



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
&
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ:

**«ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕ ΑΝΤΛΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΜΕΣΩ ΕΚΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΗΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α. »**

ΦΟΙΤΗΤΗΣ : ΦΑΡΛΕΚΑΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ : Μ. ΧΑΝ 0436

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΕΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ : ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ Ν.

ΠΙΤΤΗΣ Ν.

ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ Γ.

ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΑΝΤΛΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΣΩ ΕΚΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΗΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α

Είναι γεγονός πως κάθε είδους επιχείρηση ανήκοντας σε οποιοδήποτε κλάδο της αγοράς χρειάζεται κάθε τόσο να εκπονεί και να υλοποιεί τα ανάλογα επενδυτικά της σχέδια. Τα επενδυτικά σχέδια ή αλλιώς επιχειρηματικά πλανά είναι τα εργαλεία αυτά τα οποία συμπεριλαμβάνουν σε γενικές γραμμές τα εξής πληροφοριακά στοιχεία: ποιες είναι οι επενδύσεις αυτές οι οποίες προβλέπεται να βελτιώσουν τα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης, πόσα χρήματα – κεφάλαια είναι απαραίτητα για τις επενδύσεις αυτές, και ποιο το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης και εφαρμογής της επένδυσης ώστε να επιτευχθούν τα μεγέθη – στόχοι του εκάστου επενδυτικού σχεδίου. Όσον αφορά τις εκάστοτε προτεινόμενες επενδύσεις τόσο στο είδος όσο και στο ύψος τους, αυτές διαφοροποιούνται ανάλογα με την επιχείρηση, το κλάδο δραστηριοποίησης της, τα οικονομικά της μεγέθη καθώς και λοιπές παραμέτρους τόσο της εγχωρίας όσο και της παγκόσμιας αγοράς. Το μονό κοινό πρόβλημα ως προς την υλοποίηση του οποιοδήποτε επενδυτικού στοιχείου είναι η ανεύρεση του συνόλου των απαιτούμενων κεφαλαίων αλλά και το κόστος αυτών.

Γνωρίζουμε ότι τα απαιτούμενα κεφάλαια μπορεί να είναι είτε **Ίδια** (προερχόμενα από κεφαλαιοποιημένα κέρδη του παρελθόντος είτε από συσσωρευμένα κεφάλαια του επιχειρηματία) είτε **Ξένα** (προερχόμενα από άλλες πηγές εκτός επιχείρησης και επιχειρηματία). Είναι κατανοητό πως όσο τα μεγέθη μιας επιχείρησης μεγαλώνουν τόσο πιο μεγάλη ανάγκη υπάρχει για χρηματοδότηση της με ξένα κεφάλαια (ο δείκτης ίδια προς ξένα κεφάλαια εΐθισται να τείνει συνεχώς να είναι μικρότερος του ένα). Αναφερόμενοι τώρα στα ξένα επενδυτικά κεφάλαια που χρειάζεται κάθε επιχείρηση παρατηρείται μεγάλη διαφοροποίηση στο κόστος αυτών που επηρεάζεται τόσο από τον κίνδυνο της ευρύτερης αγοράς όσο και από παραμέτρους και ιδιαιτερότητες της ίδιας της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Η πιο απλοποιημένη μορφή ξένων επενδυτικών κεφαλαίων που εισρέουν σε μια εταιρεία ειδικά όταν τα μεγέθη της είναι μικρά είναι αυτή των Τραπεζικών Δανειακών Κεφαλαίων. Κάθε επιχείρηση λοιπόν, ειδικά όταν βρίσκεται στα πρωταρχικά στάδια λειτουργίας και ανάπτυξης της σπεύδει να δανειστεί από τις συνεργαζόμενες τράπεζες τα απαιτούμενα ποσά χρήματος προκειμένου να υλοποιήσει τα επιχειρηματικά της σχέδια, να αναπτυχθεί, να διευρύνει την κερδοφορία και το πελατολόγιο της (μερίδιο αγοράς) και να βελτιστοποιήσει την παραγωγικότητα των χρησιμοποιούμενων συντελεστών παράγωγης της. Κατά την απλοποιημένη αυτή διαδικασία χρήσης ξένων κεφαλαίων, τόσο ο επιχειρηματίας όσο και το οικονομικό του επιτελείο προσπαθούν να μετριάσουν το κόστος αυτών των κεφαλαίων, εστιάζοντας σε δυο πράγματα: πρώτον στο ύψος του οριζόμενου επιτοκίου δανεισμού και στην αποφυγή έκθεσης τους στους κινδύνους της αγοράς, αποφεύγοντας τα κυμαινόμενα επιτόκια. Εξασφαλίζουν έτσι μια σταθερότητα στις χρηματοοικονομικές ροές της επιχείρησης, προς την εξυπηρέτηση των δανείων αυτών ώστε να αποφευχθεί η οποιαδήποτε παρεμβολή και δυσλειτουργία στην λειτουργική

και ταμειακή διαχείριση της επιχείρησης.

Είναι προφανές πως η εξέλιξη της χρηματοοικονομικής επιστήμης και της τραπεζικής, κατά τις τελευταίες δεκαετίες έχει καταφέρει να δημιουργήσει πλήθος συνδυαστικών και λειτουργικών χρηματοοικονομικών εργαλείων ως προς την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, μια δανειακή χρηματοδότηση δύναται να γίνει μέσω αμιγούς χρηματικού δανεισμού είτε μέσω έκδοσης ομολογιακών δανείων είτε μέσω χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing) είτε ακόμα και μέσω συνδυασμού διοχέτευσης των δανειακών αυτών κεφαλαίων προς την επιχείρηση (δάνεια κίνησης, αγοράς εξοπλισμού, ανέγερσης επαγγελματικής στέγης, αναχρηματοδότησης λειτουργικών διαδικασιών, αναχρηματοδότησης παλαιότερων υψηλότοκων δανεισμών και πολλά άλλα προσαρμοσμένα επακριβώς στην εκάστοτε εξειδικευμένη ανάγκη της επιχείρησης).

Η εξάπλωση της πρακτικής αυτής για τη συνεχή χρήση δανειακών τραπεζικών κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις, σε συνδυασμό με τις ολοένα και επιταχυνόμενες εξελίξεις στους τεχνολογικούς τομείς καθώς και την παγκοσμιοποίηση των αγορών, αναγκάζουν από τη μια πολλές επιχειρήσεις να πουληθούν ή να κλείσουν (λόγο αδυναμίας τους να ανταπεξέλθουν στον ανταγωνισμό) και από την άλλη τα τραπεζικά ιδρύματα αυξάνουν συνεχώς το επιτόκιο δανεισμού τους προς τις εταιρείες (λόγο αύξησης πτωχευτικού κινδύνου και επισφαλειών) δυσκολεύοντας ταυτόχρονα τα κριτήρια χρηματοδότησης μιας επιχείρησης αφού ολοένα και λιγότερες επιχειρήσεις γίνονται αποδεκτές προς χρηματοδότηση από τις τράπεζες.

Οι επιχειρήσεις, όμως, δε μπορούν να σταματήσουν να εξελίσσονται και άρα να χρειάζονται ακόμα περισσότερα κεφάλαια προς την υλοποίηση του σκοπού αυτού. Αντιθέτως, η αναγκαιότητα ξένων κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών τους στοιχείων είναι σήμερα επιτακτική περισσότερο ίσως από κάθε άλλοτε. Εν τέλει, η προγενέστερα αναφερόμενη κάθετη αύξηση του κόστους δανεισμού αλλά και η ολοένα μεγαλύτερη δυσκαμψία που παρουσιάζεται στη σύναψη δανειακών συμβάσεων από μέρους των τραπεζών οδηγούν τις επιχειρήσεις στη διερεύνηση άλλων διαθέσιμων πηγών άμεσης χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων. Οι κεφαλαιαγορές στο σύνολο τους αποτελούν, πλέον, στις μέρες μας ένα πολύ σημαντικό μοχλό ανάπτυξης της πραγματικής οικονομίας, αφού μια από τις βασικές τους λειτουργίες και ιδιότητες είναι ότι αποτελούν δεξαμενές άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις. Είθισται δε, τις πλείστες των φορών που μια επιχείρηση στρέφεται προς τη κεφαλαιαγορά για άντληση χρημάτων μέσω εκδόσεως η/και διάθεσης των μετοχών της, το κόστος αυτό συγκέντρωσης του κεφαλαίου να είναι κατά πολύ μικρότερο από το εκάστοτε μέσο κόστος του τραπεζικού δανεισμού. Βέβαια, και σε αυτή τη περίπτωση, τα κριτήρια που θα πρέπει μια επιχείρηση να πληρεί ώστε να αντλήσει χρήματα μέσω της κεφαλαιαγοράς δε είναι καθόλου λίγα και ευκαταφρόνητα. Αντιθέτως, χρειάζεται, συνήθως, η επιχείρηση αυτή να έχει τόσο την απαραίτητη οργανωτική δομή και λειτουργία όσο και να έχει αποδεδειγμένα αξιοποιήσει στο παρελθόν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο όσα κεφάλαια της χορηγήθηκαν από οποιαδήποτε πηγή (ίδια και ξένα).

ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ & ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Προς το σκοπό τούτο, οι κεφαλαιαγορές απανταχού τον πλανήτη σπεύδουν τις τελευταίες δεκαετίες να δημιουργήσουν τόσο το κατάλληλο πλαίσιο όσο και τις ανάλογες χρηματιστηριακές αγορές ώστε να αποτελέσουν χρηματοδοτικό εργαλείο προσαρμοσμένο σε ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις. Αν και η ίδρυση και η λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών έλαβε χώρα κυρίως στις πρώτες δεκαετίες του προηγούμενου αιώνα, η προσαρμογή τους και η προσέγγιση στις μικρότερες επιχειρήσεις παρατηρείται εντός των τελευταίων σαράντα ετών. Περίτρανα παραδείγματα της προσπάθειας αυτής αποτελεί η έναρξη λειτουργίας του **NASDAQ(...)**, αλλά και στη δική μας ελληνική αγορά η έναρξη λειτουργίας της **παράλληλης αγοράς (1995)** αλλά και η ακόμη πιο πρόσφατη έναρξη λειτουργίας της **ΕΝ.Α. (εναλλακτική αγορά)**. Σε γενικές γραμμές, ως προς την ανεύρεση επενδυτικών κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις, παρατηρείται μια στροφή από τον τραπεζικό δανεισμό στην άντληση κεφαλαίων μέσω εκδόσεως η/και διάθεσης μετοχών τους προς το ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Είναι χαρακτηριστικό, πως ακόμη, και οι ίδιες οι τράπεζες στρέφονται προς τις κεφαλαιαγορές για τα απαραίτητα κεφάλαια που χρειάζονται ώστε να υλοποιήσουν τα επιχειρηματικά και επεκτατικά τους πλάνα. Αξιόλογο είναι να αναφέρουμε επίσης το γεγονός ότι και το ίδιο το δημόσιο τείνει τις τελευταίες δεκαετίες να ιδιωτικοποιεί τις **Δ.Ε.Κ.Ο.** του μέσω της κεφαλαιαγοράς, ώστε να επιτύχει την καλύτερη και πιο εύρυθμη λειτουργία τους μέσω της ελεύθερης αγοράς και πετυχαίνονται κυρίως την άμεση χρηματοδότηση των επενδύσεων τους με κεφάλαια τρίτων, μειώνοντας ταυτόχρονα τα αναγκαία ίδια που χρειάζεται για την ανάπτυξη αυτών ως βασικός τους μέτοχος.

Επί παραδείγματι και προς απόδειξη των παραπάνω, ας ρίξουμε όμως και μια ματιά, στα αριθμητικά δεδομένα απεικόνισης των επιχειρήσεων που έκαναν χρήση της άμεσης χρηματοδότησης τους μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Στην κύρια αγορά του **Χ.Α.Α.** διαπραγματεύονται σήμερα οι μετοχές **277 επιχειρήσεων** (περιλαμβάνονται και οι μετοχές της παράλληλης αγοράς). Ταυτόχρονα, στον μόλις έναν χρόνο λειτουργίας της η εναλλακτική αγορά (**ΕΝ.Α.**) συμπεριλαμβάνει ακόμα 8 ανώνυμες επιχειρήσεις οι οποίες χρησιμοποίησαν την **ΕΝ.Α.** για την άμεση χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων. Σημειωτέον ότι και οι 8 αυτές επιχειρήσεις αποτελούν ταχύτατα αναπτυσσόμενες

εταιρείες, κυρίως εντάσεως τεχνολογίας, κάτι που θέτει ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη εισροής σημαντικής κεφαλαιακής ενίσχυσης και μάλιστα με το μικρότερο δυνατό κόστος ώστε να μπορεί το κόστος αυτό να καλυφθεί. Αξιόλογο είναι να αναφερθεί το γεγονός, ότι η συνολική κεφαλαιοποίηση των 8 αυτών επιχειρήσεων ξεπερνά σήμερα τα **200 εκ. ευρώ έναντι των 135 εκ. ευρώ** περίπου που ήταν η κεφαλαιοποίησή τους κατά την ημερομηνία εισαγωγής τους. Ακόμα, αν προσπαθήσει κάποιος να αναλογιστεί το γενικότερο θετικό αντίκτυπο που έχει η εισαγωγή των επιχειρήσεων αυτών στην **ΕΝ.Α.** φτάνει να ρίξει κάποιος μια ματιά στη μείωση του επιτοκίου δανεισμού που οι συνεργαζόμενες τράπεζες προσφέρουν ακριβώς λόγω της αύξησης του μεγέθους τους και της κατ'επέκτασης μείωσης του βαθμού επισφάλειας αποπληρωμής των χρεών τους.

Ιστορικά, και μιλώντας για την **ΕΝ.Α.** θα ήταν ίσως πιο χρήσιμο να παρακολουθήσουμε κάποια σχετικά μεγέθη μιας παρόμοιας αγοράς και συγκεκριμένα αυτής του **A.I.M.** στο **Citi** του Λονδίνου η οποία και λόγω της πολυετούς λειτουργίας της μπορεί να μας δώσει πολύ πιο έγκυρα στατιστικά δεδομένα και στοιχεία για την χρησιμότητα και τον όγκο μιας οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς η οποία λειτουργεί κυρίως για μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις. Στην αντίστοιχη λοιπόν αγορά του **Χρηματιστηρίου του Λονδίνου (Α.Υ.), τον Μάιο του 2008** υπήρχαν **1.659 εταιρείες** με συνολική κεφαλαιοποίηση **120 δισ. ευρώ**. Το **61,5%** των εταιρειών αυτών είχε κεφαλαιοποίηση από **2,5 εκατ. ευρώ έως 62,5 εκατ. ευρώ**, μέγεθος που δεν διαφέρει κατά πολύ αυτού στο οποίο στοχεύει η δική μας εναλλακτική αγορά. Χαρακτηριστικό είναι επίσης το γεγονός ότι σημαντικός αριθμός εταιρειών (**40 κατά το 2005**) προέβησαν σε μετάταξη από την κύρια αγορά του **London Stock Exchange στο A.I.M.**, προκειμένου να επωφεληθούν από το χαμηλότερο κόστος διαφάνειας και συναλλαγών χωρίς να αποχωριστούν την επενδυτική βάση των θεσμικών επενδυτών και των ιδιωτών υψηλής εισοδηματικής τάξης (που κατά τεκμήριο ενδιαφέρονται για μη οργανωμένες αγορές όπως η Εναλλακτική). Γίνεται και αριθμητικώς πλέον κατανοητή η λειτουργική χρησιμότητα των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών ως προς την προσβασιμότητα των ΜΜ επιχειρήσεων σε μια πηγή άμεσης χρηματοδότησης τους με χαμηλότερο κόστος από αυτό του τραπεζικού δανεισμού.

Σε κάθε περίπτωση η **Εναλλακτική Αγορά** προσφέρει για τον θεσμικό ή τον ιδιώτη επενδυτή ένα χρήσιμο εργαλείο να εντοπίσει επενδυτικές ευκαιρίες σε ιδιαίτερα λογικές αποτιμήσεις. Είναι γεγονός ότι επί του παρόντος η διαπραγματευτική ικανότητα των εταιρειών που έχουν ήδη εισέλθει είναι χαμηλή, παρά το γεγονός ότι οι αποτιμήσεις βρίσκονται συνήθως σε ιδιαίτερα ελκυστικά επίπεδα. Οι συνθήκες αυτές αδικούν αρκετές από τις εταιρείες της Εναλλακτικής Αγοράς, ιδιαίτερα εάν αναλογισθεί κανείς τα αξιόλογα επενδυτικά τους σχέδια, τις δυνατότητες αυτόνομης οργανικής ανάπτυξης και σε τελική ανάλυση του πιθανού μετασχηματισμού τους σε μεγάλες και ανταγωνιστικές εταιρείες του εγχώριου παραγωγικού ιστού. Απομένει μονό να δούμε σε βάθος χρόνου το κατά πόσο η **ΕΝ.Α.** θα βαδίζει στα χνάρια των όμοιων αλλά αρχαιότερων από αυτή αγορών όπως αυτή του **A.I.M** στο Λονδίνο.

**ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΝΤΛΗΣΗΣ
ΤΗΣ
ΑΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ
ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ**

Η άμεση χρηματοδότηση επιχειρήσεων μέσω της κεφαλαιαγοράς γίνεται μέσω αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου **Α.Μ.Κ.** Η αναφερόμενη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να λάβει χώρα με 2 τρόπους είτε μέσω εκδόσεως νέων μετοχών από εταιρείες προς εισαγωγή, είτε μέσω εκδόσεως νέων μετοχών από ήδη εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις. Ας παρατηρήσουμε λίγο κάποια αριθμητικά δεδομένα προγενέστερης περιόδου που όμως αντικατοπτρίζει την διαχρονική κινητικότητα των επιχειρήσεων ως προς την προτίμηση των χρηματαγορών για την άμεση χρηματοδότηση των επιχειρηματικών τους πλάνων. Συγκεκριμένα, το **1998** 50 εταιρείες άντλησαν κεφάλαια από το **Χ.Α.Α.** 24 εκ των όποιων εισήχθησαν για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο. Αντιστοίχως, το **1999** 96 εταιρείες άντλησαν τα κεφάλαιά τους από τη αγορά με 25 από αυτές να είναι νεοεισαχθείσες. Εν συνεχεία, κατά το έτος **2000** κεφάλαια από το **Χ.Α.Α.** άντλησαν 126 επιχειρήσεις μεταξύ των όποιων 44 νέες εισαγωγές. Οι εξελίξεις αυτές δείχνουν ότι σε μία χρονιά μειωμένων αποδόσεων των μετοχών, απορροφήθηκαν περισσότερα κεφάλαια και ενίσχυσαν την κεφαλαιακή τους βάση περισσότερες επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα τη μείωση των χρηματοοικονομικών τους δαπανών και την στήριξη των επενδυτικών τους δραστηριοτήτων. Η εξέλιξη αυτή θα έχει μακροπρόθεσμα οφέλη τόσο για τις επιχειρήσεις αλλά και για το σύνολο της οικονομίας γενικότερα. Επί παραδείγματι, παρατίθεται παρακάτω πινάκας με συγκεκριμένα συνολικά εικονικά μεγέθη για τα έτη **1998-1999-2000**.

ΔΙΑΦΟΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

(ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΑ ΕΤΗ ΑΝΑΦΟΡΑΣ 1998-2000)

	1998	1999	2000 (μέχρι Οκτ.)
Αξία Χρηματιστηριακών Συναλλαγών (σωρευτική, σε δις.δρχ.)	14212,0	58800,4	31111,0
Μέση Ημερήσια Αξία (σε δις.δρχ.)	53,8	222,7	141,4
Χρηματιστηριακή Αξία των Εισηγμένων Μετοχών (σε δις.δρχ.) (ως ποσοστό του ΑΕΠ)	22839	67311	43935
Αριθμός Νέων Επιχειρήσεων στο ΧΑΑ	24	25	44
Αντληθέντα Κεφάλαια (σε δις.δρχ.)	494	2926	2619
Αριθμός Επιχειρήσεων με αύξηση Μ.Κ	50	96	126

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

ΔΙΑΣΠΟΡΑ, ΣΥΝΤΑΞΗ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ & ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ

ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η εταιρία πρέπει να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της στο κοινό, το αργότερο κατά τον χρόνο λήψεως της απόφασης εισαγωγής στην Αγορά Αξιών. Σε περιπτώσεις που οι μετοχές της εταιρίας έχουν ήδη εισαχθεί και διαπραγματεύονται σε άλλο χρηματιστήριο ενός ή περισσότερων κρατών μελών της Ε.Ε., ή τρίτων κρατών, για την πλήρωση του κριτηρίου της επαρκούς διασποράς των μετοχών της, λαμβάνεται υπόψη και η υφιστάμενη διασπορά στο άλλο ή άλλα χρηματιστήρια. Η εταιρία θα πρέπει επιπροσθέτως να αποκτήσει διασπορά εντός της ελληνικής επικράτειας. (Χ.Α.Α.). Σε περιπτώσεις που οι μετοχές της εταιρίας πρόκειται να εισαχθούν παράλληλα στο Χρηματιστήριο Αθηνών και σε άλλο χρηματιστήριο κράτους μέλους της Ε.Ε. ή τρίτου κράτους, για την πλήρωση του κριτηρίου της επαρκούς διασποράς συνυπολογίζεται και η διασπορά των μετοχών που θα επιτευχθεί στο άλλο χρηματιστήριο. Η εταιρία θα πρέπει επιπροσθέτως να αποκτήσει διασπορά εντός της Ελληνικής επικράτειας. Για την εισαγωγή μετοχών στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, η διασπορά θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό κατά τα παραπάνω, απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην Αγορά Αξιών, σε δύο χιλιάδες (2000) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α.

Σημειώσατε ότι : Για την εκτίμηση της επάρκειας της διασποράς, δεν λαμβάνονται υπ' όψιν τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν :

- α) Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- β) τα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας
- γ) συγγενείς α' βαθμού των υφιστάμενων βασικών μετόχων και των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας

δ) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές το προηγούμενο της υποβολής της αίτησης ημερολογιακό έτος, εκτός αν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές, ή εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Η διασπορά δύναται να κριθεί από το Χρηματιστήριο Αθηνών επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρίας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό, ως ακολούθως:

α) Για εταιρίες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της πρώτης δεκάδας εταιριών του δείκτη F.T.S.E. ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς να είναι τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών και 10.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

β) Για εταιρίες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της δεύτερης δεκάδας των εταιριών του δείκτη F.T.S.E. ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς να είναι τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών και 5.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής κατά τα ανωτέρω διασπορά των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό κατά το χρόνο λήψεως της αποφάσεως για την εισαγωγή τους, εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του πέντε τοις εκατό (5%).

Προκειμένου για δευτερογενή ή παράλληλη εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών πρέπει να έχουν καταχωρηθεί στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.) σε μερίδες επενδυτών μετοχές που αντιστοιχούν τουλάχιστον στο 5% των μετοχών, κατανεμημένες σε τουλάχιστον 100 πρόσωπα, εκ των οποίων κανένα δεν θα έχει άνω του 2% των μετοχών.

ΔΙΑΝΟΜΗ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ & ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΚΟΙΝΟΥ

Μετά την ομολογουμένως επίπονη διαδικασία ανταλλαγής εγγράφων και επιστολών με την Ε.Κ. και το Χ.Α.Α., τόσο η προς εισαγωγή εταιρία όσο και ο κύριος ανάδοχός της, έχουν στα χέρια τους όλα εκείνα τα στοιχεία που οι αρχές έκαναν αποδεκτά ως την πραγματική και τελική λογιστική, νομική και επενδυτική εικόνα της Μ.Μ. επιχείρησης. Αυτά είναι και τα τελικά στοιχεία τα οποία θα αποτελέσουν το υλικό του τελικού Ενημερωτικού Δελτίου το οποίο θα εκδώσει η εταιρία και θέσει στην διάθεση του επενδυτικού κοινού ώστε να πάρει στα χέρια του τα πλήρη οικονομικά στοιχεία της προς εισαγωγή επιχείρησης, τις μέχρι τώρα επιδόσεις της καθώς και τις προσδοκώμενες υπεραξίες της, βάσει των δημοσιευμένων Επιχειρηματικών Σχεδίων που έχει δρομολογήσει.

Αυτό βέβαια που θα πρέπει ο επενδυτής κυρίως να εστιάσει, είναι η κατεύθυνση των κεφαλαίων τα οποία η εταιρία σκοπεύει να αντλήσει μέσω της εισαγωγής της στην Χρηματιστηριακή Αγορά του Χ.Α.Α. Εάν κατά την κρίση του επενδυτή, ο οποίος είναι και ο άμεσος χρηματοδότης του εν λόγω επιχειρηματικού σχεδιασμού, η εταιρία δεν έχει κάνει σωστή εκτίμηση για την αξιοποίηση των κεφαλαίων από την Α.Μ.Κ. μέσω δημόσιας προσφοράς, τότε μπορεί πολύ απλά να αποφύγει την αγορά των μετοχών της.

Τα ενημερωτικά δελτία, θα πρέπει να βρίσκονται στη διάθεση του κοινού, κάποιες τουλάχιστον μέρες πριν την πραγματοποίηση της εισαγωγής της στην αγορά. Υποχρεωτικά, Ενημερωτικά Δελτία βρίσκονται στα γκισέ των τραπεζών οι οποίες τελούν υποανάδοχοι, καθώς και στο Χ.Α.Α. σε ειδικό τμήμα για την ενημέρωση των επενδυτών, όπως και στο τμήμα μετόχων της προς εισαγωγή εταιρίας.

Να προσθέσουμε εδώ απλά, πως είθισται τα Ε.Δ. των επιχειρήσεων να είναι συνταγμένα με τρόπο εξειδικευμένο και τεχνοκρατικό, τέτοιο ώστε να είναι δυσνόητα από τον μέσο επενδυτή. Αντιθέτως, θεωρώ πως θα πρέπει να είναι απλό, ευανάγνωστο και κατανοητό ώστε να αφήσει ή και βοηθήσει τους εν δυνάμει επενδυτές να κατανοήσουν την φύση, χαρακτήρα και στρατηγική της εταιρίας που βολιδοσκοπούν να αγοράσουν τις μετοχές της, και να αντιληφθούν εάν και κατά πόσο τελικά, το προφίλ της επιχείρησης είναι κοντά στο δικό τους επενδυτικό προφίλ.

ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ & ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ & ΛΟΙΠΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Όπως προαναφέραμε σε προγενέστερο κεφάλαιο, το προφίλ μιας επιχείρησης, και ακόμα περισσότερο εάν αυτή σκοπεύει να εισάγει τις μετοχές της σε κάποια αγορά του Χ.Α.Α., αρχίζει να σμιλεύεται πολλά χρόνια πριν την εισαγωγή της.

Παρόλα αυτά, πλήθος επιπλέον ενεργειών ενημέρωσης και επικοινωνίας πρέπει να λάβουν χώρα στο αμέσως προηγούμενο διάστημα προ της εισαγωγής της επιχείρησης στο Χ.Α.Α. Εκτός λοιπόν την κατάρτιση του Ενημερωτικού της Δελτίου, μια επιχείρηση που προετοιμάζει την εισαγωγή τον μετοχών της, θα πρέπει παράλληλα και από κοινού με τον κύριο της ανάδοχο και τους λοιπούς Συμβούλους Έκδοσης, να έρθει σε επαφή με διαφόρων κατηγοριών θεσμικούς επενδυτές. Αυτοί μπορεί να είναι από τραπεζικά ιδρύματα που ενδιαφέρονται να τοποθετήσουν μετοχές νέων και δυναμικών επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των Α.Ε.Δ.Α.Κ. τους (Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων), μέχρι επιθετικά επενδυτικά Funds του εξωτερικού, ή ακόμα και διαχειριστές διαθεσίμων ασφαλιστικών ταμείων.

Όποιος και να είναι ο τελικός αποδέκτης της ενημέρωσης, θεσμικός επενδυτής, η προσέγγιση του και παράλληλα η ενημέρωση του από την εταιρία προς εισαγωγή, μπορεί να γίνει με δύο μόνο τρόπους. Μεμονωμένα, ύστερα κυρίως από προσωπικές επαφές και γνωριμίες, και ειδικότερα όταν μιλάμε για παραχώρηση σημαντικού αριθμού μετοχών, τα οποία εκχωρούν αυτομάτως και σημαντικό ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου, δίνοντας το

δικαίωμα στον αγοραστή να συμμετέχει ενεργά στις διοικητικές αποφάσεις μέσω των γενικών συνελεύσεων.

Ο δεύτερος και πιο διαδεδομένος τρόπος παρουσίασης της εταιρίας σε θεσμικούς επενδυτές, είναι μέσω μαζικών παρουσιάσεων και Press Conferences όπου ουσιαστικά το Δ.Σ. και τα υψηλόβαθμα στελέχη της εταιρίας, περνούν σχεδόν από ενδελεχή ανάκριση και βομβαρδισμό ερωτήσεων από τους παρευρισκομένους, ώστε να πειστούν πως τα χρήματα που θα επενδύσουν στην εν λόγω επιχείρηση θα αποφέρουν κέρδη, ενωρίτερα και ασφαλέστερα από άλλες διαθέσιμες εναλλακτικές επενδύσεις.

Σε πολύ σπάνιες περιπτώσεις, και όταν κυρίως μιλάμε για πολύ μεγάλες επιχειρήσεις που πραγματοποιούν γιγάντιες για τα ελληνικά δεδομένα αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, διενεργούνται και τα λεγόμενα Road Shows, τα οποία δεν είναι άλλο από προσέγγιση ομάδων επενδυτών σε διάφορες χώρες κυρίως του εξωτερικού, όπου γίνεται μια ενδελεχής και αναλυτική παρουσίαση τόσο των προοπτικών της επιχείρησης όσο και της παρούσας κατάστασης, ώστε να αποδειχθεί το συμφέρον της επένδυσης σε αυτήν.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ & ΕΝΑΡΞΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Η μετοχών αναλύεται σε τρία στάδια, ως εξής :

Αξιολόγηση αίτησης εισαγωγής από το Χρηματιστήριο

Υποβολή από την εταιρία, από κοινού με τον Κύριο Ανάδοχο, αίτησης εισαγωγής των μετοχών της στο Χ.Α.Α. Σημειωτέον ότι η προς εισαγωγών Μ.Μ.Ε. επιτρέπεται να ζητήσει την εισαγωγή των μετοχών της και σε άλλη Αγορά ή κατηγορία αυτής από εκείνη στην οποία αναφέρεται το κυρίως αίτημά της. Η αίτηση συνοδεύεται από συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο καταλληλότητας και από τα απαιτούμενα δικαιολογητικά πολλά από τα οποία παραθέσαμε στο 'Γ Μέρος'. Τα ακριβή δικαιολογητικά κατά περίπτωση, και ύστερα από προηγούμενη εξέταση της κάθε αιτούμενης επιχείρησης, καθορίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Εν συνεχεία, πραγματοποιείται έλεγχος του φακέλου και των προϋποθέσεων εισαγωγής από το Χ.Α.Α. και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο οποίος αφού ολοκληρωθεί, οδηγεί σε αξιολόγηση της καταλληλότητας της εταιρίας από το Χ.Α.Α. Υπ' όψιν ότι δεν απαιτείται η ολοκλήρωση της ανωτέρω διαδικασίας πριν την υποβολή της αίτησης της εκδότριας προς την Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου και της παροχή άδειας Δημόσιας Προσφοράς .

Έγκριση Εισαγωγής στο Χ.Α.Α.

Μετά την διενέργεια δημόσιας προσφοράς η προς εισαγωγή επιχείρηση υποβάλλει στο Χ.Α.Α. τα δικαιολογητικών για την λήψη της απόφασης για την εισαγωγή , εντός πέντε εργασίμων ημερών από το πέρας της Δημόσιας Προσφοράς. Ακολούθως , η εταιρία από κοινού με τον Ανάδοχο , υποβάλλουν στο Χ.Α.Α. αντιγράφου του τελικώς εγκεκριμένου Ενημερωτικού Δελτίου σε έντυπη και ηλεκτρονική μορφή προκειμένου να δημοσιευθεί στην ηλεκτρονική σελίδα του , πληρώνοντας όλες τις υποχρεώσεις δημοσιότητας προς το επενδυτικό κοινό . Ακολούθως , εκδίδεται τελικώς η **Απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας από το Χ.Α.Α.**

Έναρξη διαπραγμάτευσης Μετοχών

Έπεται η υποβολή στο Χ.Α.Α. , των δικαιολογητικών για την λήψη της απόφασης για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας . Εάν όλα είναι σύνομα και σύμφωνα με τις οδηγίες της Ε.Κ. και του Χ.Α.Α. , τότε πραγματοποιείται η **Έναρξη διαπραγμάτευσης** . Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας πραγματοποιείται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως από το Χρηματιστήριο της εισαγωγής των μετοχών. Σημειώσατε ότι η αίτηση εισαγωγής δύναται να απορριφθεί από το Χ.Α.Α. , αν δεν εγκριθεί το Ενημερωτικό Δελτίο από την ΕΚ. Για την απόρριψη της αιτήσεως εισαγωγής , ενημερώνεται σχετικά η ΕΚ και η απόρριψη γνωστοποιείται στην εταιρία και τον Κύριο Ανάδοχο. Επιπλέον στην περίπτωση όπου τόσο το Χ.Α.Α. όσο και η Ε.Κ. , εγκρίνουν την επιχείρηση για έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της , αυτή θα πρέπει ακόμα να έχει πραγματοποιήσει κάποιες τελικές υποχρεώσεις που συνοπτικώς είναι να έχει διασφαλισθεί σύμφωνα με το νόμο η εκκαθάριση των κινητών αξιών και να έχουν καταβληθεί οι συνδρομές που ορίζουν οι αρχές του Ελληνικού Χρηματιστηρίου .

ΔΕΣΜΕΥΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

&

άλλες υποχρεώσεις εισηγμένων

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών μιας εταιρίας , δεν αποδεσμεύουν αυτομάτως , ούτε την εταιρία μα ούτε και τους μετόχους της από δεσμεύσεις τόσο προς τις αρχές όσο και προς το επενδυτικό κοινό . Αντιθέτως , γεννώνται μια σειρά νέων υποχρεώσεων , οι οποίες σκοπό έχουν , όχι να ταλαιπωρήσουν πλέον την επιχείρηση , αλλά να διασφαλίσουν τα κοινά πλέον δικαιώματα που έχουν οι βασικοί μέτοχοι με τους νέους ,μειοψηφικούς συνεταίρους τους (

επενδυτές). Συγκεκριμένα και ειδικότερα όσον αφορά την μεταβίβαση (εδώ πώληση) μετοχών, ισχύουν τα εξής:

Μέτοχοι που κατά το χρόνο έγκρισης της εισαγωγής των μετοχών στο χρηματιστήριο συμμετέχουν με ποσοστό μεγαλύτερο του 5%, στο μετοχικό κεφάλαιο εταιρείας της οποίας οι κινητές αξίες εισάγονται στο χρηματιστήριο επιτρέπεται να μεταβιβάσουν κατά το πρώτο έτος μετά την εισαγωγή μετοχές που αντιστοιχούν κατ' ανώτατο όριο σε ποσοστό 25% του συνόλου των μετοχών τους. Εξαιρούνται οι μεταβιβάσεις αυτές που προκαλούνται από λόγους ανωτέρας βίας (πχ. Θάνατο ενός από τους βασικούς μετόχους) και κάποιες άλλες εξαιρέσεις που ωφελούν την εταιρία όπως αυτή της μεταβίβασης πακέτου μετοχών σε στρατηγικό επενδυτή, ο οποίος αναλαμβάνει ρητώς την υποχρέωση να μη μεταβιβάσει τις μετοχές του, ομοίως όπως ισχύει για τους αρχικούς, βασικούς μετόχους.

Αντιστοίχως, μετά την εισαγωγή της εν λόγω Μ.Μ.Ε., αλλά και μετά την παρέλευση του απαραίτητου διαστήματος (εδώ 2 έτη) δέσμευσης των βασικών μετόχων περί μη μεταβίβασης κτλ., οι βασικοί μέτοχοι δύνανται να προβούν σε εταιρικές μετοχικές πράξεις και αλλαγές ποσοστών συμμετοχής, φτάνει όμως να πληρούν τις παρακάτω δεσμεύσεις:

- Οι βασικοί μέτοχοι της εταιρίας, ήτοι, οι μέτοχοι που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα τουλάχιστον 5% του μετοχικού της κεφαλαίου, οι οποίοι ταυτόχρονα συμμετέχουν και στη διοίκηση της εταιρίας (ανώτατα διευθυντικά στελέχη, Μέλη Δ.Σ.), ανακοινώνουν στη Γ.Σ. είτε οι ίδιοι είτε με ανακοίνωση του Δ.Σ. της εταιρίας, τις προθέσεις τους σχετικά με τη διατήρηση ή μη του ποσοστού που κατέχουν κατά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης η οποία αποφασίζει την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά,

- i) έως την ολοκλήρωση της αύξησης και την εισαγωγή των νέων μετοχών
- ii) για χρονικό διάστημα 6 μηνών μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.

- Εάν η αύξηση γίνεται ολόκληρη ή εν μέρει υπέρ των παλαιών μετόχων, την πρόταση τους εάν η τιμή έκδοσης μπορεί να είναι ανώτερη της χρηματιστηριακής τιμής κατά τον χρόνο αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης.

