαν αποτελούν το πιο διαδεδομένο από άποψη εμπορευσιμότητας αξιόγραφο μεταβλητής απόδοσης. Οι αποδόσεις των μετοχών λόγω των μεταβολών στις τιμές τους, επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές και τη λειτουργία τους. Για το λόγο αυτό έχουν κατασκευαστεί οι δείκτες, οι οποίοι καταγράφουν τη συμπεριφορά των τιμών αυτών των αξιογράφων. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες κατασκευάζονται με γενικώς αποδεκτά κριτήρια ώστε να απεικονίζουν ικανοποιητικά την μέση κίνηση της αγοράς. Οι λόγοι για τους οποίους έχουν ευρέως διαδοθεί και χρησιμοποιούνται οφείλονται στο γεγονός ότι υπολογίζονται εύκολα, είναι καθημερινά μετρήσιμοι, είναι διαθέσιμοι από όσους δραστηριοποιούνται στην κεφαλαιαγορά, παρέχουν τη δυνατότητα σύγκρισης ενός ατομικού χαρτοφυλακίου με αυτό της χρηματιστηριακής αγοράς και τέλος αποτελούν ένα μέτρο σχετικής απόδοσης των χρηματιστηριακών τίτλων ως προς εναλλακτικές επενδύσεις. Η αξιόπιστη κατασκευή των χρηματιστηριακών δεικτών προϋποθέτει να λαμβάνεται υπόψη ο αριθμός των μετοχών που συμμετέχουν, η βαρύτητα κάθε μετοχής στην μεταβολή του δείκτη καθώς επίσης και ο τρόπος υπολογισμού της μεταβολής των τιμών των μετοχικών τίτλων. Η βασική ταξινόμηση των χρηματιστηριακών δεικτών είναι αυτή σε δείκτες στενής, ευρείας βάσης και οι απογραφικοί δείκτες. Οι δείκτες στενής βάσης

είναι αυτοί που παρουσιάζουν την εικόνα ενός μικρού αριθμού συστατικών όπως για παράδειγμα σε μια συγκεκριμένη βιομηχανία ή σε ένα ιδιαίτερο τομέα της αγοράς. Οι δείκτες ευρείας βάσης είναι αυτοί που περιλαμβάνουν ένα μεγάλο αριθμό εταιρειών όπως ο NYSE Composite, ο S&P κ.α. και οι απογραφικοί δείκτες, περιλαμβάνουν το σύνολο των εκάστοτε εισηγμένων εταιριών στο υπό μελέτη χρηματιστήριο. Παράδειγμα δείκτη της τελευταίας κατηγορίας είναι ο σύνθετος δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. (Γ.Δ.Χ.Α). Οι χρηματιστηριακοί δείκτες καταγράφουν τη συμπεριφορά των μετοχών που συμμετέχουν σε αυτούς ανάλογα με τον τρόπο που οι μετοχές διαπραγματεύονται πάνω σε ένα δείκτη. Συγκεκριμένα υπάρχουν οι δείκτες της «σχολής» Dow Jones και του Nikkei της Ιαπωνίας, όπου ο δείκτης αποτελεί τον αριθμητικό μέσο των μετοχών και αυτοί της «σχολής» S&P όπου ο δείκτης αποτελεί ένα σύνθετο – σταθμισμένο αριθμητικό μέσο με βάση τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών. Η πλειονότητα των διεθνών χρηματιστηριακών δεικτών και μέσα σε αυτούς και ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Γ.Δ.Χ.Α.) είναι σύνθετοι – σταθμικοί αριθμητικοί μέσοι. Ο λόγος της μη έμπιστης χρήσης του απλού αριθμητικού μέσου είναι ότι σε μη ώριμες χρηματιστηριακές αγορές ακραίες τιμές κάποιων μετοχών μπορούν να επηρεάσουν την πορεία του δείκτη με μια αυξομείωση της τιμής τους χωρίς η μεταβολή αυτή να είναι αντιπροσωπευτική της πορείας του χρηματιστηρίου.

4.5.2 Οι δείκτες του ελληνικού χρηματιστηρίου

Οι κυριότεροι δείκτες του ελληνικού χρηματιστηρίου αλλά και εγκυρότεροι είναι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Γ.Δ.Χ.Α) και οι δείκτες της οικογένειας FTSE.

Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Γ.Δ.Χ.Α.) είναι ο παλαιότερος από τους δείκτες του χρηματιστηρίου και δημιουργήθηκε με τη μορφή που υπάρχει σήμερα στις 4 Ιανουαρίου 1988. Έχει ως βάση την 31-12-1980 και τιμή βάσης τις 100 μονάδες. Τα βασικά κριτήρια επιλογής μετοχικών τίτλων για το Γ.Δ.Χ.Α. είναι η κεφαλαιοποίηση, η εμπορευσιμότητα και η ικανοποιητική διασπορά των μετοχών προς το επενδυτικό κοινό. Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α είναι ένα 100% μετοχικό χαρτοφυλάκιο εσωτερικού χωρίς διαχειριστή. Όταν δημιουργήθηκε ο Γ.Δ.Χ.Α διαμορφωνόταν από 71 μετοχές ενώ σήμερα περιλαμβάνει 60 μετοχές από όλους τους

κλάδους της οικονομίας. (Τράπεζες, Τρόφιμα – Ποτά, Τηλεπικοινωνίες, Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες, Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες, Υγεία, Εμπόριο, Τυχερά Παιχνίδια, Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας, Κατασκευές, Προσωπικά και Οικιακά Αγαθά, Ταξίδια και Αναψυχή, Μέσα Ενημέρωσης, Πετρέλαιο και Αέριο, Πρώτες Ύλες, Ακίνητη Περιουσία, Τεχνολογία). Ο Γενικός Δείκτης, είναι σταθμισμένος με βάση τη χρηματιστηριακή αξία των επιμέρους μετοχών που συμμετέχουν σε αυτόν, οι οποίες ελέγχονται δύο φορές το χρόνο. Σημαντικά μειονεκτήματα του δείκτη είναι ότι, 1) αποτελεί δείκτη κεφαλαιακών αποδόσεων καθώς δεν περιλαμβάνονται τα μερίσματα που πιθανώς προκύπτουν. Επομένως η απόδοσή του είναι υποεκτιμημένη, αφού οι τιμές δεν προσαρμόζονται για τη διανομή των μερισμάτων και 2) δεν είναι αποπληθωρισμένος. Για το λόγο αυτό δημιουργήθηκε ο Δείκτης Συνολικής Απόδοσης τόσο για την κύρια όσο και για και για την παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ο οποίος περιλαμβάνει τις κεφαλαιακές αποδόσεις αλλά και τα μερίσματα και τέθηκε σε εφαρμογή στις 5 Μαρτίου του 2001 με ημερομηνία βάσης την 1-3-2001 και τιμή βάσης τις 1000 μονάδες.

Ο υπολογισμός του Γ.Δ.Χ.Α πραγματοποιείται από τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$\Gamma. \Delta. \chi. \Lambda = \frac{\sum_{i=1}^N P_t Q_t}{\sum_{i=1}^N P_{i,80} Q_{i,80}} \times 100$$

Όπου:

$i=1, 2, 3, \dots, N$ είναι οι μετοχές που συμπεριλαμβάνονται στο δείκτη,

P_{it} : η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής i , τη χρονική στιγμή t ,

Q_{it} : ο αριθμός των εισηγμένων μετοχών i , τη χρονική περίοδο t

$P_{i,80}$: η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής i , την περίοδο βάσης 1980,

$Q_{i,80}$: ο αριθμός των εισηγμένων μετοχών i , την περίοδο βάσης 1980. (Φίλιππας 2010, Αποστολόπουλος 2007)

Ένα ερώτημα που τίθεται για το Γ.Δ.Χ.Α είναι η αποτελεσματικότητά του και η αξιόπιστη πληροφόρηση που λαμβάνει ένας επενδυτής ή μια οικονομική μονάδα από τη διακύμανση της πορείας του στο χρόνο. Όταν ένας χρηματιστηριακός δείκτης δραστηριοποιείται σε μια αδύναμη και χαμηλής εμπορευσιμότητας οικονομία,

(αναφέροντας τη χαμηλή εμπορευσιμότητα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι αξιοσημείωτο να δώσουμε το παράδειγμα ότι το 2008 που η κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου της Αθήνας ήταν στα 65 δις ευρώ, αυτό αντιστοιχούσε σε μία μετρίου μεγέθους εταιρεία του Dow Jones, όπως η Mac Donald,) (Φίλιπας Ν, 2009) είναι αποδεδειγμένο ότι η επιρροή για την πορεία του, είναι συναρτησιακά δεμένη και με την πορεία της εθνικής οικονομίας. Άρθρο των (Βαγενά Α. Φίλιπα Ν, 2008) έθιξε το θέμα της αποτελεσματικότητας του Χ.Α όταν η μελέτη τους γνωστοποίησε ότι ο τραπεζικός κλάδος συμμετέχει πάνω από 47% στη διαμόρφωση του Γενικού Δείκτη συγκριτικά με άλλους δείκτες ανεπτυγμένων και ώριμων χρηματιστηριακών αγορών και συγκεκριμένα ότι μια μόνο μετοχή, αυτή της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος επηρεάζει στατιστικά σημαντικά τη διαμόρφωση του Γενικού Δείκτη Τιμών.

Οι δείκτες FTSE/ATHEX αποτελούν το αποτέλεσμα της συνεργασίας της διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της FTSE International, μιας κοινής εταιρείας των Financial Times και του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Με τη συνεχή παρατήρηση της πορείας των δεικτών, παρουσιάστηκε η ανάγκη για κατασκευή δεικτών όπου θα περιελάμβαναν επιχειρήσεις με μετοχές διαφορετικής απόδοσης και κινδύνου, για παράδειγμα οι blue chips των μεγάλων εταιρειών έχουν μεγαλύτερη ασφάλεια από ότι μετοχές μικρότερων εταιρειών ή για παράδειγμα μικρομεσαίες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερους ρυθμούς ανάπτυξης. Επομένως όλα αυτά που επηρεάζουν την πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών, πρέπει να μετρηθούν και να παρακολουθούνται σε διαφορετικούς δείκτες. Οι δείκτες FTSE/ATHEX είναι σύνθετοι αριθμητικοί μέσοι με στάθμιση τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών και το εύρος διασποράς των μετοχών μιας επιχείρησης. Επομένως στους δείκτες αυτούς δεν μπορούν να συμμετάσχουν οι μετοχές επιχειρήσεων που δεν έχουν την απαιτούμενη διασπορά σύμφωνα με τα ποσοστά διασποράς των μετοχών από τους κανονισμούς του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Η σειρά δεικτών **FTSE/ATHEX** περιλαμβάνει τους εξής δείκτες:

- Το δείκτη **FTSE/ATHEX 20**, στον οποίο συμμετέχουν μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης και περιλαμβάνει τις 20 μεγαλύτερες εταιρείες της κατηγορίας

Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (Large Cap) του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ξεκίνησε με τιμή βάσης τις 1000 μονάδες την 23-9-1997. Ο δείκτης αυτός σχεδιάστηκε για να παρέχει μια διαχρονική απεικόνιση της πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών και έχει διεθνή απήχηση σε μια παγκοσμιοποιημένη κεφαλαιαγορά. Η εποπτεία του γίνεται μέσω της Συμβουλευτικής επιτροπής Δείκτη FTSE/ASE 20 όπου πρόεδρος της επιτροπής αυτής είναι ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών και μαζί με την ελεγκτική έκθεση της FTSE International Limited η οποία είναι υπεύθυνη για την εποπτεία των αλλαγών στο δείκτη και τον έλεγχο λειτουργίας του, μπορεί να προτείνει δύο φορές το χρόνο αλλαγές στη λειτουργία του δείκτη. Τα αδύναμα σημεία του δείκτη αυτού είναι ότι παρόλο που υπάρχουν προκαθορισμένα κριτήρια επιλογής μετοχών επιλέγονται οι 20 μετοχές με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία. (Μόνο 5 μετοχές πλησιάζουν το 60% της χρηματιστηριακής αξίας του δείκτη) με αποτέλεσμα να αμφισβητείται η αποτελεσματικότητα του χαρτοφυλακίου του. Επίσης δε δικαιολογούνται με πειστικότητα τα ποσοστά στάθμισης και η αλλαγή αυτών, διαχρονικά, για τις εταιρείες που συμμετέχουν στον δείκτη.

- Το δείκτη **FTSE/ATHEX Mid 40**, στον οποίο συμμετέχουν εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης και περιλαμβάνει τις επόμενες 40 εταιρείες της κατηγορίας Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών οι οποίες όμως δεν συμπεριλαμβάνονται στον FTSE/ATHEX 20.
- Το δείκτη **FTSE/ATHEX Small 80**, στον οποίο συμμετέχουν εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης και περιλαμβάνει 80 εταιρείες της κατηγορίας Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται στους δείκτες FTSE/ATHEX 20 και FTSE/ATHEX Mid 40
- Το δείκτη **FTSE/ATHEX 140**, στον οποίο συμμετέχουν όλες οι μετοχές που περιλαμβάνονται στον FTSE/ATHEX 20, FTSE/ATHEX Mid 40, FTSE/ATHEX Small 80. Οι μετοχές στον κλάδο αυτό κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τον κλάδο οικονομικής δραστηριότητας στον οποίο ανήκουν διαμορφώνοντας τους εξής δείκτες:

FTSE/ATHEX Ασφαλειών

FTSE/ATHEX Βιομηχανικών Προϊόντων

FTSE/ATHEX Εμπορίου

FTSE/ATHEX Κατασκευών

FTSE/ATHEX Μέσων Ενημέρωσης

FTSE/ATHEX Προσωπικά – Οικιακά Προϊόντα

FTSE/ATHEX Πετρελαίου

FTSE/ATHEX Πρώτων Υλών

FTSE/ATHEX Ταξιδιών Αναψυχής

FTSE/ATHEX Τεχνολογίας

FTSE/ATHEX Τηλεπικοινωνιών

FTSE/ATHEX Τραπεζών

FTSE/ATHEX Τροφίμων και Ποτών

FTSE/ATHEX Υγείας

FTSE/ATHEX Υπηρεσιών Κοινής Ωφέλειας

FTSE/ATHEX Χημικών

FTSE/ATHEX Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών

- Το δείκτη **FTSE-Med 100**, στον οποίο συμμετέχουν 100 μετοχές εισηγμένες στα Χρηματιστήρια του Τελ-Αβίβ, της Αθήνας και του Λονδίνου, ορισμένες από αυτές είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήρια των Η.Π.Α ή σε άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.
- Το δείκτη **FTSE/ATHEX International**, στον οποίο συμμετέχουν όλες οι αποδεκτές αξίες ελληνικές και μη, οι οποίες διαπραγματεύονται στην κοινή πλατφόρμα διαπραγμάτευση του Χρηματιστηρίου Αθηνών και είναι αποδεκτές για τη συμμετοχή τους στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. (Φίλιπας, 2010)

4.5.3 Προϋποθέσεις για συμμετοχή στους Δείκτες Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Οι προϋποθέσεις και τα κριτήρια για συμμετοχή στη σύνθεση των δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ήδη εισηγμένων μετοχών, όπως αυτά διαμορφώθηκαν από τους κανόνες του Χ.Α παρουσιάζονται παρακάτω:

