

# **ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ & ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΜΕ ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟ  
(MBA–TQM International)**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**“Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ 1999-2016”**

**ΤΖΑΙ ΦΑΤΙΩΝ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΦΙΛΙΠΠΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ**





## ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών  
στη «Διοίκηση Επιχειρήσεων-Ολική Ποιότητα» με διεθνή προσανατολισμό

---


#### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή [δεύτερη] σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – Ολική Ποιότητα με Διεθνή προσανατολισμό με τίτλο: «**Η πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών 1999-2016**» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολο της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας αναφέρονται στο σύνολο τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο.

Παράβαση της ανωτέρω της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή.....

Όνοματεπώνυμο..... **Τζάι Φατίων**.....

Ημερομηνία..... **26/11/2019**.....

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέπων καθηγητή μου στην εργασία κύριο Φίλιππα Νικόλαο που μου έδειξε εμπιστοσύνη και με καθοδήγησε ώστε να επιλέξω το θέμα και μου έδειξε τις κατευθυντήριες οδηγίες για την πορεία της έρευνας. Όπως επίσης για την υπομονή του και την υποστήριξη του σε όλη τη διάρκεια της συγγραφής της παρούσας διπλωματικής. Όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος για τις γνώσεις που μου πρόσφεραν καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών και τη δυνατότητα να εξελίξω τον τρόπο σκέψης μου. Ένα μεγάλο ευχαριστώ στους γονείς μου για την αμέριστη συμπαράσταση και την πίστη τους σε μένα σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολείται με την πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) κατά την χρονική περίοδο 1999-2016, εξετάζοντας μια σειρά από τους πιο σημαντικούς δείκτες του χρηματιστηρίου, προκειμένου να γίνει μια εκτενή ανάλυση και να οδηγηθεί σε χρήσιμα συμπεράσματα. Πιο συγκεκριμένα, λαμβάνεται υπόψιν η πορεία της Ελληνικής Οικονομίας, όπως επίσης τα πιο κρίσιμα οικονομικά, πολιτικά και κοινωνικά γεγονότα καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο, ώστε να γίνει μια πιο εκτενή ανάλυση της πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τα κυρίως δεδομένα που εξετάζονται λαμβάνονται από την πρωτογενή και δευτερογενή αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Κύριος σκοπός της εργασίας αποτελεί αρχικά να γίνει κατανοητό πως από το ιστορικό υψηλό του Χρηματιστηρίου το 1999 οδηγήθηκε στα πολύ χαμηλά επίπεδα των χρόνων της Ελληνικής Οικονομικής Κρίσης και επιπλέον να γίνει ένας απολογισμός της υποβάθμισης του Χρηματιστηρίου Αθηνών και των κεφαλαίων που χάθηκαν καθ' όλη την διάρκεια που εξετάζουμε. Τέλος, γίνεται μια προσπάθεια να παρουσιαστούν ορισμένες προτάσεις για πιο εύρυθμη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ώστε να αποφευχθεί στο μέλλον το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα να έρθει αντιμέτωπη με ανάλογα καταστροφικά γεγονότα.

## **Abstract**

This thesis deals with the course of the Athens Exchange (ATHEX), during the period from 1999 to 2016, examining a range of the most important indicators of the stock market in order to make a comprehensive analysis and lead to useful conclusions. In particular, taken into account the Greek Economy, as well as the most critical economic, political and social events throughout the period, eventually becoming a more extensive analysis of the course of the Athens Exchange. The main purpose of this thesis is to understand that how from the historical high of the Stock Exchange in 1999 led to the very low levels of the times of the Greek Economic Crisis and also to take stock of the devaluation of the Athens Stock Exchange and the amount of funds lost during the entire period. Finally, an attempt is made to present some proposals for a more orderly functioning of the Athens Stock Exchange, so as to prevent the Greek Financial System from facing up to such disastrous events in the future.

## Περιεχόμενα

Ευχαριστίες .....	1
Περίληψη.....	3
Abstract .....	4
Κατάλογος Πινάκων .....	7
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	8
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή .....	10
1.1 Θέμα εργασίας .....	10
1.2 Σκοπός και στόχοι εργασίας .....	10
1.3 Θεωρητικό υπόβαθρο περί χρηματιστηριακών αγορών .....	11
1.4 Δομή εργασίας.....	17
Κεφάλαιο 2: Ιστορική Αναδρομή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ).....	19
2.1 Ιστορική Αναδρομή Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	19
2.2 Ιστορική Αναδρομή για την πορεία των τραπεζών στο ΧΑ.....	24
2.3 Ο Όμιλος «Ε.Χ.Α.Ε.».....	27
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση της Πορείας της Ελληνικής Οικονομίας (1999-2016) .....	35
3.1 Επιτόκια και πληθωρισμός.....	35
3.2 Ανεργία και Απασχόληση.....	37
3.3 Κατανάλωση και επένδυση.....	41
3.4 Εξωτερικό ισοζύγιο .....	44
3.5 Συνιστώσες του ΑΕΠ και ρυθμούς ανάπτυξης .....	45
Κεφάλαιο 4: Γενική Ανάλυση της Πορείας της Δευτερογενής Αγορά του ΧΑ (1999-2016).....	49
4.1 Πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών (ΓΔΤ) .....	49
4.2 Πορεία του ΓΔΤ στην περίοδο της Οικονομικής Κρίσης (2008-2016) .....	55
4.3 Χρηματιστηριακή Αξία των εισηγμένων εταιρειών.....	66
4.4 Πορεία των Τραπεζικών Μετοχικών Τίτλων.....	72
4.5 Κεφαλαιοποίηση προς ΑΕΠ .....	74
4.6 Αξία συναλλαγών .....	79
4.7 Κατανομή Επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση .....	83
Κεφάλαιο 5: Γενική Ανάλυση της Πορείας της Πρωτογενής Αγοράς του ΧΑ (1999-2016).....	88
5.1 Εισαγωγές και διαγραφές εταιρειών.....	88
5.2 Αντληθέντα κεφάλαια από εκδόσεις μετοχικών τίτλων με δημόσια εγγραφή .....	94

5.3 Αντληθέντα κεφάλαια από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) .....	100
5.4 Αντληθέντα κεφάλαια από ΑΜΚ διαγραφόμενων εταιριών .....	111
<b>Κεφάλαιο 6: Τελικά Συμπεράσματα .....</b>	<b>117</b>
6.1 Σύνοψη Αποτελεσμάτων .....	117
6.1.1 Δευτερογενής Αγορά.....	118
6.1.2 Πρωτογενής Αγορά.....	120
6.2 Συζήτηση Αποτελεσμάτων .....	121
<b>Παράρτημα .....</b>	<b>124</b>
<i>Πίνακας Παραρτήματος: Διαγραφές εταιρειών από το Χ.Α., 1999-2016.....</i>	<i>124</i>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>129</b>
Άρθρα από ΧΑΑ και Ημερήσιο Τύπο .....	132
Ιστοσελίδες.....	135

## Κατάλογος Πινάκων

**Πίνακας 2.1:** Βασικοί σταθμοί στην Ιστορία του Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε. (σελ. 20)

**Πίνακας 3.1:** Πληθυσμός κατά κατάσταση απασχόλησης 1999-2016 (σελ. 37)

**Πίνακας 4.1:** Ετήσια τιμή κλεισίματος και ετήσια ποσοστιαία μεταβολή ΓΔΤ / ΧΑ, (1999-2016) (σελ. 50)

**Πίνακας 4.2:** Χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών (εκ. ευρώ) ανά κατηγορία αγορών (1999-2016) (σελ. 67)

**Πίνακας 4.3:** Δείκτης Κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ για Ελλάδα και Ευρώπη (1998-2016) (σελ. 75)

**Πίνακας 4.4:** Αξία Συναλλαγών και Μέση Ημερήσια Αξία Συναλλαγών ΧΑ (1999-2016) (σελ. 79)

**Πίνακας 4.5:** Ποσοστά συμμετοχής επενδυτών βάσει αξία Κεφαλαιοποίησης (2001-2016) (σελ. 84)

**Πίνακας 5.1:** Εισαγωγές και διαγραφές εταιριών στο ΧΑ, 1999-2016 (σελ. 88)

**Πίνακας 5.2:** Εκδόσεις μετοχικών τίτλων με δημόσια εγγραφή στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 95)

**Πίνακας 5.3:** Αντληθέντα κεφάλαια από Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑ (1999-2016) (σελ.98)

**Πίνακας 5.4:** Αντληθέντα κεφάλαια εισηγμένων εταιριών του ΧΑ μέσω ΑΜΚ (1999-2016) (σελ. 102)

**Πίνακας 5.5:** Αντληθέντα κεφάλαια (€) στα πλαίσια του ΤΧΣ (2013-2015) (σελ. 110)

**Πίνακας 5.6:** Αντληθέντα κεφάλαια μέσω ΑΜΚ από διαγραφόμενες εταιρείες του ΧΑ (1999-2016) (σελ. 111)

**Πίνακας Παραρτήματος:** Διαγραφές εταιριών από το Χ.Α., 1999-2016 (σελ. 123)



## Κατάλογος Διαγραμμάτων

- Διάγραμμα 2.1:** Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2000 (σελ. 28)
- Διάγραμμα 2.2:** Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2002 (σελ. 30)
- Διάγραμμα 2.3:** Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2010 (σελ. 32)
- Διάγραμμα 2.4:** Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2013 (σελ. 33)
- Διάγραμμα 3.1:** Μακροχρόνια επιτόκια και πληθωρισμός (σελ. 35)
- Διάγραμμα 3.2:** Εξέλιξη του απασχολούμενου πληθυσμού και του ποσοστού Ανεργίας (σελ. 38)
- Διάγραμμα 3.3:** Ιδιωτική Κατανάλωση και Ακαθάριστος Σχηματισμός Πάγιου Κεφαλαίου (% του ΑΕΠ) (σελ. 41)
- Διάγραμμα 3.4:** Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών (σελ. 44)
- Διάγραμμα 3.5:** Συνιστώσες του ΑΕΠ, 1999-2016 (σελ. 45)
- Διάγραμμα 3.6:** Ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ (σελ. 46)
- Διάγραμμα 3.7:** Πορεία του ΑΕΠ 1999-2016 (Σταθερές τιμές του 2010) (σελ. 47)
- Διάγραμμα 4.1:** Πορεία του ΓΔΤ / ΧΑ (1999-2016) (σελ. 51)
- Διάγραμμα 4.2:** Οικονομική Κρίση και Χρηματιστήριο Αθηνών (2008- 2011) (σελ. 56)
- Διάγραμμα 4.3:** Οικονομική Κρίση και Χρηματιστήριο Αθηνών (2011- 2016) (σελ. 61)
- Διάγραμμα 4.4:** Χρηματιστηριακή Αξία εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 69)
- Διάγραμμα 4.5:** Χρημ/κή Αξία και Συμμετοχή (%) στη συνολική Κεφαλαιοποίηση των 5 εταιρειών με τη μεγαλύτερη Χρημ/κή Αξία στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 70)
- Διάγραμμα 4.6:** Χρημ/κή αξία και Ποσοστό Συμμετοχής στη συν. Κεφ/ηση του ΧΑ κατά την 31/12 (1999-2016) (σελ. 72)
- Διάγραμμα 4.7:** Δείκτης Κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 76)
- Διάγραμμα 4.8:** Αξία Συναλλαγών στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 80)

**Διάγραμμα 4.9:** Μέση ημερήσια Αξία Συναλλαγών (1999-2016) (σελ. 82)

**Διάγραμμα 4.10:** Συμμετοχή Επενδυτών στη Συνολική Κεφαλαιοποίηση (2001-2016) (σελ. 82)

**Διάγραμμα 5.1:** Εισαγωγές και διαγραφές εταιρειών στο ΧΑ (1998-2016) (σελ. 89)

**Διάγραμμα 5.2:** Διασπορά διαγραφών στο ΧΑ με βάση τη διάρκεια παραμονής (1999-2016) (σελ. 93)

**Διάγραμμα 5.3:** Αριθμός αρχικών δημοσίων εγγραφών και αντληθέντα κεφάλαια στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 96)

**Διάγραμμα 5.4:** Αριθμός και αντληθέντα κεφάλαια από Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 99)

**Διάγραμμα 5.5:** Αντληθέντα κεφάλαια από ΑΜΚ στο ΧΑ (1999-2016) (σελ. 105)

**Διάγραμμα 5.6:** Αριθμός και αντληθέντα κεφάλαια διαγραφόμενων εταιριών ΧΑ μέσω ΑΜΚ (1999-2016) (σελ. 113)

**Διάγραμμα 5.7:** Ετήσια αναλογία αριθμού ΑΜΚ διαγραφόμενων εταιρειών ΧΑ προς συνολικό αριθμό ΑΜΚ (1999-2016) (σελ. 114)

**Διάγραμμα 5.8:** Ετήσια αναλογία αντληθέντων κεφαλαίων διαγραφόμενων εταιρειών ΧΑ προς τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια μέσω ΑΜΚ (1999-2016) (σελ. 115)

## **Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή**

Το πρώτο αυτό κεφάλαιο αποτελεί μια εισαγωγή στην παρούσα εργασία. Πιο συγκεκριμένα, αρχικά παρουσιάζουμε το θέμα της παρούσας εργασίας και έπειτα το σκοπό και τους στόχους της. Κατόπιν παρουσιάζουμε μια εκτενή αναφορά στο θεωρητικό υπόβαθρο του αντικειμένου της εργασίας. Το κεφάλαιο κλείνει με την αναφορά στη δομή της παρούσας εργασίας στα επόμενα κεφάλαια της.

### **1.1 Θέμα εργασίας**

Η παρούσα εργασία ασχολείται με την χρηματιστηριακή αγορά στην πρωτογενή και δευτερογενή μορφή της και πιο συγκεκριμένα με την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και τις εξελίξεις της στην περίοδο 1999-2016, δηλαδή μετά το μεγάλο σκάνδαλο του χρηματιστηρίου και τις «φούσκες» που είχαν δημιουργηθεί.

Πιο συγκεκριμένα, θα παρουσιαστεί και να αναλυθεί εκτενώς η πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) και στο πλαίσιο της δευτερογενούς αγοράς, που απασχολεί και μεγαλύτερο αριθμό επενδυτών, αλλά και της πρωτογενούς που απασχολεί κυρίως τις ίδιες τις επιχειρήσεις και έναν πιο περιορισμένο όγκο επενδυτών.

Η εξεταζόμενη περίοδος είναι μετά το 1999 και το τότε υψηλό ιστορικό επίπεδο που είχε δημιουργηθεί στις τιμές των μετοχών η οποία περιλαμβάνει και περιόδους οικονομικής ανάκαμψης, έως και το 2007, αλλά και περιόδους ύφεσης, μετά το 2008, λόγω και της παγκόσμιας κρίσης, αλλά και λόγω δυσμενών εξελίξεων στην οικονομία της Ελλάδος και μιας συνεχιζόμενη πολιτικής αστάθειας.

### **1.2 Σκοπός και στόχοι εργασίας**

Ο σκοπός της εργασίας είναι να κατανοήσει ο αναγνώστης πως η πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου ήταν συνάρτηση πολλών οικονομικών και πολιτικών παραγόντων που αφορούν και την Ελλάδα αλλά τις εξελίξεις στο κοντινό αλλά και

μακρινό εξωτερικό, αλλά και ότι παρόλο το σκάνδαλο του 1999 η πορεία του ΧΑ συνδυαζόταν με την πορεία της ελληνικής οικονομίας και παρόλο τις όποιες συγκυρίες υπάρχει μια μακροχρόνια δυναμική που δείχνει ότι οι αποφάσεις των επενδυτών και των επιχειρηματιών, που διαμορφώνουν την πορεία και της δευτερογενούς και της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς, ήταν στενά συνυφασμένες με τις εσωτερικές και εξωτερικές οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις και γεγονότα.

Επιμέρους στόχοι της εργασίας είναι να καταδείξει πως η πορεία της δευτερογενούς και πρωτογενούς αγοράς είναι στενά συνδεδεμένες διότι πολύ απλά οδηγούνται από τις διάφορες οικονομικές εξελίξεις. Ένας στόχος είναι ακόμη να δειχθεί ότι η σημασία μιας χρηματιστηριακής αγοράς είναι σημαντική ακόμη και όταν αυτή απαξιώνεται με διάφορα σκάνδαλα. Ένας ακόμη στόχος είναι να αναδειχθεί και η σημασία του τραπεζικού συστήματος και πως αυτό παίζει μεγάλο ρόλο σε μια μικρή χρηματιστηριακή αγορά όπως η ελληνική. Τέλος, ένας ακόμη στόχος είναι να αναδειχθεί η σημασία και η σπουδαιότητα μιας χρηματιστηριακής αγοράς σε μια οικονομία. Για το σκοπό αυτό ακολουθεί και το παρακάτω θεωρητικό υπόβαθρο.

### **1.3 Θεωρητικό υπόβαθρο περί χρηματιστηριακών αγορών**

Από τη νεοκλασική θεωρία αποδίδεται μικρή σημασία στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα και θεωρείται ότι η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη είναι αποτέλεσμα της καινοτομίας, του ανθρώπινου κεφαλαίου και της φυσικής συσσώρευσης. Η εμπειρία έχει δείξει ότι ένα ανεπαρκές εποπτευόμενο χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να είναι επιρρεπής σε κρίσεις, με δυνητικά καταστροφικές συνέπειες. Ο σημαντικός ρόλος των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και χρηματοπιστωτικών αγορών, επομένως, αξίζει μεγαλύτερη προσοχή από τους ερευνητές και τους φορείς χάραξης πολιτικής.

Εκατό χρόνια πριν, ο Schumpeter (1912) είχε ήδη εξετάσει τη σχέση μεταξύ της χρηματοπιστωτικής εξέλιξης και της οικονομικής ανάπτυξης. Ο ίδιος υποστήριξε ότι η εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα πρέπει να προάγει

την οικονομική ανάπτυξη μέσω της επιλογής παραγωγικών επενδύσεων, που είναι πιο πιθανό να είναι επιτυχής και αποτελεσματική η κατανομή των πόρων (μέσω τραπεζικών πιστώσεων) σε αυτές τις καινοτόμες τεχνολογίες. Από τότε, το χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει εξελιχθεί σημαντικά. Η πρόσβαση των ιδιωτικών εταιρειών στη χρηματοδότηση μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει βελτιωθεί και οι χρηματιστηριακές αγορές έχουν συσταθεί σχεδόν σε κάθε μέρος του κόσμου. Νέα χρηματοδοτικά προϊόντα έχουν επίσης δημιουργηθεί, τα οποία επιτρέπουν τη καλύτερη διαφοροποίηση και κατανομή του κινδύνου. Παρά το γεγονός ότι όλες αυτές οι βελτιώσεις μπορεί να είχαν θετικό αντίκτυπο στην οικονομική ανάπτυξη σε πολλές χώρες μέσω της καλύτερης κατανομής των πόρων και τη διαφοροποίηση του κινδύνου, τα πρόσφατα γεγονότα έχουν δείξει επίσης ότι καταχρηστικώς χρηματοοικονομικές καινοτομίες μπορούν να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην βραχυχρόνια οικονομική σταθερότητα. Επιπλέον, τα μέτρα που λαμβάνονται για την αποκατάσταση της συστημικής σταθερότητας έχουν σημαντικές συνέπειες για τις πολιτικές οικονομικής ανάπτυξης, όπως παρατηρήθηκε πρόσφατα και στον απόηχο της πρόσφατης κρίσης των δανείων χαμηλής εξασφάλισης (Sub-prime crisis).

Η χρηματοοικονομική εξέλιξη θεωρείται ότι σχετίζεται με την οικονομική ανάπτυξη με διάφορους τρόπους. Ένας σημαντικός ρόλος των χρηματοπιστωτικών οργανισμών είναι να παρέχει ρευστότητα σε ιδιώτες επενδυτές (Diamond και Dybvig 1983). Όπως επίσης οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί πρέπει να ενθαρρύνουν τη χρηματοδότηση στις λιγότερες καθιερωμένες επιχειρήσεις, αλλά πολύ πιθανόν παραγωγικές εξαιτίας της μείωσης των ασυμμετριών πληροφόρησης και κόστους (Diamond 1996). Έτσι, προωθείται η αποτελεσματική κατανομή των πόρων, η επιτάχυνση της τεχνολογικής καινοτομίας και η οικονομική ανάπτυξη (King και Levine 1993b). Παράλληλα, η ικανότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών να προάγουν και, κατά συνέπεια, να προσφέρουν κερδοφόρες επενδύσεις ενισχύει την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών και προσελκύει επιπλέον αποταμίευση. Η αποτελεσματική λειτουργία των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών οδηγεί σε αύξηση της παραγωγής και δημιουργεί επιπλέον ζήτηση για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (Greenwood και Jovanovic 1990).

Η ενισχυμένη ρευστότητα του χρηματιστηρίου μειώνει τα αντικίνητρα για την επένδυση σε μακράς διάρκειας και υψηλότερης απόδοσης έργων, δεδομένου ότι οι επενδυτές μπορούν εύκολα να πουλήσουν το μερίδιό τους σε μια επένδυση πριν αυτή

ωριμάσει, γεγονός που αναμένεται να δώσει ώθηση στην ανάπτυξη της παραγωγικότητας (Levine 1991; Bencivenga et al 1995). Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, μπορεί να έχει μια πρόσθετη επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη με την ενθάρρυνση της εξειδίκευσης της παραγωγής (Saint-Paul 1992). Ομοίως, μια μετατόπιση του χαρτοφυλακίου από ασφαλή κι χαμηλής απόδοσης σε υψηλή απόδοση της επένδυσης προκαλείται από διεθνώς ολοκληρωμένες χρηματιστηριακές αγορές, έτσι ώστε να επιταχυνθεί η αύξηση της παραγωγικότητας (Devereux και Smith 1994; Obstfeld 1994). Από την άλλη πλευρά, οι αγορές με υψηλή ρευστότητα μπορεί να μειώσουν το κίνητρο των μετόχων για παρακολούθηση των διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, εμποδίζοντας έτσι την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και την αύξηση της παραγωγικότητας (Shleifer και Vishny 1986; Bhide 1993).

Οι Demirgüç-Kunt και Levine (1996a) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι χώρες με καλά ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές έχουν καλά αναπτυγμένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και αντίστροφα, πράγμα που σημαίνει ότι δεν υπάρχει διάκριση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών συστημάτων που βασίζονται στις τράπεζες ή βασίζονται στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι Atje και Jovanovic (1993) αναλύουν μια σειρά από σαράντα χώρες κατά τη δεκαετία του 1980 και δείχνουν ότι η αξία των συναλλαγών στο χρηματιστήριο σε σχέση με το ΑΕΠ έχει μια ισχυρή επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη. Σε αντίθεση ο Harris (1997) χρησιμοποιεί βοηθητικές μεταβλητές σε μια παρόμοια καταγραφή και βρίσκει μια αδύναμη σχέση μεταξύ των χρηματιστηριακών αγορών και της οικονομικής ανάπτυξης σε ένα δείγμα ανεπτυγμένων και μη ανεπτυγμένων χωρών, όπου στο δείγμα των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών η μεταβλητή της χρηματιστηριακής αγοράς δεν φαίνεται να επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη.

Ο Singh (1997) αναφέρει ότι η ταχεία εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών, κατά την διάρκεια απελευθέρωσης της αγοράς στις αναπτυσσόμενες χώρες κατά τη δεκαετία του 1980 και του 1990, καθιστά το χρηματοπιστωτικό σύστημα πιο εύθραυστο, και είναι πιθανό να μην ενισχύσει τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Από την άλλη πλευρά, ο Levine (1997) υποστηρίζει την άποψη ότι τα χρηματιστήρια μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική ανάπτυξη μέσω της παροχής ρευστότητας, καθιστώντας τις επενδύσεις λιγότερο επικίνδυνες, και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ανάπτυξη του χρηματιστηρίου οδηγεί στη μελλοντική οικονομική ανάπτυξη.

Επίσης, οι Rousseau και Wachtel (2000), χρησιμοποιώντας ένα σύνολο από σαράντα επτά χώρες, αποκαλύπτουν ένα κυρίαρχο ρόλο της ρευστότητας της χρηματιστηριακής αγοράς και δείχνουν ότι τα χρηματιστήρια μπορούν να προωθήσουν την οικονομική απόδοση.

Όσον αφορά την Ελληνική Χρηματαγορά, ένα πλήθος μελετών έχει πραγματοποιηθεί με σκοπό να μελετηθεί η συμπεριφορά του ΧΑ και να ερμηνευθούν βασικά θέματα της χρηματοοικονομικής θεωρίας, ανάλογα με το στόχο της κάθε μελέτης. Οι Νιάρχος και Αλεξιάκης (1998) χρησιμοποίησαν μια σειρά από καθημερινές τιμές κλεισίματος για 14 ζεύγη κοινών και προνομιούχων μετοχών κατά την περίοδο 1991-1994 και εφάρμοσαν τον έλεγχο αιτιότητας κατά Granger και την ανάλυση της συνολοκλήρωσης, όπου συμπέραναν ότι οι προνομιούχες μετοχές ακολουθούν τις διακυμάνσεις των τιμών των κοινών μετοχών, γεγονός που συνεπάγεται ότι η υπόθεση της μορφής Ασθενούς Αποτελεσματικότητας της αγοράς απορρίπτεται και σημείωσαν ότι υπήρχαν και άλλοι παράγοντες, εκτός από τις νέες πληροφορίες, οι οποίες επηρεάζουν τη συμπεριφορά των τιμών. Παρόμοια αποτελέσματα κατέληξε και ο Milionis et al. (1998) ότι η υπόθεση αδύναμης μορφής απορρίπτεται για τη χρονική περίοδο 1990-1992. Επίσης οι Νιάρχος και Αλεξιάκης (2000) σε μια νεότερη μελέτη διερεύνησαν κατά πόσον είναι δυνατόν να προβλεφθούν οι αποδόσεις του χρηματιστηρίου με τη χρήση των μακροοικονομικών μεταβλητών στο ΧΑ για την περίοδο Ιανουάριος 1984 - Δεκέμβριος 1995 σε μηνιαία βάση, χρησιμοποιώντας την ανάλυση συνολοκλήρωσης (co-integration analysis) και ως ερμηνευτικές μεταβλητές μερικούς μακροοικονομικούς παράγοντες. Με βάση τα αποτελέσματα τους, απέρριψαν στατιστικά την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, εξαιτίας στη καθυστέρηση της διάδοσης των πληροφοριών και σε ψυχολογικούς παράγοντες.

Παρόμοιες εξακριβώσεις έγιναν από Dritsakis et al., (2003), στη μελέτη τους για το ΧΑ με ημερήσια στοιχεία για την περίοδο της 1990-1999, όπου απέρριψαν την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και σημείωσαν ότι υπήρχαν σημαντικές εξαρτήσεις μεταξύ μεταβλητότητας και αποδόσεων. Οι Samitas και Kenourgios (2004) εξέτασαν την υπόθεση μορφής ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας της αγοράς του ΧΑ μέσω σημαντικών εταιρικών γεγονότων όπως νέες εκδόσεις μετοχών (με μπόνους, δικαιώματα ή και τα δύο) για την περίοδο 1998-2003 και διαπίστωσαν την απόρριψη της υπόθεσης. Επιπλέον ο Samitas (2004) σε μια νεότερη μελέτη εξέτασε

την ύπαρξη αλληλεξάρτησης μεταξύ των δεικτών της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών από τον Ιανουάριο 1998 έως Δεκέμβριο του 2003, προκειμένου να δοκιμαστεί η αυτονομία της συμπεριφοράς των τιμών της δευτερογενούς αγοράς, αλλά διαπιστώθηκε μια παράλληλη κίνηση μεταξύ των δύο αυτών αγορών. Μέτρησε επίσης τα αποτελέσματα των ανακοινώσεων έκδοσης νέων μετοχών από τις εισηγμένες εταιρείες. Τα εμπειρικά αποτελέσματα οδήγησαν στην απόρριψη της υπόθεσης των μορφών ασθενούς και ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Από την άλλη πλευρά, πολλοί αναλυτές δημοσίευσαν στοιχεία που υποστηρίζουν τη μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (weak-form efficiency) του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Panas, 1990; Laopodis, 2004; Filis, 2006). Ο Laopodis (2004) πραγματοποίησε μια έρευνα προκειμένου να διερευνηθεί κατά πόσον οι προσπάθειες απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ελλάδα είχαν ενδεχόμενες επιπτώσεις στην αποτελεσματική λειτουργία του ΧΑ της. Τα ευρήματά του έδειξαν ότι το ΧΑ αποτελούσε αγορά μορφής Ασθενούς Αποτελεσματικότητας , πριν και μετά την περίοδο απελευθέρωσης. Ανάλογη έρευνα πραγματοποίησε και ο Filis (2006), όπου διερεύνησε την αποτελεσματικότητα του ΧΑ από την εξέταση του δείκτη FTSE / ASE 20 κατά την περίοδο 2000-2002, επειδή μπορεί να είχαν σημαντικές συνέπειες για την ανάπτυξη της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς η ανακοίνωση της ένταξη της Ελλάδας στην ONE και η προώθηση του ΧΑ στο καθεστώς των ανεπτυγμένων αγορών από την Morgan Stanley. Τελικά εξακρίβωσε ότι η Ελληνική χρηματαγορά αποτελούσε μορφή ασθενούς αποτελεσματικότητας αγορά πριν και μετά το τέλος της συγκεκριμένης περιόδου.

Έχει καθιερωθεί στην οικονομική βιβλιογραφία ότι η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς μπορεί να εξηγηθεί από οικονομικά γεγονότα και πολιτικά γεγονότα. Οι Siokis και Karopoulos (2007) προσπάθησαν να μελετήσουν αν οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών μπορεί να εξηγηθούν εν μέρει από τη δυναμική του πολιτικού περιβάλλοντος. Έτσι χρησιμοποιώντας δεδομένα που καλύπτουν την περίοδο 1988-2004, επιβεβαίωσαν τα ευρήματα που τεκμηριώνονται από άλλες μελέτες ότι τα πολιτικά γεγονότα έχουν μεγάλη σημασία στην εξήγηση της συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου. Οι εκλογές και οι κυβερνήσεις είναι μερικά από αυτά τα γεγονότα που δίνουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές πολιτικές. Ειδικότερα, έμφαση δίνεται στις επιπτώσεις της



πολιτικής και της αβεβαιότητας που εισέρχονται στο χρηματιστήριο. Μια ανάλογη μελέτη για το Βέλγιο (Vuchelen, 2003) αναφέρει ότι υπάρχουν πολιτικές επιπτώσεις στις αποδόσεις των μετοχών. Ειδικότερα, ο Vuchelen τεκμηριώνει ότι οι εκλογές και οι νέες κυβερνήσεις είναι σημαντικά γεγονότα που παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές και δημοσιονομικές πολιτικές και οι ιδεολογικές συνθέσεις της κυβέρνησης.

Η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό και από τη νοοτροπία και συμπεριφορά των επενδυτών που πλαισιώνουν μια χρηματαγορά. Σύμφωνα με τους Christie και Huang (1995) τα άτομα είναι πιο πιθανό να καταστείλουν τις δικές τους πεποιθήσεις και να ακολουθήσουν τη συναίνεση της αγοράς κατά τη διάρκεια περιόδων ακραίων συνθηκών της αγοράς, όπως αυτές που βιώνει τα τελευταία χρόνια το ΧΑ. Οι Economou, Kostakis, & Philippas (2011) στη μελέτη που πραγματοποίησαν σε χώρες της Ν. Ευρώπης, μελέτησαν την ύπαρξη της συμπεριφοράς αγέλης στο ΧΑ. Τα αποτελέσματα βασίζονταν σε καθημερινή, εβδομαδιαία και μηνιαία στοιχεία έδειχναν ότι πράγματι οι επενδυτές παρουσιάζουν τέτοια συμπεριφορά κατά την περίοδο 1998-2008. Αποδεικτικά στοιχεία τέτοιας νοοτροπίας πάνω σε εβδομαδιαία και μηνιαία χρονικά διαστήματα είναι πολύ ασθενέστερα, γεγονός που υποδηλώνει ότι πρόκειται για ένα βραχυπρόθεσμο φαινόμενο. Επιπλέον, η συμπεριφορά της αγέλης έχει βρεθεί να είναι ισχυρότερη κατά τη διάρκεια περιόδων που οι αγορές παρουσιάζουν ανοδική πορεία. Πιο συγκεκριμένα η ύπαρξη ενδείξεων συμπεριφορά αγέλης, τόσο κατά τη διάρκεια της χρηματιστηριακής κρίσης του 1999, όσο και μετά. Ωστόσο, η συμπεριφορά των επενδυτών φαίνεται να έχει γίνει πιο ορθολογική από το 2002, καθώς οι εκτιμήσεις για πολλά επόμενα εξάμηνα είναι συνεπείς με την ορθολογική συμπεριφορά.

Επιπρόσθετη έρευνα στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ώστε να εξηγήσουν την συμπεριφορά των επενδυτών στο ΧΑ είναι των Maditinos et al. (2007), όπου εξέτασαν τις τεχνικές και τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται από έξι διαφορετικές ομάδες των Ελλήνων επενδυτών: επίσημα μέλη του ΧΑ, εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, εισηγμένες εταιρείες, χρηματιστές, και ιδιώτες επενδυτές. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι κατά μέσο όρο οι συμμετέχοντες κατατάσσουν το ένστικτο/εμπειρία τους ως το σημαντικότερο παράγοντα, έπειτα ακολουθεί η θεμελιώδη ανάλυση και η κίνηση των ξένων χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι περισσότεροι Έλληνες επενδυτές στηρίζονται

σε μεγάλο βαθμό στη θεμελιώδη και τεχνική ανάλυση, και λιγότερο στην ανάλυση του χαρτοφυλακίου. Είναι ενδιαφέρον ότι, η συνδυασμένη χρήση της θεμελιώδης και τεχνικής ανάλυσης είναι σχετικά δημοφιλής μεταξύ όλων των ομάδων επενδυτών στο ΧΑ. Υπάρχουν διαφορές μεταξύ των χρονικών οριζόντων, όμως, η θεμελιώδη ανάλυση θεωρείται ως η πιο σημαντική προσέγγιση σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, αλλά η τεχνική ανάλυση αποτελεί το κλειδί σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά περιλαμβάνει ως επί το πλείστον επιχειρήσεις οι οποίες ελέγχονται από οικογένειες. Όπως είναι γνωστό, στο λεγόμενο «οικογενειακό καπιταλισμό», το κυριότερο πρόβλημα αναφέρεται στην αντικρουόμενη σχέση μεταξύ μεγαλομετόχων (block-holders) και των ιδιοκτητών μειοψηφίας μετόχων (Morck και Steier, 2005). Σύμφωνα με τα δεδομένα του La Porta et al. (1999), το 65% των 20 μεγαλύτερων ελληνικών επιχειρήσεων ελέγχονται από λίγες πλούσιες οικογένειες, ενώ το 30% είναι υπό κρατικό έλεγχο και μόνο το 5% είναι «widely-held» επιχειρήσεις, δηλαδή δεν υπάρχει κυρίαρχος μέτοχος. Επιπλέον, έχει αποδειχθεί (CMC, 2001a, 2001b) ότι οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις δεν μπορούν να θεωρηθούν σε καμία περίπτωση ότι έχουν διάχυτη ιδιοκτησιακή δομή. Η διασπορά των μετοχών είναι μάλλον χαμηλή, πράγμα που σημαίνει ότι λίγοι μέτοχοι ελέγχουν τη διοίκηση της επιχείρησης.

## 1.4 Δομή εργασίας

Η παρούσα εργασία δομείται στα παρακάτω κεφάλαια. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζουμε μια ιστορική αναδρομή του ΧΑ από τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα όπου και ιδρύθηκε έως και σήμερα. Παρουσιάζουμε επίσης, την πορεία των τραπεζών στο ΧΑ, ως τον σημαντικότερο κλάδο στην αγορά και ως τη μεγάλη σημασία που έχει για το γενικότερο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομική ανάπτυξη γενικότερα. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται, επίσης, ο όμιλος εταιρειών ΕΧΑΕ ο οποίος αναλαμβάνει τη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζουμε την πορεία της ελληνικής οικονομίας στην εξεταζόμενη περίοδο 1999-2016 προκειμένου να γίνουν οι σχετικές συγκρίσεις και συσχετισμοί με την πορεία του ΧΑ. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται

μακροοικονομικά στοιχεία που αφορούν τα επιτόκια, τον πληθωρισμό, την ανεργία αλλά και συνιστώσες του ΑΕΠ όπως η κατανάλωση, οι επενδύσεις και το εξωτερικό ισοζύγιο. Παρουσιάζουμε, επίσης, και την πορεία του ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας και των ρυθμών ανάπτυξης.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η πορεία του ΧΑ ως προς την δευτερογενή αγορά. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται η πορεία του Γενικού δείκτη τιμών (ΓΔΤ) και ειδικότερα στην περίοδο της οικονομικής κρίσης 2008-2016, ενώ παρουσιάζεται και η αντίστοιχη εξέλιξη της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων εταιρειών και κυρίως των τραπεζών. Παρουσιάζονται επίσης οι πορείες της αξίας των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά αλλά και του δείκτη κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ. Τέλος, παρουσιάζεται και η εξέλιξη της κατανομής των επενδυτών στο ΧΑ.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η πορεία του ΧΑ ως προς την πρωτογενή αγορά. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζουμε το πλήθος των εταιρειών που εισήχθησαν και διεγράφησαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ παρουσιάζουμε και την αξία των αντληθέντων κεφαλαίων από εκδόσεις νέων μετοχικών τίτλων μέσω δημοσίων εγγραφών (IPO) αλλά και από αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων (ΑΜΚ).

Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζουμε τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την πορεία του ΧΑ τόσο στην δευτερογενή όσο και στην πρωτογενή αγορά, σε σχέση και σε σύγκριση με την πορεία της ελληνικής οικονομίας και των διαφόρων οικονομικών και πολιτικών γεγονότων που έλαβαν χώρα την εξεταζόμενη περίοδο.

## **Κεφάλαιο 2: Ιστορική Αναδρομή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ)**

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε μια ιστορική αναδρομή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Στο πρώτο τμήμα παρουσιάζουμε μια ολοκληρωμένη ιστορική αναδρομή από τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα που ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών έως και στις ημέρες μας. Στο δεύτερο τμήμα παρουσιάζουμε ειδικά την πορεία των τραπεζών, καθώς αυτή κρίνεται σημαντική για την πορεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομίας γενικότερα. Το κεφαλαίο κλείνει με μια εκτενή αναφορά στον όμιλο εταιρειών κάτω από τον οποίο λειτουργεί το ΧΑΑ. Κάνουμε μια λεπτομερή αναφορά στη δομή του ομίλου και στις λειτουργίες που επιτελούν οι επιμέρους εταιρείες του.

### **2.1 Ιστορική Αναδρομή Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Η ιστορία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου αρχίζει από το 1870 όπου πάνω από το ιστορικό καφενείο «Η Ωραία Ελλάς», στη διασταύρωση των οδών Αιόλου και Ερμού, βρισκόταν η Λέσχη Εμπόρων Αθηνών, όπου αποτελούσε χώρο συναντήσεως των επαγγελματιών και ως πρακτορείο ειδήσεων. Οι κολλυβιστές, πρόδρομοι των Ελλήνων χρηματιστών, άρχισαν να ασχολούνται με την ανταλλαγή των νομισμάτων, όπως επίσης κάθε απόγευμα διεξάγονταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε. Με την πάροδο του χρόνου και την διάδοση των μετοχικών τίτλων γεννήθηκε η ανάγκη για σημαντικότερες χρηματιστηριακές πράξεις. Με αποτέλεσμα την έναρξη λειτουργίας του πρώτου ανεπίσημου χρηματιστηρίου στην Αθήνα, με έμβλημα τον φτερωτό θεό του Ολύμπου Ερμή, το οποίο αποτελεί μέχρι σήμερα έμβλημα του επίσημου Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Τα πρώτα χρεόγραφα που οι έμποροι διαπραγματεύτηκαν μεταξύ τους, ήταν δύο εθνικά δάνεια των δρχ. 60.000.000 και των δρχ. 28.000.000. Πέρα από τις ομολογίες των Εθνικών Δανείων, διαπραγματεύονταν μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Από το 1873 στη λέσχη άρχισε πιο συστηματικά η διαπραγμάτευση αξιών, δηλαδή άρχισαν να γίνονται

κερδοσκοπικές πράξεις. Τον Μάιο του 1873 τα μέλη της Λέσχης άλλαξαν το όνομά της, την ονόμασαν «χρηματιστήριο», και προχώρησαν επίσης και στην εκλογή Προέδρου, με πρώτο Πρόεδρο του ανεπίσημου Χρηματιστηρίου ο Γεώργιος Ιγγλέσης. Μετά το 1873, άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της «Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου», των ασφαλιστικών εταιριών «Φοίνιξ» και «Άγκυρα» και της «Ανωνύμου Εταιρίας Αερίοφωτος Αθηνών». Στη συνέχεια, με την έξαρση της «μεταλλομανίας» και την ίδρυση πολλών μεταλλευτικών εταιριών, σημειώνονται διαπραγματεύσεις των μεταλλευτικών εταιριών «Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρεία», «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», «Νικίας», «Ο Περικλής» και «Η Κάρυστος».

Παρόλα αυτά η επίσημη σύστασή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) πραγματοποιήθηκε στις 30 Σεπτεμβρίου του 1876, όταν Πρωθυπουργός της χώρας ήταν ο Αλέξανδρος Κουμουνδούρος, δόθηκε η κυβερνητική έγκριση για τη σύσταση του με την έκδοση Βασιλικού Διατάγματος. Τότε οι αρμόδιοι του Χρηματιστηρίου Αθηνών υπέβαλαν στην Κυβέρνηση προς έγκριση τον Εσωτερικό Κανονισμό, ο οποίος, με τροποποιήσεις, άρχισε να εφαρμόζεται από τα τέλη του 1879.

Το 1880 έγιναν αρχαιρεσίες προς ανάδειξη της πρώτης Διοικούσης Επιτροπής του Χρηματιστηρίου και άρχισε η κανονική λειτουργία του σε νέο χώρο, στο Μέγαρο Μελά, το μετέπειτα ταχυδρομείο, στην πλατεία Κοτζιά και τώρα το πανέμορφο κτίριο της Εθνικής Τράπεζας. Λίγο αργότερα και μέχρι το 1890 το χρηματιστήριο λειτούργησε στην οικία Νοταρά στην οδό Σοφοκλέους, όπου ευρίσκεται σήμερα το Κεντρικό Κατάστημα της Εμπορικής Τράπεζας. Από το 1890 μεταφέρθηκε στην οδό Πεσματζόγλου. Το 1934, η Εθνική Τράπεζα οικοδόμησε το Μέγαρο του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στην οδό Σοφοκλέους, όπου αποτελούσε τη στέγη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για 73 χρόνια τουλάχιστον. Τον Ιούλιο του 2007 ξεκινάει η μεταφορά όλων των υπηρεσιών του Ομίλου στο νέο ιδιόκτητο κτίριο στη Λεωφόρο Αθηνών 110. Τον Δεκέμβριο του 2007 κλείνει για τελευταία φορά της πόρτες του το ιστορικό κτίριο της οδού Σοφοκλέους 10 ως χρηματιστήριο.

Πίνακας 2.1: Βασικοί σταθμοί στην Ιστορία του Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε.

1876	•Ιδρύεται το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας.
1918	•Το ΧΑΑ μετατρέπεται σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου.
1934	•Το ΧΑΑ μεταφέρεται στην οδό Σοφοκλέους 10.
1988	•Καταργούνται οι χρηματιστές ως φυσικά πρόσωπα και ιδρύονται οι πρώτες ΑΧΕ.
1991	•Έναρξη λειτουργίας του ΑΣΗΣ. •Ίδρυση του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών για την εκκαθάριση των συναλλαγών.
1995	•Το ΧΑΑ μετατρέπεται σε ανώνυμη εταιρεία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο.
1999	•Έναρξη διαπραγμάτευσης παραγώγων.
2000	•Ιδρύεται η Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (ΕΧΑΕ) ως εταιρία συμμετοχών. •Αντικατάσταση του ΑΣΗΣ από το ΟΑΣΗΣ.
2001	•Καταργείται η αίθουσα συνεδριάσεων (trading floor) του ΧΑΑ στην οδό Σοφοκλέους 10.
2002	•Συγχώνευση των εταιριών Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. και Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε., θυγατρικών της ΕΧΑΕ. Η επωνυμία της νέας εταιρίας είναι «Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.».
2003	•Το Ελληνικό Δημόσιο διαθέτει το σύνολο των μετοχών ΕΧΑΕ κυριότητάς του σε 7 τράπεζες. Το ΧΑ μεταβιβάζει τις εναπομείνουσες εποπτικές του αρμοδιότητες στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
2006	•Έναρξη λειτουργίας της 'Κοινής Πλατφόρμα' συναλλαγών και εκκαθάρισης μεταξύ του ΧΑ και του Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου.
2007	•Στις 31/12/2007 κλείνει για τελευταία φορά της πόρτες του το ιστορικό κτίριο της οδού Σοφοκλέους 10 ως χρηματιστήριο και μεταφέρεται στο ιδιόκτητο κτίριο της Λεωφόρου Αθηνών 110.
2008	•Διαπραγματεύεται το πρώτο ETF (Exchange Traded Fund, ή Διαπραγματεύσιμο Α/Κ) στην Ελληνική αγορά. •Ξεκινάει τη λειτουργία της η Εναλλακτική Αγορά (ΕΝ.Α).
2011	•Λειτουργία του δικτύου Χnet, προσφέροντας τη δυνατότητα απευθείας τοποθέτησης σε αγορές του εξωτερικού μέσω του εγχώριου χρηματιστηριακού δικτύου.

πηγή: <http://www.helex.gr/el/helex-history>

Το Χρηματιστήριο Αθηνών μέχρι το 1918 είχε το χαρακτήρα ενός πλήρους αυτοδιοικούμενου Σωματείου που λειτουργούσε σύμφωνα με τις αποφάσεις της Διοικούσης Επιτροπής και τον κανονισμό του. Το 1918 δημοσιεύτηκε ο Νόμος 1308 που καθιέρωσε το χρηματιστήριο ως Ν.Π.Δ.Δ.. Ο Νόμος 3622/1928, οποίος μαζί με τον τελευταίο Νόμο 1806 του 1988 και ορισμένες διατάξεις του Β.Δ. του 1909, που βελτιώναν τον τότε κανονισμό, ο οποίος ισχύει και σήμερα, προσδιορίζουν τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών.

Το πρώτο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών (ΑΣΗΣ) ξεκίνησε την λειτουργία του το 1991, αντικαθιστώντας την μέθοδο εκφώνησης - αντιφώνησης «Open outcry». Το πληροφοριακό σύστημα ΑΣΗΣ (Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών) βρισκόταν σε πλήρη λειτουργία από το τέλος του 1992. Ήταν το σύστημα, μέσω του οποίου, μέχρι να αντικατασταθεί από το ΟΑΣΗΣ, διενεργούνταν η διαπραγμάτευση των μετοχών.

Ο εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς άρχισε το 1995, με την μετατροπή του ΧΑΑ σε ανώνυμη εταιρία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το 1997 το 39,67% του μετοχικού κεφαλαίου του ΧΑΑ διατέθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση σε επιλεγμένους επενδυτές, καθώς και ένα επιπλέον 12% την επομένη χρονιά. Το 1999 ξεκίνησαν την λειτουργία τους το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και η ΕΤΕΣΕΠ<sup>1</sup>, με την διαπραγμάτευση των πρώτων παράγωγων προϊόντων να γίνεται τον Αύγουστο. Ταυτόχρονα, ξεκίνησε το έργο της απούλοποίησης των μετοχών, με αποτέλεσμα να αντικατασταθούν τα έγχαρτα αποθετήρια έγγραφα με ηλεκτρονικές εγγραφές στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ). Στο τέλος της χρονιάς τέθηκε σε λειτουργία το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών ΟΑΣΗΣ, αντικαθιστώντας το ΑΣΗΣ.

Το 2000 ιδρύθηκε η Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (ΕΧΑΕ) ως εταιρεία συμμετοχών και εισήχθησαν οι μετοχές της στο ΧΑΑ. Τον Απρίλιο του 2001 καταργήθηκε η αίθουσα συνεδριάσεων «trading floor» του ΧΑΑ στην οδό Σοφοκλέους 10. Το 2002 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των θυγατρικών της ΕΧΑΕ, Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων σε Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.(ΧΑ).

---

<sup>1</sup> Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων

Το 2003, το Ελληνικό Δημόσιο αποχώρησε εντελώς από την ΕΧΑΕ, ενώ το ΧΑ μεταβίβασε τις εναπομείνουσες εποπτικές αρμοδιότητες του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στις 30 Οκτωβρίου 2006 τέθηκε σε λειτουργία η Κοινή Πλατφόρμα συναλλαγών και εκκαθάρισης μεταξύ του ΧΑ και του Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου. Με αυτή τη συνεργασία συνδέθηκαν οι δύο αγορές και οι επενδυτές απέκτησαν πρόσβαση και στις δυο μέσω των υφιστάμενων υποδομών τους. Επίσης το 2006 άλλαξε η επωνυμία της ΕΧΑΕ σε «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης», μετά από την συγχώνευση της με τις θυγατρικές ΚΑΑ και ΕΤΕΣΕΠ.

Τον Ιανουάριο του 2008 εισήχθη προς διαπραγμάτευση το πρώτο ETF στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, τα οποία αποτελούν μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων που εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Τα Δ.Α.Κ. αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου, μέσω των Μελών του, όπως ακριβώς οι μετοχές. Τον Φεβρουάριο της ίδιας χρονιάς ξεκίνησε η λειτουργία της Εναλλακτικής Αγοράς (ΕΝΑ)<sup>2</sup>, ως Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης. Δημιουργήθηκε με στόχο να υποστηρίξει την άντληση κεφαλαίων μικρομεσαίων εταιριών, καθώς και να καλύψει την ανάγκη για εύκολη, γρήγορη και με μικρό κόστος ένταξη στο χρηματιστηριακό περιβάλλον.

Στις 30 Μαρτίου 2009 ξεκίνησε η λειτουργία της Link Up Markets - μια κοινοπραξία μεταξύ Αποθετηρίων που δραστηριοποιείται στον τομέα υπηρεσιών διακανονισμού διασυνοριακών συναλλαγών, στην οποία η ΕΧΑΕ συμμετέχει ως ένα από τα ιδρυτικά μέλη - ενώ τον Ιούνιο του 2009 έγινε η πρώτη σύνδεση της ΕΧΑΕ ως αποθετήριο εκδότη (Issuer CSD) με το Ελβετικό αποθετήριο SIS SegalInterSettle AG. Στις 2 Σεπτεμβρίου 2009 ο Όμιλος ΕΧΑΕ έπεσε θύμα τρομοκρατικής επίθεσης, με εκρηκτικό μηχανισμό που ήταν τοποθετημένος σε παγιδευμένο όχημα στον παρακείμενο δρόμο του κτιρίου. Η βομβιστική επίθεση προκάλεσε μεγάλες υλικές ζημιές στο κτίριο της Λεωφόρου Αθηνών. Παρά την σχεδόν ολοκληρωτική καταστροφή του μισού κτιρίου, η χρηματιστηριακή αγορά λειτούργησε κανονικά από

---

<sup>2</sup> Χαρακτηρίζεται ως «μη οργανωμένη αγορά», καθώς δεν εμπίπτει στις διατάξεις που υποχρεωτικά εφαρμόζονται στις οργανωμένες αγορές και επιβάλλουν αυστηρότερες προϋποθέσεις εισαγωγής και παραμονής σε αυτές.



την πρώτη ημέρα της τρομοκρατικής επίθεσης. Η αποκατάσταση του κτιρίου στην αρχική του μορφή ολοκληρώθηκε τον Ιανουάριο του 2010.