- Εάν πραγματοποιείται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένης εταιρίας, με σκοπό τη συγχώνευση με απορρόφηση εταιρίας, αναδοχής κλάδου ή εισφοράς περιουσίας, τότε οι μέτοχοι αυτοί υποχρεούνται να δηλώσουν της προθέσεις συμμετοχής τους ή όχι στην εν λόγω αύξηση. Ταυτόχρονα, η εταιρία και μέσω του συλλογικού της οργάνου που είναι η Γ.Σ., υποχρεούται να παράσχει πληροφορίες εγγράφως που θα αφορούν και αναφέρουν λεπτομερώς και με σαφήνεια: Πληροφορίες για την αποτίμηση των συγχωνευόμενων εταιριών και την προτεινόμενη, βάση των αποτιμήσεων, σχέση ανταλλαγής.

Συνοπτική παράθεση των μεθόδων αποτίμησης, των παραδοχών που λήφθηκαν υπ' όψιν, των τυχόν δυσκολιών που προέκυψαν κατά την αποτίμηση και του τρόπου βάσει του οποίου προσδιορίστηκε η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, καθώς και κάθε άλλου στοιχείου που μπορεί να προβλέπεται από ειδικές διατάξεις, εκτός αν γι αυτό παρέχεται εξαίρεση.

Δήλωση του εμπειρογνώμονα (συνήθως ορκωτός ή εκπρόσωπος των ελεγκτικών εταιριών που διενήργησαν τις αποτιμήσεις των συγχωνευόμενων εταιριών, για το εάν οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση.

Γνώμη του εμπειρογνώμονα που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευόμενων εταιριών , για το εάν η σχέση ανταλλαγής που προέκυψε από τις εν λόγω αποτιμήσεις είναι εύλογη και λογική (παρατίθεται συνοπτική έκθεση παρόμοια με το προσάρτημα που φέρει ο κάθε Ισολογισμός .

Τα στοιχεία των αποτιμήσεων της απορροφώσας εταιρίας και της κάθε απορροφημένης και η γνώμη για τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών πρέπει να προκύπτουν από έκθεση πιστωτικού ιδρύματος ή Ε.Π.Ε.Υ που έχει το δικαίωμα να παρέχει υπηρεσίες αναδόχου σε δημόσια προσφορά , ή ελεγκτικού οίκου. Στις περιπτώσεις που στην αποτίμηση συγχωνευόμενης εταιρίας η εκτίμηση του παγίου Ενεργητικού της γίνεται σε τρέχουσες τιμές , η εκτίμηση της περιουσίας αυτής θα διενεργηθεί από εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών ή από αντίστοιχο αναγνωρισμένο ελεγκτικό – εκτιμητικό οίκο. Η αποτίμηση διενεργείται με βάση δύο τουλάχιστον διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης . Οι ανωτέρω υποχρεώσεις πληροφόρησης υφίστανται και στις περιπτώσεις αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου λόγω αναδοχής κλάδου ή εισφοράς περιουσίας .

- Εάν η εταιρία και άρα οι βασικοί μέτοχοι , προτίθενται να προβούν σε αγορά ιδίων μετοχών τότε η εταιρία πρέπει να αποστέλλει στο Χ.Α.Α. ανακοίνωση για απόφαση Γ.Σ. σχετικά με αγορά ιδίων μετοχών. Η ανακοίνωση πρέπει να σταλεί το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα από την ημερομηνία της Γ.Σ. και πρέπει να αναφέρει κατ' ελάχιστον τις εξής πληροφορίες: τον ανώτατο αριθμό μετοχών που θα αγοραστούν , την ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές , το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο η εταιρία θα διενεργήσει τις προαναφερθείσες αγορές .

Σημειωτέον ότι η εταιρία πρέπει να αποστέλλει στο Χ.Α.Α. ανακοίνωση για κάθε επιμέρους χρονικό διάστημα κατά το οποίο εφαρμόζεται η απόφαση αγοράς ιδίων μετοχών , με το ελάχιστο περιεχόμενο που προαναφέρθηκε . Ακόμα , ύστερα από την κάθε πραγματοποίηση έστω και επιμέρους αγοράς ιδίων μετοχών η εταιρία οφείλει να αποστείλει στο Χ.Α.Α. ανακοίνωση στην οποία θα αναφέρει πάλι τον αριθμό μετοχών που αποκτήθηκαν , τη μέση τιμή κτήση τους καθώς και το συνολικό αριθμό ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου στο οποίο αντιστοιχεί .

Ομοίως , σε περίπτωση διενέργειας πώλησης Ιδίων μετοχών , η εταιρία ενημερώνει το Χ.Α. σχετικά με απόφαση του Δ.Σ. για την πώληση ιδίων μετοχών και η ανακοίνωση της προς αυτό , πρέπει να αναφέρει τουλάχιστον το μέγιστο αριθμό πωλούμενων ιδίων μετοχών , την κατώτατη τιμή πώλησης καθώς και το χρονικό διάστημα διενέργειας της πώλησης.

Στήριξη Μετοχής & προσαρμογή Επιχείρησης στις Νέες Συνθήκες

Οι νέες μετοχές της όποιας Μ.Μ.Ε. εισαχθούν ή εισάγονται στο Χ.Α.Α. , και ειδικότερα μιλώντας για τις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης , και λόγω του ελεύθερου ορίου διαπραγμάτευσης αλλά και άλλων αστάθμητων παραγόντων , όπως αυτός της άγνοιας του επενδυτικού κοινού για την χρηματιστηριακή συμπεριφορά της μετοχής μιας και δεν υπάρχει ιστορικό ,

μπορούν πολύ εύκολα να βρεθούν έρμαιο στις προθέσεις όποιου θελήσει να χειραγωγήσει και κερδοσκοπήσει κακοπροαίρετα εις βάρος της μάζας των μικρομετόχων αλλά και των βασικών μετόχων , αφού και οι 2 ομάδες είναι ανήμπορες να επηρεάσουν την τιμή , οι μεν λόγω του πολύ μικρού αριθμού μετοχών που διακρατούν από την Δημόσια Προσφορά , οι δε λόγω της δέσμευσης τους περί μη πώλησης , προς τις αρχές . Για τους ως άνω λόγους , όπως όλες οι κεφαλαιαγορές απανταχού τον πλανήτη , έτσι και το Χ.Α.Α. , έχει θεσπίσει την ύπαρξη και λειτουργία του θεσμού του Ειδικού Διαπραγματευτή . Ο θεσμός αυτός , λειτουργεί παρόμοια όπως αυτός των αναδόχων (ανάδοχοι λέγονται οι Χρηματιστές – Χρηματιστηριακές εταιρίες , που αναλαμβάνουν ουσιαστικά να καλύψουν την Δημόσια Προσφορά των μετοχών της νεοεισαχθείσας εταιρίας , σε περίπτωση που αυτή δεν καλυφθεί από το ευρύ επενδυτικό κοινό στο οποίο απευθυνόταν) και αποτελεί στην ουσία ένα μαξιλάρι , ή αλλιώς μια ουσιαστική δικλείδα ασφαλείας από τις επικίνδυνες διακυμάνσεις της μετοχής κατά την πρώτη διετία ελεύθερης διαπραγματεύσεως της στο Χ.Α.Α. Αυτό που κάνουν κατά βάση , είναι να παρέχουν συνεχώς ικανοποιητικές τιμές αγοράζοντας και πουλώντας μετοχές όπου δημιουργούνται κενά Ζήτησης και Προσφοράς , ώστε να διασφαλίζεται η απαραίτητη συναλλακτική δραστηριότητα ωστόσο επέλθει από μόνη της η ισορροπία στις τιμές εκείνες με τις οποίες η αγορά θα αποτιμήσει τελικώς την εταιρία και τις προσδοκίες της . Ενημερωτικά και μόνο , και όσον αφορά τους ειδικούς συμβούλους ή αλλιώς ειδικούς διαπραγματευτές , θα αναφέρουμε συνοπτικά τα εξής :

Οι Εταιρείες των οποίων οι μετοχές εισάγονται στην Αγορά Αξιών υποχρεούνται να ορίσουν μέλος του χρηματιστηρίου με δικαίωμα παροχής υπηρεσιών αναδόχου σε δημόσια προσφορά ως Ειδικό Σύμβουλο (sponsor) της εταιρείας για τα δύο έτη που ακολουθούν την αρχική εισαγωγή στο χρηματιστήριο

Ο Ειδικός Σύμβουλος υπόκειται γενικότερα στις ίδιες σχεδόν υποχρεώσεις του Ειδικού Διαπραγματευτή.

Πιο συγκεκριμένα , ο Ειδικός Σύμβουλος (sponsor) της εταιρείας υπόκειται στις εξής υποχρεώσεις : να έχει λάβει άδεια Ειδικού Διαπραγματευτή για την εν λόγω κινητή αξία και να προβαίνει στην εισαγωγή ζεύγους εντολών αγοράς και πώλησης . Έκδοση μίας ανάλυσης για την εταιρία με τη συμπλήρωση δώδεκα μηνών διαπραγμάτευσης στο Χ.Α. να προβαίνει σε δύο παρουσιάσεις της εταιρείας ετησίως σε επενδυτές , τόσο σε ιδιώτες όσο και θεσμικούς , στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Πρέπει όμως να αναφέρουμε , πως η εισηγμένη πλέον Μ.Μ.Ε. , έχει και ένα ακόμα πλήθος υποχρεώσεων που όμως δεν είναι μόνο για την ενημέρωση και συμφέρον των επενδυτών της αλλά και για το δικό της όφελος αφού θέλοντας και μη αναγκάζεται να ακολουθήσει έναν πλήρη προγραμματισμό , που σκοπό έχει να εξαλείψει τα λάθη και να προλάβει ενδεχόμενες ζημιές από διάφορες συνθήκες .

Όπως όμως θα διαπιστώσουμε και παρακάτω στο επόμενο κεφάλαιο , κατ ουσία , οι πλείστες των υποχρεώσεων της εισηγμένης μας πλέον Ανώνυμης Μικρομεσαίας Επιχείρησης , δεν διαφέρουν και πολύ από τις σύνηθες υποχρεώσεις μια Α.Ε. , που θέλει και λειτουργεί σύννομα και προγραμματισμένα . Πολύ λίγες , αριθμητικά , είναι οι επιπλέον ενέργειες που θα πρέπει η εταιρία να διενεργεί , και αφορούν κατάρτιση πίνακα επενδύσεων σε εξαμηνιαία τουλάχιστον βάση , επιπλέον τακτική ενημέρωση για την Υλοποίηση των επιχειρηματικών της σχεδίων ειδικότερα όταν τα κεφάλαια χρηματοδότησης αυτού προέρχονται από έκδοση νέων μετοχών και διανομή τους σε επενδυτές ,

πλήρης ενημέρωση και προειδοποίηση για αλλαγές στην μετοχική σύνθεση τους κ.α. Γενικότερα , είναι υποχρεωμένες να «δίνουν λογαριασμό» , ή αλλιώς να λογοδοτούν απέναντι σε όλη την αγορά , για κάθε τους κίνηση , ακριβώς για τον λόγο ότι όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά μπορούν πλέον να αποτελέσουν εν δυνάμει ‘συνεταίρους‘ τους (!) .

Διαχείριση Εισηγμένης Εταιρίας μετά την εισαγωγή της

Πάγιες Υποχρεώσεις Εισηγμένης Επιχείρησης

Οι υποχρεώσεις ενημέρωσης από εκδότες με εισηγμένες μετοχές διακρίνονται σε:

xvii. Υποχρεώσεις τακτικής ή περιοδικής ενημέρωσης,

II) Υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης,

III) Υποχρεώσεις ενημέρωσης ειδικών κατηγοριών.

I) Υποχρεώσεις τακτικής ή περιοδικής ενημέρωσης

Η εταιρία αποστέλλει στο Χ.Α. **ανά τρίμηνο:**

Τα στοιχεία και πληροφορίες που συντάσσει και τα οποία προβλέπονται από την απόφαση 17/336/21.4.2005 (ΦΕΚ Β' 610/10.5.2005) όπως ισχύει , καθώς και τις ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις που συντάσσονται σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π./Δ.Π.Χ.Π., (Ισολογισμό , Κατάσταση Αποτελεσμάτων , Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων , Κατάσταση Ταμειακών Ροών Επεξηγηματικές Σημειώσεις και την έκθεση Επισκόπησης του Ορκωτού Ελεγκτή , ή το πιστοποιητικό ελέγχου όπου απαιτείται).

Ακριβώς για τους λόγους προστασίας του επενδυτικού κοινού και για τηρείται αδιαλείπτως το χρονοδιάγραμμα ενημέρωσης που η κεφαλαιαγορά θέτει , επιγραμματικά αναφέρουμε ότι σε περίπτωση καθυστέρησης αποστολής των στοιχείων αυτών και μέχρι την αποστολή τους , οι μετοχές της εταιρίας εντάσσονται στην επομένη εργάσιμη από τη σχετική διαπίστωση από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου στην Κατηγορία Επιτήρησης .

Η εταιρία αποστέλλει στο Χ.Α.Α. **ανά εξάμηνο**

Τον πίνακα διάθεσης αντληθέντων κεφαλαίων από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών . Η αποστολή του πίνακα διάθεσης αντληθέντων

κεφαλαίων πραγματοποιείται εντός της περιόδου που προσδιορίζεται στο άρθρο 3 παρ. 1 του π.δ.360/85 , όπως ισχύει . Η υποχρέωση σύνταξης και αποστολής του προαναφερόμενου πίνακα εξαντλείται , εφόσον η εταιρία διέθεσε πλήρως τα κεφάλαια αυτά και σχετική έκθεση περιγραφής της πλήρους διάθεσής των κεφαλαίων περιλαμβάνεται σε προηγούμενη ενημέρωση προς το Χ.Α.

Η εταιρία αποστέλλει στο Χ.Α.Α. **ετησίως:**

Α) Τα συνοπτικά οικονομικά στοιχεία της , που συντάχθηκαν βάσει των Δ.Λ.Π./ Δ.Π.Χ.Π. , σύμφωνα με την Κ.Υ.Α. αρ. 6511/172 , όπως ισχύει , και την έκθεση ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή . Τα στοιχεία αυτά αποστέλλονται ταυτόχρονα με τη δημοσίευσή τους .

Β) Τις Ετήσιες Οικονομικές της Καταστάσεις και τις Ετήσιες Ενοποιημένες Οικονομικές της Καταστάσεις , που συντάχθηκαν βάσει Δ.Λ.Π./ ΔΠΧΠ (Ισολογισμό , Κατάσταση Αποτελεσμάτων , Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων , Κατάσταση Ταμειακών Ροών και τις Επεξηγηματικές Σημειώσεις) καθώς και την Έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου . Περιττό να αναφέρουμε ξανά πως στην περίπτωση καθυστέρησης αποστολής των στοιχείων αυτών και μέχρι την αποστολή τους , οι μετοχές της εταιρίας εντάσσονται την επομένη εργάσιμη από τη σχετική διαπίστωση από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α. στην Κατηγορία Επιτήρησης .

Γ) Το Ετήσιο Δελτίο που προβλέπεται από την απόφαση υπ' αρ. 5/204/00 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς , όπως ισχύει . Η αποστολή του Ετήσιου δελτίου στο Χ.Α.Α. θα πρέπει να γίνεται σε ηλεκτρονική μορφή και μέσα στην προθεσμία προβλέπεται στην 7/372/15.2.2006 απόφαση του ΔΣ\ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς , όπως ισχύει .

Δ) Το Πρόγραμμα Σκοπούμενων Εταιρικών Πράξεων. Η υποβολή του Προγράμματος Σκοπούμενων Εταιρικών Πράξεων είναι προαιρετική για τις εταιρίες , οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται στις κατηγορίες 'Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης' , στις οποίες και ανήκουν οι πλείστες των Μ.Μ.Ε. , για τις οποίες γίνεται και η παρούσα ανάλυση – παρουσίαση .

Ε) Ενημέρωση σχετικά με τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου που τυχόν διενεργήθηκε στην εταιρία .

ΣΤ) Οι εταιρίες οφείλουν να πραγματοποιούν τουλάχιστον μία φορά κάθε έτος , στο χρονικό διάστημα μεταξύ της ημερομηνίας αποστολής στο Χ.Α.Α. των Ετήσιων Οικονομικών Καταστάσεων και της ημέρας δημοσίευσης της πρόσκλησης για την τακτική Γενική Συνέλευση , ενημέρωση προς αναλυτές ως προς τα οικονομικά τους αποτελέσματα . Η ενημέρωση αυτή αποστέλλεται στο Χ.Α.Α. ταυτόχρονα με την δημοσιοποίηση και παρουσίασή της στους αναλυτές.

II) Υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης

Πέραν των εκάστοτε αναμενόμενων και προγραμματισμένων ενεργειών που διενεργεί μια εισηγμένη επιχείρηση κατά την διάρκεια της λειτουργίας της , ακριβώς για τον λόγο ότι λειτουργεί και διαπραγματεύεται , τόσο εμπορικά όσο και χρηματιστηριακός , σε μια συνεχώς μεταβαλλόμενη αγορά , πολλά μη αναμενόμενα γεγονότα δύνανται να λάβουν χώρα . Ακριβώς για την εύρυθμη

λειτουργία και αντιμετώπιση τόσο της μετοχής της επιχείρησης όσο και του συνόλου της αγοράς, η εισηγμένη πλέον εταιρία, είναι υποχρεωμένη να ενημερώνει εγκαίρως και εκτάκτως τις Χρηματιστηριακές αρχές στις παρακάτω περιπτώσεις :

- Ενημέρωση για σύγκληση Γενικής Συνέλευσης.
- Ενημέρωση για αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης.
- Ενημέρωση για αποκοπή και καταβολή μερίσματος-προμερίσματος.
- Ενημέρωση για εταιρικές πράξεις.
- Ενημέρωση για γεγονότα που συνιστούν προνομιακές πληροφορίες (ν. 3340/2005.)
- Ενημέρωση για Αλλαγή Χρήσης Αντληθέντων από Α.Μ.Κ. κεφαλαίων .
- Ενημέρωση για μεταβολές δικαιωμάτων ψήφου από τους βασικούς μετόχους .
- Απάντηση σε ερωτήματα που τέθηκαν προηγουμένως από το Χ.Α.Α.
- Ενημέρωση προς αναλυτές πάσης φύσεως και κάθε χώρας προέλευσης Έκδοση πληροφοριακών σημειωμάτων
- Υποχρεώσεις ενημέρωσης σε περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά ή εισφοράς περιουσίας.