- Μία κατηγορία κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου κάθε εισηγμένης εταιρείας μπορεί να συμπεριληφθεί στους διάφορους δείκτες του Χ.Α εφόσον πληρούνται και τα παρακάτω κριτήρια.
- Μόνο οι ήδη μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές ή ομολογίες μπορούν να συμπεριληφθούν στη σύνθεση δείκτη.
- Η εταιρεία που έχει εισηγμένες μετοχές θα πρέπει να έχει ιδρυθεί και να φορολογείται στην Ελλάδα.
- Οι συμμετέχουσες μετοχές στους δείκτες πρέπει να έχουν παρουσία τουλάχιστον έξι μηνών στην Αγορά Μετοχών του Χ.Α εκτός και αν η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη ή ίση του 2% της Συνολικής Μέσης Χρηματιστηριακής Αξίας του συνόλου των αγορών μετοχών του Χ.Α
- Μετοχές επιχειρήσεων, των οποίων δεν έγιναν πράξεις για τουλάχιστον το ήμισυ των συνεδριάσεων του Χ.Α κατά το τελευταίο εξάμηνο αποκλείονται από τη συμμετοχή τους σε Δείκτη, όπως επίσης και των μετοχών που ανεστάλη η διαπραγμάτευσή ή είναι «υπό επιτήρηση» κατά το τελευταίο εξάμηνο.
- Εάν οι εισηγμένες εταιρείες έχουν ξεκινήσει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά σε προκαθορισμένες ημερομηνίες, για να καθορισθεί το ύψος της Χρηματιστηριακής Αξίας, η τιμή προσαρμόζεται ώστε να περιέχει τις προβλεπόμενες καταβολές εξόφλησης των νέων μετοχών με αντίστοιχη προσαρμογή του αριθμού των εισηγμένων. (Αποστολόπουλος, 2007)

5. Οι Χρηματιστηριακές Κρίσεις

*«Η χρηματιστηριακή αγορά σε περίοδο κρίσης μοιάζει με
ένα τρελοκομείο από το οποίο οι σχιζοφρενείς προσπαθούν
να αποδράσουν την ίδια χρονική στιγμή»*

Charles Kindleberger

5.1 Ορισμός και ανάλυση της εμφάνισης του φαινομένου

Στην υπόθεση της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς μόνο η αποκάλυψη δυσάρεστης είδησης μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τις τιμές των μετοχών που διαπραγματεύονται σε αυτή. Η εμφάνιση ωστόσο γεγονότων ανισοροπίας και βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών τάσεων στα οργανωμένα χρηματιστήρια, παραβιάζει τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Οι χρηματιστηριακές κρίσεις αποτελούν τέτοια φαινόμενα ανισοροπίας και σε πολλές περιπτώσεις ακόμη και φαινόμενα πιστωτικής κατάρρευσης, τα οποία εξηγούνται και ερμηνεύονται μεταγενέστερα της εμφάνισής τους. Η κύρια αιτία που προκαλεί τέτοιου είδους φαινόμενα, βρίσκεται ενδογενώς της αγοράς της οποίας εμφανίζονται. Διάφοροι εξωγενείς παράγοντες που μπορεί να υπάρχουν κατά τη στιγμή που ξεσπά μια κρίση σε ένα χρηματιστήριο απλώς δίνουν την αφορμή για την κατάρρευση των τιμών αυτής της χρηματιστηριακής αγοράς. Το κύριο πρόβλημα της κρίσης τρέφεται και συντηρείται στην υπό κατάρρευση χρηματιστηριακή αγορά.

Οι χρηματιστηριακές κρίσεις ορίζονται ως φαινόμενα συνεχούς ανόδου των τιμών μέχρις ενός κρίσιμου σημείου μετά το οποίο, ακολουθεί εξίσου μεγάλη κάμψη. Κατά τη διάρκεια της ανόδου, επικρατεί μια υπερβολική αισιοδοξία που τροφοδοτεί υπερβάλλουσα ζήτηση για τα χρηματιστηριακά πράγματα. Αντίθετα, κατά τη διάρκεια της καθόδου επικρατεί συχνά πανικός δηλαδή πλήρη απαισιοδοξία για το μέλλον των τιμών και υπερβάλλουσα προσφορά τίτλων. Στην εμφάνιση βέβαια της ανόδου των τιμών πολλές κρίσεις βρίσκουν αφετηρία σε πραγματικές πληροφορίες που δικαιολογούν την άνοδο αυτή. Η άνοδος όμως των τιμών όταν παρατηρούνται κρίσεις συνεχίζεται και επιταχύνεται χωρίς να συνεχίζεται εξίσου η βελτίωση στο πληροφοριακό υπόβαθρο των τιμών. Πρόκειται δηλαδή για μια κατάσταση όπου οι τιμές αυτονομούνται από σημαντικές πληροφορίες και αποκτούν τη δική τους δυναμική. Στο πλαίσιο αυτό η άνοδος της τιμής που προηγείται δίνει σήμα για νέα άνοδο και

προκαλεί κύμα νέων αγορών μετοχών, ενώ κανονικά κάθε άνοδος θα έπρεπε να εμφανίζει υποψήφιους πωλητές μετοχών για να επωφεληθούν από την προκύπτουσα άνοδο των τιμών των μετοχών. Μελέτη των (Koutmos, Negakis, Theodossiou, 1993) για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά έδειξε ότι η μεταβλητότητα των μετοχών επηρεάζεται περισσότερο από τις θετικές εξελίξεις παρά από τις αρνητικές. Το επενδυτικό κοινό παρατηρώντας την άνοδο των τιμών πιστεύει ότι αυτή θα συνεχισθεί και σπεύδει σε νέες αγορές. Με τον τρόπο αυτό μία άνοδος φέρνει και άλλη άνοδο, και μάλιστα συχνά με επιταχυνόμενο ρυθμό μέχρις ότου η κατάσταση αυτή δίνει τη θέση της σε μεγάλη κάθοδο, ενίοτε και κατάρρευση των τιμών χωρίς όμως να μπορεί να προβλεφθεί ο χρόνος της χρηματιστηριακής κρίσης. (Sornette, 2003)

Μια διαπίστωση κατά την εμφάνιση χρηματιστηριακών κρίσεων είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποκλίνουν «ορθολογικά» από τα θεμελιώδη (που είναι ίσα με την αναμενόμενη προεξοφλημένη αξία των μερισμάτων) της αγοράς. Αυτές οι αποκλίσεις ερμηνεύονται ως «φούσκες» και αντανακλούν κρίσεις στις χρηματοοικονομικές αγορές. Συνεπώς, φούσκα ονομάζεται η απόκλιση της τιμής ενός χρηματιστηριακού τίτλου από τη θεμελιώδη αξία του. Το κύριο χαρακτηριστικό των κερδοσκοπικών φουσκών είναι ότι παρατηρείται μια διαρκής και αυξανόμενη απόκλιση των τιμών από τις θεμελιώδεις τιμές. Μία συστηματική απόκλιση που αυξάνει διαχρονικά μπορεί να είναι ορθολογική κερδοσκοπική φούσκα. Οι αποκλίσεις μπορεί να αναφέρονται σε επίπεδα τιμών, συναλλαγματικές ισοτιμίες και τιμές μετοχών. Οι φούσκες μπορούν να προκληθούν από εξωγενείς παράγοντες που δεν σχετίζονται με την αγορά και την πραγματική οικονομία ή από λανθασμένη εκτίμηση των θεμελιωδών μεγεθών των εταιρειών και των επιχειρήσεων Diba, Grossman (1998), Topol (1991). Σύμφωνα με τους Flood & Hodrick (1990), οι κερδοσκοπικές φούσκες είναι αυτοεκπληρούμενες προφητείες. Η «μανία της τουλίπας», η «φούσκα της South Sea», η «φούσκα του Mississippi» καθώς και η αύξηση των τιμών των μετοχών που διαδέχτηκε το «κραχ του 1929» αποτελούν παραδείγματα αυτοεκπληρούμενων προφητειών. Οι Kindleberger και Aliber (2011) στο βιβλίο τους “Manias, Panics and Crashes” αναφέρουν ότι η διαφορά μεταξύ μιας χρηματοοικονομικής κρίσης η οποία επιφέρει ελλείμματα και χρέη σε μια οικονομία ως αποτέλεσμα της μη ορθολογικής διαχείρισης των πόρων της, με την χρηματιστηριακή κρίση ή ακόμη γενικότερα με την κρίση διαπραγματεύσιμων αξιών σε ένα οικονομικό σύστημα είναι ότι στην πρώτη περίπτωση

η κακή αυτή διαχείριση σταματά όταν τα εισοδήματα παύουν πλέον να είναι μεγαλύτερα από τα χρέη, με αποτέλεσμα η οικονομία αυτή να εισέλθει σε μια διαδικασία εξυγίανσης και αποπληρωμής των χρεών. Αντίθετα οι δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης σε μια χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώνουν το ύψος των μεταβολών στις διαπραγματεύσιμες αξίες σε ένα τέτοιο επίπεδο το οποίο δεν ελέγχεται και δεν ανταποκρίνεται στην δεδομένη πληροφόρηση που αντανακλούν οι αξίες τη δεδομένη χρονική στιγμή. Το αποτέλεσμα φαίνεται μετά την κατάρρευση στα επίπεδα των τιμών που έχουν διαμορφωθεί σε σχέση με το που βρισκόταν. Χαρακτηριστικό πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η χρηματιστηριακή κρίση του ελληνικού χρηματιστηρίου την περίοδο του 1999 όπου ύστερα από ένα ιστορικό υψηλό στον δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών ακολούθησε κατάρρευση τιμών, η οποία σταμάτησε δύο χρόνια μετά αλλά σίγουρα άλλαξε τις ισορροπίες στο ελληνικό χρηματιστήριο. Πολλές επιχειρήσεις έχασαν την οικονομική τους δυναμική και ποτέ δεν επανήλθαν μέχρι και σήμερα ούτε αυτές αλλά ούτε και το χρηματιστήριο σε επίπεδα υπερβολικής ανάπτυξης. Σημειώνεται βέβαια εδώ ότι η κατάσταση επηρεάστηκε πλήρως και από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008.

Ο Robert Schiller (1981) διαπίστωσε ότι σε μακροχρόνια βάση οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών είναι πολύ μεγαλύτερες από εκείνες που θα δικαιολογούσαν οι αντίστοιχες διακυμάνσεις σε μερίσματα. Ενώ δηλαδή το μέρισμα είναι το κύριο ωφέλημα που απολαμβάνει ένας επενδυτής, θα έπρεπε και οι τιμές των τίτλων να μεταβάλλονται ανάλογα με αυτό, στην πραγματικότητα όμως οι μεταβολές είναι πολύ πιο μεταβλητές. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές ανταποκρίνονται σε μη σημαντικές πληροφορίες ή ότι προσδιορίζουν τις αποφάσεις τους για ζήτηση ή προσφορά τίτλων με βάση βραχυπρόθεσμα κριτήρια. Ο Shiller, έχοντας μια μεγάλη εμπειρία από βιώματα σε κραχ χρηματιστηριακών αγορών χαρακτήρισε την όλη κατάσταση με τον όρο «παράλογο ενθουσιασμό». Η εμφάνιση του μεγαλύτερου χρηματιστηριακού κραχ στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης στις 29 Οκτωβρίου του 1929 αλλά και η μεγάλη πτώση των τιμών στα τέλη της δεκαετίας του 1990 στις ΗΠΑ προέκυψαν από την εμφάνιση μεγάλου παράλογου ενθουσιασμού ο οποίος έδωσε ώθηση σε αντίστοιχα φαινόμενα σε πολλά άλλα χρηματιστήρια, και ειδικά κατά τη δεκαετία του 1990 όπου οι χρηματιστηριακές επενδύσεις, οι ειδήσεις και οι προσδοκίες ξεδιπλώνονταν σε ένα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον. (Shiller, 2000)

5.2 Οι Χρηματιστηριακές κρίσεις στο ελληνικό χρηματιστήριο

Η ανάλυση των χρηματιστηριακών κρίσεων στην ελληνική κεφαλαιαγορά θα ξεκινήσει από την εποχή των μεταλλείων του Λαυρίου τότε που δεν υπήρχε επίσημο και οργανωμένο χρηματιστήριο στη χώρα μας.. Η επίσκεψη στο παρελθόν, σε μια εποχή όπου ακόμη δεν είχε ιδρυθεί ελληνικό Χρηματιστήριο ούτε υπήρχε Τράπεζα της Ελλάδος αφήνει εμβρόντητο και τον πιο επιπόλαιο «ερευνητή» για το πόσο η φήμη και η ψυχολογία οιστρηλατούσαν τους έλληνες μετόχους.

Το Λαυρεωτικό Ζήτημα (1873 – 1876): Το 1871 σε μια ασταθής πολιτικά περίοδο για τη χώρα μας προέκυψε το ζήτημα των μεταλλείων του Λαυρίου. Το όλο θέμα γύρω από τα Λαυρεωτικά συνδεόταν με την εκμετάλλευση των «σκωριών» και των «εκβολάδων» των αρχαίων μεταλλείων του Λαυρίου. Τα μεταλλεία του Λαυρίου το έτος 1864 παραχωρήθηκαν στον Ιταλό επιχειρηματία Σερπιέρι βάσει νόμου περί μεταλλείων, του 1861. Από έρευνες και μελέτες αποδείχτηκε ότι το υπέδαφος του Λαυρίου έκρυβε μεταλλεύματα αργυρούχου, σιδήρου και μολύβδου. Μετά την παραχώρηση τα μεταλλεία συγχωνεύθηκαν με την ιταλογαλλική εταιρεία Σερπιέρι και Ρου με στόχο την εκμετάλλευσή τους. Οι όροι της συμφωνίας με το ελληνικό κράτος εκτιμήθηκαν ιδιαίτερα δυσμενείς καθώς το μέταλλευμα έναντι ευτελούς τιμήματος προς το ελληνικό κράτος, κατευθυνόταν στα χυτήρια της Ευρώπης και η εξόρυξή του γινόταν από χαμηλά αμειβόμενους εργάτες της περιοχής, υπό δύσκολες συνθήκες για την υγεία και την ασφάλειά τους. Το 1867 η ιταλογαλλική εταιρεία άρχισε να εκμεταλλεύεται και τις εκβολάδες που ήταν και η αιτία για το περιβόητο Λαυρεωτικό ζήτημα. Οι εκβολάδες ήταν μεταλλούχα σώματα που εξόρυζαν οι αρχαίοι Αθηναίοι αλλά τα εγκατέλειπαν στην επιφάνεια του εδάφους είτε γιατί έλειπαν τα αναγκαία μέσα για την καμίνευσή τους και την εξαγωγή αργυρού, είτε γιατί δεν περιείχαν επαρκή για την εποχή ποσότητα μεταλλεύματος. Η εκμετάλλευση ωστόσο από τους ξένους των σκουριών και των εκβολάδων με ζημία της ελληνικής οικονομίας και η φαντασία του λαού κεντρισμένη από τις κυβερνήσεις της εποχής δημιούργησε χρυσωρυχεία εκεί όπου υπήρχε μόνο σιδηρομέταλλευμα. Η αντιπολίτευση φέρνει τότε νομοσχέδιο σύμφωνα με το οποίο οι λαυρεωτικές εκβολάδες δεν παραχωρούταν πλέον ενώ απαγορεύτηκε η καμίνευση τους από την εταιρεία Σερπιέρι Ρου. Δημιουργήθηκε τότε ένα μείζον πολιτικό και εθνικό θέμα με κυβερνήσεις του εξωτερικού να πιέζουν και να απειλούν την ελληνική