Το Μάρτιο του 2011, ο Όμιλος EXAE ολοκλήρωσε και ξεκίνησε τη λειτουργία του δικτύου Xnet, προσφέροντας με αυτό τον τρόπο στην ελληνική επενδυτική κοινότητα, τη δυνατότητα απευθείας τοποθέτησης σε αγορές του εξωτερικού μέσω του εγχώριου χρηματιστηριακού δικτύου. Βασικός στόχος του δικτύου Xnet είναι ο εμπλουτισμός των υπηρεσιών που προσφέρουν τα Μέλη ΧΑ στους πελάτες τους, παρέχοντάς τους εργαλεία που επιτυγχάνουν άμεση πληροφόρηση για ξένες αγορές αλλά και κυρίως τη δυνατότητα εύκολης και με ανταγωνιστικό κόστος εκτέλεσης και διακανονισμού συναλλαγών.

Αξίζει να αναφερθεί ότι το Χρηματιστήριο Αθηνών στα 140 χρόνια λειτουργίας του επηρέασε και επηρεάστηκε από την οικονομική ιστορία της Νεότερης Ελλάδας. Σε όλες τις περιόδους ανέπτυξε δραστηριότητα και προσέφερε τις οικονομικές δυνάμεις του για την εξυπηρέτηση των εθνικών σκοπών. Συνέβαλε στην εκβιομηχάνιση της χώρας και προσέφερε εκατοντάδες εκατομμύρια στο Κράτος, στους Δημόσιους Οργανισμούς, στις ιδιωτικές επιχειρήσεις για να φέρουν σε πέρας τα επενδυτικά προγράμματά τους.

## **2.2 Ιστορική Αναδρομή για την πορεία των τραπεζών στο ΧΑ**

Το τραπεζικό σύστημα αποτελεί ένα πολύ σημαντικό τομέα του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς η εύρυθμη λειτουργία του είναι πολύ σπουδαία για την γενικότερη ομαλή λειτουργία του οικονομικού συστήματος στο σύνολο τους. Για αυτό το λόγο κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί η πορεία των τραπεζών στο χρηματιστήριο Αθηνών.

Τον Μάιο του 1880, η κεφαλαιοποίηση των τραπεζών αντιστοιχούσε στο 83,5%, με 8 συνολικά εταιρίες μόλις εισηγμένες, εκ των οποίων 4 ήταν τράπεζες. Την περίοδο εκείνη, η Εθνική Τράπεζα ήταν η κύρια πιστωτική τράπεζα της χώρας, η οποία παράλληλα κατείχε και το εκδοτικό προνόμιο. Οι υπόλοιπες τρεις δεν αποτελούσαν αμιγώς πιστωτικές τράπεζες, αλλά είτε ασχολούνταν περισσότερο με ζητήματα διαμεσολάβηση (Γενική Πιστωτική), είτε είχαν κύριο σκοπό την

χρηματοδότηση της βιομηχανίας (Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως), είτε λειτουργούσαν περισσότερο ως ασφαλιστική εταιρία (Ο Αρχάγγελος).

Λίγο πριν από την πτώχευση του 1893, στο Χρηματιστήριο βρίσκονταν 15 εταιρίες από τις οποίες οι 4 ήταν τραπεζικές. Η συμμετοχή τους στη συνολική κεφαλαιοποίηση είχε υποχωρήσει στο 58%. Η υποχώρηση αυτή δεν ήταν αποτέλεσμα ζημιών που -ενδεχομένως- εμφάνισαν οι τράπεζες από την κατοχή ελληνικών ομολόγων (η συντριπτική πλειοψηφία του χρέους βρισκόταν σε χέρια ξένων), αλλά συνέβη λόγω της σταδιακής ανόδου της κεφαλαιοποίησης άλλων εταιριών και κλάδων (για παράδειγμα, οι 4 εταιρίες σιδηροδρόμων που είχαν εισαχθεί έως τότε συμμετείχαν στο 26,2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης).

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να σχηματίζει τη μορφή που θα το χαρακτήριζε στο πρώτο ήμισυ του 20ου αιώνα, όταν έφυγαν από το προσκήνιο οι τράπεζες που είχαν ιδρυθεί από τους ομογενείς στα πρώτα χρόνια της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου, με σκοπό την εκμετάλλευση του δανεισμού του κράτους. Τότε, στα τέλη του 19ου και στις αρχές του 20ου αιώνα, εμφανίστηκαν οι Τράπεζες Αθηνών, Κρήτης, Εμπορική και Λαϊκή, στις οποίες στηρίχθηκε και ο θεσμός της αποταμίευσης, αλλά και της εμπορικής και βιομηχανικής πίστης, θεσμοί που συνέβαλαν σημαντικά στην εντυπωσιακή ανάπτυξη της περιόδου 1900 – 1920 και κυρίως στο "άλμα" της περιόδου 1923-1932. Εκείνη την περίοδο ενώ ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο είχε φθάσει στις 45, οι τράπεζες είχαν αυξηθεί σε 8 και η κεφαλαιοποίησή τους έφθανε στο 49,2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

Ο υψηλότερος αριθμός τραπεζών που ήταν ποτέ ταυτόχρονα εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας συμβαίνει στα τέλη του 1929 (αρχή του μεγάλου κραχ του μεσοπολέμου), όπου ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών έφθανε στις 98 και οι τράπεζες στις 18 με συμμετοχή στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου να φτάνει στο 51,8%. Μία συμμετοχή που έφθασε στο 61,2% στα τέλη του 1931, κυρίως λόγω της μεγάλης πτώσης στις τιμές των εμποροβιομηχανικών επιχειρήσεων και κυρίως των επιχειρήσεων δημοσίων έργων.

Το 1932, εξαιτίας της πτώχευσης, το τραπεζικό σύστημα κλονίζεται, προκαλώντας μεγάλες ζημιές στις νέες και μικρές τράπεζες. Τα προβλήματα των τραπεζών προέκυψαν από τις δυσκολίες που εμφάνισαν οι δανειολήπτριες

επιχειρήσεις (κόκκινα δάνεια) και όχι από την εμπλοκή των τραπεζών στην διαχείριση του κρατικού χρέους. Έτσι φτάνουμε στις παραμονές του πολέμου (Β' παγκόσμιου), όπου οι εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο οδήγησαν τις τράπεζες σε μία σειρά από συγχωνεύσεις, με αποτέλεσμα οι τράπεζες που ήταν εισηγμένες έφθαναν στις 11 (σε σύνολο 98 εισηγμένων) και η αθροιστική κεφαλαιοποίησή τους είχε υποχωρήσει στο 34,2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

Στα τέλη του 1956, στο Χρηματιστήριο υπήρχαν 9 τράπεζες και η κεφαλαιοποίησή τους βρισκόταν στο χαμηλότερο επίπεδο που είχαν ποτέ, στο 24,9% του συνόλου. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της πορείας ανάπτυξης που έχει πάρει μεταπολεμικά η χώρα, μία πορεία που βασίστηκε στην ενδυνάμωση της βιομηχανίας, κάτι που αντανάκλαστηκε στις τιμές των βιομηχανικών μετοχών στο Χρηματιστήριο. Η χρηματιστηριακή αγορά άρχισε να "θερμαίνεται" από τα τέλη του 1967, όταν αυξήθηκαν οι πράξεις στις τραπεζικές μετοχές και αυξήθηκε και η τιμή τους και η συμμετοχή των τραπεζών αντιστοιχούσε στο 45,7% στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Στα τέλη του 1973, οι τράπεζες εξακολουθούσαν να είναι 10 (επί συνόλου 102 εταιριών), αλλά συμμετείχαν με 51,4% στη συνολική κεφαλαιοποίηση. Τα χρόνια που ακολουθούν πραγματοποιείται η εθνικοποίηση του ομίλου της Εμπορικής και μετά το χρηματιστηριακό κραχ του 1987, στο Χρηματιστήριο βρίσκονταν 14 τράπεζες (επί συνόλου 117 εταιριών) και η συμμετοχή τους είχε υποχωρήσει στο 39,5%.

Στη δεκαετία του 1990 το Χρηματιστήριο αναπτύχθηκε ραγδαία σε επίπεδο τιμών, αλλά και σε αριθμό εισηγμένων εταιριών, ενώ παράλληλα διεθνοποιήθηκε και προσέλκυσε επενδυτές απ' όλο τον κόσμο. Καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας, ο τραπεζικός δείκτης πέτυχε εντυπωσιακή άνοδο, ενώ στα τέλη του 1999 (έτους - ρεκόρ του Χρηματιστηρίου) ο αριθμός των εισηγμένων τραπεζών έφθασε στις 17. Η συμμετοχή τους είχε υποχωρήσει στο 25,9% της συνολικής κεφαλαιοποίησης, κάτι που όμως οφειλόταν στον πολύ μεγάλο αριθμό εισηγμένων εταιριών (287 στα τέλη του 1999) και του μεριδίου κεφαλαιοποίησης που αντιστοιχούσε, μοιραία, σε όλες αυτές.

## 2.3 Ο Όμιλος «Ε.Χ.Α.Ε.»

Η εταιρεία με το νέο διακριτικό τίτλο «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ» (Ε.Χ.Α.Ε.), όπου στα αγγλικά η επωνυμία είναι Athens Exchange Group με τον διακριτικό τίτλο ATHEXGROUP, αποτελεί τη μητρική εταιρία του Ομίλου των εταιριών που υποστηρίζουν τη λειτουργία της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Οι εταιρίες του Ομίλου έχουν ως αποστολή και ευθύνη να λειτουργούν τις οργανωμένες αγορές αξιών και παραγώγων, να διενεργούν την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών, την καταχώρηση των τίτλων, να προμηθεύουν με ολοκληρωμένες λύσεις πληροφορικής την ελληνική κεφαλαιαγορά και να προωθούν την ανάπτυξη της χρηματιστηριακής παιδείας στην χώρα μας. Η εταιρία είναι πλήρως ιδιωτικοποιημένη από το 2003, ενώ η μετοχή της είναι εισηγμένη στο ΧΑ από τον Αύγουστο του 2000.

Πριν από τη σημερινή δομή που έχει ο Όμιλος «Ε.Χ.Α.Ε.», μέσα στην πορεία των 18 χρόνων της πορείας που εξετάζουμε στην παρούσα εργασία, έχει τροποποιηθεί η δομή της, η επωνυμίας της εταιρείας και οι σκοποί της μητρικής και των θυγατρικών της εταιριών. Πραγματοποιήθηκαν αποσχίσεις, συγχωνεύσεις και απορροφήσεις των θυγατρικών εταιριών μεταξύ τους, καθώς και με την μητρική εταιρία του ομίλου για να φθάσουμε στην σημερινή δομή του Ομίλου. Στο συγκεκριμένο τμήμα θα παρουσιάσουμε τις τροποποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν μέχρι την σημερινή της μορφή, ποιες θυγατρικές εταιρίες υπήρχαν και ποιες υπάρχουν τώρα, καθώς και ποιο ήταν το αντικείμενο δραστηριότητας τους.

Οι κυριότερες τροποποιήσεις έγιναν στα πλαίσια της γενικότερης στρατηγικής για την αναδιάρθρωση του Ομίλου και την ανάπτυξη του. Οι αλλαγές αποσκοπούσαν στην διαμόρφωση μιας οργανωτικής δομής, ώστε να επιτευχθεί η αξιοπιστία στη λειτουργία των αγορών, η ευελιξία σε μεταβαλλόμενες συνθήκες του περιβάλλοντος, η αποδοτικότητα στην καθημερινή λειτουργία και η υποστήριξη καινοτόμων προσεγγίσεων σε προσφερόμενες υπηρεσίες. Σκοπός του Ομίλου ήταν να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της αγοράς και να παραμείνει ανταγωνιστικός,

βελτιώνοντας τις παρεχόμενες υπηρεσίες, μειώνοντας το κόστος τους, δημιουργώντας νέα προϊόντα και προσφέροντας υψηλότερες αποδόσεις στους μετόχους τους.<sup>3</sup>

Το 2000 η επωνυμία του ομίλου ήταν Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, η οποία ήταν και η μητρική εταιρεία, με συμμετοχές σε 6 θυγατρικές εταιρίες, οι οποίες ήταν:

- i. το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε. (ΚΑΑ)
- ii. το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. (ΧΠΑ)
- iii. η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων Α.Ε. (ΕΤΕΣΕΠ)
- iv. το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. (ΧΑΑ)
- v. το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε. (ΧΚΘ)
- vi. η εταιρία Ανάπτυξης Συστημάτων & Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε. (ΑΣΥΚ)

Η δομή του Ομίλου και τα ποσοστά συμμετοχής της μητρικής εταιρίας παρουσιάζονται στο διάγραμμα 2.1 αμέσως παρακάτω.

Το αντικείμενο δραστηριότητας των θυγατρικών εταιριών το 2000 ήταν:

❖ Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. (ΧΑΑ)

Το ΧΑΑ είναι η μόνη επίσημη αγορά διαπραγμάτευσης μετοχών στην Ελλάδα για το ευρύ επενδυτικό κοινό και τους θεσμικούς επενδυτές, και επίσης διαπραγματεύονται ομολογιακοί τίτλοι. Σκοπός της εταιρίας, σύμφωνα με το καταστατικό της, είναι η οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, οι οποίες καταρτίζονται κατά αποκλειστικότητα σε χρηματιστήρια αξιών, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα συναφής με τις ανωτέρω. Το ΧΑΑ μπορεί επίσης να συμμετάσχει σε άλλες επιχειρήσεις που έχουν ίδιο ή παρεμφερή σκοπό και γενικά, επιδιώκουν σκοπούς συναφείς ή υποβοηθητικούς της δραστηριότητας του, καθώς και να συνεργάζεται με τις παραπάνω επιχειρήσεις.

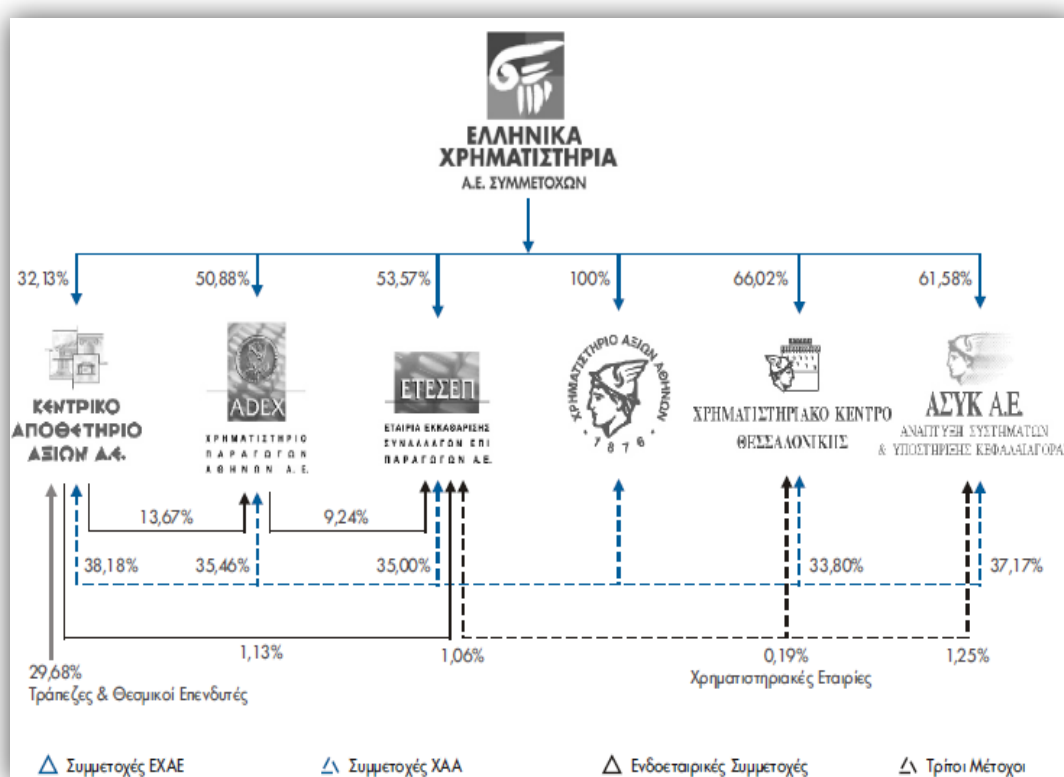
❖ Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε. (ΚΑΑ)

---

<sup>3</sup> Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών' Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 4<sup>ης</sup> Εταιρικής Χρήσης, 2004

Το ΚΑΑ ιδρύθηκε σύμφωνα με το άρθρο 33<sup>α</sup> του Ν. 1806/88 με σκοπό την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών του ΧΑΑ, την έκδοση, τροποποίηση, ακύρωση ή αντικατάσταση αποθετηρίων εγγράφων, τη φύλαξη των τίτλων για τους οποίους εκδίδονται αποθετήρια έγγραφα, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα που είναι συναφής προς το σκοπό αυτό. Καθώς επίσης η εκκαθάριση των συναρτώμενων στο ΧΑΑ συναλλαγών επί άυλων τίτλων του Δημοσίου.

Διάγραμμα 2.1: Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2000<sup>4</sup>



#### ❖ Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. (ΧΠΑ)

Το ΧΠΑ ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 1998 με το Ν.2533/1997 με σκοπό την οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η

<sup>4</sup>Πηγή: 'Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών' Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός Πρώτης Εταιρικής Χρήσης, 2001

οργάνωση και λειτουργία του συστήματος συναλλαγών αυτών, η άσκηση εκπαιδευτικών δραστηριοτήτων που σχετίζονται με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα που είναι συναφής με το σκοπό αυτό. Επιπλέον η συμμετοχή της εταιρίας σε άλλες επιχειρήσεις που έχουν ίδιο ή παρεμφερή σκοπό και γενικά επιδιώκουν σκοπούς συναφείς ή υποβοηθητικούς της δραστηριότητας της εταιρίας καθώς και η συνεργασία με τις παραπάνω.

❖ Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ)

Η λειτουργία της ΕΤΕΣΕΠ είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την λειτουργία του ΧΠΑ, καθότι σκοπός της εταιρίας σύμφωνα με τα όσα προβλέπονται στα άρθρα 10 και 11 του Ν. 2533/1997 είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις επί παραγώγων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο ΧΠΑ, η εκκαθάριση των συναλλαγών αυτών ή και άλλων συναλλαγών που διενεργούνται σε άλλες αγορές, η εξασφάλιση της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλόμενων με αυτήν μερών των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές και κάθε άλλη συναφής με τα ανωτέρω δραστηριότητα.

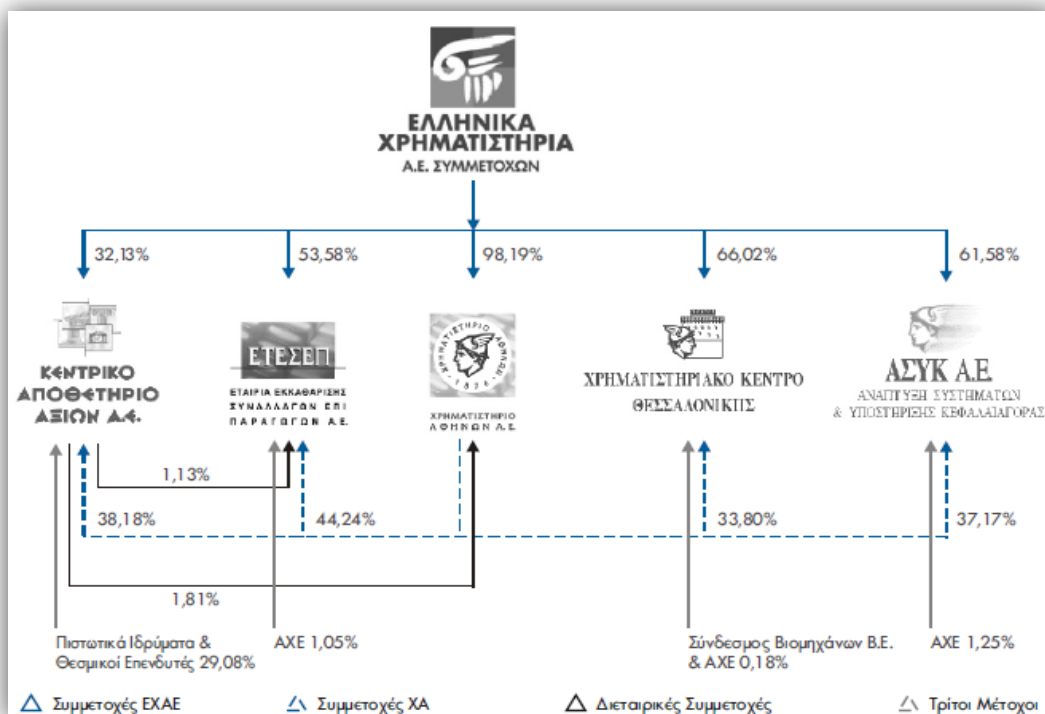
❖ Α.Ε. Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς (ΑΣΥΚ)

Η ΑΣΥΚ ιδρύθηκε το 1995 και οι δραστηριότητες της αφορούν κυρίως στην υποστήριξη της κεφαλαιαγοράς και κυρίως του ΧΑΑ. Συγκεκριμένα η ΑΣΥΚ είναι υπεύθυνη για τη διαχείριση και λειτουργία των συστημάτων συναλλαγών, του δικτύου χρηματιστηριακών συναλλαγών του ΧΑΑ που συνδέει την εταιρία με τα μέλη και του κόμβου Internet του ΧΑΑ. έχοντας αναπτύξει μια σημαντική τεχνογνωσία στο συγκεκριμένο χώρο, η ΑΣΥΚ αναλαμβάνει μέσω της ανάπτυξης ειδικών πληροφοριακών συστημάτων τον εκσυγχρονισμό διαδικασιών και την κάλυψη σημαντικών αναγκών. Επιπλέον η ΑΣΥΚ αναλαμβάνει την εκπόνηση μελετών σχετικά με την κεφαλαιαγορά.

❖ Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης (ΧΚΘ)

Το ΧΚΘ ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 1995 και εδρεύει στο Δήμο Θεσσαλονίκης. Προσφέρει υπηρεσίες στα υποκαταστήματα των Α.Χ.Ε. στη Θεσσαλονίκη, στο επενδυτικό κοινό και σε υποψήφιες προς εισαγωγή εταιρείες. Παράλληλα, παρέχει υπηρεσίες εκπαίδευσης και ενημέρωσης, καθώς επίσης προωθεί και υποστηρίζει την ανάπτυξη της Ελληνικής Αγοράς Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ).

Διάγραμμα 2.2: Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2002<sup>5</sup>



Η μητρική εταιρεία ΕΧΑΕ μετά την ολοκλήρωση της αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου με απόφαση της έκτακτης Γενικής Συνέλευσης της 28<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2001, ως εταιρία συμμετοχών, και μετά την από 30/8/2002 εγκριθείσα από το Υπουργείο Ανάπτυξης, συγχώνευση με απορρόφηση της ‘Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών Α.Ε.’ από την ‘Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.’, οπότε η απορροφώσα εταιρία τροποποίησε την επωνυμία της σε ‘Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.’, διατηρεί άμεση συμμετοχή με τα ακόλουθα ποσοστά επί των μετοχικών κεφαλαίων των παρακάτω εταιριών, ως εξής: το 98,19% επί του μετοχικού κεφαλαίου της ‘Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.’, το 32,13% % επί του μετοχικού κεφαλαίου της ΚΑΑ Α.Ε., το 53,58% % επί του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε. ΑΣΥΚ και το 66,02% % επί του μετοχικού κεφαλαίου της ΧΚΘ Α.Ε.

Εν συνεχεία της υλοποίησης του λειτουργικού ανασχεδιασμού του Ομίλου, επίτευξης συνεργειών και τη μείωση του κόστους λειτουργίας του, έπειτα από την

<sup>5</sup> πηγή: ‘Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών’ Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός Δεύτερης Εταιρικής Χρήσης, 2002



συγχώνευση του ΧΑΑ με το ΧΠΑ, ο όμιλος ΕΧΑΕ προέβηκε στην συγχώνευση του με την ΑΣΥΚ, μετέπειτα από έγκριση του Υπουργείου Ανάπτυξης και τη σχετική καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών πραγματοποιήθηκε την Παρασκευή 18 Μαρτίου 2005. Ακόμα στις 24 Νοεμβρίου του 2006 ολοκληρώνεται η συγχώνευση των θυγατρικών ΚΑΑ και ΕΤΕΣΕΠ από την ΕΧΑΕ. Η επωνυμία της νέας εταιρίας αλλάζει σε «*Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης*».

Η εταιρεία με την επωνυμία «ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και διακριτικό τίτλο «ATHEXCclear», συστήθηκε την 22.7.2005 (υπό την αρχική επωνυμία "Υψιπύλη Ανώνυμος Εταιρεία Αξιοποίησης Ακινήτων και Παροχής Υπηρεσιών» και τον διακριτικό τίτλο «Υψιπύλη Ακινήτων Α.Ε.»). Στις 8.3.2010 η ΕΧΑΕ προχωράει στην εξαγορά του συνόλου των μετοχών (100%) της εταιρείας «ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ», με σκοπό της εξαγοράς ήταν η εισφορά του κλάδου της εκκαθάρισης συναλλαγών στην νέα εταιρία με απόσχιση του κλάδου από την ΕΧΑΕ σύμφωνα με το ν.2166/93. Το καταστατικό της εταιρίας τροποποιήθηκε και μετονομάστηκε σε «ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.» με διακριτικό τίτλο ATHEXCLEAR (ΕΤΕΚ)<sup>6</sup>. Κατόπιν των συγκεκριμένων τροποποιήσεων η δομή της «*Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης*» διαμορφώνεται να κατέχει συμμετοχές στις θυγατρικές εταιρίες: i) ΧΑ Α.Ε, ii) ΕΤΕΚ Α.Ε. και iii) ΧΚΘ Α.Ε. (Βλέπε διάγραμμα 2.3).

Η τελική και σημερινή μορφή του Ομίλου διαμορφώθηκε στις 19/12/2013, έπειτα την καταχώρηση στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο της υπ' αριθμ. Κ2-7391/19.12.2013 Απόφασης του Υφυπουργού Ανάπτυξης και Ανταγωνιστικότητας, με τη συγχώνευση της Εταιρείας με απορρόφηση της κατά 100% θυγατρικής της εταιρείας «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ», σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-75 και 78 του Κ.Ν. 2190/1920 και 1-5 Ν. 2166/1993. Με την ίδια απόφαση εγκρίθηκε η τροποποίηση του Καταστατικού της

---

<sup>6</sup> ATHEXCclear 'Articles of Association' σύμφωνα με την 21/06/2010 απόφαση της γενικής Συνέλευσης

Εταιρείας ως προς το σκοπό και την επωνυμία η οποία τροποποιείται σε «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ», ενώ ο νέος διακριτικός της τίτλος είναι «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ» (ATHEXGroup).

Διάγραμμα 2.3: Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2010<sup>7</sup>



Ακόμα την 19.12.2013 ολοκληρώθηκε με την καταχώρηση στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο της υπ' αριθμόν 17945/19.12.2013 Απόφασης του Περιφερειάρχη Κεντρικής Μακεδονίας, η απόσχιση του Κλάδου του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών και των παρεχόμενων υπηρεσιών Μητρώου και Διακανονισμού ως και της δραστηριότητας διαχείρισης του Συστήματος Αύλων Τίτλων της Εταιρείας, και η εισφορά του στην κατά 100% θυγατρική της εταιρεία «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.», σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/1993. Με την ίδια απόφαση εγκρίθηκαν οι τροποποιήσεις των διατάξεων του Καταστατικού του Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης Α.Ε., μεταξύ των οποίων, η τροποποίηση του σκοπού, η μεταβολή της έδρας και η μεταφορά της στο Δήμο Αθηναίων, η

<sup>7</sup> πηγή: 'Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών' Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 10ης Εταιρικής Χρήσης, 2010

αλλαγή της επωνυμίας της εταιρείας σε «ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και του διακριτικού τίτλου της σε «ΕΛ.Κ.Α.Τ.» (ATHEXCSD).

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο σκοπός της εταιρείας είναι η παροχή υπηρεσιών στον τομέα των χρηματιστηριακών συναλλαγών και κάθε άλλης παρεμφερούς δραστηριότητας, η ανάληψη, δυνάμει συμβάσεως με το Χρηματιστήριο Αθηνών και σε συνεργασία με αυτό, της οργάνωσης των χρηματιστηριακών συναλλαγών του βορειοελλαδικού χώρου, και η άσκηση εμπορικών δραστηριοτήτων για την προώθηση και παροχή υπηρεσιών λογισμικού και χρήσης / αναμετάδοσης πληροφορίας χρηματιστηριακών αγορών.<sup>8</sup> (Βλέπε διάγραμμα 2.4).

Διάγραμμα 2.4: Δομή Ομίλου «Ε.Χ.Α.Ε.» 2013<sup>9</sup>



<sup>8</sup> ΝΕΟ ΚΕΙΜΕΝΟ ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟΥ ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΟΥ της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία

«ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» Αρ. Γ.Ε.ΜΗ. 57958104000 (πρώην Αρ. ΜΑΕ 34189/62/Β/95/226) σύμφωνα με την από 22.11.2013 απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων

<sup>9</sup> πηγή: <http://www.helex.gr/el/the-group>

## **Κεφάλαιο 3: Ανάλυση της Πορείας της Ελληνικής Οικονομίας (1999-2016)**

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε και αναλύουμε ορισμένα βασικά μεγέθη που αφορούν την πορεία της ελληνικής οικονομίας για την περίοδο που πραγματεύεται η εργασία αυτή, 1999-2016. Αρχικά παρουσιάζουμε την πορεία των μακροχρόνιων επιτοκίων και του πληθωρισμού, με τη λογική ότι τα επιτόκια αυτά δείχνουν το επίπεδο του κινδύνου που έχει μια εθνική οικονομία, όπως αξιολογείται από επενδυτές και αναλυτές. Κατόπιν παρουσιάζουμε την πορεία της ανεργίας και της απασχόλησης, μεγέθη που θεωρούνται από τα πιο σημαντικά σε μια οικονομία, λόγω και του κοινωνικού τους χαρακτήρα. Έπειτα, παρουσιάζουμε την πορεία των διαφόρων συνιστωσών του ΑΕΠ, όπως είναι η επένδυση και η κατανάλωση αλλά και το εξωτερικό ισοζύγιο. Το κεφάλαιο κλείνει με μια αναφορά στην συμμετοχή όλων των συνιστωσών στο ΑΕΠ αλλά και την πορεία του ΑΕΠ και του ρυθμού μεγέθυνσης που δείχνουν, εντέλει, ποια είναι η πορεία μιας εθνικής οικονομίας.

### **3.1 Επιτόκια και πληθωρισμός**

Τα μακροχρόνια επιτόκια μιας χώρας δείχνουν τις αποδόσεις που απαιτούν από τα αντίστοιχα μακροχρόνια ομόλογα οι διάφοροι επενδυτές. Συνεπώς, οι αποδόσεις αυτές αντανακλούν, σε μεγάλο βαθμό, τον κίνδυνο που έχει η οικονομία μιας χώρας, όπως τον αντιλαμβάνονται και τον αξιολογούν οι επενδυτές και οι αναλυτές των κρατικών ομολόγων. Έτσι, η πορεία των μακροχρονίων επιτοκίων δείχνει σε κάποιο σημαντικό βαθμό την πορεία και τους κινδύνους μιας εθνικής οικονομίας. Στο διάγραμμα 3.1, αμέσως παρακάτω, παρουσιάζονται η πορεία των μακροχρόνιων επιτοκίων, ως οι αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων, αλλά και η πορεία του πληθωρισμού, καθώς το μακροοικονομικό αυτό μέγεθος είναι άμεσα συνυφασμένο με το επίπεδο των επιτοκίων.

Παρατηρούμε ότι για πολλά χρόνια η πορεία των μακροχρονίων επιτοκίων ήταν σχετικά σταθερή χωρίς έντονες διακυμάνσεις. Αυτό συνέβαινε έως και τις αρχές του 2010, δηλαδή πριν ξεσπάσει η κρίση στην ελληνική οικονομία. Φαίνεται ότι η έλευση του ευρώ, μετά το 2001 και η τέλεση των Ολυμπιακών αγώνων το 2004 είχαν

συμβάλει σε μια σχετική σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας, όπου αυτό αποτυπώνονταν στη σταθερότητα των μακροχρονίων επιτοκίων και μάλιστα σε ένα αρκετά χαμηλό επίπεδο, υπονοώντας χαμηλό κίνδυνο για την ελληνική οικονομία.

Διάγραμμα 3.1: Μακροχρόνια επιτόκια και πληθωρισμός



Πηγή: <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>

Μετά το 2010, όμως, και το ξέσπασμα της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη αλλά και ειδικά στην ελληνική οικονομία και την προσφυγή της στο ΔΝΤ, οι αποδόσεις των ελληνικών μακροχρονίων κρατικών ομολόγων εκτινάχθηκαν, λόγω των μεγάλων κινδύνων που αντιμετώπιζε τότε η ελληνική οικονομία και είχαν και σαν συνέπεια να μην μπορεί να προσφύγει, τότε η χώρα, στις αγορές για τις χρηματοδοτικές της ανάγκες. Η λήψη μέτρων μέσα από την προσφυγή στη βοήθεια του ΔΝΤ αλλά και την εφαρμογή προγραμμάτων λιτότητας στο πλαίσιο των διαφόρων μνημονίων που είχαν υπογραφεί βοήθησε στην μείωση των επιτοκίων μετά το ιστορικό υψηλό το 2012. Από το 2014 και έπειτα το επίπεδο τους αρχίζει και έχει τάση να βρίσκεται στα προ κρίσης επίπεδα, κάτι που σημαίνει ότι η ελληνική οικονομία αρχίζει και αξιολογείται και πάλι με χαμηλούς σχετικά κινδύνους, όπως ήταν και προ του 2010.

Ο πληθωρισμός εμφανίζει μια σταθερή πορεία μέχρι το 2010 που χαρακτηρίζεται, πάντως, από κάποιες διακυμάνσεις. Κατά τη διάρκεια του ξεσπάσματος της κρίσης οι διακυμάνσεις του γίνονται πολύ πιο έντονες και φτάνει και σε ένα ιστορικό υψηλό κατά το 2011, μετά την εποχή του ευρώ. Από εκεί και πέρα, όμως, στο πλαίσιο δημοσιονομικών και άλλων προσαρμογών στο πλαίσιο της εφαρμογής των μνημονίων, η πορεία του πληθωρισμού ακολουθεί την πτωτική πορεία των επιτοκίων έως και το 2016. Από εκεί και έπειτα φαίνεται να έχει μια ανοδική πορεία και εντελώς αντίθετη από μια μικρή πτωτική πορεία των επιτοκίων, στο πλαίσιο, ίσως, μιας αναθέρμανσης της ελληνικής οικονομίας.

### **3.2 Ανεργία και Απασχόληση**

Η ανεργία είναι ένα φαινόμενο με οικονομικό, κοινωνικό και ηθικό περιεχόμενο. Η ύπαρξη υψηλής ανεργίας υποδηλώνει την απαξίωση ανθρώπινου δυναμικού, υποσκάπτει τη συνοχή της κοινωνίας και προκαλεί σοβαρά προβλήματα σε προσωπικό, οικογενειακό, κοινωνικό και πολιτικό επίπεδο καθώς και στη δημόσια κοινωνική ασφάλιση, που στερείται πολύτιμους πόρους.

Τις τελευταίες δεκαετίες η Ελλάδα χαρακτηριζόταν από υψηλή ανεργία και γενικά κατέγραφε υψηλότερη ανεργία από το μέσο όρο της Ε.Ε.. Όπως παρατηρούμε και από τον πίνακα 3.1, η ανεργία στην Ελλάδα τη χρονική περίοδο 1999 μέχρι και το 2010 κυμαινόταν στα όρια του 7,8% με 12,7% επί του εργατικού δυναμικού και στη συνέχεια μέσα σε μια τριετία εκτινάχθηκε σε ποσοστά ιστορικά υψηλά για την Ελλάδα στη σύγχρονη μεταπολεμική της ιστορίας, φθάνοντας το 2014 στο επίπεδο του 27,8%. Τα επόμενα δύο χρόνια παρατηρείται μια αποκλιμάκωση του ποσοστού της ανεργίας και το 2016 διαμορφώνεται στο 24,6%.

Παρόλο που η Ελλάδα παρουσίασε εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης (βλέπε τμήμα 3.5), δεν συνοδεύτηκε αυτό με ουσιαστική βελτίωση της κατάστασης της απασχόλησης, μείωσης της ανεργίας και βελτίωσης της ποιότητας της εργασίας. Μάλιστα τη δεκαετία 1996-2005, που χαρακτηρίστηκε από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, η ανεργία κινήθηκε στα υψηλότερα επίπεδα της μεταπολιτευτικής περιόδου, γύρω στο 10-12% του εργατικού δυναμικού. Η διατήρηση των υψηλών

ποσοτών ανεργίας οφείλεται κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι οι σημαντικές αυξήσεις στην παραγωγικότητα της εργασίας που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια αυτών των ετών δεν αξιοποιήθηκαν κατάλληλα και οικειοποιήθηκαν σχεδόν αποκλειστικά από το κεφάλαιο. Αν και τη συγκεκριμένη δεκαετία σημειώνεται μια αύξηση των μισθών, αξίζει να σημειωθεί ότι οι ετήσιες πραγματικές αυξήσεις στους μισθούς υπολείπονταν κατά κανόνα της αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας.

*Πίνακας 3.1: Πληθυσμός κατά κατάσταση απασχόλησης 1999-2016*

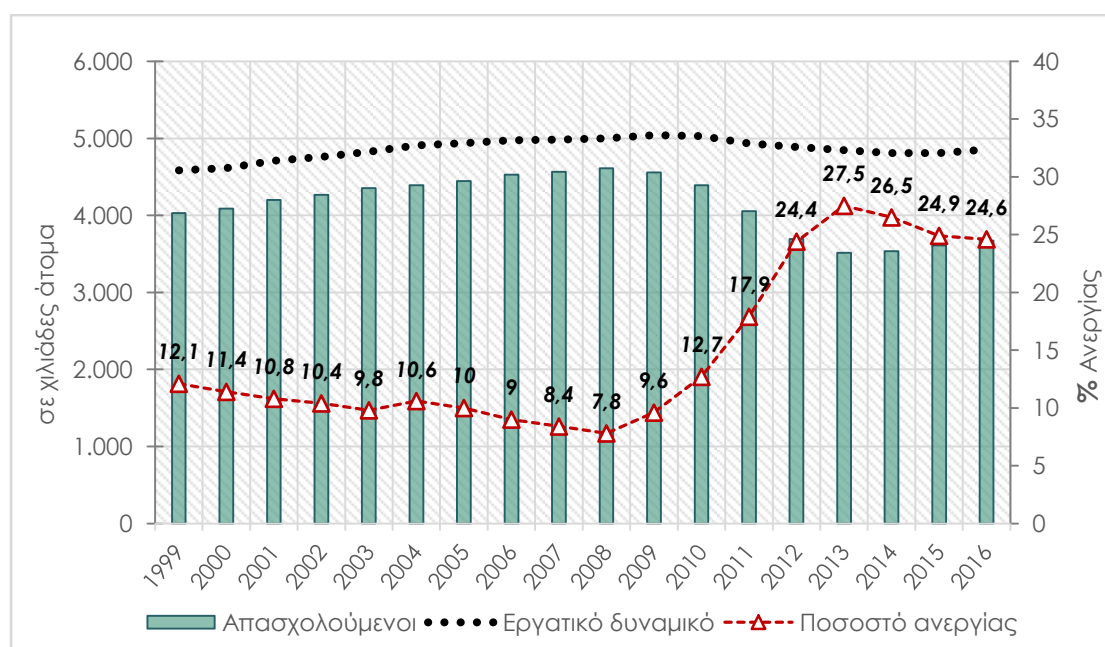
Περίοδος αναφοράς	Γενικό Σύνολο (σε χιλ.)	Ποσοστό (%) του πληθυσμού	Απασχολούμενοι (σε χιλ.)	Ποσοστό (%) του εργατικού δυναμικού	Άνεργοι (σε χιλ.)	Ποσοστό (%) του εργατικού δυναμικού
1999	8.764,50	52,3	4.031,40	87,9	554,7	12,1
2000	8.839,80	52,2	4.088,50	88,6	523,5	11,4
2001	9.156,00	51,4	4.202,10	89,2	508,4	10,8
2002	9.188,30	51,8	4.265,00	89,7	492,7	10,4
2003	9.234,90	52,3	4.353,20	90,2	472,7	9,8
2004	9.285,30	52,9	4.389,50	89,4	520,0	10,6
2005	9.332,40	52,9	4.443,60	90,0	493,6	10,0
2006	9.374,10	53,1	4.527,50	91,0	448,2	9,0
2007	9.412,30	52,9	4.564,10	91,6	418,4	8,4
2008	9.435,10	53,0	4.610,50	92,3	387,9	7,8
2009	9.431,10	53,4	4.556,00	90,4	484,7	9,6
2010	9.399,40	53,5	4.389,80	87,3	639,4	12,7
2011	9.372,90	52,7	4.054,30	82,2	881,5	17,9
2012	9.344,80	52,3	3.695,00	75,6	1.195,1	24,4
2013	9.309,50	52,1	3.513,20	72,5	1.331,9	27,5
2014	9.282,10	51,9	3.536,20	73,5	1.274,4	27,8
2015	9.250,70	51,9	3.610,70	74,9	1.197,0	24,9
2016	9.227,80	51,9	3.673,60	75,4	1.180,1	24,6

*Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού*

Το ελληνικό μοντέλο απασχόλησης χαρακτηρίζεται από υψηλά ποσοστά ανεργίας, χαμηλό ποσοστό συμμετοχής του οικονομικά ενεργού πληθυσμού στην αγορά εργασίας και δημιουργία χαμηλής ποιότητας θέσεων εργασίας. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι την περίοδο 2000-2006 πάνω από τις μισές νέες θέσεις εργασίας δημιουργήθηκαν σε τέσσερις μόλις κλάδους παραγωγής: στις κατασκευές, στο εμπόριο, στις υπηρεσίες εστίασης και ξενοδοχείων και στα ιδιωτικά νοικοκυριά που απασχολούν οικιακό προσωπικό (Κέντρο Πληροφόρησης Εργαζομένων & Ανέργων, 2012). Από την άλλη, η πολιτική απασχόλησης που

ακολουθήθηκε απέτυχε παταγωδώς να αντιμετωπίσει το πρόβλημα, και μάλιστα οδήγησαν στην επιδείνωση των προβλημάτων, αφού στο επίκεντρό τους δεν είχαν την επίτευξη της πλήρους και ποιοτικής απασχόλησης αλλά, στην καλύτερη περίπτωση, τη διαχείριση των αρνητικών συνεπειών της. Η ενίσχυση της απασχόλησης ποτέ δεν αποτέλεσε κεντρικό στόχο της οικονομικής πολιτικής, αλλά θεωρήθηκε «δευτερεύον μέγεθος», η ανεργία θεωρήθηκε ότι θα έπεφτε αυτόματα μέσω της επίτευξης υψηλών ρυθμών ανάπτυξης (Livanos, 2010).

Διάγραμμα 3.2: Εξέλιξη του απασχολούμενου πληθυσμού και του ποσοστού Ανεργίας



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού

Εν συνεχεία διαπιστώνουμε ότι με την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης και την εφαρμογή των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής χειροτέρεψαν δραματικά την κατάσταση της αγοράς εργασίας στην Ελλάδα. Το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε κατά το 2009-2013 σε 27,5% σε μέσο επίπεδο και ο λόγος ανέργων / απασχολουμένων υπέρβαινε το 1/3 (που σημαίνει ότι σε κάθε τρεις εργαζόμενους αντιστοιχεί περίπου ένας άνεργος). Με σκοπό την αύξηση της ανταγωνιστικότητας και της αύξησης των εξαγωγών θυσιάστηκε η συνοχή της αγοράς εργασίας. Η δραματική κατάσταση στην αγορά εργασίας γίνεται καλύτερα αντιληπτή αν η στατιστική ανάλυση επικεντρωθεί στη μεταβολή του αριθμού των ανέργων, που από



364 χιλιάδες το τρίτο τρίμηνο του 2008 αυξήθηκε σε 1,342 εκατ. το πρώτο τρίμηνο του 2014 (INE 2015). Θα μπορούσαμε λοιπόν να ισχυριστούμε ότι το κόστος της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής και της οικονομικής κρίσης μέχρι το τέλος του 2014 ήταν περίπου 1 εκατ. άνεργοι, με τις δραματικές οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες αυτής της εξέλιξης.

Αν και το ποσοστό ανεργίας είναι το μέγεθος που αντανακλά την κατάσταση της αγοράς εργασίας και τη μεταβολή του δυνητικού προϊόντος, εντούτοις το ποσοστό απασχόλησης είναι εξίσου σημαντικό μέγεθος, καθώς μας δείχνει τη δυναμική και τις προοπτικές δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας στην οικονομία. Από την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ για την περίοδο 1981- 2015, προκύπτει ότι φθίνουσα πορεία έχει από το 2010 έως το 2015 το εργατικό δυναμικό της χώρας ακολουθώντας τη μείωση του πληθυσμού των ατόμων ηλικίας άνω των 15 ετών. Πιο συγκεκριμένα από τον πίνακα 3.1, έχουμε ότι την περίοδο 1999-2008 οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά περίπου 14,4%, δηλαδή περίπου 580 χιλ. απασχολούμενους. Την επόμενη εξαετία η μείωση του αριθμού των απασχολουμένων στην διάρκεια της προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας (2009-2015) ανήλθε σωρευτικά σε 21%, δηλαδή περίπου μια 1 εκ. απασχολημένων. Στη διάρκεια αυτής της περιόδου ακυρώθηκε το σύνολο της προόδου που είχε πραγματοποιήσει η ελληνική οικονομία κατά τα δεκαεπτά έτη 1992-2008, όταν δημιούργησε 900.000 θέσεις εργασίας (INE 2014).

Επιπλέον από την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ σχετικά με την απασχόληση στην Ελλάδα προκύπτει ότι είναι η διερευνώμενη συμμετοχή των γυναικών στην αγορά εργασίας και η συνεπακόλουθη αύξηση της συμμετοχής τους στην απασχόληση. Αντίθετα, η συμμετοχή των ανδρών μειώνεται, με αποτέλεσμα τη συνεχή συρρίκνωση των διαφορών μεταξύ τους. Από αυτή την άποψη, η οικονομική κρίση είχε μεγαλύτερο αντίκτυπο στους άνδρες, καθώς κατά την περίοδο 2009- 2015 το ποσοστό απασχόλησης των ανδρών υποχώρησε κατά 13% έναντι 6% των γυναικών. Επίσης διαπιστώνεται μια σημαντική άνοδος του επιπέδου εκπαίδευσης του εργατικού δυναμικού, σημειώνοντας το 2015 το 13% του εργατικού δυναμικού ήταν απόφοιτοι δημοτικού και το 32% κατείχε τίτλο τριτοβάθμιας εκπαίδευσης. Ακόμα τα τελευταία χρόνια η μέση ηλικία του εργατικού δυναμικού αυξάνεται. Αυτό οφείλεται, κυρίως, στο ότι αυξάνεται το ποσοστό συμμετοχής των ατόμων ηλικίας

45- 64 στη σύνθεση του εργατικού δυναμικού ενώ, αντίθετα, μειώνεται αυτό των ατόμων ηλικίας 15- 29 ετών.

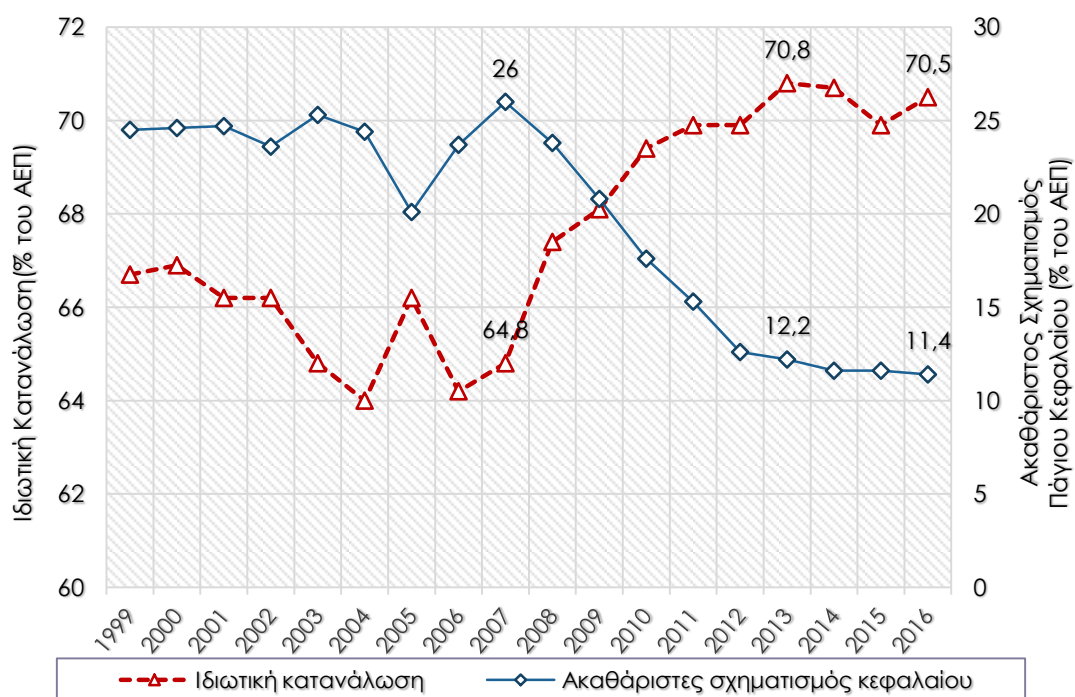
### 3.3 Κατανάλωση και επένδυση

Η επενδυτική δραστηριότητα διαδραματίζει καίριο ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Οι επενδύσεις μπορούν να αυξήσουν την παραγωγική ικανότητα μιας χώρας, υπό την προϋπόθεση ότι οι επενδυτικές δαπάνες αφορούν διαρκή αγαθά που έχουν συγκριτικά μεγάλη ωφέλιμη ζωή και ενσωματώνουν τις τελευταίες τεχνολογικές εξελίξεις, δηλαδή περιλαμβάνει πάγια περιουσιακά στοιχεία, εγκαταστάσεις, τεχνολογικός εξοπλισμός, γραμμές παραγωγής, κεφαλαιουχικά αγαθά, και όχι το διαθέσιμο χρήμα σε τραπεζικούς λογαριασμούς, τα κέρδη από μεταβιβάσεις στην κτηματαγορά. Επιπλέον, οι μεταβολές στις επενδυτικές δαπάνες ενδέχεται να οδηγήσουν σε μετατοπίσεις του επιπέδου απασχόλησης και προσωπικού εισοδήματος επηρεάζοντας τη ζήτηση για κεφαλαιουχικά αγαθά. Παρόλο που ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου (GFCF - Gross Fixed Capital Formation) αντιπροσωπεύει συνήθως ένα σημαντικά μικρότερο τμήμα της συνολικής δαπάνης μιας οικονομίας σε σύγκριση με την καταναλωτική δαπάνη, είναι ένα ιδιαίτερα ευμετάβλητο στοιχείο που προκαλεί έντονες διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας. Ακόμα, οι επενδύσεις δημιουργούν νέα κεφαλαιουχικά αγαθά, επομένως είναι ένας πολύ καθοριστικός παράγοντας της μακροπρόθεσμης παραγωγικής ικανότητας μιας οικονομίας, υπό την έννοια ότι το υψηλότερο ποσοστό επένδυσης υποδηλώνει ότι το μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται με ταχύτερους ρυθμούς.

Μέσα στη χρονική περίοδο που πραγματεύεται η εργασία η συνιστώσα αυτή του ΑΕΠ μεταβλήθηκε έντονα και επηρεάστηκε άμεσα από τις συνθήκες της Παγκόσμιας και Ελληνικής οικονομίας. Η πορεία που ακολούθησε ο συγκεκριμένος δείκτης μπορεί να διαχωριστεί σε τρεις φάσεις. Πιο συγκεκριμένα η πρώτη φάση καλύπτει την περίοδο 1996 έως 2007. Από το ιστορικό χαμηλό 17,7% του ΑΕΠ το 1995, ο δείκτης των επενδύσεων προς ΑΕΠ αυξήθηκε σταδιακά και αποτελούσε το 26,6% του ΑΕΠ το 2007, με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης να ανέρχεται σε 3,9 %, άνω του μέσου όρου της ΕΕ. Οι επιταχυνόμενες οικονομικές επιδόσεις που σημειώθηκαν κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90 οφείλονταν κυρίως στη σημαντική

μεταβολή της οικονομικής πολιτικής από το 1993 και μετά. Ο βασικός στόχος της Ελλάδας, ειδικά μετά το 1996, ήταν η επίτευξη της αναγκαίας οικονομικής σύγκλισης με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης προκειμένου να επιτευχθεί η συμμετοχή της χώρας στο κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα. Η νομισματική πολιτική και η δημοσιονομική πολιτική κλιμακώθηκαν προοδευτικά, οδήγησαν σε σημαντική μείωση των πληθωριστικών πιέσεων και σε πτωτική τάση για το δημόσιο έλλειμμα και το δημόσιο χρέος. Η σύγκλιση των εγχώριων ονομαστικών επιτοκίων με τα επίπεδα της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης (ONE) βοήθησε αναμφισβήτητα τις επενδύσεις με τη μείωση του κόστους κεφαλαίου και τη βελτίωση της ταμειακής ροής των επιχειρήσεων.

