



**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

**«STOCK MARKET DISPERSION AND UNEMPLOYMENT»**

**ΧΡΙΣΤΟΥ ΖΑΧΑΡΟΥΛΑ**

Αρ.Μητρώου: ΜΧΡΗ 0846

**Επιβλέπων καθηγητής:** Γ.Κατσιμπρής

**Επιτροπή:** Χ. Στεφανάδης

Π. Σταϊκούρας

**ΓΕΝΑΡΗΣ**

**2010**

## **Περίληψη**

Σύμφωνα με την **υπόθεση περί τομεακής μετατόπισης**(sectoral shifts hypothesis) της ζήτησης, την οποία διατύπωσε ο Davis (1987)<sup>1</sup>, η ανεργία προκαλείται, εν μέρει, λόγω της αναδιανομής των παραγωγικών συντελεστών (και δη της εργασία) από φθίνοντες τομείς προς αναπτυσσόμενους τομείς της οικονομίας. Χρησιμοποιώντας λοιπόν δεδομένα για τις ΗΠΑ, από το 1990 έως το 2009, και ένα οικονομετρικό υπόδειγμα κατανεμομένων χρονικών υστερήσεων εξετάζουμε την προαναφερθείσα υπόθεση, συμπεριλαμβάνοντας στο εν λόγω υπόδειγμα ως ερμηνευτική μεταβλητή την τιμή ενός *δείκτη* που μετρά την διασπορά των αποδόσεων χρηματιστηριακών δεικτών από 5 διαφορετικούς κλάδους-τον χρηματοπιστωτικό, τον ενεργειακό, το κλάδο υπηρεσιών κοινής ωφελείας, τον βιομηχανικό, και τον κλάδο λιανικής. Από την εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος διαπιστώνουμε ότι οι παρελθούσες τιμές αυτού του δείκτη συμβάλλουν θετικά στην μεταβολή του ποσοστού ανεργίας. Συγκεκριμένα, για κάθε ποσοστιαία αύξηση της μεταβλητότητας (όπως μετρείται από την τυπική απόκλιση) αυτού του δείκτη, το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται κατά 2,09%.

**Λέξεις κλειδιά:** sectoral shifts hypothesis, unemployment, stock exchange, υπόδειγμα χρονικών υστερήσεων.

---

<sup>1</sup> Davis, S. (1987). "Fluctuations in the Pace of Labor Reallocation." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 27: 335-402.

## **Abstract**

According to the *sectoral shifts hypothesis*, proposed by Davis (1987)<sup>2</sup> unemployment is, in part, the result of resources being reallocated from declining to expanding sectors of the economy. Using data for the US from 1990 to 2009 and employing a distributed lag model, we test this hypothesis by constructing an index measuring the dispersion among stock prices from 5 different industries-financial, energy, utilities, industrial, and retail. We find that lagged values of this index significantly affect the change in the unemployment rate. Specifically, for every percentage increase in the variability (as measured by the standard deviation) of this index, the unemployment rate increases by 2.09%.

---

<sup>2</sup> Davis, S. (1987). "Fluctuations in the Pace of Labor Reallocation." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 27: 335-402.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ.....	3
1.1 ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	3
1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΡΓΑΣΙΜΗΣ ΗΛΙΚΙΑΣ.....	5
1.3 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ .....	9
1.4. ΖΗΤΗΣΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	12
1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΥΖΕΥΞΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΑΙ ΖΗΤΗΣΗ.....	17
1.6 ΑΙΤΙΑ ΑΝΕΡΓΙΑΣ.....	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	20
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	24
2.2 ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	26
2.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	31
2.4.ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΑΓΟΡΟΠΩΛΗΣΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ .....	37
2.5 Ο ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.....	38
2.6ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΖΗΤΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ.....	40
2.7 ΜΕΤΟΧΙΚΟΙ ΤΙΤΛΟΙ.....	45
2.8.ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	45
2.9.ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ-ΤΙΜΕΣ ΣΤΙΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ .....	46
2.9.1.Ο ΤΡΟΠΟΣ ΈΚΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	47
2.9.2.ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΜΕΑΚΗΣ ΜΕΤΑΤΟΠΙΣΗΣ.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ .....	50
3.1.ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	52
3.2.ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ .....	55
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	57
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....	58

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 3-1: Η Επίδραση της Διασποράς των Μετοχικών Τιμών επί του Ποσοστού Ανεργίας .....	55
Σχήμα 3-1: Το Ποσοστό Ανεργίας στις ΗΠΑ (1990-2009) .....	53
Σχήμα 3-2: Η Πορεία Χρηματιστηριακών Δεικτών 5 Κλάδων στις ΗΠΑ, 1990-2009 ..	54

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

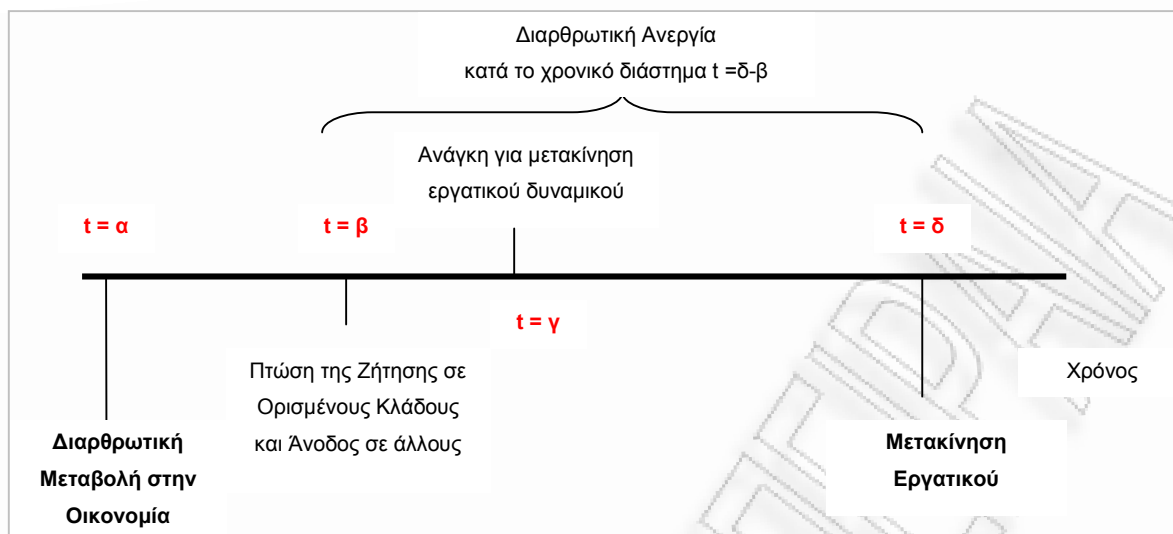
Υπάρχει μια άποψη ότι η ανάγκη, λόγω των οικονομικών αλλαγών που επέρχονται στην διάρθρωση της οικονομίας, για ανακατανομή των απασχολουμένων σε μια οικονομία από τους φθίνοντες κλάδους/τομείς προς τους αναπτυσσόμενους και η μη άμεση ικανοποίηση αυτής αποτελεί ένα βασικό αίτιο για την εμφάνιση της ανεργίας. Πράγματι, σύμφωνα με τον Lilien (1982)<sup>3</sup>, για την μεταπολεμική περίοδο, παρατηρήθηκε στην Αμερική μια αρκετά ισχυρή συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού ανεργίας  $u_t$  και της διασποράς της απασχόλησης. Για την ποσοτικοποίηση της τελευταίας χρησιμοποιείται ένας **δείκτης διασποράς**  $\sigma$ , ο οποίος καταγράφει την διακύμανση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας. Ο προαναφερθείς μελετητής θεώρησε τον παραπάνω δείκτη ενδεικτικό της υποκείμενης μετατόπισης της ζήτησης από κάποιους κλάδους σε κάποιους άλλους.

Αυτή δε η μεταβολή στις συνθήκες ζήτησης για τα προϊόντα των διαφορετικών κλάδων καθιστά αναγκαία την μετακίνηση του εργατικού δυναμικού από τους πληττόμενους κλάδους/ τομείς (όπου η ζήτηση για τα προϊόντα που παράγουν οι εταιρείες του κλάδου αρχίζει να φθίνει) προς τους ακμάζοντες (όπου η ζήτηση είναι ισχυρή).

Ωστόσο, είτε επειδή ορισμένοι κλάδοι έχουν ανάγκη εργατικού δυναμικού με συγκεκριμένες ικανότητες και προσόντα, είτε διότι είναι αρκετά χρονοβόρα η απόκτηση νέων ικανοτήτων ή ακόμη και η αναζήτηση νέων θέσεων εργασίας, η διαδικασία της μετακίνησης των εργαζομένων μεταξύ διαφορετικών κλάδων τείνει να είναι αργή με αποτέλεσμα την εμφάνιση ανεργίας στο μεσοδιάστημα. Επομένως, όσο σημαντικότερες είναι οι διαρθρωτικές αλλαγές που λαμβάνουν χώρα σε μια οικονομία, τόσο εντονότερη η ανάγκη για διακίνηση του ανθρώπινου δυναμικού από τους πληττόμενους κλάδους ή τομείς της οικονομίας προς τους αναπτυσσόμενους, και ένεκα της δυσκολίας άμεσης μετάβασης των εργαζομένων από τον ένα κλάδο στον άλλο, τόσο υψηλότερη η παρατηρούμενη ανεργία. Αυτή η θέση είναι γνωστή ως **υπόθεση της τομεακής μετατόπισης** (sectoral shifts hypothesis) της ζήτησης.

---

<sup>3</sup> Lilien, D. (1982). "Sectoral shifts and cyclical Unemployment." *Journal of Political Economy*, 90: 777-793.



**Σχήμα 0-1:** Ο Χρονισμός των Γεγονότων κατά την Υπόθεση Τομεακής Μετατόπισης της Ζήτησης

Τα χρηματιστηριακά δεδομένα μπορεί να αποτελέσουν έναν τρόπο μέτρησης την μετακίνησης των εργαζομένων από τομείς που συρρικνώνονται προς αυτούς που επεκτείνονται. Συγκεκριμένα, εάν δεχθούμε την Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς, του Fama (1970),<sup>4</sup> στις τρεις εκφάνσεις της, οπότε οι ιστορικές, δημόσιες και εσωτερικές πληροφορίες αναφορικά με την πορεία της εταιρίας είναι ήδη ενσωματωμένες στην τρέχουσα τιμή, η μετοχική τιμή εταιρειών που ανήκουν σε φθίνοντες κλάδους θα πρέπει να παρουσιάζει μια πτωτική πορεία, ενώ αντίθετα η αντίστοιχη τιμή εταιρειών που ανήκουν σε ανοδικούς κλάδους θα πρέπει να παρουσιάζουν ανοδική πορεία.