κυβέρνηση με αποτέλεσμα να ανατραπεί η κυβέρνηση Κουμουνδούρου και ανέβηκε στην εξουσία ο Δεληγιώργης. Οι πιέσεις από τις ξένες κυβερνήσεις συνεχίστηκαν και το ζήτημα βρισκόταν σε αδιέξοδο, όταν το 1873, εμφανίστηκε στο προσκήνιο ύστερα από κάλεσμα της Ελλάδος ο τραπεζίτης, διαχειριστής της Τράπεζας Κωνσταντινούπολης, Ανδρέας Συγγρός. Αυτός ανέλαβε όλα τα δικαιώματα της εταιρείας και εξαγοράζει την εταιρεία από τον ιταλό επιχειρηματία καταβάλλοντας 11.500.000 δραχμές. Μεταβιβάζει επομένως τα δικαιώματα εκμετάλλευσης στην νέα εταιρεία ελληνικών συμφερόντων όπου συμμετέχει και ο Σερπίερι αναλαμβάνοντας λόγω τεχνογνωσίας το βιομηχανικό κομμάτι του έργου και η νεοϊδρυθείσα εταιρεία έχει την υποχρέωση να καταβάλλει στο κράτος το 44% από την εκμετάλλευση των εκβολάδων είτε σε μέταλλο είτε σε χρήμα. Το κεφάλαιο της εταιρείας με πρωτοβουλία του Συγγρού μετοχοποιείται σε 100.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 140 δραχμές η καθεμία, εκ των οποίων 50.000 διατέθηκαν για δημόσια εγγραφή. Η ζήτηση για μετοχές υπερκαλύφθηκε και σύντομα η τιμή αυξήθηκε σε 200 δραχμές και λίγο αργότερα σε 310 δραχμές. Φήμες κυκλοφορούσαν ότι το Λαύριο θα γίνει νέα Καλιφόρνια και ότι η εκβολάδες περιέχουν ποσότητες χρυσού. Οι φήμες αυτές οδήγησαν χιλιάδες αποταμιευτές από την πρωτεύουσα της Ελλάδος μέχρι και την ελληνική ύπαιθρο να αγοράζουν μετοχές με μανία ελπίζοντας σε εύκολα και γρήγορα πλούτη. Ο κόσμος πουλούσε την περιουσία του και αγόραζε «Λαύριο», η μετοχομανία είχε πλέον επεκταθεί. Μέσα σε αυτή τη χρηματιστηριακή φρενίτιδα χωρίς βέβαια ακόμη να έχει ιδρυθεί το επίσημο χρηματιστήριο αλλά καφενεία και λέσχες ανά την περιφέρεια να παίζουν το ρόλο της χρηματιστηριακής αγοράς, ο Α. Συγγρός δίνει εντολή να πωληθούν οι μετοχές αυτού και της διοίκησης των μεταλλείων στην υψηλή τιμή που είχαν φτάσει. Το αποτέλεσμα μετά από λίγο καιρό λόγω των μαζικών πωλήσεων μετοχών που ακολούθησε από την κίνηση του Συγγρού και παράλληλα με την μη καταβολή μερίσματος στους μετόχους, η τιμή της μετοχής των μεταλλείων φτάνει στην απόλυτη κατάρρευση. Στις 30/11/1873 έφτασε τις 33 δραχμές. Οι συνέπειες της πρώτης αυτής χρηματιστηριακής κρίσης στη χώρα μας ήταν τεράστιες. 5.000 ελληνικά νοικοκυριά περιήλθαν σε κατάσταση πτώχευσης, ενώ σχεδόν το σύνολο του ελληνικού λαού αντιμετώπιζε σοβαρά οικονομικά προβλήματα. Το σκάνδαλο στοίχησε την εναλλαγή έξι πρωθυπουργών στην κυβέρνηση της χώρας ενώ η εταιρεία του Λαυρίου οδηγήθηκε σε χρεοκοπία για να αποφύγει την πλήρη πτώχευση (Αικατερίνη Μπρεγιάννη, 2001).

5.2.1 Η περίοδος 1877 – 1898

Η περίοδος 1877 – 1897 ενώ έχουμε την επίσημη ίδρυση του ελληνικού χρηματιστηρίου το 1876, χαρακτηρίζεται από τη παγκόσμια οικονομική ύφεση και τον περιορισμό στο διεθνές εμπόριο και την κίνηση κεφαλαίων. Στη βαλκανική χερσόνησο έχουμε τα προβλήματα συνοχής της Οθωμανικής Αυτοκρατορίας και τα εθνικιστικά κινήματα λάμβαναν συνεχώς μεγαλύτερες διαστάσεις. Αποτέλεσμα να αυξηθούν στο ελληνικό κράτος οι στρατιωτικές δαπάνες. Πολιτική προσωπικότητα της εποχής είναι ο Χαρίλαος Τρικούπης ο οποίος έβαλε τις βάσεις για την ανάπτυξη του νεοσχηματισθέντος κράτους. Ωστόσο η παγκόσμια οικονομική ύφεση και η σταφιδική κρίση στην Ελλάδα το 1890 δημιούργησε οικονομικά προβλήματα στην χώρα η οποία δεν μπορούσε να δανειστεί αλλά και να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της για το χρέος. Οι πρώτες ανησυχίες στις κεφαλαιαγορές του εξωτερικού εμφανίστηκαν μετά την εκλογική ήττα του Χαρίλαου Τρικούπη. Βέβαια η περίοδος από το 1877 – 1884 ήταν αρκετά ζωντανή για το ελληνικό χρηματιστήριο λόγω του χρηματιστηριακού ενδιαφέροντος που είχε καταλάβει το κοινό. Κατά τη διετία 1881-1883 έχουμε εγγραφή νέων μελών στο χρηματιστήριο και η εξέλιξη αυτή συνδυάζεται με έξαρση της οργανωμένης κερδοσκοπίας για μια ακόμη φορά με τις μετοχές των μεταλλείων του Λαυρίου και της Πιστωτικής Τράπεζας. Η περίοδος καταλήγει με την εικόνα της απραξίας και της ατονίας για το ελληνικό χρηματιστήριο χωρίς όμως κάποια σημαντική πτώση των τιμών όταν το 1897 έχουμε την περίοδο του ελληνοτουρκικού πολέμου ή του πολέμου των τριάντα ημερών.

5.2.2 Η περίοδος 1898 – 1923

Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από μια σημαντική αύξηση των τιμών μέχρι το 1898 καθώς το ελληνικό χρηματιστήριο βρίσκεται ακόμη στη φάση της ανάπτυξής του. Το 1899 μια επιδημία της πανώλης στην Αλεξάνδρεια καθώς και η συνέχιση της σταφιδικής κρίσης στην Πελοπόννησο, θεωρήθηκαν ως οι αιτίες της απότομης πτώσης των τιμών των μετοχών. Η πανώλη υπήρξε απλώς η αφορμή για τον απλό λόγο ότι μετά την έξαρση επέρχεται η ατονία και μετά την άνοδο η πτώση. Ακόμη και όταν οι φόβοι για την πανώλη απομακρύνθηκαν οι τιμές δεν επανήλθαν στα προηγούμενα επίπεδα. Επίσης το γεγονός της αφρικανικής ειρήνης ενός τόσο απομακρυσμένου γεωγραφικά

πολέμου δεν άλλαξε προς το θετικό την κατάσταση. Το ψυχολογικό κλίμα παρέμεινε αρνητικό για πολλούς μήνες. Το χρηματιστηριακό σκηνικό άρχισε να ανακάμπτει κατά τα τέλη του 1903-1905, όπου έχουμε υπερβολική άνοδο στις τιμές των μετοχών που ίσως σε αυτό να συνέβαλε η θετική εξέλιξη της διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο του Παρισιού των μετοχών Σιδηροδρόμων Θεσσαλίας και της Ελληνικής Ηλεκτρικής Εταιρείας. Οι ανοδικές τάσεις διακόπτονται το 1905 όταν η υπερβολική άνοδος τραπεζικών επιτοκίων και οι φήμες για έκδοση νέου χαρτονομίσματος προκάλεσαν αναστάτωση, αστάθεια και ταλαιπωρία στο εμπόριο και τη βιομηχανία με αποτέλεσμα η αρνητική κατάσταση να γίνει εμφανής στην πτώση των τιμών των μετοχών στο χρηματιστήριο. Η κατάσταση επιδεινώθηκε το 1907 από την κρίση των αγορών στην Αμερική η οποία προκάλεσε εκποιήσεις πολλών ελληνικών αξιών από κατόχους ελληνικών μετοχών στην Αίγυπτο και το Παρίσι. Η ύφεση και η καθοδική πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου συνεχίστηκαν έως το 1908 παρόλο που οι αγορές της Ευρώπης και της Αμερικής ανέκαμψαν. Την αρνητική αυτή πορεία ήρθε να επισφραγίσει το κλείσιμο του χρηματιστηρίου στις 16-9-1912 από την επιτροπή διοίκησης, με εκκαθάριση των συναλλαγών εντός 48 ωρών, όταν υπήρξαν φήμες για γενική επιστράτευση λόγω των βαλκανικών πολέμων. Μετά τη λήξη των βαλκανικών πολέμων και των θετικών εξελίξεων από τις νίκες του ελληνικού στρατού έχουμε θετικό κλίμα στην αγορά και αύξηση της χρηματιστηριακής έντασης με άνοδο των τιμών των μετοχών, ωστόσο η τουρκική απειλή το 1914 περί μη αναγνώρισης εδαφικών κυριαρχιών στη Μ. Ασία και ο φόβος πολεμικών κινητοποιήσεων προκάλεσε πτωτική πίεση στη χρηματιστηριακή αγορά. Η ξαφνική πτώση των τιμών που οι πάντες προσδοκούσαν τη διατήρηση της ανόδου εμφάνισε την αδυναμία πολλών συναλλασσομένων να εκκαθαρίσουν τους τίτλους που κατείχαν. Το ξέσπασμα του Α΄ παγκοσμίου πολέμου που ακολούθησε χρονικά έφερε νευρικότητα στα χρηματιστήρια της Ευρώπης και στο ελληνικό, με αποτέλεσμα να συνεχισθεί μια περίοδος στασιμότητας ύστερα από την πτώση των τιμών το 1914. Δύο χρόνια μετά, το 1916 ξεκίνησε και πάλι μια πολύ καλή συναλλακτική κίνηση και βελτίωση των τιμών και η χρονιά αυτή χαρακτηρίστηκε ως χρονιά υγιούς χρηματιστηριακής ανάπτυξης. Προς την πορεία αυτή συνέβαλαν τα χαμηλά επιτόκια καταθέσεων με αποτέλεσμα τα κεφάλαια να οδηγηθούν στο Χρηματιστήριο για να επενδυθούν σε ανερχόμενες «ασφαλείς» αξίες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Στην αγορά πλέον άρχισαν να δημιουργούνται νέες κερδοσκοπικές τάσεις οι οποίες προβλημάτιζαν την κυβέρνηση, η οποία φοβήθηκε ότι

αυτή η χρηματιστηριακή φρενίτιδα, θα δημιουργήσει θύματα. Έτσι λοιπόν εκδόθηκε διάταγμα που απαγόρευε τις προθεσμιακές συναλλαγές και όριζε ότι οι πράξεις έπρεπε να εξοφλούνται μετρητοίς μέχρι την επόμενη ημέρα. Ούτε και αυτό το μέτρο όμως περιόρισε την κερδοσκοπία αφού συγκράτησε τους μικρούς επενδυτές, ενώ οι μεγαλύτεροι κεφαλαιούχοι είχαν ελεύθερο πεδίο δράσης. Η πτώση που ακολούθησε το 1918 στις τιμές των μετοχών ήταν ραγδαία. Η πτώση των τιμών προκάλεσε νευρικότητα και επεισόδια μεταξύ συναλλασσομένων μέσα στο κτίριο του Χρηματιστηρίου. Οι επενδυτές μιλούσαν για κατασκευασμένη πτώση και κατηγορούσε την κυβέρνηση ότι παρέμενε «θεατής». Η κόντρα μεταξύ επενδυτών και χρηματιστών ότι οι δεύτεροι ενεργούσαν συστηματικά για την πτώση των τιμών διασπείροντας ψεύτικες ειδήσεις και πουλώντας μετοχές, έφτασε σε σημείο ώστε να επέμβει η ελληνική δικαιοσύνη για να κατευνάσει τα πνεύματα. Με τη λήξη του Α' Παγκοσμίου Πολέμου ακολούθησαν δύο χρόνια παρακμής και πτώσης των τιμών και η αγορά άρχισε να αναθερμαίνεται με το εθνικό επίτευγμα της απελευθέρωσης της ελληνικής γης στην Ιωνία με αποτέλεσμα να ακολουθήσει νέος κύκλος κερδοσκοπίας και νέες υπερβολές στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η κατάσταση εντάθηκε κατά το 1921, με αφορμή τις διακυμάνσεις του συναλλάγματος. Την περίοδο εκείνη οι τιμές των μετοχών είχαν άριστη συσχέτιση με τις τιμές του συναλλάγματος και της χρυσής λίρας και άρα ακολουθούσαν την ίδια πτωτική ή ανοδική πορεία. Τα χρόνια 1921 και 1922 παρουσιάστηκαν υπό τις συνθήκες αυτές ευκαιρίες μεγάλων κερδών και ολοένα και περισσότεροι πελάτες προσέρχονταν καθημερινά στα χρηματιστηριακά γραφεία. Οι θετικές εξελίξεις του στρατού στην Μ. Ασία προοιωνίζε νέες εδαφικές κατακτήσεις και ή άνοδος της χρυσής λίρας έδιναν ευκαιρίες κερδών στα δάνεια παρασύροντας ανοδικά τις τιμές των μετοχών. Χαρακτηριστικό είναι ότι την διετία από το 1920 έως το 1922 οι τραπεζικές μετοχές διπλασίασαν την τιμή τους ενώ οι ναυτιλιακές την τετραπλασίασαν. Στα τέλη του 1922 και στις αρχές του 1923 η κερδοσκοπική μανία είχε λάβει την έκταση κοινωνικού νοσήματος καθώς όλοι έσπευσαν να αγοράσουν μετοχές, ότι ακριβώς συνέβαινε στην εποχή των Λαυρεωτικών. Όμως την 2-5-1923 όταν η διαφαινόμενη θετική έκβαση των συνομιλιών της Λωζάνης, έριξε τις τιμές του συναλλάγματος έριξε και τις τιμές των μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο. Είχε αρχίσει η πτώση, η οποία κατά τους επόμενους μήνες έμελλε να είναι μία από τις χειρότερες που γνώρισε στην ιστορία του το Χρηματιστήριο της Αθήνας. Με Βασιλικό Διάταγμα, το Χρηματιστήριο ανέστειλε τις λειτουργίες του στις 21-6-1923 για ένα μήνα

και όταν άνοιξε η Διοίκηση του Χρηματιστηρίου για την προστασία των επενδυτών αποφάσισε οι συναλλαγές να γίνονται μόνο τοις μετρητοίς.

5.2.3 Η περίοδος 1924 – 1940

Στην περίοδο αυτή το ελληνικό χρηματιστήριο βρίσκεται ήδη στη φάση της κρίσης από το 1923 και μέχρι το 1925 δεν υπάρχει μια σταθερότητα στα επίπεδα των τιμών. Το Μάρτιο του 1925 με τις συνεχείς ανατιμήσεις του νομίσματος και την άνοδο της τιμής της λίρας οι κερδοσκόποι άρχισαν να κάνουν και πάλι την εμφάνισή τους, ανεβάζοντας τιμές συγκεκριμένων μετοχών και ποτέ το σύνολο αυτών συμπαρασύροντας σε αυτή τη λογική αγοράς μετοχών αρκετούς επενδυτές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι τιμές κάποιων μετοχών να έχουν υπερδιπλασιαστεί σε σχέση με τα επίπεδα του 1923. Ωστόσο άλλη μια πτώση της τιμής της λίρας έδωσε το σύνθημα για κατακόρυφη πτώση των τιμών τους. Την πτώση αυτή δεν μπόρεσαν να συγκρατήσουν ούτε οι παραινήσεις για ψυχραιμία, ούτε οι φήμες για θετικές εξελίξεις οι οποίες προέρχονταν από κερδοσκόπους. Στη φάση αυτή επεμβαίνει η Επιτροπή του Χρηματιστηρίου και για να μετριάσει την καταστροφή των επενδυτών λαμβάνει την απόφαση να προκαταβάλουν κάθε φορά τα μέλη, εγγυήσεις πριν την έναρξη της συνεδρίασης της επόμενης ημέρας. Ούτε όμως αυτό το μέτρο κατάφερε να συγκρατήσει την κατάρρευση των τιμών με αποτέλεσμα αρκετοί χρηματιστές να δηλώσουν αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεών τους και οι εκκαθαρίσεις των συναλλαγών γινόταν με δυσχέρεια.. Στη συνέχεια το 1926 έχουμε άλλη μια περίοδο που καταλήγει σε δραματική μείωση των τιμών των μετοχών εκεί όπου η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά με την κρίση του 1925 άρχισε να ισορροπεί. Οι μετοχές της Επιουργίας και των ΣΠΑΠ (Σιδηροδρόμων Πειραιώς – Αθηνών – Πελοποννήσου) ήταν οι κύριες αιτίες της νέας αυτής πτώσης. Οι δε πρώτες όταν διαδόθηκε ότι ανατίθεται στην εταιρεία η προμήθεια στρατιωτικού υματισμού, η τιμή της μετοχής ξεπέρασε τις 1500 δραχμές και έφτασε μέχρι και τις 1750 δραχμές μέχρι η τιμή της να ξεφουσκώσει μετά την υπογραφή της σύμβασης για την προμήθεια του στρατού στις 1200 δραχμές και λίγο αργότερα στις 570 δραχμές. Το παιχνίδι με τις μετοχές του ΣΠΑΠ ξεκίνησε όταν δύο συναλλασσόμενα μέρη άρχισαν να αγοράζουν μανιωδώς τις μετοχές αυτές ανεβάζοντας την τιμή από 440 δραχμές στις 508 και στη συνέχεια στις 770 δραχμές. Όταν όμως στην εκκαθάριση των συναλλαγών η οποία γινόταν δύο φορές το μήνα οι αγοραστές ζήτησαν τις μετοχές τους

δεν παρέλαβαν τίποτα καθώς πολλοί κερδοσκόποι χρηματιστές είχαν αγοράσει «ανοικτά» χωρίς να έχουν τις μετοχές και αυτό τους ανάγκασε τη μεταφορά της υποχρέωσής τους για την επόμενη περίοδο εκκαθάρισης πληρώνοντας και μεταφορικό τόκο για αυτή τη μεταφορά της υποχρέωσής τους. Εντωμεταξύ η μετοχή ανέβηκε στις 10 Μαρτίου 1926 στις 1000 δραχμές και οι κερδοσκόποι υπολόγιζαν ότι κανένας μέτοχος δεν θα θέλει να πουλήσει τους τίτλους που αγόρασε ενώ ανεβαίνει η τιμή τους. Ωστόσο λίγες μέρες αργότερα οι τιμές των μετοχών αυτών εισήλθαν σε απότομη πτωτική τροχιά με αποτέλεσμα να ξεσπάσει πανικός. Θλιβερό επακόλουθο ήταν οι αυτοκτονίες κάποιων χρηματιστών και οι πτωχεύσεις πολλών από αυτών που συμμετείχαν στο κερδοσκοπικό παιχνίδι.