Διάγραμμα 3.3: Ιδιωτική Κατανάλωση και Ακαθάριστος Σχηματισμός Πάγιου Κεφαλαίου (% του ΑΕΠ)



Πηγή: Διεύθυνση Εθνικών λογαριασμών ΕΛΣΑΤ

Επιπλέον παράγοντες που συνέβαλαν θετικά στη μείωση της αβεβαιότητας και σε υψηλότερα επίπεδα επενδύσεων στην Ελλάδα, αποτέλεσαν η απορρύθμιση και απελευθέρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος που επέτρεψαν στα πιστωτικά ιδρύματα να παρέχουν δάνεια για την κάλυψη των κεφαλαιακών απαιτήσεων των επιχειρήσεων για επενδύσεις, σε συνδυασμό με την εξάλειψη του

κινδύνου υποτίμησης μετά την υιοθέτηση του ευρώ το 2001. Τέλος, η οικονομική δραστηριότητα που συνδεόταν με την προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 είχε επίσης σημαντική επίδραση στις επενδυτικές δαπάνες της Ελλάδας κατά την περίοδο 2000-2004. Χαρακτηριστικό είναι το ποσοστό μεταβολής που σημειώνεται την επόμενη χρονιά (2005), όπου ο δείκτης του ακαθάριστου σχηματισμού κεφαλαίου μειώνεται κατά 12% .

Η δεύτερη φάση περιλαμβάνει την περίοδο της αρχής της τρέχουσας οικονομικής κρίσης, η οποία ξεκίνησε το 2008 και έληξε το 2013. Ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε σε 29,0% το πρώτο τρίμηνο του 2007 και μειώθηκε σταδιακά στο πιο πρόσφατο κατώτατο όριο της τάξης του 10,4% το τρίτο τρίμηνο του 2013. Οι λόγοι που οδήγησαν στην συγκεκριμένη κατάσταση, δηλαδή σε μια άνευ προηγουμένου πτώση του παγίου κεφαλαίου για επενδύσεις στην Ευρώπη, αποτέλεσαν οι παγκόσμιες προσδοκίες χαμηλής ζήτησης, το αυξανόμενο κόστος κεφαλαίου και η αβεβαιότητα ως προς το εάν ορισμένα κράτη μέλη της ευρωζώνης ήταν σε θέση να εξοφλήσουν τα χρέη τους και να διασώσουν τα τραπεζικά τους συστήματα. Πάνω από έξι χρόνια μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της ύφεσης, οι δείκτες των επενδύσεων προς το ΑΕΠ είναι πολύ χαμηλότεροι από τις ανώτατες τιμές πριν από την κρίση, ιδίως στις χώρες της ζώνης του ευρώ που πλήττονται περισσότερο από την κρίση, δηλαδή Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία και Ισπανία. Συγκεκριμένα, η υποχώρηση του δείκτη επενδύσεων στην Ελλάδα κατέγραψε μείωση της τάξεως των 14,5 ποσοστιαίων μονάδων.

Τέλος, η τρίτη φάση ξεκινάει το τελευταίο τρίμηνο του 2013 και στη συνέχεια, κατά την οποία ο δείκτης επενδύσεων ξεκίνησε μια μικρή ανοδική τάση, όπου ο δείκτης των επενδύσεων προς το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά περίπου 2,0 ποσοστιαίες μονάδες το 4ο τρίμηνο του 2013, από 10,4% το τρίτο τρίμηνο σε 12,4% το 4ο τρίμηνο. Παρόλα αυτά τα έτη που ακολούθησαν έπειτα από το 2013 δεν επιβεβαίωσαν τις προβλέψεις για ανοδική τάση, καθώς παρατηρήθηκε μια στασιμότητα στις επενδύσεις, εξαιτίας της μη υλοποίησης των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούσαν στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας και στην εξασφάλιση βιώσιμων προοπτικών ανάπτυξης που θα βοηθούσαν να δημιουργηθεί ένα ευνοϊκότερο κλίμα για επενδύσεις, τόσο ξένες όσο και εγχώριες.

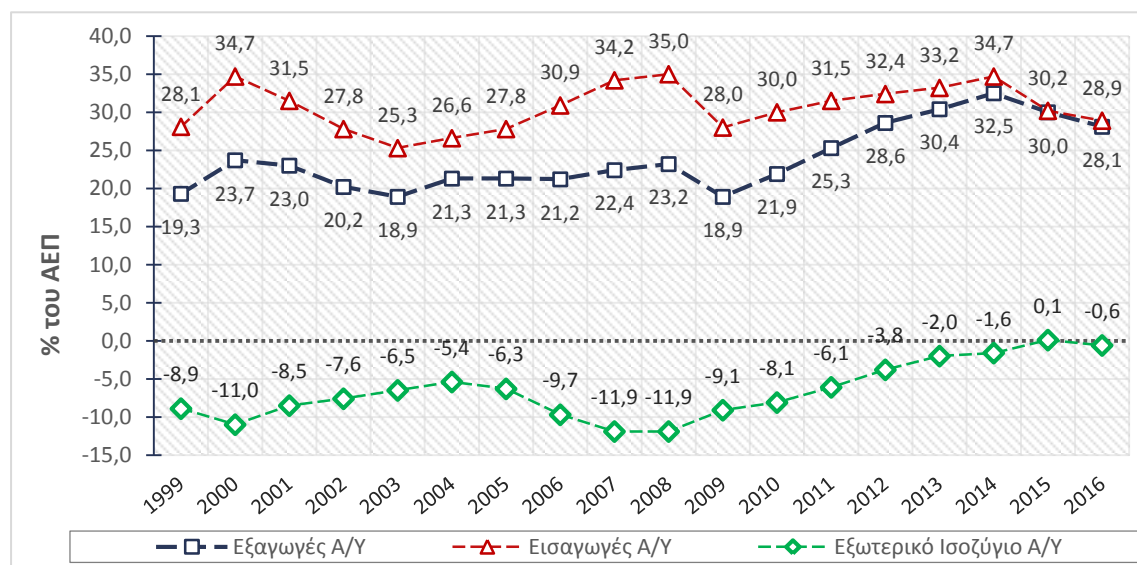
Η επενδυτική δραστηριότητα, απαραίτητη προϋπόθεση για την οικονομική ανάπτυξη, έχει υποστεί σοβαρό πλήγμα από το χρόνιο έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και τα δίδυμα ελλείμματα (εξωτερικό και προϋπολογισμό) που οδήγησαν σε βαθιά οικονομική ύφεση στην Ελλάδα. Οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ έχουν βυθιστεί από το 2007 και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες εξαιτίας της κρίσης του ευρωπαϊκού χρέους, αλλά η Ελλάδα ανέφερε ένα από τα υψηλότερα ποσοστά των επενδύσεων λόγω των δικών της διαρθρωτικών προβλημάτων. Όπως επίσης καθοριστικός παράγοντας με δυσχερείς συνέπειες για την Ελληνική οικονομία αποτέλεσε η πολιτική αστάθεια των τελευταίων ετών και δεν ευνόησε ένα περιβάλλον επενδύσεων.

### 3.4 Εξωτερικό ισοζύγιο

Το ισοζύγιο πληρωμών είναι ένας λογαριασμός στον οποίο καταγράφονται όλες οι συναλλαγές μίας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο, μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, όπως ένα έτος. Το ισοζύγιο πληρωμών, ή εξωτερικό ισοζύγιο αποτελείται από επί μέρους λογαριασμούς που ο καθένας τους έχει ιδιαίτερη σημασία. Μελετώντας την εξέλιξη του Ισοζυγίου μπορεί κανείς να εντοπίσει τους προβληματικούς τομείς της οικονομίας και να αντλήσει χρήσιμες πληροφορίες και συμπεράσματα για την πορεία της οικονομίας μίας χώρας.

Παρατηρούμε ότι για όλη την εξεταζόμενη περίοδο οι εξαγωγές δεν ξεπερνούσαν την αξία των εισαγωγών, με συνέπεια να υπάρχει πάντα ένα αρνητικό εξωτερικό ισοζύγιο. Μάλιστα, η διαφορά αυτή ήταν η μέγιστη την περίοδο 2007-2008, δηλαδή λίγα χρόνια πριν ξεσπάσει η κρίση στην ελληνική οικονομία. Έπειτα, η αρνητική αυτή διαφορά βλέπουμε ότι όλο και έχει τάση να μειώνεται και να τείνει ακόμη και να μηδενιστεί προς το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Μάλιστα, η μείωση αυτή του εξωτερικού ισοζυγίου πιο πολύ τείνει να οφείλεται σε άνοδο των εξαγωγών παρά σε μείωση των εισαγωγών.

Διάγραμμα 3.4: Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών



Πηγή: Διεύθυνση Εθνικών λογαριασμών ΕΛΣΑΤ

Πράγματι, από το 2009, ένα χρόνο πριν ξεσπάσει η κρίση στην ελληνική οικονομία, οι εξαγωγές άρχισαν να έχουν μια ανοδική πορεία. Αυτό πιθανόν και να οφείλεται στην σχετική πτώση των τιμών των ελληνικών αγαθών κάτι το οποίο ενίσχυσε ίσως την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας. Επίσης, οι εισαγωγές είχαν μεν μια ανοδική πορεία, αλλά με πολύ χαμηλότερους ρυθμούς ανόδου σε σχέση με τις εξαγωγές. Γενικά παρατηρούμε, πάντως, ότι στην περίοδο της δημοσιονομικής προσαρμογής και των μνημονίων η εικόνα στο εξωτερικό ισοζύγιο της ελληνικής οικονομίας τείνει να έχει σημαντική βελτίωση.

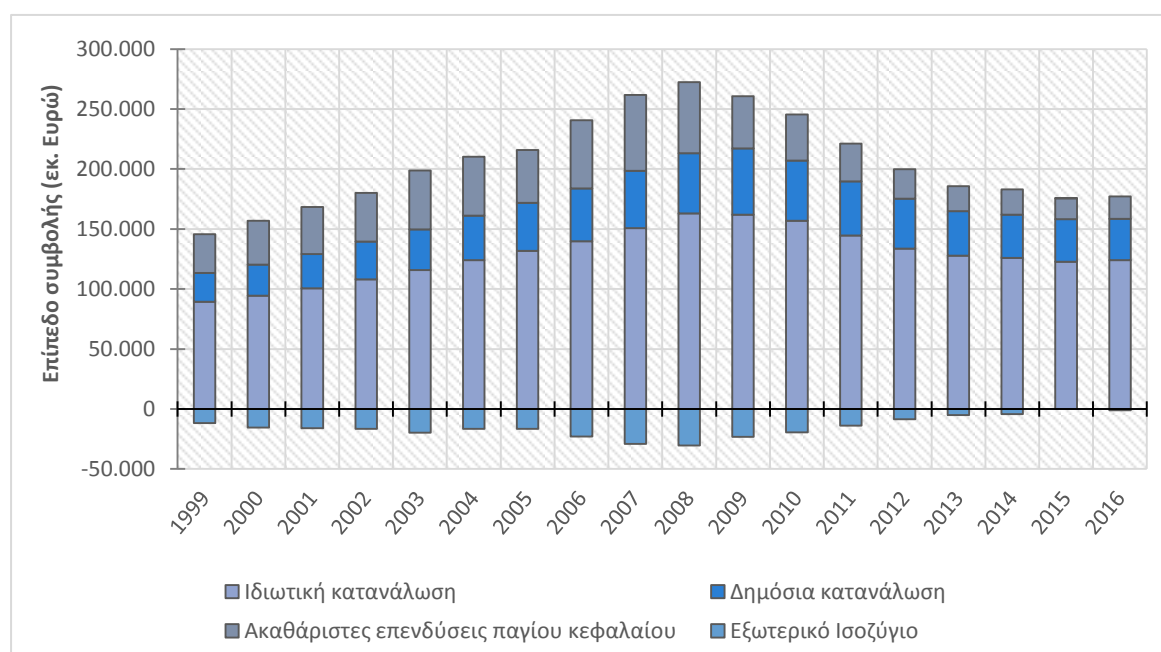
### 3.5 Συνιστώσες του ΑΕΠ και ρυθμούς ανάπτυξης

Οι βασικές συνιστώσες του ΑΕΠ είναι η (δημόσια και ιδιωτική) κατανάλωση και η επένδυση μαζί με το εξωτερικό ισοζύγιο. Στο διάγραμμα 3.5 αμέσως παρακάτω παρουσιάζουμε την κατανομή των συνιστωσών αυτών στο ΑΕΠ για την εξεταζόμενη περίοδο.

Αυτό που είναι εύκολο να συμπεράνουμε είναι ότι τη μεγαλύτερη συμμετοχή στο ΑΕΠ διαχρονικά την έχει η κατανάλωση και μάλιστα η ιδιωτική. Από την άλλη μεριά οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου δεν τείνουν να έχουν σημαντικό

μερίδιο διαμόρφωσης του ΑΕΠ. Πάντως, μέχρι και το 2009 είχαν κάποιο σημαντικό ποσοστό το οποίο μετά το 2010 και το ξέσπασμα της κρίσης στην ελληνική οικονομία μειώθηκε σε πολύ μεγάλο βαθμό. Το εξωτερικό ισοζύγιο είχε μια μικρή σχετικά επίδραση στη διαμόρφωση του ΑΕΠ, η οποία μετά το 2013, όπου και το ισοζύγιο αυτό τείνει να είναι μηδενικό, είναι λογικό να μην ασκεί σημαντική επίδραση.

Διάγραμμα 3.5: Συνιστώσες του ΑΕΠ, 1999-2016



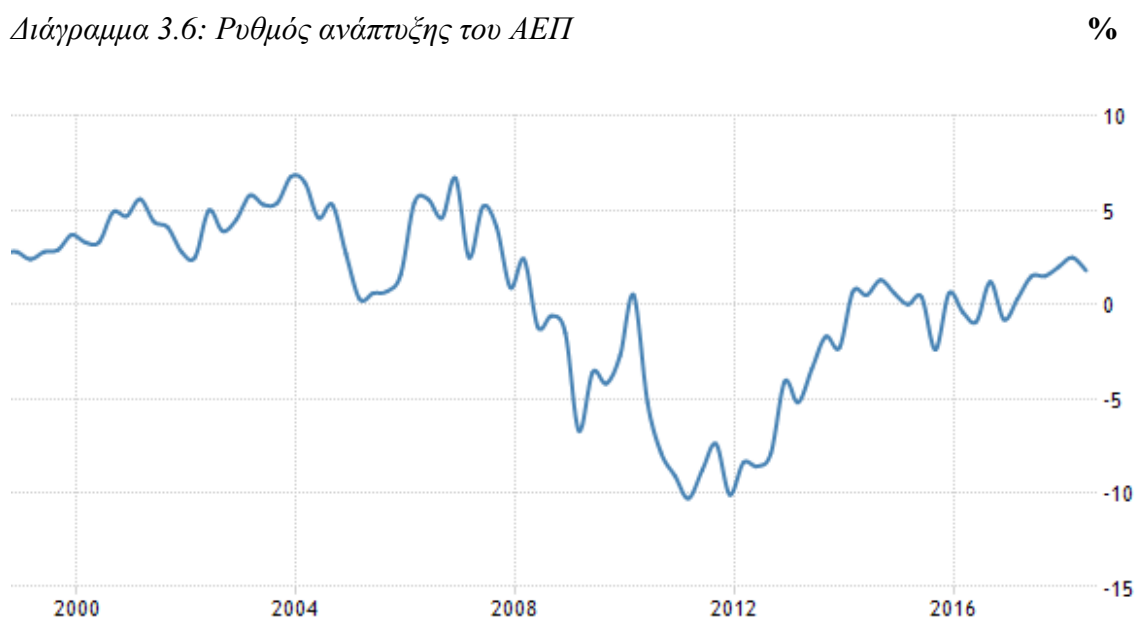
Πηγή: Διεύθυνση Εθνικών λογαριασμών ΕΛΣΑΤ

Από το παραπάνω διάγραμμα φαίνεται ότι ενώ η δημόσια κατανάλωση ήταν σχετικά σταθερή για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, ακόμη και μετά την κρίση, η ιδιωτική κατανάλωση ήταν αυτή που γνώρισε μεγάλη πτώση και συμπάρεσυρε το ΑΕΠ σε μια ανάλογη πτώση, μαζί, βέβαια και με την πτώση που παρατηρήσαμε στις ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου. Στα επόμενα διαγράμματα 3.6 και 3.7 παρουσιάζουμε την πορεία του ΑΕΠ και του ρυθμούς ανάπτυξης του πιο ξεκάθαρα.

Έως και το 2008 η ελληνική οικονομία είχε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης με τις όποιες διακυμάνσεις. Μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης το 2008 οι ρυθμοί ανάπτυξης γύρισαν σε αρνητικοί, καθώς, όπως ήταν λογικό επηρεάστηκε ως ένα βαθμό και η ελληνική οικονομία. Οι ρυθμοί αυτοί είχαν καθοδική πορεία και μετά το

ξέσπασμα της κρίσης στην ελληνική οικονομία και έφτασαν σε ένα χαμηλό ιστορικό το 2012. Από εκεί και έπειτα και στο πλαίσιο της δημοσιονομικής προσαρμογής και των εφαρμοζόμενων μνημονίων οι ρυθμοί ανάπτυξης παρέμειναν για κάποια χρόνια αρνητικοί, αλλά με ανοδική τάση και μετά το 2016 παρατηρούμε ότι έχουν γυρίσει σε θετικούς ρυθμούς.

Διάγραμμα 3.6: Ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ

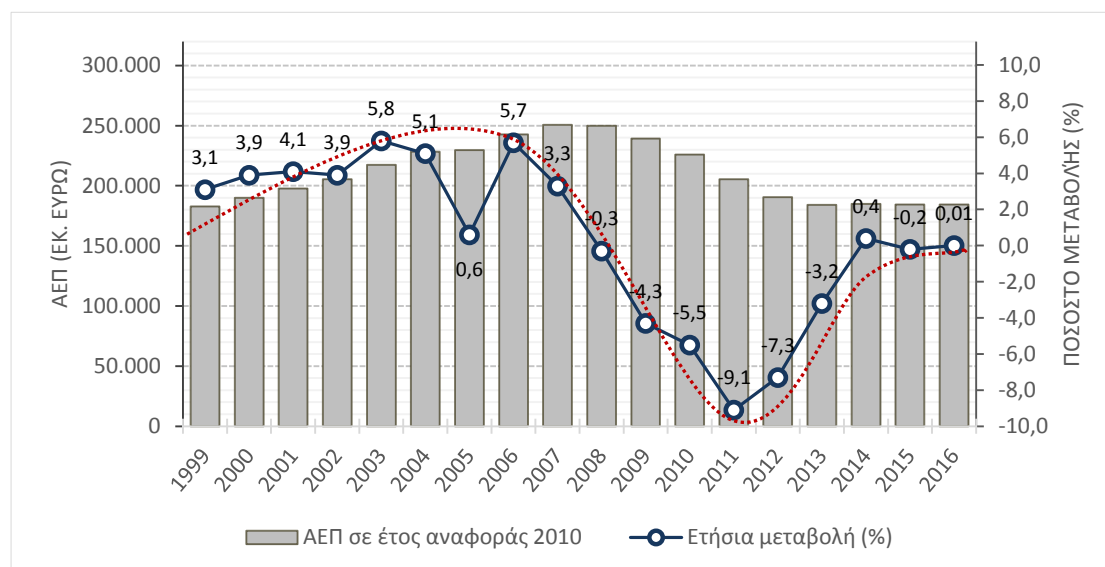


Πηγή: <https://tradingeconomics.com/greece/gdp-growth-annual>

Αν παρατηρήσει κάποιος και την πορεία του ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές του 2010 για να εξαλειφθεί η όποια επίδραση του πληθωρισμού) σε απόλυτες νομισματικές τιμές είναι φανερό η άνοδος του μέχρι και το 2008, δηλαδή με το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης και από εκεί και πέρα γνωρίζει μια πτωτική πορεία που γίνεται αρκετά απότομη από το 2010 και φτάνει μέχρι το 2013 σε αρκετά χαμηλά επίπεδα και σε μια σχετική σταθερότητα έως και το 2016.



Διάγραμμα 3.7: Πορεία του ΑΕΠ 1999-2016 (Σταθερές τιμές του 2010)



Πηγή: Διεύθυνση Εθνικών λογαριασμών ΕΛΣΑΤ

Όλα τα μεγέθη, λοιπόν, της ελληνικής οικονομίας έδειξαν ότι άρχισε να επηρεάζεται αρνητικά ακόμα και από το 2008, στην έναρξη της παγκόσμιας κρίσης, με αποκορύφωμα το 2010 που ξέσπασε η κρίση στην ελληνική οικονομία. Μετά την λήψη διαφόρων μέτρων, όπως η προσφυγή στο ΔΝΤ για χρηματοδοτική βοήθεια, η δημοσιονομική προσαρμογή και η λιτότητα στο πλαίσιο των μνημονίων, τα διάφορα μεγέθη φαίνεται να δείχνουν μια σχετική βελτίωση και να δείχνουν ότι η ελληνική οικονομία μπορεί τα επόμενα χρόνια να έχει μια πιο θετική πορεία.

## **Κεφάλαιο 4: Γενική Ανάλυση της Πορείας της Δευτερογενούς Αγορά του ΧΑ (1999-2016)**

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται και αναλύεται η πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών (ΓΔΤ) του Χρηματιστηρίου Αθηνών στο πλαίσιο της δευτερογενούς χρηματιστηριακής αγοράς. Αρχικά παρουσιάζεται η πορεία του ΓΔΤ την περίοδο 1999-2016 και έπειτα δίνεται έμφαση στην πορεία του ΓΔΤ κατά την περίοδο της κρίσης, δηλαδή από το έτος 2008 και έπειτα. Έπειτα γίνεται μια αναφορά στην χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιρειών ως προς το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης τους, ενώ γίνεται πιο εκτενή αναφορά στην πορεία των τραπεζικών μετοχών. Κατόπιν γίνεται μια αναφορά στην κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών ως προς το ΑΕΠ για να γίνει η σχετική σύγκριση και συσχέτιση. Μετά γίνεται μια αναφορά ως προς την αξία των συναλλαγών που αφορούν την δευτερογενή αγορά και το κεφάλαιο κλείνει με την εξέλιξη της κατανομής των επενδυτών που συμμετέχουν στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

### **4.1 Πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών (ΓΔΤ)**

Στο χρηματιστήριο υπάρχει ένα σύνολο δεικτών που παρουσιάζουν την τάση για το πώς κινήθηκαν οι μετοχές στο σύνολο της αγοράς ή για κάποιους συγκεκριμένους κλάδους, (π.χ. τραπεζικοί δείκτες, δείκτες βιομηχανικών εταιρειών κτλ). Κάθε χρηματιστηριακός δείκτης αγοραίας αξίας εξαρτιέται κυρίως από την τρέχουσα αξία των μετοχών των εταιρειών που συμμετέχουν στη σύστασή του, καθώς δεν περιλαμβάνει όλο το σύνολο των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Εμμέσως, όμως, οι διάφοροι χρηματιστηριακοί δείκτες διαμορφώνουν το επίπεδο των τιμών τους κι από άλλους εξωγενείς παράγοντες, όπως είναι τα μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας, η πορεία της παγκόσμιας οικονομίας, ή η ψυχολογία των επενδυτών τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών (ΓΔΤ) αποτελεί το πιο γνωστό δείκτη ευρέως και είναι αυτός που μας δίνει την πρώτη εικόνα για το πώς κινήθηκαν οι μετοχές στο σύνολο της αγοράς. Ιστορικά ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α. (ΓΔΤ/ΧΑ) ξεκίνησε να υπολογίζεται στις 31 Δεκεμβρίου 1980 με τιμή εκκίνησης τις 100 μονάδες και

αποτελεί ένα αξιόπιστο μέτρο καταγραφής, σε πραγματικό χρόνο, των τάσεων των μετοχών των εταιρειών που διαπραγματεύονται στην κατηγορία Μεγάλης κεφαλαιοποίησης του ΧΑ. Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑ περιλαμβάνει 60 μετοχές από τις μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου. Η συχνότητα των τακτικών αναθεωρήσεων για το ποιες εταιρείες θα συμπεριλαμβάνονται γίνεται 2 φορές το χρόνο (Απρίλιο και Οκτώβριο).

Οι μετοχές δεν προέρχονται από έναν και μόνο κλάδο, αλλά από όλους τους κλάδους εταιρειών που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Τα κύρια κριτήρια για να συμπεριληφθεί μια μετοχή στο ΓΔΤ είναι η μέση χρηματιστηριακή αξία και η αξία συναλλαγών. Οι μετοχές που συμμετέχουν στο ΓΔΤ/ΧΑ είναι αυτές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση και που πραγματοποιούν τον υψηλότερο όγκο συναλλαγών. Ο ΓΔΤ/ΧΑ, όσον αφορά τον υπολογισμό του, αποτελεί ένα σταθμικό μέσο όρο των τιμών των μετοχών, με συντελεστές στάθμισης την κεφαλαιοποίηση (χρηματιστηριακή αξία) κάθε μετοχής. Η κάθε μετοχή συμμετέχει στο δείκτη με το 100% της χρηματιστηριακής της αξίας. Το γεγονός αυτό μας δείχνει ότι ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει την γενική εικόνα του Χρηματιστηρίου και της αγοράς γενικότερα. Είναι ο σημαντικότερος δείκτης γιατί η μελέτη του και μόνο μπορεί να οδηγήσει σε συμπεράσματα για επενδυτικές αποφάσεις, όπως επίσης και σε συμπεράσματα για την πορεία της οικονομίας μιας χώρας.

Στην περίοδο που μελετάται, η πορεία του ΓΔΤ/ΧΑ παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις, οι οποίες αποτυπώνουν και το πώς διαμορφώθηκε η Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η υψηλότερη τιμή που έφθασε ενδοσυνεδριακά ήταν 6.484,3 μ. στις 17/9/1999, για να κλείσει στη λήξη των συναλλαγών στο ιστορικό ρεκόρ των 6.355,04 μονάδων, με την αξία των συναλλαγών να εκτοξεύεται στα 613 δισ. δραχμές, περίπου 1,8 δισ. Ευρώ, εκείνη την ημέρα. Αντίστοιχα, το χαμηλότερο επίπεδο σημειώθηκε στις 11/2/2016 όταν ο ΓΔΤ άγγιξε ενδοσυνεδριακά τις 420,82 μ., για να κλείσει στις 440,88 μ., κάτω και από το επίπεδο των 500 μονάδων.

Στο πίνακα 4.1, αμέσως παρακάτω, παρουσιάζεται η πορεία του ΓΔΤ/ΧΑ με τις τιμές κλεισίματος κάθε χρόνου, καθώς και η ετήσια μεταβολή του Γενικού Δείκτη. Σαν μια πρώτη εικόνα, παρατηρούμε τις δύο χρονιές (1999 και 2007) που ο ΓΔΤ βρισκόταν σε επίπεδα άνω των 5000 μονάδων. Κοινό χαρακτηριστικό των δύο αυτών

περιόδων είναι ότι προηγούνται συνεχόμενες χρονιές με θετική ετήσια μεταβολή, με αποτέλεσμα να επιτυγχάνονται τα υψηλά επίπεδα τιμών του δείκτη. Επιπλέον η οικονομία σημειώνει θετικές αποδόσεις, σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο, παρατηρείται μια πολιτική σταθερότητα, καθώς επίσης έχουμε την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και την οργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων το 2004. Όλα αυτά τα γεγονότα ευνοούν να καλλιεργηθεί ένα περιβάλλον θετικό για επενδύσεις, με αποτέλεσμα να υπάρχει μια μεγάλη στροφή εγχώριων και ξένων επενδυτών στην Ελληνική Χρηματαγορά.

*Πίνακας 4.1: Ετήσια τιμή κλεισίματος και ετήσια ποσοστιαία μεταβολή ΓΔΤ / ΧΑ, (1999-2016)*

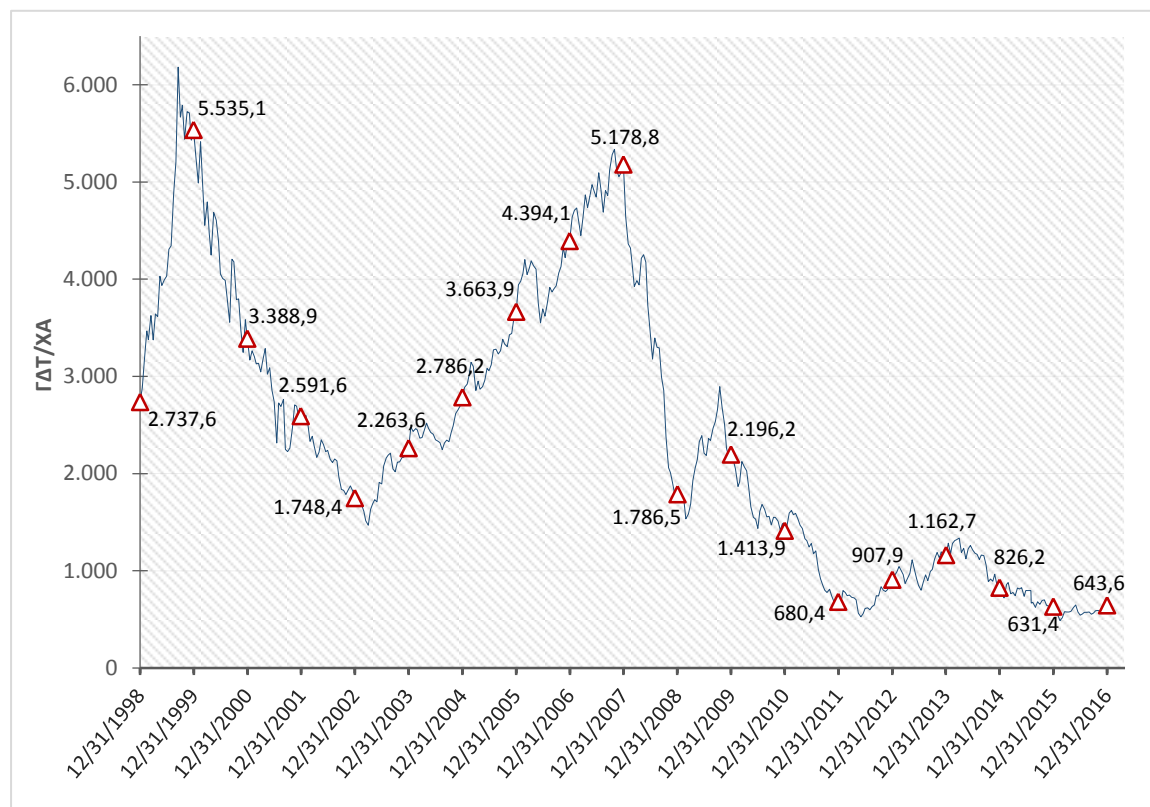
Έτη	ΓΔΤ/ΧΑ	Ετήσια μεταβολή (%)	Ανώτερη τιμή	Κατώτερη τιμή
<b>1999</b>	5.535,09	102,20	6.484,00	2.698,00
<b>2000</b>	3.388,86	-38,80	5.794,90	3.213,40
<b>2001</b>	2.591,56	-23,50	3.455,90	1.99,82
<b>2002</b>	1.748,42	-32,50	2.655,09	1.704,71
<b>2003</b>	2.263,58	29,46	2.326,58	1.462,19
<b>2004</b>	2.786,18	23,10	2.801,71	2.225,16
<b>2005</b>	3.663,90	31,50	3.663,90	2.818,30
<b>2006</b>	4.394,13	19,90	4.404,44	3.362,14
<b>2007</b>	5.178,83	17,90	5.346,04	4.246,16
<b>2008</b>	1.786,51	-65,50	5.207,44	1.626,64
<b>2009</b>	2.196,16	22,90	2.932,45	1.457,83
<b>2010</b>	1.413,94	-35,60	1.383,01	2.366,82
<b>2011</b>	680,42	-51,88	1.747,17	641,85
<b>2012</b>	907,90	33,40	919,19	471,35
<b>2013</b>	1.162,68	28,06	1.232,43	788,81
<b>2014</b>	826,18	-28,94	1.379,42	756,80
<b>2015</b>	631,35	-23,58	1.379,42	557,63
<b>2016</b>	643,64	2,37	653,60	440,88

*(πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2016)*

Το 1999 ήταν μια ιδιαίτερη χρονιά για το ΧΑ, η πορεία του ΓΔΤ ήταν έντονη ανοδική σημειώνοντας ετήσια μεταβολή 102,2%. Η συγκεκριμένη περίοδος χαρακτηρίστηκε ως το μεγαλύτερο κραχ στην ιστορία του ΧΑ, καθώς εμφανίστηκε μια έντονη υπερθέρμανση των τιμών των μετοχικών τίτλων, με αποτέλεσμα να ακολουθήσει μια ιδιαίτερα έντονη καθοδική πορεία, άνω των τριών ετών. Αυτό είχε

ως αποτέλεσμα να παρασύρει προς τα κάτω ό,τι «χάρτινες» υπεραξίες είχαν διαμορφωθεί έως το 1999, ενώ οι τότε επιχειρηματικοί «γίγαντες» έμοιαζαν να στηρίζονται σε «πήλινα» πόδια. Η χρονιά που ακολούθησε, το 2000, αποτέλεσε περίοδο σημαντικής χρηματιστηριακής κάμψης, αφού ο ΓΔΤ/ΧΑ έκλεισε στις 3.388,86 μ. σημειώνοντας συνολική ετήσια πτώση κατά 38,8%, η μεγαλύτερη που είχε σημειωθεί τα τότε τελευταία 20 χρόνια. Οι έντονες διακυμάνσεις που σημειώθηκαν μέσα στο 2000 (βλέπε διάγραμμα 4.1) οφείλονται στη διενέργεια εθνικών εκλογών και της αρνητικής διεθνούς οικονομικής συγκυρίας (μεγάλη πτώση του νέου τότε ευρώ έναντι του δολαρίου, άνοδος των τιμών του πετρελαίου).

Διάγραμμα 4.1: Πορεία του ΓΔΤ/ΧΑ (1999-2016)



πηγή: <http://www.capital.gr/finance/historycloses/%ce%93%ce%94>

Κατά το 2001 και το 2002 συνεχίζεται η πτωτική πορεία του ΓΔΤ/ΧΑ, σημειώνοντας ετήσια πτώση 23,5% και 32,5% αντίστοιχα. Όλη η τριετία που ακολούθησε από το 1999 παρατηρείται η εμφάνιση έντονων διακυμάνσεων και σταδιακής διόρθωσης των χρηματιστηριακών τιμών που οφείλεται στους κύκλους υπερθέρμανσης και από-θέρμανσης μέσω αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών. Ως αποτέλεσμα, καταγράφεται ρευστοποίηση θέσεων από θεσμικούς επενδυτές,

συρρίκνωση της αξίας των συναλλαγών και της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων στο ΧΑ εταιρειών.

Μετά το 2002 η τάση διαφοροποιείται, όπως βλέπουμε και από το διάγραμμα 4.1. Πιο συγκεκριμένα είναι εύκολο να παρατηρήσουμε ότι διαμορφώνονται μια ανοδική τάση στο ΓΔΤ/ΧΑ, για πέντε συνεχόμενα έτη μάλιστα, όπου το επίπεδο του ΓΔΤ από τις 1.748,4 μ. το 2002 ανεβαίνει στις 5.178,8 μ. στο τέλος του 2007, πραγματοποιώντας μια συνολική ποσοστιαία μεταβολή, μέσα στα πέντε χρόνια, περίπου στο 196%. Πάντως, σε σύγκριση με το 1999, το επίπεδο των 5.178,8 μ. αντιπροσωπεύει συνολική μείωση του ΓΔΤ κατά 20% από το μέγιστο ιστορικά επίπεδο των 6.355 μ. που είχε σημειωθεί την 17/9/1999.

Το 2007 είναι η χρονιά όπου έχουμε την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης (στα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ), με ισχυρό αντίκτυπο σε όλες τις παγκόσμιες αγορές. Η πρώτη συνέπεια στις χρηματιστηριακές αγορές είναι η έλλειψη ρευστότητας με τα κριτήρια του διατραπεζικού δανεισμού γίνονται αυστηρότερα, έτσι ώστε να αυξηθούν τα επιτόκια. Στην Ελληνική χρηματαγορά οι επιπτώσεις εμφανίζονται το 2008, όπως παρατηρούμε και από το διάγραμμα 4.1, όπου μέσα σε μία μόνο χρονιά έχουμε απώλεια 3.392 μ. από το ΓΔΤ/ΧΑ, δηλαδή παρουσιάζει ετήσια μεταβολή κατά - 65,5%. Γενικά το 2008 έχουμε σημαντική μείωση των χρηματιστηριακών τιμών, μειωμένη συναλλακτική δραστηριότητα στις αγορές του ΧΑ και μηδενική δραστηριότητα έκδοσης τίτλων νεοεισερχομένων στο χρηματιστήριο.

Στη συνέχεια της πορείας του ΓΔΤ/ΧΑ, αν αξιολογήσουμε το 2009, θα τη χαρακτηρίζαμε μια θετική χρονιά εάν δίναμε έμφαση μόνο στο επίπεδο του ΓΔΤ/ΧΑ και πως μεταβλήθηκε σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, επειδή το 2009 κλείνει στις 2.196,2 μ. και ετήσια μεταβολή της τάξεως του 22,9%. Παρόλα αυτά, το 2009 είναι μια χρονιά, που η Ελληνική οικονομία και η χρηματιστηριακή αγορά, ειδικότερα, εισέρχονται σε μια περίοδο μεγάλης ύφεσης και απαξίωσης των χρηματιστηριακών τιμών. Η αρχή σηματοδοτείται όταν ο τότε Υπ. Οικονομικών Γιώργος Παπακωνσταντίνου, στις 20 Οκτωβρίου 2009, ανακοινώνει στο ECOFIN ότι το έλλειμμα για το 2009 θα κυμανθεί, ως ποσοστό του ΑΕΠ, στο 12,7% αντί του 6% που το υπολόγιζε η προηγούμενη κυβέρνηση, γεγονός που σηματοδοτεί και την εμφάνιση της ελληνικής οικονομικής κρίσης. Χαρακτηριστική είναι η πορεία του ΓΔΤ/ΧΑ, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 4.1, όπου από εκείνη την ημερομηνία και

έπειτα εμφανίζει σημαντική καθοδική πορεία τα επόμενα χρόνια έως και το τέλος του 2012.

Τα δύο επόμενα χρόνια που ακολουθούν, αποτελούν μια “σκοτεινή” περίοδο για το Ελληνικό χρηματιστήριο, με τον ΓΔΤ/ΧΑ να κλείνει το 2011 στις 680,4 μ. και ετήσιες μεταβολές 35,6% και 51,9% για το 2010 και 2011 αντίστοιχα. Η υποχώρηση των χρηματιστηριακών τιμών οφείλεται αφενός στις αρνητικές επιδράσεις που άσκησε ο απόηχος της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007-9 και αφετέρου και κυρίως στο γενικό κλίμα αβεβαιότητας μεταξύ των επενδυτών σχετικά με τις αρνητικές προσδοκίες για την ελληνική οικονομία. Οι αρνητικές προσδοκίες ήταν το αποτέλεσμα των σημαντικών ανισορροπιών στα δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας, της αβεβαιότητας σχετικά με τη χρηματοδότησή τους και των ευρύτερων συνεπειών τους στην πραγματική οικονομία και τις προοπτικές ανάπτυξής της.

Από το 2012 ο ΓΔΤ αρχίζει και δείχνει μια ανοδική τάση κλείνοντας στο τέλος του έτους στις 907,90 μονάδες έναντι 680,42 μονάδων στο τέλος του 2011, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 33,43%. Αν και έχουμε μια θετική εικόνα έπειτα από συνεχόμενες χρονιές με πτωτική πορεία για τον ΓΔΤ, εντούτοις συνεχίστηκε να είναι μια περίοδος αβεβαιότητας εξαιτίας των αρνητικών επιπτώσεων των πολιτικοοικονομικών παραγόντων, όπως η εξέλιξη της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, η επιδείνωση των χρηματοοικονομικών μεγεθών των τραπεζών από τη συμμετοχή τους στο πρόγραμμα ανταλλαγής κρατικών ομολόγων (PSI), η επιδείνωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και των επενδυτικών προοπτικών αλλά και οι δύο διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις.

Η τελευταία θετική χρονιά για το ΧΑ την περίοδο που εξετάζουμε ήταν το 2013, όπου ο ΓΔΤ/ΧΑ έκλεισε στις 1.163 μ. και ετήσια μεταβολή περίπου στο 28%. Από τότε μέχρι και το τέλος του 2016 ο ΓΔΤ/ΧΑ παρουσιάζει μια πτωτική τάση και μόνο στο τέλος του 2016 φαίνεται να σταθεροποιείται ελάχιστα, χωρίς κάποια ιδιαίτερη αυξομείωση στο επίπεδο του γενικού δείκτη. Τα χαμηλά επίπεδα του δείκτη μοιάζουν να είναι στενά συνδεδεμένα με την πορεία της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια και της πολιτικής αστάθειας που επικρατεί.

Επομένως ένα γενικό συμπέρασμα είναι ότι ο ΓΔΤ του ΧΑ παρουσιάζει μια έντονη μεταβλητότητα μέσα στην διάρκεια των 18 ετών που εξετάζουμε. Βρέθηκε 2 φορές πάνω από το φράγμα των 5.000 μονάδων, ενώ τα τελευταία χρόνια έχει

υποχωρήσει κάτω και από το όριο των 1.000 μονάδων. Τα αίτια της μεταβλητότητας του ποικίλουν ανάλογα την κάθε περίοδο. Εντούτοις, κάθε φορά μας βοηθάει να αντιληφθούμε την εικόνα της χρηματιστηριακής αγοράς και την τάση των χρηματιστηριακών τιμών. Συνεπώς, θεωρείται ότι αποτελεί κυρίως ένα ποσοτικό μέτρο, και όχι τόσο ένα ποιοτικό μέτρο, για τους αναλυτές και τους επενδυτές.

## **4.2 Πορεία του ΓΔΤ στην περίοδο της Οικονομικής Κρίσης (2008-2016)**

Στο τμήμα αυτό εξετάζεται η πορεία του ΓΔΤ του ΧΑ στην περίοδο της κρίσης και πιο συγκεκριμένα για την περίοδο μετά το 2008 από όπου ξεκίνησε η παγκόσμια κρίση και είχε τις πρώτες επιδράσεις και στην ελληνική οικονομία και κεφαλαιαγορά.

Η πορεία του χρηματιστηρίου γενικά σε μια χώρα "καθρεπτίζει" την πορεία της οικονομίας σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο. Ένα σύνολο οικονομικών, πολιτικών και κοινωνικών γεγονότων επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την πορεία του Χρηματιστηρίου και στις περισσότερες περιπτώσεις είναι εκείνα που την διαμορφώνουν. Το μειονέκτημα είναι ότι στην περίοδο που εξετάζω στην συγκεκριμένη εργασία είναι πολύ δύσκολο να εντοπίσουμε άμεση συσχέτιση σε ορισμένα γεγονότα και να αποδώσουμε τα αίτια της μεταβλητότητας του ΓΔΤ σε συγκεκριμένα αίτια, ειδικά σε ομαλές περιόδους, διότι πολλές φορές είναι ένα συνονθύλευμα από παράγοντες, είτε εσωτερικούς είτε εξωτερικούς, που διαμορφώνουν την πορεία του Χρηματιστηρίου. Επομένως επέλεξα να οριοθετήσω τη χρονική περίοδο στο διάστημα 2008-2016, όπου εμφανίζεται η παγκόσμια οικονομική κρίση και μια σειρά σημαντικών γεγονότων συμβαίνουν.

Η επιλογή της συγκεκριμένης περιόδου οφείλεται αρχικά στην έντονη μεταβλητότητα της πορείας του Χρηματιστηρίου, όπου αποτυπώνεται στις τιμές του ΓΔΤ, και την άμεση συσχέτιση που έχουν με συγκεκριμένα οικονομικά και πολιτικά γεγονότα. Ένας ακόμη λόγος που εστίασα λοιπόν στη συγκεκριμένη περίοδο είναι εξαιτίας της 'ρηχότητας' του Χρηματιστηρίου Αθηνών των τελευταίων χρόνων η οποία οφείλεται στο ότι λίγες, σχετικά, είναι, πλέον, οι εισηγμένες εταιρίες που

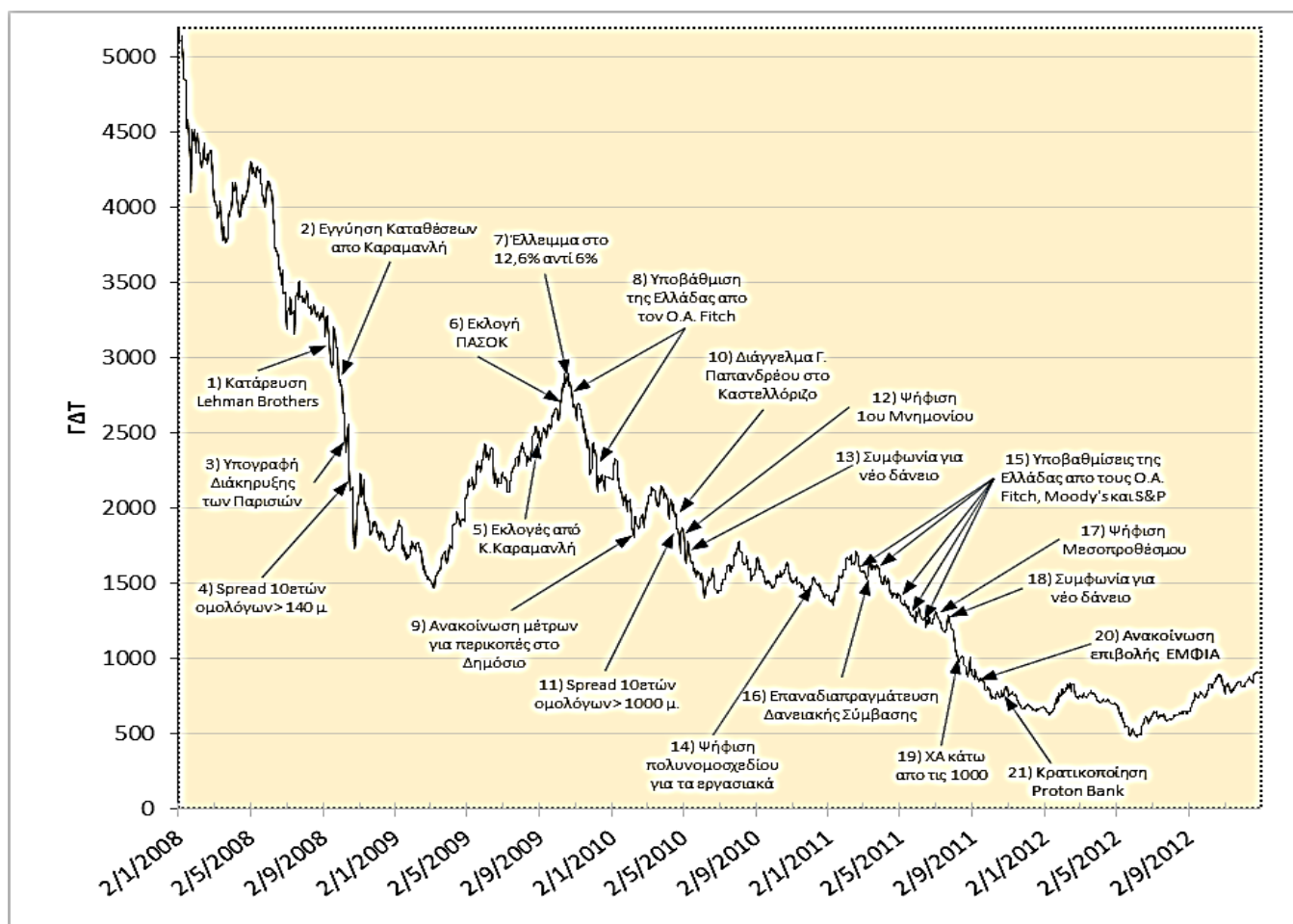


παρουσιάζουν κάποια αξιόλογη εμπορευσιμότητα και δεν τελούν υπό καθεστώς επιτήρησης ή αναστολής ή προς διαγραφή. Επίσης, ακόμα και οι επενδυτές που επιλέγουν να συναλλαχθούν, χαρακτηρίζονται κατά κύριο λόγο από κερδοσκοπικά κίνητρα και με μικρό επενδυτικό χρονικό ορίζοντα. Όλα αυτά έχουν ως αποτέλεσμα ορισμένα γεγονότα να διαγράφουν άμεσα στη πορεία του ΓΔΤ του ΧΑ. Επιπλέον έχοντας επισημάνει το ρόλο των τραπεζών στην ελληνική οικονομία και το μεγάλο ποσοστό συμμετοχής τους στη συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑ, είναι εύκολο να αντιληφθεί κάποιος ότι τη συγκεκριμένη περίοδο της οικονομικής κρίσης, της πολιτικής αστάθειας, αλλά και της κακής διαχείρισης των διοικήσεων των τραπεζών εμφανίζεται μια σημαντική ‘απαξίωση’ των τραπεζικών μετοχών, η οποία καθορίζει σε μεγάλο βαθμό μια αντίστοιχη καθοδική πορεία του ΧΑ.

Για το σκοπό αυτό παρουσιάζονται παρακάτω δύο διαγράμματα με την πορεία του ΓΔΤ του ΧΑ, όπου συνδέονται τα σημαντικότερα πολιτικά και οικονομικά γεγονότα με την πορεία του δείκτη. Το ένα διάγραμμα αναφέρεται στην περίοδο 2008-2011 και το δεύτερο διάγραμμα στην περίοδο 2012-2016. Η διαδικασία που εφάρμοσα είναι ‘σταχυολόγηση’ των σημαντικότερων πολιτικών και οικονομικών γεγονότων της περιόδου, καταγραφή της ημερομηνίας που συνέβησαν και τοποθέτησή τους πάνω στο διάγραμμα μεταβολής των τιμών του Γενικού Δείκτη, όπου ήθελα να διερευνήσω ιστορικά πώς τα πολιτικά και οικονομικά γεγονότα στην Ελλάδα και στον κόσμο που επηρεάζουν την πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου. Η πηγή μου για τα ιστορικά δεδομένα για τις τιμές του Γενικού Δείκτη ήταν από την ιστοσελίδα «<http://www.capital.gr/>», με τα οποία δημιούργησα τα διαγράμματα της πορείας του ΓΔΤ του ΧΑ και για τα οικονομικά και πολιτικά γεγονότα ήταν άρθρα από αξιόπιστες ιστοσελίδες.

Όπως παρατηρούμε με μια γρήγορη ματιά είναι η πτωτική πορεία που καταγράφει ο ΓΔΤ του ΧΑ στην χρονική περίοδο 2008-2016. Αξιοσημείωτο είναι ότι στις αρχές του 2008 ο ΓΔΤ είναι άνω των 5200 μονάδων, ενώ η τιμή κλεισίματος το 2016 ήταν στις 643,64 μονάδες, κάτι που σημαίνει μια μεταβολή της τάξης -88% σχεδόν. Βέβαια μέσα σ αυτό το διάστημα παρατηρούνται πολλές διακυμάνσεις, που επηρεάζονται από τα οικονομικά και πολιτικά γεγονότα που συνέβησαν. Έτσι προσπάθησα και κατέγραψα 50 γεγονότα, τα οποία τα αποτύπωσα στα δύο διαγράμματα και παρακάτω θα τα αναλύσω περαιτέρω.