Ως εκ τούτου μια απόκλιση της τιμής μεταξύ των δεικτών των διαφόρων κλάδων θα πρέπει να αποτελεί προάγγελο για επικείμενη αύξηση της ανεργίας, καθώς θα αναμένεται μετατόπιση των παραγωγικών πόρων (κυρίως της εργασίας) από τους φθίνοντες τομείς προς τους αναπτυσσόμενους. Έτσι, μια αύξηση στην διασπορά των κλαδικών χρηματιστηριακών δεικτών θα ενεργήσει ως *προπορευμένος δείκτης* (leading indicator) της ανεργίας.

Στόχος μας λοιπόν σε αυτή την εργασία είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της διασποράς των αποδόσεων των χρηματιστηριακών τιμών με της μεταβολής του ποσοστού ανεργίας, στις ΗΠΑ, κατά το χρονικό διάστημα 1990-2009.

<sup>4</sup> Fama, E. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work," *Journal of Finance*, 25: 383-417.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

### 1.1 ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η εργασία μπορεί να προσφέρεται από όλους όσοι είναι σε θέση να εργασθούν. Έτσι η προσφορά εργασίας αναφέρεται στο υποσύνολο του συνολικού πληθυσμού, το οποίο περιλαμβάνει όλα τα μέλη της κοινωνίας που βρίσκονται σε κατάλληλη ηλικία και είναι ικανά να προσφέρουν την εργασία τους. Αυτό το τμήμα του πληθυσμού αποκαλείται 'πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας' και περιλαμβάνει τα άτομα που σε δεδομένες συνθήκες θεωρούνται ότι θα μπορούσαν να αποτελέσουν το παραγωγικό δυναμικό της κοινωνίας<sup>5</sup>.

Ο προσδιορισμός του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας βασίζεται στον καθορισμό ενός κατώτατου ορίου ηλικίας, σύμφωνα με ό,τι επικρατεί για την ελάχιστη υποχρεωτική εκπαίδευση και τη νομοθεσία για την απασχόληση των νέων. Σε πολλές περιπτώσεις ορίζεται και ανώτατο όριο που αποκλείει τους ηλικιωμένους από τον υπολογισμό του ενεργού πληθυσμού. Είναι αλήθεια ότι όσο περισσότερο βιομηχανοποιημένη είναι μία χώρα τόσο μικρότερος είναι ο αριθμός των ηλικιωμένων που συμμετέχουν στην παραγωγική διαδικασία<sup>6</sup>.

Συνήθως, σύμφωνα με τους επίσημους ορισμούς, το διάστημα του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας είναι ανοικτό προς τα επάνω, κάτι που δεν εμποδίζει, όμως, ορισμένου μελετητές να υιοθετούν και ανώτατο όριο εάν αυτό υπαγορεύεται από ιδιαίτερες ανάγκες της έρευνάς τους. Έτσι, για παράδειγμα, στην ετήσια έκθεση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων 'Η Απασχόληση στην Ευρώπη', υιοθετείται το διάστημα 15-64 ως πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας<sup>7</sup>.

Η εξέλιξη του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας συμβαδίζει με την πορεία της γεννητικότητας με την ανάλογη, όμως χρονική υστέρηση. Στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας παρουσίασε σημαντική

---

<sup>5</sup> Γλυτσός, Ν. (1992): Τάσεις και Προοπτικές Εξέλιξης του Εργατικού Δυναμικού στην Ελλάδα, ΕΚΚΕ.

<sup>6</sup> Hussmanns, R. & Mehran, F. & Verma, V. (1990): Surveys of Economically Active Population-Employment, Unemployment and Underemployment, An ILO Manual on Concepts and Methods, Geneva, International Labour Office, p.12-13.

<sup>7</sup> Σάκελλης, Ι. (2001): Πληθυσμός και Εργατικό Δυναμικό στην Ελλάδα, Εκδόσεις Μπένου.



αύξηση στη διάρκεια της εικοσαετίας 1970-90 ως φυσικό επακόλουθο του μεταπολεμικού baby-boom<sup>8</sup>. Η επίδραση της υπογεννητικότητας της εν λόγω εικοσαετίας διαφάνηκε με την μικρή αύξηση του πληθυσμού τις ακόλουθες δεκαετίες.

Το κύριο χαρακτηριστικό του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας είναι ότι το διάστημα των ηλικιών που τον προσδιορίζει μεταβάλλεται διαχρονικά και γεωγραφικά παράλληλα με το επίπεδο ανάπτυξης της κοινωνίας, την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και σε αντιστοιχία με το επίπεδο αστικότητας.

Επομένως, παρόλο που η σχέση του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας με τις μεταβολές στον όγκο και τη δομή του συνολικού πληθυσμού είναι στενή, οι διαχρονικές αλλαγές και οι γεωγραφικές διαφοροποιήσεις δεν αναφέρονται μόνο στη φυσική κίνηση του πληθυσμού και στα μεταναστευτικά ρεύματα, αλλά και στις κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες, οι οποίες προσδιορίζουν τα δύο άκρα του<sup>9</sup>. Έτσι, αναφέρεται ενδεικτικά ότι στην Ινδία και στην Αίγυπτο, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας περιλαμβάνει και τον παιδικό πληθυσμό (από πέντε ή επτά ετών και άνω). Στην Ευρώπη θεωρείται ότι το επίσημο όριο εισόδου στον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας αντιστοιχεί σε παιδιά 14-15 ετών, ενώ ακόμα μεγαλύτερο είναι αυτό το όριο στις ΗΠΑ.

Εντούτοις, όμως, η παιδική εργασία και εκμετάλλευση είναι πραγματικότητα σε πολλά μέρη του κόσμου. Ακόμη και στην Ελλάδα, η εκμετάλλευση των παιδιών που μέχρι τώρα δεν ήταν τόσο διαδεδομένη, γίνεται ορατή ολοένα και περισσότερο στην καθημερινή ζωή. Ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας θεωρείται συμβατικά στη χώρα μας ότι βρίσκεται στα όρια 14 ετών και άνω και για πολλούς στα όρια 15-64, αν και είναι βέβαιο ότι πολύ συχνά τα όρια αυτά διαφοροποιούνται σημαντικά και μάλιστα κυρίως στις αγροτικές περιοχές<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Blundell, R. (1987): Unemployment and Female Labour Supply, *Economic Journal*, Vol. 97, pp. 44-64.

<sup>9</sup> Edwards, R. (1989): *Contested Terrain: The Transformation of the Workplace in the Twentieth Century*, N.Y. Basic Books.

<sup>10</sup> Τσουκαλάς, Κ. (1986): *Κράτος, Κοινωνία, Εργασία στη Μεταπολεμική Ελλάδα*, Αθήνα, Θεμέλιο.

## 1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΡΓΑΣΙΜΗΣ ΗΛΙΚΙΑΣ

Εάν, όπως είδαμε, τα όρια του πληθυσμού της εργάσιμης ηλικίας είναι δύσκολο να προσδιοριστούν, ακόμα πιο δύσκολο είναι να προσδιοριστεί η δομή του. Κατ' αρχήν θα μπορούσαμε να εντάξουμε τους ανθρώπους που συνιστούν τον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας σε τρεις κατηγορίες, σύμφωνα με τρία γενικά χαρακτηριστικά απασχόλησης<sup>11</sup>:

A) Το κριτήριο της εργασίας

B) Το κριτήριο της ανεργίας

Γ) Το κριτήριο της αεργίας

Παρακάτω κάνουμε πιο εκτενή αναφορά χωριστά σε κάθε μία από τις τρεις κατηγορίες. Πιο συγκεκριμένα:

### **1<sup>η</sup> Κατηγορία: Απασχολούμενοι**

Συμβατικά, σύμφωνα με τα όσα καθορίστηκαν κατά την 13<sup>η</sup> Διεθνή Διάσκεψη Στατιστικών της Εργασίας του 1983, η έννοια της απασχόλησης περιλαμβάνει δύο γενικές κατηγορίες εργαζομένων<sup>12</sup>:

1. Όλους όσους εργάζονται υπό όρους εξαρτημένης εργασίας (paid employment)
2. Όλους όσους εργάζονται υπό όρους μη εξαρτημένης εργασίας (self employment)

Η έννοια της εξαρτημένης απασχόλησης περιλαμβάνει όλους όσους εργάζονται έναντι μισθού ή ημερομισθίου σε χρήμα ή είδος, ακόμα και αν βρίσκονται προσωρινά εκτός της κανονικής τους εργασίας, ενώ η έννοια της μη εξαρτημένης εργασίας

---

<sup>11</sup> Σακέλλης, Γ. (2001): Πληθυσμός και Εργατικό Δυναμικό στην Ελλάδα, Εκδόσεις Μπένου.

<sup>12</sup> Σακέλλης, Γ. (2001): Πληθυσμός και Εργατικό Δυναμικό στην Ελλάδα, Εκδόσεις Μπένου

περιλαμβάνει όλους όσοι διατηρούν ατομική επιχείρηση με σκοπό το κέρδος ή κάποιο οικογενειακό όφελος που μπορεί να μεταφράζεται σε χρήμα ή σε είδος<sup>13</sup>.

Σύμφωνα με τους ορισμούς που υιοθετούνται στις Έρευνες Εργατικού Δυναμικού του συνόλου των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ως 'απασχολούμενοι' θεωρούνται οι ηλικίας 14 ετών και άνω, οι οποίοι κατά την εβδομάδα αναφοράς της έρευνας έκαναν κάποια εργασία επ' αμοιβή ή για την πραγματοποίηση κέρδους ή δεν εργάζονταν, αλλά είχαν εργασία από την οποία απουσίαζαν προσωρινά. Οι βοηθοί οικογενειακών επιχειρήσεων περιλαμβάνονται στην κατηγορία αυτή, αλλά όχι τα άτομα σε διαθεσιμότητα<sup>14</sup>.

## **2<sup>η</sup> Κατηγορία: Άνεργοι**

Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται συμβατικά όλοι όσοι δεν έχουν εργασία, βρίσκονται στη διαδικασία της αναζήτησης και ταυτόχρονα είναι έτοιμοι και διαθέσιμοι να την αναλάβουν μόλις τους δοθεί<sup>15</sup>. Το άθροισμα των απασχολούμενων και των ανέργων συνιστά το εργατικό δυναμικό (ή τον οικονομικά ενεργό πληθυσμό) που πρέπει να αποτελεί υποσύνολο του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας.