Στην περίοδο αυτή έχουμε και την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση λόγω του χρηματιστηριακού κραχ στην Αμερική. Η ελληνική βέβαια χρηματιστηριακή αγορά και οικονομία δεν επηρεάστηκε άμεσα καθώς δεν ήταν βιομηχανική χώρα για να έχει το μέγεθος της καταστροφής όπως άλλες χώρες της Ευρώπης και της Αμερικής. Η πτώση των τιμών καθολικά στο Χρηματιστήριο της Αθήνας άρχισε λίγο αργότερο όταν έχουμε πτώση των τιμών του πρωτογενούς τομέα και έκδοση κρατικών ομολόγων με υψηλό τόκο δεδομένης της κρίσης ρευστότητας που υπήρχε στην παγκόσμια οικονομία. Καθ' όλη τη διάρκεια από το 1929 – 1932 η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς υπήρξε πτωτική και η κατάσταση αυτή έφερε τις πρώτες σκέψεις στην Επιτροπή του Χρηματιστηρίου για την αναστολή λειτουργίας του. Η οριστική απόφαση για αναστολή λειτουργίας του Χρηματιστηρίου λήφθηκε στις 19-9-1931 όταν κυκλοφόρησε η είδηση για την εγκατάλειψη της «χρυσής βάσης» από το ακολουθούμενο από την Αγγλία νομισματικό σύστημα. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε στο συμπέρασμα ότι κάθε απόπειρα για συγκράτηση των τιμών θα ήταν μάταιη. Όπως είχε συμβεί και σε παλαιότερες αναστολές λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς προέκυψαν προβλήματα εκκαθάρισης συναλλαγών τόσο τα μέλη όσο και οι συναλλασσόμενοι στην αγορά καθώς αντιμετώπιζαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα και αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων τους. Στην περίοδο που ακλούθησε και μέχρι το 1940 που έχουμε το ξέσπασμα του Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά προσπάθησε να ισορροπήσει μετά την κρίση του 1931 και προς αυτή την κατεύθυνση βοήθησε ο νόμος 6410/14-11-1934 όπου οι χρηματιστές τον υποδέχτηκαν με ανακούφιση για τις ζημιές που είχαν υποστεί από την απερχόμενη κρίση. Μάλιστα μετά

τη συμφωνία του Μονάχου στις 30-9-1938 οι τιμές υψώθηκαν στα επίπεδα προ της κρίσης μέσα σε δύο μέρες αλλά οι ζημιές της κρίσης δεν ήταν δυνατό να θεραπευτούν σύντομα. Το ξέσπασμα όμως του πολέμου στην Ευρώπη το Σεπτέμβριο του 1939 με τη χιτλερική Γερμανία να εισβάλλει σε Ολλανδία, Βέλγιο και Γαλλία προκάλεσε αντιστροφή της θετικής στάσης που πήγε να δημιουργηθεί στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και εκδηλώθηκε πανικός. Στη μεγάλη αίθουσα συναλλαγών του Χρηματιστηρίου διαδραματίστηκαν σκηνές μοναδικές, όλοι έσπευσαν να πουλήσουν τις μετοχές τους και οι τιμές κατέρρεαν, χωρίς τίποτα να μπορεί να τις σταματήσει. Τις ημέρες εκείνες τα χρηματιστήρια της Ευρώπης μπροστά στην επερχόμενη λαίλαπα του πολέμου, έθεσαν φραγμούς στις συναλλαγές για την προστασία των επενδυτών και λόγω της ακατάσχετης υποτίμησης αξιών που είχε ακολουθήσει, ωστόσο η Επιτροπή του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τον υπουργό Εθνικής Οικονομίας θεώρησαν ότι δεν έπρεπε να ληφθούν έκτατα μέτρα παρά μόνο τον περιορισμό προθεσμιακών συναλλαγών όπως είχε συμβεί και σε αρκετές περιπτώσεις του παρελθόντος σε περιόδους αναβρασμού. Η εξέλιξη όμως αυτή προκάλεσε σημαντικές απώλειες στους επενδυτές. Στην 28^η Οκτωβρίου του 1940 κατά την ημέρα της ιταλικής επίθεσης στα ελληνοαλβανικά σύνορα και ενώ σχεδόν ένα χρόνο πριν είχε προηγηθεί ο πανικός στο Χρηματιστήριο της Αθήνας κατέστη αναγκαίο προς αποφυγή περαιτέρω καταστροφής για τους επενδυτές το κλείσιμο του Χρηματιστηρίου το οποίο και άνοιξε σχεδόν δύο μήνες αργότερα. Αξίζει να σημειωθεί ότι την περίοδο αυτή, εξαιρώντας την έναρξη των πολέμου στην Ευρώπη το 1939 που δημιούργησε την κρίση στο ελληνικό χρηματιστήριο, από το 1932 και μέχρι το 1940 δεν υπήρξαν καταστροφικές διακυμάνσεις στο επίπεδο τιμών του Χρηματιστηρίου της Αθήνας παρόλο που οι εξελίξεις σε πολιτικό κοινωνικό και στρατιωτικό επίπεδο σε όλο σχεδόν τον κόσμο ήταν ραγδαίες.

Πίνακας 1

Δείκτες Οικονομικής Δραστηριότητας ετών 1933 - 1939

Έτη	Γενικός Δείκτης	Βιομηχανική Παραγωγή
1933	88,9	119,9
1934	97,9	127,6
1935	1113,1	143
1936	108,3	142,5
1937	122,5	154,5
1938	131	168,8
1939	132,3	180,1

*Πηγή: Έκθεση ΕΤΕ 1928 – 1940

5.2.4 Η περίοδος 1940 – 1953

Στην ανωτέρω περίοδο και δεδομένου των γεγονότων πολέμου στη χώρα μας τόσο από την γερμανική κατοχή όσο και από το ξέσπασμα του εμφυλίου πολέμου λίγο μετά οι διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών επηρεαζόταν άμεσα από κάθε είδους εξέλιξη του εξωτερικού περιβάλλοντος. Το 1940 με τις πρώτες νίκες του ελληνικού στρατού στα ελληνοαλβανικά σύνορα καθώς και οι ενθαρρυντικές δηλώσεις του Πρόεδρου των ΗΠΑ, Ρούσβελτ για υπεράσπιση των χωρών που τίθενται υπέρ της ελευθερίας εμφανίστηκε ένα στάδιο ανάκαμψης στο ελληνικό χρηματιστήριο με αύξηση της ζήτησης αξιών και αύξηση του επιπέδου των τιμών. Η κατάληψη όμως της Αθήνας από τα γερμανικά στρατεύματα οδήγησε στην αναστολή της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου το οποίο επαναλειτούργησε στις 2-6-1941. Η περίοδος που ακολούθησε χαρακτηρίζεται από μια υποτονική ελληνική χρηματιστηριακή αγορά με αρκετές αναστολές, πλήρη συσχέτιση τιμών μετοχών και αξία της λίρας, από εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές και συνεχείς διακυμάνσεις στα επίπεδα των τιμών. Στις αρχές του 1946 σημειώνονται οι κατώτατες τιμές του έτους καθώς ήταν η αρχή του εμφυλίου πολέμου. Με τη λήξη του εμφυλίου πολέμου τον Αύγουστο του 1949, το χρηματιστήριο αναζωογονείται αμέσως. Η ζήτηση αξιών διογκώνεται και η μετοχή της Εθνικής Τράπεζας αποδεικνύεται κερδοσκοπικό χαρτί. Η Ελλάδα πλέον προσπαθούσε να εισέλθει στην τροχιά της σύγχρονης ανεπτυγμένης ευρωπαϊκής οικονομίας.

5.2.5 Η περίοδος 1953 – 1975

Η εκλογική νίκη του κόμματος, «Ελληνικός Συναγερμός» το 1952, είχε θετική αποδοχή για τη χρηματιστηριακή αγορά. Η προεκλογική δέσμευση για ταχεία ρύθμιση των εξωτερικών δανείων της χώρας είχε ως αποτέλεσμα την ανοδική τάση των τιμών των μετοχών η οποία και διατηρήθηκε για αρκετό καιρό μετά. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της περιόδου ήταν η αύξηση της αξίας των συναλλαγών στοιχείο το οποίο προμήνυε θετική χρηματιστηριακή εξέλιξη. Την περίοδο αυτή έχουμε και άλλες πρωτοβουλίες που συνέβαλαν στην θετική στάση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς όπως για παράδειγμα η κατάργηση της ονομαστικοποίησης των μετοχών που είχε επιβληθεί το 1950 ως μέτρο κατά της κερδοσκοπίας, καθώς επίσης και η απλούστευση της μεταβίβασης των μετοχών. Έτσι λοιπόν έχουμε μια περίοδο με ανάπτυξη του χρηματιστηρίου, αύξηση επιπέδου των τιμών και έλλειψη φαινομένων κερδοσκοπίας. Παράλληλα, το Χρηματιστήριο των Αθηνών άρχισε να λειτουργεί ως μια αγορά η οποία πετυχαίνει το στόχο της, δηλαδή την άντληση κεφαλαίων από τους επενδυτές. Το 1964 έχουμε και τον πρώτο Γενικό Δείκτη τιμών με έτος βάσης τις 100 μονάδες την 31/12/1964, στα τέλη του 1966 ο δείκτης βρισκόταν στις 111,93 μονάδες. Ακόμη και όταν το 1972 ή τότε διδακτορική κυβέρνηση βλέποντας τη συνεχή άνοδο των τιμών και θέλοντας να εξαλείψει τυχόν κερδοσκοπικές τάσεις περιορίζει τη ρευστότητα στην οικονομία και επίσης υποχρέωσε τις εμπορικές τράπεζες να ρευστοποιήσουν το σύνολο των μετοχών της Τράπεζας της Ελλάδος που κατείχαν, καθώς επίσης και το 45% του μετοχικού τους χαρτοφυλακίου, η μείωση των τιμών ήταν αρκετά μικρή και επηρεάστηκε επίσης και πολύ λίγο από την πρώτη παγκόσμια πετρελαϊκή κρίση τον Οκτώβριο του 1973. Χαρακτηριστικό είναι ότι το 1973 ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών βρισκόταν στις 1544,04 μονάδες δηλαδή περίπου 10% υψηλότερα από τις τιμές στα τέλη του 1972. Την περίοδο αυτή της άνθησης του ελληνικού χρηματιστηρίου ήρθε να ανακόψει το 1974 το πραξικόπημα κατά του Μακάριου στην Κύπρο. Η χρηματιστηριακή αγορά μετά από πολύ καιρό έδειξε σημάδια φόβου και πανικού. Οι τιμές των μετοχών ακολούθησαν έντονη πτωτική τάση και ο Γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε κάμψη περίπου 15% σε σχέση με το 1973. Με την τουρκική εισβολή στην Κύπρο τον Ιούλιο του 1974 και την κήρυξη Γενικής Επιστράτευσης οι πωλήσεις μετοχών και η πτώση των τιμών τους, ήταν σύνηθες φαινόμενο, με αποτέλεσμα το Χρηματιστήριο για να προστατευθεί από την

κρίση αυτή διέκοψε τη λειτουργία του. Επαναλειτούργησε δύο μήνες αργότερα, αλλά η καθοδική πορεία στις τιμές των μετοχών συνεχίστηκε μέχρι τις αρχές του επόμενου έτους, όπου το 1975 εμφανίστηκε ως μια χρονιά σταθεροποίησης των τιμών σε χαμηλά ωστόσο επίπεδα συγκριτικά με την έξαρση των προηγούμενων ετών.