Διάγραμμα 4.2: Οικονομική Κρίση και Χρηματιστήριο Αθηνών (2008- 2011)



Το πρώτο γεγονός που καταγράφεται στο Διάγραμμα 4.2 είναι η κατάρρευση της Lehman Brothers στις 15/9/2008, μιας από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζές των ΗΠΑ, εξαιτίας από το βάρος ζημιών 60 δισ. δολαρίων, κυρίως από "τοξικά" προϊόντα που οδήγησε στη χειρότερη χρηματοοικονομική κρίση μετά τη Μεγάλη Ύφεση. Αμέσως μετά την είδηση τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια κατέγραψαν απώλειες, με πρώτο του Λονδίνου που έκλεισε με ποσοστιαία μεταβολή προς τα κάτω της τάξης του 4,08%, ενώ στο ΧΑ εμφάνισε μεταβολή -3,78%<sup>10</sup>. Μέσα σε 40 μέρες μετά από την πτώχευση της Lehman Brothers ο ΓΔΤ πέφτει κατά 1380 μονάδες, δηλαδή εμφανίζει μια πτώση 44%.

<sup>10</sup> [www.news247.gr](http://www.news247.gr), «Όταν άρχισε η κρίση: Η κατάρρευση της Lehman Brothers», <http://news247.gr/eidiseis/afieromata/otan-arxise-h-krish-h-katarreysh-ths-lehman-brothers.2409495.html>

Τον Οκτώβριο του 2008, ο τότε πρωθυπουργός Κώστας Καραμανλής διαβεβαίωσε ότι το εγχώριο τραπεζικό σύστημα είναι απολύτως ασφαλές και φερέγγυο και αποτέλεσε τη πρώτη κυβέρνηση από όλες τις κυβερνήσεις της ΕΕ, με νομοθετική ρύθμιση τον Οκτώβριο του 2008 αυξάνει για τουλάχιστον τρία χρόνια το ελάχιστο εγγυημένο ποσό καταθέσεων στις 100.000 ευρώ. Παρόλα αυτά το ΧΑ σημείωσε πτώση -4,31%. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο τον Οκτώβριο του 2008 οι χώρες της ζώνης του ευρώ συμφώνησαν να αναλάβουν συντονισμένη δράση για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος. Η Διακήρυξη των Παρισίων, που υπογράφηκε από τους ηγέτες των χωρών της ζώνης του ευρώ στις 12 Οκτωβρίου 2008 και υιοθετήθηκε στη συνέχεια από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 15-16 Οκτωβρίου, προέβλεπε τη λήψη συντονισμένων μέτρων για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στην οικονομία. Στα μέτρα αυτά περιλαμβάνονταν η παροχή κρατικών εγγυήσεων για την έκδοση τραπεζικών χρεογράφων και η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.<sup>11</sup> Γεγονός που είχε θετικό αντίκτυπο στο ΧΑ και έτσι ο ΓΔΤ σημείωσε μεταβολή +5,66% την επόμενη μέρα.

Επόμενος σταθμός είναι η ανακοίνωση του πρωθυπουργού Κ. Καραμανλή να καταφύγει σε πρόωρες εκλογές στις 4 Οκτωβρίου 2009, μετά την επιλογή του ΠΑΣΟΚ να μπλοκάρει την εκλογή του προέδρου της Δημοκρατίας, αλλά και λόγω των δύσκολων και επώδυνων αποφάσεων που απαιτούνται τους επόμενους μήνες για να επιτευχθεί η δημοσιονομική εξυγίανση<sup>12</sup>. Πράγματι στις 4 Οκτωβρίου του 2009 διεξάγονται εκλογές και εκλέγεται το ΠΑΣΟΚ με ποσοστό 43,92% εξασφαλίζοντας 160 έδρες στη νέα βουλή. Υπουργός οικονομικών της νέας κυβέρνησης αναλαμβάνει ο Γιώργος Παπακωνσταντίνου, ο οποίος στις 20 Οκτωβρίου 2009 ανακοινώνει στο ECOFIN ότι το έλλειμμα για το 2009 θα κυμανθεί, ως ποσοστό του ΑΕΠ, στο 12,7% αντί του 6% που το υπολόγιζε η προηγούμενη κυβέρνηση<sup>13</sup>, γεγονός που σηματοδοτεί την έναρξη της ελληνικής οικονομικής κρίσης. Η Ελλάδα χάνει την εμπιστοσύνη των

---

<sup>11</sup> «Το χρονικό της μεγάλης Κρίσης», Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013,

<sup>12</sup> Το Βήμα, «Πρόωρες εκλογές εξήγγειλε ο Καραμανλής»,  
<http://www.tovima.gr/politics/article/?aid=286340>

<sup>13</sup> Euro2day, «Γ. Παπακωνσταντίνου: Στο 12,5% το έλλειμμα το 2009»

Ευρωπαϊών εταιρών, εξαιτίας των λανθασμένων στατιστικών δεδομένων που παρουσίασε, και το ενδιαφέρον για επενδύσεις από ξένους επενδυτές λόγω των δυσοίωνων προβλέψεων για την πορεία της Ελληνικής Οικονομίας τα επόμενα χρόνια. Από εκείνη την ημερομηνία και πέρα, όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα 4.2, αρχίζει μία φθίνουσα πορεία και για το ΧΑ με μεγάλες απώλειες για τον ΓΔΤ.

Φυσικό επακόλουθο της πολιτικής αστάθειας και των κακών οικονομικών επιδόσεων ήταν υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδας από παγκόσμιους οίκους αξιολόγησης. Συγκεκριμένα ο Οίκος Αξιολόγησης Fitch Ratings σε διάστημα ορισμένων εβδομάδων να προβεί σε διπλή υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας σε ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο (BBB+, το πλέον χαμηλό στην Ευρωζώνη). Οι πρώτες παρενέργειες των εξελίξεων αυτών ήταν ορατές στην πορεία του χρηματιστηρίου, που κινήθηκε πλέον χαμηλότερα κατά περισσότερες από 4 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ το spread εκτοξεύθηκε πάνω από τις 200 μονάδες βάσης, έναντι των γερμανικών.<sup>14</sup> Τον Ιανουάριο 2010 ο Γ. Παπανδρέου καταθέτει στις Βρυξέλλες το Πρόγραμμα Σταθερότητας με σκοπό την εξυγίανση των δημοσιονομικών και τον Φεβρουάριο προσθέτει αιφνιδιαστικά στη λίστα των μέτρων και νέα που αφορούν το δημόσιο τομέα<sup>15</sup>. Το ΧΑ αντιδράει θετικά και την επόμενη μέρα παρουσιάζει αύξηση 4.96%.

Παρά κάποια επώδυνα μέτρα που έλαβε στις αρχές του 2010 η κυβέρνηση, όπως μείωση μισθών στο δημόσιο, οι αγορές δεν πείστηκαν με αποτέλεσμα η Ελλάδα να βγει εκτός αγορών και να έχει πλήρη αδυναμία πρόσβασης σε δανειοδότηση με νορμάλ όρους, με ορατό τον κίνδυνο της χρεοκοπίας. Έτσι φθάνουμε στις 23 Απριλίου 2010, όταν ο Γ. Παπανδρέου από το Καστελόριζο ανακοίνωσε την ένταξη της Ελλάδας στον «Μηχανισμό Στήριξης», τον οποίο αποτελούσαν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το ΔΝΤ, μέσω του οποίου θα μπορούσαν να δανειοδοτηθούν χώρες με πρόβλημα, υπό την προϋπόθεση ότι θα δεσμεύονταν με συγκεκριμένους όρους και θα υιοθετούσαν συγκεκριμένες πολιτικές για την οικονομία τους, το λεγόμενο μνημόνιο<sup>16</sup>. Επόμενο ήταν το spread των

<sup>14</sup> Πρώτο Θέμα, «Υποβάθμιση της Ελλάδας σε BBB+ από τη Fitch»

<sup>15</sup> Πρώτο Θέμα, «Ερχεται δεύτερη καταγίδα μέτρων τον Μάρτιο»

<sup>16</sup> Πρώτο Θέμα, «Τρία χρόνια από το έγκλημα στο Καστελόριζο» (23/04/2013)

ελληνικών 10ετών ομολόγων να σκαρφαλώσει σε δυσθεώρητα ύψη έναντι των αντίστοιχων γερμανικών, ξεπερνώντας τις 1.000 μονάδες βάσης για πρώτη φορά στην ιστορία, μία μέρα μετά την υποβάθμιση της αξιολόγησης της Ελλάδας από τη Standard & Poor's σε επίπεδο Junk.<sup>17</sup>

Στις 2 Μάιου 2010 ανακοινώνονται τα μέτρα σκληρής λιτότητας που επέβαλε στην Ελλάδα η τρόικα ΔΝΤ, ΕΕ και ΕΚΤ και τέσσερις μέρες μετά ψηφίστηκε από τη βουλή το (πρώτο) μνημόνιο που υπέγραψε η κυβέρνηση με την Ε.Ε. και το ΔΝΤ για τα μέτρα που θα ληφθούν, προκειμένου να ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός στήριξης. Υπερψηφίστηκε από τους βουλευτές του ΠΑΣΟΚ, του ΛΑΟΣ και τη βουλευτή της ΝΔ Ντόρα Μπακογιάννη<sup>18</sup>. Στις 8 Μαΐου εγκρίθηκε το δάνειο μαμούθ (80δισ ευρώ από τις υπόλοιπες 15 χώρες του Ευρώ και 30 δισ ευρώ από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο), που συνοδεύονταν από λεόντειους όρους, με τη μορφή μνημονίου. Την τήρηση της συμφωνίας ανέλαβε εκ μέρους των δανειστών, η «τρίκικα», δηλαδή εκπρόσωποι της Κομισιόν, του ΔΝΤ και της ΕΚΤ. Το ΧΑ την επόμενη μέρα διαπραγματεύεται από τη συμφωνία για το νέο δάνειο, παρουσίασε μια ημερήσια μεταβολή της τάξεως του 9,13%, πρόκειται από τις πιο υψηλές επιδόσεις του ΧΑ.

Το 2011 οι παγκόσμιοι οίκοι αξιολόγησης, Standard & Poor's, Moody's και Fitch, υποβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας σε εγχώριο και ξένο νόμισμα, εν μέσω των διαβουλεύσεων για τη χορήγηση νέας ευρωπαϊκής βοήθειας στην Ελλάδα και πριν από την κατάθεση στη Βουλή του Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος Δημοσιονομικής Στρατηγικής. Οι λόγοι υποβάθμισης της Ελλάδας που απέδιδαν οι οίκοι αξιολόγησης οφείλονται, στις συνεχώς αυξανόμενες δυσκολίες που αντιμετώπιζε η κυβέρνηση στην προώθηση αλλαγών, στις αβέβαιες προοπτικές ανάπτυξης της χώρας, στο ιστορικό αδυναμίας επίτευξης των στόχων για τη δημοσιονομική εξυγίανση και στην αυξανόμενη πιθανότητα η τρόικα να απαιτήσει, κάποια στιγμή στο μέλλον, ως προϋπόθεση για νέα στήριξη τη συμμετοχή ιδιωτών δανειστών σε μια αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους.<sup>19</sup> Τελικά στις 21 Ιουλίου 2011 επιτεύχθηκε η ένταξη της Ελλάδας στον νέο μηχανισμό στήριξης της Ε.Ε. υπό

<sup>17</sup> Έθνος, «Εκτός ελέγχου τα spreads, ξεπέρασαν τις 1000 μονάδες» (28/04/2010)

<sup>18</sup> Ελευθεροτυπία, «Ψηφίστηκαν τα μέτρα-σοκ με ανταρσία στη ΝΔ και διαρροές στο ΠΑΣΟΚ»

<sup>19</sup> Τα Νέα, «Νέα υποβάθμιση της Ελλάδας από τη Moody's» (01-06-2011)

εξαιρετικά αυστηρές προϋποθέσεις, την επιμήκυνση των υφιστάμενων δανείων που έχει πάρει η Ελλάδα και ταυτόχρονα την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα περιλαμβάνει το νέο πακέτο στήριξης της Ελλάδας ύψους 158 δισ. ευρώ, εκ των οποίων 109 δισ. ευρώ θα είναι το νέο δάνειο από Ευρώπη και ΔΝΤ, 37 δισ. ευρώ η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα και τα υπόλοιπα 12 δισ. θα προέλθουν από την επαναγορά ομολόγων.<sup>20</sup> Η επόμενη μέρα της συμφωνίας βρίσκει το ΧΑ να αντιδράει με μια πρόσκαιρη αύξηση του επιπέδου του ΓΔΤ της τάξεως του 5,91%, αλλά το επόμενο διάστημα ακολουθεί μια φθίνουσα πορεία ο ΓΔΤ του ΧΑ και έτσι στις 8/8/2011 κλείνει κάτω από το επίπεδο των 1000 μ..

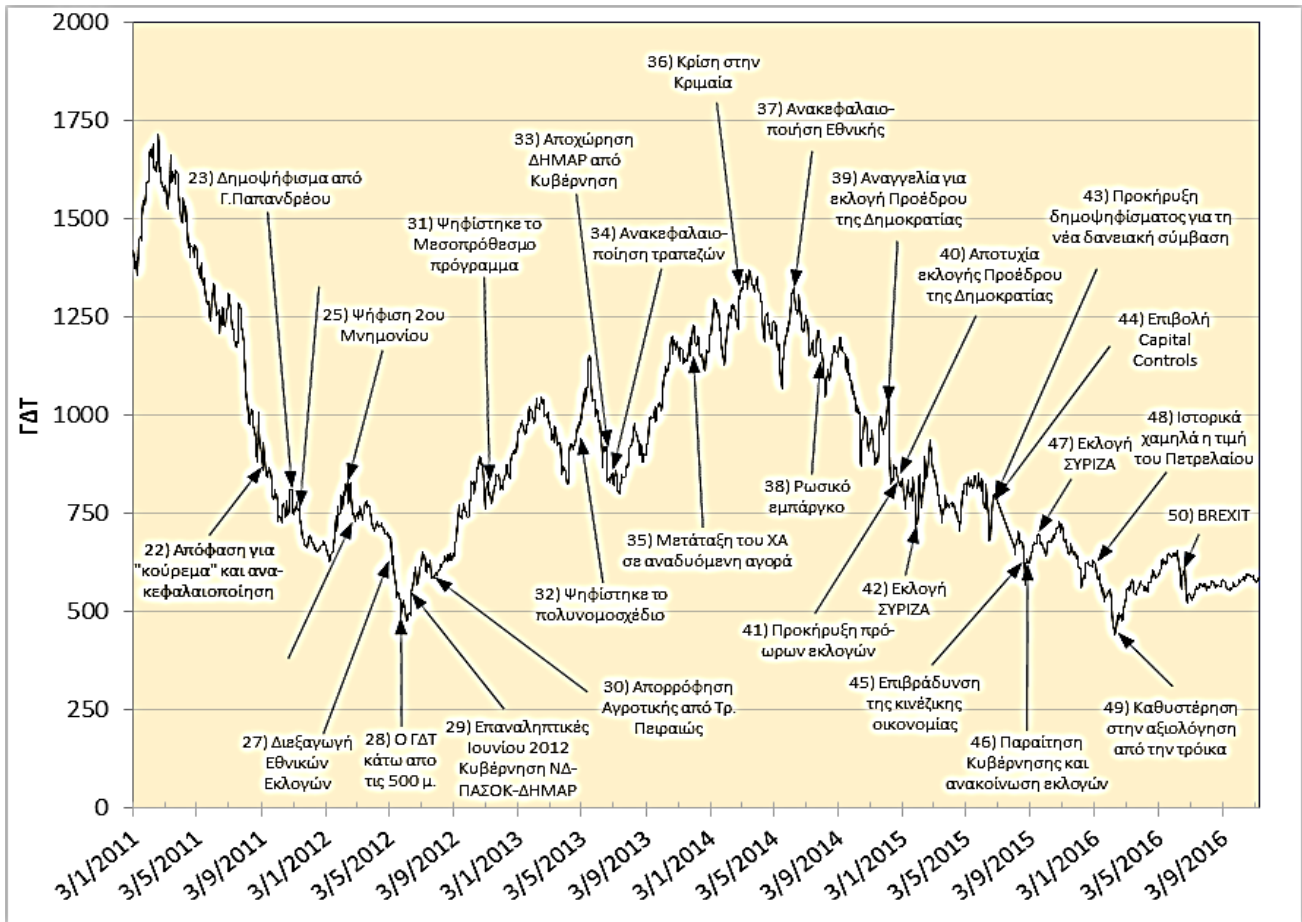
Εν συνεχεία παρατηρούμε στο διάγραμμα 4.3 ότι ένα μεγάλο πλήθος οικονομικών και πολιτικών γεγονότων σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο διαδραματίζονται τη περίοδο 2011-2016 που περιγράφει τη πολιτική και οικονομική αστάθεια που επικρατεί στην Ελλάδα και αποτυπώνεται άμεσα στη πορεία του ΧΑ. Στις 27/10/2011 επιτυγχάνεται συμφωνία για μείωση του ελληνικού χρέους κατά 100 δισ. ευρώ, με απομείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων που κατέχει ο ιδιωτικός τομέας κατά 50% έπειτα από διαπραγματεύσεις μεταξύ των Ευρωπαίων ηγετών και των ιδιωτών πιστωτών. Η απόφαση αναφέρει ότι μέχρι το τέλος του 2011 θα οριστικοποιηθεί ένα νέο πολυετές πρόγραμμα ΕΕ - ΔΝΤ ύψους 100 δισ. ευρώ για την Ελλάδα, έως το 2014. Στη συνεδρίαση που ακολουθεί στο ΧΑ, ο ΓΔΤ κλείνει στις 811,11 με ημερήσια μεταβολή +4,82%<sup>21</sup>. Προς έκπληξη όλων στις 31 Οκτωβρίου 2011 ο Γ. Παπανδρέου ανακοινώνει την απόφασή του για διεξαγωγή δημοψηφίσματος με θέμα την νέα δανειακή σύμβαση, με αφορμή την κοινωνική κατακραυγή προς το πρόσωπο της Κυβέρνησης στους εορτασμούς της Εθνικής γιορτής της 28<sup>ης</sup> Οκτωβρίου και την ανάγκη νομιμοποίησης της κυβέρνησης. Γεγονός που προκάλεσε τον εκνευρισμό των Ευρωπαίων ηγετών και αξιωματούχων της Ε.Ε., ακύρωσε την απόφαση για το PSI και απειλούσε τη παραμονή της Ελλάδας στη ζώνη του Ευρώ<sup>22</sup>. Λογικό ήταν το ΧΑ να παρουσιάσει πτώση της τάξεως του 6,92% την επόμενη μέρα συνεδρίασης (1/11/2011).

<sup>20</sup> Ελευθεροτυπία, «Νέο πακέτο 158 δισ. ευρώ υπό δρακόντειο έλεγχο» (21 -07- 2011)

<sup>21</sup> Ναυτεμπορική, «Συμφωνία για κούρεμα του ελληνικού χρέους κατά 50%» (27/10/2011)

<sup>22</sup> www.newsbomb.gr, «Το μοιραίο πρόσωπο πίσω από το δημοψήφισμα Παπανδρέου»

Διάγραμμα 4.3: Οικονομική Κρίση και Χρηματιστήριο Αθηνών (2011- 2016)



Με σκοπό να δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις σύστασης Κυβέρνησης ευρείας αποδοχής, σχηματίστηκε η Κυβέρνηση Λουκά Παπαδήμου στις 11 Νοεμβρίου 2011 ως συνέχεια της ανακοίνωσης της παραίτησης του έως τότε Πρωθυπουργού Γ. Παπανδρέου και της Κυβέρνησής του. Έπειτα από συμφωνία τριών κοινοβουλευτικών κομμάτων, ΠΑΣΟΚ, της Νέας Δημοκρατίας και του Λαϊκού Ορθόδοξου Συναγερμού, διορίστηκε από τον Πρόεδρο της Δημοκρατίας Κάρολο Παπούλια Πρωθυπουργός ο Λουκάς Παπαδήμος, πρώην Αντιπρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και πρώην Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος. Η Κυβέρνηση, που θεωρήθηκε μεταβατική, απέβλεπε στην επίτευξη των στόχων που προέβλεπαν οι συμφωνίες της Συνόδου Κορυφής των ηγετών της Ευρωζώνης της 26ης Οκτωβρίου 2011, η εφαρμογή της οικονομικής πολιτικής που συνδέεται με τις αποφάσεις αυτές και η διεξαγωγή εκλογών στις αρχές του επόμενου χρόνου, έπειτα

από την ολοκλήρωση των απαραίτητων διεργασιών<sup>23</sup>. Η κυβέρνηση Συνεργασίας (όπως ονομάστηκε) υπέβαλε στη Βουλή την πρόταση νόμου για τη συμφωνία του 2ου Μνημονίου στις 12/2/2012 και η πρόταση υπερψηφίστηκε τις πρώτες πρωινές ώρες της 13ης Φεβρουάριου από 199 βουλευτές, αλλά με περίπου 43 απώλειες από το ΠΑΣΟΚ και το ΝΔ και την απουσία του ΛΑΟΣ<sup>24</sup>. Θετική ήταν η ανταπόκριση από το ΧΑ αφού η ημερήσια μεταβολή του ήταν στο +4,65%.

Τον Απρίλιο του 2012 προκηρύσσονται Εθνικές εκλογές για τις 6 Μαΐου 2012, όπου πραγματοποιούνται και προκύπτει τελικά υπηρεσιακή κυβέρνηση Παναγιώτη Πικραμμένου διότι τα κόμματα που εξέλεξαν βουλευτές στις εκλογές της απέτυχαν να σχηματίσουν κυβέρνηση γιατί δεν μπόρεσε να σχηματιστεί η δεδηλωμένη πλειοψηφία των κομμάτων της Βουλής προς στήριξή της. Η κυβέρνηση Πικραμμένου ανέλαβε να διενεργήσει τις εκλογές της 17ης Ιουνίου. Εν τω μεταξύ κάτω από το επίπεδο των 500 μονάδων «βυθίστηκε» η χρηματιστηριακή αγορά στις 5/6/2012, υποχωρώντας σε χαμηλότερα επίπεδα από τον Ιανουάριο του 1990. Ο Γενικός Δείκτης τιμών παρουσίασε πτώση 5,09%.<sup>25</sup> Τελικά Διεξάγονται οι εκλογές οι οποίες οδήγησαν τελικά σε δημιουργία κυβέρνησης συνασπισμού με τη συμμετοχή της Νέας Δημοκρατίας, του ΠΑΣΟΚ και της ΔΗΜΑΡ, με τον ΓΔΤ να παρουσιάζει ανάκαμψη +3,64%.

Στις 21/6/2013 εν μέσω εσωκομματικών αντιδράσεων ο Φώτης Κουβέλης εισηγείται προς έγκριση στην Κ.Ο. και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΔΗΜΑΡ την αποχώρηση από την Κυβέρνηση Συνασπισμού, εκδηλώνοντας έτσι την αντίθεση του προς τον απόλυτο τρόπο με τον οποίο ο Α. Σαμαράς χειρίστηκε το ζήτημα της ΕΡΤ.<sup>26</sup> Όλη αυτή η τροπή αποτέλεσε μια ακόμη αιτία για τόνωση της πολιτικής αστάθειας της Ελλάδας, με αποτέλεσμα η Ελληνική Χρηματαγορά να αντιδράσει άμεσα με πτώση 6,11%. Παρόλα αυτά η επιτυχημένη ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών τον Ιούλιο του 2013, καθώς και η κατάταξη της αγοράς της

---

<sup>23</sup> <http://www.tovima.gr/>, «Λουκάς Παπαδήμος: χρειαζόμαστε ενότητα, συνεννόηση και σύνεση»

<sup>24</sup> Το Βήμα, «"Ναι" στο Μνημόνιο από 199 βουλευτές και "όχι" από 74»

<sup>25</sup> <http://www.tanea.gr>, «Κάτω από το ψυχολογικό όριο των 500 μονάδων το ΧΑ»

<sup>26</sup> Ελευθεροτυπία, «Η ΔΗΜΑΡ αποχωρεί από την κυβέρνηση»



Ελλάδας σε «αναδυόμενη» από το δείκτη MSCI, με παράλληλη διατήρηση της στις «ανεπτυγμένες» σύμφωνα με το δείκτη FTSEE έδωσαν μια θετική ώθηση στην πορεία του ΓΔΤ του ΧΑ και αυτό είναι φανερό και από το διάγραμμα 4.3 από την πορεία που ακολουθεί ο ΓΔΤ μετέπειτα από τις ανακεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών. Η πρώτη εξέλιξη δημιούργησε συνθήκες επιβίωσης για το τραπεζικό σύστημα, αίροντας έτσι ένα μεγάλο μέρος της αβεβαιότητας για την μετάβαση της ελληνικής οικονομίας στην κανονικότητα, η δε κατάταξη της Ελλάδας στις αναδυόμενες – αλλά εντός Ευρωζώνης- αγορές γρήγορα άνοιξε νέες επενδυτικές ευκαιρίες και μεγάλωσε το επενδυτικό.

Εν συνεχεία λόγω διεθνών αρνητικών εξελίξεων, και συγκεκριμένα της αναταραχής που προκλήθηκε εξαιτίας της κρίσης στην Κριμαία τον Μάρτιο του 2014, τόσο οι διεθνείς χρηματαγορές όσο και η Ελληνική Χρηματαγορά παρουσίασαν μια κάμψη. Η Ε.Ε. επέβαλε περιοριστικά μέτρα ως αντίδραση στην παράνομη προσάρτηση της Κριμαίας και στην εσκεμμένη αποσταθεροποίηση της Ουκρανίας. Η Ρωσία από την μεριά της απάντησε λίγους μήνες αργότερα με το εμπάργκο που επέβαλε στις 7 Αυγούστου στις εισαγωγές οπωροκηπευτικών προϊόντων, κρέατος, ψαριών, γάλακτος και γαλακτοκομικών προϊόντων από τις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ευρωπαϊκή Ένωση, την Αυστραλία, τον Καναδά και τη Νορβηγία<sup>27</sup>. Χαρακτηριστική είναι η ημερήσια μεταβολή του ΧΑ κατά -4,00% την επόμενη μέρα της συνεδρίασης. Σαν θετικό σημάδι εκείνης της περιόδου για την Ελληνική Χρηματαγορά αποτελεί το γεγονός των ανακεφαλαιοποιήσεων των τραπεζών, με ιδιαίτερη έμφαση στις 20/5/2014 που ολοκληρώνεται η ανακεφαλαιοποίηση της εθνικής Τράπεζας και ο ΓΔΤ του ΧΑ σημειώνει ημερήσια αύξηση 4,95%.

Το 2014 κλείνει με άσχημη εξέλιξη για το ΧΑ εξαιτίας της πολιτικής αστάθειας, όταν στις 9/12/2014 παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση από το 1987(-12,78%). Η αιφνίδια κίνηση του πρωθυπουργού της χώρας Α. Σαμαρά για εκλογή Προέδρου της Δημοκρατίας, φέρεται πως πυροδότησε σχεδόν αυτόματα τα αντανакλαστικά μερίδας ξένων επενδυτών, οι οποίοι θεώρησαν πιθανό το ενδεχόμενο μη συγκέντρωσης 180 ψήφων, άρα προσφυγής σε πρόωρες εκλογές με το ΣΥΡΙΖΑ να έχει σαφές δημοσκοπικό προβάδισμα, και έτσι να προσφύγουν σε ρευστοποιήσεις

<sup>27</sup> Το Βήμα, «Ψυχρός εμπορικός πόλεμος Ρωσίας – Δύσης»

θήσεων.<sup>28</sup> Μάλιστα 2 μέρες αργότερα το ΧΑ συνεχίζει την αρνητική εξέλιξη με νέα ημερήσια πτώση κατά 7,35%. Τελικά ο μοναδικός υποψήφιος, Σταύρος Δήμας, ο οποίος στηρίχτηκε από τη Νέα Δημοκρατία, το ΠΑΣΟΚ και κάποιους ανεξάρτητους βουλευτές, δεν συγκέντρωσε τον απαιτούμενο αριθμό των 180 ψήφων για εκλογή του στην τρίτη ψηφοφορία που έγινε στις 29 Δεκεμβρίου 2014 και έτσι, σύμφωνα με το Σύνταγμα της Ελλάδας, η Βουλή διαλύθηκε και προκηρύχθηκαν εκλογές για τις 25 Ιανουαρίου 2015. Ο ΣΥΡΙΖΑ υπό την ηγεσία του Αλέξη Τσίπρα κέρδισε τη νίκη στις εκλογές, και μετά από συνεννόηση του Αλέξη Τσίπρα με τον αρχηγό των Ανεξαρτήτων Ελλήνων, Πάνο Καμμένο, συμφωνήθηκε η δημιουργία κυβέρνησης συνασπισμού αποτελούμενη από τα δύο κόμματα. Μετά την εντολή σχηματισμού κυβέρνησης από τον Πρόεδρο της Δημοκρατίας σχηματίστηκε η πρώτη Κυβέρνηση Τσίπρα<sup>29</sup>. Η Ελληνική Χρηματαγορά δεν αντέδρασε θετικά στην πολιτική αναταραχή που προκλήθηκε και στην εκλογή του ΣΥΡΙΖΑ, έτσι από τις 26/01/2015 έως 28/1/2015 παρουσίασε τρεις διαδοχικές ημερήσιες πτώσεις 3,20%, 3,69% και 9,24% αντίστοιχα.

Ο Ιούνιος του 2015 ήταν ένας μήνας δυσάρεστος για το Ελληνικό Χρηματιστήριο, καθώς τα γεγονότα στην Ελληνική οικονομία ήταν ραγδαία. Έπειτα από αναβολή το Eurogroup τελικά πραγματοποιείται στις 27/06/2015, και συμφωνία δεν επέρχεται εξαιτίας ότι η Ελληνική πρόταση δεν θεωρείται αξιόπιστη. Ως αποτέλεσμα η Ελλάδα δεν πληρώνει τη δόση στο ΔΝΤ ως όφειλε και ο πρωθυπουργός Α. Τσίπρας αναγγέλλει δημοψήφισμα στις 05/07/2015 ώστε ο λαός να πει αν συμφωνεί ή όχι με το σχέδιο συμφωνίας, το οποίο κατέθεσαν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, στο Eurogroup της 25/06/2015. Μέχρι να φτάσουμε στην 5η Ιουλίου, οι αρνητικές εξελίξεις για την Ελληνική οικονομία συνέχιζαν, όπου το Eurogroup δεν παράτεινε το πρόγραμμα που έληγε στις 30 Ιουνίου, με αποτέλεσμα ο κόσμος να αντιδράσει αποσύροντας μαζικά τις καταθέσεις του. Οι Τράπεζες μη μπορώντας να ανταποκριθούν στις μαζικές εκροές καταθέσεων, αναζητούν βοήθεια από την ΕΚΤ προσπαθώντας να αυξηθεί περαιτέρω το επίπεδο της δανειστικής έσχατης προσφυγής (ELA), αλλά ο Μάριο Ντράγκι δεν συναινεί σε αύξηση του ποσού ρευστότητας μέσω

<sup>28</sup> Euro2day, «ΧΑ: Η μεγαλύτερη βουτιά της 27ετίας!»

<sup>29</sup> Καθημερινή, «Στο Μέγαρο Μαξίμου ο Αλέξης Τσίπρας»

ΕΛΑ. Ως αποτέλεσμα στις 28/06/2015 η ελληνική κυβέρνηση αναγκάζεται να κλείσει τις τράπεζες και να επιβάλλει κεφαλαιακούς ελέγχους στην Ελλάδα (capital controls) για να αποφευχθεί ένα ανεξέλεγκτο Bank-Run και μια πλήρης κατάρρευση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Επιπλέον το Ελληνικό Χρηματιστήριο, μετά το τέλος της συνεδρίασης στις 26/06/2015, παρέμεινε κλειστό όλο το μήνα Ιούλιο έως ότου άνοιξε ξανά στις 3 Αυγούστου. Την πρώτη ημέρα επαναλειτουργίας του μετά από πέντε εβδομάδες αργίας λόγω των Capital Controls, το ΧΑ κατέγραψε πτώση 16,23 με τη συνολική κεφαλαιοποίηση να μειώνεται κατά 8,4 δις ευρώ.

Στην προσπάθεια της κυβέρνησης να ψηφίσει τη νέα δανειακή σύμβαση (3<sup>ο</sup> Μνημόνιο) στις 20 Αυγούστου 2015 κατέγραψε απώλειες 47 βουλευτών, με αποτέλεσμα πέσει κάτω από το πολιτικό όριο των 120 βουλευτών, μη μπορώντας να κερδίσει ψήφο εμπιστοσύνης από την βουλή. Μετά την κατάθεση της παραίτησης της κυβέρνησης στον Πρόεδρο της Δημοκρατίας και σύμφωνα με το Σύνταγμα δόθηκαν διερευνητικές εντολές για το σχηματισμό νέας κυβέρνησης, αρχικά στην αξιωματική αντιπολίτευση και στη συνέχεια, στη Λαϊκή Ενότητα, οι βουλευτές της οποίας είχαν μόλις αποχωρήσει από το ΣΥΡΙΖΑ και είχαν συγκροτήσει την τρίτη σε μέγεθος κοινοβουλευτική ομάδα, οι οποίες και δεν οδήγησαν σε σχηματισμό κυβέρνησης από την υπάρχουσα Βουλή, με αποτέλεσμα το σχηματισμό υπηρεσιακής κυβέρνησης που οδήγησε τη χώρα σε εκλογές στις 20 Σεπτεμβρίου 2015. Τελικά ο ΣΥΡΙΖΑ συγκεντρώνει το 35,46% των ψήφων και σχηματίζει εκ νέου κυβέρνηση με τους Ανεξάρτητους Έλληνες.

### **4.3 Χρηματιστηριακή Αξία των εισηγμένων εταιρειών**

Η χρηματιστηριακή αξία ή συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Market capitalization) αποτελεί ένα δείκτη όπου εκφράζει το μέγεθος της αγοράς και εξυπηρετεί να αντιληφθούμε πως η αγορά μεταβάλλεται χρονικά ή και να συγκρίνουμε δύο διαφορετικές χρηματαγορές ως προς το μέγεθός τους. Η Κεφαλαιοποίηση της Αγοράς προκύπτει από το άθροισμα των χρηματιστηριακών αξιών των εκάστοτε εταιρειών που περιλαμβάνονται σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο χρηματιστήριο. Με άλλα λόγια είναι το γινόμενο των μετοχών των εταιρειών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο επί των τρεχουσών

χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών της κάθε εταιρείας. Επομένως η εξέταση του συγκεκριμένου δείκτη διαχρονικά για το ΧΑ, στο διάστημα που μελετάμε, καθορίζεται αναγκαίο ώστε να περιγράψουμε την πορεία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου.

Όπως είναι φανερό, ο πρωταρχικός παράγοντας που καθορίζει το επίπεδο της συνολικής κεφαλαιοποίησης είναι οι τιμές των μετοχών, οπότε όταν μεταβάλλονται οι χρηματιστηριακές τιμές μεταβάλλεται και η χρηματιστηριακή αξία του χρηματιστηρίου. Κατά συνέπεια, οι παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών επηρεάζουν και τη συνολική κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς, οι οποίοι είναι : i)οικονομικοί και νομισματικοί παράγοντες της χώρας, π.χ. επίπεδο τρεχουσών επιτοκίων, ii)πολιτικοί και διεθνείς παράγοντες, π.χ. πολιτική κατάσταση της χώρας, iii)κοινωνικοί και ψυχολογικοί παράγοντες, π.χ. πληροφόρηση και χρηματιστηριακή παιδεία επενδυτών και iv)παράγοντες που αφορούν τις εταιρείες και τους διάφορους κλάδους, π.χ. ποιότητα διοίκησης και ανθρώπινου δυναμικού των εταιρειών ή οικονομική ευημερία των κλάδων. Επιπλέον παράγοντες, ξεχωριστούς από τη μεταβολή των τιμών των μετοχών στην αγορά, είναι οι διασπάσεις ή συνενώσεις μετοχών (splits και reverse splits αντίστοιχα), οι αυξήσεις κεφαλαίου, η αντικατάσταση μετοχών από άλλες λόγω εξαγορών, ρευστοποιήσεις ή χρεοκοπίες.

Στο ΧΑ το επίπεδο της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς έχει μεταβληθεί έντονα μέσα στο διάστημα που εξετάζουμε, και ακολουθεί ανάλογα, όπως είναι φυσικό την πορεία των διακυμάνσεων του ΓΔΤ του ΧΑ. Όπως παρατηρούμε τον πίνακα 4.2, το υψηλότερο επίπεδο συνολικής κεφαλαιοποίησης εμφανίζεται το 1999 (197.537 εκ. ευρώ), όπου έχουμε και το υψηλό ιστορικό του ΓΔΤ του ΧΑ και το χαμηλότερο επίπεδο παρουσιάζεται το 2011 (26.783,43 εκ. ευρώ), εν μέσω της ελληνικής οικονομικής κρίσης.

Πίνακας 4.2: Χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών (εκ. ευρώ) ανά κατηγορία αγορών (1999-2016)

Έτη	Κατηγορίες Αγορών				Σύνολο Μετοχών
	Κύρια Αγορά	Παράλληλη	ΝΕ.Χ.Α. <sup>30</sup>	Ε.ΑΓ.ΑΚ. <sup>31</sup>	
1999	177.890,40	19.646,60	-	-	197.537,00
2000	107.283,90	10.672,30	-	-	117.956,30
2001	89.178,50	7.720,80	50,20	-	96.949,50
2002	60.449,30	5.188,30	122,10	-	65.759,70
2003	78.167,30	6.111,40	268,50	-	84.547,10
2004	86.686,10	5.346,35	105,50	-	92.137,90
	Μεγάλη Κεφαλ/ηση	Μεσαία και Μικρή Κεφαλ/ηση	Χαμηλή Διασπορά & Ειδικών Χρημ/κών χαρακτηριστικών	Επιτήρηση	
2005 <sup>32</sup>	112.557,85	9.412,58	694,87	368,87	123.033,36
2006	143.783,71	10.703,19	2.525,82	916,00	157.928,71
2007	166.220,33	15.119,49	13.775,00	387,65	195.502,47
2008	55.278,24	6.677,14	5.873,98	291,89	68.176,70
2009	70.440,02	5.588,56	6.954,40	464,49	83.477,43
2010	45.591,83	3.715,71	4.081,96	568,89	53.958,39
	Κύρια Αγορά	Χαμηλή Διασπορά	Επιτήρηση	Προς Διαγραφή	
2011	24.576,97	1.846,85	353,29	6,32	26.783,43
2012	31.560,58	1.757,48	413,37	7,88	33.739,32
2013	64.127,57	1.928,55	456,34	2,44	66.514,89
2014	51.154,33	1.407,52	346,31	8,29	52.916,45
2015	43.674,92	2.804,32	232,43	6,00	46.717,77
2016	42.061,11	2.915,05	119,20	6,43	45.101,80

πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2016

Σαν ένα πρώτο συμπέρασμα έχουμε ότι το εύρος της συνολικής κεφαλαιοποίησης ανάμεσα σε αυτές τις χρονιές είναι 170.754 εκ. ευρώ. Δηλαδή το Ελληνικό Χρηματιστήριο μέσα σε ένα διάστημα 12 ετών είχε απολέσει 170 δις Ευρώ από τη χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιριών, μια μεταβολή της τάξεως - 86%. Βέβαια ανάμεσα σε αυτό το χρονικό διάστημα, η Χρηματιστηριακή αξία

<sup>30</sup> Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

<sup>31</sup> Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ)

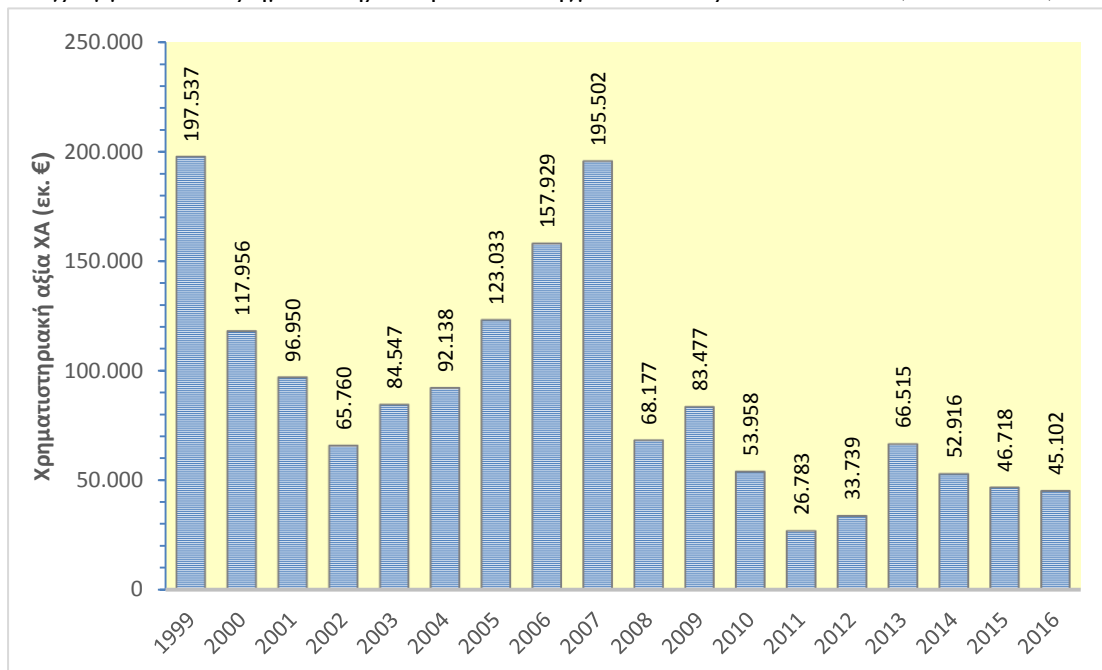
<sup>32</sup> Σημ.: Στις 25/11/2005 αλλάζει η κατηγοριοποίηση των μετοχών στο ΧΑ, οπότε η συνολική κεφαλαιοποίηση των κατηγοριών των μετοχών έχει υπολογισθεί με τα νέα δεδομένα.

παρουσιάζει μια ανοδική πορεία το διάστημα 2003-2007, με αποκορύφωμα το 2007 να πλησιάζει τα επίπεδα του 1999 και η συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑ ανερχόταν στα 195.503 εκ. ευρώ περίπου. Επομένως διαπιστώνουμε ότι μέσα σε 4 χρόνια και με την εμφάνιση της Ελληνικής κρίσης, το ΧΑ παρουσιάζει μια απώλεια στη συνολική κεφαλαιοποίηση περίπου 169 δις ευρώ.

Πιο συγκεκριμένα το 1999 παρουσιάζεται μια εντυπωσιακή αύξηση στη συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών του επιπέδου 194,7% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην άνοδο των τιμών των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών κατά 82,4%, στην έκδοση νέων μετοχών από τις ήδη εισηγμένες εταιρείες κατά 11,3%, όπως επίσης και στην εισαγωγή νέων εταιρειών στο ΧΑ κατά 6,3%. Την επόμενη χρονιά η χρηματιστηριακή αξία μειώθηκε κατά 40,3% και στο τέλος του 2000 κυμάνθηκε στα 117.956 εκ. Ευρώ. Η μείωση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας το 2000 οφειλόταν κυρίως στην πτώση των χρηματιστηριακών τιμών λόγω των εκτεταμένων ρευστοποιήσεων μετοχικών τίτλων. Η καθοδική πορεία συνεχίστηκε και στα 2 επόμενα έτη, όπου στο τέλος του 2002 η συνολική κεφαλαιοποίηση διαμορφώθηκε στα 65.760 εκ. Ευρώ, εξαιτίας κυρίως στη συνεχόμενη μείωση των χρηματιστηριακών τιμών, καθώς επίσης και στη μείωση νέων εισαγωγών εταιρειών στο ΧΑ και μείωση των αυξήσεων μετοχικών κεφαλαίων.

Κατά την περίοδο 2003-2007 παρουσιάζεται μια ανοδική πορεία στις χρηματιστηριακές τιμές του ΧΑ, όπως έχουμε πει και προηγουμένως εξαιτίας της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 και των θετικών τιμών της Ελληνικής οικονομίας, που ευνόησαν τις κατάλληλες συνθήκες για επενδύσεις και ένα ενδιαφέρον στους ξένους επενδυτές. Στην γραφική απεικόνιση του επιπέδου της συνολικής κεφαλαιοποίησης πιο κάτω (βλέπε διάγραμμα 4.4), η συνολική χρηματιστηριακή αξία του ΧΑ από το 2003 μέχρι το 2007 παρουσιάζει θετική ετήσια μεταβολή της τάξεως από 9% μέχρι 33,5%, με αποτέλεσμα το επίπεδο της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας του ΧΑ να διαμορφωθεί στα 195,5 δις Ευρώ το 2007, δηλαδή έχουμε μια αύξηση κατά 197% μέσα στο διάστημα των 5 ετών. Να σημειωθεί ότι η αύξηση αυτή είναι αποτέλεσμα κυρίως της ανόδου των χρηματιστηριακών τιμών κάθε έτος, δοθέντος ότι η δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά μετοχικών τίτλων εμφάνιζε φθίνουσα πορεία κάθε χρόνο (πέρα από το 2007).

Διάγραμμα 4.4: Χρηματιστηριακή Αξία εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑ (1999-2016)<sup>33</sup>



Στη συνέχεια, όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα 4.5, στο τέλος του 2008 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑ παρουσιάζει μια έντονη κάμψη της τάξεως του 65,1%, με μια απώλεια στα 127 δις Ευρώ περίπου στη συνολική κεφαλαιοποίηση μόνο σε ένα έτος. Αυτή η έντονη μείωση στις χρηματιστηριακές τιμές οφείλεται στην εμφάνιση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στο τέλος του 2007, επηρεάζοντας αρνητικά όλες τις παγκόσμιες αγορές, και με φυσικό επακόλουθο να έχει ένα ηχηρό αντίκτυπο και στην Ελληνική Χρηματαγορά. Αξιοσημείωτο είναι επίσης το γεγονός ότι το 2008 είναι η πρώτη χρονιά έπειτα από πολλά χρόνια, όπου δεν σημειώνεται καμία νέα εισαγωγή μετοχών στις αγορές του ΧΑ.

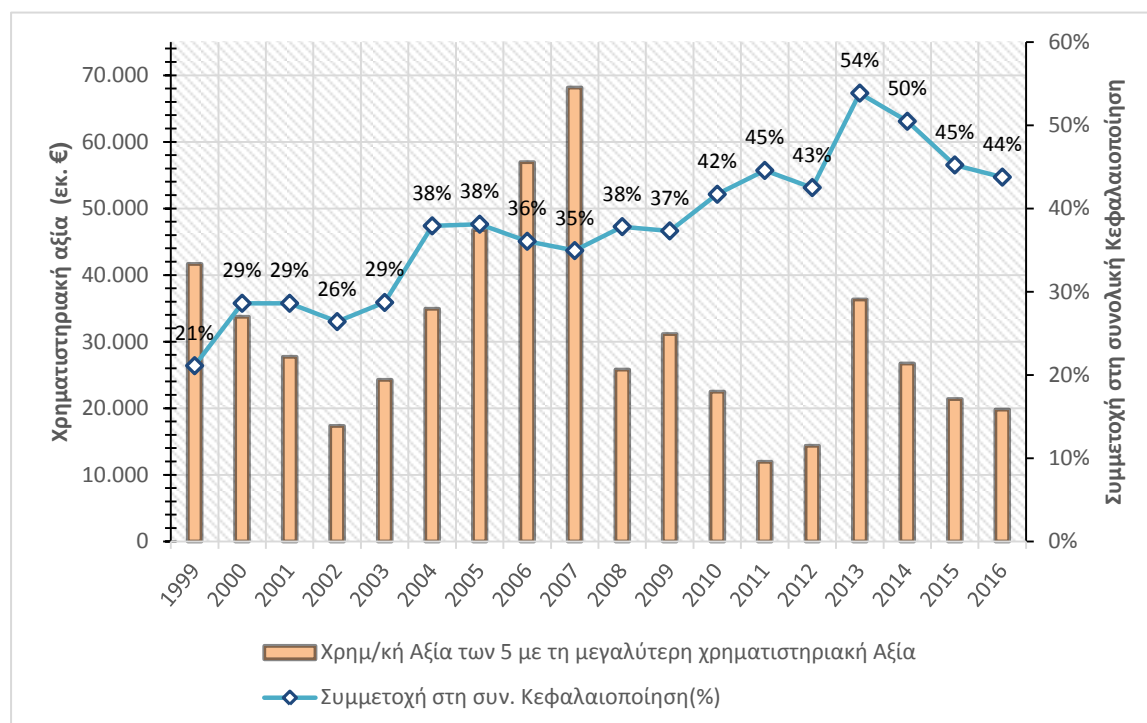
Τα επόμενα χρόνια και μέχρι σήμερα είναι η περίοδος της Ελληνικής οικονομικής κρίσης, όπου η αρνητική πορεία της Ελληνικής οικονομίας και το ασταθές πολιτικό περιβάλλον αποτυπώνεται έντονα στις χρηματιστηριακές τιμές. Από το 2009 και έπειτα το επίπεδο της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑ διαμορφώνεται σε πιο χαμηλά επίπεδα από το 2008, όπου το 2011 σημειώνεται το πιο χαμηλό επίπεδο συνολικής κεφαλαιοποίησης (26.783,43 εκ. Ευρώ) για την περίοδο

<sup>33 33</sup> Σημ.: Τα δεδομένα είναι καταγεγραμμένα κατά τις 31/12

που εξετάζουμε και μάλιστα είναι το πιο χαμηλό επίπεδο εικοσαετίας (1997-2016). Η μείωση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας ήταν αποτέλεσμα της πτώσης των χρηματιστηριακών τιμών και κυρίως του των τιμών του τραπεζικού κλάδου.

Με τη βοήθεια του διαγράμματος 4.5 μπορούμε να αντιληφθούμε πως επηρεάστηκε η χρηματιστηριακή αξία και το ποσοστό συμμετοχής στην συνολική κεφαλαιοποίηση των 5 εισηγμένων εταιρειών με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία. Σαν πρώτο συμπέρασμα έχουμε ότι η χρηματιστηριακή αξία των 5 εταιρειών με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία διαμορφώνεται ανάλογα με την συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑ. Σε αντίθεση με το ποσοστό συμμετοχής τους στη συνολική κεφαλαιοποίηση που διαμορφώνεται διαφορετικά. Πιο συγκεκριμένα ο “συγκεντρωτικός” χαρακτήρας των 5 εταιρειών υψηλότερης κεφαλαιοποίησης από το 1999 και έπειτα αυξάνεται, γεγονός που μας δηλώνει ότι υπάρχει μια διαχρονική αποκλιμάκωση του ποσοστού συμμετοχής των υπόλοιπων εισηγμένων εταιρειών.

Διάγραμμα 4.5: Χρημ/κή Αξία και Συμμετοχή (%) στη συνολική Κεφαλαιοποίηση των 5 εταιρειών με τη μεγαλύτερη Χρημ/κή Αξία στο ΧΑ (1999-2016)<sup>34</sup>



πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο- Χρηματιστηριακές Εξελίξεις, 1999-2016

<sup>34</sup> Σημ.: Τα δεδομένα είναι καταγεγραμμένα κατά τις 31/12



Από το 2013 βλέπουμε ότι το ποσοστό συμμετοχής των 5 εταιρειών με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση παρουσιάζει μια πτωτική πορεία, εξαιτίας ότι οι χρηματιστηριακές τιμές του τραπεζικού κλάδου υποχωρούν σε μεγάλο βαθμό. Στην διάρκεια που μελετάμε οι 4 συστημικές τράπεζες εμπεριέχονται στις εταιρείες με την ψηλότερη κεφαλαιοποίηση στο ΧΑ και πολλές φορές στις πρώτες 3 θέσεις. Επομένως το ποσοστό μεταβολής των τιμών των τραπεζικών μετοχών είναι μεγαλύτερο από τις υπόλοιπες μετοχές και έτσι επηρεάζεται το ποσοστό συμμετοχής των 5 εταιρειών με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση.