Σημείωση 1 : Για τις **Γενικές Συνελεύσεις** συγκεκριμένα, και ακριβώς διότι αποτελούν το μόνο και αρμόδιο όργανο λήψης Επιχειρηματικών αποφάσεων για την πορεία της εισηγμένης πλέον εταιρίας, θα πρέπει να τηρούνται τα παρακάτω :

Η εταιρία ενημερώνει το Χ.Α.Α. για τη σύγκληση κάθε Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της και αποστέλλει το κείμενο της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση όχι αργότερα από τη δημοσίευσή της στον ημερήσιο Τύπο .

Επίσης, η εταιρία αποστέλλει στο Χ.Α.Α. μετά την ολοκλήρωση των εργασιών της τακτικής ή έκτακτης γενικής της συνέλευσης και το αργότερο την επομένη εργάσιμη ημέρα την ανακοίνωση της για :

- α) τα θέματα που συζητήθηκαν
- β) τις αποφάσεις που ελήφθησαν.
- γ) την απαρτία της γενικής συνέλευσης και τον αριθμό των παρισταμένων μετόχων.

Σε περίπτωση που η Γενική Συνέλευση δεν πραγματοποιηθεί λόγω αναβολής ή ματαίωσης, η εταιρία προβαίνει μέσα στην ίδια προθεσμία σε ανακοίνωση προς το Χ.Α.Α. στην οποία αναγράφεται ο λόγος της αναβολής ή της ματαίωσης, καθώς και η ημερομηνία συνέχισης των εργασιών ή εκ νέου σύγκλησης της Συνέλευσης, ή η ημερομηνία σύγκλησης του Δ.Σ. της εταιρίας που θα αποφασίσει την ημερομηνία της Επαναληπτικής Γενικής Συνέλευσης. (Ε.Γ.Σ.)

Σημείωση 2 : Το **Μέρισμα** και οι αποφάσεις γύρω από αυτό, αποτελούν επίσης ειδική περίπτωση και έχουν συγκεκριμένο τρόπο χειρισμού ενημέρωσης αφού αποτελούν εν τέλει και το αρχικώς προσδοκώμενο έσοδο των επενδυτών :

Ειδικά στην περίπτωση λήψης Απόφασης για Μέρισμα, η εκδότρια ρητά αναφέρει την Ημερομηνία Αποκοπής, την ημερομηνία έναρξης πληρωμής και τον τρόπο καταβολής του μερίσματος, στοιχεία που θα πρέπει να έχει ανακοινώσει υποχρεωτικά στους μετόχους της και κατά τη Γενική Συνέλευση. Συγκεκριμένα,

εταιρία οφείλει να αποστέλλει άμεσα στο Χ.Α.Α. ανακοίνωση με την ημέρα προσδιορισμού των δικαιούχων μερίσματος (ή προμερίσματος) , την ημέρα αποκοπής , την ημέρα πληρωμής καθώς και την πληρώτρια Τράπεζα , μέσω της οποίας θα γίνει η καταβολή του μερίσματος (ή προμερίσματος) Ως ημέρα αποκοπής προσδιορίζεται η ημερομηνία της πρώτης συνεδρίασης που η μετοχή θα διαπραγματεύεται χωρίς το μέρισμα . Ως ημέρα προσδιορισμού των δικαιούχων μερίσματος προσδιορίζεται η ημερομηνία της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης , με την εκκαθάριση των συναλλαγών της οποίας διαμορφώνεται το μετοχολόγιο των δικαιούχων. Ως ημέρα πληρωμής δύναται να προσδιοριστεί οποιαδήποτε ημέρα εντός διαστήματος τριών εργάσιμων ημερών από την αποστολή από το Κ.Α.Α του αρχείου προσδιορισμού δικαιούχων .

Σημείωση 3 : Σε περίπτωση **σημαντικής αλλαγής ως προς τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων** σε σχέση με τα προβλεπόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο , και όταν αυτή αφορά εξαγορά άλλης επιχείρηση , η εισηγμένη εταιρία υποχρεούται στα εξής :

Να αποστείλει ανακοίνωση προς το Χ.Α. μόλις το Διοικητικό Συμβούλιο λάβει τη σχετική απόφαση , αναφέροντας τους λόγους και τις επιπτώσεις της αλλαγής στο επενδυτικό της σχέδιο . Εάν η διαφοροποίηση της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων αφορά κεφάλαια αξίας άνω του 20% του συνόλου των αντληθέντων , μετά την αφαίρεση των εξόδων διάθεσης , τα οποία κατευθύνονται σε εξαγορά ή συμμετοχή σε άλλες εταιρίες οι οποίες δεν παρουσιάζονται στο εγκριθέν ενημερωτικό δελτίο ή σε προγενέστερο Ετήσιο Δελτίο της εταιρίας , η εταιρία εκδίδει και αποστέλλει στο Χ.Α.Α. προς δημοσίευση πληροφοριακό σημείωμα με τις ακόλουθες πληροφορίες:

α) παρουσίαση της εξαγοραζόμενης εταιρίας με ιδιαίτερη έμφαση στην κύρια δραστηριότητά της , τις προοπτικές της και τις επιπτώσεις που θα έχει η εξαγορά ή η συμμετοχή στην οικονομική θέση της εισηγμένης εταιρίας.

β) αναφορά του τιμήματος εξαγοράς και έκθεση των κριτηρίων βάσει των οποίων αυτό καθορίστηκε , καθώς και της χρηματοοικονομικής προέλευσής του (π.χ. πηγή χρηματοδότησης της εταιρίας κλπ.).

γ) μετοχική σύνθεση και διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρίας πριν και μετά την εξαγορά .

δ) σχετική αποτίμηση που διενεργείται από πιστοποιημένο πιστωτικό ίδρυμα ή Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) που έχει την δυνατότητα να παρέχει την κύρια επενδυτική υπηρεσία της αναδοχής , ή ελεγκτικό οίκο , οι 'εμπειρογνώμονες' των οποίων διενεργούν την αποτίμηση είναι ανεξάρτητοι από την εξαγοραζόμενη εταιρία κατά την τελευταία πριν την εξαγορά πενταετία . Στην εν λόγω αποτίμηση θα πρέπει να αιτιολογείται από τον εμπειρογνώμονα η καταλληλότητα των μεθόδων αποτίμησης που επιλέχθηκαν και να δηλώνεται ρητώς ότι το τίμημα εξαγοράς είναι εύλογο και δίκαιο.

Γενικότερα , και όσον αφορά την μεταβολή στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων ισχύουν τα εξής :

Σε περίπτωση **σημαντικής αλλαγής ως προς τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων** όταν δηλαδή κεφάλαια αξίας άνω του 25% του συνόλου των αντληθέντων , μετά την αφαίρεση των εξόδων διάθεσης , διοχετεύονται σε χρήσεις άλλες από τις προβλεπόμενες στο Ενημερωτικό Δελτίο , η εταιρία οφείλει να εκδώσει ειδικό

πληροφοριακό σημείωμα στο οποίο θα περιγράφεται λεπτομερώς η μεταβολή του επενδυτικού προγράμματος και θα περιλαμβάνονται και οι προσδοκώμενες συνέπειες για την εταιρία από τις αλλαγές που προκύπτουν , τόσο από τις νέες κατηγορίες τοποθετήσεων – επενδύσεων , όσο και από τις κατηγορίες επενδύσεων που δεν υλοποιούνται . Στην περίπτωση που η διαφοροποίηση της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων αφορά κεφάλαια αξίας άνω του 10% του συνόλου των αντληθέντων μετά την αφαίρεση των εξόδων έκδοσης , τα οποία κατευθύνονται σε εξαγορά ή συμμετοχή σε άλλες εταιρίες οι οποίες δεν παρουσιάζονται στο εγκριθέν ενημερωτικό δελτίο ή το προγενέστερο Ετήσιο Δελτίο , η εταιρία υποχρεούται μόνο στην έκδοση του απαραίτητου ενημερωτικού δελτίου , αναφέροντας συνοπτικές πληροφορίες για τις σκοπούμενες επενδυτικές κινήσεις , καθώς και πληροφοριακά στοιχεία σχετικά με τις υπό εξαγορά ή προς απόκτηση συμμετοχής , επιχειρήσεις .

Σημείωση 4 : Στις περιπτώσεις **σημαντικών Εταιρικών / Επιχειρηματικών αποφάσεων** που ενδέχεται να επηρεάσουν , παροδικά έστω , την μετοχή της εταιρίας στην Αγορά που διαπραγματεύεται , η εισηγμένη επιχείρηση θα πρέπει απαραίτητως να ενημερώσει τις αρχές . Συνοπτικά , οι περιπτώσεις αυτές , συνοψίζονται στα κάτωθι :

α) Εξαγορά μη εισηγμένης εταιρίας από εισηγμένη η οποία πραγματοποιείται χωρίς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου . Σε περίπτωση εξαγοράς μη εισηγμένης εταιρίας από εισηγμένη , κατά την οποία το τίμημα εξαγοράς υπερβαίνει το 30% των ιδίων κεφαλαίων της εισηγμένης εταιρίας , σύμφωνα με την πλέον πρόσφατη δημοσιευμένη κατά

το χρόνο της απόφασης του αρμοδίου οργάνου της εκδότριας λογιστική κατάσταση , η εταιρία υποχρεούται μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς να κάνει σχετική γνωστοποίηση στο Χ.Α.Α. και να διανείμει στο επενδυτικό κοινό πληροφοριακό σημείωμα , το περιεχόμενο του οποίου καθορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου του Χ.Α. Για τον προσδιορισμό του ύψους του τιμήματος εξαγοράς προκειμένου να

διαπιστωθεί αν υπάρχει υποχρέωση η μη υποβολής πληροφοριακού σημειώματος , λαμβάνονται υπόψη και οι αγορές μετοχών της μη εισηγμένης εταιρίας που έχουν γίνει σταδιακά.

Β) Μεταβολή Δραστηριότητας. Σε περίπτωση μεταβολής των υφισταμένων δραστηριοτήτων εισηγμένης εταιρίας ή και προσθήκης νέων , που η διοίκηση της εταιρίας εκτιμά ότι θα επιδράσουν σημαντικά στην οικονομική της κατάσταση (μεταβολή στον τζίρο , κερδοφορία , απασχολούμενο προσωπικό , καθαρή θέση) η εκδότρια εταιρία υποχρεούται μετά τη λήψη της σχετικής απόφασης από το αρμόδιο όργανο της εταιρίας , να κάνει σχετική γνωστοποίηση στο Χ.Α. και να διανείμει στο επενδυτικό κοινό πληροφοριακό σημείωμα , το περιεχόμενο του οποίου καθορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου του Χ.Α. Εφόσον η νέα δραστηριότητα της εταιρίας προϋποθέτει για την άσκησή της την απόκτηση ειδικών διοικητικής ή άλλης φύσεως αδειών ή εντάσσεται σε κλάδους για τους οποίους έχουν θεσπιστεί ειδικοί όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο , η εξακολούθηση της διαπραγμάτευσης των

μετοχών της εταιρίας προϋποθέτει την απόκτηση των αδειών αυτών ή την πλήρωση των ειδικών προϋποθέσεων , από το χρόνο λήψης απόφασης από το αρμόδιο όργανο της εταιρίας για την προσθήκη της νέας αυτής δραστηριότητας . Ο ίδιος ως άνω κανόνας ισχύει και σε περίπτωση μετατροπής της εταιρίας σε εταιρία «συμμετοχών»

(αγγλιστί Holding) και άσκησης των νέων δραστηριοτήτων από θυγατρικές της εταιρίες .

γ) Απόσχιση κλάδου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Σε περίπτωση απόσχισης κλάδου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α. και ο οποίος αντιπροσωπεύει το 30% τουλάχιστον του κύκλου εργασιών της κατά την τελευταία οικονομική χρήση , η εκδότρια εταιρία υποχρεούται μετά τη λήψη της σχετικής απόφασης από το αρμόδιο όργανο της εταιρίας , να κάνει σχετική γνωστοποίηση στο Χ.Α.Α. και να διανείμει στο επενδυτικό κοινό το ανάλογο πληροφοριακό σημείωμα.

Σημείωση 5 : Σε περίπτωση **αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά , συγχώνευσης , αναδοχής κλάδου , ή εισφοράς περιουσίας** το Δ.Σ. της εταιρίας συντάσσει και ανακοινώνει στη Γ.Σ. έκθεση με τα πιο κάτω στοιχεία , η οποία αποστέλλεται στο Χ.Α.Α. ταυτόχρονα με την πρόσκληση για τη σύγκληση της Γενικής Συνέλευσης που θα αποφασίσει σχετικά . Οι πληροφορίες αυτές θα πρέπει να τεθούν υπ' όψιν των μετόχων στις Γενικές Συνελεύσεις των εταιριών που αποφασίζουν την αύξηση του μετοχικού

κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ή λόγω συγχώνευσης ή αναδοχής κλάδου και εισφοράς περιουσίας και σχετική αναφορά πρέπει να περιλαμβάνεται στα πρακτικά της Γενικής Συνέλευσης . Πιο συγκεκριμένα και αναλυτικά , όταν πρόκειται για :

α) Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών , η έκθεση της εταιρίας θα πρέπει να περιλαμβάνει ενημέρωση για τον απολογισμό της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων από την προηγούμενη αύξηση καθώς και το προτεινόμενο Επενδυτικό σχέδιο το οποίο θα πρέπει να περιλαμβάνει το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής του καθώς και να αναφέρεται η επιμέρους ανάλυση του προορισμού των κεφαλαίων.

Β) Αύξηση με σκοπό την άμεση ή έμμεση εξαγορά άλλης επιχείρησης και εφόσον το συνολικό τίμημα είναι μεγαλύτερο από 1 εκατ. Ευρώ , η έκθεση πρέπει να περιλαμβάνει : (Αποτίμηση εξαγοραζόμενης) Η εξαγοραζόμενη εταιρία πρέπει να έχει αποτιμηθεί με τουλάχιστον δύο διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης , τα πλήρη στοιχεία της υπό εξαγορά εταιρίας , συνοπτική της παρουσίαση , λεπτομερής ανάλυση του επενδυτικού σχεδίου της εξαγοραζόμενης εταιρίας , το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής του , καθώς και η αποτίμησή της . Ανάλογες πληροφορίες πρέπει να περιέχονται και στις περιπτώσεις που το προϊόν της αύξησης προορίζεται για την εξόφληση μέρους ή όλου του δανεισμού που χρησιμοποιήθηκε ή πρόκειται να χρησιμοποιηθεί για την εξαγορά άλλης εταιρίας.

Γ) Συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου άλλης εταιρίας : Σε περίπτωση διάθεσης κεφαλαίων για συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου άλλων εταιριών , παρατίθεται το επενδυτικό σχέδιο αυτών των εταιριών καθώς και συνοπτική αναφορά στα επισήμως δημοσιευμένα αποτελέσματα της τελευταίας κλεισμένης διαχειριστικής χρήσης .

Διαχείριση Πληροφοριών και επικοινωνία με Χ.Α.Α.

Πολύ μεγάλη σημασία , δίνεται στην διαχείριση και διάχυση της πληροφορίας που έχει να κάνει με την νεοεισαχθείσα επιχείρηση , ειδικότερα από την επόμενη της εισαγωγής της στο Χ.Α.Α. Είναι ευνόητο , πως ο βαθμός ευαισθησίας των χρηματαγορών γενικότερα , αλλά και ειδικότερα αυτός της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς , και μάλιστα όταν μιλάμε για μια νεοεισηγμένη , είναι τέτοιος που μια λάθος ενημέρωση του κοινού μπορεί να

αποβεί μοιραία και να οδηγήσει στην απώλεια της επενδυτικής εμπιστοσύνης , η οποία χρειάζεται την παρέλευση πολύ μεγάλου χρονικού διαστήματος ωσότου να επανακατακτηθεί . Για τον λόγο αυτό λοιπόν , το Χ.Α.Α. ,έχει ορίσει ειδικούς κανονισμούς διαχείρισης και ελέγχου των πληροφοριών που διαχέονται στην αγορά , διασταυρώνοντας πάντοτε τις εισερχόμενες πληροφορίες με το τμήμα ενημέρωσης και εξυπηρέτησης μετόχων , της εκάστοτε εμπλεκόμενης εισηγμένης επιχείρησης .

Γενικά , η αρμόδια υπηρεσία του Χ.Α.Α. , εντοπίζει δημοσιεύματα σχετικά με επιχειρηματικές , οικονομικές ή νομικές εξελίξεις τα οποία αφορούν συγκεκριμένες εταιρίες και περιλαμβάνουν πληροφορίες , των οποίων η δημοσιοποίηση θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των μετοχών τους . Εφόσον οι πληροφορίες αυτές δεν έχουν δημοσιοποιηθεί , ή σχολιασθεί από την εταιρία , το Χ.Α.Α. αποστέλλει στην εταιρία σχετικό ερώτημα , ενημερώνοντας την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς . Η εταιρία οφείλει να απαντήσει εντός της δεύτερης εργάσιμης ημέρας το αργότερο , από την ημερομηνία κατά την οποία περιέρχεται σε αυτήν το σχετικό αίτημα .

Οι πιο βασικές κατηγορίες επιχειρηματικών , οικονομικών ή νομικών εξελίξεων που αναφέρονται σε δημοσιεύματα και για τις οποίες το Χ.Α.Α. θα προβαίνει στη αποστολή σχετικής επιστολής προς τον εκδότη για επιβεβαίωση ή μη , εφόσον ο ίδιος δεν λάβει επίσημη θέση , είναι ιδίως οι εξής:

- xviii. Η σημαντική μεταβολή της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρίας
- ii. Η σύναψη ή λύση σημαντικών συνεργασιών ή επιχειρηματικών συμμαχιών στην Ελλάδα ή το εξωτερικό , απόκτηση αδειών ευρεσιτεχνίας και πατέντων ,
- iii. Η δημόσια πρόταση αγοράς .
- iv. Συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης , διάσπασης , απόσχισης κλάδου ή εξαγοράς , καθώς και σημαντικής απόκτησης ή εκχώρησης μετοχών , εξαιρουμένων των εταιρικών μετασχηματισμών που αφορούν κατά 100% θυγατρικές εταιρίες .
- v. Αλλαγή στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου , αλλαγή των γενικών διευθυντών , των ελεγκτών ή του υπεύθυνου οικονομικών υπηρεσιών ,
- vi. Διανομή και καταβολή μερισμάτων , πράξεις έκδοσης νέων χρηματοπιστωτικών μέσων , διανομής, εγγραφής , παραιτήσεως και μετατροπής ,
- vii. Αναδιοργάνωση λειτουργίας ή δραστηριοτήτων που αναμένεται να έχει σημαντική επίδραση στην οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα χρήσεως
- viii. Προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών ,
- ix. Αιτήσεις πτώχευσης και δικαστικές αποφάσεις περί πτώχευσης καθώς και άλλες νομικές ή δικαστικές διαφορές που μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική ή νομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της εισηγμένης ,
- x. Ανάκληση απόφασης για τη χορήγηση πιστώσεων από πιστωτές προς την εταιρία ή άρνηση χορήγησης τέτοιων πιστώσεων ,
- xi. Αφερεγγυότητα οφειλετών της εταιρίας που μπορεί να επηρεάσει την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της εισηγμένης ,
- xii. Αλλαγή ουσιωδών στοιχείων που περιέχονται στο πλέον πρόσφατο ενημερωτικό δελτίο της εταιρίας , ή στο ετήσιο δελτίο , συμπεριλαμβανομένων και των δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί για τη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων ,
- xiii. Ουσιώδης μεταβολή στην περιουσιακή κατάσταση , και στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας , ιδίως στη δανειακή του επιβάρυνση ,
- xiv. Προκειμένου περί εταιρίας η οποία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις , οποιαδήποτε μεταβολή που επιδρά στη διάρθρωση ή στα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη του ομίλου ,

xv. Σημαντικές μεταβολές σε εκτιμώμενα ή προβλεπόμενα αποτελέσματα που έχουν ανακοινωθεί από την εταιρία ,

xvi. Σημαντικές ληξιπρόθεσμες δανειακές ή άλλες υποχρεώσεις ή υποχρεώσεις που πλησιάζουν στην λήξη τους και εκτιμάται ότι δεν είναι δυνατή ή αποπληρωμή τους ,

xvii. Απώλεια σημαντικού πελάτη ή προμηθευτή . κ.α.