5.2.6 Η περίοδος 1975 – 1990

Το 1975 ξεκίνησε ως μια νέα περίοδος σταθεροποίησης μετά τις εξελίξεις του 1973-1974 για το ελληνικό χρηματιστήριο και η οποία παρατάθηκε έως το 1977 με ανάκαμψη οικονομικών μεγεθών και ανοδική σταθεροποίηση των τιμών σε σχέση με την περίοδο μέχρι πριν το 1975. Κάποιες πτωτικές τάσεις κατά τη διετία 1978-1979 παρατηρήθηκαν σχετικά με την δεύτερη πετρελαϊκή κρίση του 1979 και των ήδη υφιστάμενων προβλημάτων στην οικονομία της χώρας ωστόσο δεν δημιούργησαν συνθήκες κρίσης και πανικού στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών. Η στάση αυτή όμως των τιμών συνεχίστηκε μέχρι και τους πρώτους μήνες του 1984 καθώς σχεδόν κάθε πτωτική τάση τιμών που διαδεχόταν μια προηγούμενη, ήταν και ισχυρότερη. Η πτώση των τιμών των μετοχών που ξεκίνησε το 1978 και σταμάτησε το 1984 έφτασε το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών να χάσει πάνω από το 56% της αξίας του. Πέρα από το επίπεδο των τιμών κάμψη στην περιόδo αυτή παρατηρείται και στις συναλλαγές που για το σύνολο του 1983 έφτασαν το 1,5 δισεκατομμύριο δραχμές. Η οξύτητα των οικονομικών προβλημάτων της Ελλάδος, η παγκόσμια πετρελαϊκή κρίση καθώς επίσης και η κυβερνητική μεταβολή του 1981, υπήρξαν τα κύρια αίτια της χρηματιστηριακής αυτής κρίσης. Ο συνδυασμός αυτών των προβλημάτων έφερε τέτοια καθοδική πορεία των τιμών που ακόμη και σπουδαίας σημασίας συμφωνίες της χώρας μας, όπως για παράδειγμα η ένταξη της στην Ε.Ο.Κ δεν επηρέασε θετικά τη χρηματιστηριακή αγορά. Η κρίση των ετών 1978 – 1984 παρά την πτωτική πορεία των κερδών των επιχειρήσεων, εμφάνισε τους χρηματιστηριακούς δείκτες αποτίμησης των μετοχών σε πολύ ελκυστικά επίπεδα. Η σχέση P/E μετά από φόρους, για το σύνολο της αγοράς κυμάνθηκε μεταξύ 4,5 – 5,5. Όπως είναι φυσικό μετά από μια περίοδο «βαρύτητας» ισχύει ο νόμος της «άνωσης» και το αντίστροφο. Συναρτησιακά με τις ελκυστικές αποτιμήσεις μετοχών και σε συνδυασμό με την άνοδο της παγκόσμιας οικονομίας η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά από το 1984 ξεκίνησε μια πορεία ανόδου. Κατά το 1985 ο Γενικός Δείκτης σημείωσε αύξηση 19,89% και οι συναλλαγές

έφτασαν τα 2,4 δις δραχμές. Κατά το 1986 έχουμε αύξηση του δείκτη κατά 46% και το επόμενο χρόνο κατά 162,34% με ετήσιο όγκο συναλλαγών στα 59,6 δισεκατομμύρια δραχμές. Ένα τυχαίο γεγονός θα μπορούσε να μεταβάλει αρνητικά την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά που πλέον με μια σειρά αλλαγών είχε καταστεί ώριμη και σοβαρή μετά από πολλά χρόνια λειτουργίας. Το γεγονός αυτό επήλθε από την Μαύρη Δευτέρα στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης μετά την οξύτατη πτώση των τιμών κατά 22,7%. Η εξέλιξη αυτή προκάλεσε ένα ταχύτατα εξελισσόμενο πτωτικό ντόμινο σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές. Η Αθήνα δεν μπόρεσε να αντισταθεί στην κρίση αυτή και από τις 518,9 μονάδες που βρισκόταν ο δείκτης των Αθηνών στις 16-10-1987 έφτασε στις 272,47 μονάδες στις 19-10-1987. Μια κατακόρυφη πτώση της τάξης του 47,45%. Ωστόσο οι καλές βάσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά την προηγούμενη πενταετία με την ανοδική πορεία που σημειώθηκε αντικατοπτρίστηκα με την εμφάνιση κερδών στον Γενικό Δείκτη για το 1987. Για το λόγο αυτό η χρονιά αυτή χαρακτηρίστηκε ως ένα από τα πλέον ανοδικά έτη της ιστορίας του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Τα δύο επόμενα χρόνια που ακολούθησαν μέχρι το 1990 παρόλο που μεσολάβησαν δύο εκλογικές αναμετρήσεις για να προκύψει κυβέρνηση και συνήθως σε συνθήκες πολιτικής αβεβαιότητας παρατηρείται πτώση των τιμών στα Χρηματιστήρια ο Γενικός Δείκτης των Αθηνών στα τέλη του 1989 σημείωσε άνοδο 42,59% και όγκο συναλλαγών 89,1 δισεκατομμύρια δραχμές.

5.2.7 Η περίοδος 1990 – 1998

Το 1990 ξεκίνησε ως μια θετική χρηματιστηριακή χρονιά. Τον Ιανουάριο του 1990 ο Δείκτης του Χρηματιστηρίου της Αθήνας σημείωσε άνοδο 17,6%. Η ξέφρενη πορεία του Δείκτη ξεκίνησε μετά την εκλογική νίκη της 8^{ης} Απριλίου από τη συντηρητική παράταξη, η οποία δημιούργησε τις ελπίδες για την επίλυση των σοβαρών οικονομικών προβλημάτων που αντιμετώπιζε η εθνική οικονομία. Η εικόνα αυτή απεικονίστηκε όταν το καλοκαίρι του 1990 ο Γενικός Δείκτης έφτασε τις 1684,31 μονάδες σημειώνοντας αύξηση 150,6% και το σύνολο των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο της Αθήνας ήταν 609 δισεκατομμύρια δραχμές. Η περίοδος χαρακτηρίζεται από ξέφρενη πορεία των τιμών των μετοχών, ακατάσχετη φημολογία, εισαγωγή νέων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Αθήνας και περιουσίες που αλόγιστα και χωρίς καμία μελέτη επενδύονται στην αγορά αξιών της Αθήνας. Την

άνοδο αυτή ήρθε να διακόψει η ιρακινή εισβολή στο Κουβέιτ και η οργισμένη αντίδραση της διεθνούς κοινωνίας και των αγορών, λόγω του κινδύνου διακοπής της ομαλής ροής πετρελαίου και αύξηση της τιμής του. Ωστόσο επειδή η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ζούσε στο «όραμα» της ανάληψης της Ολυμπιάδας του 1996 το γεγονός της εισβολής στο Κουβέιτ επηρέασε μεν τις τιμές των μετοχών, αλλά η πτώση τους μετριάστηκε λόγω του γεγονότος ότι η Αθήνα θα μπορούσε να διοργανώσει τους Ολυμπιακούς Αγώνες το 1996. Η απώλεια της Ολυμπιάδας το Σεπτέμβριο του 1990 προσγείωσε τους επενδυτές και άρχισε μια περίοδος καθοδικής πτώσης των τιμών των μετοχών μέχρι και τον Νοέμβριο του 1992 με μικρές περιόδους αναλαμπής στην διετία αυτή. Η πτώση αυτή ενισχύθηκε και από τα οικονομικά προβλήματα της Ελλάδος που οξύνθηκαν την περίοδο εκείνη αλλά και λόγω της πτωτικής τάσης που επικράτησε στις διεθνείς αγορές. Με το πέρας του 1992 το ελληνικό χρηματιστήριο αρχίζει και πάλι να αναπτύσσεται. Διάφορες πολιτικές και οργανωτικές αλλαγές της περιόδου, όπως η συνθήκη του Μάαστριχτ πυροδότησε έναν ευρύτερο ενθουσιασμό στη χρηματιστηριακή αγορά. Στοιχείο της εποχής θεωρείται η είσοδος πολλών κατασκευαστικών εταιρειών στο Χρηματιστήριο της Αθήνας, χωρίς όμως να υπάρχουν οι ειδικές γνώσεις για τον ιδιόμορφο αυτό επιχειρηματικό κλάδο, και για ακόμη μια φορά δημιουργήθηκαν φαινόμενα κερδοσκοπίας με τις τιμές των μετοχών να φτάνουν σε επίπεδα υπερβολής. Το 1993 ο Γενικός Δείκτης σημείωσε άνοδο κατά 42,59% και ο όγκος των συναλλαγών έφτασε τα 637 δις δραχμές ενώ το 1994 ο όγκος συναλλαγών αυξήθηκε σε 1.263 δισεκατομμύρια δραχμές. Η πορεία αυτής της ανόδου του ελληνικού χρηματιστηρίου συνεχίζεται μέχρι το 1999. Βέβαια την περίοδο από το 1994 – 1998 έχουμε διακυμάνσεις στο επίπεδο των τιμών λόγω κάποιων γεγονότων όπως η ασθένεια του τότε πρωθυπουργού της χώρας, η ελληνοτουρκική κρίση στα Ίμια και προβλήματα στο εσωτερικό των πολιτικών κομμάτων χωρίς ωστόσο να επηρεάσουν την ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και να δημιουργήσουν συνθήκες πανικού. Η μεγαλύτερη αύξηση και άνοδος του ελληνικού χρηματιστηρίου τη δεκαετία αυτή έρχεται την περίοδο 1997 – 1999 έχοντας βιώσει μια μακρά διάρκεια αλλαγών έχει υπερβεί τα θεσμικά και λειτουργικά εμπόδια του παρελθόντος και πλέον συμπεριφέρεται σαν ώριμη χρηματιστηριακή αγορά. (Σιάτρας, Μιχαλοπούλου, 2001), (Καλαφάτης, 2001), (Ρηγινός, 2001)

5.2.8 Η περίοδος 1998 – 2002

Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται ως μαύρη εποχή για το ελληνικό χρηματιστήριο και διαδραματίζονται τα μεγαλύτερα σκάνδαλα της σύγχρονης οικονομικής ιστορίας. Μέσα σε μια τριετία διαλύθηκε όλο το οικοδόμημα των ετών του ελληνικού χρηματιστηρίου με αποτέλεσμα να χάσει το επενδυτικό ενδιαφέρον μέχρι και σήμερα, επηρεασμένο και πληγωμένο βέβαια και από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 – 2008, η οποία εμφάνισε τα σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας.

Η χρηματιστηριακή έκρηξη του 1999 αποτέλεσε ένα τεράστιο σοκ για την ελληνική αγορά, που καταγράφηκε με εντυπωσιακά μεγέθη σε όλα τα επίπεδα. Η 16^η Μαρτίου 1998 αποτελεί ημερομηνία ορόσημο στην ιστορία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς η ένταξη της δραχμής στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) της Ε.Ε, δρομολόγησε πρωτόγνωρες και συγκλονιστικές εξελίξεις για την ελληνική κεφαλαιαγορά. Την είσοδο της δραχμής στο ΜΣΙ ακολούθησε σημαντική εισροή κεφαλαίων για τοποθετήσεις στην ελληνική κεφαλαιαγορά, κυρίως σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μετοχικούς τίτλους, με αποτέλεσμα η δραχμή να ανατιμηθεί ως προς τη νέα κεντρική της ισοτιμία. Το 1998 η ελληνική οικονομία επέδειξε αξιοσημείωτη αντοχή στις πιέσεις που ασκήθηκαν κατά τη διάρκεια της διεθνούς χρηματοοικονομικής αναταραχής, που άρχισε τον Αύγουστο από τη Ρωσία. Παρά τις παροδικές δυσμενείς επιπτώσεις που είχε η αναταραχή αυτή στα επιτόκια και στην εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους, η βελτίωση των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών είχε ως αποτέλεσμα την αναβάθμιση του διεθνούς επιπέδου πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος από τους επενδυτικούς οίκους του εξωτερικού και τη συνεχή αύξηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος προς τη χώρα μας. Το 1998 επίσης χαρακτηρίστηκε από την επιτυχή αποκρατικοποίηση επιχειρήσεων και οργανισμών του Ελληνικού Δημοσίου ενώ ταυτόχρονα, η συνολική αξία των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών υπερδιπλασιάστηκε συγκριτικά με το 1997, υπερβαίνοντας τα 18,5 τρις δραχμές. Οι αθρόες τοποθετήσεις επενδυτικών κεφαλαίων συνέβαλαν στον υπερδιπλασιασμό της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων, η οποία στο τέλος του έτους προσέγγισε τα 22,8 τρισεκατομμύρια δραχμές. Επίσης, η προσφορά

νέων τίτλων στην ελληνική κεφαλαιαγορά παρουσίασε έντονα ανοδικές τάσεις, τόσο σε αριθμό νέων εκδόσεων όσο και σε ύψος αντιληφθέντων κεφαλαίων.

Στις 7 Σεπτεμβρίου του 1999, η Αθήνα συγκλονίστηκε από τον μεγάλο σεισμό της Πάρνηθας. Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου για να προστατέψει τους επενδυτές από τον πανικό που επικρατεί σε τέτοιες περιπτώσεις διέκοψε τη λειτουργία της Σοφοκλέους για δύο ημέρες. Όταν στις 10 Σεπτεμβρίου ξεκίνησαν εκ νέου οι συναλλαγές ο Γενικός Δείκτης υποχώρησε ενδοσυνεδριακά ως και 6,86% για να κλείσει στο τέλος της ημέρας με κέρδη 0,62%. Λίγες ημέρες αργότερα, στις 17 Σεπτεμβρίου, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, έκλεισε στις 6.355 μονάδες, καταγράφοντας ιστορικό υψηλό. Ενδεικτικό του αγοραστικού «αμόκ» που είχε καταλάβει τους επενδυτές μετά την εντυπωσιακή αυτή άνοδο είναι ότι περίπου 1.8000.000 Έλληνες την χρονιά του 1999 ασχολούνταν διακαώς με αγοραπωλησίες μετοχών χωρίς να έχουν τις απαραίτητες τεχνικές γνώσεις για αυτό που πράττουν, αλλά στηριζόμενοι σε φήμες της αγοράς και σε κερδοσκοπικά παιχνίδια επενδυτικών συμβούλων. Τη χρονιά του 1999 αντλήθηκαν 11,1 δις ευρώ από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και 1,65 δις. ευρώ από δημόσιες εγγραφές. Η μέση αξία των συναλλαγών διαμορφώθηκε στα 692 εκατομμύρια ευρώ, ο ρυθμός αύξησης των κερδών των εισηγμένων επιχειρήσεων ανήλθε στο 87% σε σχέση με το 1998, κυρίως λόγω των υπεραξιών από κινητές αξίες και συμμετοχές. Μετοχές όπως η Ερμής ακινήτων, ο Ατέρμων, η Αττικάτ, πολλαπλασιάζουν τις αξίες τους με χαρακτηριστικό παράδειγμα την Ερμής, που παρουσίασε αύξηση 7868%. Δίπλα σε αυτές, μετοχές γνωστές όπως η Κλωνατέξ, η Fanco, η Ενωμένη Κλωστοϋφαντουργία, πρωταγωνιστούσαν σε εξωφρενικές ανόδους. Η μετοχή της Κλωνατέξ εκτοξεύεται στις 89.951 δραχμές από 1800 δραχμές το 1998. Ενδεικτικά, μέχρι τις 17 Σεπτεμβρίου του 1999, ο Γενικός Δείκτης είχε καταγράψει άνοδο 132,14%. Στο ίδιο διάστημα, όμως, η μετοχή της Ερμής Ακινήτων είχε ενισχυθεί κατά 7.868%, ο Σιγάλας σε ποσοστό 5.437%, ο 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 πτωτική πορεία.

Σύντομα άρχισε το σπάσιμο της «φούσκας» με δύο αφορμές: 1), από το άρθρο του αείμνηστου Θόδωρου Καρατζά τότε προέδρου της Εθνικής Τράπεζας ο οποίος

καλούσε, τους πολιτικούς και τους επενδυτές να προσέχουν την ξέφρενη πορεία του χρηματιστηρίου και 2) από την άρθρο του τότε κεντρικού τραπεζίτη Λουκά Παπαδήμου, στις 19 Σεπτεμβρίου 1999, με τίτλο «SOS Παπαδήμου προς επενδυτές». Παρόλες τις παρεκκλίσεις και τις γνώμες τεχνοκρατών της χρηματοοικονομικής αγοράς ότι υπήρχε μια διευρυνόμενη αναντιστοιχία μεταξύ της αύξησης των τιμών των μετοχών πολλών επιχειρήσεων και της προσδοκώμενης απόδοσης της κερδοφορίας τους κατά τα επόμενα έτη, οι τιμές πολλών μετοχών, διαμορφώνονταν σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα και το ελληνικό χρηματιστήριο είχε μπει για τα καλά σε κάθε ελληνικό σπίτι. Έλληνες μισθωτοί ανεξαρτήτως εισοδήματος επηρεασμένοι από το κερδοσκοπικό παιχνίδι, βλέποντας το εύκολο κέρδος αγόραζαν μετοχές χωρίς να τις πουλούν στις υψηλές τιμές. αλλά περιμένοντας την ακόμη μεγαλύτερη άνοδο των τιμών αυτών. Η απληστία και η μανία για εύκολο κέρδος είχε γίνει καθημερινό φαινόμενο για εκατομμύρια ελληνικά νοικοκυριά.