#### **4.4 Πορεία των Τραπεζικών Μετοχικών Τίτλων**

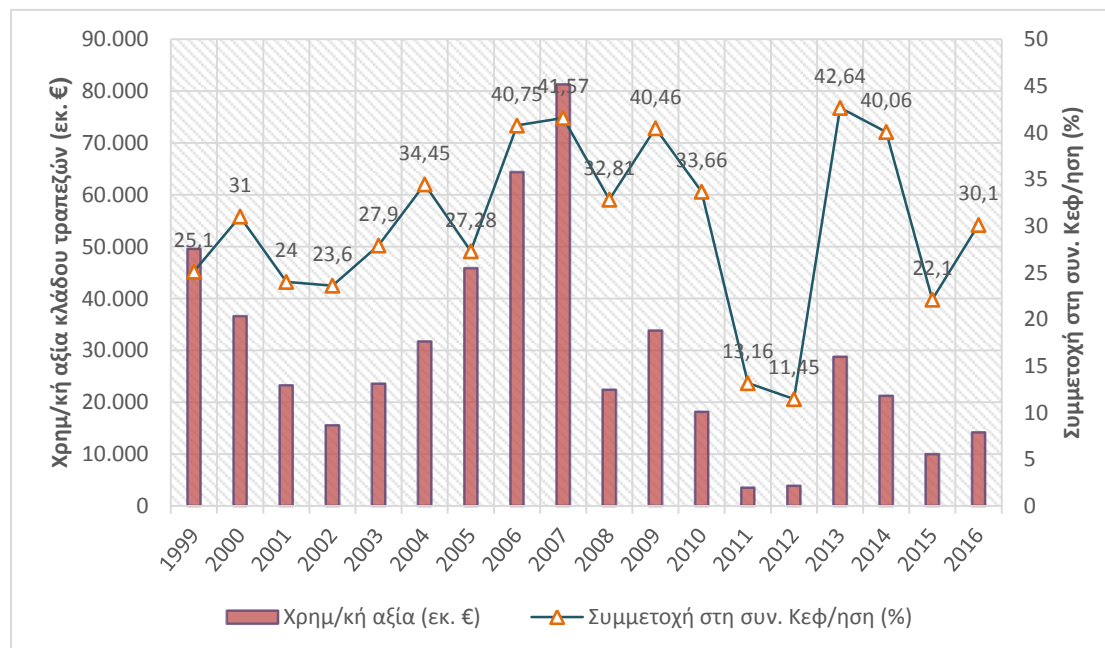
Λόγω της σπουδαιότητας του τραπεζικού συστήματος ως συνιστώσα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και συμβολής του στην γενικότερη πορεία της οικονομίας, κρίθηκε χρήσιμο να παρουσιαστεί και η πορεία των μετοχών των τραπεζών στο ΧΑ.

Μετά την χρηματιστηριακή υπερβολή του 1999, τα περιθώρια κέρδους άρχισαν να υποχωρούν και τα κέρδη να μειώνονται για τη πλειοψηφία των μικρού και μεσαίου μεγέθους κυρίως βιομηχανικών εταιριών. Αυτό οδήγησε τις τιμές των μετοχών τους σε πτώση κάτι που συμπαρέσυρε και τις μετοχές των τραπεζών καθώς αποτελούσαν τους βασικούς πιστωτές πολλών από αυτές τις εισηγμένες εταιρείες. Μετά το 2003, όμως, αρχίζει μια περίοδος (2003 έως 2007) όπου τα κέρδη των τραπεζών αυξήθηκαν εντυπωσιακά, κυρίως από τη συμμετοχή του δικτύου θυγατρικών του εξωτερικού. Στα τέλη του 2007 και ενώ ο τραπεζικός δείκτης τιμών βρίσκονταν στο υψηλότερο σημείο όλων των εποχών, στο Χρηματιστήριο βρίσκονταν 15 τραπεζικές εταιρίες (επί συνόλου 297 εισηγμένων εταιριών) οι οποίες κάλυπταν το 41,4% της συνολικής κεφαλαιοποίησης. Από το σημείο εκείνο όμως, ξεκίνησε η κατάρρευση των μετοχικών τίτλων των τραπεζών που ήταν εισηγμένες στο ΧΑ, όπως φαίνεται ξεκάθαρα στο διάγραμμα 4.6.

Στα τέλη του 2012, στο Χρηματιστήριο είχαν απομείνει 11 τράπεζες οι οποίες εμφάνιζαν τεράστιες ζημιές (άνω των 28 δισ. ευρώ), λόγω των θέσεων τους στα

ελληνικά ομόλογα. Παρά τη γενικότερη κατάρρευση των τιμών σε όλο το Χρηματιστήριο, η συμμετοχή των τραπεζών στη συνολική κεφαλαιοποίηση είχε υποχωρήσει στο 11,4% (βλέπε διάγραμμα 4.6), δηλαδή, οι τιμές των τραπεζικών μετοχών είχαν υποχωρήσει με πολλαπλάσια ταχύτητα. Μετά την ανακεφαλαιοποίηση του 2013, είχαν απομείνει 7 τράπεζες (εκ των οποίων η μία κυπριακή) και η συμμετοχή τους στη συνολική κεφαλαιοποίηση ανέβηκε στο 42,64%, λόγω των κεφαλαίων της ανακεφαλαιοποίησης. Κατά τις δύο συνεδριάσεις μετά την επαναλειτουργία του Χρηματιστηρίου της Αθήνας (το οποίο παρέμεινε κλειστό επί 5 βδομάδες λόγω των capital controls), η συνολική κεφαλαιοποίηση των τραπεζών μειώθηκε κατά 51%, φθάνοντας στα 8,3 δισεκατομμύρια ευρώ (εκ των οποίων ποσό 1,7 δισ. περίπου αφορά στην κεφαλαιοποίηση της Τράπεζας Κύπρου). Μετά την εξέλιξη αυτή, οι τραπεζικές μετοχές αποτελούσαν το 22,1% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου.

Διάγραμμα 4.6: Χρημ/κή αξία και Ποσοστό Συμμετοχής στη συν. Κεφ/ηση του ΧΑ κατά την 31/12 (1999-2016)



(πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο – Χρηματιστηριακές Εξελίξεις, Δεκέμβριος 1999-2016)

Δε χρειάστηκαν παρά μόνον μερικοί μήνες κακών χειρισμών, ώστε τα κεφάλαια των συνεχών κεφαλαιοποιήσεων να εξαυλωθούν στην κυριολεξία. Ειδικότερα, μέσω του ΧΑ αντλήθηκαν κατά την τριετία 2013-2015 49,28 δισ. ευρώ [βλέπε Κεφάλαιο 5 Πίνακας 5.5 Αντληθέντα κεφάλαια (€) στα πλαίσια του ΤΧΣ, 2013-2015]. Η επί

σειρά ετών «εγκληματική» διαχείριση των κυβερνήσεων, αλλά και των διοικήσεων των τραπεζών, κατέστρεψαν το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, στέρησαν την οικονομία από ζωτικούς πόρους και προκάλεσαν τεράστιες ζημιές σε εκατοντάδες χιλιάδες μετόχους των τραπεζών. Χαρακτηριστικό για να αντιληφθούμε την ζημιά είναι ο Τραπεζικός Δείκτης, ο οποίος στις 31/12/1980 υπολογίστηκε στις 1.000 μονάδες και που τον Οκτώβριο του 2007 πέτυχε την υψηλότερη τιμή του στις 76.800 μονάδες, και μέσα στο 2016 η ελάχιστη τιμή του ήταν γύρω στις 270 μονάδες, δηλαδή στο χαμηλότερο επίπεδο αυτών των 36 ετών, ή 99,6% κάτω από την υψηλότερη τιμή του 2007.

#### 4.5 Κεφαλαιοποίηση προς ΑΕΠ

Αρκετοί επενδυτές, αλλά και αναλυτές χρησιμοποιούν συχνά τον δείκτη «κεφαλαιοποίηση ως ποσοστό του ΑΕΠ» για να χαρακτηρίσουν θετικές ή αρνητικές τις μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προοπτικές ενός χρηματιστηρίου. Συγκεκριμένα για να υπολογιστεί ο δείκτης, τοποθετούμε στον αριθμητή του δείκτη το άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας της 31ης Δεκεμβρίου του συνόλου των εταιρειών που είναι εισηγμένες σε ένα χρηματιστήριο και ο παρονομαστής το ύψος του ΑΕΠ της χώρας την ίδια χρονιά (Να σημειωθεί ότι για τον υπολογισμό του δείκτη χρησιμοποιήσα το ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές).

Το σκεπτικό για το οποίο παρακολουθείται ο δείκτης «κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ» έχει να κάνει πρώτον, διότι εξετάζοντας την πορεία του για την ίδια χώρα, όσο πιο χαμηλά κυμαίνεται το ύψος του δείκτη από τον μέσο όρο, τόσο μεγαλύτερες είναι οι πιθανότητες για μελλοντική άνοδο των τιμών των μετοχών και όσο πιο ψηλά βρίσκεται η τιμή του από τον μέσο όρο, τόσο υψηλότερες είναι οι πιθανότητες για μελλοντική υποχώρηση των τιμών των μετοχών.

Για παράδειγμα στην περίπτωση του Χρηματιστηρίου της Αθήνας από το 1999 έως και το 2016, τα τελευταία 18 χρόνια η συνολική κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. αποτελούσε κατά μέσο όρο το 48,67% του ΑΕΠ έναντι μόλις 19,8% στο τέλος του

2015. Άρα, σε βάθος χρόνου -σύμφωνα πάντοτε με τον ίδιο δείκτη- το ελληνικό χρηματιστήριο έχει σαφή περιθώρια ανόδου, ιδίως αν η χώρα καταφέρει από την τρέχουσα χρονιά να ανεβάσει το ΑΕΠ της. Να σημειωθεί ότι η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη είχε εκτιναχθεί στο 149,7% στη χρηματιστηριακή φούσκα του 1999, ή αντιθέτως είχε κατακυλήσει στο 12,6% το 2011, όταν ο κίνδυνος εξόδου της Ελλάδας από τη ζώνη του ευρώ ήταν πολύ μεγαλύτερος από σήμερα.

Μια δεύτερη διάσταση του ίδιου δείκτη είναι να συγκριθεί με τη μέση επίδοση των χωρών της Ευρώπης. Έτσι, στην τελευταία στήλη του παρατιθέμενου πίνακα καταγράφεται ο δείκτης «κεφαλαιοποίηση προς ΑΕΠ» για την Ευρώπη και συγκεκριμένα ο μέσος όρος για τα ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια. Συγκρίνοντας λοιπόν τα στοιχεία των δύο πινάκων μπορούμε να δούμε την πορεία της διαφοράς των δύο δεικτών. Όσο η διαφορά αυτή μικραίνει, τόσο μεγαλώνουν οι πιθανότητες για υπό-απόδοση των ελληνικών μετοχών και όσο η διαφορά διευρύνεται τόσο μεγαλώνουν οι πιθανότητες υπέρ-απόδοσης. Με βάση αυτήν τη θεώρηση, μπορεί βραχυπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα να προκύψουν διαφοροποιήσεις λόγω έκτακτων παραγόντων, ή μιας κρίσης που ξέσπασε σε κάποια χώρα, ωστόσο μέσο-μακροπρόθεσμα τα πράγματα για τη χώρα αυτή θα αρχίσουν και πάλι να βελτιώνονται, συμπαρασύροντας έτσι και τις χρηματιστηριακές αποτιμήσεις<sup>35</sup>.

Με βάση τα στοιχεία του πίνακα 4.3, η διαφορά των δύο δεικτών ήταν μόλις 9,3 και 18,9 μονάδες τα έτη 2007 και 2008, για να εκτιναχθεί στις 47,3 και στις 46,4 μονάδες τα έτη 2011 και 2012. Έκτοτε, η διαφορά παρουσιάζει κάποια τάση αποκλιμάκωσης (43,3 μονάδες το 2013) παραμένει ωστόσο σε πολύ υψηλά επίπεδα. Άρα, σύμφωνα με τον συγκεκριμένο δείκτη, το Χρηματιστήριο της Αθήνας έχει μεγάλες πιθανότητες υπέρ-απόδοσης σε σύγκριση με τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια σε βάθος χρόνου.

Θα πρέπει να τονιστεί βέβαια πως κάθε δείκτης αποτελεί μόνο ένδειξη και ποτέ απόδειξη για το τι συνέβη, ή το τι θα μπορούσε να συμβεί στο μέλλον. Επιπλέον, ο συγκεκριμένος δεν επηρεάζεται μόνο από την πορεία των τιμών των μετοχών και του ΑΕΠ μιας χώρας, αλλά και από εξωγενείς παράγοντες, όπως οι εισαγωγές νέων

---

<sup>35</sup> <http://www.euro2day.gr/investments/guide/article/1194676/ha-mia-sygrkish-poy-dinei-shmayperapodoshs.html>

μετοχών, οι αποχωρήσεις υπαρχουσών μετοχών από το ταμπλό (π.χ. Κύπρου, Λαϊκή, Alaris), ή επίσης οι αυξήσεις κεφαλαίου των εισηγμένων εταιρειών. Έτσι, στην κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. το 2013 έχουν συνυπολογιστεί και τα κεφάλαια που έβαλε στις συστημικές τράπεζες το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, άρα η τιμή του δείκτη είναι ακόμη πιο χαμηλή (επομένως πιο ελκυστική) απ' ό,τι φαινομενικά δείχνει.

Πίνακας 4.3: Δείκτης Κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ για Ελλάδα και Ευρώπη (1998-2016)

Έτη	Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχών ΧΑ (εκ. €) <sup>36</sup>	Δείκτης Κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ (ΧΑ) (%)	Ευρωπαϊκός Δείκτης Κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ (%) <sup>37</sup>
1998	67.024,80	54,9	73,3
1999	197.537,00	149,7	105,2
2000	117.956,30	85,5	100,4
2001	96.949,50	66,2	81,9
2002	65.759,70	42	55,6
2003	84.547,10	49	63,2
2004	92.137,90	49,7	67
2005	123.033,20	63,2	81,1
2006	157.928,71	72	90,1
2007	195.502,47	79,8	89,1
2008	68.176,70	27,3	46,2
2009	83.477,43	33,4	65,9
2010	53.958,39	21,7	70,6
2011	26.783,43	12,6	59,9
2012	33.766,01	17,8	64,2
2013	66.514,89	32,7	76
2014	52.916,57	25,7	78,3
2015	46.717,67	21,7	73,2
2016	45.101,80	19,8	71,8

Το 2011 η κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών μειώθηκε κατά 48,40% με αποτέλεσμα ο σχετικός δείκτης της συνολικής κεφαλαιοποίησης της

<sup>36</sup> Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2015

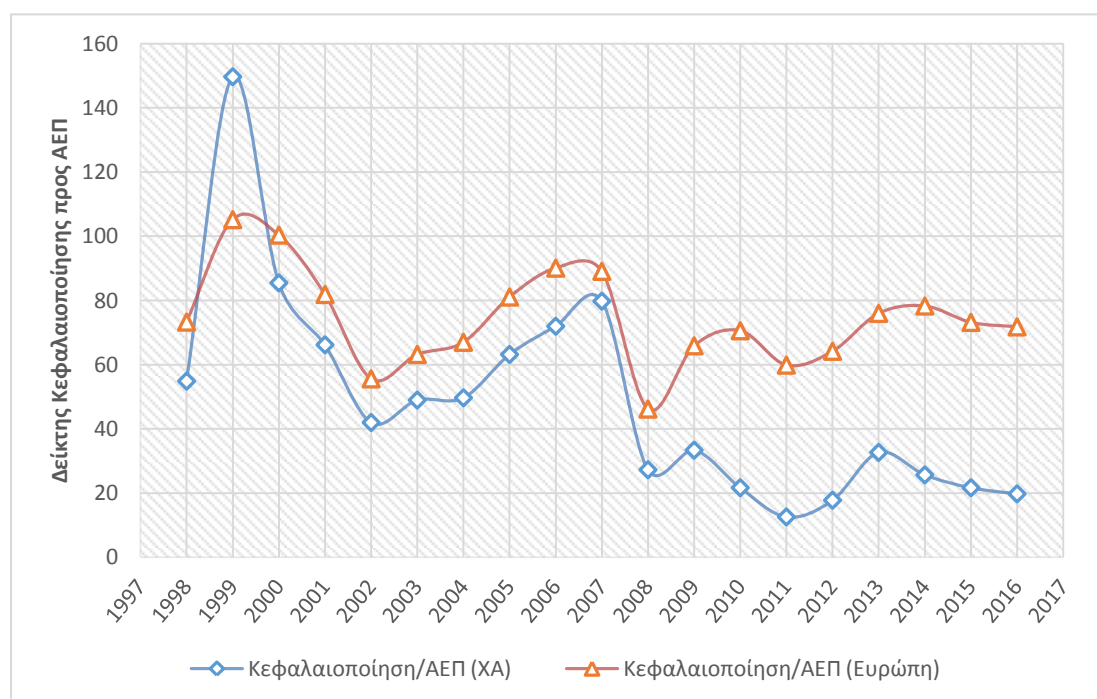
<sup>37</sup> «Ελληνικά Χρημαστήρια Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών, Εκκαθάρισης Διακανονισμού & Καταχώρησης», Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 12<sup>ης</sup> Εταιρικής Χρήσης 2012

ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς ως προς ΑΕΠ της χώρας να βρεθεί στο 12,56%, στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 18 ετών. Η πτώση είναι ακόμα μεγαλύτερη αν λάβουμε υπ' όψιν τον αριθμό των εταιρειών που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά τη διάρκεια της τελευταίας δωδεκαετίας.

Από το διάγραμμα 4.7 φαίνεται ότι ιστορικά, με εξαίρεση το 1999, το ΧΑ υπολείπεται του μέσου όρου των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων από 10 έως 20 ποσοστιαίες μονάδες μέχρι το 2009. Η απόκλιση αυτή αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα της οικονομικής κρίσης που μαστίζει τη χώρα μας και η οποία έχει μειώσει σημαντικά την κεφαλαιοποίηση της ελληνικής αγοράς.

Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν πόσο σφόδρα υποτιμημένο εμφανίζεται να είναι το ελληνικό χρηματιστήριο έναντι των υπόλοιπων ευρωπαϊκών αγορών μέσα στην περίοδο της κρίσης που η αγορά της Αθήνας διολισθαίνει σε χαμηλά της δεκαετίας του '90, πριν από το ιστορικό υψηλό του 1997, ενώ οι διεθνείς αγορές παραμένουν πολύ κοντά στα υψηλά τους.

Διάγραμμα 4.7: Δείκτης Κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ στο ΧΑ (1999-2016)



Αξιοσημείωτο είναι η κεφαλαιοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου στο χρονικό διάστημα 2006-2011 (δηλαδή μέσα σε μια εξαετία) παρουσιάζει μια απώλεια

λίγο παραπάνω από τα 130 δισ. ευρώ, από τα 157,93 δισ. ευρώ το 2006 η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιριών να υπολογίζεται στα 26.01 δισ. ευρώ τον Δεκέμβριο του 2011, που οφείλεται κυρίως στην μεγάλη πτώση των τιμών των τραπεζικών μετοχών. Με αποτέλεσμα το ποσοστό της χρηματιστηριακής αξίας έναντι του ΑΕΠ να διαμορφώνεται περίπου στο 12,56% το 2011, από το 72,49% που βρισκόταν το 2006.

Ανάλογη συμπεριφορά εμφανίζεται την τριετία 1999-2002, που ξέσπασε το σκάνδαλο με τις «φούσκες» στο ελληνικό χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα να εμφανιστεί μια απώλεια στη συνολική κεφαλαιοποίηση της τάξης των 130 δισ. ευρώ, από τα 197 δισ. ευρώ που ήταν η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑ το 1999 να καταρρακωθεί στα 66 δισ. ευρώ το 2002. Με συνέπεια να επηρεαστεί ανάλογα και ο δείκτης Κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ και από το 149,64% να καταλήξει στο 42%. Βέβαια τα αίτια εμφάνισης αυτής της συμπεριφοράς είναι διαφορετικά από εκείνα στην εξασθένιση 2006-2011. Παρόλα αυτά αξίζει να συγκρατήσουμε τη μεγάλη μεταβλητότητα του ΧΑ όσο αφορά το συγκεκριμένο δείκτη.

Σε αντιπαραβολή με αυτό που συμβαίνει στην Αθήνα, ο μέσος όρος της αποτίμησης των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών είναι συγκριτικά υπερδιπλάσιος τη χρονική περίοδο που ξεκίνησε η παγκόσμια ύφεση (2007) μέχρι το 2013. Το ποσοστό της κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση ξεπερνά σε μέσο όρο το 77%, ενώ στις ΗΠΑ έχει χτυπήσει κόκκινο καθώς σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία η χρηματιστηριακή αξία της Wall Street αντιστοιχεί στο 123% του αμερικάνικου ΑΕΠ. Το υψηλότερο σημείο όλων των εποχών για το αμερικάνικο χρηματιστήριο είχε καταγραφεί το 2000, όταν η κεφαλαιοποίηση είχε εκτοξευτεί στο 153% του ΑΕΠ λόγω της φούσκας των dot.com. Την ίδια περίοδο (1999) στην Ελλάδα είχε ξεπεράσει το 147% ενώ στα υψηλά του 2007 είχε φτάσει το 83,8%.<sup>38</sup>

Συνήθως όταν η κεφαλαιοποίηση ξεπερνά το 50% του ΑΕΠ μια αγορά θεωρείται ακριβή, ενώ όταν πέφτει κάτω από το 30% λογίζεται ως υποτιμημένη. Το 2012, με την κατάρρευση του Γενικού Δείκτη στις 471 μονάδες και την συνολική αξία των μετοχών κάτω από τα 20 δισ. ευρώ, η σχέση κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ

---

<sup>38</sup> <http://www.capital.gr/story/2198472>

είχε διαμορφωθεί προσωρινά κάτω από το 10%. Η ανακεφαλαιοποίηση που ακολούθησε στις τράπεζες και η άνοδος των μετοχών, προσέθεσαν σημαντική αξία στο Χ.Α με αποτέλεσμα το ποσοστό να ανέβει από το 17,6% στο τέλος του 2012, σε 32,7% στο τέλος του 2013 και για να υποχωρήσει σε επίπεδα κάτω από το 20% στο τέλος του 2016.

#### 4.6 Αξία συναλλαγών

Η αξία των συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν μέσα σε μια χρονιά αποτελεί ένα από τα πιο χρήσιμα στοιχεία πληροφόρησης του χρηματιστηρίου, στην οποία δίνουν μεγάλη έμφαση οι επενδυτές, επιχειρήσεις και οργανισμοί αξιολόγησης σε αυτόν τον δείκτη. Η γνώση της εξέλιξης της μέτρησης της αξίας των συναλλαγών του χρηματιστηρίου σε συνδυασμό και με άλλες μετρήσεις και δείκτες μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να έχουν μια εικόνα της δυναμικής και γενικότερα της κατεύθυνσης της αγοράς. Συνεπώς η αξία των συναλλαγών με τη βοήθεια διαφόρων τεχνικών μπορεί να αξιοποιηθεί από τους επενδυτές για την κατάρτιση αποτελεσματικών επενδυτικών στρατηγικών.

Στον πίνακα 4.4 παρουσιάζεται η διαχρονική πορεία της ετήσιας αξίας των συναλλαγών του ΧΑ και η ετήσια μεταβολή της αξίας συναλλαγών, καθώς και η ετήσια μέση ημερήσια αξία συναλλαγών και την ετήσια μεταβολή της για το χρονικό διάστημα που μελετάμε. Παρατηρείται μια έντονη μεταβλητότητα στο ΧΑ όσο αφορά την αξία συναλλαγών, με σημαντικές μειώσεις και αυξήσεις, που είναι ανάλογη του γενικού Δείκτη Τιμών και της συνολικής Κεφαλαιοποίησης του ΧΑ. Οι τιμές των μετοχών και ο όγκος των συναλλαγών είναι οι άμεσοι παράγοντες που καθορίζουν την αξία των συναλλαγών, παρόλα αυτά τα ουσιώδη αίτια βρίσκονται στη γενικότερη πορεία της οικονομίας εγχώρια και παγκόσμια, καθώς και στους παράγοντες που την επηρεάζουν, όπως πολιτική σταθερότητα, δημοσιονομική πολιτική κ.α.



Πίνακας 4.4: Αξία Συναλλαγών και Μέση Ημερήσια Αξία Συναλλαγών ΧΑ (1999-2016)

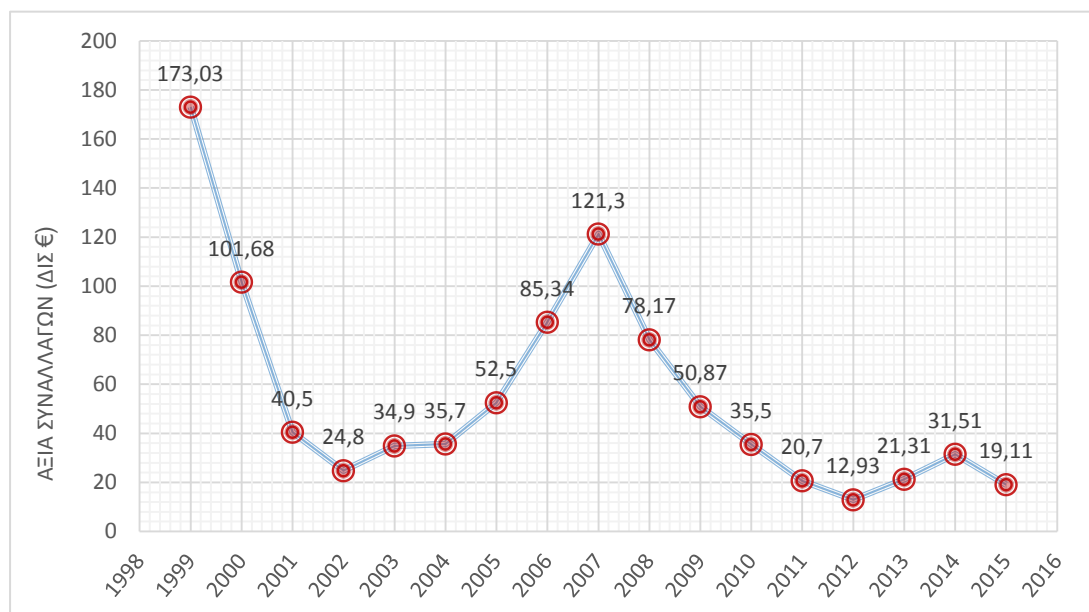
Έτη	Αξία συναλλαγών ΧΑ (δισ €)	Ετήσια μεταβολή (%) αξίας συναλλαγών	Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών (εκ €)	Ετήσια μεταβολή (%)
1999	173,03	314,9	880,1	218,7
2000	101,68	-41,2	440,8	-49,91
2001	40,5	-60,1	162,1	-63,23
2002	24,8	-38,9	100,3	-38,13
2003	34,9	40,9	138,86	38,45
2004	35,7	2,3	140,89	1,46
2005	52,5	46,9	210	48,9
2006	85,34	62,2	342,7	63,19
2007	121,3	42,1	481,3	40,6
2008	78,17	-35,5	317	-34,14
2009	50,87	-34,9	205,1	-35,13
2010	35,5	-31	139,42	-32,03
2011	20,7	-41,08	82,41	-40,86
2012	12,93	-37,6	51,87	-37,05
2013	21,31	64,81	86,62	66,98
2014	31,51	47,87	127,05	46,68
2015	19,11	-39,34	86,64	-31,81
2016	15,10	-21	60,50	-29

(πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2015)

Μια γενική εικόνα που αποκομίζουμε πιο καθαρά από το διάγραμμα 4.8 είναι ότι πορεία της ετήσιας αξίας συναλλαγών διαμορφώνεται σε 4 φάσεις, σε δύο πτωτικές πορείες και σε 2 ανοδικές πορείες, στη διάρκεια των 18 ετών. Αρχικά κατά το χρονικό διάστημα 1999-2002, η ετήσια αξία συναλλαγών εμφανίζει μια πτωτική πορεία, όπου από τα 173,03 δις € φτάνει στα 24,8, δηλαδή η μεταβολή σε αυτό το διάστημα είναι περίπου στο -86% από το ιστορικό υψηλό του 1999. Κυρίως οφείλεται στη μεταβατική περίοδο του σκανδάλου της «φούσκας» με την απότομη πτώση του χρηματιστηρίου που ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών που κορυφώθηκε το 1999 και συνδέθηκε με την ένταξη της Ελλάδας, τότε, στην ΟΝΕ και την ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας του 2004. Χαρακτηριστικό είναι ο αριθμός των κωδικών των επενδυτών για την διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών ανήλθε σε 1,35 εκατομμύρια, αντιστοιχώντας στο 30% περίπου των ελληνικών νοικοκυριών. Η αρνητική εξέλιξη στην ελληνική κεφαλαιαγορά οφειλόταν και στην επίδραση διεθνών παραγόντων, βασικότεροι εξ αυτών ήταν τα σκάνδαλα

εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς, και κυρίως στις Η.Π.Α., οι διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου και η συνεχιζόμενη επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος στις ανεπτυγμένες αγορές.

Διάγραμμα 4.8: Αξία Συναλλαγών στο ΧΑ (1999-2016)



Η επόμενη φάση ήταν χαρακτηρίζεται από μια συνεχόμενη ανοδική πορεία της αξίας των συναλλαγών το χρονικό διάστημα 2003-2007, κατά την οποία έχουμε μια αύξηση της τάξης του 390% περίπου από το 2002 και η αξία των συναλλαγών να διαμορφώνεται στα 121,3 δις € το 2007, εξαιτίας των διεθνών εξελίξεων που επηρέασαν την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία χαρακτηρίστηκε από άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών και αυξημένη συναλλακτική δραστηριότητα στις αγορές μετοχών, παραγώγων και εταιρικών ομολόγων του ΧΑ. Αξίζει να σημειωθεί ότι τη διετία 2005-2006 η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών κινήθηκε έντονα ανοδικά εν μέσω συνδυασμού εσωτερικών και εξωτερικών παραγόντων. Τα διεθνή χαμηλά επιτόκια, αλλά, κυρίως, η συσσωρευμένη πλεονάζουσα ρευστότητα, οδήγησαν την πλειονότητα των ευρωπαϊκών και ασιατικών χρηματιστηρίων στην επίτευξη σημαντικών κερδών. Η διεθνής ευνοϊκή συγκυρία, σε συνδυασμό με τις εγχώριες θεσμικές επεμβάσεις και τη σταθερότητα της οικονομικής πολιτικής οδήγησαν την χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.

Επόμενο στάδιο αφορά μια παρατεταμένη πτωτική πορεία της αξίας των συναλλαγών στο ΧΑ την περίοδο 2008-2012, όπου σημειώνεται το πιο χαμηλό

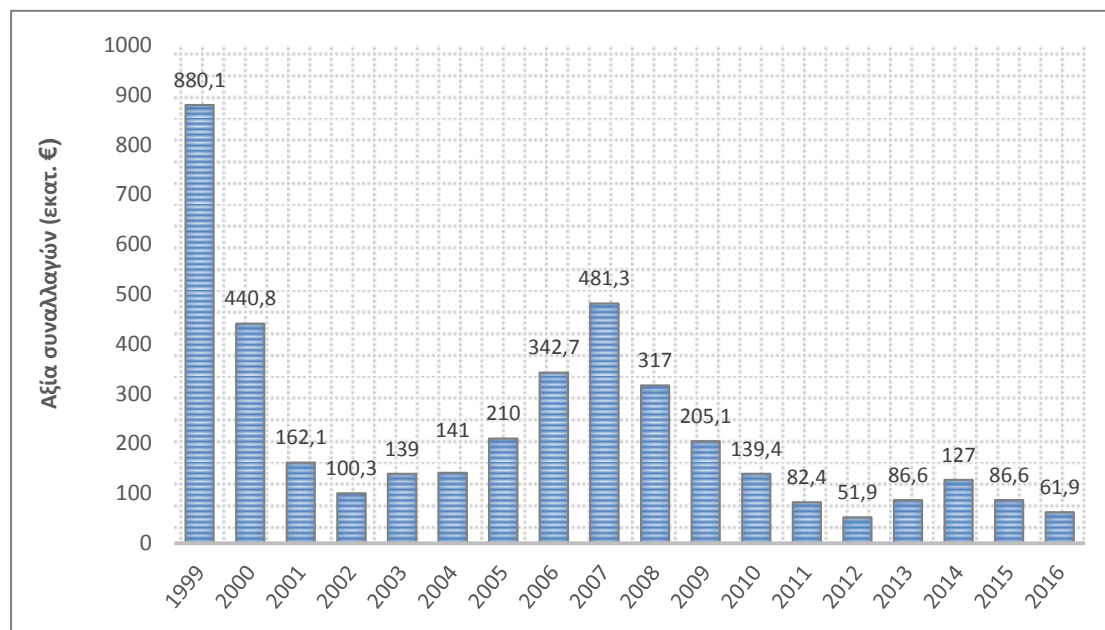
επίπεδο της αξίας συναλλαγών μέσα στα 18 χρόνια της πορείας που μελετάμε στα 12,93 δις € το 2012, με μια αρνητική μεταβολή γύρω στο 90% από το 2007. Οι λόγοι που οδήγησαν αυτή την κατάσταση είναι η χρηματοπιστωτική κρίση το 2007, που προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Όλα αυτά προκάλεσαν αλυσιδωτές αντιδράσεις με αποτέλεσμα την παγκόσμια οικονομική κρίση το 2008. Η χρηματιστηριακή αγορά δεν μπορούσε να παραμείνει ανεπηρέαστη από αυτή την κακή οικονομική συγκυρία, με αποτέλεσμα να εμφανίζει απαξιωτική εικόνα, με την ημερήσια αξία συναλλαγών να έχει συρρικνωθεί δραματικά. Ταυτόχρονα, η αυτονόμηση από τις ξένες αγορές έχει συντελέσει στη συνεχή πτωτική πορεία των τιμών, με την κεφαλαιοποίηση να πλησιάζει το 18% του ΑΕΠ και το ΓΔΤ να κινείται στα επίπεδα του 1997.

Τη διετία 2013-2014, η αξία συναλλαγών στο ΧΑ σημείωνε σημαντική ετήσια αύξηση κάθε χρόνο γύρω στο 50%, ανήλθε σε 31,51 δις. € το 2014 και συνολική μεταβολή 143,7%. Αυτό οφείλεται στο ότι το επενδυτικό ενδιαφέρον ενισχύθηκε υποβοηθούμενο από τις βελτιούμενες διεθνείς εξελίξεις και την σταδιακή υποχώρηση της αβεβαιότητας στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Παρόλα αυτά η ανοδική εξέλιξη της διετίας δεν κράτησε πολύ και το 2015, η αξία συναλλαγών σε μετοχικούς τίτλους στο ΧΑ ανήλθε σε 19,11 δις. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια μείωση κατά 39,34%. Το δεύτερο εξάμηνο, η αξία συναλλαγών κινήθηκε σε σημαντικά χαμηλότερα μεγέθη λόγω της επιβολής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (Capital controls) οι οποίοι επιβλήθηκαν εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων και δεύτερον του «τραπεζικού πανικού» («bank run») που αντικειμενικά διογκώθηκε, αν όχι δημιουργήθηκε το βράδυ της Παρασκευής, 26 Ιουνίου 2015. Λογική συνέπεια ήταν να μειωθεί η αξία των συναλλαγών και να συνεχιστεί το 2016, αν αναλογιστούμε πως η χρηματιστηριακή αξία των τραπεζικών μετοχών κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο στη συνολική κεφαλαιοποίησης και ο δείκτης FTSE/XA Τραπεζών παρουσίασε τεράστια πτώση (-93,87%) μόνο 2015.

Επιπλέον από το διάγραμμα 4.9 παρατηρούμε ότι η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών κάθε χρόνου ακολούθησε παρόμοια πορεία με την ετήσια αξία των συναλλαγών στο διάστημα 1999-2016, όπως ήταν φυσικό. Ακόμα και τα ετήσια

ποσοστά μεταβολής τους ήταν σχεδόν ίδια (βλέπε πίνακα 4.4). Αξίζει να αναφερθεί ότι οι υψηλότερες τιμές των μέσων ημερήσιων αξιών συναλλαγών σημειώθηκαν το 1999 (880,1 εκατ. €) και το 2007 (480,1 εκατ. €) και το χαμηλότερο επίπεδο το 2012 (51,9 εκατ. €).

Διάγραμμα 4.9: Μέση ημερήσια Αξία Συναλλαγών (1999-2016)



#### 4.7 Κατανομή Επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση

Η μελέτη της μεταβολής των ποσοστών συμμετοχής των εγχώριων και αλλοδαπών επενδυτών στην συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑ τη χρονική περίοδο που μελετάμε είναι ένας αξιόλογος δείκτης, που μας δείχνει την εξέλιξη των πηγών κεφαλαίων που συμμετέχουν στο ΧΑ. Τα ποσοστά έχουν μεταβληθεί ριζικά μέσα στη διάρκεια του χρόνου και είναι απόρροια των οικονομικών γεγονότων που συνέβησαν στον Ελλαδικό χώρο και στον υπόλοιπο κόσμο. Πάντως αυτό που πρέπει να συγκρατήσουμε είναι η μείωση του ποσοστού συμμετοχής (βάσει αξία κεφαλαιοποίησης) των εγχώριων επενδυτών με αντίστοιχη αύξηση των ποσοστών αλλοδαπών

Πλέον έχουν περάσει 17 χρόνια από τη στιγμή που το ελληνικό χρηματιστήριο βρέθηκε στον «Όλυμπο» της αξίας του, σε μία από τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές υπερβολές στην Ευρώπη από τον πόλεμο και μετά. Ήταν ίσως η μεγαλύτερη

χρηματιστηριακή άνοδος που είχε συμβεί ποτέ σε ευρωπαϊκό χρηματιστήριο τα τελευταία σαράντα χρόνια και σ' αυτό συνέβαλαν και οι πρώτες εισροές μεγάλων ξένων κεφαλαίων που έβλεπαν στο Χ.Α ένα νέο «Ελντοράντο». Βέβαια, τον Σεπτέμβριο του 1999, οι ξένοι κατείχαν μόλις το 25% της κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. και το υπόλοιπο το κατείχαν οι Έλληνες ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές. Σήμερα οι όροι έχουν αντιστραφεί και οι ξένοι κατέχουν περίπου το 60% του ελληνικού χρηματιστηρίου, ενώ οι Έλληνες επενδυτές το υπόλοιπο 40%. Οι ενεργοί κωδικοί άγγιζαν το 1999 τους 1.500.000, ενώ σήμερα διαμορφώνονται στις 20.000 - 21.000. Μόνο κατά τη διάρκεια του Σεπτεμβρίου 1999, περίπου 600.000 κωδικοί πραγματοποίησαν συναλλαγές.

Όπως παρατηρούμε στο Πίνακα 4.5, από το 2001 μέχρι το 2007 το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών είναι έντονο και το ποσοστό συμμετοχής τους αυξάνει με ένα μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της τάξης του 12%, δηλαδή το ποσοστό συμμετοχής των ξένων επενδυτών από το 24% το 2001 φθάνει στο 52%. Για να αντιληφθούμε πόσο μεγάλη είναι η αύξηση των ξένων επενδυτών στο ΧΑ, η συνολική κεφαλαιοποίηση το 2001 ήταν 9.687 εκατ. € και το 2007 υπολογίζεται 101.699 εκατ. €, δηλαδή μέσα σε 7 χρόνια τουλάχιστον δεκαπλασιάζεται. Μετέπειτα το 2008, το ποσοστό δεν μεταβάλλεται, παρόλα αυτά η αξία κεφαλαιοποίησης μειώνεται 68% και από 101.699 εκατ. € της προηγούμενης χρονιάς διαμορφώθηκε 33.008 εκατ. €, που οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση της συνολικής αξίας κεφαλαιοποίησης του ΧΑ.

Μέσα στα υπόλοιπα χρόνια, όπου αρχίζει η οικονομική κρίση στην Ελληνική οικονομία, οι ξένοι επενδυτές είναι πιο επιφυλακτικοί, αν και διατηρούν το ποσοστό συμμετοχής, η αξία κεφαλαιοποίησης μειώνεται στα χαμηλότερα επίπεδα δεκαετίας το 2011. Το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών ανανεώνεται στο πλαίσιο του προγράμματος Ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Στήριξης, που πραγματοποιείται μέσω αύξησης των μετοχικών κεφαλαίων στο ΧΑ το 2013, και έτσι η αξία κεφαλαιοποίησης των ξένων επενδύσεων μέχρι σήμερα αυξάνεται κάθε χρόνο.

Πίνακας 4.5: Ποσοστά συμμετοχής επενδυτών βάσει αξία Κεφαλαιοποίησης (2001-2016)

Έτη	Ημεδαποί επενδυτές <sup>39</sup> (% συν. κεφαλ.)	Αξία Κεφαλ/σης (εκατ. €)	Αλλοδαποί επενδυτές (% συν. κεφαλ.)	Αξία Κεφαλ/σης (εκατ. €)	Ταμείο Χρημ/κής Σταθερότητας	Αξία Κεφαλ/σης (εκατ. €)
2001	76,10	30.843	23,90	9.687	-	-
2002	71,30	17.662	28,70	7.109	-	-
2003	68,70	24.001	31,30	10.935	-	-
2004	63,50	22.693	36,50	13.044	-	-
2005	59,43	73.227	40,32	49.682	-	-
2006	53,07	83.852	46,64	73.702	-	-
2007	47,73	93.737	51,78	101.699	-	-
2008	51,07	35.231	47,85	33.008	-	-
2009	50,22	42.212	48,46	40.727	-	-
2010	48,22	26.180	50,45	27.390	-	-
2011	47,89	12.756	50,92	13.563	-	-
2012	48,27	16.617	50,14	17.260	-	-
2013	30,22	18.150	30,97	18.605	37,6	22.585
2014	27,32	12.483	45,87	20.959	25,43	11.622
2015	32,47	12.734	60,27	23.638	6,08	2.384
2016	42,00	18.943	58,00	26.159	-	-

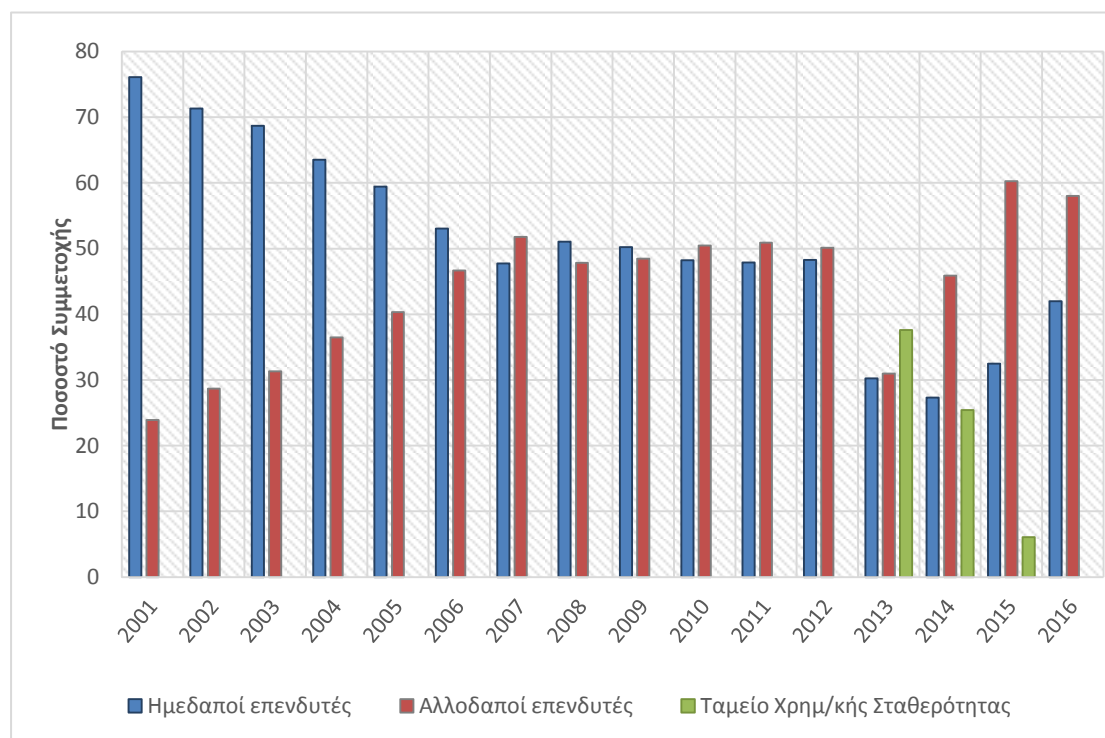
Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 2001-2016

Στον αντίποδα, οι εγχώριοι επενδυτές μετά την ‘έξαρση’ του 1999, ακολουθούν αντίστροφη πορεία από τους ξένους επενδυτές. Το διάστημα 2001-2007 αν και μειώνεται το ποσοστό συμμετοχής των εγχώριων επενδυτών, η αξία κεφαλαιοποίησης διαμορφώνεται από τα 30.843 εκατ. € στα 93.737 εκατ. €, δηλαδή αυξάνεται κατά 200% περίπου. Ενώ το 2008, μέσα σ’ ένα χρόνο, η αξία κεφαλαιοποίησης μεταβάλλεται κατά -62,5% και διαμορφώνεται στα 35.231 εκατ. €. Το 2009 το ποσοστό συμμετοχής παραμένει στάσιμό σχεδόν με μια μικρή μείωση, αλλά η αξία κεφαλαιοποίησης αυξάνεται κατά 20% περίπου. Μέσα στα επόμενα 3 χρόνια παρατηρείται μια συρρίκνωσή των Εγχώριων επενδυτών, εξαιτίας της οικονομικής

<sup>39</sup> Σημ.: Στην κατηγορία των Ημεδαπών Επενδυτών περιλαμβάνονται: i) Εγχώριοι Ιδιώτες, ii) Εγχώριοι Θεσμικοί, και iii) Δημόσιος Τομέας

κρίσης και της πολιτικής αστάθειας της χώρας. Το σκηνικό όμως αλλάζει και το ενδιαφέρον «αναζωπυρώνεται» κάπως το 2013 όταν εφαρμόζεται το πρόγραμμα στήριξης των ελληνικών τραπεζών από το ΤΧΣ (μια ικανοποιητική εικόνα μας παρουσιάζει και το διάγραμμα 4.10).

Διάγραμμα 4.10: Συμμετοχή Επενδυτών στη Συνολική Κεφαλαιοποίηση (2001-2016)



Κατά το 2014, με βάση τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, συνεχίστηκε η μείωση της συμμετοχής των ημεδαπών επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα το ποσοστό συμμετοχής τους μειώθηκε στο 27,32%, έναντι 30,22% το 2013 και 48,27% το 2012. Η συμμετοχή των αλλοδαπών επενδυτών αυξήθηκε και αντιπροσωπεύει το 45,87% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2014, έναντι 30,97% το 2013 και 50,14% το 2012. Το 2014 οι αλλοδαποί επενδυτές ήταν αγοραστές με εισροές που έφθασαν τα 1.357,46 εκατ. ευρώ, έναντι εισροών 2.331,88 εκατ. ευρώ το 2013, ενώ οι ημεδαποί επενδυτές εμφανίζονται πωλητές με εκροές ύψους 1.265,05 εκατ. ευρώ, έναντι εκροών 2.176,40 εκατ. ευρώ το 2013. Τέλος το ποσοστό συμμετοχής του Ταμείου χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) στη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών

διαμορφώθηκε στο 25,43% έναντι 37,60% το 2013. Αξιοσημείωτη είναι η μείωση του μέσου μηνιαίου αριθμού ενεργών μερίδων το 2014, του οποίου ανήλθε στις 27.928 μερίδες έναντι 44.675 μερίδων το 2013 και 34.144 μερίδων το 2012.<sup>40</sup>

Κατά το 2015, με βάση τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αύξηση παρουσίασε η συμμετοχή τόσο των ημεδαπών όσο και των αλλοδαπών επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό συμμετοχής των ημεδαπών επενδυτών διαμορφώθηκε στο 32,47% στο τέλος του έτους από 27,32% το 2014, ενώ το ποσοστό συμμετοχής των αλλοδαπών επενδυτών έφθασε το 60,27% στο τέλος του έτους, έναντι 45,87% το 2014. Το 2015 οι αλλοδαποί επενδυτές ήταν αγοραστές με εισροές που έφθασαν τα 606,97 εκατ. ευρώ έναντι εισροών 1.357,46 εκατ. ευρώ το 2014, ενώ οι ημεδαποί επενδυτές εμφανίζονται πωλητές με εκροές ύψους 631,21 εκατ. ευρώ έναντι εκροών 1.265,05 εκατ. ευρώ το 2014. Τέλος το ποσοστό συμμετοχής του Ταμείου χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) στη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών υποχώρησε σημαντικά στο 6,08% στο τέλος του έτους από 25,43% το 2014. Αξιοσημείωτη είναι η συνεχιζόμενη μείωση του μέσου μηνιαίου αριθμού ενεργών μερίδων, ο οποίος ανήλθε το 2015 στις 26.322 μερίδες έναντι 27.928 μερίδων το 2014.<sup>41</sup>

Πλέον ο Γενικός Δείκτης κινείται κάτω από τα επίπεδα των 650 μονάδων, ενώ οι εγχώριοι επενδυτές δηλώνουν απόντες από τις εξελίξεις είτε επειδή δεν έχουν κεφάλαια προς επένδυση είτε από έλλειψη εμπιστοσύνης στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Πλέον το «πάνω χέρι» στις συναλλαγές έχουν πάρει οι ξένοι θεσμικοί, οι οποίοι πραγματοποιούν καθημερινά το 60%-70% των συναλλαγών, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό μοιράζεται μεταξύ βασικών μετόχων και λίγων ιδιωτών επενδυτών.

---

<sup>40</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2014

<sup>41</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2015



## Κεφάλαιο 5: Γενική Ανάλυση της Πορείας της Πρωτογενής Αγοράς του ΧΑ (1999-2016)

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται και αναλύεται η πορεία της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς στην οποία λαμβάνουν χώρα οι εισαγωγές εταιρειών στην χρηματιστηριακή αγορά αλλά και η άντληση μετοχικών κεφαλαίων μέσω δημοσιών εγγραφών. Αρχικά παρουσιάζουμε το πλήθος των εταιρειών που εισήχθησαν και διαγράφησαν στην πρωτογενή αγορά του ΧΑ στην εξεταζόμενη περίοδο. Έπειτα παρουσιάζουμε την αξία των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τις διάφορες δημόσιες εγγραφές των εταιρειών που εισήχθησαν για πρώτη φορά στην αγορά, αλλά και από τις διάφορες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από τις ήδη υπάρχουσες.

### 5.1 Εισαγωγές και διαγραφές εταιρειών

Στην εξεταζόμενη περίοδο 1999-2016, ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών μεταβλήθηκε έντονα και αντικατοπτρίζει, από μια σκοπιά, τις όποιες εξελίξεις συνέβησαν στο ΧΑ. Τα σημερινά δεδομένα παρουσιάζουν μια μάλλον πιο «τραγική» εικόνα για το ΧΑ, αφού το σύνολο των εισηγμένων εταιριών είναι στο χαμηλότερο επίπεδο για την χρονική περίοδο που εξετάζουμε. Πιο συγκεκριμένα, μόλις 207 εταιρείες εισηγμένες βρίσκονται στην δευτερογενή αγορά του ΧΑ (βλέπε πίνακα 5.1). Τα πράγματα γίνονται πιο δυσάρεστα αν αναλογιστούμε ότι από τις 229 εισηγμένες εταιρίες που υπήρχαν στο τέλος του 2015, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α., στην Κύρια Αγορά του ΧΑ διαπραγματεύονταν πλέον μόλις 139 μετοχές, ενώ 32 μετοχές υπήρχαν στην κατηγορία της Επιτήρησης, 11 ανήκαν στην κατηγορία της Χαμηλής Διασποράς, 4 όδευαν προς διαγραφή ενώ 43 μετοχές ήταν σε αναστολή διαπραγμάτευσης<sup>42</sup>. Επιπλέον ένας μεγάλος αριθμός των εταιριών που είναι διαπραγματεύσιμες είναι ανενεργές εδώ και καιρό και μόνο ένα μικρό ποσοστό αυτών είναι πιο εμπορεύσιμες και συγκεντρώνουν τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών.