Σύμφωνα με τους ορισμούς που υιοθετούνται στις Έρευνες Εργατικού Δυναμικού του συνόλου των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ως 'άνεργοι' θεωρούνται τα άτομα ηλικίας 14 ετών και άνω, τα οποία συγκεντρώνουν όλες τις πιο κάτω προϋποθέσεις<sup>16</sup>:

1. Δεν εργάζονται, δηλαδή δεν εργάστηκαν την εβδομάδα αναφοράς, ούτε είχαν μια εργασία από την οποία απουσίαζαν προσωρινά λόγω ασθένειας, αδείας, ταξιδιού αναψυχής.

---

<sup>13</sup> Hussmanns, R. & Mehran, F. & Verma, V. (1990): Surveys of Economically Active Population-Employment, Unemployment and Underemployment, An ILO Manual on Concepts and Methods, Geneva, International Labour Office, p.36.

<sup>14</sup> Eurostat, Labour Force Survey, 1983-1991, p.23.

<sup>15</sup> Hussmanns, R. & Mehran, F. & Verma, V. (1990): Surveys of Economically Active Population-Employment, Unemployment and Underemployment, An ILO Manual on Concepts and Methods, Geneva, International Labour Office, p.36.

<sup>16</sup> Eurostat, Labour Force Survey, 1983-1991, p.23.

2. Βρίσκονταν σε διαδικασία αναζήτησης αμειβόμενης εργασίας και ήταν διαθέσιμοι να την αναλάβουν αμέσως.
3. Σκόπευαν να δημιουργήσουν δική τους επιχείρηση ή να εργαστούν ως ελεύθεροι επαγγελματίες.
4. Βρίσκονταν σε αναμονή να κληθούν σε κάποια εργασία από την οποία είχαν φύγει λόγω διαθεσιμότητας.
5. Είχαν βρει εργασία, την οποία θα αναλάμβαναν μετά την εβδομάδα αναφοράς.

### **3<sup>η</sup> Κατηγορία: Άεργοι ή Μη Εργατικό Δυναμικό**

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται όλοι όσοι δεν έχουν καμία εργασία ούτε και αναζητούν και αποτελούν το θεωρούμενο ως μη εργατικό δυναμικό ή τους ανέργους της κοινωνίας<sup>17</sup>.

Από τα προαναφερθέντα προκύπτει ότι το άθροισμα των τριών κατηγοριών μας δίνει τον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας εφόσον φυσικά έχουν ρητά προσδιορισθεί τα όριά του. Θα πρέπει να γίνουν όμως και μερικές χρήσιμες παρατηρήσεις και πιο συγκεκριμένα<sup>18</sup>:

1) Από τη στιγμή που κάποιος ανήκει αποκλειστικά σε μια μόνο από τις παραπάνω τρεις κατηγορίες (αποκλείεται για παράδειγμα να είναι κάποιος ταυτόχρονα και άεργος και άνεργος), τα διαχωριστικά όρια ανάμεσα στις τρεις κατηγορίες είναι αυστηρά μεν, αλλά εν πολλοίς απροσδιόριστα.

2) Κάτι που δεν αναγνωρίζεται ευρέως είναι ότι η τρίτη κατηγορία του λεγόμενου 'μη εργατικού δυναμικού' είναι τελικά και η πλέον κρίσιμη. Διότι, αν κάποιος εντάσσεται στην κατηγορία αυτή σύμφωνα με τα δύο προηγούμενα γενικά κριτήρια απασχόλησης, δεν σημαίνει κατ' ανάγκην είναι και 'άεργος' επί της ουσίας. Για παράδειγμα, έχει αναπτυχθεί η επιχειρηματολογία με βάση την οποία οι νοικοκυρές

---

<sup>17</sup> Offe, K. (1985): The Political Economy of the Labour Market, Cambridge, Polity Press.

<sup>18</sup> Δεδουσόπουλος, Α. (1991): Το Φαινόμενο της Μακροχρόνιας Ανεργίας στην Ελλάδα, Αθήνα, ΟΑΕΔ.

θα έπρεπε να εντάσσονται στο εργατικό δυναμικό δεδομένου ότι με τη συγκεκριμένη εργασία, την οποία επιτελούν και η οποία ανήκει στο χώρο της αναπαραγωγής της εργασιακής δύναμης, συμβάλλουν στη διαμόρφωση του τελικού προϊόντος και επομένως θα έπρεπε να θεωρούνται ως απασχολούμενες μολονότι δεν εργάζονται κάτω από ένα συγκεκριμένο εργοδότη με σκοπό την αποκόμιση κάποιας αμοιβής<sup>19</sup>. Παρόλα αυτά όμως μεγάλος αριθμός από τις αγρότισσες εντάσσονται ως απασχολούμενες στην 'περίεργη' ίσως κατηγορία των 'συμβοηθούντων και μη αμειβομένων μελών' των οικογενειακών εκμεταλλεύσεων.

3) Είναι γεγονός ότι πολλοί από αυτούς που ανήκουν στο λεγόμενο μη εργατικό δυναμικό είναι σίγουρο ότι θα επιθυμούσαν να εργάζονται, αλλά έχουν σταματήσει να αναζητούν εργασία, γιατί αποθαρρύνθηκαν. Με άλλα λόγια, έχουν πεισθεί ότι είναι αδύνατο να βρουν εργασία σύμφωνα με τις συμβατικές μεθόδους αναζήτησης και έχουν σταματήσει να αναζητούν. Επομένως, επί της ουσίας και παρόλο που δεν κάνουν συγκεκριμένες ενέργειες για να βρουν εργασία είναι άνεργοι 'σκιώδεις' ίσως, πλην όμως άνεργοι.

Έτσι, ο όρος 'δυνάμει' εργατικό δυναμικό προσιδιάζει περισσότερο στην κατηγορία 'άεργος ή μη εργατικό δυναμικό' με την διευκρίνιση ότι ακόμα και αυτός αδικεί πολλούς οι οποίοι συμμετέχουν με κάποιο τρόπο στην παραγωγική διαδικασία<sup>20</sup>. Ανεξάρτητα από τις διάφορες απόψεις και την επιχειρηματολογία που αναπτύσσεται, είναι γεγονός ότι το 'δυνάμει' εργατικό δυναμικό παίζει συγκεκριμένο και σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του τελικού προϊόντος.

Επιπλέον, αποτελεί μια κατηγορία συνεχώς μεταβαλλόμενη, καθώς πολλοί από αυτούς οι οποίοι ανήκουν στην κατηγορία αυτή, αλλάζουν συνεχώς τη θέση τους όσον αφορά την κατάσταση απασχόλησης. Αυτό δεν έχει να κάνει τόσο με τη βούληση και τις επιθυμίες τους, όσο με τις εναλλαγές στους ρυθμούς της οικονομικής δραστηριότητας, δηλαδή τις περιόδους στασιμότητας και υπερπαραγωγής, οι οποίες επηρεάζουν de facto και τα όρια του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας.

---

<sup>19</sup> Δεμαθάς, Ζ. & Κεραμίδου, Ι. & Σακέλλης, Γ. (1991): Προώθησης της Απασχόλησης και της Επαγγελματικής Κατάρτισης των Γυναικών, Αθήνα, ΟΑΕΔ.

<sup>20</sup> Doeriger, P. & Piore, M. (1981): Internal Labour Markets and Manpower Analysis, Lexington Mass: D.C. Heath.

Όπως έχουμε ήδη τονίσει, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας δεν αποτελεί ένα ομοιογενές και επίπεδο σύνολο, αλλά αντίθετα ένα σύνολο βαθιά ιεραρχημένο. Η κλίμακα ιεραρχίας προσδιορίζεται<sup>21</sup>: Πρώτον από τις κοινωνικά διαμορφωμένες ιδεολογίες των διακρίσεων που εκφράζονται με τις κατά φύλο, φυλή και ηλικία ανισότητες, δεύτερον από τους εκπαιδευτικούς μηχανισμούς στο βαθμό που λειτουργούν ως μηχανισμοί αναπαραγωγής των κοινωνικών και οικονομικών ανισοτήτων και τρίτον από το κοινωνικοοικονομικό υπόβαθρο το οποίο αποδίδει διαφορετικές δυνατότητες πρόσβασης στα μέλη της κοινωνίας. Έτσι καταλήγουμε σε έναν ευρέως κατατμημένο πληθυσμό αφού συντίθεται από άτομα τα οποία το θεσμικό πλέγμα της αγοράς αποτυγχάνει να αντιμετωπίσει με ίσους όρους, παρόλο που από την άποψη της παραγωγικότητας μπορεί να είναι ίσα.

### **1.3 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ**

Όπως προαναφέρθηκε, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας χωρίζεται σε τρεις κατηγορίες σύμφωνα με τα γενικά κριτήρια απασχόλησης. Η ένταξη ενός ατόμου σε μια από τις παραπάνω κατηγορίες αποτελεί ταυτόχρονα και κριτήριο κατάταξης στην κλίμακα της κοινωνικής ιεραρχίας. Πράγματι, ο χαρακτηρισμός ενός ατόμου ως 'απασχολούμενου', 'ανέργου' ή 'αέργου' συνιστά σε ένα πρώτο επίπεδο κριτήριο κοινωνικής διαφοροποίησης με ταυτόχρονες πολλαπλές κοινωνικοοικονομικές επιπτώσεις.

Το ενδιαφέρον, όμως, έγκειται στο γεγονός ότι η διαδικασία της ένταξης γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε τελικά η δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος για εργασία να εκχωρείται σε άτομα που έχουν ή συνδυάζουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά<sup>22</sup>. Είναι αλήθεια ότι το σύνολο των εμπειρικών ενδείξεων υπαγορεύει ότι το βάρος των προβλημάτων που σχετίζονται με την αγορά εργασίας, το φέρουν κυρίως οι γυναίκες, οι νέοι και οι εθνικές μειονότητες.

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο της ευρύτατης κατάτμησης που χαρακτηρίζει τον πληθυσμό αφορά στο επίπεδο εκπαίδευσης. Στο βαθμό που μέσω της εκπαίδευσης

---

<sup>21</sup> Σακέλλης, Γ. (2001): Πληθυσμός και Εργατικό Δυναμικό στην Ελλάδα, Εκδόσεις Μπένου

<sup>22</sup> Κοτζαμάνης, Β. (1990): Δημογραφική Εξέλιξη και Επέμβαση στον Τομέα του Πληθυσμού στη Μεταπολεμική Ελλάδα, Αθήνα, ΕΔΗΜ.