Το 2000 μετά από τρία συνεχή έτη πολύ μεγάλων ανόδων στις χρηματιστηριακές αξίες, ήταν έτος σημαντικής διόρθωσης των τιμών των μετοχών. Η διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών κατά το έτος 2000 είχε ως θεμελιώδες γενεσιουργό αίτιο την μεγάλη κρίση υπερτίμησης των μετοχών κατά το 1999. Η κρίση εκείνη κορυφώθηκε από εκρηκτική αύξηση της ζήτησης για μετοχές σε μία περίοδο 2-3 μηνών το καλοκαίρι του 1999, περίοδο τόσο μικρή ώστε να ήταν τότε αδύνατη η ταχεία προσαρμογή της προσφοράς τίτλων. Το 2000 παρατηρήθηκαν μεγάλες ρευστοποιήσεις θέσεων από θεσμικούς επενδυτές «αναδυόμενων αγορών» του εξωτερικού, οι οποίοι διέθεταν κυρίως τίτλους εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης (τράπεζες, τηλεπικοινωνίες κ.α.). Το φαινόμενο αυτό οφείλεται αφενός στην προσδοκώμενη τότε μετάταξη της ελληνικής αγοράς και αφετέρου στην προσδοκία μεγαλύτερων κεφαλαιακών κερδών σε άλλες αναδυόμενες αγορές. Σημαντική επίδραση στην διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών στην Ελλάδα άσκησε η γενική τάση διόρθωσης των τιμών στα διεθνή χρηματιστήρια, η πλειοψηφία των οποίων έδειξε αρνητική επίδοση κατά το 2000. Το 2000 ήταν για το Χρηματιστήριο Αθηνών ο πλέον καταστροφικός χρόνος της τελευταίας εικοσαετίας. Ο γενικός δείκτης από τις 5.535 μονάδες (31.12.1999) βυθίστηκε στις 3.388,9 μονάδες παρουσιάζοντας συνολική ετήσια πτώση κατά 38,8%. Την ίδια εικόνα μείωσης παρουσίασε και η αξία των συναλλαγών που από 59 τρισεκατομμύρια δραχμές, έπεσε στα 34 τρις. δηλαδή μια μείωση 42,4%. Η συνολική κεφαλαιοποίηση στο

Χρηματιστήριο Αθηνών ανήλθε στο τέλος του 2000 σε 40,2 τρις. δραχμές έναντι 67,3 τρις. το 1999, σημειώνοντας μείωση 40,3%. Η δραματική πτώση των τιμών των μετοχών επέφερε την καταστροφή πολλών μικροεπενδυτών με αντίστοιχο πλουτισμό των μεγαλομετόχων των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο οι οποίοι κυριολεκτικά «ξεφόρτωσαν» τις μετοχές τους σε υψηλές τιμές κίνηση που δεν επέτρεπε η απληστία των μικροεπενδυτών. Με τα σημάδια της αρχής τη πτώσης μετά από μία αλόγιστη άνοδο των τιμών να είναι εμφανή, οι εκλογές του Απριλίου του 2000 αλλά και η είσοδος της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. τον Ιούνιο του ίδιου έτους, δεν απέτρεψαν την βίαιη αποκλιμάκωση των αποτιμήσεων. Εκατοντάδες επενδυτές, διαμαρτύρονταν έξω από το Χρηματιστήριο στην ιστορική Σοφοκλέους, για το «σκάνδαλο» του Χρηματιστηρίου. Η κατάσταση αυτή είχε πολιτικό κόστος και η τότε διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών, μετά από υπόδειξη του Υπουργείου Οικονομικών, αποφασίζει να βάλει «λουκέτο» στη Σοφοκλέους, στα τέλη Μαρτίου 2001 και από τότε οι συναλλαγές πραγματοποιούνται μόνο από τα γραφεία των χρηματιστηριακών εταιρειών. Η έλευση του ευρώ στις αρχές του 2002, η προς τα πάνω αναθεώρηση του δημόσιου χρέους, καθώς και η άνοδος των πληθωριστικών πιέσεων διαδραμάτισαν αρνητικό ρόλο στη χρηματιστηριακή αγορά, αφού πρώτα προηγήθηκε η κρίση εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού λόγω της κάθετης πτώσης των τιμών των μετοχών αλλά και η σοβαρή μείωση των επιχειρηματικών κερδών σε σχέση με τα ασύλητα ύψη του 1999. Πολλοί ήταν εκείνοι που άσκησαν κριτική στις χρηματιστηριακές αρχές γιατί επέτρεψαν την είσοδο πολλών νέων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών με υπέρογκες τιμές εισαγωγής σε σχέση με τα θεμελιώδη τους μεγέθη. Το αποτέλεσμα αυτής της αλόγιστης συμπεριφοράς απεικονίστηκε σε πολύ υψηλούς δείκτες P/E. Μοιραία στην πρώτη αντιξοότητα οι τιμές των μετοχών κατέρρευσαν, ζημιώνοντας έτσι όσους είχαν την ατυχή έμπνευση να εμπιστευθούν τους αναδόχους αυτών των μετοχών. Επίσης το 2000 έγιναν τεράστιες αυξήσεις κεφαλαίων των ήδη εισηγμένων εταιρειών με αλόγιστο τρόπο, ώστε στο τέλος να ζημιωθούν οι μικροεπενδυτές και να στραγγίσει η χρηματιστηριακή αγορά από ρευστότητα. Δυστυχώς, τα τεράστια αυτά κεφάλαια δεν κατευθύνθηκαν στην παραγωγική διαδικασία και ούτε δημιουργήθηκαν νέες θέσεις εργασίας. Επιπλέον την πλημμυρίδα των αλόγιστων αυξήσεων κεφαλαίου ακολούθησε ο επιβλαβής πληθωρισμός «χαρτιών».

Η αντιπολίτευση της χώρας έκανε τότε λόγο για «Σκάνδαλο του Χρηματιστηρίου», για το οποίο ο τότε πρωθυπουργός μαζί με τον τότε υπουργό Εθνικής Οικονομίας, κατηγορήθηκαν ότι φέρουν ευθύνες, με το σκεπτικό ότι δηλώσεις τους περί ισχυρής οικονομίας και λαϊκού καπιταλισμού προέτρεψαν τους μικροκαταθέτες να επενδύσουν τα λεφτά τους σε μετοχές του Ελληνικού Χρηματιστηρίου. Υποστήριξαν ότι η άνοδος και η στήριξη του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις 5000 μονάδες την περίοδο του 2000 ήταν τεχνητό τρικ για να αποκομίσουν πολιτικά οφέλη από τους επενδυτές της Σοφοκλέους. Η Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών (ΔΕΚΑ) συνδυάστηκε με το «σκάνδαλο» του χρηματιστηρίου του 2000, καθώς η τότε διοίκηση της εταιρείας κατηγορήθηκε πως στο διάστημα 9 Μαρτίου με 10 Απριλίου 2000 προέβη σε μαζικές αγορές μετοχών με σκοπό την άνοδο του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών εν όψει επικείμενων βουλευτικών εκλογών, που είχαν ως αποτέλεσμα ζημία του Δημοσίου. Πάντως, ο πρόεδρος και τα πέντε πρώην μέλη του διοικητικού συμβουλίου της ΔΕΚΑ αθωώθηκαν για τις εν λόγω κατηγορίες, καθώς δεν προέκυψε ούτε ελάττωση της δημόσιας περιουσίας, ούτε δόλος των κατηγορουμένων με στόχο να αυξήσουν την δική τους περιουσία ή άλλων.

Το 2001 σημαντικότερη εξέλιξη ήταν η αναβάθμιση της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς και η μετάταξή της από τις αναπτυσσόμενες στις ανεπτυγμένες αγορές. Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών έκλεισε στις 2.591,56 μονάδες με απώλειες 23,53%, με τον πήχη του Χρηματιστηρίου να κατεβαίνει τη διετία 2000–2001 σχεδόν 2.950 μονάδες ή ποσοστό 53,17%. Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιρειών από τα 39,7 τρισεκατομμύρια δραχμές που ήταν στο τέλος του 2000 διαμορφώθηκε έναν χρόνο μετά σε 32,5 τρις δραχμές, καταγράφοντας απώλειες 7,2 τρις δραχμές, ενώ η συνολική απολεσθείσα κεφαλαιοποίηση την τελευταία διετία ανέρχεται σε 34,5 τρις δραχμές. Το 2001 είναι εκ των πραγμάτων η χρονιά που αποτύπωσε στην ελληνική αγορά τις παρενέργειες και την ένταση της διετούς χρηματιστηριακής κρίσης η οποία επέδρασε καταλυτικά στη διαμόρφωση ενός γενικευμένου απαξιωτικού κλίματος, που χαρακτηρίζεται κυρίως από απογοήτευση, ανασφάλεια, αβεβαιότητα και έλλειψη εμπιστοσύνης των επενδυτών στον θεσμό της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Το 2002 ήταν η χρονιά που φαινομενικά άρχισε να βάζει κάποιες νέες βάσεις στην ανάπτυξη της εθνικής μας οικονομίας παρά την επιβράδυνση στην παγκόσμια

οικονομία. Η ελληνική οικονομία και το 2002 συνέχισε να αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς, αποτέλεσμα κυρίως της αυξημένης χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα από τον τραπεζικό κλάδο και η μείωση των επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα κατά 0,5%. Ωστόσο τα θετικά αυτά βήματα δεν απεικονίζονται στο ελληνικό χρηματιστήριο όπου το 2002 ήταν το τρίτο συνεχόμενο έτος, υποχώρησης της Σοφοκλέους. Ο Γενικός Δείκτης έκλεισε στο τέλος του 2002 στις 1.748,4 μονάδες με πτώση 32,5%. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε στα 100 εκατ. ευρώ, μειωμένη κατά 38,1% σε ετήσια βάση. Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων μειώθηκε κατά 32,2%, στα 65,7 δις. ευρώ. Η πιο αντιπροσωπευτική ωστόσο εικόνα είναι η πλήρης απαξίωση των επενδυτών για το ελληνικό χρηματιστήριο.

5.2.9 Η περίοδος 2003 - 2007

Ύστερα από μία μεγάλη χρηματιστηριακή ύφεση που διήρκησε τρία ολόκληρα χρόνια, το 2003 και όλη η περίοδος μέχρι το 2007 έφερε θετικές αποδόσεις σε όλες τις αγορές και στην ελληνική. Το 2003, η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή της δυναμική με βασικούς ενισχυτικούς παράγοντες την εισροή κοινοτικών πόρων και την υψηλή καταναλωτική δαπάνη η οποία στηρίχθηκε από τη διατήρηση χαμηλών πραγματικών επιτοκίων, αλλά και από την δαπάνη για την πραγματοποίηση των έργων υποδομής λόγω της ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004. Ωστόσο το Χρηματιστήριο Αθηνών συνεχίζει και για όλη αυτή την περίοδο να παραμένει τραυματισμένο από τη χρηματιστηριακή κρίση του 1999. Κατά το 2003, οι αγορές και το Χρηματιστήριο Αθηνών ακολούθησαν πτωτική πορεία μέχρι τον Μάρτιο, όπου η επέμβαση των Η.Π.Α στο Ιράκ για την απομάκρυνση του καθεστώτος Χουσεΐν προκάλεσε την τότε λεγόμενη «μεταστροφή της Βαγδάτης» που απετέλεσε αφετηρία για τη χρηματιστηριακή ανάκαμψη που ακολούθησε. Ο Γενικός Δείκτης έκλεισε στο τέλος του 2003 στις 2.263,6 μονάδες, με ετήσια άνοδο 29,5%. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών αυξήθηκε κατά 38,5%, ενώ η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιρειών αυξήθηκε κατά 28,6%, στα 86,6 δις. Ευρώ. Σε ρυθμούς ανάπτυξης κινήθηκε και το 2004, το οποίο αποτελεί μια χρονιά «όνειρο» στις επιτυχίες της ελληνικής κοινωνίας. Η επιτυχής διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων, ο άθλος της εθνικής ομάδας ποδοσφαίρου στην Πορτογαλία και αλλαγή κυβέρνησης με τη δημιουργία νέου κλίματος εμπιστοσύνης στην καθημερινότητα των Ελλήνων, όπως

ήταν φυσικό επηρέασε ανοδικά το Χρηματιστήριο. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών έκλεισε στο τέλος του έτους στις 2.786,2 μονάδες, με ετήσια άνοδο 23,10%, ενώ η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε στα 35,7 δις. ευρώ, σημειώνοντας μικρή άνοδο 2,3%. Το 2005 χαρακτηρίστηκε από σημαντική άνοδο των περισσότερων διεθνών αγορών και της ελληνικής αγοράς, με την ελληνική οικονομία να αναπτύσσεται με σημαντικούς ρυθμούς, σημειώνοντας μικρή επιβράδυνση, λόγω της μείωσης των δαπανών μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Η ανάπτυξη τροφοδοτήθηκε για μία ακόμη χρονιά από την αύξηση της καταναλωτικής ζήτησης μέσω της αύξησης των χρηματοδοτήσεων του ιδιωτικού τομέα από τις τράπεζες. Ο Γενικός Δείκτης στο τέλος του 2005 έκλεισε στις 3.663,9 μονάδες, με ετήσια άνοδο 31,5%. Η συνολική αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε στα 52,5 δις. ευρώ, αυξημένη κατά 46,9%, ενώ η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων ήταν 123 δις. ευρώ, αυξημένη κατά 33,5% από το 2006. Το έτος 2006 χαρακτηρίστηκε από σημαντική άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών και της επενδυτικής δραστηριότητας στις περισσότερες διεθνείς κεφαλαιαγορές και ακολούθησε και ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών ο οποίος έφτασε στο τέλος του 2006 στις 4.394,13 μονάδες, σημειώνοντας συνολική ετήσια άνοδο κατά 19,9% και ύστερα από έξι χρόνια έφτασε σε επίπεδα τιμών παρόμοια με την ανάπτυξη του 1999. Το 2007 παρά την διεθνή αναταραχή λόγω της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ, η άνοδος της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, ήταν σημαντική, με μοχλό την τοποθέτηση στην αγορά ξένων επενδυτών. Η ελληνική οικονομία παρουσίασε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης σε σχέση με την Ε.Ε και η εικόνα της θετικής πορείας της οικονομίας αποτυπώθηκε και στον Γενικό Δείκτη Τιμών, ο οποίος έκλεισε το 2007 στις 5.178,83 μονάδες με άνοδο 17,86% και τη συνολική αξία συναλλαγών να ανέρχεται στα 121,3 δις. ευρώ, αυξημένη κατά 42,1%, ενώ η συνολική χρηματιστηριακή αξία διαμορφώθηκε στα 349,5 δις. ευρώ, αυξημένη κατά 184%

5.2.10 Η περίοδος 2008 - 2012

Η περίοδος 2008 – 2012 μπορεί να χαρακτηριστεί με τη φράση «Η κάθοδος και η απόλυτη συρρίκνωση του Χρηματιστηρίου Αθηνών». Το 2008 χαρακτηρίστηκε από σημαντική πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών και της επενδυτικής δραστηριότητας στις περισσότερες διεθνείς κεφαλαιαγορές και της Ελλάδος. Η πτώση ήταν κυρίως το

αποτέλεσμα της αβεβαιότητας που διαμόρφωσε η ταχεία διεθνής επέκταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης που αρχικά εμφανίστηκε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ και στη συνέχεια επεκτάθηκε στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες αγορές, προκαλώντας έλλειψη ρευστότητας με συνέπεια την απειλή βιωσιμότητας ή και την κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όπως η αμερικανική επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers. Η πιστωτική συρρίκνωση που ακολούθησε είχε αρνητικές συνέπειες στην οικονομική επέκταση των περισσότερων επιχειρηματικών κλάδων της εγχώριας και της διεθνούς οικονομίας. Κατά το τελευταίο τετράμηνο του 2008, σημαντικά γεγονότα επηρέασαν και δυσχέραναν περισσότερο την κατάσταση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Οι τρεις ισχυρότερες οικονομίες της Αμερικής, της Ευρώπης και της Ιαπωνίας εισήλθαν σε οικονομική ύφεση ταυτοχρόνως, γεγονός που είχε να συμβεί από το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Στην Ελλάδα, η πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών και της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν σημαντική και ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών έκλεισε το 2008 στις 1.786,51 μονάδες σημειώνοντας ετήσια ποσοστιαία μείωση 65,5%. Αυτό συνέβη, λόγω των αυξημένων εγχωρίων ρευστοποιήσεων επενδυτικών τίτλων από ξένους και Έλληνες επενδυτές οι οποίοι άρχισαν να βλέπουν την πτώση της ελληνικής οικονομίας η οποία δεν στηρίζονταν σε σταθερούς πυλώνες και για το λόγο αυτό αποδέσμευσαν τα κεφάλαιά τους από την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών μειώθηκε κατά 35,5%. Η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων ήταν 69 δις. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 64,9% έναντι αύξησης κατά 184,1% το 2007. Σημαντικό στοιχείο για την επερχόμενη κατάρρευση της ελληνικής οικονομίας και συνεπακόλουθα του ελληνικού χρηματιστηρίου αποτελεί η συμμετοχή των αλλοδαπών επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών όπου στο τέλος του 2008 μειώθηκε σε 47,8% από 51,8% τον Δεκέμβριο 2007.