---

<sup>42</sup> Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο «Χρηματιστηριακές εξελίξεις», Δεκέμβριος 2015

Η «αυτοκάθαρση» της χρηματιστηριακής αγοράς στα χρόνια του ευρώ και μετά τη χρηματιστηριακή υπερβολή («φούσκα») του 1999 είναι σε πλήρη εξέλιξη. Οι περισσότερες επιχειρήσεις που παρέμειναν εισηγμένες, αντιλήφθηκαν ότι με την κορύφωση της κρίσης και έχοντας ήδη πολυετείς ζημιολόγους χρήσεις δεν θα μπορούσαν να αντλήσουν νέα κεφάλαια από τους επενδυτές, που ήδη μετρούν τις δικές τους απώλειες, εάν αναλογιστούμε μόνο τα κεφάλαια που έχασαν από τις μετοχές «φούσκες». Έτσι, πολλές εταιρείες αποφάσισαν είτε να αποχωρήσουν μέσω δημοσίων προτάσεων, αφού είχαν χαμηλές αποτιμήσεις, είτε οι περισσότερες εξ αυτών που είχαν καταστεί ήδη χρεοκοπημένες στα χρόνια της ύφεσης να διαγραφούν οριστικά από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Πίνακας 5.1: Εισαγωγές και διαγραφές εταιρειών στο ΧΑ, 1999-2016

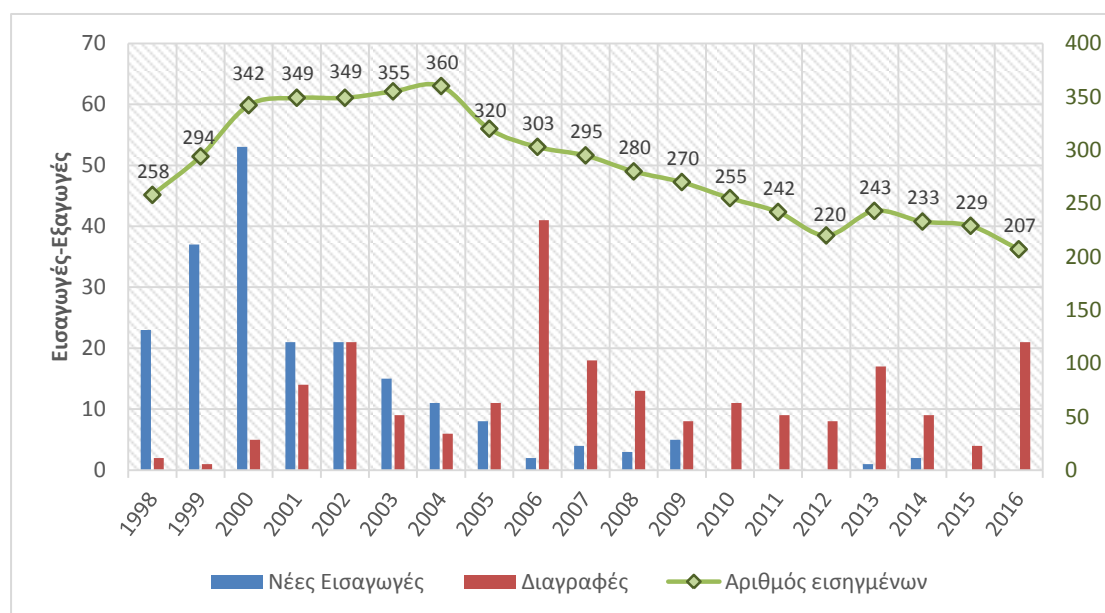
Εισαγωγές και διαγραφές εταιρειών στο ΧΑ, 1999-2016				
Έτη	Νέες Εισαγωγές	Διαγραφές	Αριθμός εισηγμένων	Αριθμός μετοχικών Εκδόσεων Εισηγμένων στο ΧΑ
1998	23	2	251	313
1999	37	1	287	336
2000	53	5	335	380
2001	21	14	342	383
2002	21	21	342	378
2003	15	9	348	384
2004	11	6	353	387
2005	8	11	350	338
2006	2	41	311	316
2007	4	18	297	309
2008	3	13	287	292
2009	5	8	284	279
2010	0	11	274	265
2011	0	9	265	247
2012	0	8	256	225
2013	1	17	240	251
2014	2	9	233	241
2015	0	4	229	240
2016	0	24	212	215
<b>Σύνολο</b>	<b>183</b>	<b>230</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

(πηγή: Μηνιαία Στατιστικά Δελτία «Χρηματιστηριακές εξελίξεις» του μήνα Δεκεμβρίου, 2004-2015)

Αξίζει να σημειωθεί ότι τη χρονική περίοδο των 18 χρόνων που εξετάζουμε έχουν διαγραφεί συνολικά 230 επιχειρήσεις και έχουν ολοκληρωθεί με επιτυχία μόνο 183 εισαγωγές εταιριών στο ΧΑ. Όπως παρατηρούμε από το διάγραμμα 5.1, τη χρονική περίοδο 1998-2000, που σηματοδοτήθηκε από τη χρηματιστηριακή έκρηξη και το ιστορικό ρεκόρ του ΧΑ, εισήχθησαν στο χρηματιστήριο 113 εταιρείες (23 το 1998, 37 το 1999 και 53 το 2000). Τότε ήταν που η τεράστια ζήτηση για μετοχές από μέρους των μικροεπενδυτών οδήγησε τους αναδόχους στη δημιουργία μιας τεράστιας λίστας προς εισαγωγή εταιρειών, πολλές εκ των οποίων ήταν και αμφιβόλου αξίας, ώστε να αποκομίζουν τεράστια κέρδη από προμήθειες.

Από το 2001 μέχρι το 2004, αν και είναι μια περίοδος μεταβατική για το Ελληνικό Χρηματιστήριο και τις παγκόσμιες αγορές, λόγω του ότι είναι μια μετέπειτα φάση του σκανδάλου με τη «φούσκα» του 1999 και στο ΧΑ παρατηρείται μια έντονη πτώση, αλλά επίσης και του γεγονότος του το 2001 ξεσπάει η «φούσκα του διαδικτύου» (ή «φούσκα dot com», όπως έγινε γνωστή) με πολλές αρνητικές συνέπειες για τα Χρηματιστήρια του εξωτερικού και όχι μόνο. Παρόλα αυτά παρατηρούμε ότι ο αριθμός των εισαγωγών είναι μεγαλύτερος από τον αριθμό των διαγραφών μέχρι το 2004, αν και ο ρυθμός αύξησης είναι αρνητικός. Τα αίτια οφείλονται στους θετικούς ρυθμούς της Ελληνικής οικονομίας, την εισαγωγή της Ελλάδας στην ΟΝΕ το 2002 και την αυξημένη παραγωγική δραστηριότητα στην Ελλάδα εξαιτίας της διοργάνωσης των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004.

Διάγραμμα 5.1: Εισαγωγές και διαγραφές εταιρειών στο ΧΑ (1998-2016)



πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2015

Το σκηνικό όμως φαίνεται ότι αλλάζει από το 2005 και έπειτα, αφού οι εξαγωγές είναι περισσότερες από τις εισαγωγές για μια περίοδο 12 ετών, όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 5.1. Τα αίτια παρατεταμένης αυτής περιόδου είναι η αλληλουχία των γεγονότων που συμβαίνουν στην οικονομία, δηλαδή μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες ήταν λογικό να εμφανιστεί μια κάμψη στις επενδύσεις και να μειωθεί το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών, αλλά από το 2007 εμφανίζεται μια παγκόσμια οικονομική ύφεση και δίνει το έναυσμα για την Ελληνική οικονομική κρίση το 2008 μέχρι σήμερα, που αποδεικνύει πόσο «απογυμνωμένη» είναι η Ελληνική οικονομία λόγω της κακοδιαχείρισης των προηγούμενων ετών.

Η εξαετής ύφεση στην Ελλάδα επιτάχυνε τη διαδικασία αποχωρήσεων αξιόλογων επιχειρήσεων από το ΧΑ. Ταυτόχρονα, η απαξίωση του χρηματιστηριακού θεσμού με όσα δραματικά συνέβησαν το καλοκαίρι του 1999 και η αδυναμία άντλησης φθηνών κεφαλαίων μέσω του Χ.Α., είχαν οδηγήσει στο αρνητικό ρεκόρ να μην έχει πραγματοποιηθεί καμία νέα εισαγωγή από το 2010 μέχρι και το 2013. Έτσι, η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά καθίσταται κάθε χρόνο φτωχότερη σε κεφαλαιοποίηση και φήμη και οδηγούμαστε σε αποχωρήσεις εισηγμένων επιχειρήσεων με μέση κεφαλαιοποίηση άνω των 100 και 150 εκατ. ευρώ.<sup>43</sup>

Για παράδειγμα από τις 16 τράπεζες που ήταν εισηγμένες το 1999 έχουν απομείνει μόλις 7, καθώς οι υπόλοιπες είτε απορροφήθηκαν από άλλους ομίλους, είτε οδήγησαν τους μετόχους τους σε απώλειες του 100% των κεφαλαίων που επένδυσαν. Μέσα στα 18 χρόνια πορείας του ΧΑ απουσιάζουν από το ταμπλό του ΧΑ οι ΑΤΕ Bank, Ασπίς Στεγαστική, Γενική, Εγνατία, Εμπορική, Ιονική, ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ και Telesis. Επιπλέον μια ασφαλιστική εταιρεία έχει απομείνει που εξακολουθεί να διαπραγματεύεται στο ταμπλό του ΧΑ (Ευρωπαϊκή Πίστη). Από το 1999 έως σήμερα η Ασπίς Πρόνοια έκλεισε, ενώ μέσα από δημόσιες προτάσεις των βασικών τους μετόχων τέθηκαν εκτός διαπραγμάτευσης οι τότε εισηγμένες Interamerican, Αγροτική Ζωής, ΑΤΕ Ασφαλιστική, Εθνική Ασφαλιστική, Metrolife και Φοίνιξ. Αξίζει ακόμα να αναφερθεί ότι το 1999 διαπραγματεύονταν 16 εισηγμένες ΑΕΕΧ, ενώ σήμερα κάνουν συναλλαγές στο ΧΑ μόνο δύο: Η Alpha Trust Ανδρομέδα και η Αιολική.

---

<sup>43</sup> <http://www.kathimerini.gr/850267/article/oikonomia/epixeirhseis/ka8e-xrono-kai-ftwxotero-se-kefalaiopoihsh-to-ellhniko-xrhmatisthrio>

Οι βασικοί λόγοι που έπαψαν να διαπραγματεύονται πολλές εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο ΧΑ, είναι οι ακόλουθοι:

- Πολλές τέθηκαν εκτός ΧΑ εξαιτίας των δυσεπίλυτων οικονομικών τους προβλημάτων (σημαντικό ποσοστό αυτών έχει ήδη πτωχεύσει).
- Αρκετές απορροφήθηκαν από άλλες εισηγμένες στο πλαίσιο επιχειρηματικών συνεργασιών και ομήλικών αναδιαρθρώσεων.
- Οι βασικοί τους μέτοχοι προχώρησαν σε δημόσιες προτάσεις προς τις μειοψηφίες.

Παράλληλα με τις εξελίξεις που αναφέραμε, το ΧΑ κατέστη φτωχότερο σε φήμη και κεφαλαιοποίηση, καθώς αν αντιληφθούμε το γεγονός ότι έχουν απομείνει μόλις 2 εισηγμένες (ΟΤΕ, Μινωικές Γραμμές) που ελέγχονται από ξένα κεφάλαια, όταν το 2001 η Αθήνα συγκέντρωνε 15 θυγατρικές πολυεθνικών επιχειρήσεων. Η τελευταία έξοδος θυγατρικής πολυεθνικής αφορούσε την τσιμεντοβιομηχανία ΑΓΕΤ-Ηρακλής. Ουσιαστικά, δύο είναι οι βασικοί λόγοι που υπήρξε αυτή η μαζική έξοδος εταιρειών που ελέγχονταν από ξένα κεφάλαια. Ο πρώτος λόγος είναι η πολιτική των ομίλων αυτών είναι να παραμένει η μητρική εταιρεία εισηγμένη σε ένα μεγάλο χρηματιστήριο και να αποχωρούν οι θυγατρικές από άλλα περιφερειακά χρηματιστήρια (όπως είναι και η Αθήνα), κυρίως για λόγους κόστους, εποπτείας αλλά και απασχόλησης επιπλέον προσωπικού για να εξυπηρετούν τους μετόχους και την αλληλογραφία με τις αγορές. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι οι χαμηλές αποτιμήσεις των μετοχών εξαιτίας της κατρακύλας του Χ.Α. ευνόησε την υποβολή δημοσίων προτάσεων από τους πολυεθνικούς ομίλους, οι οποίοι εκμεταλλεύθηκαν το χαμηλό κόστος και απέκτησαν το 100% των θυγατρικών τους με πολύ χαμηλότερο τίμημα συγκριτικά με την αξία των εταιρειών που είχαν πρωτοεισαχθεί στο Χρηματιστήριο.<sup>44</sup>

Τα παραδείγματα Παπαστράτος - Philip Morris, Vodafone - Panafon - Vodafone UK, Κωτσόβολος - Dixons, Interamerican - Eureka, Παυλίδης - Kraft Foods, Χάλυψ - Ciments Francais, Ρόκας - Iberola, Φοίνιξ - Groupama, ΑΒ Βασιλόπουλος - Delhaize, Δέλτα Παγωτού - Nestle, Credit Agricole - Εμπορική κ.ά., στο παρελθόν, είναι ενδεικτικά. Σημαντική χρονιά για τις εξαγορές ήταν το 2006, καθώς τότε ο νέος νόμος για τις δημόσιες προσφορές επιτάχυνε τις εξελίξεις. Έτσι, τη

---

<sup>44</sup> <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=526469>

χρονιά εκείνη αποχώρησαν από το Χ.Α. 41 εταιρείες, για να ακολουθήσουν 18 το 2007 και 13 το 2008.

Αν και οι αξίες στα χρηματιστήρια μεταβάλλονται ραγδαία, το βέβαιον είναι ότι εταιρείες όπως οι Ελαΐς, Παπαστράτος, Panafon, Interamerican, ΑΒ Βασιλόπουλος, Γερμανός, Βαρυτίνης, Cosmote, Chirita αποτελούν παραδείγματα που διά της απουσίας τους κατέστησαν φτωχότερη την ελληνική αγορά.

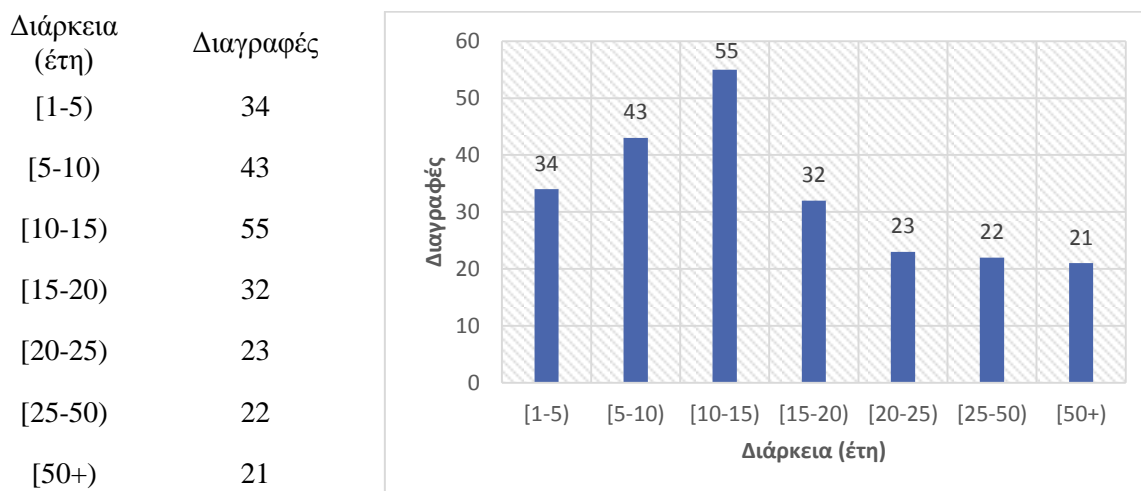
Ιστορικά η διαδικασία οριστικών διαγραφών μετοχών από το χρηματιστηριακό ταμπλό ξεκίνησε στις 2 Φεβρουαρίου 2006 επί προεδρίας Σπύρου Καπράλου στο Χρηματιστήριο και Αλέξιου Πιλάβιου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι πρώτες που διεγράφησαν παρουσίαζαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα από τη δεκαετία του 1990. Πρόκειται για τις εξής εταιρείες: ΔΑΝΕ, Θεσσαλική, Δάριγκ, Cosmos, Globe, Ipirotiki Software & Publications, Connection, Datamedia, Ευρωπαϊκή Τεχνική, Τεχνοδομή και Δυναμική Ζωή. Σύμφωνα με τη χρηματιστηριακή νομοθεσία, η διαγραφή μιας εισηγμένης μπορεί να αποφασιστεί εάν υπάρχει αβεβαιότητα για τη συνέχιση της δραστηριότητας της επιχείρησης ή απειλείται οριστικά η ομαλή διαπραγμάτευση της μετοχής.

Ένα άλλο στοιχείο που διαπίστωσα ήταν ότι μέση διάρκεια παραμονής των εταιριών που διαγραφήκαν από το χρηματιστηριακό ταμπλό στο ΧΑ μέσα στο διάστημα 1999-2016 ήταν περίπου 19,16 χρόνια. Βέβαια το στοιχείο αυτό από μόνο του δεν μας οδηγεί σε κάποιο συμπέρασμα. Οπότε δημιούργησα τον παρακάτω πίνακα και διάγραμμα, όπου παρουσιάζεται η διασπορά των διαγραφόμενων εταιριών στο διάστημα 1999-2016 (διάγραμμα 5.2) με βάση τη διάρκεια παραμονής στο ΧΑ<sup>45</sup>. Απ' ότι φαίνεται η πλειοψηφία των εταιριών που διαγράφηκαν (132) είχαν διάρκεια κάτω των 15 ετών, που μας δείχνει πόσο ρηχή είναι η Ελληνική Χρηματαγορά και ότι τα κριτήρια εισαγωγής ήταν αναξιόπιστα. Γεγονός που μας αποδεικνύει ότι οι λόγοι εισχώρησης τους στο Χ.Α. ήταν να αντλήσουν κεφάλαια και όχι προς επενδυτικούς σκοπούς, αλλά για κερδοσκοπικούς σκοπούς είτε να εξοφλήσουν προηγούμενες υποχρεώσεις.

---

<sup>45</sup> [http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Profiles/profile\\_delisted.asp](http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Profiles/profile_delisted.asp)

Διάγραμμα 5.2: Διασπορά διαγραφών στο ΧΑ με βάση τη διάρκεια παραμονής (1999-2016)



## 5.2 Αντληθέντα κεφάλαια από εκδόσεις μετοχικών τίτλων με δημόσια εγγραφή

Ως δημόσια εγγραφή μετοχικών τίτλων (Initial Public Offer – IPO) ορίζεται το γεγονός όπου μια επιχείρηση εκδίδει και θέτει σε δημόσια κυκλοφορία μετοχές της, συνήθως για πρώτη φορά είτε από εταιρεία που είναι ήδη εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Οπότε όταν μια εταιρία επιλέγει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο, ο πιο συνήθεις τρόπος είναι να προβεί σε αρχική δημόσια προσφορά μετοχικών τίτλων. Η διαδικασία της δημόσιας προσφοράς μετοχικών τίτλων στην Ελλάδα αρχίζει με μια επιχείρηση και ένα οικονομικό σύμβουλο (ανάδοχος), όπου επιλέγεται η αγορά και γίνεται μια εκτίμηση του εύρους τιμής προσφοράς. Ο ανάδοχος επιλέγεται για να πιστοποιήσει ότι η επιχείρηση έκδοσης συμμορφώνεται με τις προϋποθέσεις εισαγωγής. Στο ενημερωτικό δελτίο (prospectus) πρέπει να υποβληθεί η προβλεπόμενη χρήση των νέων κεφαλαίων, καθώς και λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση, τον έλεγχο των μετόχων της και των θυγατρικών.

Οι μετοχές που διατίθενται στην αγορά μέσω δημόσιας προσφοράς μπορεί να είναι υφιστάμενες μετοχές ή νέες μετοχές, ή και τα δύο, καθώς επίσης και με

δικαίωμα ψήφου ή άνευ δικαιώματος ψήφου μετοχών. Πριν από το 2001, σχεδόν σε όλα τα IPOs η διαδικασία τιμολόγησης που ακολουθούνταν ήταν η διαδικασία έκδοσης σταθερής τιμής, δηλαδή δημοσιευόταν στο ενημερωτικό δελτίο μια σταθερή τιμή των μετοχών. Από το 2001 αναπτύχθηκε μια νέα διαδικασία (το βιβλίο προσφορών με ανοιχτή τιμή), σύμφωνα με την οποία ο ανάδοχος της έκδοσης ζητά και λαμβάνει ενδεικτικές προσφορές από αριθμό θεσμικών και άλλων επενδυτών που αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό μερίδιο της αγοράς, ώστε να προσδιορίσει με επαγγελματικά κριτήρια την καταλληλότερη τιμή που θα ανταποκρίνεται στις συνθήκες αγοράς και ζήτησης. Η τιμή διάθεσης θα προσδιοριστεί με βάση τις προσφορές που θα υποβάλλουν οι ειδικοί επενδυτές στο βιβλίο προσφορών. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές δεν γνωρίζουν ακριβώς την τιμή προσφοράς μέχρι ο κύριος ανάδοχος ανακοινώσει την τελική τιμή της μετοχής μία ημέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας πρότασης.

Στην χρονική περίοδο που εξετάζουμε (1999-2016), η Ελληνική Χρηματαγορά σημείωσε μια έντονη δραστηριότητα στις IPO, ειδικά τα πρώτα 5 χρόνια της περιόδου (1999-2003), αντλώντας τεράστια κεφάλαια από ξένους και εγχώριους επενδυτές της τάξεως των 5.686,8 εκατ. € (βλέπε πίνακα 5.2). Η υποψηφιότητα της Αθήνας το 1997 για να φιλοξενήσει τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004, διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στην ενθάρρυνση περισσότερων επιχειρήσεων να στραφούν στη δημόσια προσφορά (Veraros et al., 2004). Επιπλέον, η επιθυμία για τις μετοχές της υψηλής τεχνολογίας και του γεγονότος για την έναρξη των διαδικασιών της ένταξης της Ελλάδας στη ζώνη του Ευρώ βοήθησαν να γίνει το 2000 μια χρονιά ρεκόρ για την καταγραφή των περισσότερων IPOs στην Ελλάδα, σημειώνοντας 48 αρχικές δημόσιες εγγραφές. Τα χρόνια που ακολουθούν παρατηρείται μια αισθητή πτώση (διάγραμμα 5.3) ως προς τον αριθμό και τα αντληθέντα κεφάλαια των αρχικών δημόσιων εγγραφών, που είναι ανάλογη με την πορεία της Ελληνικής οικονομίας και του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Μάλιστα όπως παρατηρούμε στον πίνακα 5.2, μέσα στα χρόνια της οικονομικής κρίσης (2008-2016) έχουν πραγματοποιηθεί μόνο 2 IPOs, όπου αποδεικνύεται η τεράστια κάμψη στην αγορά των IPOs εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης και της πολιτικής αστάθειας που δεν συμβάλλουν στη δημιουργία ευνοϊκού κλίματος για επενδύσεις και άρα για άντληση σχετικών κεφαλαίων.



Πίνακας 5.2: Εκδόσεις μετοχικών τίτλων με δημόσια εγγραφή στο ΧΑ (1999-2016)

Έτος	Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές				Δημόσιες εγγραφές εισηγμένων εταιριών			
	Αριθμός		Αντλ/ντα Κεφάλαια (εκ. €)	% συνόλου <sup>46</sup>	Αριθμός		Αντλ/ντα κεφάλαια (εκ. €)	% συνόλου <sup>1</sup>
	Κύρια	Παρ/λη			Κύρια	Παρ/λη		
1999	18	24	1.842,40	38,64	4	-	2.925,30	61,36
2000	14	34	2.558	87,78	1	-	356	12,22
2001	13	9	1.076	100	-	-	0	0
2002 <sup>47</sup>	5	10	93	9,6	2	-	873,5	90
2003 <sup>48</sup>	1	11	118	8,1	2	-	1.349,50	92,9
2004 <sup>49</sup>	4	3	95	100	-	-	0	0
2005 <sup>50</sup>	3	2	64,5	4	1	-	1.266	96
	Μεγάλη Κεφ/ηση	Μεσαία/ Μικρή Κεφ/ηση			Μεγάλη Κεφ/ηση	Μεσαία/ Μικρή Κεφ/ηση		
2005 <sup>51</sup>	0	1	17,5		-	-	0	0
2006	2	-	725	100	-	-	0	0
2007	2	2	501	100	-	-	0	0
2008	-	-	0	0	-	-	0	0
2009	-	1	10	100	-	-	0	0
2010	-	-	0	0	-	-	0	0
2011	-	-	0	0	-	-	0	0
2012	-	-	0	0	-	-	0	0
2013	-	-	0	0	-	-	0	0
2014 <sup>52</sup>	-	1	35	100	-	-	0	0
2015	-	-	0	0	-	-	0	0
2016	-	-	0	0	-	-	0	0
Σύνολο	62	98	7.135,21	51,31	10	0	6.770,30	48,69
	171				10			

(Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2016)

<sup>46</sup> Πρόκειται για ποσοστό επι των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων των δημόσιων εγγραφών

<sup>47</sup> Σημ.: Οι 4 εισαγωγές αφορούν την εισαγωγή των μετοχών 4 Α.Ε.Ε.Χ. ,ων οποίων η εισαγωγή στο ΧΑ είναι υποχρεωτική μετά την πάροδο εξαμήνου από τη σύστασή τους. Επίσης 3 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές πραγματοποιήθηκαν στην ΝΕΧΑ.

<sup>48</sup> Σημ.: Οι 2 εισαγωγές αφορά Α.Ε.Ε.Χ, των οποίων η εισαγωγή στο ΧΑ είναι υποχρεωτική μετά την πάροδο εξαμήνου από τη σύστασή τους. Επίσης 2 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές πραγματοποιήθηκαν στην ΝΕΧΑ.

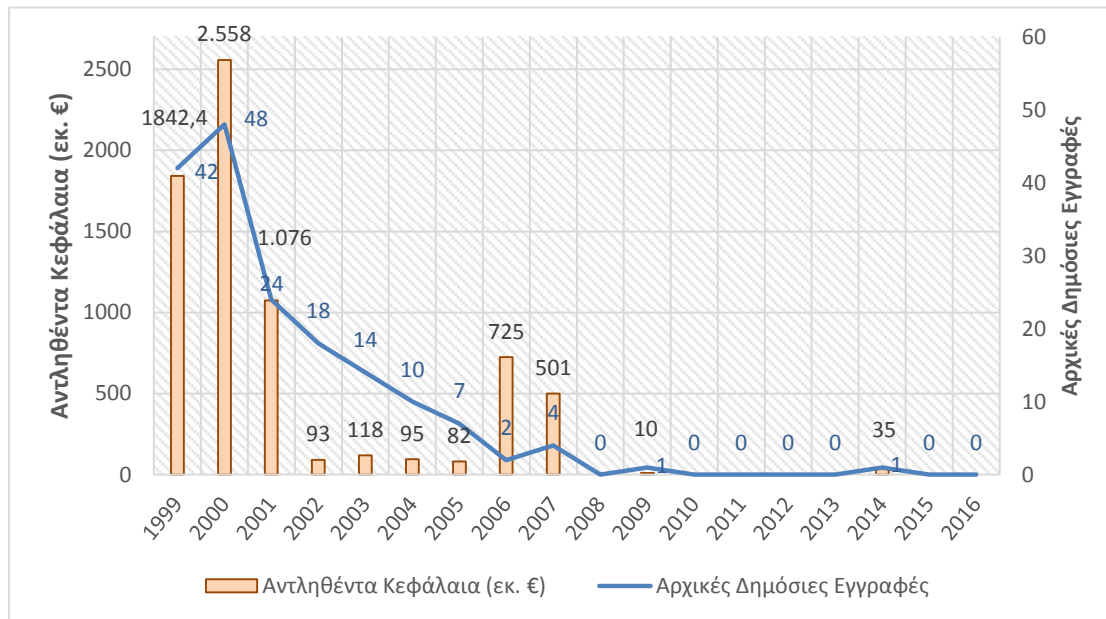
<sup>49</sup> Σημ.: Η 1 εισαγωγή αφορά Α.Ε.Ε.Χ, των οποίων η εισαγωγή στο ΧΑ είναι υποχρεωτική μετά την πάροδο εξαμήνου από τη σύστασή τους. Επίσης 2 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές πραγματοποιήθηκαν στην ΝΕΧΑ και 1 στην Ε.Α.Γ.Α.Κ.

<sup>50</sup> Σημ.: Η 1 εισαγωγή πραγματοποιήθηκε στην Ν.Ε.Χ.Α.

<sup>51</sup> Στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσής του Κανονισμού του ΧΑ στις 28/11/2005, αλλάζει η κατηγοριοποίηση των εισηγμένων εταιριών.

<sup>52</sup> Σημ.: Πραγματοποιήθηκε ακόμα 1 Αρχική Δημόσια Εγγραφή στην κατηγορία Χαμηλής διασποράς και ειδ. χαρακτηριστικών.

Διάγραμμα 5.3: Αριθμός αρχικών δημόσιων εγγραφών και αντληθέντα κεφάλαια στο ΧΑ (1999-2016)<sup>53</sup>



Σε μια πιο γενική ανάλυση, η δραστηριότητα στη πρωτογενή αγορά μετοχικών τίτλων, αναφερόμαστε στο σύνολο των αρχικών δημόσιων εγγραφών και δημόσιων εγγραφών των ήδη εισηγμένων εταιρειών, συγκέντρωσε κεφάλαια ύψους 13.851,1 εκ. € από τις 181 δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στη χρονική περίοδο των 18 ετών που πραγματεύεται η ανάλυση της εργασίας (πίνακας 5.3). Το ετήσιο επίπεδο κεφαλαίων που αντλήθηκε από δημόσιες εγγραφές στο ΧΑ αντιστοιχεί περίπου στα 770 εκ. €, ένα αρκετά ικανοποιητικό επίπεδο για τα δεδομένα της Ελληνικής χρηματαγοράς. Όμως το νούμερο αυτό δεν είναι καθόλου αντιπροσωπευτικό εάν αναλογιστούμε ότι τα πρώτα 5 χρόνια έγιναν οι 155 δημόσιες εγγραφές και άντλησαν το 80% των συνολικών κεφαλαίων. Όπως επίσης τη τελευταία μισή περίοδο (2008-2016) δεν έχει πραγματοποιηθεί σχεδόν καμία δημόσια εγγραφή (πέρα από 2 IPOs και αντλήθηκαν 45 εκ. € μόνο), γεγονός που δείχνει πόσο χαμηλό είναι το ενδιαφέρον στην πρωτογενή αγορά των IPOs τα τελευταία χρόνια. Είναι ολοφάνερο ότι η πορεία στη πρωτογενή αγορά μετοχικών τίτλων είναι ανάλογη με την πορεία του ΓΔΤ του ΧΑ, ο οποίος επηρεάζεται από τα πολιτικά και οικονομικά γεγονότα που συμβαίνουν στην Ελλάδα και στον κόσμο.

<sup>53</sup> Σημ.: Δεν συμπεριλαμβάνονται οι Δημόσιες Εγγραφές των εταιρειών των οποίων οι μετοχές ήταν ήδη εισηγμένες στο ΧΑ.

Ένα επιπλέον συμπέρασμα που διαπιστώνουμε από την ανάλυση των δημόσιων εγγραφών είναι από τις 181 συνολικά δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν μέσα σ' αυτό το διάστημα, οι 171 αφορούσαν αρχικές δημόσιες εγγραφές νεοεισερχόμενων εταιρειών στο ταμπλό του ΧΑ και 10 μόνο αφορούσαν δημόσιες εγγραφές εταιρειών που ήταν ήδη εισηγμένες στο ΧΑ. Παρ' ότι είναι μικρό το πλήθος των δημόσιων εγγραφών των ήδη εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑ, παρατηρούμε ότι τα κεφάλαια που αντλούν στο διάστημα των 18 ετών είναι της τάξεως των 6.770,30 εκ. €, δηλαδή 48,7% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων που αντλούνται από δημόσιες εγγραφές. Γεγονός που δικαιολογεί ότι οι εταιρείες που προέβηκαν σε δημόσια εγγραφή ήταν όλες από την κύρια αγορά και μεγάλης κεφαλαιοποίησης εταιρείες, όπως Ο.Π.Α.Π., Ο.Τ.Ε. και Δ.Ε.Η..

Συγκεκριμένα στον πίνακα 5.3, παρατηρούμε ότι οι πιο έντονες χρονιές στην πρωτογενή αγορά μετοχικών τίτλων ήταν το 1999 και το 2000 με 95 δημόσιες εγγραφές, όπου απορροφήθηκαν κεφάλαια ύψους 7.681,5 εκ. €, δηλαδή μέσα σε 2 χρόνια πραγματοποιήθηκαν παραπάνω από το 50% των δημόσιων εγγραφών και άντλησαν παραπάνω από το 50% των συνολικών κεφαλαίων. Η υψηλή ζήτηση των δυο πρώτων ετών δικαιολογείται και από την υψηλή μέση απόδοση που παρουσιάζουν οι νέο-εισαγόμενες εταιρείες στο ΧΑ κατά το πρώτο τρίμηρο διαπραγμάτευσης, το οποίο για το 1999 ήταν 236,5% και το 2000 μειώθηκε στο 58,4%. Οι παράγοντες που οδήγησαν στην ανοδική πορεία της πρωτογενούς αγοράς, παρά ότι αποτελεί μια μορφή υψηλού κινδύνου, οφείλεται όπως έχουμε αναφέρει και προηγουμένως στην θετική πορεία της Ελληνικής οικονομίας αρχικά και ακόμα σε ορισμένα γεγονότα, όπως η ανάληψη της διοργάνωσης Ολυμπιακών Αγώνων και η ανακοίνωση της ένταξης της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε., αναζωπύρωσαν το ενδιαφέρον των εγχώριων και αλλοδαπών επενδυτών προς το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Οπότε όλη αυτή η διευρυμένη ζήτηση μετοχικών τίτλων στο ΧΑ ικανοποιήθηκε σε μεγάλο βαθμό, αφού μόνο μέσα σε δύο χρόνια ολοκληρώθηκαν 90 εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑ (37 εισαγωγές το 1999 και 53 εισαγωγές το 2000) και πραγματοποιήθηκαν ανάλογα 90 αρχικές δημόσιες εγγραφές με ύψος αντληθέντων κεφαλαίων 4.400 εκ. €.

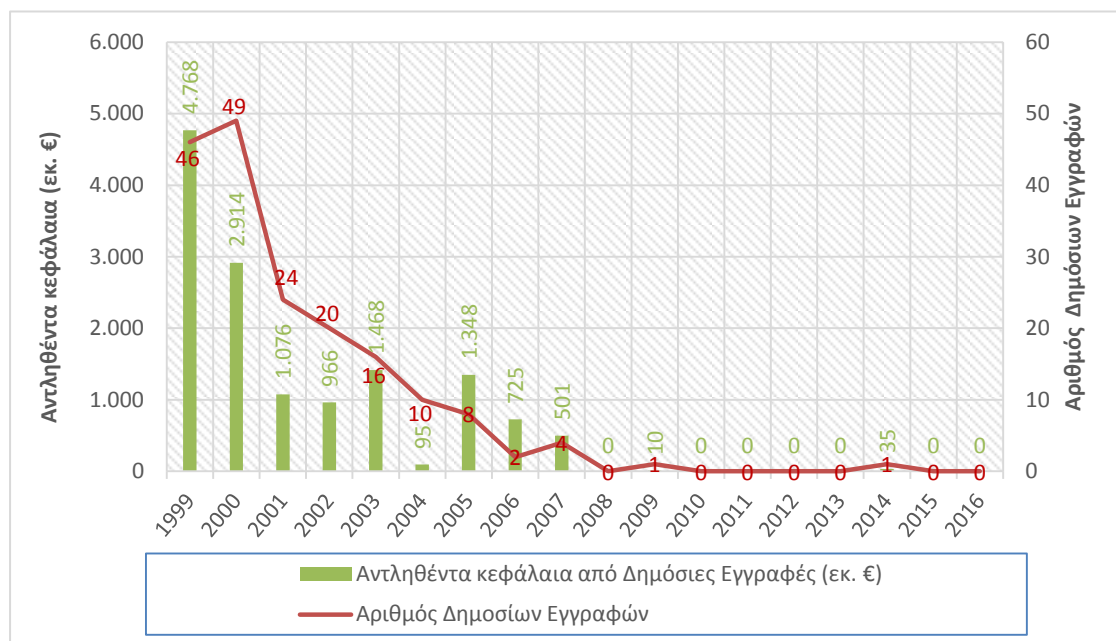
Πίνακας 5.3 Αντληθέντα κεφάλαια από Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑ (1999-2016)

Έτος	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Συνολικά Αντληθέντα κεφάλαια από Δημ. Εγγραφές (σε εκ. €)
1999	46	4.767,6
2000	49	2.913,9
2001	24	1.075,6
2002	20	966
2003	16	1.467,8
2004	10	95,4
2005	8	1.347,6
2006	2	725,25
2007	4	500,73
2008	0	0
2009	1	10
2010	0	0
2011	0	0
2012	0	0
2013	0	0
2014	1	35,13
2015	0	0
2016	0	0
Σύνολο	181	13.905

Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999-2016

Τα επόμενα χρόνια που ακολουθούν παρουσιάζεται μια αισθητή μείωση στη δραστηριότητα της πρωτογενούς αγοράς, στον αριθμό και στο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων, όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα 5.4. Είναι αποτέλεσμα της μείωσης του όγκου συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά τίτλων των ανεπτυγμένων χωρών και οι επιπτώσεις τους στη ψυχολογία των υποψήφιων επενδυτών στη πρωτογενή αγορά, όπως επίσης παρουσιάζεται μια στροφή σημαντικού μέρους επενδυτών σε επενδύσεις χαμηλότερου κινδύνου, εξαιτίας των σκανδάλων εταιρικής διακυβέρνησης στις Η.Π.Α. και στη μείωση των επιχειρηματικών κερδών που παρουσιάζεται διεθνώς. Έτσι από το 2000 και ύστερα ο αριθμός των δημοσίων εγγραφών μετοχών των εταιρειών μειώνεται χρόνο με το χρόνο μέχρι το 2007, όπου από κει και πέρα παρατηρείται μια αδρανοποίηση στην πρωτογενή αγορά με μόλις 2 δημόσιες εγγραφές σε διάστημα 9 χρόνων. Παρόλα αυτά τα αντληθέντα κεφάλαια δεν παρουσιάζουν ανάλογη πτωτική πορεία κάθε έτος, και αυτό εξαιτίας των υψηλών κεφαλαίων που καταφέρνουν να αντλήσουν εταιρείες που είναι ήδη εισηγμένες στο ΧΑ, όπως το 2003 ο Ο.Π.Α.Π και η Δ.Ε.Η..

Διάγραμμα 5.4: Αριθμός και αντληθέντα κεφάλαια από Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑ (1999-2016)



Παρατηρείται ότι όσο χαμηλότερα είναι τα επίπεδα του ΓΔΤ, τόσο λιγότερες οι Δημόσιες Εγγραφές και, κατ' επέκταση, τα αντληθέντα κεφάλαια. Με άλλα λόγια, οι εταιρίες οι οποίες επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια από την αγορά μέσω της εισαγωγής τους στο ΧΑ θα προτιμούσαν να εισάγουν την εταιρία τους σε μία χρονική περίοδο όπου το αγοραστικό ενδιαφέρον από τους επενδυτές είναι μεγάλο και η πορεία της αγοράς είναι ανοδική, αφού υπό τέτοιες συνθήκες οι πιθανότητες επιτυχούς πορείας στο ΧΑ θα ήταν πολλές.

### 5.3 Αντληθέντα κεφάλαια από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ)

Είναι γνωστό ότι η ανώνυμη εταιρία έχει στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων σκοπό εμπορικό. Αυτό σημαίνει ότι κύρια επιδίωξή της συνιστά η επιδίωξη οικονομικού κέρδους μέσω της ανάληψης βέβαια ανάλογων επιχειρηματικών κινδύνων. Οι εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο προβαίνουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συνήθως, διότι αποσκοπούν στην χρηματοδότηση των επενδύσεών τους. Δεν αποκλείεται όμως ο σκοπός της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου να είναι είτε η εξόφληση υποχρεώσεων της εταιρείας είτε η

δημιουργία χρηματοοικονομικής ρευστότητας (financial slack). Έτσι, είναι πιθανόν μια εταιρεία που έχει ήδη επενδύσει, δανειζόμενη, να προβαίνει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ώστε να εξοφλήσει το δάνειό της. Είναι επίσης πιθανόν μια εταιρεία που πρόκειται να επενδύσει στο μέλλον, να προβαίνει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ώστε να έχει την απαραίτητη ρευστότητα όταν χρειαστεί.

Η εξεύρεση των αναγκών για την επίτευξη των ως άνω στόχων κεφαλαίων είναι δυνατό να επιδιωχθεί πρακτικά με δύο τρόπους. Είτε με προσφυγή σε τραπεζικό δανεισμό είτε μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με δημόσια εγγραφή ή ιδιωτική τοποθέτηση. Η τελευταία μέθοδος προτιμάται του δανεισμού, διότι μέσω αυτής, πέραν της οικονομικής ενίσχυσης της εταιρίας, διευρύνεται επιπλέον και το ποσό των δεσμευμένων στο όνομά της και ως εκ τούτου υπέγγυων στους δανειστές περιουσιακών της στοιχείων, πράγμα το οποίο τονώνει τη φερεγγυότητα και το δυναμισμό της, καθώς εκτός από το μετοχικό της κεφάλαιο αυξάνεται και το ποσό, που θα πρέπει σύμφωνα με το νόμο να παρακρατείται από τα κέρδη της υπό τη μορφή τακτικού αποθεματικού. Τέλος η αύξηση κεφαλαίου δεν δημιουργεί νέες οικονομικές υποχρεώσεις και δεν επιβαρύνει την οικονομική κατάσταση της εταιρίας με το υψηλό κόστος, λόγω τοκισμού και ανατοκισμού, των κεφαλαίων, που προέρχονται από τραπεζικό δάνειο.

Παρόλα αυτά η επιλογή της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου περιέχει ορισμένες ιδιαιτερότητες, όπως το γεγονός ότι ενώ τα νέα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση μιας επένδυσης, οι νέες μετοχές δίνουν δικαίωμα όχι μόνον στην αξία της επένδυσης, αλλά και στην αξία της υπάρχουσας εταιρίας. Η ιδιαιτερότητα αυτή έχει σημασία, όταν η μετοχή της εταιρίας δεν είναι ορθά αποτιμημένη και όταν οι αποφάσεις της διοίκησης λαμβάνονται με κριτήριο τα συμφέροντα των παλιών μετόχων.<sup>54</sup> Ακόμα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι η επιλογή της αύξησης του κεφαλαίου δεν είναι πάντοτε προσιτή ούτε οικονομικά συμφέρουσα. Κι αυτό διότι η επιτυχία της εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το γενικότερο οικονομικό κλίμα της εποχής. Κατά συνέπεια η εταιρία ενδείκνυται να αποφεύγει να αυξάνει το κεφάλαιό της σε περιόδους αρνητικών οικονομικών συγκυριών, καθώς ελλοχεύει ο κίνδυνος της μη κάλυψης ή υπό-κάλυψης του νέου κεφαλαίου.

---

<sup>54</sup> Stewart Myers & Nicholas Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, σσ. 187-221

Στο ΧΑ πολλές εταιρίες που είναι εισηγμένες και μη έχουν προβεί με σκοπό την αναζήτηση κεφαλαίων την χρονική περίοδο που εξετάζουμε (1999-2016). Από τον πίνακα 5.4, παρατηρούμε αρχικά ότι έχουν πραγματοποιηθεί συνολικά 452 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) και έχουν αντλήσει συνολικά 96.547 εκατ. € μέσα στα 18 χρόνια. Τα έτη με τις περισσότερες ΑΜΚ είναι το 1999 και το 2000 που πραγματοποιήθηκαν συνολικά σχεδόν το 50% των ΑΜΚ (222 ΑΜΚ) και άντλησαν περίπου 16.811 εκατ. €. Γενικά υπάρχει έντονη κινητικότητα στις ΑΜΚ τις περιόδους που το ΧΑ παρουσιάζει μια ανοδική τάση και οι οικονομικές συγκυρίες είναι θετικές. Ακόμα να σημειωθεί ότι από τα 96.547 εκατ. €, τα 44.946 εκατ. € αφορούν τις ανακεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών μέσω ΑΜΚ την τριετία 2013-2015, επομένως περίπου τα 51.601 δισ. € είναι ΑΜΚ κατά κάποιο τρόπο πιο «καθαρές», από την άποψη ότι δεν υπάρχει τόσο έντονη κρατική παρέμβαση και δεν συμβαίνουν στα πλαίσια του ΤΧΣ, δηλαδή πραγματοποιούνται με σκοπό την επιβίωση του τραπεζικού συστήματος της Ελλάδας και όχι τη χρηματοδότηση νέων επενδυτικών ευκαιριών.