επιτυγχάνεται αναβάθμιση της ποιότητας της εργασιακής δύναμης και καλύτερη ανταπόκριση στις απαιτήσεις της παραγωγής, το επίπεδο εκπαίδευσης βρίσκεται σε ευθεία σχέση με τη δυνατότητα πρόσβασης στην απασχόληση. Όμως, επισημαίνεται ότι ο ρόλος των εκπαιδευτικών μηχανισμών είναι αμφιλεγόμενος<sup>23</sup>.

Κατ' αρχήν, σύμφωνα με τη θεωρία του ανθρώπινου κεφαλαίου, μέσω των εκπαιδευτικών μηχανισμών επιτυγχάνεται η ποιοτική αναβάθμιση της εργασιακής δύναμης με αποτέλεσμα να αυξάνει η παραγωγικότητα της εργασίας<sup>24</sup>. Το σύνολο των 'δυνάμει' εργαζομένων έχει κίνητρο να εισέλθει στους εκπαιδευτικούς μηχανισμούς και να παρατείνει την εκπαίδευσή του δεδομένου ότι η πρόσβαση ενός ατόμου στην αγορά εργασίας γίνεται έτσι ευκολότερη ενώ οι αποδοχές του θα είναι τέτοιες, ώστε να αντισταθμίσει το διαφυγόν εισόδημα κατά τη διάρκεια των σπουδών.

Στον αντίποδα, όμως, της θεωρίας του ανθρώπινου κεφαλαίου βρίσκονται οι απόψεις για το ρόλο της εκπαίδευσης στην αναπαραγωγή της κοινωνικής ιεραρχίας. Τονίζεται συγκεκριμένα ότι στις σύγχρονες αναπτυγμένες καπιταλιστικές κοινωνίες, οι εκπαιδευτικοί μηχανισμοί αποτελούν τους κατεξοχήν ιδεολογικούς μηχανισμούς του κράτους που αποσκοπούν και επιτυγχάνουν την κοινωνική νομιμοποίηση της ανισότητας<sup>25</sup>. Σύμφωνα με τις θεωρήσεις αυτές και σε αντίθεση με τις προτάσεις της λειτουργιστικής θεωρίας της κοινωνικής διαστρωμάτωσης, η εκπαίδευση δεν ανταποκρίνεται στις τεχνικές απαιτήσεις της παραγωγής, αλλά και περισσότερο στις επιταγές της γραφειοκρατικής οργάνωσης της παραγωγικής διαδικασίας και των όρων επιβολής και άσκησης του ελέγχου.

Ουσιαστικό ρόλο εξάλλου στη διαδικασία της πρόσβασης στην αγορά εργασίας παίζει και το κοινωνικοοικονομικό υπόβαθρο, το οποίο επηρεάζει και αμέσως τη διαδικασία κατάληψης 'καλών' θέσεων απασχόλησης και εμμέσως μέσω των αυξημένων ευκαιριών για περισσότερη εκπαίδευση. Η Κασιμάτη<sup>26</sup> σε μια πληρέστατη κοινωνιολογική ανάλυση για τη διαδικασία επιλογής του επαγγέλματος και του κοινωνικού γοήτρου που συνεπάγεται δίνει έμφαση στο ρόλο που παίζει το

---

<sup>23</sup> Κασιμάτη, Κ. (1991): Έρευνα για τα Κοινωνικά Χαρακτηριστικά της Απασχόλησης, Μελέτη Ι: Η Επιλογή του Επαγγέλματος, Θεωρητικές Αναφορές και Εμπειρική Διερεύνηση, Αθήνα, ΕΚΚΕ.

<sup>24</sup> Γλυτσός, Ν. (1992): Τάσεις και Προοπτικές Εξέλιξης του Εργατικού Δυναμικού στην Ελλάδα, ΕΚΚΕ.

<sup>25</sup> Rubery, J. (1988): Structured Labour Markets, Worker Organization and Low Pay, Cambridge Journal of Economics, Vol.2.

οικογενειακό υπόβαθρο και η ταξική ένταξη του ατόμου στις αποφάσεις για τη συνέχιση των σπουδών, πέρα από την εννιάχρονη υποχρεωτική εκπαίδευση, στις ανώτερες και ανώτατες εκπαιδευτικές βαθμίδες.

Σύμφωνα με την Κασιμάτη<sup>27</sup>, λοιπόν: «Τα εκπαιδευτικά συστήματα είναι 'ταξικά' επιλεκτικά, με την έννοια ότι ανεξάρτητα από το δημοκρατικό και φιλελεύθερο πρόσωπο που παρουσιάζουν, στο βάθος αντανακλούν και στοχεύουν στην αναπαραγωγή της υπάρχουσας κοινωνικής στρωμάτωσης. Η κλασική αστική ιδεολογία αποδέχεται την κοινωνική λειτουργία του σχολείου μέσα σε αυστηρά καθορισμένα όρια. Δηλαδή, ύστερα από αυστηρή επιλογή θα περάσουν το κατώφλι των ΑΕΙ οι 'άριστοι', 'οι ευφυέστατοι' και 'επιμελέστατοι'...Είναι μία σαφώς αριστοκρατική αντίληψη που ισχύει, αν κανείς περιοριστεί στις διαπιστώσεις, χωρίς να διερευνήσει τις αιτίες».

Εάν επομένως δεχτούμε ότι οι άνισες ευκαιρίες που συνεπάγεται ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της κοινωνικής ιεραρχίας οδηγούν σε επιλεκτική πρόσβαση στους εκπαιδευτικούς μηχανισμούς και οι τελευταίοι επιδρούν στην οικονομική επιτυχία, καταλήγουμε στη λειτουργία μιας σπειροειδούς διαδικασίας αναπαραγωγής της συγκεκριμένης δομής, η οποία τροφοδοτείται ακόμα περισσότερο μέσω της άμεσης επίδρασης της ταξικής προέλευσης στην τελική επιλογή και άσκηση του επαγγέλματος. Πιο συγκεκριμένα, η Κασιμάτη αναφέρει<sup>28</sup>:

«Αναφορικά με τον τομέα απασχόλησης, μπορούμε να διακρίνουμε δύο σημαντικές τάσεις που κυριαρχούν στην Ελλάδα:

Α) Όσοι προέρχονται από τα ανώτερα κοινωνικά στρώματα ακολουθούν σπουδές που οδηγούν σε ελεύθερα επαγγέλματα...ανώτερα διοικητικά στελέχη, διπλωμάτες, κλπ. Μέσα, λοιπόν, από την εκπαίδευση, αλλά κυρίως από την απασχόληση αναπαράγεται η άρχουσα τάξη.

---

<sup>26</sup> Κασιμάτη, Κ. (1991): Έρευνα για τα Κοινωνικά Χαρακτηριστικά της Απασχόλησης, Μελέτη Ι: Η Επιλογή του Επαγγέλματος, Θεωρητικές Αναφορές και Εμπειρική Διερεύνηση, Αθήνα, ΕΚΚΕ.

<sup>27</sup> Κασιμάτη, Κ. (1991): Έρευνα για τα Κοινωνικά Χαρακτηριστικά της Απασχόλησης, Μελέτη Ι: Η Επιλογή του Επαγγέλματος, Θεωρητικές Αναφορές και Εμπειρική Διερεύνηση, Αθήνα, ΕΚΚΕ, σελ.58.

<sup>28</sup> Κασιμάτη, Κ. (1991): Έρευνα για τα Κοινωνικά Χαρακτηριστικά της Απασχόλησης, Μελέτη Ι: Η Επιλογή του Επαγγέλματος, Θεωρητικές Αναφορές και Εμπειρική Διερεύνηση, Αθήνα, ΕΚΚΕ, σελ.62.



Β) Οι άλλοι που προέρχονται από τα χαμηλότερα στρώματα προσβλέπουν σε μισθωτή απασχόληση στο δημόσιο τομέα, γιατί αυτός εμφανιζόταν ανέκαθεν ως η μοναδική ελπίδα οικονομικής εξασφάλισης, επαγγελματικής αποκατάστασης και κοινωνικής και ταξικής ανέλιξης».

Συνοψίζοντας όλα τα παραπάνω μπορούμε να επισημάνουμε τα εξής:

**Πρώτον**, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας ενώ φαινομενικά δείχνει εύκολο να προσδιορισθεί, εντούτοις επηρεάζεται και μεταβάλλεται και στο χρόνο (βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες εξελίξεις) και στο χώρο (παγκόσμιος καταμερισμός της εργασίας, βαθμός αστικότητας).

**Δεύτερον**, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας ομαδοποιείται, αλλά και ιεραρχείται σε ένα πρώτο επίπεδο σε τρεις κατηγορίες, σύμφωνα με τα γενικά κριτήρια απασχόλησης (απασχολούμενοι, άνεργοι, άεργοι).

**Τρίτον**, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας ιεραρχείται σύμφωνα με χαρακτηριστικά οικονομικού περιεχομένου (εκπαίδευση-ειδικότητα), δημογραφικά (ηλικία, φύλο, φυλή, εθνικότητα) και κοινωνικά χαρακτηριστικά (κοινωνικοοικονομικό υπόβαθρο).

#### **1.4. ΖΗΤΗΣΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Αφού εξετάσαμε το θέμα της προσφοράς εργασίας και αναλύσαμε τη δομή του εργατικού δυναμικού, σε αυτό το σημείο θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε την κατάσταση που επικρατεί στην πλευρά της ζήτησης της αγοράς εργασίας, δηλαδή τον τρόπο με τον οποίο αρθρώνονται οι διαθέσιμες στο εργατικό δυναμικό θέσεις εργασίας. Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι το περιεχόμενο της κάθε επιμέρους θέσης απασχόλησης έχει δύο όψεις<sup>29</sup>: η πρώτη αφορά το τεχνικό περιεχόμενο και αναφέρεται αφενός στη συγκεκριμένη περιγραφή της εργασίας και αφετέρου στις απαιτήσεις σε δεξιότητες, γνώσεις, εκπαίδευση κλπ. Η δεύτερη όψη εξάλλου αφορά το κοινωνικό περιεχόμενο και τη βαθμίδα που καταλαμβάνει η συγκεκριμένη θέση απασχόλησης στην κλίμακα της κοινωνικής ιεραρχίας.

---

<sup>29</sup> Offe, K. (1985): The Political Economy of the Labour Market, Cambridge, Polity Press.

Επί του προκειμένου έχουν επικρατήσει δύο απόψεις: η πρώτη έχει ως άξονα τη Λειτουργιστική Θεωρία της Κοινωνικής Διαστρωμάτωσης<sup>30</sup> που θεωρεί ως βασικά αξιολογικά κριτήρια κατάταξης τις δεξιότητες, τα ταλέντα και την εκπαίδευση των ατόμων, ενώ η δεύτερη επικεντρώνει το ενδιαφέρον στις ανάγκες για προσόντα συμπεριφοράς (πειθαρχία, ευπείθεια, συγκαταβατικότητα κλπ), τα οποία θεωρεί ως τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες οικονομικής ανόδου και κοινωνικής ανέλιξης<sup>31</sup>.