Εν κατακλείδι , είναι ηλίου φαινότερο , πως οι έλεγχοι τους οποίους θα επιδέχεται μια Μ.Μ.Ε. μετά την εισαγωγή της στην Χρηματιστηριακή αγορά , είναι αρκετοί και συνεχείς . Παρόλα αυτά όμως , τα οφέλη που μπορεί ταυτόχρονα να προσκομίσει η ίδια η Ελληνική Μ.Μ.Ε. μέσα απ' αυτή την διαδικασία , είναι εξίσου πολλαπλά και μεγάλα , ειδικότερα εάν τα δει κανείς σε βάθος χρόνου . Είναι νομίζω καιρός , να δοθεί η δυνατότητα και σε αυτές τις επιχειρήσεις που αποτελούν και τον βασικό κορμό της Ελληνικής Οικονομίας , να επωφεληθούν από την κεφαλαιαγορά και την δυνατότητα που δίνει για την χρηματοδότηση των Επενδυτικών και Επιχειρηματικών τους σχεδίων .

Φτάνει , οι Μ.Μ.Ε. , οι οποίες θα το επιχειρήσουν αλλά και πετύχουν , να μην επαναπαυτούν στην πρώτη ευκαιρία αλλά να συνεχίσουν την προσπάθεια τους μέσα από την ταχύτερη ανάπτυξή τους , ώστε να μπορούν να χρησιμοποιούν και εκμεταλλεύονται την λειτουργία της κεφαλαιαγοράς πολλαπλώς , κάθε φορά που θα θελήσουν να υλοποιήσουν σοβαρές επενδύσεις .

**ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΔΙΟΧΕΤΕΥΣΗΣ
ΑΜΕΣΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΝ
ΜΕΣΩ Α.Μ.Κ.
ΣΕ ΑΜΕΣΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ
&
ΜΕΙΩΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Αφού ρίξουμε μια ματιά στα παραπάνω στατιστικά στοιχεία, θα ήταν ίσως ακόμη πιο χρήσιμο εάν μπορούσαμε να δούμε την τελική χρήση των κεφαλαίων αυτών. Άλλωστε, η χρηστικότητα της όλης λειτουργίας των χρηματαγορών θα την αποτιμήσει κανείς μέσω της ταχύτητας και διοχέτευσης των κεφαλαίων αυτών στις άμεσες επενδύσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων. Παρατηρούμε λοιπόν, ότι κατά την **30-09-2000** και όσον αφορά τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κατά το **1999-2000** επί συνόλου αντληθέντων κεφαλαίων ύψους **4.339 δις δρχ., 3.158 δις δρχ.** εξ αυτών είχαν τοποθετηθεί και διοχετευθεί στην ελληνική αγορά ως άμεσες επενδύσεις ήτοι ποσοστό **72,78%** εξ αυτών. Σημειώνεται ότι τα επενδυτικά προγράμματα των εταιρειών έχουν ένα βάθος χρόνου υλοποίησης δύο-τριών ετών και κατά συνέπεια η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων αφορά μία μέσο-μακροπρόθεσμη διαδικασία. Οι πηγές των ως άνω στοιχείων είναι τα εγκεκριμένα από το **Δ.Σ. του Χ.Α.Α.** Ενημερωτικά Δελτία, καθώς και οι εκθέσεις διάθεσης αντληθέντων κεφαλαίων τις οποίες, σύμφωνα με την **απόφαση 34/5-11-2000 του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.**, είναι υποχρεωμένες να υποβάλλουν οι εταιρίες ως πρόσθετη πηγή πληροφόρησης, στις ανά τρίμηνο δημοσιευόμενες, λογιστικές τους καταστάσεις. **Αν προσπαθήσουμε ακόμα και με τον πιο απλούστερο και εκλαϊκευμένο τρόπο να ποσοτικοποιήσουμε τα παραπάνω οφέλη ως προς τις άμεσες επενδύσεις θα συνοψίζαμε στα εξής 2 ευνότητα και χειροπιαστά συμπεράσματα:**

α) Μείωση τόκων = μείωση κόστους κεφαλαίου επιχειρήσεων για επενδύσεις: πολλαπλασιάζοντας παρά πολύ απλά το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων κατά τη διετία 1999-2000 με το μέσο αγοραίο επιχειρηματικό επιτόκιο (μέσος όρος πενταετίας 2000-2005=8,5%, συμπεριλαμβανόμενων εισφορών υπέρ δημοσίου). Θα λάβουμε 4.336δισ δρχ. επί 8,5%=368,56δισ δρχ = μεταφραζοντας σε ευρώ ένα περίπου δις σε ευρώ λιγότερα έξοδα των επιχειρήσεων για τόκους προς τις τράπεζες ώστε να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Κρίνουμε σκόπιμο πως δε χρειάζεται να γίνει εκτενής αναφορά στα ευνόητα οφέλη του να διοχετευτούν τα χρήματα αυτά στο σύνολο της ελληνικής αγοράς ως παραγωγικές επενδύσεις αντί να κατευθυνθούν προς τα ταμεία των τραπεζών για την εξυπηρέτηση δανείων.

Β) Η δεύτερη πολύ σημαντική και απλή παρατήρηση που μπορεί ο οιοσδήποτε παρατηρητής να κάνει, είναι πως οι επιχειρήσεις λαμβάνουν τα χρήματα αυτά από τους επενδυτές ελεγχόμενα μεν αλλά αχρεωστήτως δε. Επισημαίνεται και διασαφηνίζεται ότι πέραν της μη ύπαρξης τόκων στα αντληθέντα μέσω Α.Μ.Κ. κεφάλαια οι επιχειρήσεις δεν υποχρεούνται στην επιστροφή του κεφαλαίου αυτού όπως θα συνέβαινε στη χρήση δανειακών κεφαλαίων κάθε μορφής παρά μόνο δεσμεύονται ως προς την ορθή και ορθολογική επενδυτική διαχείριση αυτών. Εν κατακλείδι, θα μπορούσε κανείς εννοιολογικά να ερμηνεύσει τις άμεσες επενδύσεις των επιχειρήσεων με χρήματα που αντλούνται από τις κεφαλαιαγορές ως την συγκέντρωση πλήθους μικρότερων ποσών λιμναζόντων κεφαλαίων, κυρίως, μικροκαταθετών αλλά και λοιπών ταμείων ώστε αυτά να αποτελέσουν την χρηματοδότηση υγιών και ανταποδοτικών επενδυτικών σχεδίων τα οποία θα διοχετευτούν παραγωγικά στην βάση της ελληνικής οικονομίας. Βέβαια, ούτε αυτή η μορφή άντλησης κεφαλαίων έχει μηδενικό κόστος αλλά το συνολικό κόστος άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων ανέρχεται στο 1.2-1.8% (ανάλογα το ύψος της Α.Μ.Κ. συμπεριλαμβανόμενων του κόστους εκδόσεως νέων μετοχών αλλά και των εισφορών του Δημοσίου). Αντιθέτως, τόσο το κόστος του συγκεκριμένου κεφαλαίου όσο και το ρίσκο ανάκτησης αυτού (μέσω απόσβεσης της επένδυσης και της διανομής κερδών μέσω μερισματικής απόδοσης) που μοιράζεται μεταξύ της επιχείρησης και του εκάστοτε επενδυτή της. Η μεν επιχείρηση χρεώνεται το κόστος εκδόσεως μετοχών και τον κίνδυνο έκθεσης στην αγορά εκχωρώντας ένα κομμάτι της μετοχικής της σύνθεσης ενώ από την άλλη ο δε επενδυτής χρεώνεται και ρισκάρει το κόστος ευκαιρίας από είσπραξη τόκων σε περίπτωση διατήρησης των ρευστών διαθέσιμων του.

Εάν θελήσει κανείς με πιο πρόσφατα παραδείγματα να κατανοήσει τον όγκο και το ύψος των κεφαλαίων που δύναται μια υγιώς λειτουργούσα αγορά να διοχετεύσει σε παραγωγικές επενδύσεις μέσω τις Α.Μ. μέσω εισηγμένες εταιρείες, αρκεί να λάβει υπόψη του τις πρόσφατες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στις οποίες προέβηκαν δυο μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα της χώρας, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας (Ε.Τ.Ε.) και η Marfin Investment Group (M.I.G.).

Συγκεκριμένα η M.I.G. και μέσα στο έτος 2007 προέβηκε σε μια από τις μεγαλύτερες και επιτυχείς αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στην ιστορία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου η οποία προσέγγισε σε ύψος αντληθέντων κεφαλαίων τα 5,2 δις. Ευρώ. Τα χρήματα αυτά πέραν ότι επενδύθηκαν στην χώρα μας για εξαγορές συγχωνεύσεις και λοιπές παραγωγικές επενδύσεις, αποτέλεσαν από μόνα τους μια μεγάλη τόνωση στο σύνολο των άμεσων ξένων επενδύσεων στη χώρα μας αφού πρόκειται για χρήματα που προέρχονται από τα αραβικά εμιράτα και τα οποία εν τέλει επενδύθηκαν στη χώρα μας μέσα από τη M.I.G.

Ομοίως ,και κατά την περίοδο 2007 ,σε γιγάντια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου , προχώρησε και ο όμιλος της Εθνικής Τραπέζης ,αντλώντας από την ελληνική κεφαλαιαγορά περί το ένα δις ευρώ μέσω αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών από τους υφιστάμενους μέτοχους. Αντίθετα με την περίπτωση της MIG τα χρήματα αυτά στο μεγαλύτερο μέρος τους δεν παρέμειναν εντός ελληνικής επικράτειας αλλά κατευθύνθηκαν προς το εξωτερικό και συγκεκριμένα διατεθήκαν για την εξαγορά μεγάλου μετοχικού ποσοστού της Finacebank στην Τουρκία. Παρατηρούμε, ότι ακόμα και στην περίπτωση όπου τα κεφάλαια των ελλήνων επενδυτών κατευθύνθηκαν στο εξωτερικό δημιουργούν μέσω της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων ακόμα μεγαλύτερες προοπτικές για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας μιας και το μεγαλύτερο μέρος των κερδών από τις επιχειρήσεις αυτές επαναπατρίζεται στη χώρα μας το οποίο με τη σειρά του επανιδρυόμενο εξασφαλίζει τη βιωσιμότητα των ελληνικών επιχειρήσεων και διασφαλίζει παράλληλα της θέσεις εργασίας του ελληνικού εργατικού και στελεχικού δυναμικού.

Συμπερασματικά, και βασιζόμενοι επιπλέον και στα δυο παραπάνω απτά παραδείγματα διαπιστώνουμε άλλη μια φορά πόσες οικονομίες κλίμακας επιφέρει στη οικονομία μιας χώρας μια άμεση χρηματοδότηση όταν αυτή πραγματοποιείται μέσω των κεφαλαιαγορών με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Σίγουρα, υπάρχουν κάποια μειονεκτήματα και δυσχερές στον τρόπο αυτό άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αλλά τα οφέλη που προκαλούν στο σύνολο τόσο των άμεσα όσο και των έμμεσα εμπλεκόμενων είναι σίγουρα περισσότερα από την περίπτωση όπου η χρηματοδότηση αυτή θα αντλούνταν με τις σύνηθες μεθόδους (τραπεζικός δανεισμός, ομολογιακά δάνεια, κ.α.) και τα οφέλη καρπώνεται μονό ο εκαστοτε δανειοδότης – χρηματοδότης. Εν τέλει διατελείτε μέσω των κεφαλαιαγορών μια καλύτερη, ορθολογικότερη και αποδοτικότερη διαχείριση των κεφαλαίων που κατέχουν μικρότεροι καταθέτες ή/και αποταμιευτικές μονάδες και οργανισμοί, από τα έμπειρα στελέχη και επιχειρηματίες που ηγούνται των εισηγμένων επιχειρήσεων.

ΕΞΩΓΕΝΕΙΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΕΚΒΑΣΗΣ ΤΩΝ Α.Μ.Κ. ΑΠΟ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Πολλοί είναι οι παράγοντες στους οποίους βασίζουν τις αποφάσεις των τοποθετήσεών τους οι επενδυτές, και στους οποίους μπορούν αντιστοίχως να αποδοθούν οι διακυμάνσεις του χρηματιστηρίου. Οι παράγοντες αυτοί αντικατοπτρίζουν την ποικιλία των διαφορετικών επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνουν οι συμμετέχοντες, είτε είναι θεσμικοί (τράπεζες, επενδυτικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία κλπ), είτε είναι ιδιώτες ή ξένοι επενδυτές. Βεβαίως, οι εκάστοτε εξελίξεις στις χρηματαγορές, έχουν ταυτόχρονα και άμεσο αντίκτυπο και στην επιτυχή έκβαση της προσπάθειας που κάνει η εκάστοτε εισηγμένη ή προς εισαγωγή επιχείρηση ώστε να αντλήσει την άμεση χρηματοδότηση των επενδυτικών της σχεδίων μέσω αυτών.

Οι Προοπτικές της Εγχώριας Οικονομίας.

Το μακροοικονομικό πλαίσιο, εντός του οποίου θα πραγματοποιηθεί μία επένδυση, είναι ίσως ο σημαντικότερος παράγοντας επηρεασμού. Η ελληνική οικονομία με την πρόοδο που έχει επιτύχει τα τελευταία χρόνια και τις προοπτικές που ανοίγονται από την ισότιμη συμμετοχή της στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αποτελεί μία ελκυστική επενδυτική επιλογή στο σύνολο της ως αγορά κάτι που διευκολύνει και την προσέλκυση κεφαλαίου από τις εισηγμένες εταιρείες.

Η προεξόφληση της επιτυχίας ενός Οικονομικού Στόχου

Όσον αφορά το σύνολο της αγοράς, ιδιαίτερα το 1999, η έκρηξη του χρηματιστηρίου, βασίστηκε στην μεγάλη εμπιστοσύνη των αγορών ότι η ελληνική οικονομία θα κάλυπτε τους στόχους του Μάαστριχτ, και ότι θα επικυρωνόταν στις αρχές του 2000 η επιτυχία αυτή από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Αντιστοίχως και σε ότι έχει να κάνει μικροοικονομικά πλέον με την επιχείρηση, βασικό κριτήριο αποτελεί η επενδυτική εμπιστοσύνη που αυτή έχει κερδίσει κατά το παρελθόν από το επενδυτικό κοινό επιτυγχάνοντας κάθε φορά τους εκάστοτε τιθέμενους προς υλοποίηση στόχους, η οποία και θα πρέπει να σμιλεύεται αδιαλείπτως και συνεχώς.

Οι Εναλλακτικές Μορφές Επενδυτικών Τοποθετήσεων

Η εξέλιξη του πληθωρισμού, το ύψος των επιτοκίων των ομολόγων, τα αποταμιευτικά επιτόκια και η συναλλαγματική ισοτιμία είναι μερικοί από τους δείκτες, η εξέλιξη των οποίων επηρεάζει τις τοποθετήσεις στο χρηματιστήριο.

Η διεθνής Οικονομική Κατάσταση

Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων, οι επενδυτικές αποφάσεις εξαρτώνται όλο και πιο άμεσα από τις οικονομικές εξελίξεις μεταξύ περιοχών της υφελίου. Η μεταφορά κεφαλαίων από περιοχή σε περιοχή και από χώρα σε χώρα γίνεται ακόμα και για κερδοσκοπικούς λόγους. Επίσης υπάρχει η μετάδοση των επιδράσεων μεταξύ των **αγορών (contagious effect)**. Θα λέγαμε ότι η διεθνής οικονομική κατάσταση συνάδει και συνδέεται άμεσα με την διαμόρφωση των εναλλακτικών μορφών επενδυτικών τοποθετήσεων ως προς τη διοχέτευση κεφαλαίων προς τις κεφαλαιαγορές. Παρ όλα αυτά ο διαχωρισμός κρίνεται αναγκαίος ώστε να επισημαίνεται ο λόγος που πολλές φορές διαφοροποιεί έμμεσα η άμεσα τη ροή και την προοπτική κάποιων αγορών από την παγκόσμια οικονομία και αγορά.

Τα Τεχνικά Στοιχεία των Επιχειρήσεων και της Οικονομίας

Το χρονικό και οικονομικό γραφειοκρατικό κόστος κατά περίπτωση και χώρα, η δανειοδότηση του ιδιωτικού τομέα, η καταναλωτική πίστη, το κατά χωρών μέσω κόστος ανθρώπινης εργασίας και εργοδοτικών προσφορών, η προσβασιμότητα των Δημοσίων Υπηρεσιών, τα συνολικά περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων, οι δείκτες αξιολόγησης των μετοχών είναι μερικά από τα στοιχεία που επηρεάζουν τις αποφάσεις για επενδύσεις στο Χρηματιστήριο. Ο απλούστατος λόγος

είναι το γεγονός πως όλα τα παραπάνω έχουν άμεσο αντίκτυπο στην προσδοκία αλλά και τελικός στην υλοποίηση του εκάστοτε τιθέμενου επενδυτικού σχεδίου ως στόχου αξιοποίησης της άμεσης χρηματοδότησης μέσω Α.Μ.Κ.