Η δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς της περιόδου του 1999 συνέβαλε στην επιτάχυνση της τοποθέτησης εγχώριων και αλλοδαπών κεφαλαίων σε μετοχικούς τίτλους με αποτέλεσμα την ιδιαίτερα σημαντική άνοδο των κεφαλαιακών αποδόσεων. Η διευρυμένη προσφορά μετοχικών τίτλων ικανοποιήθηκε από την αντίστοιχη ζήτηση τους. Πραγματοποιήθηκαν 119 ΑΜΚ μέσα σε μια χρονιά που αποτελεί ιστορικό υψηλό από άποψη πλήθους ΑΜΚ. Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από τις εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες εκείνη τη χρονιά μέσω ΑΜΚ ανήλθαν σε 8.128 εκατ. € (2,75 τρις. δρχ), σημειώνοντας άνοδο κατά 472% έναντι του 1998. Τα κεφάλαια αυτά συνέβαλαν κατά 6,3% στη διεύρυνση της κεφαλαιοποίησης του ΧΑ. Επίσης να αναφερθεί ότι τη μεγαλύτερη συμμετοχή στα αντληθέντα κεφάλαια είχε ο τραπεζικός τομέας, ο οποίος άντλησε κεφάλαια ύψους 3,48 δισ € (1.187 δισ δρχ.), που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 43% επί του συνόλου.<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1999

Πίνακας 5.4: Αντληθέντα κεφάλαια εισηγμένων εταιριών του ΧΑ μέσω ΑΜΚ (1999-2016)

Έτη	Αριθμός Α.Μ.Κ.	Συν. Κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω Α.Μ.Κ.(€)
1999	119	8.127.942.128
2000	103	8.682.871.147
2001	19	426.986.454
2002	5	257.725.930
2003	12	275.350.357
2004	11	244.021.868
2005	19	2.675.824.781
2006	14	3.438.415.631
2007	29	10.186.530.875
2008	15	664.081.918
2009	21	4.663.816.287
2010	23	3.877.133.819
2011	15	2.995.520.095
2012	5	39.836.867
2013	23	30.832.135.387
2014	12	8.972.688.563
2015	7	10.185.949.000
2016	0	0
<b>Σύνολο</b>	<b>452</b>	<b>96.546.831.107</b>

(πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2016)

Το 2000 αποδεικνύεται μια χρονιά όπου παρά τη μείωση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για μετοχικές αξίες, η ζήτηση κεφαλαίων χαμηλού κόστους και υψηλής απόδοσης από τις εισηγμένες εταιρίες συνεχίστηκε. Με αποτέλεσμα να πραγματοποιηθούν 103 ΑΜΚ και τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν ανήλθαν σε 8.683 εκατ. € παρουσιάζοντας μια μικρή αύξηση σε σχέση με το 1999. Τα κεφάλαια αυτά αντιστοιχούσαν στο 7,4% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑ το 2000. Επίσης βάσει κλαδικής κατανομής το μεγαλύτερο μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων αντλήθηκε από τον κλάδο Ειδών Διατροφής που αντιστοιχούσε στο 22,7% του συνόλου, δηλαδή σε 1,9 δις €. <sup>56</sup>

Κατά το 2001 ο αριθμός και το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων μέσω ΑΜΚ από εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑ παρουσίασε μια έντονη μείωση. Πιο συγκεκριμένα ο αριθμός των εταιριών που προέβησαν σε ΑΜΚ ανήλθε στις 19 και τα συνολικά

<sup>56</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2000



κεφάλαια που αντλήθηκαν ήταν της τάξης των 427 εκατ. € εμφανίζοντας ετήσια μείωση κατά 95,%. Πρόκειται για μία μείωση που σημειώθηκε στην πρωτογενή αγορά διεθνώς και στην Ελλάδα. Εκτιμάται ότι η μείωση οφείλεται κυρίως στη μείωση του όγκου συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά τίτλων των ανεπτυγμένων χωρών, με αποτέλεσμα να εμφανίσουν επιπτώσεις στη ψυχολογία των υποψήφιων επενδυτών στη πρωτογενή αγορά. Μεγάλο μέρος των επενδυτών στραφήκαν σε επενδύσεις χαμηλότερου κινδύνου, εξαιτίας αρχικά των αρνητικών τιμών των μετοχικών τίτλων και στην ικανοποιητική απόδοση που πραγματοποίησαν οι εκδόσεις ομολογιακών τίτλων. Επιπλέον τα προηγούμενα χρόνια παρουσιάζονται διαδοχικές μειώσεις επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ και σε μικρότερο βαθμό από την ΕΚΤ, γεγονός που οδήγησε στη σχετική μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων μέσω τραπεζικού δανεισμού.<sup>57</sup>

Κατά το 2002 οι ΑΜΚ στο ΧΑ σημείωσαν σημαντική πτώση, συνεχίζοντας την πτωτική πορεία που ήδη είχε αρχίσει από το 2001, αφού μόλις πραγματοποιήθηκαν μόλις 5 ΑΜΚ και άντλησαν κεφάλαια 258 εκατ. €, δηλαδή μεταβλήθηκαν περίπου -40% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Γενικά παρουσιάζεται μια γενική πτωτική τάση στα χρηματιστήρια σε ΗΠΑ και Ευρώπη που οφείλεται αρχικά στην καθυστερημένη επιστροφή των οικονομιών σε αναπτυξιακή τροχιά, καθώς επίσης το 2002 εμφανίζονται τα σκάνδαλα εταιρικής διακυβέρνησης και οι συνακόλουθες χρεοκοπίες εταιριών στις ΗΠΑ και η σημαντική πτώση των επιχειρηματικών κερδών διεθνώς, με αποτέλεσμα να κλονιστεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών, οι οποίοι προχώρησαν σε επενδυτικές τοποθετήσεις χαμηλού κινδύνου. Όλη αυτή αλληλουχία γεγονότων σε συνδυασμό με τη διατήρηση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα αδρανοποίησε την πρόθεση των εταιριών να προσφύγουν στην κεφαλαιαγορά προκειμένου να αντλήσουν επιχειρηματικά κεφάλαια.<sup>58</sup>

Το 2003 ο αριθμός των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών που προέβησαν σε ΑΜΚ αυξήθηκε σε σχέση με το 2002, αλλά το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων αυξήθηκε συγκριτικά σε μικρό ποσοστό, δηλαδή πραγματοποιήθηκαν 12 ΑΜΚ και αντλήθηκαν 275 εκατ. € (βλέπε διάγραμμα 5.5). Ακόμα στις 7 ΑΜΚ από τις 12, τα ζητούμενα

---

<sup>57</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2001

<sup>58</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2002

κεφάλαια δεν καλύφθηκαν πλήρως αρχικά και η μέση κάλυψη τους ήταν 85% περίπου, γεγονός που αντανακλάει την επιφυλακτικότητα των επενδυτών να προβούν σε επενδυτικές τοποθετήσεις, τουλάχιστον τους πρώτους μήνες του 2003. Παρόλα αυτά είναι μια χρονιά που σταματάει η πτωτική πορεία στην πρωτογενή αγορά των ΑΜΚ και εμφανίζεται μια αυξημένη προσέλευση εισηγμένων εταιριών στην κεφαλαιαγορά για άντληση κεφαλαίων, εξαιτίας κυρίως στη βελτίωση του χρηματιστηριακού κλίματος.<sup>59</sup>

Όπως παρατηρούμε από το διάγραμμα 5.5, το 2004 δεν μπόρεσε να συνεχιστεί η ανοδική πορεία της προηγούμενης χρονιάς, και ο αριθμός των ΑΜΚ μειώθηκε σε 11 και η αξία των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων ήταν 244 εκατ. €, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 11,4%. Ο κλάδος των Τραπεζών πραγματοποίησε 2 ΑΜΚ και άντλησε κεφάλαια ύψους 125,6 εκατ. € που αντιστοιχούν στο 51,8% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων. Επιπλέον σχεδόν σε όλες τις ΑΜΚ (πέρα της Γενικής Τράπεζας) τα ζητούμενα κεφάλαια δεν καλύφθηκαν πλήρως και η μέση κάλυψη τους ήταν 37,11%. Η αδυναμία της πρωτογενούς αγοράς των ΑΜΚ αντανακλά τη μειωμένη ανταπόκριση των παλαιών μετόχων στις προσκλήσεις των εταιριών για αύξηση της εταιρικής τους συμμετοχής, γεγονός που αποδίδεται στη επιφυλακτικότητα των επενδυτών να προβούν σε νέες επενδυτικές τοποθετήσεις και στην αυξημένη προσοχή που καταβάλουν στις επενδυτικές τους επιλογές.<sup>60</sup>

Το 2005 ο αριθμός των ΑΜΚ από εισηγμένες εταιρίες του ΧΑ αυξήθηκε σε 19 αυξήσεις έναντι 11 αυξήσεων το 2004 και η αξία των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων ανήλθε στα 2.656 εκατ. € σημειώνοντας ετήσια αύξηση 997%. Βάσει κλαδικής κατανομής των αντληθέντων κεφαλαίων, το μεγαλύτερο ποσοστό συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων προσέλκυσε ο κλάδος των Τραπεζών, όπου πραγματοποίησε 5 ΑΜΚ και άντλησε κεφάλαια ύψους 2.105 εκατ. € περίπου, τα οποία αντιστοιχούν στο 78,68% του συνόλου. Η αύξηση του αριθμού και, κυρίως, των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν αντικατοπτρίζει την συνεχιζόμενη διαδικασία εταιρικών αναδιαρθρώσεων και την ενίσχυση των επενδυτικών

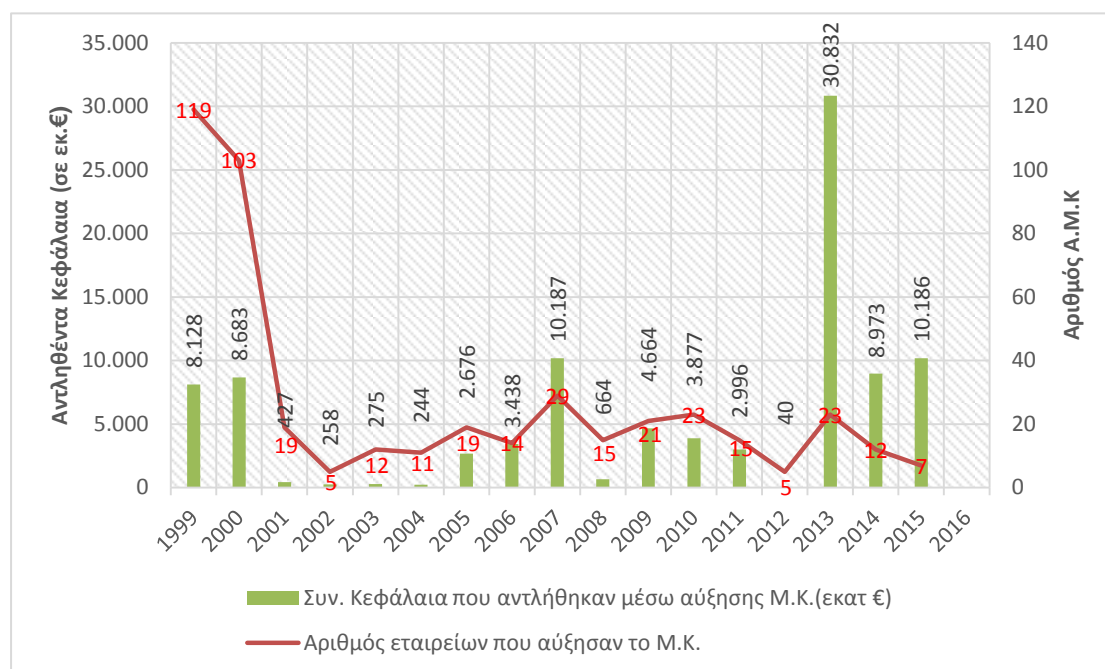
---

<sup>59</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2003

<sup>60</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2004

προγραμμάτων των εταιριών αλλά και το αυξημένο ενδιαφέρον των επενδυτών για τοποθετήσεις κεφαλαίων σε τίτλους της κεφαλαιαγοράς.<sup>61</sup>

Διάγραμμα 5.5: Αντληθέντα κεφάλαια από AMK στο ΧΑ (1999-2016)



Το 2006 η εκδοτική δραστηριότητα των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών ήταν σημαντική, όπου 14 εισηγμένες εταιρίες προχώρησαν σε AMK, έναντι 19 εταιριών το 2005 και το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων ανήλθε σε 3.438,4 εκατ. ευρώ το 2006, έναντι 2.675,8 εκατ. ευρώ το 2005 σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 28,5%. Από τα κεφάλαια αυτά, το ποσό που άντλησε η Εθνική Τράπεζα Ελλάδος αντιπροσωπεύει περίπου το 87,3% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Παρά την μείωση που παρουσιάζει ο αριθμός των εταιριών που προχώρησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, το μέγεθος της συνολικής αξίας αντληθέντων κεφαλαίων αντανακλά τη συνεχιζόμενη προσπάθεια εταιρικών αναδιαρθρώσεων στο μέσον έντονων διεθνών ανταγωνιστικών πιέσεων, την ενίσχυση

<sup>61</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2005

των επενδυτικών προγραμμάτων των εταιριών και το αυξημένο ενδιαφέρον των επενδυτών για τοποθετήσεις κεφαλαίων σε τίτλους κεφαλαιαγοράς.<sup>62</sup>

Το 2007 η εκδοτική δραστηριότητα των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών ήταν σημαντική, όπου 29 εισηγμένες εταιρίες προχώρησαν σε ΑΜΚ έναντι 14 το 2006 και το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων ανήλθε σε 10.187 εκατ. € έναντι 3.438 εκατ. € το 2006, σημειώνοντας ετήσια μεταβολή κατά 66,25%. Αξίζει να σημειωθεί ότι από τα κεφάλαια αυτά, το 50,95% του συνόλου άντλησε η Marfin Investment Group και όπως επίσης ότι το 78,9% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων απορροφήθηκαν από 5 τραπεζικά ιδρύματα (Marfin Investment Group, Attica Bank, EFG Eurobank, Γενική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς).<sup>63</sup>

Το 2008 η εκδοτική δραστηριότητα εισηγμένων και νέων εταιριών στην κεφαλαιαγορά σημείωσε σημαντική μείωση έναντι του προηγούμενου έτους. Κατά το 2008, 15 εισηγμένες εταιρίες προχώρησαν σε ΑΜΚ, έναντι είκοσι εννέα (29) το 2007 και η αξία αντληθέντων κεφαλαίων μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων εταιριών ήταν 664,08 εκατ. ευρώ έναντι €10,69 δισ. το 2007, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 93,48%. Επίσης το 45,06% του συνόλου κεφαλαίων αντλήθηκαν από την εταιρία Forthnet ΑΕ. Ειδικότερα τέσσερις εταιρίες, Forthnet ΑΕ, Αστήρ Παλλάς Βουλιαγμένη ΑΞΕ, ΑΕΓΕΚ και Πίλιας ΑΒΕΕ, απορρόφησαν το 76,88% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.<sup>64</sup>

Ο αριθμός των εταιριών που προχώρησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου το 2009 ήταν στις 21 ΑΜΚ αυξημένος σε σχέση με το 2008, και η συνολική αξία αντληθέντων κεφαλαίων ανήλθε στα 4.664 εκατ. €, γεγονός που αντανάκλα τη συνεχιζόμενη, παρά τις τρέχουσες αρνητικές συνθήκες, προσπάθεια εταιρικών μετασχηματισμών και την ενίσχυση εταιρικών επενδυτικών προγραμμάτων. Οι ΑΜΚ από εισηγμένες πραγματοποιήθηκαν κυρίως από εταιρίες του τραπεζικού κλάδου και του κλάδου μεταποίησης. Κατά το μεγαλύτερο μέρος τους προήλθαν από εταιρίες

---

<sup>62</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2006

<sup>63</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2007

<sup>64</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2008

μεγάλης κεφαλαιοποίησης με σημαντικότερη την Εθνική Τράπεζα που άντλησε 1,25 δισ. €, ακολουθούμενη από την Alpha Τράπεζα με 986,4 εκατ. ευρώ, και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο με 526,3 εκατ. €. Γενικά από τον κλάδο των Τραπεζών πραγματοποιήθηκαν 5 ΑΜΚ, οι οποίες όμως άντλησαν το 73% (3.411,5 εκατ.€) περίπου του συνόλου. Η μεγαλύτερη ΑΜΚ εταιρίας μεταποίησης ήταν αυτή της εταιρίας Alapis ABEE που άντλησε 451 εκατ. € ακολουθούμενη από την εταιρία S&B Ορυκτά.<sup>65</sup>

Ο αριθμός εταιριών που προχώρησαν σε ΑΜΚ το 2010 παρουσιάζεται ελάχιστα αυξημένος σε σχέση με το 2009, και το μέγεθος της συνολικής αξίας των αντληθέντων κεφαλαίων ανήλθε στα 3.877 εκατ. €, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 17% περίπου. Αν και πραγματοποιήθηκαν μόνο 6 ΑΜΚ από 5 τραπεζικά ιδρύματα, διαπιστώνουμε ότι ο κλάδος των Τραπεζών άντλησε περίπου το 82% (3.192 εκατ. €) του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων. Μόνο η εθνική, που πραγματοποίησε 2 ΑΜΚ μέσα στο 2010, άντλησε περίπου 1815 εκατ. €. σχεδόν το 47% του συνόλου. Παρατηρείται μια έντονη αύξηση γενικά στο ύψος των κεφαλαίων που αντλεί κλάδος των τραπεζών το 2010 και τα προηγούμενα έτη, εξαιτίας αρχικά οι τιμές των μετοχών των τραπεζών έχουν αισθητή πτώση τα τελευταία χρόνια, όπως και επίσης και του γεγονότος ότι τα κριτήρια του διατραπεζικού δανεισμού έχουν γίνει πιο αυστηρά, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να στραφούν προς το ΧΑ για άντληση κεφαλαίων.<sup>66</sup>

Το 2011 η εκδοτική δραστηριότητα εισηγμένων εταιριών στην κεφαλαιαγορά συρρικνώθηκε. Η συρρίκνωση ήταν το αποτέλεσμα της γενικής αβεβαιότητας των αγορών και των αποτιμήσεων στο χρηματιστήριο. Κατά το 2011 πραγματοποιήθηκαν έντεκα δημόσιες προσφορές μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το 2011, οι δημόσιες προσφορές μετοχών πραγματοποιήθηκαν κυρίως από τον τραπεζικό κλάδο όπου η Αγροτική Τράπεζα άντλησε 1,3 δις ευρώ που αντιστοιχεί στο 46,3% των αντληθέντων με δημόσια προσφορά κεφαλαίων, η Τράπεζα Πειραιώς άντλησε κεφάλαια που αντιστοιχούν στο 28,73 % των αντληθέντων κεφαλαίων, ενώ η Γενική Τράπεζα

---

<sup>65</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2009

<sup>66</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2010

άντλησε κεφάλαια που αντιστοιχούν στο 20,47% των αντληθέντων με δημόσια προσφορά κεφαλαίων το 2011.<sup>67</sup>

Το 2012, η εκδοτική δραστηριότητα εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών έντονη συρρίκνωση, με αποτέλεσμα το ύψους των κεφαλαίων που αντλήθηκε να είναι το χαμηλότερο στην περίοδο που εξετάζουμε. Η συρρίκνωση, σε συνέχεια της πτωτικής πορείας των προηγούμενων ετών, ήταν αποτέλεσμα της γενικής αβεβαιότητας των αγορών και της μεγάλης ύφεσης της οικονομίας που περιόρισε σημαντικά τα επενδυτικά προγράμματα των εταιριών. Πραγματοποιήθηκαν πέντε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών με δημόσια προσφορά μετοχικών τίτλων και τα αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε 38, 2 εκατ. €. <sup>68</sup>

Κατά το 2013, η εκδοτική δραστηριότητα παρουσίασε σημαντική άνοδο, η οποία οφείλεται κυρίως στις εκδόσεις εταιρικών τίτλων από τις τράπεζες στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης και σταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συγκεκριμένα, πραγματοποιήθηκαν 21 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών έναντι 5 αυξήσεων το 2012, εκ των οποίων οι πέντε αφορούν στην ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών με δικαιούχο/συνδικαιούχο το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ). Τα αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε 30 δισ. εκατ. Ευρώ, εκ των οποίων 28,9 δισ. εκατ. αφορούσαν στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των συστημικών τραπεζών. Να σημειωθεί ακόμα ότι το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων το 2013 αποτελεί ιστορικό υψηλό που έχει ποτέ αντληθεί από το ΧΑ μέσω σε μια χρονιά μέσω ΑΜΚ.<sup>69</sup>

Το 2014 πραγματοποιήθηκαν 11 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών από εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες εκ των οποίων οι τέσσερις αφορούσαν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πιστωτικών ιδρυμάτων. Τα αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε 8,72 δισ. €, εκ των οποίων τα 8,31 δισ.€ αφορούσαν στην αύξηση

---

<sup>67</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2011

<sup>68</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2012

<sup>69</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2013

μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών, δηλαδή το 95% του συνόλου<sup>70</sup>. Και το 2015 η εκδοτική δραστηριότητα εταιρικών τίτλων στην Ελλάδα χαρακτηρίστηκε από την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης και σταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πραγματοποιήθηκαν επτά αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών από εισηγμένες στο ΧΑ και τα αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε 10,19 δισ. ευρώ. Από το ανωτέρω ποσό τα 10,08 δισ. ευρώ αφορούσαν στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών<sup>71</sup>.

Μέσα στην τριετία 2013-2015 πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών, το οποίο καλύφθηκε κατά ποσοστό 100% με την έκδοση νέων κοινών ονομαστικών μετοχών στα πλαίσια της Δημόσιας Προσφοράς στην Ελλάδα και της Διεθνούς Προσφοράς, καθώς και έκδοση μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων εισηγμένων στο Χ.Α. εταιριών στο πλαίσιο της Αύξησης λόγω Ανακεφαλαιοποίησης (βλέπε πίνακα 5.5). Συνολικά αντλήθηκαν κεφάλαια ποσού € 49.015.141.213 απ' όλα τα Πιστωτικά Ιδρύματα, εκ των οποίων τα 44.945.941.213 € αντλήθηκαν μέσω ΑΜΚ και τα 4.069.200.000 € μέσω έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, με την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών, οι οποίες διατέθηκαν αποκλειστικά στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας . Στο αντληθέν ποσό από το πλαίσιο της Αύξησης λόγω Ανακεφαλαιοποίησης συμμετείχαν ιδιώτες επενδυτές και το υπόλοιπο καλύφθηκε από το ΤΧΣ σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.3864/2010 και με εισφορά σε είδος και συγκεκριμένα με εισφορά ομολόγων εκδόσεως EFSF.

---

<sup>70</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2014

<sup>71</sup> Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2015

Πίνακας 5.5: Αντληθέντα κεφάλαια (€) στα πλαίσια του ΤΧΣ (2013-2015)

Πιστωτικά Ιδρύματα	2013	2014	2015	Σύνολο
<b>ALPHA BANK</b>	4.571.000.000	1.120.000.000	2.563.000.000	8.334.000.000
<b>ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</b>	9.756.000.000	2.500.000.002	4.221.572.169 <sup>72</sup>	16.477.572.170
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ</b>	8.429.000.000	1.749.999.998	4.641.649.044 <sup>73</sup>	12.780.649.043
<b>EFG EUROBANK</b>	6.520.000.000 <sup>74</sup>	2.864.000.000	2.038.920.000	11.422.920.000
<b>Σύνολο</b>	<b>29.276.000.000</b>	<b>8.314.000.000</b>	<b>11.425.141.213</b>	<b>49.015.141.213</b>

(πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 2013-2015)

#### 5.4 Αντληθέντα κεφάλαια από ΑΜΚ διαγραφόμενων εταιριών

Στον πίνακα 5.6, έχει γίνει μια προσπάθεια καταγραφής των αντληθέντων κεφαλαίων που απορροφήθηκαν από το ΧΑ μέσω ΑΜΚ από εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο ΧΑ και διαγράφησαν το διάστημα 1999-2016. Τα στοιχεία συγκεντρώθηκαν από τον κατάλογο των διαγραφών και το κατάλογο των ΑΜΚ που υπάρχει στο τελευταίο μέρος των Ετήσιων Εκθέσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με τους αναλυτικούς πίνακες, στο διάστημα των 18 ετών που εξετάζουμε. Υπήρχαν πολλές δυσκολίες στη διαμόρφωση του πίνακα, όπως ότι πολλές εταιρίες είχαν

<sup>72</sup> Τα 2.029.200.000 ευρώ αφορούν έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, το οποίο αποφάσισε το Διοικητικό Συμβούλιο της Εθνικής Τράπεζας σε εφαρμογή της από 17.11.2015 απόφασης της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, με την έκδοση 20.292 υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών, ονομαστικής αξίας και τιμής έκδοσης 100.000 ευρώ η κάθε μία, οι οποίες διατέθηκαν αποκλειστικά στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, κατά τα προβλεπόμενα στις παρ.2 και 5γ. του ν. 3864/2010, στην υπ. αριθμ. 36/2015 ΠΥΣ και στο ν.3156/2003, όπως ισχύουν.

<sup>73</sup> Τα 2.040.000.000 ευρώ αφορούν έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, το οποίο αποφάσισε το Διοικητικό Συμβούλιο της Τράπεζας Πειραιώς σε εφαρμογή της από 15.11.2015 απόφασης της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, με την έκδοση 20.400 υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών, ονομαστικής αξίας και τιμής έκδοσης 100.000 ευρώ η κάθε μία, οι οποίες διατέθηκαν αποκλειστικά στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, κατά τα προβλεπόμενα στις παρ.2 και 5γ. του ν. 3864/2010, στην υπ. αριθμ. 36/2015 ΠΥΣ και στο ν.3156/2003, όπως ισχύουν.

<sup>74</sup> Τα 681.000.000 € αφορούν την εισφορά των μετοχών του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος Α.Τ.Ε από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.



αλλάξει επωνυμία ή απορροφήθηκαν από άλλες εταιρίες και σχηματίστηκαν νέες εταιρίες, οι οποίες έπειτα διαγράφησαν.

Πίνακας 5.6: Αντληθέντα κεφάλαια μέσω ΑΜΚ από διαγραφόμενες εταιρίες του ΧΑ (1999-2016)

Έτη	Αριθμός Α.Μ.Κ. διαγραφόμενων εταιριών του ΧΑ	Αντληθέντα κεφάλαια από ΑΜΚ διαγραφόμενων εταιριών ΧΑ (σε €)
1999	64	3.782.070.381
2000	50	5.696.921.440
2001	9	191.837.168
2002	2	50.956.906
2003	6	145.088.108
2004	4	114.643.212
2005	13	1.996.287.240
2006	5	118.784.053
2007	8	1.201.278.414
2008	2	37.399.018
2009	6	1.538.353.597
2010	6	1.505.277.130
2011	7	1.973.061.493
2012	1	17.393.750
2013	1	7.003.125
2014	1	8.976.000
2015	0	0
2016	0	0
<b>Σύνολο</b>	<b>185</b>	<b>18.360.532.630</b>

Όπως έχουμε αναφέρει πολλές φορές στην εργασία, ο βασικότερος σκοπός των χρηματιστηρίων, επομένως και του ΧΑ, πρέπει να είναι μια αγορά όπου οι επιχειρήσεις μπορούν να αναζητήσουν κεφάλαια για να πραγματοποιήσουν επενδύσεις. Παρόλα αυτά από τα δεδομένα που μελετήσαμε είναι ότι ένα μεγάλο ποσοστό από τα αντληθέντα κεφάλαια απορροφήθηκε από επιχειρήσεις είτε είχαν πολύ μικρή διάρκεια παραμονής στο χρηματιστήριο ή είχαν πολύ μικρή απόδοση για τους επενδυτές (και πολλές φορές και ζημιά) ή χρεοκόπησαν με τα από λίγο διάστημα. Υπάρχουν άλλωστε και πολλές περιπτώσεις σκανδάλων επιχειρηματιών που διώκονται ποινικά, επειδή λειτούργησαν κερδοσκοπικά εις βάρος των επενδυτών και όχι μόνο.

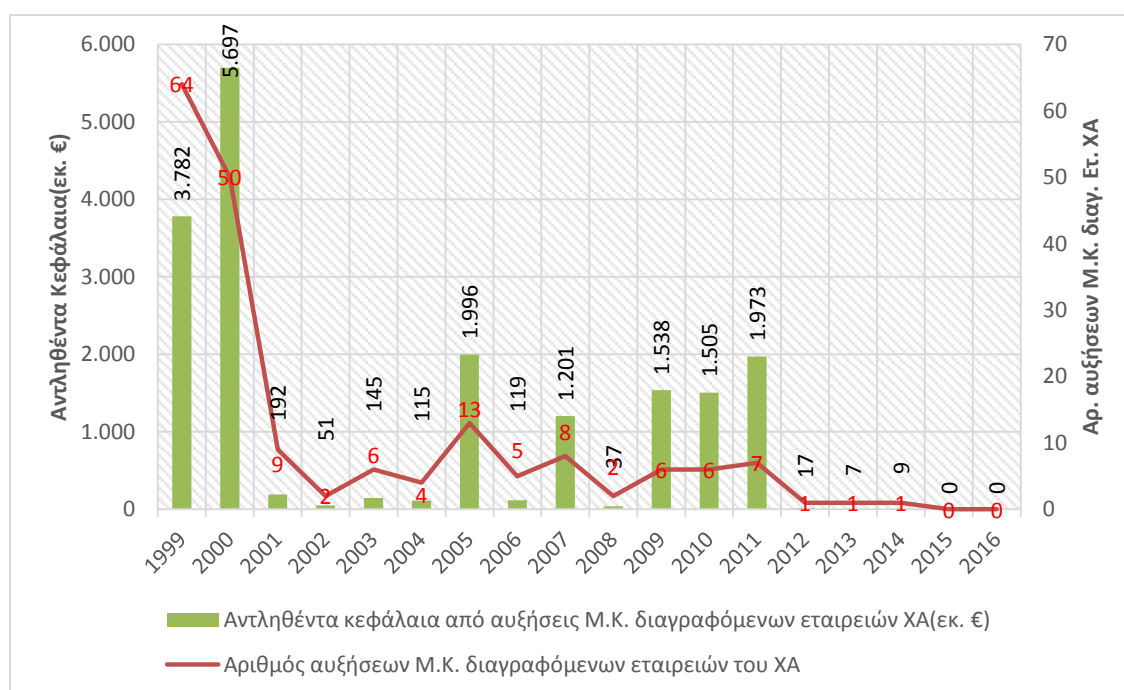
Αρχικά σαν συμπέρασμα έχουμε ότι μεγάλος αριθμός ΑΜΚ και αντληθέντων κεφαλαίων πραγματοποιείται όταν οι οικονομικές συγκυρίες είναι θετικές, με αποτέλεσμα και οι χρηματιστηριακοί δείκτες να παρουσιάζουν ανοδική πορεία. Χαρακτηριστικές είναι οι χρονιές του 1999, 2000 και 2007, κατά τις οποίες πραγματοποιούνται οι περισσότερες ΑΜΚ και αντλούνται τεράστια κεφάλαια από το ΧΑ. Ο ΓΔΤ παρουσιάζει πολύ υψηλές τιμές, η οικονομία της χώρας είναι σε ανάπτυξη (θετικοί δείκτες οικονομίας) και γενικά οι προβλέψεις για την οικονομία και το Χρηματιστήριο είναι θετικές. Ακόμα να αναφέρουμε ότι αν και την τριετία 2013-2015 είναι χρονιές που τεράστια κεφάλαια αντλούνται από το ΧΑ μέσω ΑΜΚ (και ειδικά το 2013), αυτές πραγματοποιούνται στα πλαίσια του ΤΧΣ για την ανακεφαλαιοποίηση των 4 συστημικών τραπεζών της Ελλάδος.

Παρόλα αυτά διαπιστώνουμε ότι το 1999 είναι μια χρονιά όπου συμβαίνει το Ελληνικό χρηματιστηριακό κραχ, εξαιτίας ότι πολλές μετοχές που είχαν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν «φούσκες», δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρείες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο, και έτσι 64 από τις 119 ΑΜΚ πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες που δεν είναι πλέον εισηγμένες στο ΧΑ και κατάφεραν να αντλήσουν κεφάλαια ύψους 3.782 εκατ. €. Ανάλογα και το 2000, αν και ήταν μια χρονιά όπου οι χρηματιστηριακές τιμές υποχωρούσαν, παρόλα αυτά το επενδυτικό κοινό συνέχιζε να δείχνει εμπιστοσύνη στις εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο ΧΑ παρασυρόμενοι από την θετική πορεία των προηγούμενων ετών και έχοντας την ελπίδα ότι η κατάσταση θα ανατραπεί, με αποτέλεσμα 50 από τις 103 ΑΜΚ πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες που έπειτα διαγράφησαν και κατάφεραν να αντλήσουν κεφάλαια ύψους 5.697 εκατ. € (Διάγραμμα 5.6).

Αξίζει να σημειωθεί ότι την τριετία 2013-2015 αντλήθηκαν από τα τις 4 συστημικές τράπεζες (πίνακας 5.5) από το ΧΑ μέσω ΑΜΚ στα πλαίσια ανακεφαλαιοποίησης τους από το ΤΧΣ κεφάλαια ύψους 44.946 εκατ. €, δηλαδή το 46,6% από τα συνολικά ποσά που αντλήθηκαν της περιόδου των 18 ετών που εξετάζουμε. Όμως χάρις στους κακούς χειρισμούς των Κυβερνήσεων και των διοικήσεων των Τραπεζών, πλέον η σημερινή χρηματιστηριακή αξία και των

τεσσάρων συστημικών τραπεζών ανέρχεται συνολικά στα 7,21 δισ. ευρώ<sup>75</sup>. Επομένως τα κεφάλαια των συνεχών κεφαλαιοποιήσεων κατέληξαν να εξαυλωθούν στην κυριολεξία, και οι τραπεζικές μετοχές, πρακτικά έχουν μηδενιστεί, καθώς σε σχέση με τις προ κρίσης τιμές οι απώλειες διαμορφώνονται στο -99,99%, με αποτέλεσμα να στερήσουν από την οικονομία ζωτικούς πόρους και προκάλεσαν τεράστιες ζημιές σε εκατοντάδες χιλιάδες μετόχους των τραπεζών.

Διάγραμμα 5.6: Αριθμός και αντληθέντα κεφάλαια διαγραφόμενων εταιριών ΧΑ μέσω ΑΜΚ (1999-2016)

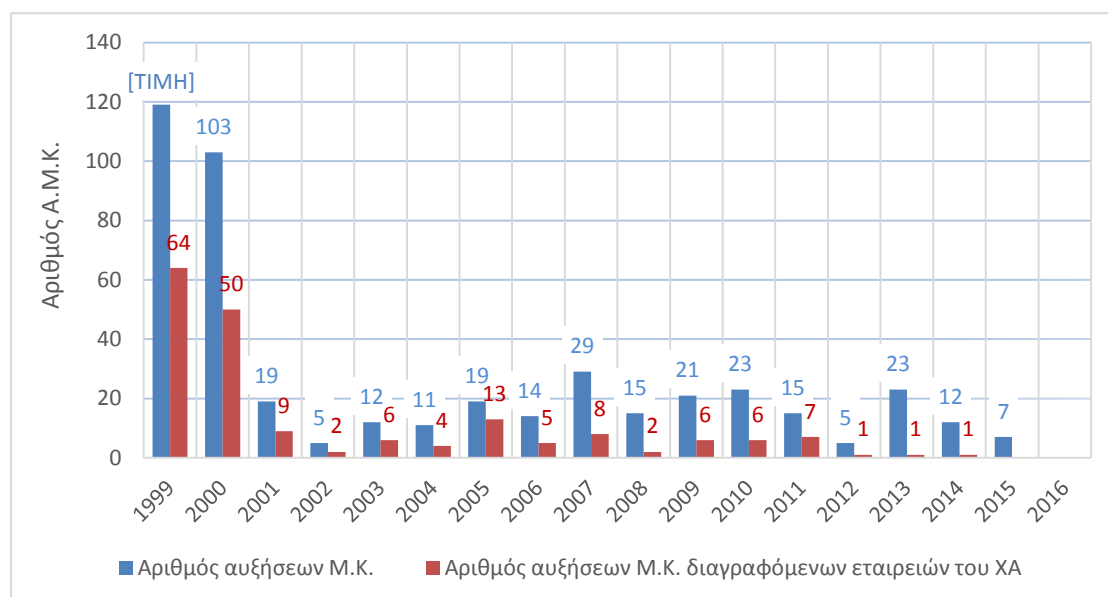


Τα διαγράμματα 5.7 και 5.8, μας βοηθούν να κατανοήσουμε καλύτερα την ζημιά που επιτεύχθηκε από την κακοδιαχείριση και τη κερδοσκοπική συμπεριφορά ορισμένων επιχειρηματιών προς δικό τους όφελος. Συγκεκριμένα στο διάγραμμα 5.7, παρουσιάζεται πόσες από τις ΑΜΚ κάθε χρόνου πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες που έπαψαν να περιέχονται στο χρηματιστηριακό ταμπλό στο διάστημα που εξετάζουμε (1999-2016). Αν εξαιρέσουμε τις ΑΜΚ των τελευταίων ετών, επειδή

<sup>75</sup> [http://www.euro2day.gr/ase/market\\_comment/article-market/1431046/trapeziko-xefortoma-sto-hrhmatisthrio.html](http://www.euro2day.gr/ase/market_comment/article-market/1431046/trapeziko-xefortoma-sto-hrhmatisthrio.html)

είναι πιο πρόσφατες και δεν είναι τόσο πιθανό οι εταιρίες να διαγραφούν, τις υπόλοιπες χρονιές υπάρχει μια αναλογία σχεδόν 50%, δηλαδή περίπου οι μισές ΑΜΚ πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες που δεν υφίστανται στο ΧΑ. Συγκεντρωτικά πάντως στα 18 χρόνια έλαβαν χώρα 452 ΑΜΚ από εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑ, από τις οποίες οι 185 ΑΜΚ τις πραγματοποίησαν εταιρίες οι οποίες αργότερα διαγράφησαν από το ΧΑ, δηλαδή σε συνολικό ποσοστό 40,9% ΑΜΚ αφορούν εταιρίες που έχουν διαγραφεί.

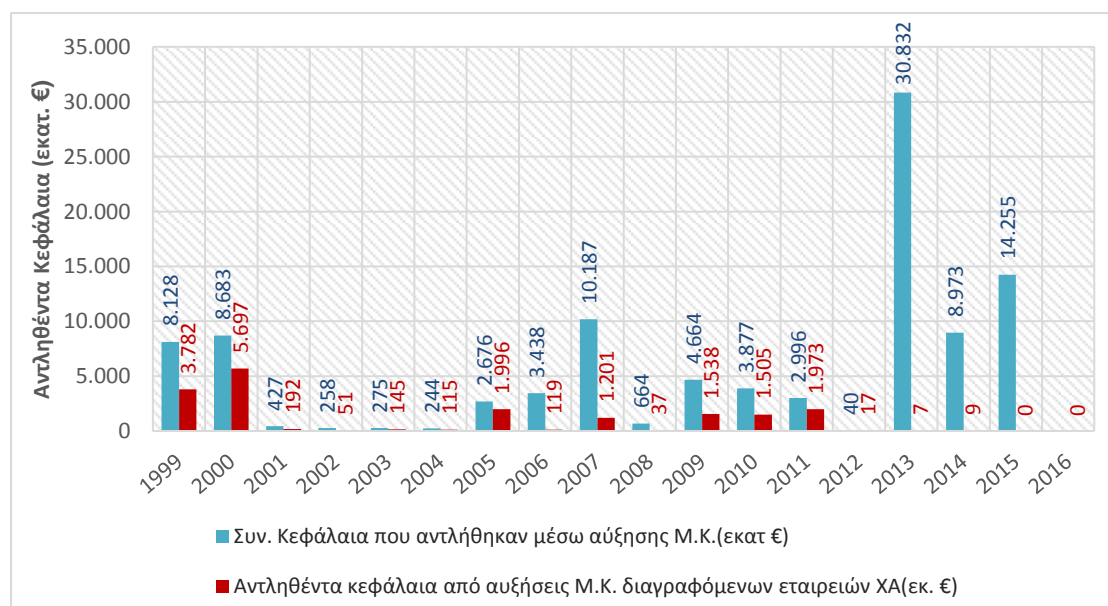
*Διάγραμμα 5.7: Ετήσια αναλογία αριθμού ΑΜΚ διαγραφόμενων εταιρειών ΧΑ προς συνολικό αριθμό ΑΜΚ (1999-2016)*



Επιπλέον στο διάγραμμα 5.8 παρουσιάζεται η αναλογία των αντληθέντων κεφαλαίων από διαγραφόμενες εταιρίες σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν κάθε χρόνο μέσα στο διάστημα που εξετάζουμε. Απ' ότι διαφαίνεται ένα μεγάλο ποσοστό αυτών των κεφαλαίων αντλήθηκε από εταιρίες οι οποίες έπαψαν να υπάρχουν στο χρηματιστηριακό ταμπλό και τα κεφάλαια δεν αξιοποιήθηκαν ώστε να προσφέρουν ανάλογη απόδοση στους επενδυτές, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις οι επιχειρηματίες που χρησιμοποίησαν αυτά τα κεφάλαια λειτούργησαν σχεδόν «εγκληματικά» εναντίον των νέων μετόχων. Μια γενική εικόνα των πραγμάτων είναι ότι από το 1999 μέχρι το 2016 αντλήθηκαν συνολικά 96.546.831.107 €, από τα οποία τα 18.360.532.630 € αφορούν κεφάλαια που άντλησαν διαγραφόμενες εταιρίες από

το ΧΑ, δηλαδή το 19% από τα συνολικά κεφάλαια. Όμως αν λάβουμε υπόψιν ότι τα 44.945.941.213 € είναι από τις ανακεφαλαιοποιήσεις των 4 συστημικών τραπεζών, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν πρόσφατα και όπως αναφέραμε πιο πάνω θα μπορούσαμε να θεωρηθούν κεφάλαια σχεδόν χαμένα, εξαιτίας της σημερινής χρηματιστηριακής αξίας τους. Έτσι στο ενδεχόμενο που δεν τα λάβουμε υπόψιν μας, κατά κάποιο τρόπο σαν να κάνουμε ένα απολογισμό των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω ΑΜΚ το διάστημα 1999-2012, έχουμε ότι αντλήθηκαν συνολικά 46.556.058.157 € εκ των οποίων τα 18.369.351.910 € αφορούν κεφάλαια διαγραφόμενων εταιριών, δηλαδή σχεδόν το 40% των συνολικών κεφαλαίων.

Διάγραμμα 5.8: Ετήσια αναλογία αντληθέντων κεφαλαίων διαγραφόμενων εταιριών ΧΑ προς τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια μέσω ΑΜΚ (1999-2016)



## Κεφάλαιο 6: Τελικά Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε τα τελικά συμπεράσματα όπως προέκυψαν από την παρούσα εργασία. Στο πρώτο τμήμα παρουσιάζουμε μια σύνοψη των αποτελεσμάτων της δευτερογενούς έρευνας για την πορεία του χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) σε δευτερογενή και πρωτογενή αγορά αντίστοιχα. Έπειτα παρουσιάζεται μια συζήτηση των αποτελεσμάτων και μια σειρά από διάφορες προτάσεις.

### 6.1 Σύνοψη Αποτελεσμάτων

Στην παρούσα εργασία διεξήχθη επί της ουσίας μια δευτερογενή έρευνα που αφορούσε την πορεία του ΧΑ την περίοδο 1999-2016, τόσο στο πλαίσιο της δευτερογενούς του, όσο και στο πλαίσιο της πρωτογενούς του αγοράς. Οι πηγές συλλογής των δεδομένων ήταν διάφορες ιστοσελίδες οικονομικού και πολιτικού περιεχομένου.

Τα δεδομένα αφορούσαν ποσοτικές μετρήσεις από διάφορους δείκτες τιμών του χρηματιστηρίου, όγκους συναλλαγών και πράξεις στην πρωτογενή αγορά (εισαγωγές - διαγραφές εταιρειών, ύψος αντληθέντων κεφαλαίων, αλλά και διάφορα στοιχεία που αφορούν την ελληνική οικονομία (ύψος επιτοκίων, πληθωρισμού, ανεργίας, επενδύσεων, κατανάλωσης, ΑΕΠ, ρυθμοί ανάπτυξης κτλ). Εκτός από τα ποσοτικά δεδομένα, αντλήθηκαν και ποιοτικά δεδομένα που αφορούσαν γεγονότα και ειδήσεις από τον οικονομικό και πολιτικό τομέα, προκειμένου να συνδυαστεί η ύπαρξη τους με τις εξελίξεις στα διάφορα ποσοτικά μεγέθη που χαρακτηρίζουν την πορεία του ΧΑ και της ελληνικής οικονομίας.

Από την μελέτη και παρουσίαση όλων αυτών των δεδομένων προέκυψαν ορισμένα πολύ χρήσιμα συμπεράσματα τα οποία και καταγράφονται στα επόμενα υπό-τμήματα που αναφέρονται ξεχωριστά στο πλαίσιο της δευτερογενούς και στο πλαίσιο της πρωτογενούς αγοράς του ΧΑ. Η πορεία των αγορών αυτών συσχετίζεται άμεσα με την πορεία της ελληνικής οικονομίας και των διεθνών εξελίξεων.

### 6.1.1 Δευτερογενής Αγορά

Στο πλαίσιο της δευτερογενούς αγοράς, η πορεία του γενικού δείκτη τιμών (ΓΔΤ) του ΧΑ φάνηκε να ακολουθεί, σε γενικές γραμμές, την πορεία της ελληνικής οικονομίας και να συνδυάζεται αντίστοιχα σε περιόδους ανάκαμψης και ύφεσης. Λέμε σε γενικές γραμμές, διότι υπήρχαν και περιπτώσεις που η πορεία του ήταν και κάπως αντίστροφη.

Για παράδειγμα, μετά το υψηλό ιστορικό του 1999, ο ΓΔΤ ακολούθησε μια πτωτική πορεία μέχρι και το 2002, αν και η πορεία της ελληνικής οικονομίας δεν ήταν αντίστοιχα πτωτική, όπου στο πλαίσιο της έλευσης του ευρώ υπήρχε μια πτωτική πορεία σε επιτόκια και πληθωρισμό, μια άνοδος των επενδύσεων και του ΑΕΠ, συνδυαζόμενα όλα αυτά με θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η πτωτική αυτή πορεία πρόκειται φανερά για μια διαδικασία διόρθωσης, διότι το υψηλό επίπεδο των τιμών του 1999 αποδείχθηκε πλασματικό. Ο επενδυτικός κόσμος ήταν λογικό, τότε, να έχει χάσει την εμπιστοσύνη του στη δευτερογενή αγορά του ΧΑ, με συνέπεια περισσότερο να προσφέρει (πουλάει) μετοχικούς τίτλους, παρά να ζητάει (αγοράζει), με συνέπεια να πιέζονται οι τιμές σε μια έντονη πτωτική πορεία. Εκτός, βέβαια, από την ψυχολογία των επενδυτών, έτσι και αλλιώς οι τιμές έπρεπε να συγκλίνουν στο πραγματικό τους επίπεδο το οποίο ήταν, τότε, χαμηλότερο σαφώς από εκείνο το υπερβολικά υψηλό επίπεδο του 1999. Δεν είναι τυχαίο ότι εκείνη την περίοδο ήταν μειωμένος και ο όγκος των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά του ΧΑ, κάτι που δείχνει τη λιγότερη προθυμία των επενδυτών να συναλλαχθούν ή ακόμα και την οικονομική τους αδυναμία. Παρόμοια πορεία ακολούθησε και η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών.

Την περίοδο 2002-2007 η πορεία του ΧΑ υπήρξε ανοδική, μετά από την περίοδο της σχετικής διόρθωσης, ακολουθώντας την ανοδική πορεία της ελληνικής οικονομίας, όπου τότε λόγω και της επικείμενης τέλεσης των Ολυμπιακών αγώνων είχαν αυξηθεί οι επενδύσεις και το γενικότερο οικονομικό κλίμα. Επιπλέον, η συμμετοχή της χώρας μας στο ευρώ είχε, τότε, ευεργετικές επιπτώσεις σε επιτόκια και πληθωρισμό. Όλα αυτά αποτυπωνόντουσαν και στην ανοδική τάση του ΓΔΤ, αλλά και σε ανοδική τάση σε συνολική χρηματιστηριακή αξία αλλά και σε όγκους συναλλαγών, καθώς η κλονισμένη εμπιστοσύνη φαινόταν σιγά σιγά να επιστρέφει στο επενδυτικό κοινό. Βέβαια οι όγκοι συναλλαγών και οι σχετικές αξίες δεν έφτασαν

σε καμία περίπτωση τα υπερβολικά επίπεδα του 1999, άλλα μάλλον τα κανονικά επίπεδα.

Μετά το 2007 η παγκόσμια κρίση που ξεσπούσε τότε επηρέασε και την πορεία της δευτερογενής αγοράς του ΧΑ. Καθώς σημαντικό ποσοστό των επενδυτών του ΧΑ ήταν ξένοι οι οποίοι και επηρεάζονταν από το διεθνές οικονομικό κλίμα, ήταν επόμενο να επηρεαστεί και το επίπεδο του ΓΔΤ. Η εμπιστοσύνη, γενικά στις χρηματιστηριακές αγορές κλονιζόταν και αυτό αποτυπώνονταν και στον μειωμένο όγκο και αξία συναλλαγών. Δεν είναι τυχαίο ότι η πτωτική πορεία του ΓΔΤ και των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά συνδυάζονται και με την επιδείνωση της ελληνικής οικονομίας, όπως αυτή αποτυπώνεται στα υψηλά μακροχρόνια επιτόκια, σε υψηλούς ρυθμούς ανεργίας και χαμηλότερου επιπέδου επενδύσεων και κατανάλωσης αλλά και με αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Παρατηρήσαμε, πάντως, μέσα στην κρίση ότι υπήρξε και μια περίοδος όπου ο ΓΔΤ κινήθηκε ανοδικά. Αυτό μπορεί και πάλι να οφείλεται σε κάποια διόρθωση και προσαρμογή του δείκτη σε κάποια πιο ορθά υψηλότερα επίπεδα, διότι δεν δικαιολογούνταν ίσως τόσο χαμηλά επίπεδα. Μάλιστα, ο δείκτης κεφαλαιοποίησης προς ΑΕΠ ήταν αρκετά χαμηλός όλα τα χρόνια της κρίσης, κάτι που υποδήλωνε έντονα υποτιμημένες μετοχές. Έτσι, η ζήτηση για αυτές τις υποτιμημένες μετοχές του ΧΑ ίσως να ήταν η αιτία που έδωσε ώθηση στο επίπεδο του ΓΔΤ, παρά τη συνεχιζόμενη κακή πορεία της ελληνικής οικονομίας, την περίοδο 2013-2015.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό της δευτερογενούς αγοράς του ΧΑ είναι ότι επηρεάζεται σημαντικά από την πορεία των ελληνικών τραπεζών διότι καταλαμβάνουν σημαντικό ποσοστό στη συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων. Η κρίση χρέους στην ευρωζώνη, μαζί με το γενικότερο κακό οικονομικό κλίμα, αποτέλεσαν σημαντικές αιτίες εμφάνισης κρίσης και στον τραπεζικό τομέα, κάτι που έπληξε σημαντικά τις τιμές των τραπεζικών μετοχών, κάτι που υπό-βοήθησε και στην καθοδική πορεία του ΓΔΤ του ΧΑ την περίοδο της κρίσης.



## 6.1.2 Πρωτογενής Αγορά

Θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι και η πρωτογενής αγορά του ΧΑ συνδυάζεται με την πορεία της ελληνικής οικονομίας, παράλληλα με την δευτερογενή αγορά. Όταν έφτασε το ΧΑ στο υψηλό ιστορικό θεωρήθηκε μεγάλη ευκαιρία για πολλές επιχειρήσεις να εισαχθούν στην πρωτογενή αγορά και να αντλήσουν φτηνά μετοχικά κεφάλαια. Αυτό συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια μετά το σκάνδαλο του 1999, διότι οι επενδυτές μπορεί να έχασαν μεν την εμπιστοσύνη τους στη δευτερογενή αγορά, αλλά δεν συνέβαινε το ίδιο και στην πρωτογενή αγορά.

Η καλή πορεία, τότε, της ελληνικής οικονομίας σε ένα πλαίσιο χαμηλών επιτοκίων και πληθωρισμού ευνοούσε τις επενδύσεις και για αυτό όλο και περισσότερες επιχειρήσεις ήθελαν να εισαχθούν στο ΧΑ ώστε να έχουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Μετά το 2004, ο αριθμός των νεοεισαχθέντων επιχειρήσεων μειώνονταν, ενώ υπήρχαν χρονιές με μεγάλους αριθμούς διαγραφόμενων εταιρειών.

Μετά το 2007 και το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης, ο αριθμός των νεοεισαχθέντων επιχειρήσεων σχεδόν μηδενίστηκε, καθώς η άντληση των κεφαλαίων έγινε πάρα πολύ δύσκολη, στο πλαίσιο του δυσμενούς οικονομικού κλίματος και οι πιο πολλές μεσαίες επιχειρήσεις κοίταζαν να επιβιώσουν και όχι να κάνουν πλάνα να μεγαλώσουν για να εισαχθούν σε χρηματιστηριακές αγορές. Επίσης, σε κάθε χρόνια, τότε, ο αριθμός των διαγραφόμενων εταιρειών ήταν σαφώς μεγαλύτερος με συνέπεια όλο και να μειώνεται ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών κάθε έτος.

Η πορεία των αντληθέντων κεφαλαίων είχε και αυτή παρόμοια πορεία. Ήταν σε υψηλά επίπεδα την τριετία 1999-2001 και την διετία 2006-2007 λίγο πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης. Μετά την κρίση, το επίπεδο των αντληθέντων κεφαλαίων είναι σχεδόν μηδενικό, κάτι που αποτυπώνει την δυσκολία χρηματοδότησης την περίοδο της κρίσης. Όσον αφορά τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίων (ΑΜΚ) είχαν παρόμοια πορεία, με εξαίρεση το 2013 που βρέθηκαν σε υψηλό επίπεδο, κάτι εντελώς συγκυριακό, όμως, διότι αφορούσε την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών στο πλαίσιο του προγράμματος χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Συνεπώς, σε γενικές γραμμές η δραστηριότητα του ΧΑ στο πλαίσιο της πρωτογενούς αγοράς ήταν αυξημένη σε περιόδους ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας και ιδιαίτερα μειωμένη έως και μηδενική σε περιόδους ύφεσης.

## 6.2 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Φαίνεται, λοιπόν, ακόμα και σε μια περιφερειακή αγορά όπως αυτή του ΧΑ, ότι το γενικό επίπεδο των τιμών των μετοχών, όπως αυτό αντανακλάται από την πορεία του ΓΔΤ, είναι στενά συνδεδεμένο με την πορεία της πραγματικής οικονομίας, έστω και αν υπάρχουν περίοδοι διόρθωσης και προσαρμογής των τιμών ή περίοδοι που λόγω υποτιμημένων τιμών υπάρχει μια επιπλέον ζήτηση, παρόλο ένα άσχημο οικονομικό κλίμα. Ουσιαστικά, σε ένα καθαρά μακροχρόνια πλαίσιο είναι εμφανής η σύνδεση της πορείας της δευτερογενούς αγοράς του ΧΑ με την πορεία της πραγματικής οικονομίας.

Όλο αυτό φαίνεται ακόμα πιο έντονα και στο πλαίσιο της πρωτογενούς αγοράς, όπου οι αποφάσεις λαμβάνονται λιγότερο με το συναίσθημα (ψυχολογία επενδυτών) και περισσότερο με βάση το υπάρχον οικονομικό κλίμα και τις μελλοντικές προσδοκίες των επιχειρηματιών. Δεν είναι τυχαίο, για παράδειγμα, ότι την περίοδο της πτώσης των τιμών στο ΧΑ, μετά το 1999 υπήρχαν πολλές εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑ και αντλήσεις μετοχικών κεφαλαίων, διότι ο επιχειρηματικός κόσμος πίστευε στην τότε καλή κατάσταση της ελληνικής οικονομίας.

Αυτό που αξίζει να παρατηρήσουμε, όμως, είναι ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών, γενικότερα, μοιάζουν μάλλον ακραίες. Για αυτό ίσως και παρατηρούμε ότι σε περιόδους ευφορίας υπάρχει πολύ μεγάλη δραστηριότητα και στις δύο αγορές του ΧΑ, ενώ σε περιόδους ύφεσης ή κρίσεων η δραστηριότητα αυτή έως και μηδενίζεται. Για αυτό διαχρονικά ο ΓΔΤ εμφανίζει έντονη μεταβλητότητα και λαμβάνει τιμές σε ένα πολύ μεγάλο εύρος, ενώ ακόμη και η δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά φτάνει και να εξαλειφεται. Φαίνεται, ότι το συναίσθημα, η ψυχολογία των επενδυτών και των επιχειρηματιών μάλλον παίζει πολύ μεγάλο ρόλο στο ΧΑ, κάτι που είναι ίσως και λογικό βάσει μιας λιγότερο ψυχρής Μεσογειακής νοοτροπίας.

Το άλλο που αξίζει να παρατηρήσουμε είναι ότι παρόλο που αντλήθηκαν πολλά κεφάλαια έως και το 2001 στην περίοδο της ευφορίας του ΧΑ, αυτά μάλλον δεν επενδύθηκαν ορθολογικά και παραγωγικά με συνέπεια πολλές επιχειρήσεις –και οι τράπεζες ανάμεσα τους- να βρεθούν μάλλον ανοχύρωτες στην περίοδο της κρίσης που ήρθε λίγα χρόνια μετά. Έτσι, πολλές επιχειρήσεις δεν μπορούσαν να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις συνέπειες της κρίσης και να έχουν προβλήματα ρευστότητας και άντλησης κεφαλαίων, ενώ δεν είχαν και εναλλακτικές διεξόδους επενδυτικών και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων σε άλλες διεθνείς αγορές, προκειμένου να έχουν από εκεί εισροές ώστε να καλύψουν απώλειες. Όλα αυτά αποτυπώθηκαν πλήρως και σε μια πτωτική δευτερογενή χρηματιστηριακή αγορά, αλλά και σε μια σχεδόν ανύπαρκτη πρωτογενή.

Με βάση τις πληροφορίες που αφορούν τον όμιλο ΕΧΑΕ, γίνεται κατανοητό ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά προσπαθεί να λειτουργεί με σύγχρονα μέσα που κάνουν εύκολη τη ζωή επιχειρήσεων και επενδυτών και όλων των συμμετεχόντων. Συνεπώς, δε μπορεί να ισχυριστεί κάποιος ότι το ΧΑ δεν λειτουργεί όπως πρέπει και ότι αυτό θα αποτελούσε μια αιτία για την κακή του πορεία τα τελευταία χρόνια, αλλά και για την πλήρη ακινησία στην πρωτογενή αγορά.