Η Λειτουργιστική Θεωρία της Κοινωνικής Διαστρωμάτωσης αναφέρεται στους παράγοντες, οι οποίοι προσδιορίζουν τη θέση ενός ατόμου στην κλίμακα της κοινωνικής ιεραρχίας. Διατυπώθηκε από τους K. Davis και W.I. Moore, το 1945, και αποτέλεσε τον άξονα των ορθόδοξων απόψεων για την κοινωνική νομιμοποίηση της ανισότητας. Πιο συγκεκριμένα αναφέρουν<sup>32</sup>:

«Ένα ανταγωνιστικό σύστημα δίνει μεγαλύτερη σημασία στο κίνητρο κατάληψης θέσεων, ενώ ένα μη ανταγωνιστικό σύστημα δίνει μεγαλύτερη ίσως σημασία στα κίνητρα για την εκτέλεση καθηκόντων των θέσεων. Τα καθήκοντα, όμως, δεν ίδια, αλλά διαφέρουν ως προς τα διάφορα χαρακτηριστικά με αποτέλεσμα για την εκτέλεσή τους να απαιτείται πολλές φορές ειδικό ταλέντο. Αναπόφευκτα, λοιπόν, μια κοινωνία πρέπει πρώτα να έχει καθορίσει τρόπους αμοιβών που θα χρησιμοποιούνται ως κίνητρα και δεύτερον κάποιο τρόπο διανομής των αμοιβών διαφορετικά, σύμφωνα με τις θέσεις. Οι αμοιβές και η διανομή τους γίνονται μέρος της κοινωνικής τάξης πραγμάτων (social order) και αυτό οδηγεί στην έννοια της διαστρωμάτωσης».

Στη συνέχεια, οι Davis και Moore τονίζουν ότι καλύτερες αμοιβές πρέπει να αντιστοιχούν σε θέσεις που α) να έχουν μεγαλύτερη σημασία για την κοινωνία και β) να συνεπάγεται περισσότερο training και ταλέντο. Έτσι, συμπεραίνουν ότι η κοινωνική ανισότητα αποτελεί μια απαραίτητη λειτουργία μέσω της οποίας οι

---

<sup>30</sup> Doeriger, P. & Piore, M. (1981): *Internal Labour Markets and Manpower Analysis*, Lexington Mass: D.C. Heath.

<sup>31</sup> Doeriger, P. & Piore, M. (1981): *Internal Labour Markets and Manpower Analysis*, Lexington Mass: D.C. Heath.

<sup>32</sup> Σακέλλης, Γ. (1988): *Η Αναπαραγωγή των Οικονομικών Ανισοτήτων – Μια Θεώρηση*, Τιμητικό Τόμος 'Μνήμη Σάκη Καράγιωργα', Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο, Κ.Π.Ε.-Ι.Π.Α, σελ.35.

κοινωνίες διασφαλίζουν ότι όλες οι αξιολογες θέσεις θα συμπληρώνονται από αξιόλογα μέλη τους<sup>33</sup>.

Στον αντίποδα της θεωρίας αυτής έχουν διατυπωθεί οι απόψεις μαρξιστικής προσέγγισης σύμφωνα με τις οποίες η ιεραρχική δομή των απασχολήσεων νομιμοποιείται κοινωνικά μέσω της γραφειοκρατίας που εμφυτεύει την ανταγωνιστική ψυχολογία ώστε «να καταρρεύσει η ταξική συνείδηση αφού πια η εξουσία δεν εκδηλώνεται ανοιχτά και βίαια, αλλά απρόσωπα και μέσα από κανόνες επιστήμης και δικαίου»<sup>34</sup>.

Για την επίτευξη του ελέγχου της παραγωγικής διαδικασίας σύμφωνα με τη θεώρηση αυτή απαιτούνται χαρακτηριστικά συμπεριφοράς, τα οποία αφορούν<sup>35</sup>: α) ηγετικά προσόντα (ικανότητες διεύθυνσης, συντονισμού δραστηριοτήτων, υπευθυνότητα, κλπ), β) ικανότητες ελέγχου, παρακολούθησης, οργάνωσης και σχεδιασμού, γ) αποφασιστικότητα στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, δ) ικανότητα χειρισμού προσωπικών σχέσεων, ε) ικανότητες εύκαμπτης συμπεριφοράς ανάλογα με τις περιστάσεις και τέλος στ) ικανότητες προφορικής και γραπτής επικοινωνίας.

Όπως, λοιπόν, η πλευρά της προσφοράς, έτσι και η πλευρά της ζήτησης της αγοράς εργασίας έχει χαρακτήρα βαθιά ιεραρχικό. Υπάρχουν 'καλές' θέσεις εργασίας, οι οποίες χαρακτηρίζονται από ευσταθείς συνθήκες απασχόλησης με σχετική ή πλήρη μονιμότητα, σχετικά υψηλές αμοιβές και το σπουδαιότερο δίνουν σημαντικές ευκαιρίες κοινωνικής ανέλιξης<sup>36</sup>. Στην αγορά εργασίας εξάλλου υπάρχουν και εργασίες, οι οποίες χαρακτηρίζονται από χαμηλές αμοιβές, χωρίς αυτό να είναι

---

<sup>33</sup> Johnson, G.E. & Layard, P.R.G. (1986): The Natural Rate of Unemployment: Explanation and Policy, Handbook of Labour Economics, Vol. 2, pp. 25-42.

<sup>34</sup> Σακέλλης, Γ. (1988): Η Αναπαραγωγή των Οικονομικών Ανισοτήτων – Μια Θεώρηση, Τιμητικό Τόμος 'Μνήμη Σάκη Καράγιωργα', Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο, Κ.Π.Ε.-Ι.Π.Α, σελ.37.

<sup>35</sup> Σακέλλης, Γ. (1985): Εσωτερικές Αγορές Εργασίας, Έλεγχος της Παραγωγικής Διαδικασίας και Εργατικά Συνδικάτα, Ο Πολίτης, Τεύχος 69-70, Οκτώβριος.

<sup>36</sup> Σακέλλης, Γ. (1988): Η Αναπαραγωγή των Οικονομικών Ανισοτήτων – Μια Θεώρηση, Τιμητικό Τόμος 'Μνήμη Σάκη Καράγιωργα', Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο, Κ.Π.Ε.-Ι.Π.Α.

καθοριστικό και όπου κυρίως οι ευκαιρίες κοινωνικής ανέλιξης είναι ελάχιστες έως ανύπαρκτες.

Επισημαίνουμε εδώ, ότι σύμφωνα με τη θεσμική προσέγγιση της αγοράς εργασίας όλες οι απασχολήσεις κατατάσσονται σε δύο μεγάλους τομείς<sup>37</sup>:

A) τον πρωτεύοντα τομέα, ο οποίος θεωρείται και δομημένος τομέας, επειδή σε αυτόν λειτουργούν οι αποκαλούμενες 'εσωτερικές αγορές εργασίας' που αντιστοιχούν κυρίως στις μεγάλες μονοπωλιακές επιχειρήσεις και οργανισμούς, αλλά και σε πολλά 'κλειστά' επαγγέλματα

B) το δευτερεύοντα τομέα που περιλαμβάνει όλες εκείνες τις απασχολήσεις που είναι 'ευκαιριακές' και 'ασταθείς'.

Το χαρακτηριστικό των 'εσωτερικών αγορών εργασίας' είναι ότι προστατεύουν τα μέλη τους, δηλαδή τους εργαζομένους σε αυτές από τον ευρύτερο ανταγωνισμό σε ότι αφορά τόσο τη διατήρηση της θέσης τους όσο και τις δυνατότητες καλύτερης πρόσβασης σε ανώτερες βαθμίδες της ιεραρχίας. Οι 'εσωτερικές αγορές εργασίας' διαμορφώθηκαν ιστορικά από στρατηγικές που προέρχονται<sup>38</sup>:

1) Από τις ανάγκες των επιχειρήσεων για αποτελεσματική λειτουργία της διαδικασίας της παραγωγής και τις απορρέουσες ανάγκες σε εξειδικευμένο προσωπικό. Επομένως, οι επιχειρηματίες δημιουργούν τις κατάλληλες προϋποθέσεις κατάρτισης των εργαζομένων και εκμάθησης πάνω στη δουλειά, προκειμένου να ανταποκριθούν στις τεχνικές ανάγκες της παραγωγής<sup>39</sup>. Όμως, στην αντίληψη της αποτελεσματικής λειτουργίας πέρα από τα τεχνικά στοιχεία υπεισέρχονται αναγκαστικά και ποιοτικά που δεν σχετίζονται με τις τεχνικές ανάγκες της παραγωγής, αλλά με την αναγκαιότητα εκμάθησης ελέγχου της παραγωγικής διαδικασίας. Έτσι, έχει διατυπωθεί η άποψη ότι οι εσωτερικές αγορές εργασίας προέρχονται από πολιτικές που αποσκοπούν στη διαμόρφωση εργαζομένων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά

---

<sup>37</sup> Σακέλλης, Γ. (1988): Η Αναπαραγωγή των Οικονομικών Ανισοτήτων – Μια Θεώρηση, Τιμητικό Τόμος 'Μνήμη Σάκη Καραγιώργα', Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο, Κ.Π.Ε.-Ι.Π.Α.

<sup>38</sup> Τσουκαλάς, Κ. (1986): Κράτος, Κοινωνία, Εργασία στη Μεταπολεμική Ελλάδα, Αθήνα, Θεμέλιο.

<sup>39</sup> Doeriger, P. & Piore, M. (1981): Internal Labour Markets and Manpower Analysis, Lexington Mass: D.C. Heath, p. 1-5.

συμπεριφοράς παρά με τις απαιτούμενες εξειδικεύσεις και δεξιότητες που απαιτεί η τεχνική διαδικασία της παραγωγής<sup>40</sup>.

2) Τη δράση των εργατικών συνδικάτων με βάση την πολιτική της περιφρούρησης των 'κεκτημένων' των μελών τους<sup>41</sup>.

3) Τις πολιτικές του κράτους με τις δεδομένες ρυθμίσεις και θεσμοθέτηση κανόνων που συμβάλλουν στη διαιώνιση και αναπαραγωγή του όλου συστήματος ιεραρχίας<sup>42</sup>.