Τα Διαθέσιμα προς Επένδυση Κεφάλαια

όπως φαίνεται και από τον παραπάνω πίνακα, η άντληση κεφαλαίων μέσω αυξήσεων των μετοχικών κεφαλαίων, ο αριθμός των νεοεισερχόμενων εταιριών στο χρηματιστήριο αλλά και η μη αναφερόμενη συνολική αποταμίευση της οικονομίας είναι μερικοί ακόμα από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχή έκβαση της κάθε επιχειρηματικής προσπάθειας για χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων μέσω της χρηματαγοράς. Οι παράγοντες αυτοί παίζουν καθοριστικό ρόλο κυρίως μέσα από το συνολικό ύψος των ρευστών διαθέσιμων προς ιδιωτική τοποθέτηση σε εταιρείες με την προσδοκία απόδοσης μερίσματος.

Η Ψυχολογία των Επενδυτών και η Προσδοκία Κερδών (Ψυχολογία Αγοράς)

Οι γενικότεροι αγοραίοι ψυχολογικοί παράγοντες, σε τέτοιου είδους αγορές, είναι από τους πλέον σημαντικούς. Ο παράγοντας αυτός προκαλεί ή αποτρέπει συνήθως μαζικά τη συμμετοχή του κοινού στις χρηματιστηριακές εξελίξεις και είναι συνήθως απρόβλεπτος και έντονος στις αντιδράσεις του, είτε αυτές είναι θετικές είτε είναι αρνητικές. Τόσο λοιπόν η ψυχολογία των μαζών όσο και παράμετροι που επηρεάζουν αυτή όπως για παράδειγμα η εγχώρια επενδυτική παιδεία καθώς και το μορφωτικό επίπεδο των εγχώριων επενδυτών διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ορθή και σταθερή λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών ώστε αυτές να αποτελέσουν έγκυρη, αξιόπιστη και σοβαρή πηγή άντλησης αμέσων χρηματοδοτήσεων προς τις επιχειρήσεις.

Το Θεσμικό Πλαίσιο Λειτουργίας των Χρηματιστηριακών Αγορών

Το φορολογικό σύστημα που ισχύει, το πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς, η εποπτεία του συστήματος, η διοίκηση του Χρηματιστηρίου, τα δάνεια για μετοχές, καθώς και πολλά άλλα, είναι παράγοντες που βοηθούν και επηρεάζουν την ομαλή εξέλιξη των αγορών. Η Κυβέρνηση με τις νομοθετικές της πρωτοβουλίες

που έλαβε τα τελευταία δέκα χρόνια, ολοκλήρωσε σε μεγάλο βαθμό το θεσμικό πλαίσιο για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς κεφαλαίου και χρήματος. Τα μέτρα που έχουν ληφθεί έχουν ήδη θωρακίσει τις αρμόδιες εποπτικές αρχές, ώστε η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς στη χώρα να είναι απόλυτα συμβατή με τα ισχύοντα στις χώρες της Ε.Ε..

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΕ
ΘΕΤΙΚΑ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΑ ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
ΜΙΑΣ Α.Ε. ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Όπως σε όλες τις έννοιες τόσο της κοινωνίας όσο και των αγορών η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο δεν έχει μόνο θετικές εκφάνσεις και αποτελέσματα. Αντιθέτως, επιφυλάσσει και κάποια επίσης αξιοσημείωτα μειονεκτήματα που αμέλεια στην πρόβλεψη και στάθμιση τους δύναται να επιφέρει σημαντικές δυσλειτουργίες στη βέλτιστη ταμειακή και λειτουργική διαχείριση της εκάστοτε προς εισαγωγή και έκδοση μέτοχων προς πώληση σε επενδυτές, επιχείρηση.

Μερικά πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα :

- Η άντληση από την εταιρία υγιών κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά, για τα οποία δεν έχει το άγχος της επιστροφής και έτσι καταρτίζει το οικονομικό της πρόγραμμα με ορθότερο τρόπο.
- Η δυνατότητα ρευστοποίησης της μετοχής μιας εισαγμένης εταιρίας σε μεγαλύτερο βαθμό από εκείνης που είναι εκτός Χρηματιστηρίου. Οι μέτοχοι μιας εταιρίας μη εισαγμένης δυσκολεύονται να βρουν αγοραστή, όταν θελήσουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους και αν βρουν δύσκολα μπορούν να καθορίσουν μια κοινά αποδεκτή τιμή συναλλαγής. Επόμενο είναι να απαιτούν υψηλότερη απόδοση από μια επένδυση χαμηλής ρευστότητας.
- Σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών η ύπαρξη μιας αγοραστικής τιμής (χρηματιστηριακής) εκτός ότι βελτιώνει τη ρευστότητα της μετοχής διευκολύνει τις διαδικασίες.
- Η εισαγωγή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο διευκολύνει τους ιδιοκτήτες να αποφεύγουν την τοποθέτηση όλων των κεφαλαίων τους σε μια επιχείρηση. Η διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου οδηγεί σε καλύτερη διαχείριση του επενδυτικού κεφαλαίου και συνεπώς σε μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης.
- Η εισαγωγή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο της δίνει τη δυνατότητα μέσω των κεφαλαίων που αντλεί να πραγματοποιήσει τα επενδυτικά της σχέδια και να επιβιώσει. Αντίθετα έπρεπε να ικανοποιήσει τις ανάγκες της με τραπεζικό δανεισμό ή να προσελκύσει νέους μετόχους πράγμα αδύνατο, αν μάλιστα οι παλαιοί μέτοχοι έχουν υψηλό ποσοστό διαχειριστικού ελέγχου.

- Σε εταιρίες προσωποπαγείς συνήθως η διοίκηση ασκείται από τους ιδιοκτήτες. Όσο η εταιρία είναι μικρή η διοίκηση αυτή μοιάζει αποτελεσματική, κατόπιν όμως αποτελεί εμπόδιο για την ανάπτυξη της. Η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο απομακρύνει τους ιδιοκτήτες από υψηλές διοικητικές θέσεις και τους αντικαθιστά με ειδικευμένα στελέχη.

- Σε αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές το κράτος παρέχει πολλές φορές φορολογικά κίνητρα για την εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο. Παράδειγμα στην Ελλάδα η φορολογική επιβάρυνση των κερδών και των μερισμάτων των εισαγμένων είναι μικρότερη σε σχέση με των μη εισαγμένων.

Βέβαια οι διοικήσεις των εταιριών πριν να αποφασίσουν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο πρέπει να σκεφθούν και τα παρακάτω μειονεκτήματα:

- Με την εισαγωγή της εταιρίας θα μειωθούν τα ποσοστά των παλαιών μετόχων και συνεπώς θα αλλάξει διάρθρωση η μετοχική βάση και με πιθανότητα συμμετοχής ανταγωνιστών σε αυτή.

- Ο μεγάλος αριθμός μετόχων συνεπάγεται ανάπτυξη διαφορετικών και πολλές φορές συγκρουόμενων συμφερόντων, δυσκαμψία και καθυστέρηση στις αποφάσεις.

- Η εταιρία όταν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο είναι αφ' ενός κάτω από την επιτήρηση της Διοίκησης του Χρηματιστηρίου και αφ' ετέρου κάτω από τη συνεχή αξιολόγηση του επενδυτικού κοινού. Από το νόμο είναι αναγκασμένη να δημοσιοποιεί αρκετά έγγραφα και στοιχεία και δίνει τη δυνατότητα σε όλους να παρακολουθούν τις δραστηριότητες της.

- Επίσης τα έξοδα της αυξάνονται από το σημαντικό κόστος εισαγωγής για τις υπηρεσίες των αναδόχων, την ετήσια συνδρομή στο Χρηματιστήριο, την παραγωγή και δημοσίευση οικονομικών στοιχείων για το επενδυτικό κοινό και τέλος τα έξοδα εξυπηρέτησης ενός μεγάλου αριθμού μετόχων.

Εναλλακτικά, οι επιχειρήσεις σταδιακά θα μπορέσουν και πάλι να προσφύγουν στη χρηματιστηριακή αγορά για άντληση κεφαλαίων. Παρά τα προβλήματα της τρέχουσας συγκυρίας, η αγορά αυτή θα συγκεντρώσει ξανά τις προϋποθέσεις ώστε να παίξει το ρόλο που της ανήκει όσον αφορά την άντληση κεφαλαίων χαμηλού κόστους για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Επιπλέον, ένα άλλο στοιχείο που ελπίζω ότι θα έχει ευνοϊκή επίδραση στις συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων είναι η πρόοδος στην εφαρμογή του Προγράμματος Δράσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (Financial Services Action Plan □ FSAP). Το Πρόγραμμα αυτό πρέπει να ολοκληρωθεί μέχρι το 2005 και αναμένεται να οδηγήσει σε μείωση του κόστους των αντίστοιχων υπηρεσιών και να ευνοήσει την πρόσβαση των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα που μέχρι τώρα αποτελούσαν το προνόμιο μόνο μεγάλων επιχειρήσεων. [Ειδικότερα, την περίοδο αυτή συζητείται πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις ρυθμιζόμενες αγορές. Η πρόταση αυτή στοχεύει στην καθιέρωση ενός εναρμονισμένου συνόλου υψηλού επιπέδου αρχών για την παροχή άδειας, τη ρύθμιση και την επίβλεψη επενδυτικών επιχειρήσεων και των ρυθμιζόμενων αγορών, έτσι ώστε να ενισχυθεί η προστασία των επενδυτών και να προωθηθεί η διαφάνεια, η αποτελεσματικότητα και η ολοκλήρωση της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η υλοποίηση αυτού του κανονιστικού πλαισίου θέτει τη βάση για να ενισχυθεί περαιτέρω η αποτελεσματικότητα των αγορών κεφαλαίου σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών, να δημιουργηθούν ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και γενικά να καταστεί δυνατή η ουσιαστική μείωση του κόστους κεφαλαίου για τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις.]

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι δυνατό να ωφεληθεί σημαντικά από τις πρωτοβουλίες αυτές της ΕΕ. Αυτό υποδηλώνει η εν εξελίξει σταδιακή ενοποίηση των χρηματιστηριακών αγορών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αντανάκλαση της οποίας είναι και οι συγκλίνουσες δυναμικές των τιμών των μετοχών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και στις άλλες ευρωπαϊκές αγορές. Είναι χαρακτηριστικό ότι μεταξύ τέλους Μαρτίου 2003 και τέλους Μαΐου 2003 ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών στο ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 16,4% και ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε κατά 14,3%.

Από τη συνοπτική αυτή αναφορά προκύπτει ότι το σταθερό χρηματοπιστωτικό περιβάλλον που συνεπάγεται η ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ, η προσφορά κεφαλαίων χαμηλού κόστους από το τραπεζικό σύστημα, αλλά και οι δυνατότητες που διαμορφώνονται πλέον για την άντληση κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου με την έκδοση εταιρικών ομολόγων και μετοχών, συνθέτουν μια πολύ ευνοϊκή συγκυρία για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, η εν εξελίξει ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών σημαίνει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να προβάλουν τα θετικά τους στοιχεία στις αγορές αυτές και να επιτύχουν ακόμη ευνοϊκότερους όρους χρηματοδότησης, χωρίς να εμποδίζονται πλέον από τις διοικητικές ρυθμίσεις που ίσχυαν κατά το παρελθόν.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗ ΤΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΒΑΘΜΟΥ ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΩΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΩΣ ΜΕΣΟ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΒΑΘΜΟΥ ΕΛΚΥΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Όπως προείπαμε η άμεση χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω της κεφαλαιαγοράς γίνεται με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και πώληση μέρους των μετοχών των εταιρειών σε τρίτους. Η αύξηση αυτή του μετοχικού κεφαλαίου δύναται να λάβει χώρα είτε από εταιρείες που αιτούνται εισαγωγής στην κεφαλαιαγορά είτε από ήδη εισηγμένες επιχειρήσεις που προβάνουν σε παιρεταιρο αυξησι του μετοχικου τους κεφαλαιου προχωρώντας συνηθως στην εκδοσι νεου αριθμου μετοχων προς διαπραγματευση. Ας ριξουμε, όμως, πρώτα μια ξεχωριστη ματια σε καποια χρησιμα στατιστικα στοιχεια που αφορουν μεμονομενα τις εταιρειες αυτές που δοκιμαζουν για πρωτη φορα να ανληθουν κεφαλαια μεσα από τη χρηματιστηριακη αγορα, αλλα και στην προτιμησι του ιδου του κρατους στις καφαλαιαγορες και ειδικοτερα στη χρησιμοτητα αυτων για τις ιδιοτικοποιησι των κρατικων επιχειρησεων.

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ 1976-2003

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

5 Στα έτη που δεν περιλαμβάνονται στον πίνακα δεν πραγματοποιήθηκαν δημόσιες εγγραφές
6 Η κατανομή των εισαγωγών ανά έτος έγινε με βάση την ημερομηνία εισαγωγής των τίτλων (μόνο των κοινών μετοχών) των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών και όχι με βάση την περίοδο διενέργειας των δημοσίων εγγραφών.

Παρατηρούμε περαιτέρω ότι οι μισές από τις 345 εταιρείες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ήτοι οι 171 ή το 49,6% του συνόλου) την υπό εξέταση περίοδο, έχουν εισαχθεί τα τελευταία 6 χρόνια, δηλαδή από το 1998 έως το 2003. Επιπλέον, την ίδια περίοδο αντλήθηκε το 82,3% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων (7.253.918.116,49 έναντι 8.807.585.717,33). Η συγκεκριμένη περίοδος καλύπτει την εντονότερη φάση

ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνοντας ολόκληρο το τελευταίο χρηματιστηριακό κύκλο ανόδου και πτώσεως που διέγραψε το ελληνικό χρηματιστήριο.

Επίσης, οι εισαγωγές νέων εταιρειών εμφάνισαν μία τάση συγκέντρωσης σε κάποια συγκεκριμένα έτη του δείγματος και όχι ευρεία διασπορά σε ολόκληρη τη περίοδο 1976-

2003. Για παράδειγμα, κατά τα έτη 1990, 1994, 1998, 1999, 2000, 2001 και 2002 πραγματοποιήθηκαν 231 εισαγωγές ή το 66,8% του συνόλου.

Αναλύοντας το δείγμα σε ετήσια βάση διαπιστώνουμε καταρχήν, ότι μόνο σε τρία από τα

20 έτη στα οποία σημειώθηκαν νέες εισαγωγές (ή στο 15% του συνόλου), καταγράφηκε

αρνητική, μέση αρχική απόδοση. Το εύρος διακύμανσης των μέσων αρνητικών αποδόσεων

κυμάνθηκε από -0,5% έως -11,3%. Αντιθέτως, σε όλα τα υπόλοιπα έτη του δείγματος οι αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών ήταν θετικές και ορισμένες εξ αυτών άκρως εντυπωσιακές. Έτσι, η μέση ετήσια τιμή των θετικών αρχικών αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών κυμάνθηκε από 4,7% έως 102,8%, όπως αυτές καταγράφονται στον πίνακα 2. Πέραν των υπολοίπων αποδεικνύεται από το παρόν περιτράνα η προτίμηση των επενδυτών αλλά και της ετρουτερης αγοράς προς τις εταιρειες αυτές που δοκιμαζουν για πρώτη φορά να χρησιμοποιησουν την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ως πηγή άντλησης των απαραίτητων κεφαλαίων για την ανάπτυξη τους.

Η συνολική μέση ετήσια απόδοση των νέων εισαγωγών (27,5%), εκφράζει την απλή μέση

απόδοση των 345 δημοσίων εγγραφών που διενεργήθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά τη περίοδο 1976-2003. Ο υπολογισμός ωστόσο μιας σταθμισμένης και περισσότερο αντιπροσωπευτικής απόδοσης δίνει υψηλότερο ποσοστό μέσης απόδοσης. Πιο αναλυτικά, εάν ως στάθμιση ληφθεί η αναλογία των πραγματοποιηθέντων ανά έτος δημοσίων εγγραφών επί του συνόλου των εγγραφών της περιόδου 1976-2003, προκύπτει μία

σταθμισμένη μέση απόδοση της τάξεως του 39%. Το αποτέλεσμα αυτό ενισχύει περαιτέρω τη γενική διαπίστωση ότι η ελληνική πρωτογενής αγορά τίτλων προσέφερε διαχρονικά αλλά και συνεχίζει να προσφέρει σημαντικές αποδόσεις στους επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτήν, αγοράζοντας και διατηρώντας στο χαρτοφυλάκιό τους μετοχές νεοεισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών κατά τη περίοδο των δημοσίων εγγραφών.

Ακόμα και αν κανείς παρατηρήσει τις μέσες ετήσιες αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών (αποδόσεις πρώτης ημέρας) για κάθε έτος της εξεταζόμενης περιόδου 1976-

2003 και τις ετήσιες αποδόσεις του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών,

Σκοπεύοντας στη σύγκριση των δύο συγκεκριμένων αποδόσεων για την εξαγωγή συμπερασμάτων επενδυτικής πολιτικής, θα παρατηρησει τα εξής: στα 7 από τα 20 έτη του δείγματος στα οποία είναι δυνατή η σύγκριση, οι αποδόσεις του γενικού δείκτη τιμών υπερέβησαν τις αποδόσεις των δημοσίων

εγγραφών, ενώ σε όλα τα υπόλοιπα έτη η μέση αρχική απόδοση των δημοσίων εγγραφών ήταν υψηλότερη της ετήσιας απόδοσης του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη τιμών, καταδεικνύοντας έτσι την υπεροχή της επενδυτικής επιλογής της τοποθέτησης κεφαλαίων μόνο σε δημόσιες εγγραφές. Με άλλα λόγια, η σύγκριση των επενδυτικών επιλογών της τοποθέτησης κεφαλαίων σε όλες τις δημόσιες εγγραφές που λαμβάνουν χώρα στη διάρκεια ενός έτους και της επένδυσης κεφαλαίων σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο επί μετοχών του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (με ίδια ποσοστά στάθμισης του επενδυμένου κεφαλαίου με αυτά της συμμετοχής των μετοχών στο γενικό δείκτη), οδηγεί στο συμπέρασμα της υπεροχής της επενδυτικής επιλογής της τοποθέτησης κεφαλαίων σε δημόσιες εγγραφές.

Η υπεροχή αυτή δεν ισχυει μονο εναντι των λοιπων χρηματιστηριακων προιοντων αλλα καλυπτει ακομα και τη μεση ετησια αποδοση σε προθεσμιακες καταθεσεις πθ κατά την ίδια περίοδο βάσης δεν ξεπερασε ως μεση αποδοση αγγιζουν το 19,1%-καατα πολύ μικροτερο του 39% που είναι η μεση αποδοση επενδυσης σε νεοεισαγωμενες μετοχες.