Το 2009 η ελληνική αγορά βρίσκεται υπό την απειλή της εμφάνισης του μακροχρόνιου δημοσιονομικού της προβλήματος ως επακόλουθο από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση των δύο προηγούμενων ετών. Το χρηματιστήριο της χώρας μας υποχώρησε ραγδαία ακολουθώντας αντίθετη πορεία από τις ευρωπαϊκές αγορές η οποίες ως δυνατές οικονομίες με υγιή ισοζύγια, άρχισαν να ξεπερνούν την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 – 2008.. Χαρακτηριστικό των δημοσιονομικών

εξελίξεων το 2009 ήταν η σημαντική επιδείνωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, λόγω της σημαντικής αρνητικής απόκλισης των φορολογικών εσόδων από τα αρχικώς προβλεπόμενα και τις υπερβάσεις δαπανών. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών έκλεισε στο τέλος του 2009 στις 2.196 μονάδες, σημειώνοντας συνολική ετήσια αύξηση 22,9%. Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών ωστόσο υποχώρησε κατά 35% έναντι του 2008. Στο τέλος του 2009 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων έφθασε τα 83,4 δισ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 22,3%, έχοντας ωστόσο υποχωρήσει κατά 65,1% εντός του 2008. Η κεφαλαιοποίηση των εταιριών του Χρηματιστηρίου αντιστοιχούσε μόλις στο 28,5% περίπου του ΑΕΠ της Ελλάδας, έναντι 34,7% το 2008 και 85,2% το 2007. Το πέρας του 2009 έμελε να είναι ακόμη και για τους πιο αισιόδοξους μια καταστροφική χρονιά χρηματιστηριακά και δημοσιονομικά που ακόμη κανείς δεν μπορούσε με σιγουριά να προβλέψει το μέλλον της ελληνικής αγοράς.

Με την έναρξη του 2010 το έλλειμμα της χώρας μας αναθεωρείται από το 3,7% σε 15,4% τον Οκτώβριο το 2010. Αυτή η αναθεώρηση προκάλεσε μία βαθιά αντίδραση προς την Ελλάδα και την ικανότητά της να χειριστεί την κατάσταση. Μετά τις αποκαλύψεις ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας έκλεισε για το 2009 σε επίπεδα πολύ πάνω από αυτά που θα καθιστούσαν το δημόσιο χρέος βιώσιμο η ελληνική κυβέρνηση αδυνατούσε να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους. Αποτέλεσμα ήταν ο άμεσος κίνδυνος χρεοκοπίας και στάσης πληρωμών του Ελληνικού Δημοσίου. Η προσπάθεια της κυβέρνησης να ανακτήσει την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές και να πετύχει μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε λήψη μέτρων μείωσης των δαπανών, τα οποία δεν κατάφεραν να ανατρέψουν το αρνητικό κλίμα. Κατόπιν αυτών η Ελλάδα κατέφυγε στη βοήθεια του ΔΝΤ, Ε.Ε και ΕΕΚΤ, που συγκρότησαν από κοινού μηχανισμό βοήθειας για την Ελλάδα υπό σκληρούς δημοσιονομικούς όρους. Μέσα σε αυτή τη βαθιά κρίση ο Γενικός Δείκτης άρχισε να βυθίζεται ολοένα και περισσότερο με αποτέλεσμα το 2010 να κλείσει στις 1.413,94 μονάδες, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 35,6%. Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών υποχώρησε κατά 31%.

Το 2011 ήταν μια δύσκολη χρονιά για την ελληνική οικονομία και κοινωνία. Τη δεύτερη χειρότερη επίδοση -51,88% από το 1964 πέτυχε τη χρονιά αυτή, ο Γενικός

Δείκτης του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, κλείνοντας στα επίπεδα των 680 μονάδων! Ήταν η χρονιά όπου τα αρνητικά «ρεκόρ» διαδέχονταν το ένα το άλλο είτε σε επίπεδο τιμών του βασικού δείκτη της αγοράς, είτε σε επίπεδο συναλλαγών. Το ελληνικό χρηματιστήριο κατέγραψε τη χειρότερη απόδοση στον κόσμο για δεύτερη διαδοχική χρονιά, σημειώνοντας ένα αρνητικό «ρεκόρ» που ίσως δεν έχει προηγούμενο. Η χρηματιστηριακή αγορά έχει χάσει 230 δις δολάρια σε κεφάλαια από το 2008 και 112 δις δολάρια από τα τέλη του 2009 και η κρίση στο ελληνικό χρηματιστήριο μοιάζει με βαρέλι χωρίς πάτο. Το 2011 ήταν η δεύτερη χειρότερη χρονιά των τελευταίων 20 ετών, μετά το 2008, με τον Γενικό Δείκτη Τιμών να κλείνει με μεγάλες απώλειες, στα χαμηλά των τελευταίων 19 ετών και τον δείκτη της υψηλής κεφαλαιοποίησης τον FTSE 20 και τον τραπεζικό δείκτη να καταγράφουν νέα ιστορικά χαμηλά. Μέσα στο έτος αυτό η συνολική κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς διαμορφώθηκε στα 27,3 δισ. ευρώ, από 54,9 δισ. ευρώ που ήταν στο τέλος του 2010. Τον Νοέμβριο 2011 προέκυψε νέα κυβέρνηση συνεργασίας με συγκεκριμένο στόχο την πρόοδο και ολοκλήρωση του προγράμματος συμμετοχής ιδιωτών επενδυτών στην αναδιάρθρωση δημοσίου χρέους (PSI), ως αποτέλεσμα της οποίας η ελληνική οικονομία αναμένεται να εισέλθει σε φάση σταθεροποίησης. Με την αυξανόμενη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) στον ορίζοντα, αλλά και με δεδομένο ότι η Ελλάδα ήταν πλέον αδύνατο να βγει στις αγορές να δανειστεί με τα δικά της κρατικά ομόλογα, επηρέασαν την πορεία των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών και βεβαίως την ελληνική κεφαλαιαγορά. Το 2011 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε πτώση κατά 51,9% .

Μετά από ένα καταστροφικό 2011 και αφού «χάθηκαν» 27 δισεκατομμύρια ευρώ. από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, το 2012 εξελίχτηκε πολύ καλύτερα από ότι και ο πιο αισιόδοξος επενδυτής θα προσδοκούσε στην αρχή του έτους. Το Χρηματιστήριο Αθηνών κατόρθωσε να πετύχει μία από τις μεγαλύτερες ανόδους μεταξύ των διεθνών αγορών, κάνοντας ένα ισχυρό ράλι στο δεύτερο εξάμηνο του έτους, με αφορμή την πολιτική εξομάλυνση και την απομάκρυνση του ενδεχόμενου εξόδου της χώρας από την Ευρωζώνη. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών έκλεισε το 2012 στις 907,90 μονάδες, έναντι 680,42 μονάδων του 2011 καταγράφοντας άνοδο 227,48 μονάδων δηλαδή 33,43%. Η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς στη διάρκεια του 2012 αυξήθηκε κατά 6,90 δις ευρώ. και διαμορφώθηκε στα 34,28 δισ., από 27,38 δισ. το 2011. Το 2012 ήταν άλλη μια δύσκολη χρονιά για την ελληνική οικονομία και άρα για

την ελληνική κεφαλαιαγορά, αλλά εντός του 2012 ολοκληρώθηκαν πολλές εκκρεμότητες αναφορικά με την χρηματοδότηση του ελληνικού χρέους και την οριστικοποίηση των αναγκαίων κεφαλαίων για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Ειδικότερα στο χώρο της κεφαλαιαγοράς, υπήρξε προσέγγιση, για πρώτη φορά μετά το 2008, του ψυχολογικού όσο και ουσιαστικού φράγματος των χιλίων μονάδων του Γενικού Δείκτη Τιμών. η ποιοτικά σημαντική αύξηση του όγκου συναλλαγών, της κεφαλαιοποίησης αλλά και της συμμετοχής των ξένων επενδυτών. (Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1998 – 2002), (Εκθεση Τράπεζας της Ελλάδος, 2009)

Το ελληνικό επενδυτικό κοινό κατά την περίοδο 2008 – 2012 εν μέσω της χρηματιστηριακής κατάρρευσης που διαδραματίστηκε φάνηκε να παρακολουθεί αμέτοχο της εξελίξεις. Ο λόγος είναι ότι οι οικονομικές δυσκολίες που έφερε στην καθημερινότητά του η εμφάνιση των τεράστιων δημοσιονομικών προβλημάτων της χώρας μέσω της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και τα επώδυνα οικονομικά μέτρα που ελήφθησαν για την σταθεροποίηση της καθόδου στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας ήταν τόσες πολλές και σημαντικές όπου είδε το εισόδημά του να καταρρέει σε πολλές περιπτώσεις έως και 40%. Το αποτέλεσμα είναι να αγωνίζεται για την κάλυψη βασικών αναγκών και άφησε τις επενδυτικές επιλογές σε δεύτερη μοίρα. Άλλωστε το τραυματισμένο Χρημαστήριο Αθηνών από το 1999 είχε χάσει την εμπιστοσύνη τους στους μικροεπενδυτές και όσοι είχαν εναπομείνει παρακολουθούσαν τις αποδόσεις των επενδύσεων να καταρρέουν με τη κάθοδο της χρηματιστηριακής αγοράς αγωνιώντας περισσότερο για τις απώλειες των εισοδημάτων τους και για το μέλλον των ίδιων και των οικογενειών τους.

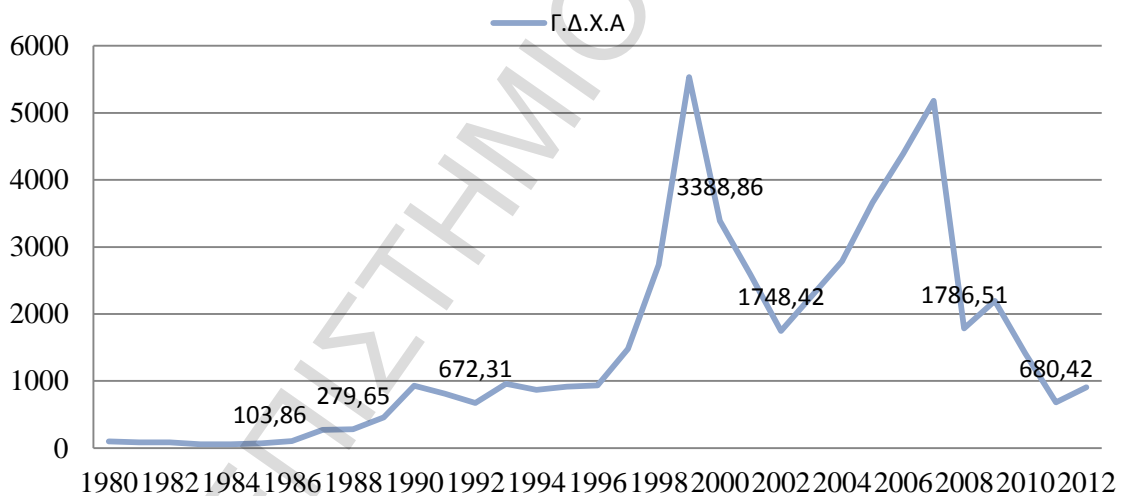
6. Διαγραμματική απεικόνιση του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Στο κεφάλαιο αυτό, παρουσιάζονται σε πίνακες και διαγράμματα επεξεργασμένα δεδομένα της Χρηματιστηριακής Αγοράς των Αθηνών τα οποία ελήφθησαν από τον Οικονομικό Τύπο, το Χρηματιστήριο Αθηνών και τις Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και αποτελούν αριθμητική απεικόνιση των όσων αναλύθηκαν ανωτέρω, στην καταγραφή της εξέλιξης του ελληνικού χρηματιστηρίου και ειδικότερα των περιόδων εμφάνισης χρηματιστηριακών κρίσεων.

Το πρώτο διάγραμμα, απεικονίζει τον Γενικό Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σε τιμές κλεισίματος ετών από το 1980 – 2012 και πάνω σε αυτό παρουσιάζονται οι χαμηλότερες διακυμάνσεις του Δείκτη.

Διάγραμμα 2

Γενικός Δείκτης Τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών σε τιμές κλεισίματος από 1980 – 2012



*Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει βασικά μεγέθη συναλλαγών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς από το 1990 – 2012 σε τιμές κλεισίματος των ετών.

Πίνακας 2
Βασικά μεγέθη της αγοράς αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Έτη (31/12/Έτους)	Αξία Συναλλαγών (εκ. €)	Χρηματιστηριακή Αξία (εκ. €)	Εισηγμένες Εταιρείες
1990	1.786,35 €	7.120,20 €	145
1991	1.284,23 €	6.911,84 €	159
1992	901,83 €	6.001,17 €	164
1993	1.869,70 €	9.148,94 €	150
1994	3.718,27 €	10.500,07 €	196
1995	4.140,11 €	11.815,11 €	215
1996	5.849,33 €	17.446,22 €	235
1997	17.081,40 €	28.793,25 €	237
1998	41.708,07 €	71.281,00 €	258
1999	173.026,98 €	197.524,58 €	294
2000	101.675,74 €	194.026,41 €	342
2001	40.529,80 €	178.129,71 €	349
2002	24.711,03 €	180.329,57 €	349
2003	35.736,40 €	84.547,10 €	340
2004	34.936,10 €	92.137,90 €	345
2005	47.054,20 €	116.693,20 €	342
2006	85.339,70 €	157.928,71 €	303
2007	121.279,90 €	195.502,47 €	295
2008	78.174,41 €	68.121,25 €	280
2009	50.866,82 €	83.447,43 €	270
2010	35.131,16 €	53.958,39 €	258
2011	20.699,77 €	26.783,44 €	242
2012	12.924,01 €	33.766,01 €	180

*Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Ακολουθεί η απεικόνιση των μέγιστων και ελάχιστων αποδόσεων του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών για τα έτη 1995 – 2012 σε πίνακα και σε διάγραμμα.