Σε ότι αφορά τις δευτερεύουσες απασχολήσεις, σε κάποιο βαθμό λειτουργούν ξεκομμένες από την υπόλοιπη αγορά. Όμως σε περιόδους κατά τις οποίες επιτυγχάνονται ικανοποιητικοί ρυθμοί συσσώρευσης του κεφαλαίου, παρατηρείται έντονη κινητικότητα από τις υποβαθμισμένες απασχολήσεις του δευτερεύοντα τομέα στις 'καλές' θέσεις του πρωτεύοντα. Το αντίθετο, αλλά σε πιο περιορισμένο βαθμό, συμβαίνει στις περιόδους οικονομικής στασιμότητας: μετακινήσεις εργαζομένων από την πρωτεύουσα προς τη δευτερεύουσα αγορά, αλλά και από τις δύο προς την ανεργία και την αεργία.

Συνοψίζοντας όλα τα παραπάνω μπορούμε να επισημάνουμε τα ακόλουθα:

**Πρώτον**, η ζήτηση εργασίας αναφέρεται στις διαθέσιμες απασχολήσεις, οι οποίες αρθρώνονται ιεραρχικά.

**Δεύτερον**, ο προσδιορισμός της ιεραρχίας έχει σχέση με το γραφειοκρατικό έλεγχο της διαδικασίας της παραγωγής και ταυτόχρονα με το βαθμό σύνθεσης των απασχολήσεων.

**Τρίτον**, οι εσωτερικές αγορές εργασίας προστατεύουν τα μέλη τους από τον ευρύτερο ανταγωνισμό, με αποτέλεσμα η πρόσβαση των μελών του 'πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας' σε αυτές να είναι δυσχερής.

---

<sup>40</sup> Edwards, R. (1989): Contested Terrain: The Transformation of the Workplace in the Twentieth Century, N.Y. Basic Books, p.200.

<sup>41</sup> Rubery, J. (1988): Structured Labour Markets, Worker Organization and Low Pay, Cambridge Journal of Economics, Vol.2.

<sup>42</sup> Offe, K. (1985): The Political Economy of the Labour Market, Cambridge, Polity Press, p.18.

**Τέταρτον**, ενώ σε περιόδους οικονομικής ανάκαμψης διαμορφώνεται μια ροή προς τις πρωτεύουσες απασχολήσεις, σε περιόδους οικονομικής στασιμότητας παρατηρείται 'έξοδος' προς τις περιθωριακές απασχολήσεις, όπως επίσης προς την ανεργία και την αεργία.

### **1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΥΖΕΥΞΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΑΙ ΖΗΤΗΣΗ**

Προκειμένου να αποδώσουμε καλύτερα την έννοια της σύζευξης μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, θα προβούμε στην παρουσίαση ενός υποδείγματος σύζευξης, έτσι ώστε να αποκαλυφθούν οι όροι κάτω από τους οποίους συντελείται η διαδικασία κάλυψης των θέσεων από τον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας.

Θεωρούμε λοιπόν ότι αυτή τη στιγμή όλες οι θέσεις απασχόλησης ήταν ανοιχτές και διαθέσιμες σε ολόκληρο τον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας. Υποθέτουμε δηλαδή ότι:

- α) όλες οι θέσεις εργασίας είναι κενές, άρα κανένα άτομο από τον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας δεν ανήκει στην κατηγορία 'εργαζόμενοι',
- β) όλοι οι ικανοί προς εργασία που ανήκουν στον 'πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας' έχουν δικαίωμα να θέσουν υποψηφιότητα για να διεκδικήσουν κάποια θέση,
- γ) όλοι οι φορείς (π.χ. κράτος, συνδικάτα), οι θεσμοί και οι διαμορφωμένες ιδεολογίες εξακολουθούν να λειτουργούν.

Το πρόβλημα που πρέπει να επιλυθεί αφορά τη διαδικασία μέσω της οποίας τα άτομα που αποτελούν τον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας θα επιλεγούν ώστε να καταλάβουν τις συγκεκριμένες θέσεις απασχόλησης και επιπλέον ποιοι από αυτούς θα καταλάβουν τις 'καλές' θέσεις εργασίας και ποιες θέσεις εργασίας του δευτερεύοντα τομέα της αγοράς. Μπαίνουμε, δηλαδή, σε μια λογική διακριτικής μεταχείρισης του πληθυσμού εργάσιμης ηλικίας. Η διάκριση αυτή έχει σοβαρές επιπτώσεις για τους εξής λόγους:

1. Άλλοι από αυτούς θα μείνουν χωρίς καθόλου εργασία, παρότι θέλουν να εργαστούν
2. Άλλοι από αυτούς θα αναγκαστούν να κάνουν κάποια εργασία χωρίς αμοιβή
3. Άλλοι από αυτούς θα μπουν στο περιθώριο ως άεργοι

4. Άλλοι θα καταλάβουν θέσεις εργασίας στο δευτερεύοντα τομέα και
5. Άλλοι θέσεις εργασίας στον πρωτεύοντα δομημένο τομέα.

Όπως γίνεται αντιληπτό, λοιπόν, το πρόβλημα το οποίο μπαίνει στους ιδιωτικούς και κρατικούς επιχειρηματικούς φορείς είναι ο τρόπος με τον οποίο θα επιλέξουν τους ανθρώπους που θα καταλάβουν τις διάφορες θέσεις απασχόλησης.

Το ερώτημα όμως είναι αν όντως είναι πράγματι σημείο εκκίνησης μηδενικής βάσης και η απάντηση που δίνεται είναι σαφώς αρνητική, διότι η κοινωνία φέρει την ιστορία της και ως τέτοια φέρει όλες τις ιδεολογίες και τα πλέγματα των κοινωνικών-ανθρωπίνων σχέσεων όπως έχουν διαμορφωθεί ιστορικά<sup>43</sup>. Έτσι, το κράτος εξακολουθεί να λειτουργεί (ιδιοτελώς και πελατειακά ίσως) και να δαιμονίζει και να υποστηρίζει την κατάτμηση, τα εργατικά συνδικάτα εξακολουθούν να λειτουργούν (ιδιοτελώς και συντεχνιακά ίσως) και να περιφρουρούν απεγνωσμένα τα κεκτημένα των μελών τους<sup>44</sup>, οι εκπαιδευτικοί μηχανισμοί εξακολουθούν να λειτουργούν (ιδιοτελώς και αποκομμένοι πάντοτε από τις απαιτήσεις της παραγωγής), οι ιδεολογίες των διακρίσεων εξακολουθούν να υφίστανται δαιμονιζόμενες και αναπαραγόμενες (ιδιοτελώς και ακόμα πιο πολωτικές, ίσως, δεδομένου ότι το κλίμα θα είναι έντονα ανταγωνιστικό) και η κοινωνικοοικονομική προέλευση θα εξακολουθεί να παίζει το ρόλο της (κυρίαρχο ίσως και με ιδιαίτερη ιδιοτέλεια) στη διαδικασία της πρόσληψης)<sup>45</sup>.

Όπως λέει και ο Σακέλλης<sup>46</sup>: «Οι συγκεκριμένες παραγωγικές σχέσεις της κατάτμησης της εργατικής τάξης και ο τρόπος οργάνωσης της εργασίας στις σύγχρονες μεγάλες επιχειρήσεις προήλθε από την ιστορική αναμέτρηση των καπιταλιστών και των εργαζομένων. Στις αναμετρήσεις αυτές, τους εργαζομένους εκπροσωπούν τα στελέχη των οργανώσεών τους που είναι σε θέση να επιβάλουν την ιδεολογία τους στα μέλη της οργάνωσής τους γιατί διαθέτουν την απαιτούμενη συνδικαλιστική πείρα και τεχνική.

---

<sup>43</sup> Ψυρούκης, Ν. (1985): Ιστορία της Σύγχρονης Ελλάδας, Τόμος Β', Αθήνα, Επικαιρότητα.

<sup>44</sup> Φακιολά, Ρ. (1988): Ο Εργατικός Συνδικαλισμός στην Ελλάδα, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήσης.

<sup>45</sup> Ψυρούκης, Ν. (1985): Ιστορία της Σύγχρονης Ελλάδας, Τόμος Β', Αθήνα, Επικαιρότητα.

<sup>46</sup> Σακέλλης, Γ. (1985): Εσωτερικές Αγορές Εργασίας, Έλεγχος της Παραγωγικής Διαδικασίας και Εργατικά Συνδικάτα, Ο Πολίτης, Τεύχος 69-70, Οκτώβριος, σελ. 31.

Ο Michels<sup>47</sup> δίνει έμφαση στις συνθήκες μέσα στις οποίες αναπτύσσεται η προσωπικότητα των συνδικαλιστικών στελεχών που κατά κανόνα κατέχουν μόνιμες θέσεις στη συνδικαλιστική οργάνωση. Καθώς είναι ψηλά στην ιεραρχία της οργάνωσης, τα στελέχη αποκτούν μια τέτοια κοινωνική υπόσταση, ώστε η ιδεολογία τους να συμβαδίζει με την ιδεολογία των συμφερόντων των εργοδοτών. «Προσπαθώντας να ικανοποιήσουν στενά συντεχνιακά συμφέροντα που ανήκουν στο οικονομικό επίπεδο δράσης, παρασύρουν ολόκληρη την οργάνωση σε μια ιδεολογική εκτροπή που σχετίζεται με τη διάσπαση του συνασπισμού της μάζας των εργαζομένων»<sup>48</sup>.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες μπορεί να σημειωθούν απλές αλλαγές προσώπων στην απασχόληση, αλλά επί της ουσίας δεν θα αλλάξει τίποτα. Για παράδειγμα, το βάρος της ανεργίας θα φέρουν πάλι οι γυναίκες και οι νέοι, οι εσωτερικές αγορές εργασίας θα επαναπροσλάβουν τα μέλη τους είτε υπό την πίεση των εργατικών συνδικάτων είτε με κρατικές προσλήψεις πελατειακού χαρακτήρα, ενώ οι κατά φύλο διαφορετικοί κοινωνικοί ρόλοι θα παραμείνουν ως έχουν και άρα οι άεργοι ή οι καλυμμένοι άνεργοι θα είναι στην μεγάλη πλειοψηφία τους γυναίκες.

Το όλο υπόδειγμα, λοιπόν, υπαγορεύει ότι η διαδικασία σύζευξης της προσφοράς και ζήτησης της αγοράς εργασίας αφορά ολόκληρο το πλέγμα των σχέσεων που προσδιορίζουν την κοινωνική δομή της συσσώρευσης του κεφαλαίου και τον αναπαραγωγικό της χαρακτήρα.