Επιπλέον, εξετάστηκαν και αποτελούν αντικείμενο σύγκρισης οι επενδυτικές επιλογές της κατ' αποκλειστικότητα τοποθέτησης κεφαλαίων σε δημόσιες εγγραφές της Παράλληλης Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών και σε αντίστοιχο υποτιθεμένο αμοιβαίο κεφάλαιο της Παράλληλης Αγοράς του ελληνικού χρηματιστηρίου, ισοσταθμικά επενδεδυμένου βάσει της στάθμισης του σχετικού δείκτη τιμών. Η συγκεκριμένη σύγκριση κάλυψε μόνο τη περίοδο 1996-2003 και όχι ολόκληρη την προγενεστερή υπό εξέταση περίοδο, διότι ο δείκτης τιμών της Παράλληλης Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών δημιουργήθηκε το έτος 1995 και στις 25.8.1995.

Το συμπέρασμα που προέκυψε από την εν λόγω σύγκριση δεν διαφέρει από την προηγούμενη. Συγκεκριμένα, επιβεβαιώνει και πάλι την υπεροχή της πρακτικής της αποκλειστικής επένδυσης σε δημόσιες εγγραφές αφού δείχνει ότι μόνο κατά τη περίοδο της χρηματιστηριακής ευφορίας (1998-1999) οι αποδόσεις της Παράλληλης Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών υπερέβησαν τις αντίστοιχες μέσες ετήσιες αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών της Παράλληλης Αγοράς. Σε όλα τα υπόλοιπα έτη, οι αρχικές αποδόσεις των νεοεισηγμένων στην Παράλληλη Αγορά μετοχών ήσαν υψηλότερες των αντίστοιχων μετοχών των ομώνυμου δείκτη τιμών και αντιστοιχως, όπως και με τις νεοεισαχθησεις μετοχες της κυριας αγορας , υπερδιπλασιες της αποδοσης της εναλλακτικης τοποθετησης των ταμειακων διαθεσιμων των επενδυτων σε

προθεσμιακές και άλλες καταθεσεις. Από την ανάλυση των στοιχείων της περιόδου 1976-2003 προέκυψε ότι η μέση απόδοση των 345 δημοσίων εγγραφών της συγκεκριμένης περιόδου έφτασε σε ποσοστό το 27,5% ενώ η αντίστοιχη υπολογισθείσα μέση σταθμισμένη απόδοση άγγιξε το 39%. Οι επιμέρους, υπολογισθείσες ανά έτος, μέσες αποδόσεις των νέων εισαγωγών κυμάνθηκαν από -11,3% έως 102,8% την ίδια περίοδο. Η μέση τιμή εισαγωγής των δημοσίων εγγραφών για όλη την υπό εξέταση περίοδο ήταν 5,5€ ενώ η μέση τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης αρκετά υψηλότερη και συγκεκριμένα 7,2€. Τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια των 345 δημοσίων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν το χρονικό διάστημα 1976-2003 ήταν 8,8 δισ. Ευρώ. Τα παραπάνω στοιχεία καθώς επίσης και η διεθνής εμπειρία καταδεικνύουν την έντονη εμφάνιση και εκδήλωση του φαινομένου της προτιμησης από τους επενδυτές για τις δημοσίες εγγραφές ως προς τις επιμέρους αγορές κεφαλαίου ανά τον κόσμο. Ο λόγος για την ύπαρξη του εν λόγω φαινομένου είναι μάλλον πολυδιάστατος, ωστόσο επιγραμματικά θα πρέπει να αναφερθεί ότι αυτό παρατηρείται είτε διότι μια εταιρεία εισάγεται στη χρηματιστηριακή αγορά σε μια ικανοποιητικά χαμηλή τιμή από τους αναδόχους της ώστε να είναι ελκυστική και να αντλεί τα επιθυμητά κεφάλαια, είτε επίσης, γιατί η χρονική στιγμή της εισαγωγής συμπίπτει με μια από τις καλύτερες περιόδους ανάπτυξης της εκάστοτε επιχείρησης (αλλά και της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς), με αποτέλεσμα καθώς οι προοπτικές της κορυφώνονται, να ενισχύεται ακόμη περισσότερο η μετοχή της αμέσως μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης περίοδο.

ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ & ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΟΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Η τρέχουσα συγκυρία στην Ελλάδα έχει επαναφέρει στο προσκήνιο το ζήτημα των ιδιωτικοποιήσεων. Οι ιδιωτικοποιήσεις είναι μια παλιά πρακτική που έχει απασχολήσει τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις ήδη από τη δεκαετία του '70. Στην Ελλάδα, οι πρώτες ιδιωτικοποιήσεις έκαναν την εμφάνισή τους αργότερα, μόλις στις αρχές της δεκαετίας του '90, για να συνεχιστούν συστηματικά μετά το δεύτερο ήμισυ της ίδιας δεκαετίας.

Οι ιδιωτικοποιήσεις είναι σημαντικές για τα ευρωπαϊκά κράτη αφού αποτελούν σημαντική πηγή εσόδων του κρατικού προϋπολογισμού. Όμως είναι σημαντικές και για την οικονομία μέσω της επίδρασής τους σε σημαντικούς οικονομικούς κλάδους οι οποίοι επηρεάζουν άμεσα τους πλειστους εκ των υπολοίπων κλαδων της οικονομίας. Ο τραπεζικός κλάδος είναι ένας από τους καίριους και περισσότερο ανταγωνιστικούς κλάδους των οικονομιών των χωρών της Ευρωζώνης, που έχει επηρεαστεί σημαντικά από τις ιδιωτικοποιήσεις. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα, η επίδραση των ιδιωτικοποιήσεων στις τράπεζες επανήλθε πρόσφατα στο προσκήνιο προκαλώντας σημαντικές ανακατατάξεις στον τραπεζικό κλάδο. Ο αντικυπος σε αυτές εχειν τοσο θετικες οσο και αρνητικες πτυχες. Από τη μια πλευρα τα εσοδα του ελληνικου δημοσιου από ιδιωτικοποιησεις αντικαθιστουν κεφαλαια τα οποια υπο άλλες συνθηκες θα αντλωνταν κυριως με τη μορφη τραπεζικου δανεισμου ή/και άλλης ομοια σμορφης χρηματοδοτησης (αμιγης τραπεζικος δανεισμος προς τις ΔΕΚΟ ή το Δημοσιο, εκδοση κρατικων ομολογων και διοχετευση τους στη τραπεζικη αγορα τιτων σταθερου εισοδηματος, συναψη δανειων του Δημοσιου με κεντρικες τραπεζες του εξωτερικου). Στον αντιποδα και μεσω των ιδιωτικοποιησεων οι κρατικες ΔΕΚΟ εξειγειαινινται υγιως ώστε να αποτελουν υγιες και μη επισφαλες κομματι του πελατολογιου και ευρυτερου χαρτοφυλακιου των ελληνικων τραπεζων.

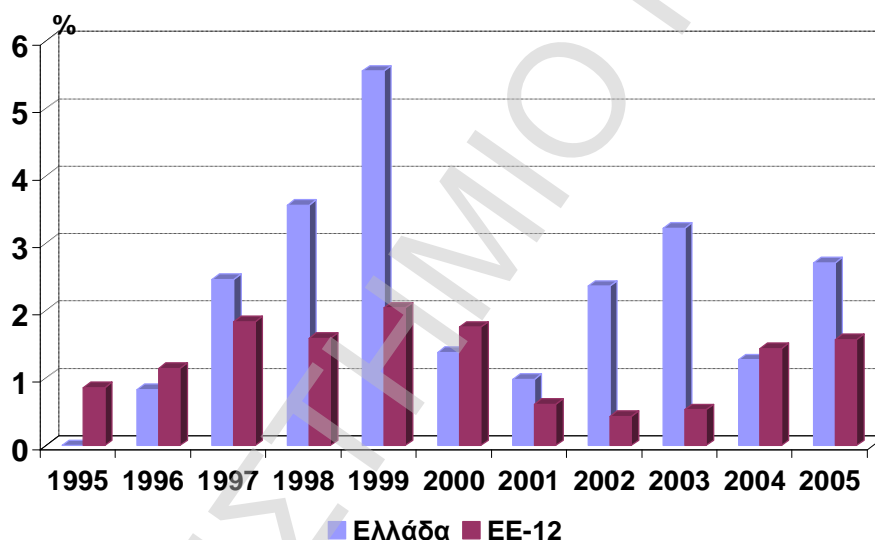
Η μελέτη δείγματος ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζών μας στέλνει αισιόδοξα μηνύματα. Η εικόνα των τραπεζικών ιδρυμάτων μετά την ιδιωτικοποίηση βελτιώνεται. Μάλιστα οι ελληνικές τράπεζες φαίνεται να ευνοούνται από τις ιδιωτικοποιήσεις περισσότερο σε σχέση με τις τράπεζες των υπόλοιπων ευρωπαϊκών χωρών. Η αξία των ιδιωτικοποιήσεων και ο αριθμός των συναλλαγών ακολουθούν την ίδια δυναμική σε Ελλάδα και στην ΟΝΕ των 12, με τη μεγαλύτερη άνθιση να συμπίπτει με τη χρηματιστηριακή έκρηξη του 1999.

Το 2005 αποτέλεσε έτος-σταθμό για τις ιδιωτικοποιήσεις. Σε παγκόσμιο επίπεδο, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ξεπέρασαν τα €80,4 δις, ενώ στην ΟΝΕ των 12 τα έσοδα έφθασαν το μεγαλύτερο ποσό στην ιστορία τους (€56 δις). Η τάση αυτή έγινε αισθητή και στη χώρα μας με αποτέλεσμα η Ελλάδα να συγκεντρώνει το 3,6% των συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις στην ΟΝΕ των 12 για το 2005, ακολουθώντας τη Γαλλία (53,5%), την Ιταλία (26,4%), την Ολλανδία (5,9%) και τη Γερμανία (5,1%). Μάλιστα οι ιδιωτικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2005 και το 2006 στην Ελλάδα, απέφεραν έσοδα ίσα με το 17,6% των συνολικών εσόδων που έχουν εισπραχθεί από ιδιωτικοποιήσεις στη χώρα μας. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι ιδιωτικοποιήσεις για το 2006 προέρχονται όλες από τον τραπεζικό κλάδο.

Στο Διάγραμμα 1 απεικονίζονται τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως ποσοστό των συνολικών εσόδων του προϋπολογισμού από τις αρχές της δεκαετίας του '90 για την Ελλάδα και την ΟΝΕ των 12. Από το 1997, και με μόνη εξαίρεση τα έτη 2000 και 2004, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως ποσοστό των εσόδων του προϋπολογισμού είναι κατά πολύ υψηλότερα για την Ελλάδα απ' ό,τι για την ΟΝΕ των 12. **Θα μπορούσε δηλαδή να ισχυριστεί κανείς ότι οι ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν σημαντικότερη πηγή εσόδων για τον προϋπολογισμό της ελληνικής κυβέρνησης και επιτυγχάνονται περισσότερο ικανοποιητικά σε σχέση με την ΟΝΕ των 12.**

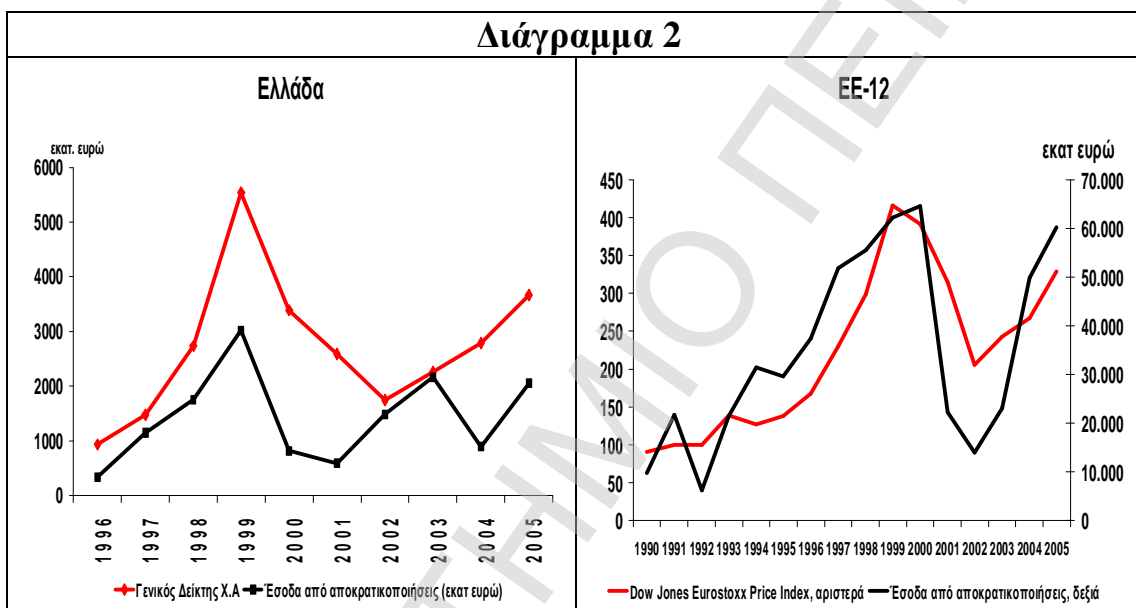
Διάγραμμα 1

Έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως % των συνολικών εσόδων του προϋπολογισμού



Η καλή εικόνα που παρουσιάζουν τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις στην Ελλάδα οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των ιδιωτικοποιήσεων πραγματοποιήθηκε στη χώρα μας μέσω του χρηματιστηρίου. Έτσι, το 57% των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε στην Ελλάδα με δημόσια προσφορά στο χρηματιστήριο έναντι 37% για την ΟΝΕ των 12. Στην περίπτωση που η χρηματιστηριακή συγκυρία ήταν ευνοϊκή, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ευνοήθηκαν. Ακόμα όμως και στις περιπτώσεις όπου οι συνθήκες ήταν κακές, οι δημόσιες εγγραφές δημοσίων επιχειρήσεων δεν ακολούθησαν την πρωτική αγορά. Η ισχυρή αυτή θετική συσχέτιση ανάμεσα στα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις και στη χρηματιστηριακή συγκυρία απεικονίζεται στο Διάγραμμα 2, υποδεικνύοντας ότι σημαντικός παράγοντας για την απόφαση, υλοποίηση αλλά και επιτυχημένη έκβαση των ιδιωτικοποιήσεων είναι η πορεία που ακολουθούν οι αγορές.

Διάγραμμα 2



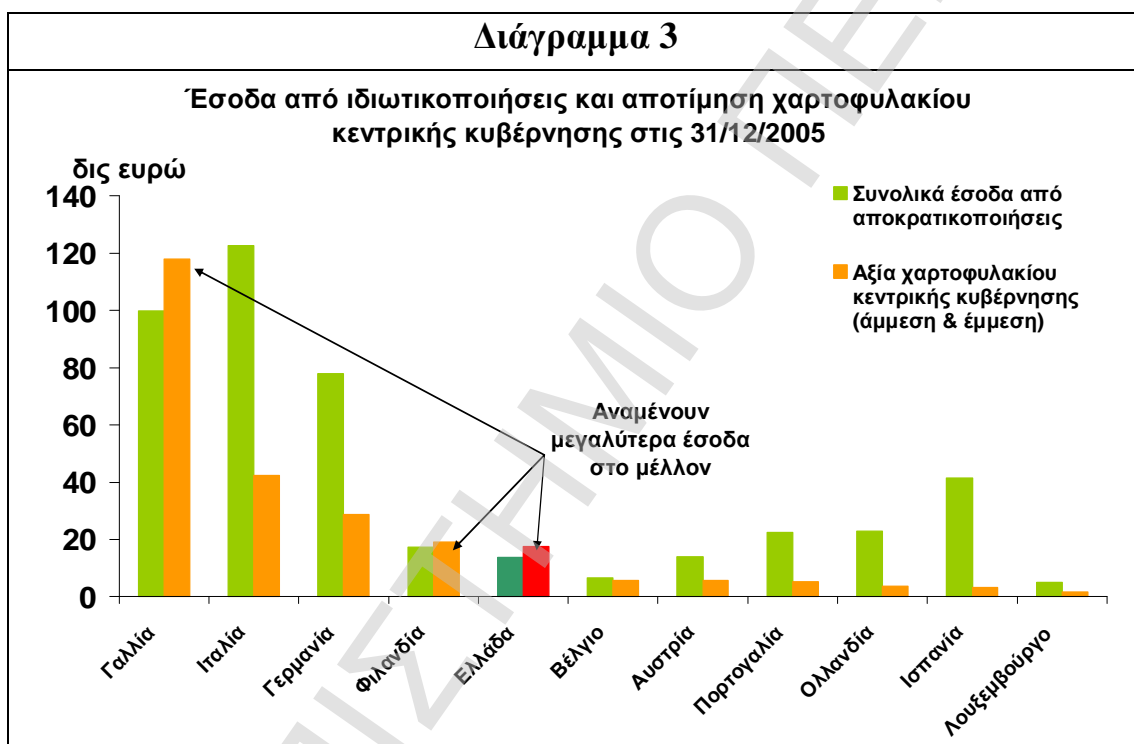
Αξίζει να σημειωθεί επίσης ότι οι ιδιωτικοποιήσεις δεν είναι μια πρακτική που ανήκει στο παρελθόν για τα ευρωπαϊκά κράτη. Αντίθετα, σύμφωνα με τους Farinola και Megginson¹ οι ιδιωτικοποιήσεις έχουν ακόμα πολλά να προσφέρουν στον κρατικό κορβανά των ευρωπαϊκών κρατών. Σύμφωνα με τη μελέτη αυτή, η αξία του χαρτοφυλακίου συμμετοχών των κυβερνήσεων των κρατών της Ευρωζώνης, όπως αποτιμήθηκε στις 31/12/2005, φτάνει στα € 188,3 δις αν υπολογιστεί μόνο η απευθείας συμμετοχή του κράτους σε εισηγμένες – μερικώς ιδιωτικοποιημένες-επιχειρήσεις. Το ίδιο ποσό ανέρχεται στα € 251,1 δις, αν συνυπολογιστεί και η έμμεση συμμετοχή του δημοσίου σε ορισμένες επιχειρήσεις. **Η Ελλάδα σύμφωνα με την αποτίμηση της 31/12/2005, κατείχε το σημαντικότερο σε αξία χαρτοφυλάκιο ύψους €17,6 δις, το πέμπτο υψηλότερο στην Ευρωζώνη μετά τη Γαλλία, Ιταλία, Γερμανία και Φινλανδία.**

Εκτός βέβαια από τις εισηγμένες επιχειρήσεις, το κράτος είναι μέτοχος και πολλών μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Για την Ελλάδα η αξία του μετοχικού κεφαλαίου κυριότητας του ελληνικού δημοσίου ανέρχεται το 2005 σε €11 δις².

¹ Farinola, Luca, and Megginson, and William L. Megginson, January 2006, Leviathan as Shareholder: the Value of Governments' Stakes, Working Paper, FEEM University of Oklahoma.

² Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού, Νοέμβριος 2005.