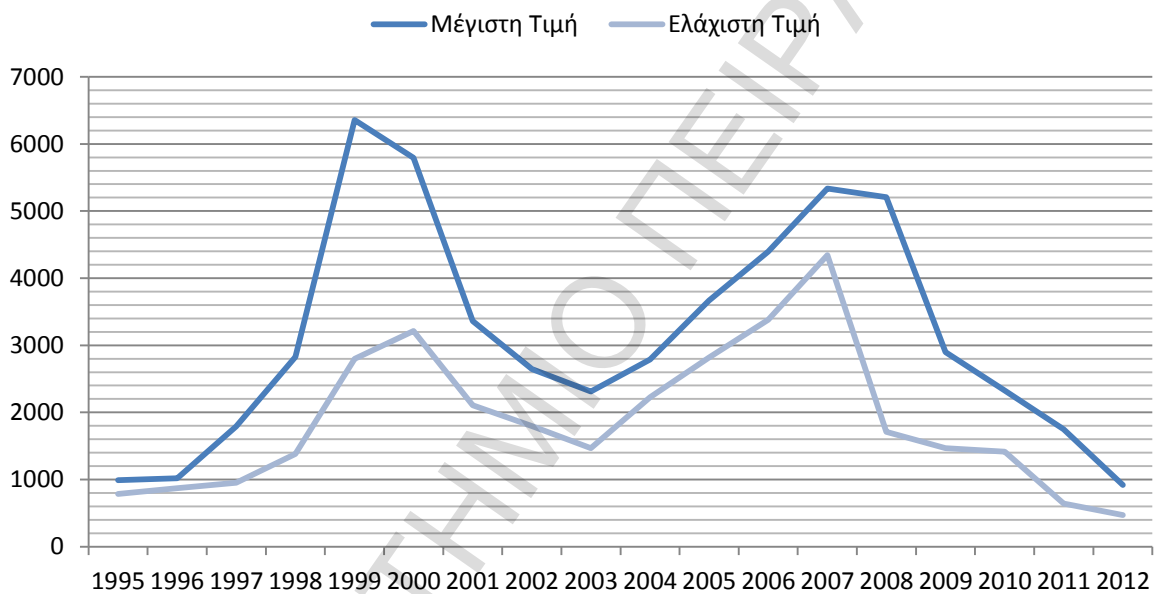
Πίνακας 3
Μέγιστη, ελάχιστη τιμή και απόδοση του Γενικού Δείκτη από το 1995-2012

Έτος	Μέγιστη Τιμή	Ελάχιστη Τιμή	Απόδοση Έτους
1995	992,59	787,15	4,71%
1996	1017,96	872,99	3,30%
1997	1794,14	954,54	55,01%
1998	2825,52	1380,13	84,67%
1999	6355,04	2798,21	89,47%
2000	5794,85	3213,42	-41,52%
2001	3360,51	2105,56	-22,82%
2002	2646,38	1797,09	-33,45%
2003	2310,52	1467,3	27,38%

2004	2788,67	2227,33	20,42%
2005	3663,9	2818,33	29,71%
2006	4395,43	3379,28	19,95%
2007	5334,5	4344,79	15,95%
2008	5207,44	1711,8	-65,69%
2009	2896,91	1469,41	21,21%
2010	2327,57	1413,94	-35,60%
2011	1747,17	641,85	-51,90%
2012	919,19	471,35	33,40%

Διάγραμμα 3

Μέγιστες και ελάχιστες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών από το 1995 - 2012



*Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Στη συνέχεια παρουσιάζεται ο πίνακας με τις μεγάλες διακυμάνσεις των δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών για τις περιόδους 31/12/1997 και 31/10/2001 παρουσιάζοντας τις τιμές των δεικτών τις ημερομηνίες αυτές καθώς επίσης και τα μέγιστα και ελάχιστα επίπεδα αποδόσεων που κατέγραψαν οι Δείκτες από το 1998 – 2001. Με τον πίνακα αυτό μπορούμε να έχουμε μια σφαιρική εικόνα του τι διαδραματίστηκε από άποψης μεγεθών την τετραετία 1998 – 2001 στα πλαίσια της Χρηματιστηριακής Κρίσης του 1999 στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Πίνακας 4

Διακυμάνσεις των Δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 1998

Δείκτης	31/12/1997	31/10/2001	Μεταβολή (%)	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
Γενικός Δείκτης	1479,63	2468,26	66,82	1356,15	6484,38
Τραπεζών	2303,3	4642,4	101,55	456,59	11861,71
Ασφαλειών	734,95	1709,83	132,65	707,53	4802,72
Επενδύσεων	597,33	719,74	20,49	562,37	3512,08
Βιομηχανικός	1167,28	1443,54	23,67	1138,95	4038,45
Συμμετοχών	1291,76	2416,81	87,09	1258,75	10265,26
Κατασκευαστικός	445,97	1019,88	128,69	340,43	5356,7
Παράλληλης Αγοράς	77,53	228,19	194,32	76,67	2224,05
FTSE/ASE 20	845,88	1385,21	63,76	748,13	3348,23
FTSE/ASE 40	1000	252,07	-74,79	193,65	1077,28

*Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Παρακάτω εμφανίζεται ο πίνακας με τη μέση ετήσια ποσοστιαία μεταβολή στις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 2002 – 2012. Στον πίνακα αυτό φαίνεται ξεκάθαρα το πόσο έχει «χάσει» σε απόδοση ο Γενικός Δείκτης από το 2002 που φαινομενικά άρχισε το χρηματιστήριο να ανακάμπτει μετά την κρίση του 1999 και πως η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση εμφανίζοντας τα δημοσιονομικά προβλήματα της εθνικής οικονομίας, έδωσε το έναυσμα της χρηματιστηριακής κατάρρευσης μαζί με το σύνολο της ελληνικής οικονομίας.

Ένας επενδυτής ο οποίος είχε τοποθετήσει τις καταθέσεις του στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2002 έχει χάσει το 2012 περίπου το μισό της απόδοσης της επένδυσής του.

Πίνακας 5

Μέση ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (%) του Γ.Δ.Τ του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 2002 - 2012

		Έτος Τοποθέτησης									
Έτος		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Έτος Απόδοσης	2003	29,5									
	2004	26,2	23,1								
	2005	28	27,2	31,5							
	2006	25,9	24,7	25,6	19,9						
	2007	24,3	23	23	18,9	17,9					

Οι Χρηματιστηριακές Κρίσεις στην Ελλάδα από τα Λαυρεωτικά μέχρι σήμερα

2008	0,4	-4,6	-10,5	-21,3	-36,2	-65,5				
2009	3,3	-0,5	-4,6	-12	-20,6	-34,9	22,9			
2010	-2,6	-6,5	-10,7	-17,3	-24,7	-35,1	-11	-35,6		
2011	-10	-14	-18,2	-24,5	-31,1	-39,8	-27,5	-44,3	-51,9	
2012	-48,1	-59,9	-67,4	-75,2	-79,3	-82,5	-49,2	-58,7	-35,8	33,4

*Πηγή: Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2012

Επίλογος

Εν κατακλείδι, η παρούσα διπλωματική εργασία παρουσίασε την κατανομή των χρηματοπιστωτικών αγορών ανάλογα με τον χρόνο, τον τόπο και τον τρόπο εκτέλεσης των συναλλαγών. Αναλύθηκε γιατί η υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς βρίσκεται εφαρμογή στις χρηματιστηριακές αγορές, η λειτουργία των οποίων είναι το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα που επιβεβαιώνει την υπόθεσή αυτή, βάση του τρόπου διαμόρφωσης τιμών και αποδόσεων. Ταυτόχρονα παρουσίασε εξελίξεις και ενέργειες οι οποίες παραβιάζουν και αμφισβητούν την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, ολοκληρώνοντας έτσι τον τρόπο με τον οποίο θα πρέπει να ερμηνεύονται και να αξιολογούνται οι πράξεις οι οποίες συμβαίνουν σε μια οργανωμένη κεφαλαιαγορά. Ανέλυσε τα αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης (μετοχές) τα οποία αποτελούν και το κύριο από άποψης εμπορευσιμότητας χρηματοπιστωτικό μέσο των Χρηματιστηρίων, όπου η διακύμανση των τιμών τους και η γενικότερη συμπεριφορά τους διαμορφώνει τη λειτουργία των Χρηματιστηρίων και προκαλεί φαινόμενα πτώσεων και άνησης σε αυτά. Ανέφερε τη δημιουργία αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων σύμφωνα με την προσέγγιση της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής καθώς επίσης τις τεχνικές επιλογής μετοχικών τίτλων στα πλαίσια ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου αλλά και κριτήρια αποφυγής επενδύσεων σε μετοχές επιχειρήσεων που όχι μόνο δεν εμπνέουν ασφάλεια επένδυσης, αλλά βρίσκονται και στο στάδιο της χρεοκοπίας. Παρουσίασε το Χρηματιστήριο Αθηνών από την ίδρυσή του, σε θέματα οργάνωσης, δομής και λειτουργίας και κατέληξε σε εκτενή ιστορική ανά περιόδους ανάλυση της εμφάνισης των Χρηματιστηριακών Κρίσεων στο Χρηματιστήριο της Αθήνας.

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία έθεσε τη βάση για την ανάλυση των αγορών. Ωστόσο μια σειρά εξελίξεων και συμφερόντων πολλές φορές, συναρτησιακά με την ανθρώπινη ψυχολογία και συμπεριφορά, δημιουργούν αναταράξεις στην εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών και γενικότερα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Επίσης ο οικονομικός κύκλος όπως έχει οριστεί μας διδάσκει ότι μετά τη φάση της ανάκαμψης και της ανάπτυξης έρχεται η φάση της καθόδου με την κρίση και την ύφεση και το αντίστροφο. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ήρθε πολλές φορές αντιμέτωπη με φαινόμενα κρίσεων από την ίδρυση της μέχρι σήμερα. Συγκεκριμένα αντιμετώπισε δεκατέσσερις διαφορετικές χρηματιστηριακές κρίσεις μαζί με αυτή των μεταλλείων του

Λαυρίου. Η εμφάνιση των Χρηματιστηριακών Κρίσεων σύμφωνα με την μεταγενέστερη εξήγησή τους επιτελέστηκε ως αποτέλεσμα της ύπαρξης συμπεριφορικών τάσεων κερδοσκοπίας και απληστίας παράλληλα με τους μακροοικονομικούς και μικροοικονομικούς παράγοντες που υπήρχαν τη στιγμή της εμφάνισής τους. Οι άμεσες συνέπειες για το Χρηματιστήριο Αθηνών ήταν η απαξίωση των χρηματιστηριακών επενδύσεων και η έλλειψη εμπιστοσύνης από το επενδυτικό κοινό μέχρι να υπάρξει το σημείο σταθεροποίησης και ανόδου ώστε να αρχίσει και πάλι η αύξηση συμμετοχών σε αυτό και κάπου παρακάτω η ύπαρξη κερδοσκοπικών τάσεων. Ο κανόνας αυτός βέβαια δεν ίσχυσε κατά την τελευταία κρίση του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2008 όπου η εμφάνιση των δημοσιονομικών προβλημάτων της Ελλάδος με το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και την κατάρρευση του ελληνικού χρηματιστηρίου δεν επέφερε μέχρι και σήμερα στο επενδυτικό κοινό το ενδιαφέρον για επενδύσεις και ειδικότερα για χρηματιστηριακές επενδύσεις, καθώς μέσα σε ένα πρόγραμμα οικονομικής λιτότητας και δημοσιονομικής εξυγίανσης της χώρας, έχει πλέον να αντιμετωπίσει βιοποριστικές ανάγκες με αποτέλεσμα να παραμερίσει τις επενδυτικές επιλογές.

Με το πέρασ της δύσκολης οικονομικής συγκυρίας για τη χώρα μας ελπίζουμε στην άνθηση της οικονομίας και την ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών σε στέρεες πλέον βάσεις με την αποφυγή τάσεων του παρελθόντος όντας πιο ώριμοι πλέον από την αντιμετώπισή τους κατά το παρελθόν, για την επίτευξη του σκοπού ύπαρξης του ελληνικού χρηματιστηρίου και για την ευημερία του συνόλου της ελληνικής οικονομίας. Η ύπαρξη της οικονομικής ιστορίας μας δίνει τη δυνατότητα να εξάγουμε συμπεράσματα για κινήσεις και ενέργειες του παρελθόντος αλλά δεν μας επιτρέπει την πρόβλεψη του μέλλοντος αν και πολλές φορές η ιστορία επαναλαμβάνεται. Για το λόγο αυτό ισχύει και η ρήση του Hegel: «Η ιστορία διδάσκει ότι ποτέ δεν διδασκόμαστε από την ιστορία».

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

Alexakis P., Xanthakis M., (1995), “*Day of the Week Effect on the Greek Stock Market*”, Applied Financial Economics, 5:1, 43-50

Altman E., (1968), “*Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*”, The Journal of Finance, Vol XXIII, No 4

Barkoulas J., Travlos N., (2010), “*Chaos in Emerging Capital Market? The case of the Athens Stock Exchange*”, Applied Financial Economics, 8:3, 231 – 243

Bhide A., (1992), “*The Hidden Costs of Stock Market Liquidity*”, Journal of Financial Economics 34, 31 – 51

Caporale G., Economou F., Philippas N., (2008), “*Herd Behavior in Extreme Market Conditions: The Case of the Athens Stock Exchange*”, Economics and Finance Working papers, Brunel University, 08-29.

Diba B., Grossman H., (1988), “*The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices*”, The Economic Journal, Vol 98, No 392, pp 746 – 754

Fama, E.F., (1965), “*The behavior of the stock market prices*”, Journal of Business, vol.38, 34-105.

Fama, E.F., (1965), “*Random walks in Stock Market Prices*”. Financial Analyst Journal, Vol 21, No 5

Fama, E.F., (1970), “*Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*”, Journal of Finance, vol.25, 383-417.

Fischer L, Lorie J., (1970), “*Some Studies of Variability of Returns on Investments in Common Stock*”. Journal of Business, p. 99-134

Flood R., Hodrick R., (1990), “*On Testing for Speculative Bubbles*”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2, pp. 85-101.

Kindleberger C., Aliber R., (2011), “*Manias, Panics and Crashes*” Sixth Edition, Palgrave Macmillan

Koutmos G., Negakis C., Theodossiou P., (1993), “*Stochastic behavior of the Athens Stock Exchange*”, *Applied Financial Economics*, 3, 119 - 126

Laopodis N., (2004), “*Financial Market Liberalization and Stock Market Efficiency: Evidence from the Athens Stock Exchange*”, *Global Finance Journal*, vol 15, 103 – 123

Markowitz, H.M., (1952), “*Portfolio Selection*”. *The Journal of Finance* 7 (1): 77–91.

Panagiotidis T., (2006), “*Market Capitalization and efficiency. Does it matter? Evidence from Athens Stock Exchange*”, *Applied Financial Economics*, 15:10, 707,713

Rozeff M., Kinney W., (1976), “*Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns*”, *Journal of financial economics* 3, 379 – 402

Shiller R., (1981), “*Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends*”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No 456

Shiller R., (2000), “*Irrational Exuberance*” *Institute of Economic Affairs*, Published by Blackwell Publishers

Shiller R., (2003), “*From Efficient Market Theory to Behavioral Finance*”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1, pp. 83-104

Sornette D., (2003), *“Why Stock Markets Crash? Critical Events in Complex Financial Systems”*, Princeton University Press

Thaler R., Bondt W., (2003), *“Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective”*, NBER Working Paper No. 4777

Topol R. (1991), *“Bubbles and Volatility of Stock Prices: Effect of Mimetic Contagion”*, The Economic Journal, Vol. 101, No. 407, pp. 786-800

Ελληνική

Αγγελόπουλος Π., (2008), *«Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα»*, Εκδόσεις Σταμούλης

Αντζουλάτος Α., (2011), *«Κυβερνήσεις Χρηματαγορές και Μακροοικονομία»*, Εκδόσεις Διπλογραφία

Αποστολόπουλος Ι, (2007), *«Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως»*, Εκδόσεις Σταμούλης

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., (2009), *«Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου»*, Εκδόσεις Rosili

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (1997 – 2012), *Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των Ετών 1997 – 2012*

Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., (2006), *«Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου»*, Εκδόσεις Σταμούλης

Καλαφάτης Θ., (2001), *«Χρηματιστηριακές Κρίσεις στην Ελλάδα»*, Καθημερινή

Καραθανάσης Γ., (2002), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Εκδόσεις Μπένου

Μπρεγιάννη Α., (2001), «Προς τη διαμόρφωση Χρηματιστηριακής Αγοράς», Καθημερινή
Ρηγίνος Μ., (2001), «Τα πρώτα βήματα του Χρηματιστηρίου Αθηνών», Καθημερινή

Σιάτρας Γ., Μιχαλοπούλου Ε., (2001), «125 χρόνια Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Εκδόσεις Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε

Τράπεζα της Ελλάδος (2009), «Η κρίση του 1929, η Ελληνική Οικονομία και οι εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 1928 – 1940»

Φίλιππας Ν., (2009), «Επενδύσεις», Εκδόσεις Μπατσιούλας

Φίλιππας Ν., (2010), «Αμοιβαία Κεφάλαια. Η ελληνική Πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις»

Φίλιππας Ν., (2011), «Ζωώδη ένστικτα και οικονομικές καταστροφές», Euro2day.

Φίλιππας Ν., Βαγενά Α., (2008), «Πόσο Επικίνδυνο είναι τελικά το ελληνικό χρηματιστήριο;», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία

Φίλιππας Ν., (2009) «Μία Mc Donald's ολόκληρο το Χρηματιστήριο Αθηνών», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία

Διαδικτυακές Ιστοσελίδες

www.ase.gr

www.naftemporiki.gr

www.helex.gr

www.capital.gr

www.euro2day.gr