---

<sup>47</sup> Rosen, S. (1995): Trade Union Power, Threat Effects and the Extent of Organization, Review of Economic Studies, Vol. 36, pp. 185-196.

<sup>48</sup> Rosen, S. (1995): Trade Union Power, Threat Effects and the Extent of Organization, Review of Economic Studies, Vol. 36, p. 188.



## 1.6 ΑΙΤΙΑ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

### Ανεργία Τριβής

Η **ανεργία τριβής** οφείλεται στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί, καθώς ένας εργαζόμενος μετακινείται από μια δουλειά σε μια άλλη. Η μετάβαση από την μια θέση εργασίας στην άλλη απαιτεί χρόνο, καθώς δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση για τις διαθέσιμες θέσεις εργασίας. Επομένως, σε κάθε χρονική στιγμή θα υπάρχει ένας αριθμός ανέργων, των οποίων η ανεργία θα οφείλεται στο γεγονός ότι η εγκατάλειψη της μιας δουλειάς και η ανεύρεση της επόμενης δεν γίνεται αστραπιαία (Δεδουσόπουλος, 2001).

Το μέγεθος της ανεργίας τριβής εξαρτάται από τον αριθμό των ανέργων που βρίσκονται σε φάση μετάβασης από τη μία εργασία στην άλλη και από το μέσο χρόνο που διαρκεί η περίοδος ανεύρεσης της νέας εργασίας (Σακέλλης, 1995).

Επίσης ο χρόνος που διαρκεί η αναζήτηση της νέας εργασίας εξαρτάται από τις κυκλικές διακυμάνσεις, καθώς μειώνεται στην περίοδο άνθισης, όταν οι θέσεις απασχόλησης που είναι διαθέσιμες αυξάνονται, και αυξάνεται στην περίοδο της ύφεσης, όταν οι διαθέσιμες θέσεις εργασίας σπανίζουν και ο εντοπισμός τους από τους άνεργους γίνεται δυσκολότερος. Επομένως ο αριθμός των ανέργων με ανεργία τριβής και ο μέσος χρόνος διάρκειας της ανεργίας τριβής ακολουθούν αντιθετικές κατευθύνσεις κατά την περίοδο του οικονομικού κύκλου. Η αντιθετική αυτή συμπεριφορά όμως κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου θεωρούνται συχνά ότι αλληλοεξουδετερώνονται αφήνοντας το επίπεδο ανεργίας τριβής σταθερό.

Πέραν όμως από τις περιοδικές κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας η ανεργία τριβής εξαρτάται και από δομικούς παράγοντες όπως (Δεδουσόπουλος, 2000):

- Η διάχυση των πληροφοριών για τις διαθέσιμες κενές θέσεις εργασίας
- Το κόστος απόκτησης τέτοιων πληροφοριών και
- Η διαθεσιμότητα των επιδομάτων ανεργίας και συμπληρωματικής οικονομικής βοήθειας προς τους άνεργους.

## **Διαρθρωτική Ανεργία**

Η **διαρθρωτική ανεργία** οφείλεται στις αλλαγές που συμβαίνουν στην διάρθρωση της *ζήτησης για εργασία* (McConnell and Brue, 1991:134). Έτσι, δημιουργείται μια αναντιστοιχία μεταξύ εργασιακών δεξιοτήτων και προσόντων που απαιτούν οι διαθέσιμες θέσεις εργασίας στην οικονομία και των αντίστοιχων προσόντων και δεξιοτήτων που διαθέτουν οι άνεργοι προκειμένου να πληρώσουν αυτές τις θέσεις εργασίας. Συνεπώς η διαρθρωτική ανεργία, όπως και η ανεργία τριβής, προϋποθέτει ύπαρξη κενών θέσεων εργασίας, για τις οποίες όμως υπάρχει αδυναμία πλήρωσης των από την πλευρά των ανέργων εξαιτίας των ελλειπών προσόντων-δεξιοτήτων αυτών.

Συνήθως η διαρθρωτική ανεργία εκφράζεται με τη συγκέντρωση της ανεργίας σε συγκεκριμένες ομάδες του εργατικού δυναμικού: παραδείγματος χάρη, στους εργαζόμενους ενός κλάδου ή μιας ειδικότητας ή στους εργαζόμενους μιας γεωγραφικής περιοχής που συγκεντρώνει υψηλό ποσοστό απασχόλησης σε κλάδους που φθίνουν ή που αλλάζουν τόπο εγκατάστασης (Δεδουσόπουλος, 2001).

### **Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Διαρθρωτικής Ανεργίας**

Η *διαρθρωτική ανεργία* οφείλεται στις αλλαγές που συμβαίνουν στην διάρθρωση της *ζήτησης για εργασία*. Τι προκαλεί όμως αλλαγές στην διάρθρωση της ζήτησης εργασίας; Μερικοί από τους παράγοντες που προκαλούν την αλλαγή στην διάρθρωση της ζήτησης για εργασία είναι οι ακόλουθοι

- Αλλαγές στην διάρθρωση της καταναλωτικής ζήτησης
- Αλλαγές της τεχνολογίας
- Οργανωτικές μεταβολές που ακολουθούν οι επιχειρήσεις
- Μεταβολές στη γεωγραφική κατανομή των επιχειρήσεων και της παραγωγής.

Οι αλλαγές στην διάρθρωση της καταναλωτικής ζήτησης σημαίνει ότι η ζήτηση για τα προϊόντα ενός κλάδου αυξάνεται, ενώ μειώνεται για τα προϊόντα κάποιου άλλου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να προκληθεί ανεργία στους κλάδους, των οποίων τα προϊόντα πλήττονται από την έλλειψη της ζήτησης.

Αλλαγές στην τεχνολογία, έχουν ως αποτέλεσμα την μείωση της συμμετοχής ανειδίκευτων εργατών στην παραγωγική διαδικασία και την αύξηση της συμμετοχής των ειδικευμένων.

Ωστόσο, σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι απόψεις δίστανται όσον αφορά τον ρόλο της τεχνολογίας στην ανεργία. Υπάρχει η ομάδα εκείνη που υποστηρίζει ότι η ανεργία είναι αποτέλεσμα των ραγδαίων τεχνολογικών καινοτομιών που προσφέρει ο αυτοματισμός, η επέκταση των ηλεκτρονικών υπολογιστών και οι σύγχρονες τηλεπικοινωνίες και υπάρχει και η ομάδα εκείνη που υποστηρίζει ότι οι τεχνολογικές εξελίξεις διαβλέπουν στην απελευθέρωση του ανθρώπου από τα δεσμά και το βάρος της εργασίας.

### **Εποχική Ανεργία**

Η **εποχική ανεργία** οφείλεται στο χαμηλότερο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας που συμβαίνει σε ορισμένους κλάδους της οικονομίας συγκεκριμένες εποχές του χρόνου (Stapsford and Tzannatos, 1993). Η εποχική διακύμανση της οικονομικής δραστηριότητας και, κατά συνέπεια, της απασχόλησης και της ανεργίας, είναι χαρακτηριστικό κλάδων που επηρεάζονται από την εναλλαγή των εποχών και των καιρικών φαινομένων και επαγγελμάτων προσδεμένων με αυτούς τους κλάδους. Χαρακτηριστικά επαγγέλματα που εμφανίζουν εποχική ανεργία είναι τα τουριστικά επαγγέλματα, οι οικοδόμοι, οι εργάτες γης και στην Ελλάδα, κατά την τελευταία δεκαετία, οι αναπληρωτές καθηγητές της μέσης εκπαίδευσης και οι δάσκαλοι.

### **Ανεργία Ελλιπούς Ζήτησης**

Η **ανεργία ελλιπούς ζήτησης** ή κυκλική ανεργία έχει στενά συνδεθεί με την κενυσιανή θεωρία για τη μακροοικονομική ισορροπία στη βραχυχρόνια περίοδο. Η κυκλική ανεργία οφείλεται στην ελλιπή συνολική ζήτηση για προϊόντα, ή οποία προκαλεί μειωμένη ζήτηση για εργασία και επομένως ανεργία. Εξαιτίας της ανεργίας το συνολικό εισόδημα από την εργασία είναι μικρότερο με συνέπεια τη μειωμένη καταναλωτική δαπάνη των ιδιωτών. Έτσι, το οικονομικό σύστημα αναπαράγει τις συνθήκες που δημιουργούν την ανεργία χωρίς να υπάρχει ένας εγγενής μηχανισμός που να επαναφέρει το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και το επίπεδο απασχόλησης στα επίπεδα πλήρους απασχόλησης. Επίσης η ανεργία ελλιπούς

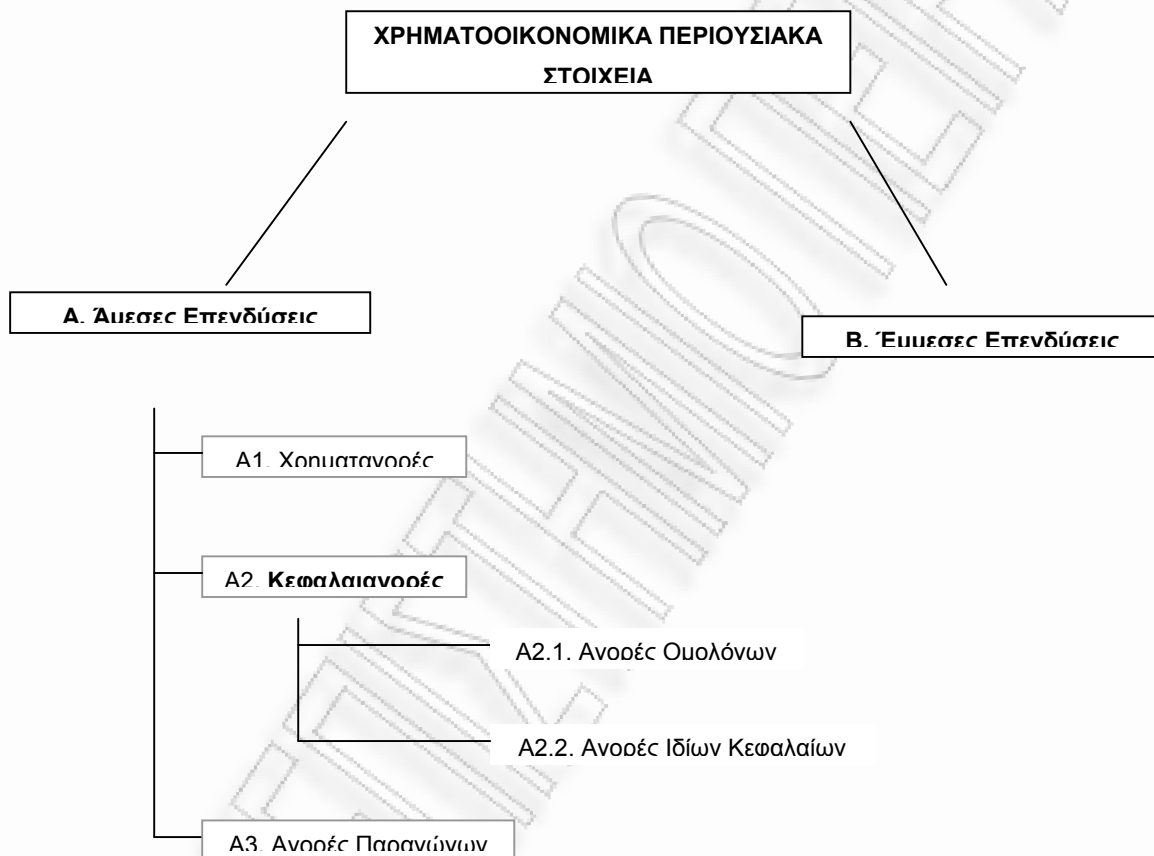
ζήτησης είναι μια μορφή ακουσίας ανεργίας. Ο άνεργος παραμένει άνεργος παρά την επιθυμία του να εργαστεί.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Η διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών μιας σύγχρονης οικονομίας, στις οποίες διαπραγματεύονται χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (financial assets), παρουσιάζεται στο ακόλουθο σχήμα <sup>49</sup>