Στην πραγματικότητα μια καλά οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι ικανή προϋπόθεση για να αναπτυχθεί μια οικονομία και αυτό φαίνεται μάλλον ξεκάθαρα στην ελληνική περίπτωση. Επί της ουσίας μια καλά οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί μια ικανή τέτοια συνθήκη, δοθέντος ότι τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη μιας οικονομίας βρίσκονται σε καλά επίπεδα, έτσι ώστε να κατευθύνονται κεφάλαια και πόροι σε παραγωγικούς τομείς της οικονομίας, έτσι ώστε να σχηματίζεται ταχύτατα κεφάλαιο και να προκύπτει οικονομική ανάπτυξη που θα οδηγήσει σε αυξημένα εισοδήματα και απασχόληση.

Η περίπτωση του ΧΑ διδάσκει ότι ακόμη και σε μια μικρή χρηματιστηριακή αγορά, σε μακροχρόνιο πλαίσιο, η πορεία του επιπέδου των μετοχών συνάδει με την πορεία της οικονομίας. Πολύ σημαντική είναι η συνεισφορά της πρωτογενούς αγοράς στην άντληση κεφαλαίων για επενδύσεις, αλλά δεν φτάνει μόνο αυτό, όπως αποδείχθηκε και στην περίπτωση του ΧΑ.

Από όλη την ανάλυση των ιστορικών δεδομένων προκύπτει ότι μια ανοδική χρηματιστηριακή δευτερογενής αγορά δεν είναι αυτή που προκαλεί οικονομική ανάπτυξη, αλλά που απλά συνδυάζεται με αυτήν. Επίσης, μια ανοδική δευτερογενής αγορά συνδυάζεται και μια δραστήρια πρωτογενής αγορά, όπου δίδονται οι ευκαιρίες άντλησης κεφαλαίων για επενδύσεις.

Το κρίσιμο σημείο είναι, όπως αποδείχθηκε, εντέλει που πάνε τα αντληθέντα κεφάλαια. Που και πως επενδύονται και πως αξιολογούνται και κρίνονται οι σχετικές αποφάσεις. Είναι κάτι παραπάνω από ξεκάθαρο ότι μεγάλος όγκος των αντληθέντων κεφαλαίων από την πρωτογενή αγορά του ΧΑ δεν τοποθετήθηκαν σε παραγωγικές επενδύσεις και χάθηκε η ευκαιρία να σχηματιστεί κεφάλαιο που θα βοηθούσε επιχειρήσεις και οικονομία να αντέξουν περισσότερο τους ισχυρούς κλυδωνισμούς που έφερε η οικονομική κρίση στην Ελλάδα.

Για αυτό το λόγο, προτείνεται να γίνει ένα πιο αυστηρό πλαίσιο που αφορά την άντληση κεφαλαίων από νέες και υπάρχουσες επιχειρήσεις και να είναι πιο κοντά σε ένα ανάλογο πλαίσιο των τραπεζών. Δηλαδή, θα πρέπει να αξιολογείται πιο αυστηρά μια επιχείρηση ως προς το επιχειρηματικό πλάνο, ως προς το που θα αξιοποιήσει τα αντληθέντα κεφάλαια και να υπάρχει κάποιου είδους δέσμευση στους μετόχους, όπως υπάρχει βάσει νόμου, βέβαια, στους πιστωτές, ότι θα λειτουργήσουν οι επιχειρηματίες – λήπτες των κεφαλαίων προς το συμφέρον τους.

Η λογική ενός τέτοιου αυστηρού πλαισίου έχει να κάνει με το να αξιολογούνται ορθολογικά όλα τα επιχειρηματικά εγχειρήματα και σχέδια και να τοποθετούνται οι διαθέσιμοι πόροι και κεφάλαια σε παραγωγικές επενδύσεις και σε κλάδους και τομείς που έχει ανάγκη η εθνική οικονομία, ακριβώς όπως γίνεται και με βάση το τραπεζικό σύστημα. Στο τραπεζικό σύστημα, βέβαια, οι δανείστριες – τράπεζες ως ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν κίνητρο το κέρδος και για αυτό κοιτάζουν που δανείζουν – επενδύουν προσπαθώντας να εξασφαλίσουν τις απαιτούμενες αποδόσεις τους. Ίσως κάτι ανάλογο να μπορούσε να γίνει και στο πλαίσιο του χρηματιστηρίου με εταιρίες επενδύσεων που να έχουν ανάλογα κερδοσκοπικά κίνητρα και να προωθούν τα κεφάλαια σε επενδύσεις και κλάδους τέτοιους που να είναι προς συμφέρον των μετοχών και της εθνικής οικονομίας γενικότερα.

# Παράρτημα

Πίνακας Παραρτήματος: Διαγραφές εταιρειών από το Χ.Α., 1999-2016

## ΔΙΑΓΡΑΦΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α. 1999-2016

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΚΩΔΙΚΟΣ ΟΑΣΗΣ	ΥΠΕΡΚΛΑΔΟΣ	ΕΤΟΣ ΔΙΑΓΡΑΦΗΣ	ΕΤΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΣΤΟ ΧΑ (Σε μήνες)	ΑΙΤΙΑ	ΠΡΟΤΕΡΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ
1	ΥΔΑΤ/ΠΙΣ ΔΥΤ. ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕΒΕ - RIORPESCA		Τρόφιμα & Ποτά	29/1/1999	8/1/1996	35	Συγχωνεύτηκε με την εταιρεία Γλυθιοτροφεία Σέλοντα	
2	ΙΟΝΙΚΗ ΚΑΙ ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	26/4/2000	27/12/1912	1048	Συγχωνεύτηκε με την εταιρεία ALPHA ΤΡΑΠΕΧΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	
3	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ Α.Ε.		Τράπεζες	20/6/2000	27/5/1997	35	Συγχωνεύτηκε με την εταιρεία ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
4	ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.		Τράπεζες	20/6/2000	27/8/1980	242		
5	COMPUTER LOGIC Α.Ε.		Τεχνολογία	13/7/2000	14/10/1999	9	Συγχωνεύτηκε με την εταιρεία DIS AE	
6	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.		Τράπεζες	8/9/2000	9/6/1976	291	Συγχωνεύτηκε με την εταιρεία EUROBANK AE	
7	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.		Τράπεζες	23/1/2001	18/12/1978	264		
8	ALPHA FINANCE		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	30/4/2001	26/4/1995	72	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	
9	UNIFON Α.Ε.		τηλεπικοινωνίες	14/5/2001	18/8/1999	21	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ.	
10	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.		Τεχνολογία	21/6/2001	30/11/1994	77	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία SINGULAR Α.Ε.	
11	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Β.Ε.		Τεχνολογία	1/8/2001	29/3/1990	248	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε.	
12	SYSWARE Α.Ε.		Τεχνολογία	24/9/2001	27/8/1997	49	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία ALTEC Α.Β.Ε.Ε.	
13	UNISOFT Α.Ε. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ Η/Υ		Τεχνολογία	24/9/2001	27/8/1999	25	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία ALTEC Α.Β.Ε.Ε.	
14	Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.		Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	4/10/2001	28/6/1994	63	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε.	
15	ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΖΩΗΣ ΑΕ		Ασφάλειες	28/11/2001	26/7/1999	28	Με βάση την ΑΠΟΦΑΣΗ 6/231/23.11.2001 του Δ.Σ. της Ε.Κ και την από 15.11.2001 απόφαση του Δ.Σ. του	
16	ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ Α.Ε.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	29/11/2001	10/12/1990	252	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την ΝΩΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	
17	C.A.P. COSMETICS Α.Β.Ε.Ε.		Υγεία	29/11/2001	11/1/1996	70	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την "NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε."	
18	ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.Β.Ε		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	29/11/2001	24/12/1996	61	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την ΝΩΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	
19	ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΙ ΑΦΟΙ Α.Ε.		Εμπόριο	29/11/2001	4/4/1968	403	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την ΝΩΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	
20	ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΧΑΛΚΙΔΟΣ Α.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	3/12/2001	21/12/1988	277	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ	
21	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ Π. ΦΑΛΗΡΟΥ Α.Ε	ΙΑΤΡ	Υγεία	2/1/2002	9/12/1996	61	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την "ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	
22	ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε.		Τεχνολογία	7/1/2002	7/12/1994	73	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.Ε.	
23	ΝΕΧΤΝΕΤ Α.Ε.		Τηλεπικοινωνίες	19/2/2002	12/1/2000	25	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ.	
24	ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	12/3/2002	11/8/1998	53	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦG EUROBANK ERGASTIAS Α.Ε.	
25	ΣΟΚΟΛΑΤΟΠΟΙΑ ΠΑΥΛΙΔΟΥ Α.Ε.		Τρόφιμα & Ποτά	13/3/2002	15/7/1974	332	Σύμφωνα με τις παραγράφους 2 & 3 του άρθρου 11 του Π.Δ. 350/1985.	
26	ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	29/5/2002	7/4/1995	85	Λόγιο συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία ΔΙΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α.	
27	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Ε.Α.Ε.Α.Ζ.		Ασφάλειες	19/6/2002	30/12/1994	90	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία Ο ΦΟΙΝΙΞ-ΓΕΝ. ΑΣΦ. ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	
28	ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ Α.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	26/7/2002	3/2/1994	90	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την "ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ".	
29	Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ Α.Τ.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	26/8/2002	14/12/1994	92	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	
30	ΑΤΕΜΚΕ Α.Τ.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	26/8/2002	4/4/1996	76	Συγχώνευσης με απορρόφηση από την εταιρεία ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	

31	ΓΕΚΑΤ ΓΕΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Τ.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	26/8/2002	29/8/1994	84	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΓΝΩΜΩΝ Α.Τ.Ε.	
32	NESTOS - ΑΝ.ΤΕΧΝ. ΤΟΥΡ. ΕΜΠ/ΚΗ & ΕΡΓ/ΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	9/9/2002	31/5/2001	14	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	
33	Κ. Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	9/9/2002	3/8/1994	85	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	
34	ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ Α.Ε.Β.Ε.Τ.Ε.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	8/11/2002	4/9/1974	338	Συγχώνευση με απορρόφηση από την Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	
35	ΧΑΛΥΨ ΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ Α.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	6/12/2002	9/3/1949	632	Δεγμάτωση οι κοινές και προνομιούχες μετοχές της εταιρίας ΧΑΛΥΨ ΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ Α.Ε. από το	
36	ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	10/12/2002	19/12/1994	84	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ..	
37	ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ Α.Ε.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	18/12/2002	30/3/1973	357	Λόγω συγχώνευσης με απορρόφηση από τη MICROMEDIA - ΜΠΡΙΤΑΝΝΙΑ Α.Ε.	
38	Ε.Τ.Ε.Β.Α. Α.Ε.		Τράπεζες	23/12/2002	14/8/1973	352	Συγχώνευση με απορρόφηση από την ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	
39	ΕCON Βιομηχανίες Α.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών βιομηχανικά προϊόντα & Υπηρεσίες	31/12/2002	1/8/1972	356		
40	ΑΦΟΙ ΜΑΓΡΙΖΟΥ Α.Ε.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	31/12/2002	28/12/1990	144		
41	ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΟΜΗΧ. ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	31/12/2002	3/1/1992	109		
42	ΑΙΓΥΠΤΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΖΩΗΣ & ΥΓΕΙΑΣ	<b>ΑΓΡΑΣ</b>	Ασφάλειες	2/1/2003	12/4/2000	33	Συγχώνευση με απορρόφηση από την ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ	
43	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	11/4/2003	11/11/1977	305	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	
44	ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.		Πετρέλαιο & Αέριο	1/10/2003	15/3/2001	30	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΙΑ Α.Ε.	
45	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	2/10/2003	6/12/1990	154	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	
46	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	12/11/2003	12/8/1982	375	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	
47	ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	1/12/2003	19/11/1984	228	Συγχώνευση με απορρόφηση από την ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	
48	ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.		Τεχνολογία	2/12/2003	10/10/2002	14	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία LAN-NET Α.Ε.Β.Ε.Τ	
49	Ε.Τ.Β.Α. Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	17/12/2003	12/1/2000	35	Συγχώνευση με απορρόφηση της ΕΤΒΑ BANK Α.Ε. από την ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	
50	"ΕΤΒΑ ΛΗΖΙΝΓΚ" Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	23/12/2003	16/7/1990	161	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ Α.Ε.	
51	MARGIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	9/3/2004	18/8/1993	127	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία COMM GROUP Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ ΥΠΗΡ. ΜΑΖ. ΕΝΗΜ. & ΕΠΙΚ..	
52	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	7/5/2004	11/3/1941	754	Από 6/5/2004 απόφαση του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	
53	ALPHA TRUST-ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	16/7/2004	2/8/1993	132	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ALPHA TRUST - ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ..	
54	VODAFONE - ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ.		Τηλεπικοινωνίες	16/7/2004	7/12/1998	67	Σύμφωνα με την από 15/7/2004 απόφαση του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	
55	ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	6/12/2004	11/7/1994	125	Συγχώνευση με απορρόφηση από την εταιρία ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.	
56	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	13/12/2004	17/8/1993	136	Συγχώνευση με απορρόφηση της από την ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	
57	Π&Κ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΕ		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	22/2/2005	19/4/2002	34	Κατόπιν της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της 14/2/2005, για οριστική λύση της εταιρίας	Κύρια
58	ΔΕΛΤΑ SINGULAR ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ		Τεχνολογία	11/4/2005	4/5/1994	133	Συγχώνευση με απορρόφηση από την ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε., σύμφωνα με τις αποφάσεις των	
59	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.		Εμπόριο	22/4/2005	23/12/1999	64	Κατ' εφαρμογή της από 21/4/2005 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με την οποία έγινε αποδεκτό το αίτημα της εταιρείας Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ ΑΕΒΕ, για διαγραφή των μετοχών της, παύει από σήμερα 22/4/2005 η διαπραγμάτευση των μετοχών αυτών στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑ.	Παράλληλη
60	NEW MILLENNIUM INVESTMENTS AEXX		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	19/7/2005	18/12/2002	31	Κατόπιν της απόφασης της Γεν. Συνέλευσης των μετόχων της 13/12/2004 για μετατροπή της εταιρίας σε αμοιβαία κεφάλαια και της αριθ. Κ2-5481/7.6.2005 σχετικής ανακοίνωσης του Υπ. Ανάπτυξης περί διαγραφής της από το Μητρώο Ανοώνυμων Εταιριών	Κύρια
61	ΠΥΡΙΤΙΔΟΠΟΙΕΙΟΥ (ΕΤ.ΕΛΛ. & ΚΑΛ.)		βιομηχανικά προϊόντα & Υπηρεσίες	26/9/2005	17/12/1975	357		Κύρια
62	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	11/11/2005	19/1/1973	382		
63	FEEDUS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ		Τρόφιμα & Ποτά	14/11/2005	13/3/2003	32		
64	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	28/11/2005	30/7/1990	183		
65	ΕΘΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	14/12/2005	19/6/1981	246		
66	ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε.	<b>ΑΚΤΩΡ</b>	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	16/12/2005	29/12/1993	144		Κύρια
67	ΟΡΤΙΜΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	29/12/2005	27/2/2003	34		Παράλληλη
68	ARROW ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	2/1/2006	11/1/2002	48		Μεσαίες & Μικρές Κεφαλαιοποίησης
69	ΗΛΕΚΤΡΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε.		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	2/1/2006	15/3/2004	22		Μεσαίες & Μικρές Κεφαλαιοποίησης
70	ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	2/1/2006	6/5/1992	164		Μεσαίες & Μικρές Κεφαλαιοποίησης
71	ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	2/1/2006	5/10/2001	51		Μεσαίες & Μικρές Κεφαλαιοποίησης
72	CONNECTION Α.Ε.Β.Ε.Ε.	<b>ΚΟΝΕ</b>	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	14/2/2006	24/8/1998	78		Υπό Αναστολή
73	COSMOS Ανων. Βιομη/κή, Εμπ/κή,Κλωστ.&Μετ/κή Ετ.	<b>ΚΟΣΜ</b>	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	14/2/2006	3/5/1963	514		Υπό Αναστολή
74	DATA MEDIA Α.Ε.	<b>ΝΤΑΤΑ</b>	Τεχνολογία	14/2/2006	13/4/2000	70		Υπό Αναστολή
75	DOMUS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔ. ΧΑΡΤ/ΚΙΟΥ	<b>ΝΤΟΜ</b>	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	14/2/2006	4/12/2001	60		Υπό Αναστολή
76	GLOBE Α.Ε. Ομίλος Επιχειρήσεων	<b>ΓΚΛΟΒ</b>	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	14/2/2006	9/8/1973	390		Υπό Αναστολή
77	INTERSONIC ADVANCED TECHNOLOGIES ABEE	<b>ΝΤΕΣ</b>	Τεχνολογία	14/2/2006	17/12/1998	86		Υπό Αναστολή
78	Δ.Α.Ν.Ε. SEA LINE		Ταξίδια & Αναψυχή	14/2/2006	9/11/1994	135		Υπό Αναστολή
79	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ Α.Ε.	<b>ΔΥΝ</b>	Ταξίδια & Αναψυχή	14/2/2006	25/9/2002	41		Υπό Αναστολή
80	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	<b>ΕΥΡΩΤ</b>	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	14/2/2006	6/6/1994	140		Υπό Αναστολή

81	ΘΕΣΣΑΛΙΚΗ (Α. - ΟΙΝΟΠΝΕΥΜ. ΕΤ.)	ΘΕΣΣ	Τρόφιμα & Ποτά	14/2/2006	29/11/1934	975		Υπό Αναστολή
82	ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	ΞΙΦΙΚ	Τρόφιμα & Ποτά	14/2/2006	9/11/1998	87		Υπό Αναστολή
83	Ο.ΔΑΡΙΓΚ & Σ.Ι.Α. Α.Β.Ν.Ε.		βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	14/2/2006	8/7/1991	175		Υπό Αναστολή
84	Α.Β.Ε.Τ.Τ.Ε. ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ ΜΙΧ. ΤΡΑΥΛΟΥ	ΤΕΧΝ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	14/2/2006	22/7/1994	139		Υπό Αναστολή
85	ΦΙΛΙΠΠΟΥ ΔΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑ Α.Ε.	ΦΙΛ	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	14/2/2006	12/10/1994	134		Υπό Αναστολή
86	ΕΘΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠ. ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΕΚΜΕΤ/ΣΕΩΣ ΓΕΝ. ΑΠΟΘ. ΑΕ	ΓΕΝΑΚ	βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	3/4/2006	10/6/1925	970		Μεγάλης Κεφαλ/σης
87	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	ΕΥΚΛΕ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	3/4/2006	8/7/1997	105		Εδίκων Χρημστ. Χαρ/κών
88	ΑΛΦΑ ΑΛΦΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	2/6/2006	3/5/1990	193		Υπό Αναστολή
89	STABILTON ΚΑΤ. ΒΙΟΜ. ΕΜΠ. ΤΟΥΡ. ΣΥΜ. & ΚΛ. Α.Ε.	ΣΤΑΛΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	2/6/2006	30/9/1974	378		Υπό Αναστολή
90	ΕΜΠΕΔΟΣ Α.Ε.	ΕΜΠΕΔ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	2/6/2006	4/5/1994	145		Υπό Αναστολή
91	ΝΗΜΑΤΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	2/6/2006	8/1/1970	437		Υπό Αναστολή
92	ΕΜΠΕΔΟΣ Α.Ε.	ΕΜΠΕΔ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	2/6/2006	4/5/1994	145		Υπό Αναστολή
93	ΙΡΙΡΟΤΙΚΙ SOFTWARE & PUBLICATIONS ΑΕ	ΙΡΙΠ	Τεχνολογία	15/6/2006	10/7/2003	35		Υπό Αναστολή
94	ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	ΕΜΦΑ	Τεχνολογία	15/6/2006	7/7/2003	35		Υπό Αναστολή
95	FITCO Α. Ε.	ΦΙΤΚΟ	Πρώτες Ύλες	3/7/2006	24/4/2001	62		Εδίκων Χρημ/κων Χαρακτηριστικών
96	ΝΕΧΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	ΝΕΞΕΠ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	3/7/2006	23/1/2002	54		Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαίωσης
97	CHIRITA INTERNATIONAL S.A.	ΤΣΙΠ	Τρόφιμα & Ποτά	1/9/2006	30/6/1994	146		Μεγάλης Κεφαλ/σης
98	"GOODY'S" Α.Ε.		Τρόφιμα & Ποτά	1/9/2006	29/12/1994	141		Μεγάλης Κεφαλ/σης
99	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε. "ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ Α.Ε."	ΜΠΕΤΚ	Τρόφιμα & Ποτά	1/9/2006	24/6/1991	183		Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαίωσης
100	ΑΛΦΑ ΑΛΦΑ ENERGY Α.Β.Ε.Ε.	ΕΣΧΑ	Χημικά	19/10/2006	6/11/1995	132		Υπό Αναστολή
101	SEAFARM IONIAN ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΣ Α.Ε.	ΣΕΑΦ	Τρόφιμα & Ποτά	19/10/2006	4/2/1998	105		Υπό Αναστολή
102	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε.	ΑΛΤΕ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	19/10/2006	9/1/1995	141		Υπό Αναστολή
103	ΙΝΤΕΡΣΑΤ Α.Ε.	ΙΝΣΑΤ	Μέσα Ενημέρωσης	19/10/2006	15/5/1909	1169		Υπό Αναστολή
104	ΚΑΖΙΝΟ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.		Ταξίδια & Αναψυχή	19/10/2006	9/4/1905	1218		Υπό Αναστολή
105	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α. Ε.	ΚΕΡΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	19/10/2006	3/8/1939	806		Υπό Αναστολή
106	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ Α.Ε.	ΜΟΥΡ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	19/10/2006	1/9/1994	145		Υπό Αναστολή
107	ΜΠΑΛΑΦΑΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	ΜΠΑΛΦ	Τρόφιμα & Ποτά	19/10/2006	16/5/1951	665		Υπό Αναστολή
108	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΞΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε.		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	27/11/2006	26/7/2000	77		Υπό Αναστολή
109	ΔΙΟΛΚΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΔΙΟΛΚ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	5/12/2006	11/5/2005	125		Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαίωσης
110	FANCO Α.Ε.	ΦΑΝΚΟ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	2/1/2007	31/12/1993	185		
111	ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ Α.Ε.	ΔΕΠΡΟ	Τρόφιμα & Ποτά	6/3/2007	7/6/1999	93	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Εδίκων Χρημστ. Χαρ/κών
112	ΦΟΙΝΙΣ ΜΕΤΡΟΛΑΪΦ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΦΟΙΝ	Ασφάλειες	6/3/2007	25/2/1964	516	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπο επημέρωση
113	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	ΘΕΜΕΛ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	23/3/2007	13/12/1993	159		Μεγάλης Κεφ/σης
114	ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.	ΚΟΡΑ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	23/3/2007	26/3/1996	132		Μεγάλης Κεφ/σης
115	ΕΛΕΓΓΑΤΗ ΜΕΛΑΛΑ ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ & ΟΡΓΑΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΑ Α.Ε.	ΜΙΚΡΟ	Εμπόριο	11/5/2007	30/5/1990	204		Μεγάλης Κεφ/σης
116	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΓΕΡΜ	Εμπόριο	11/5/2007	14/2/2000	87	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Μεγάλης Κεφ/σης
117	ΑΛΡΗΑ LEASING Α.Ε.	ΑΛΗΣ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	21/5/2007	17/8/1987	237	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Εδίκων Χρημστ. Χαρ/κών
118	Εταιρία Ανώνυμη εταιρία παραγωγής, Τυποποίησης και Εμπορίας Βιολογικών Προϊόντων	ΕΒΙΚ	Τρόφιμα & Ποτά	25/5/2007	27/5/2005	24		
119	ΛΑΜΒΔΑ ΝΤΙΠΕΡΤΖΕΝΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΛΑΜΔΑ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	25/5/2007	30/5/2003	48		
120	ΝΟΤΟΣ ΣΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΝΟΤΟΣ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	13/8/2007	24/7/1996	132	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
121	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε	ΑΛΕΚ	Πρώτες Ύλες	1/10/2007	2/1/1974	404		
122	ΔΕΛΤΑ ΠΗΛΑΓΟΥΣΟΠΟΥΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ & ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΑ ΕΡΓΑ ΔΕΣΤ. Π. ΛΕΩΣΕΙΣ ΤΑΞΙΔ. ΓΕΛΙΑΣ		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	1/10/2007	27/5/2004	40		
123	ΒΑΜΒΑΚΙ ΝΗΜΑ ΥΦΑΣΜΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΛΕΒΚ	Πρώτες Ύλες	20/11/2007	24/9/1996	14		Υπό Αναστολή
124	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.	ΙΝΦΟΜ	Τεχνολογία	20/11/2007	11/2/2000	93		Υπό Αναστολή
125	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε	ΠΡΟΜ	Μέσα Ενημέρωσης	20/11/2007	9/1/2002	71		Υπό Αναστολή
126	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	ΠΤΕΧ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	14/12/2007	18/1/1999	107		
127	REGENCY ENTERTAINMENT ΨΥΧΑΓΩΓΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. ΕΛΛΑΣ - UNILEVER ΑΝΘΩΤΙΠ	ΗΥΑΤΤ	Ταξίδια & Αναψυχή	27/12/2007	27/9/1999	98		
128	ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΡΟΦΙΜΩΝ "Η ΕΘΝΙΚΗ" (ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ)	ΕΛΑΙΣ	Τρόφιμα & Ποτά	14/1/2008	30/10/1940	806	Παρ. 5, άρθρου 17, ν. 3371/2005	Χαμηλής Δοσοπαρ.
129	ΚΟΣΜΟΤΕ - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ Α.Ε.	ΕΕΓΑ	Ασφάλειες	11/2/2008	2/8/1946	738	Παρ. 5, άρθρου 17, ν. 3371/2005	Υπό Αναστολή
130	ΚΟΣΜΟ	ΚΟΣΜΟ	Τηλεπικοινωνίες	20/5/2008	12/10/2000	91	Παρ. 5, άρθρου 17, ν. 3371/2005	Χαμηλής Δοσοπαρ.

131	ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΑΚΤΙΒ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	28/5/2008	1/9/1999	105	Παρ. 3, άρθρου 17, ν. 3371/2005	Υπό Αναστολή
132	ΠΟΥΛΙΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε. ΝΕΟΔΗΜΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΠΟΥΛ	Τεχνολογία	17/9/2008	3/7/1996	146	Παρ. 3, άρθρου 17, ν. 3371/2005	Υπό Αναστολή
133	ΚΕΓΟ Α.Ε.	ΚΕΓΟ	Τρόφιμα & Ποτά	3/11/2008	27/4/2000	102	Συγχώνευση με απορρόφηση	Μεσαίας & Μικρής Κεφ/σης
134	UNISYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	ΓΙΟΥΝ	Τεχνολογία	4/11/2008	4/1/2000	106	Παρ. 5, άρθρου 17, ν. 3371/2005	Υπό Αναστολή
136	GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ.	ΓΚΝΕΦ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	6/11/2008	8/10/2004	49	Συγχώνευση με απορρόφηση	Μεσαίας & Μικρής Κεφ/σης
137	EVEREST ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΕΒΕΡ	Ταξίδια & Αναψυχή	2/12/2008	26/8/1999	105	Συγχώνευση με απορρόφηση	Υπό Αναστολή
138	ΤΕΡΝΑ Α.Ε.	ΤΕΡΝΑ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	24/12/2008	20/1/1994	179	Συγχώνευση με απορρόφηση	Μεγάλης Κεφ/σης
139	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΒΣΤΑΡ	Ταξίδια & Αναψυχή	24/12/2008	17/6/1994	173	Συγχώνευση με απορρόφηση	Μεσαίας & Μικρής Κεφ/σης
140	ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Β.Ε.Ε	ΑΛΛΑΚ	Τρόφιμα & Ποτά	31/12/2008	6/2/1950	706	Συγχώνευση με απορρόφηση	Μεσαίας & Μικρής Κεφ/σης
141	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ	ΠΕΙΛΗ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	27/1/2009	28/12/1995	157	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
142	ΕΛΛΑΤΕΣ ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε.	ΕΛΑΤ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά οικιακά μηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	13/2/2009	19/3/1996	155	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
143	Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΡΟΚΠΑ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	18/3/2009	27/8/1990	223	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Χαμηλής διασποράς
144	ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	ΓΕΝΕΡ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	20/5/2009	18/3/1996	158	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
145	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε.	ΓΡΗΓΟ	Τρόφιμα & Ποτά	23/6/2009	13/6/2000	108	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Χαμηλής διασποράς
146	ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε.	ΕΡΓΑΣ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	23/6/2009	23/6/1994	180	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
147	MULTIRAMA Α.Ε.Β.Ε.ΘΛΕΠΙΚΟΝ. & ΗΛΕΚΤΡΟΝ. ΥΛΙΚΟΥ	ΜΟΥΛΤ	Εμπόριο	27/8/2009	19/7/1972	445	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό επιτήρηση
148	ΕΤΜΑ Α.Ε. ΤΕΧΝ. ΜΕΤΑΞΗΣ	ΕΤΜΑΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	1/10/2009	7/7/1938	855	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
149	ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.	ΙΜΑΚΟ	Μέσα Ενημέρωσης	4/1/2010	21/3/2000	118		
150	RAINBOW Α.Ε. ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΠΡΟΗΓΜ. ΤΕΧΝ/ΓΙΑΣ ΣΤΗΝ ΚΑΤΑΓΛΥΚΤΟΝ ΚΑΙ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ & ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ	ΡΕΙΝ	Τεχνολογία	3/2/2010	18/12/2001	98	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
151	ΩΜΕΓΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΑΣΤΡΑ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	30/3/2010	16/3/1998	144	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
152	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	ΜΠΕΝΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	20/8/2010	31/7/2003	85		
153	ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΑΒΚ	Εμπόριο	7/9/2010	5/6/1990	243	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
154	ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΑΒΚ	Εμπόριο	1/10/2010	26/11/1990	279	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
155	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.	ΛΥΜΠΕ	Μέσα Ενημέρωσης	1/10/2010	9/2/2000	128	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
156	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΓΡΑΣ	Ασφάλειες	12/10/2010	25/2/1999	140	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
157	INFORMER Α.Ε.	ΙΝΦΟ	Τεχνολογία	2/12/2010	2/5/2000	127	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
158	ΕΛΜΕC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	ΕΛΜΕΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	31/12/2010	28/2/1991	238		
159	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	ΦΟΛΙ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	31/12/2010	29/10/1997	159		
160	ΝΙΝΑΡΤΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ		Τρόφιμα & Ποτά	24/1/2011	29/10/1990	243	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Χαμηλής διασποράς
161	ΗΠΤΕCΗ ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΑΕ	ΗΠΤ	Τεχνολογία	16/3/2011	4/9/2002	102	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
162	MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α. Ε.		Τράπεζες	1/4/2011	17/7/1991	237	Συγχώνευση με απορρόφηση	Χαμηλής διασποράς
163	ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ	ΒΑΡΔΑ	Εμπόριο	2/5/2011	23/4/2001	120	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
164	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	ΔΙΑΣ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	31/5/2011	27/7/1992	226	Συγχώνευση με απορρόφηση	Μικρ. & Μεσ. Κεφαλ
165	VIVERE ENTERTAINMENT ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	ΒΙΒΕΡ	Εμπόριο	20/9/2011	18/8/1995	311	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
166	ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.	ΑΛΥΣΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά οικιακά μηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	20/9/2011	1/11/1990	250	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
167	CROWN HELLAS CAN Α.Ε.	ΕΛΑΣΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά οικιακά μηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	3/10/2011	7/1/1992	237	Συγχώνευση με απορρόφηση	Χαμηλής διασποράς
168	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		Τράπεζες	31/10/2011	8/4/1909	1232	Άρθρο 27 του ν. 3461/2006	Υπό Αναστολή
169	INTERINVEST ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	11/7/2012	15/1/1992	246	Λύση και εκκαθάριση	Υπό Αναστολή
170	INTERFISH ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΙΝΦΙΣ	Τρόφιμα & Ποτά	30/7/2012	30/7/2003	108	Συγχώνευση με απορρόφηση	Χαμηλής διασποράς
171	EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	ΕΛΑΙΝ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	13/8/2012	11/12/2002	116	Ανακλήση άδειας λειτουργίας	Υπό Αναστολή
172	ΣΥΛΕΞ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	10/9/2012	26/4/1999	137	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Επιτήρηση
173	ELBISCO Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΕΛΜΠΙ	Τρόφιμα & Ποτά	30/11/2012	10/10/1994	217	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
174	ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.	ΕΛΦΚ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	30/11/2012	28/8/1987	303	Απόφαση ΔΣ/ΧΑ (παρ. 3β, άρθρ. 2.6.12 Καν. ΧΑ)	Υπό Αναστολή
175	ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	ΕΥΡΩΣ	Τρόφιμα & Ποτά	30/11/2012	17/1/1962	610	Απόφαση ΔΣ/ΧΑ (παρ. 3β, άρθρ. 2.6.12 Καν. ΧΑ)	Υπό Αναστολή
176	RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.	ΡΙΛΚΕ	Προσωπικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	31/12/2012	29/4/1991	260	Συγχώνευση με απορρόφηση	Υπό Αναστολή
177	OLYMPIC CATERING Α.Ε.	ΟΛΚΑΤ	Τρόφιμα & Ποτά	12/2/2013	9/6/1999	164	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Επιτήρηση
178	ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	ΙΠΠΙΚ	Τρόφιμα & Ποτά	12/2/2013	1/8/1939	882	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Επιτήρηση
179	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α.	ΑΣΑΣΚ	Ασφάλειες	7/3/2013	1/8/1972	487	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
180	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.	ΑΤΛΑ	Εμπόριο	7/3/2013	11/1/2001	146	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή



181	ΑΦΟΙ ΜΕΣΧΩΡΠΗ Α.Τ.Ε.	ΜΕΣΧΩ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	7/3/2013	10/8/1994	211	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
182	ΒΕΤΑΝΕΤ ΑΒΕΕ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗΣ ΔΟΜΗΣΗΣ	ΒΕΤΑΝ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	7/3/2013	12/7/2001	140	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
183	ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	ΔΙΕΚΑ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	7/3/2013	9/12/1994	219	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
184	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΘΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.	ΑΛΤΕΡ	Μέσα Ενημέρωσης	7/3/2013	19/7/2000	152	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
185	ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	ΛΑΝΕΤ	Τηλεπικοινωνίες	7/3/2013	18/2/1998	180	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
186	ΖΑΜΠΑ Α.Ε.	ΖΑΜΠΑ	Πρωικά & Οικιακά Αγαθά	14/6/2013	26/7/1972	491	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Προς Διαγραφή
187	ΑΛΤΙΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	ΑΛΤΙ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	25/6/2013	16/8/2002	130	Λύση και εκκαθάριση	Υπό Αναστολή
188	EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.	ΕΔΡΙΠ	Χημικά	12/7/2013	8/9/2000	129	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
189	Σ & Ρ ΒΙΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΛ., ΛΑΤΟΜ., ΒΙΟΜΗΧ., ΕΜΠΟΡ ΤΟΥΡ ΝΑΥΤ ΤΕΧΝΙΚΗ CYPRUS POPULAR BANK PUBLIC CO LTD	ΑΡΒΑ	Πρώτες Ύλες	12/7/2013	16/12/1994	222	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
190	ΛΑΙΚΗ	ΛΑΙΚΗ	Τράπεζες	22/7/2013	5/1/2007	67	Παρ.3 άρθρ.46 Ν.3606/2007	Υπό Αναστολή
191	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.	ΕΕΕ	Τρόφιμα & Ποτά	24/7/2013	15/7/1991	264	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	
192	ΒΙΟ	ΒΙΟ	βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	3/12/2013	11/12/1947	792	Δοσυνορακτική συγχώνευση με απορρόφηση	Υπό Αναστολή
193	ΔΟΛ	ΔΟΛ	Μέσα Ενημέρωσης	27/12/2013	6/11/1998	181	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
194	ΕΙΚΟΝΑ ΗΧΟΣ ΑΕΕ	ΙΚΟΝΑ	Εμπόριο βιομηχανικών Προϊόντα & Υπηρεσίες	28/3/2014	11/5/2000	167	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
195	ΙΜΠΕΡΙΟ ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ ΑΕ	ΙΜΠΕ	βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	28/3/2014	19/8/1996	211	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
196	ΜΕΝΤΙΜΕΚ ΑΕ (πρώην ΕΛΦΕ ΑΕ, πρώην FASHION BOX ΕΛΛΑΣ ΑΕ)		Υγεία	28/3/2014	3/7/1905	1303	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
197	ΑΛΑΡΙΣ ΑΒΕΕ (πρώην VETERIN)	ΑΛΑΡΙΣ	Υγεία	28/3/2014	5/4/1999	180	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
198	RIDENCO ΑΕΕ&Σ	ΡΙΝΤΕ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	28/3/2014	28/5/1991	274	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
199	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	ΓΤΕ	Τράπεζες	21/11/2014	26/1/1963	622	Συγχώνευση με απορρόφηση	Χαμηλής Δασποράς
200	ΕΤΕΜ ΑΕ	ΕΤΕΜ	Πρώτες Ύλες	2/12/2014	9/6/1994	246	Συγχώνευση με απορρόφηση	Κύρια Αγορά
201	Μ. Ι. ΜΑΪΛΗΣ ΑΕΒΕ	ΜΑΙΚ	βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	10/12/2014	16/6/1994	246	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Επιτήρηση
202	ΣΑΙΚΛ	ΣΑΙΚΛ	Χημικά	10/12/2014	17/12/1990	288	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Χαμηλής Δασποράς
203	ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ	ΜΟΧΛ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	26/5/2015	8/8/1994	250	Συγχώνευση με απορρόφηση	Κύρια Αγορά
204	HELLAS ON LINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΕ	ΗΟΛ	Τεχνολογία	17/7/2015	30/4/2001	170	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
205	ΣΙΔΕΝΟΡ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε	ΣΙΔΕ	Πρώτες Ύλες	23/7/2015	12/12/1994	247	Συγχώνευση με απορρόφηση	Κύρια Αγορά
206	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	ΚΑΘΗ	Μέσα Ενημέρωσης	28/12/2015	7/3/2000	189	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Χαμηλής Δασποράς
207	ΜΑΞΙΜ - ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	ΜΑΞΙΜ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	18/1/2016	31/5/1995	248	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
208	ΚΛΩΝΠΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.	ΚΛΩΝΠ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	26/2/2016	2/3/1973	516	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
209	ΠΡΟΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΠΡΟ	Τράπεζες	26/2/2016	22/12/2005	122	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
210	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	ΤΕΓΟ	Μέσα Ενημέρωσης	26/2/2016	30/12/1998	206	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
211	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΑΤΕ	Τράπεζες	26/2/2016	19/1/2001	181	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
212	ΑΒΕΝΙΡ ENTERTAINMENT ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε	ΑΒΕΝΙΡ	Ταξίδια & Αναψυχή	26/2/2016	19/7/2002	163	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
213	ΦΙΝΤΕΠΟΡΤ Α.Ε.	ΦΙΝΤΟ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	26/2/2016	12/1/1976	481	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
214	ΕΡΚΑΝΕΚ ΣΥΓΚΡΟΤΗΜΑΤΑ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	ΣΠΡΙ	Εμπόριο	26/2/2016	24/2/2004	144	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
215	NUTRIART Α.Β.Ε.Ε.	ΝΤΡΙΑΡΤ	Τρόφιμα & Ποτά	26/2/2016	19/11/1990	321	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
216	ΕΛΒΑΛ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΛΒΑ	Πρώτες Ύλες	26/2/2016	10/6/1996	236	Συγχώνευση με απορρόφηση	Κύρια
217	ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΚΟΥΜ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	10/6/2016	21/3/1996	243	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
218	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.	ΠΕΤΖΚ	Χημικά	10/6/2016	29/8/1973	514	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
219	ΔΕΛΦΙΝ ΕΛΛΗΝΟΕΛΛΕΙΝΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΞΥΛΟΥ Α.Ε	ΣΕΛΜΚ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	10/6/2016	28/3/1988	339	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
220	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε	ΕΜΔΠΟ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	21/6/2016	26/7/1990	311	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
221	ΑΤΕΡΜΩΝ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ Α.Δ.Ε.Κ.Ε	ΑΤΕΡΜ	Μέσα Ενημέρωσης	21/6/2016	17/3/1999	201	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
222	Α.Γ.Ε.Τ ΗΡΑΚΛΗΣ	ΗΡΑΚ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	21/6/2016	6/6/1919	1164	Παρ. 5 άρθρου 17 ν.3371/05	Χαμηλής Δασποράς
223	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΙΑΤΡΙΚΗΣ Α.Ε.	ΠΡΑΞΚ	Υγεία	25/7/2016	7/11/1990	308	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
224	ΣΑΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΑΜΟΘΡΑΚΗΣ	ΣΑΟΣ	βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	10/10/2016	3/12/1997	226	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
225	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΚΑΩΣΤΗΡΙΑ ΜΑΘΩΣΕΤΣ Α.Ε. (πρώην ΚΑΩΣΤΗΡΙΑ ΜΑΘΩΣΕΤΣ)	ΕΝΚΛΩ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	9/11/2016	14/6/1994	269	Παρ. 3 άρθρου 17 ν.3371/05	Υπό Αναστολή
226	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ ΑΕΒΕ	ΚΑΡΑ	Τρόφιμα & Ποτά	29/11/2016	9/10/1996	240	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
227	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	ΗΛΕΑΘ	Εμπόριο	29/11/2016	23/12/1999	203	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
228	ΧΑΛΥΒΟΦΥΛΛΩΝ ΑΕ	ΧΑΛΥΒ	Πρώτες Ύλες	29/11/2016	11/12/1946	840	Απόφαση ΔΣ του ΧΑ (άρθρ. 2.6.12 του Κανονισμού του ΧΑ)	Υπό Αναστολή
229	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	ΣΩΛΚ	Πρώτες Ύλες	15/12/2016	30/7/1998	220	Συγχώνευση με απορρόφηση	Κύρια
230	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ ΑΕ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΕΛΚΑ	βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	15/12/2016	16/11/1994	265	Συγχώνευση με απορρόφηση	Κύρια
<b>230</b>						<b>Μ.Ο. = 230 Μήνες (19,16 χρόνια)</b>		

## Βιβλιογραφία

- Atje, R. and Jovanovic, B., 1993, Stock Markets and Development, *European Economic Review*, 37, 632-640.
- Bencivenga, V.R., Smith, B.D. and R.M. Starr, 1995, Transactions Costs, Technological Choice and Endogenous Growth, *Journal of Economic Theory*, 67, 153-77.
- Bhide, A., 1993, The Hidden Costs of Stock Market Liquidity, *Journal of Financial Economics*, 34, 31-51.
- CMC, 2001a, Diffused Ownership in the Greek Listed Firms, Hellenic Republic Capital Market Commission, June 2001 (in Greek), <http://www.hcmc.gr>, Publications, Studies.
- CMC, 2001b, Diffused Ownership in the Greek Listed Firms, Hellenic Republic Capital Market Commission, December 2001 (in Greek), <http://www.hcmc.gr>, Publications, Studies.
- Cristie, W.G. and R.D. Huang, 1995, Following the pied piper: do individual returns herd around the market? *Financial Analysts Journal*, July-August – pp. 31-37.
- Demirguc-Kunt, A. and R. Levine, 1996a, Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview, *The World Bank Economic Review*, 10, 223-239.
- Devereux, M.B. and G.W. Smith, 1994, International Risk Sharing and Economic Growth, *International Economic Review*, 35, 535-50.
- Diamond, D.W., 1996, Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 82, 51-66.
- Diamond, D.W. and Ph.H. Dybvig, 1983, Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity, *Journal of Political Economy*, 93, 401-19.
- Dritsakis, N., A. Kaparis, X. Mistrionis, and D. Tzililis, 2003, An index of efficiency for the Athens Stock Exchange, *Spoudai*, 53(3), 37-56.
- Economou, F, Kostakis, A. and Philippas, N., 2011, Cross-country effects in herding behaviour: Evidence from four south European markets, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(3), 443-460.
- Filis, G., 2006, Testing for Market Efficiency in Emerging Markets: Evidence from the Athens Stock Exchange, *Journal of Emerging Market Finance*, 5, 121-133.

- Greenwood, J. and B. Jovanovic, 1990, Financial Development, Growth and the Distribution of Income, *Journal of Political Economy*, 98, 1076-1107.
- Harris, R.D.F., 1997, Stock Markets and Development: A Re-assessment, *European Economic Review* 41, 139-146.
- King, R.G and R. Levine, 1993, Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence, *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-42.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 471–517.
- Laopodis, N.T., 2004, Financial market liberalization and stock market efficiency: Evidence from the Athens Stock Exchange, *Global Finance Journal*, 14, 103-123.
- Levine, R., 1991, Stock Markets, Growth, and Tax Policy, *Journal of Finance*, 46, 1445-1465.
- Levine, R., 1997, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- Livanos, I. (2010), “The Wage-Local Unemployment Relationship in a Highly Regulated Labour Market: Greece”, *Regional Studies*, 44(4), 389–400.
- Maditinos, D., Sevic, Z. and Theriou, N., 2007, Investors’ behavior in the Athens stock exchange, *Studies in Economics and Finance*, 24(1), 32-50.
- Milionis, A.E., Moschos, D., and Xanthakis M., 1998, The Influence of Foreign Stock Markets on the Athens Stock Exchange, *Spoudai*, 48, 140-149.
- Morck, R and Steier, L., 2005, The Global History of Corporate Governance: An Introduction. *NBER, Working Paper No. 11062*
- Myers, St. & Majluf, N., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 187-221.
- Niarchos, N.A. and Alexakis, C.A., 1998, Stock market prices, 'causality' and efficiency: evidence from the Athens stock exchange, *Applied Financial Economics*, 8(2), 167-174.
- Niarchos, N.A. and Alexakis, C.A., 2000, The predictive power of macroeconomic variables on stock market returns: the case of the Athens stock exchange, *Spoudai*, 50, 74-86.

- Obstfeld, M., 1994, Risk-Taking Global Diversification and Growth, *American Economic Review*, 84, 10-29.
- Panas, E.E., 1990, The behavior of Athens' stock prices, *Applied Economics*, 22, 715–727.
- Rousseau, P.L., and P. Wachtel, 2000, Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995, *Journal of Banking and Finance*, 24, 1933-1957.
- Saint-Paul, G., 1992, Technological Choice, Financial Markets and Economic Development, *European Economic Review*, 36, 763-81.
- Samitas, A.G., 2004, Testing the efficient market hypothesis in the Greek secondary capital market, *Zagreb International Review of Economics & Business*, 7 (1), 23-38.
- Samitas, A.G., and D.F. Kenourgios, 2004, Market efficiency and signaling: An event study analysis for Athens stock exchange, *In the Proceedings of the International Conference on Advances in Applied Financial Economics, Samos, Greece*, 163-175.
- Schumpeter, J., 1912, *Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung* [The Theory of Economic Development] Translated by R. Opie, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1934
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94, 461-88.
- Singh, A., 1997, Financial Liberalization, Stock Markets, and Economic Development, *The Economic Journal*, 107, 771-782.
- Siokis, F and P, Kapopoulos, 2007, Parties, Elections and Stock Market Volatility: Evidence from a Small Open Economy, *Economics and Politics*, 19(1), 123-134.
- Vuchelen, J., 2003, Electoral systems and the effects of political events on the stock market: the Belgian case. *Economics and Politics*, 15, 85 - 102.

## Άρθρα από ΧΑΑ και Ημερήσιο Τύπο

ATHEXClear ‘Articles of Association’ σύμφωνα με την 21/06/2010 απόφαση της γενικής Συνέλευσης

Euro2day, «Γ. Παπακωνσταντίνου: Στο 12,5% το έλλειμμα το 2009»

<http://www.tanea.gr>, «Κάτω από το ψυχολογικό όριο των 500 μονάδων το ΧΑ»

<http://www.tovima.gr/>, «Λουκάς Παπαδήμος: χρειαζόμαστε ενότητα, συνεννόηση και σύνεση»

[www.newsbomb.gr](http://www.newsbomb.gr), «Το μοιραίο πρόσωπο πίσω από το δημοψήφισμα Παπανδρέου»

Διεύθυνση Εθνικών λογαριασμών ΕΛΣΑΤ 2016

Euro2day, «ΧΑ: Η μεγαλύτερη βουτιά της 27ετίας!»

Έθνος, «Εκτός ελέγχου τα spreads, ξεπέρασαν τις 1000 μονάδες» (28/04/2010)

Ελευθεροτυπία, «Η ΔΗΜΑΡ αποχωρεί από την κυβέρνηση»

Ελευθεροτυπία, «Νέο πακέτο 158 δισ. ευρώ υπό δρακόντειο έλεγχο» (21 -07- 2011)

Ελευθεροτυπία, «Ψηφίστηκαν τα μέτρα-σοκ με ανταρσία στη ΝΔ και διαρροές στο ΠΑΣΟΚ»

Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης Διακανονισμού & Καταχώρησης, Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 12<sup>ης</sup> Εταιρικής Χρήσης 2012

Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός Πρώτης Εταιρικής Χρήσης, 2001

Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός Δεύτερης Εταιρικής Χρήσης, 2002

Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 4<sup>ης</sup> Εταιρικής Χρήσης, 2004

Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 10ης Εταιρικής Χρήσης, 2010

Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών, Εκκαθάρισης  
Διακανονισμού & Καταχώρησης, Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 12<sup>ος</sup>  
Εταιρικής Χρήσης 2012

Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ)

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, Αρ.  
Γ.Ε.ΜΗ. 57958104000 (πρώην Αρ. ΜΑΕ 34189/62/Β/95/226) σύμφωνα με την  
από 22.11.2013 απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων

ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού 2016

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1999

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2000

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2001

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2002

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2003

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2004

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2005

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2006

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2007

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2008

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2009

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2010

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2011

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2012

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2013

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2014

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2014

Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2015

Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2015

Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999-2016

INE 2014

INE 2015

Καθημερινή, «Στο Μέγαρο Μαξίμου ο Αλέξης Τσίπρας»

Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο «Χρηματιστηριακές εξελίξεις», Δεκέμβριος 2015

Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο «Χρηματιστηριακές εξελίξεις», Δεκέμβριος 2016

Ναυτεμπορική, «Συμφωνία για κούρεμα του ελληνικού χρέους κατά 50%»  
(27/10/2011)

NEO ΚΕΙΜΕΝΟ ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟΥ ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΟΥ της ανώνυμης εταιρείας  
με την επωνυμία

Όταν άρχισε η κρίση: Η κατάρρευση της Lehman Brothers,  
<http://news247.gr/eidiseis/afieromata/otan-arxise-h-krish-h-katarreysh-ths-lehman-brothers.2409495.html>

Πρώτο Θέμα, «Έρχεται δεύτερη καταγίδα μέτρων τον Μάρτιο»

Πρώτο Θέμα, «Τρία χρόνια από το έγκλημα στο Καστελόριζο» (23/04/2013)

Πρώτο Θέμα, «Υποβάθμιση της Ελλάδας σε BBB+ από τη Fitch»

Τα Νέα, «Νέα υποβάθμιση της Ελλάδας από τη Moody's» (01-06-2011)

Το Βήμα, «"Ναι" στο Μνημόνιο από 199 βουλευτές και "όχι" από 74»

Το Βήμα, «Πρόωρες εκλογές εξήγγειλε ο Καραμανλής»,  
<http://www.tovima.gr/politics/article/?aid=286340>

Το Βήμα, «Ψυχρός εμπορικός πόλεμος Ρωσίας – Δύσης»

Το χρονικό της μεγάλης Κρίσης, Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013

## **Ιστοσελίδες**

[http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Profiles/profile\\_delisted.asp](http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Profiles/profile_delisted.asp)

<http://www.capital.gr/finance/historycloses/%ce%93%ce%94>

<http://www.capital.gr/story/2198472>

[http://www.euro2day.gr/ase/market\\_comment/article-market/1431046/trapeziko-xefortoma-sto-hrhmatisthrio.html](http://www.euro2day.gr/ase/market_comment/article-market/1431046/trapeziko-xefortoma-sto-hrhmatisthrio.html)

<http://www.euro2day.gr/investments/guide/article/1194676/ha-mia-sygrish-poy-dinei-shma-yperapodoshs.html>

<http://www.helex.gr/el/helex-history>

<http://www.helex.gr/el/the-group>

<http://www.kathimerini.gr/850267/article/oikonomia/epixeirhseis/ka8e-xrono-kai-ftwxotero-se-kefalaiopoihsh-to-ellhniko-xrhmatisthrio>

<http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=526469>

<https://tradingeconomics.com/greece/gdp-growth-annual>

<https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>