Έτσι τα οφέλη και τα μεγέθη σε αξία είναι πολλαπλάσια. Συνεπώς, όλα σχεδόν τα κράτη-μέλη της ΕΕ-12, και ιδιαίτερα η Ελλάδα, αποδεικνύεται ότι μπορούν να αποκομίσουν πολλά οφέλη ακόμα από τη διαδικασία των ιδιωτικοποιήσεων μέσω της εισαγωγής των κρατικών ΔΕΚΟ στη χρηματιστηριακή αγορά.



Ενδεικτικά όμως αξίζει να παρατηρήσουμε τον αντικυκλοπικό ρόλο που έχει η ιδιωτικοποίηση και άντληση άμεσης χρηματοδότησης μέσω χρηματιστηρίου, στους βασικότερους δείκτες των εισηγμένων επιχειρήσεων. Ενδεικτικά, θα παρατηρήσουμε τον τραπεζικό κλάδο ο οποίος και αποτελεί σε ποσοστό τον μεγαλύτερο της ελληνικής αγοράς και ως εκ τούτου αποτελεί ένα ικανό δείγμα για την εξαγωγή ορθών και εγκυρών συμπερασμάτων.

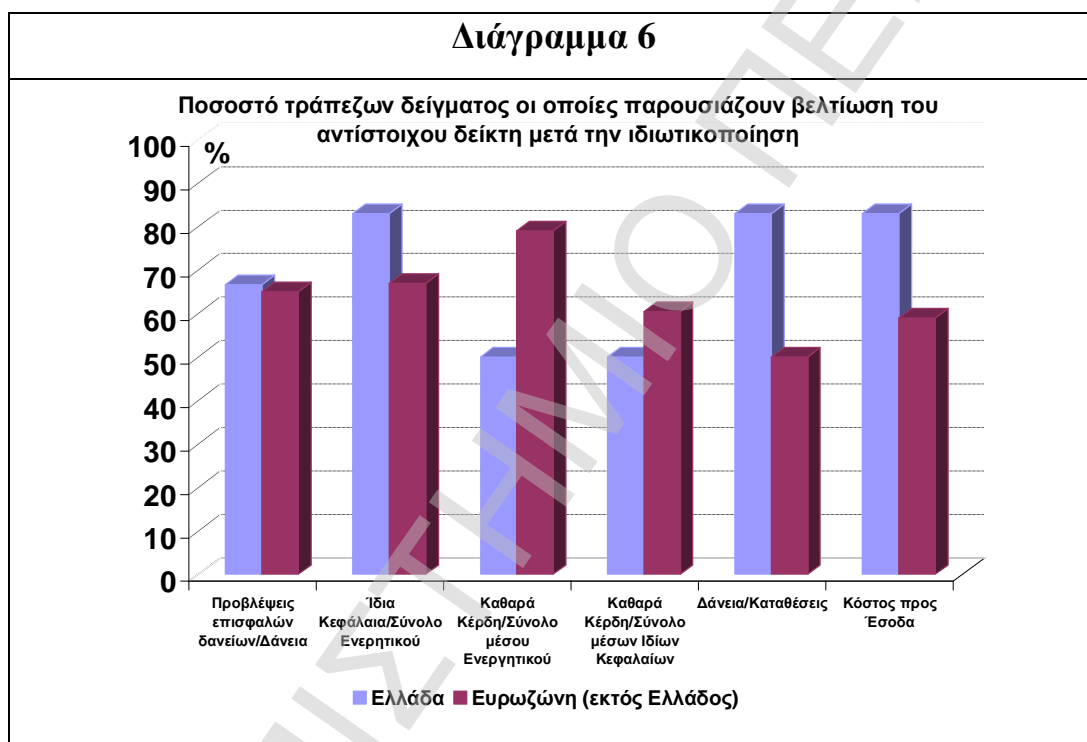
Η επίδοση των τραπεζών βελτιώνεται μετά την ιδιωτικοποίηση σχεδόν σε όλους τους τομείς που εξετάζονται. Οι προβλέψεις επισφαλών δανείων προς τα δάνεια μειώνονται καταδεικνύοντας μια μείωση των προβληματικών δανείων στο δανειακό χαρτοφυλάκιο των τραπεζών που ιδιωτικοποιούνται. Επίσης, βελτιώνεται η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών καθώς παρατηρείται αύξηση των ιδίων κεφαλαίων ανά μονάδα του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών. Η θετική επίδραση των ιδιωτικοποιήσεων αποτυπώνεται και από τους δείκτες της κερδοφορίας που παρουσιάζονται, ενώ η μικρή αύξηση του δείκτη κόστους προς έσοδα είναι

αναμενόμενη, λόγω του αυξημένου κόστους που απαιτεί η αναδιάρθρωση και εξυγίανση των τραπεζών που ιδιωτικοποιούνται. Το αυξημένο αυτό κόστος εμφανίζεται συνήθως τα πρώτα έτη μετά την ιδιωτικοποίηση και είναι προϊόν της διαδικασίας εκσυγχρονισμού των δομών της τράπεζας. Μάλιστα, ο στατιστικός έλεγχος υπέδειξε ότι σε όλες τις περιπτώσεις πλην του δείκτη κόστος προς έσοδα και του δείκτη ρευστότητας, η βελτίωση των δεικτών ήταν στατιστικά σημαντική.

Πίνακας 2		
	Μέση τιμή δείκτη πριν την ιδιωτικοποίηση	Μέση τιμή δείκτη μετά την ιδιωτικοποίηση
Ποιότητα δανειακού χαρτοφυλακίου		
Προβλέψεις επισφαλών δανείων/Δάνεια ¹	0.93	0.5*
Κεφαλαιακή Επάρκεια		
Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο Ενεργητικού	3.90	4.5*
Κερδοφορία		
Καθαρά Κέρδη/Σύνολο μέσου Ενεργητικού	0.07	0.5*
Καθαρά Κέρδη/Σύνολο μέσων Ιδίων Κεφαλαίων	1.89	9.6*
Ρευστότητα		
Δάνεια/Καταθέσεις	75.33	80.39
Αποτελεσματικότητα		
Κόστος προς Έσοδα	72.95	78.38
¹ Η μείωση του δείκτη δηλώνει βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου		
* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%		

Η εικόνα όμως δεν είναι πάντα θετική. Σε κάποιες περιπτώσεις η επίδοση ενός πιστωτικού ιδρύματος δεν βελτιώνεται μετά την ιδιωτικοποίησή του. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι η χρονική στιγμή που λαμβάνει χώρα η ιδιωτικοποίηση καθώς και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε πιστωτικού ιδρύματος αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που μπορούν να έχουν επίσης θετική ή αρνητική επίδραση. Στο Διάγραμμα 6 παρουσιάζεται το ποσοστό των ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζών, οι οποίες χαρακτηρίζονται από βελτίωση του χρηματοοικονομικού δείκτη που

εξετάστηκε. Αξιοσημείωτο παραμένει όμως το γεγονός ότι για κάθε τομέα, η επίδοση των τραπεζών βελτιώθηκε για το μεγαλύτερο ποσοστό του δείγματος.



Συμπεράσματα συσχέτισης μεταξύ Ελλάδας και υπολοίπων κρατών ONE σε σχέση με τα συνολικά οφέλη από τη χρήση της κεφαλαιαγοράς ως προς την άμεση χρηματοδότηση του κρατικού προϋπολογισμού και εσόδων.

- ü Το 2005 αποτελεί έτος-σταθμό για τις ιδιωτικοποιήσεις στην ΕΕ-12, αποφέροντας τα μεγαλύτερα έσοδα που έχουν πραγματοποιηθεί ιστορικά. Η Ελλάδα συγκέντρωσε το 3,6% των συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις στην Ευρωζώνη. Τα έσοδα που έχουν αποφέρει οι ιδιωτικοποιήσεις την τελευταία διετία στην Ελλάδα αντιστοιχούν στο 17,6 % των εσόδων που έχουν εισπραχθεί συνολικά.

- ΰ Τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως ποσοστό του προϋπολογισμού είναι υψηλότερα -κατά μέσο όρο διπλάσια- στην Ελλάδα απ' ό τι στην Ευρωζώνη για το μεγαλύτερο μέρος της τελευταίας δεκαετίας, αποτελώντας σημαντική πηγή εσόδων για την κυβέρνηση.
- ΰ Η προς ιδιωτικοποίηση 'πίττα' της κρατικής περιουσίας δεν έχει όμως εξαντληθεί. Η Ελλάδα μαζί με τη Φινλανδία και τη Γαλλία είναι οι χώρες-μέλη της ΕΕ-12 που μπορούν να αναμένουν μεγαλύτερα έσοδα στο μέλλον από ιδιωτικοποιήσεις – με βάση το χαρτοφυλάκιο εισηγμένων εταιρειών- σε σχέση με αυτά που έχουν ήδη εισπράξει.
- ΰ Το ¼ των εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις που έχουν πραγματοποιηθεί ιστορικά προέρχεται από τον τραπεζικό κλάδο. Είναι τα υψηλότερα στην Ευρωζώνη σταθμισμένα με το μέγεθος της οικονομίας, παρά το γεγονός ότι οι τραπεζικός κλάδος είναι ο δεύτερος μικρότερος σε μέγεθος στην Ευρωζώνη.
- ΰ Η εξέταση δείγματος πρώην κρατικών - νυν εισηγμένων τραπεζικών ιδρυμάτων των χωρών-μελών της Ευρωζώνης έδειξε ότι οι ιδιωτικοποιήσεις επέδρασαν ευεργετικά τις περισσότερες φορές στις τράπεζες που υποβλήθηκαν στη διαδικασία αυτή. Θετικός ήταν ο αντίκτυπος στην αποδοτικότητα, στην ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου, στη ρευστότητα και στη φερεγγυότητά τους. Υπάρχει όμως και μικρή επιδείνωση του δείκτη κόστος-προς-έσοδα, που είναι συχνά προϊόν της διαδικασίας εκσυγχρονισμού των δομών της τράπεζας.
- ΰ Οι ιδιωτικοποιήσεις στις ελληνικές ΔΕΚΟ επέδρασαν περισσότερο ευεργετικά στην κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα, την αποτελεσματικότητα και την ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου.
- ΰ Οι ελληνικές ΔΕΚΟ και ιδιαίτερα αναφερομενοι στις τράπεζες που ιδιωτικοποιήθηκαν πωλήθηκαν σε καλή τιμή – 2,2 φορές τη λογιστική τους αξία κατά μέσο όρο – δηλαδή υψηλότερα από αντίστοιχες πωλήσεις σε χώρες όπως η Ισπανία, η Ιταλία και η Πορτογαλία.

Σημείωση :

Η σύγκριση της επίδοσης πραγματοποιείται μέσω του Wilcoxon matched-pairs signed-rank test, ενός μη-παραμετρικού οικονομετρικού ελέγχου. Το τεστ αυτό εξετάζει αν η μεταβολή στην επίδοση των τραπεζών πριν και μετά την ιδιωτικοποίηση (για ίσο διάστημα) είναι στατιστικά σημαντική. Τα έτος της ιδιωτικοποίησης θεωρείται ως έτος 0.

Συμπεράσματα ως προς τη χρήση και τη συμβολή της Ελληνικής χρηματαγορας στην αμεση χρηματοδοτηση των επιχειρησεων.

Από την παραπάνω συνοπτική ανάλυση αποδεικνύεται ακόμα μια φορά πως η ελληνική κεφαλαιαγορά στο σύνολο της δεν αποτελεί μόνο ένα μέσο δημιουργίας υπεραξίας κεφαλαίου, όπως ειθίστε να επικρατεί ως άποψη ειδικότερα στους κύκλους των μικροεπενδυτών. Αντιθέτως, μέσα από σωστή θωράκιση και οργάνωση αποτελεί ίσως το πιο αποτελεσματικό και ενεργό εργαλείο-μοχλό άμεσης χρηματοδότησης της ανάπτυξης τόσο των μεγεθών των ελληνικών επιχειρήσεων όσο και της ευρύτερης ελληνικής οικονομίας.

Μέσα από διαδικασίες που τείνουν να απλουστεύονται ολοένα και περισσότερο ώστε να προσαρμοστούν με την ελληνική πραγματικότητα χωρίς ταυτόχρονα να απολέσουν μέρος της διαφάνειάς τους, οι ελληνικές επιχειρήσεις τόσο του ιδιωτικού όσο και του δημοσίου τομέα μπορούν να στρέφονται στο ΧΑΑ για τα απαιτούμενα για τις επενδύσεις τους κεφάλαια. Κεφάλαια που με την κατάλληλη διαχείριση και μέσω της υλοποίησης βιώσιμων, ευστοχών και παραγωγικών Επενδυτικών Σχεδίων, μπορούν να συμβάλλουν τα μέγιστα τόσο σε μικροοικονομικό όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο. Ενδεικτικά, μερικά μόνο από τα άμεσα οφέλη που δύναται άμεσα να προκύψουν είναι η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και κατά επέκταση της συνολικής βελτίωσης της ανταγωνιστικής θέσης της ελληνικής οικονομίας, η συγγραφή ποσοστού ανεργίας ή ακόμα και η απασχόληση μεγαλύτερου αριθμού εργατικού δυναμικού με άμεσο αντίκτυπο στο συνολικό ΑΕΠ της χώρας ή ενίσχυση εξωστρεφίας των ελληνικών εταιριών με επίσης άμεσο αποτέλεσμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή βελτιστοποίηση του ρυθμού παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής που επηρεάζει βαρυσήμαντα το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και πολλά άλλα εξίσου σημαντικά.

Χρησιμών αναφοράς κρίνεται για τις επιχειρήσεις και το χαμηλότερο κόστος των αντληθέντων αυτών κεφαλαίων έναντι όλων των λοιπών σήνηθων πρακτικών αντλήσεων άμεσων χρηματοδοτήσεων.

Ός προς τους ιδιώτες επενδυτές και τους λοιπούς συμμετεχόντες με τις οικονομίες τους στην ενίσχυση των επιχειρήσεων μέσω των ΑΜΚ που αυτές προβαίνουν, ύστερα από τις κατάλληλες επιλογές, είναι περισσότερο από πιθανό να γίνουν και αυτοί κοινών της οικονομικής ανάπτυξης αυτής καρπονομήνοι και ισπρατόντες τόσο τα μερίσματα εκ της κερδοφορίας όσο και της εκαστοτε κεφαλαιακής υπεραξίας προερχόμενες τόσο από την προσδοκία όσο και την επιτυχή υλοποίηση του εκαστοτε σχεδιαζόμενου επενδυτικού σχεδίου.

Κλείνοντας, δεν θα κάνουμε ιδιαίτερο λόγο στο δημόσιο το οποίο πέραν ότι καρπώνεται μεγάλο μέρος όλων των παραπάνω οικονομικών κλιμακός από την πρωτίστη βελτίωση των μικροοικονομικών μεγεθών, δύναται να επιτύχει μεγάλη βελτίωση στα δημοσια έσοδα του κρατικού προϋπολογισμού πρατόντας ομοίως για τις δημοσιες επιχειρήσεις στις οποίες διατηρεί συμμετοχή και κυρίως μέσα από τη πάντοτε προσεκτική και ασρτιγικά ελεγχόμενη ιδιοτικοποίηση τους.

Συμπερασματικά και νπάνω από όλα η βκεφαλαιαγορά αποτελούσε και αποτελεί εκ προίμιου πηγή άμεσης χρηματοδότησης. Γίνεται αντιληπτό πως με την κατάλληλη χρήση και λειτουργία της τόσο από τις επιχειρήσεις όσο και από τους άμεσα εμπλεκόμενους φορείς δύναται να γίνει η λειτουργικότερη και βελτιστή πηγή άμεσων χρηματοδοτήσεων για παραγωγικές επενδύσεις και να αποτελέσει έναν από τους ουσιαστικότερους μοχλούς ουσιαστικής ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας στο σύνολο της.-

Βιβλιογραφία – Πηγές :

- ü Ελληνική Νομοθεσία
- ü Κανονισμός Λειτουργίας Χ.Α.Α.
- ü Ενημερωτικά Δελτία Εισηγμένων Επιχειρήσεων
- ü Κανονισμοί Δεοντολογίας Χ.Α.Α.

Σχετική Αρθρογραφία & ηλεκτρονική κειμενογραφία

- ü Ηλεκτρονική εφημερίδα Καθημερινής –kathimerini.gr -11/04/2001
- ü Ηλεκτρονική εφημερίδα Το Βήμα online - tovima.gr-23/04/2000
- ü SMALL BUSINESS RESOURCE CENTER –THE NEW YORK TIMES ,APRIL 1 , 2008
- ü -Kazantzis, C. and M. Levis (1995). Price support and initial public offerings: evidence
- ü from the Athens Stock Exchange in: Doukas and Lang (eds), Research in International
- ü Business and Finance, JAI Press, Vol 12, pp. 185-200
- ü -Κολλίντζας Τ., Σφακιανάκης Γ., Τυλιγάδα Ε. (1997). Υποτιμολογήσεις και
- ü Υπερκαλύψεις στην Εισαγωγή Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οικονομικά Θέματα, I.O.B.E.
- ü -Νούνης C. (2003). Οι αρχικές αποδοσεις των ελληνικών δημοσιων εγγραφων κατά την περιοδο 1976-2003
- ü Greek Initial Public Offerings,unpublished national and kapodistrial university of Athens working paper-pp7-12
- ü -Νούνης X. (2000). Η διαφορά μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής ισορροπίας στην
- ü αγορά δημοσίων εγγραφών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, 1994-1998. Οικονομική
- ü Επιθεώρηση Εμπορικής Τράπεζας, τεύχος 24, σελ.38-49
- ü -Νούνης X. (2000). Θεωρητική ανάλυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νέων
- ü εισαγωγών τίτλων στο χρηματιστήριο. Οικονομικά Χρονικά-Διμηνιαία Έκδοση του
- ü Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδας, τεύχος 109, σελ. 33-37

- ü -Παπαϊωάννου Γ.Ι., Τραυλός Ν. Γ. (1995). Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών : Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση. Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό
- ü -Τραυλός Ν. Γ., Παπαϊωάννου Γ. Ι., Φίλιππας Ν.Δ., Safieddine A. (1997). Η
- ü χρηματιστηριακή πορεία και η λειτουργική αποδοτικότητα των νεοεισηγμένων εταιρειών
- ü στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά: Εμπειρική Διερεύνηση
- ü *Σημαντικών Πτυχών της*. Πανεπιστήμιο Πειραιά - Τμήμα Χρηματοοικονομικής και
- ü Τραπεζικής Διοικητικής. σελ. 3-40
- ü Megginson, William L., *The financial economics of Privatization*, 2004, Oxford University Press.
- ü Σιμιντζή Έλενα, *Νέες Εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Οικονομία & Αγορές*, Μάρτιος 2006.
- ü *The Privatization Barometer Newsletter*, 2006, A publication of privatization barometer.