**Σχήμα 2-1:** Η Διάρθρωση των Χρηματοπιστωτικών Αγορών μιας Αναπτυσσόμενης Χώρας

Οι άμεσες επενδύσεις διενεργούνται είτε στις χρηματαγορές, είτε στις κεφαλαιαγορές, είτε στις αγορές παραγώνων. Η βασική διαφορά μεταξύ χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών έγκειται στο ότι στην μεν πρώτη

<sup>49</sup> Elton, E. and Gruber, M. (1995). Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons.

διαπραγματεύονται τίτλοι με διάρκεια μικρότερη του έτους, στην δε δεύτερη τίτλοι με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους.

Συγκεκριμένα, στην χρηματαγορά διαπραγματεύονται τίτλοι μικρής διάρκειας με μεγάλη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα, όπως είναι οι ακόλουθοι

- Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου
- Πιστοποιητικά Καταθέσεων
- Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα Εταιριών (Commercial Paper)
- Τραπεζική Συναλλαγματική (Banker's Acceptances)
- Repos

Στην πρωτογενή αγορά (Primary Market) διατίθενται από τις επενδυτικές τράπεζες νέες εκδόσεις τίτλων (μικρής ή μεγάλης διάρκειας) στο επενδυτικό κοινό. Υπάρχουν δύο τύποι πρωτογενών εκδόσεων (συναντάται κυρίως σε μετοχές): (α) τα Initial Public Offerings (IPOs), όπου η γίνεται για πρώτη φορά διάθεση τίτλων στο επενδυτικό κοινό, και (β) τα Seasoned New Issues, όπου γίνεται επανέκδοση τίτλων που ήδη έχουν εκδοθεί. Μία άλλη διάκριση πρωτογενών εκδόσεων αφορά στους αποδέκτες των εκδόσεων και έχει επίσης δύο τύπους.

Ο πρώτος τύπος αφορά στην δημόσια προσφορά (Public Offering), κατά την οποία γίνεται διάθεση των τίτλων σε μεγάλο αριθμό επενδυτών. Κατόπιν, οι τίτλοι της δημόσιας προσφοράς διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά. Ο δεύτερος τύπος αφορά στην **ιδιωτική τοποθέτηση** (Private Placement), κατά την οποία γίνεται διάθεση των τίτλων σε λίγους, κατά κανόνα θεσμικούς, επενδυτές. Οι δια ιδιωτικής τοποθέτησεως προσφερόμενοι τίτλοι δεν έχουν μεγάλη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα και διακρατούνται ως την λήξη τους.

## 2.2 ENNOΙΑ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Στην περίπτωση κατά την οποία μια εταιρία αποφασίσει να αντλήσει κεφάλαια είτε με έκδοση εταιρικών ομολόγων είτε με έκδοση νέων μετοχών, τότε θα πρέπει να απευθυνθεί στην Κεφαλαιαγορά, ή, όπως αλλιώς λέγεται, στο Χρηματιστήριο. Τα χρηματιστήρια αξιών (κεφαλαιαγορές) αποτελούν μηχανισμούς διοχέτευσης κεφαλαίων μακράς διάρκειας στις εταιρίες, δίδοντας τους την δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της (έκδοσης και) πώλησης νέων μετοχών και ομολογιών.

Κάθε επιχείρηση έχει αναπτυξιακά σχέδια, τα οποία επιδιώκει να υλοποιήσει προκειμένου να επεκταθεί και να εδραιώσει την παρουσία της στον οικονομικό τομέα δραστηριοποίησής της. Για να υλοποιήσει η επιχείρηση τα αναπτυξιακά αυτά σχέδια, χρειάζεται κεφάλαια, τα οποία μπορεί να αντλήσει με τους εξής τέσσερις εναλλακτικούς τρόπους:

1. **Παρακρατηθέντα κέρδη:** τα παρακρατηθέντα κέρδη (retained earnings) αποτελούν την πηγή κεφαλαίων με το φθηνότερο κόστος για την εταιρία. Οι επενδυτές στερούνται τα μερίσματα που θα ελάμβαναν, με αντάλλαγμα τη συμμετοχή τους στα αυξημένα κέρδη της εταιρίας, στην περίπτωση κατά την οποία οι υπό των παρακρατηθέντων κερδών χρηματοδοτούμενες επενδύσεις αυτής αποβούν πετυχημένες.

### 2. Τραπεζικός Δανεισμός

3. **Έκδοση Εταιρικών Ομολόγων:** η έκδοση εταιρικών ομολόγων (corporate bonds) και ο τραπεζικός δανεισμός έχουν άμεσο αντίκτυπο στα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρίας καθώς αυτή αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει τόκους, στη περίπτωση δε της έκδοσης ομολόγων πρέπει να επωμιστεί και τα έξοδα της έκδοσης τους, τα οποία δεν είναι πάντοτε αμελητέα. Από την άλλη, τα αυξημένα έξοδα από τους τόκους αντισταθμίζονται, εν μέρει, από τους μειωμένους φόρους.

4. **Έκδοση Νέων Μετοχών:** η έκδοση μετοχών δεν συνεπάγεται πρόσθετα οικονομικά βάρη για την εταιρία, εκτός από τα έξοδα έκδοσης, τα οποία όμως επωμίζονται οι επενδυτές οι οποίοι καλούνται, να συμμετάσχουν στην αύξηση. Υπάρχει όμως ο κίνδυνος οι επενδυτές, να διαφωνούν με την αύξηση κεφαλαίου

οπότε η εταιρία δεν θα είναι σε θέση να συγκεντρώσει τα κεφάλαια που επιθυμεί.

Η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών και η ρευστότητα που διασφαλίζουν σε αυτούς οι οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, τους ενθαρρύνουν να μετέχουν στις εκδόσεις εταιρικών ομολόγων και νέων μετοχών. Έτσι, η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων μπορεί να αριστοποιηθεί όσο αφορά τη συμμετοχή ιδίων και ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών πόρων.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς δεν επιφέρει μια απλή μεταφορά αποταμιεύσεων από τους αποταμιευτές στην παραγωγή, αλλά μια επιλεκτική διοχέτευση των κεφαλαίων αυτών. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές προτιμούν τους τίτλους των επιχειρήσεων που πείθουν ότι έχουν καλές προοπτικές, και ως εκ τούτου η προτίμησή τους αυτή, όμως, δίνει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις της πιο πάνω κατηγορίας να αντλήσουν με σχετική ευκολία τα κεφάλαια που τους χρειάζονται, πουλώντας νέες μετοχές ή ομολογίες. Με άλλα λόγια, η κεφαλαιαγορά ενισχύει τις επιχειρηματικές προσπάθειες που είναι καλά οργανωμένες και αναπτύσσονται σε δυναμικούς τομείς (αλλιώς δε θα είχαν καλές προοπτικές). Κατά συνέπεια, μέσα από το μηχανισμό αυτό ευνοούνται οι δραστηριότητες που συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη.

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) λειτουργούν η **Αγορά Αξιών** και η **Αγορά Παραγώγων**, στις οποίες οι αγοραστές και οι πωλητές διαπραγματεύονται:

- Χρεόγραφα (μετοχές, δικαιώματα και ομόλογα) που εκδόθηκαν από τις επιχειρήσεις για τη χρηματοδότησή τους
- Ομόλογα του Δημοσίου
- Παράγωγα

Τα **εταιρικά χρεόγραφα** διαπραγματεύονται στις (α) στην Κύρια Αγορά, (β) στην Παράλληλη Αγορά, (γ) στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA), και (δ) στην Αγορά Ομολόγων<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών (2003). ΟΑΣΗΣ. Η Αγορά και το Σύστημα. Αθήνα: έκδοση 1.72



Επειδή οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών των εταιρειών στην Κύρια Αγορά είναι αυστηρές και οι μικρότερες εταιρείες δεν τις πληρούν, έχει θεσπιστεί και η λειτουργία της Παράλληλης Αγοράς,. Η **Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA)**, συστάθηκε με το νόμο 2733/99 και ξεκίνησε τη λειτουργία της το Μάρτιο του 2001 με την εισαγωγή της πρώτης εταιρίας (Unibrain) για διαπραγμάτευση. Η NEXA ιδρύθηκε με σκοπό την εισαγωγή στην αγορά κεφαλαίου, μετοχών μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιριών που δεν πληρούν τα κριτήρια για εισαγωγή στη Κύρια ή στη Παράλληλη αγορά.

Τα εταιρικά χρεόγραφα που γίνονται αντικείμενα συναλλαγής στο Χρηματιστήριο, είναι είτε νέα, δηλαδή εκδιδόμενα για πρώτη φορά, είτε παλαιά, δηλαδή εκδοθέντα κατά το παρελθόν. Στην πρώτη περίπτωση, πωλητές είναι οι εταιρίες, οι οποίες επιθυμούν να χρηματοδοτηθούν άμεσα από τους αποταμιευτές με δανειακά κεφάλαια (έκδοση ομολογιών) ή ίδια κεφάλαια (έκδοση μετοχών). Οι συναλλαγές επί των τίτλων αυτών συνιστούν την **Πρωτογενή Αγορά**.

Από την άλλη πλευρά, οι πράξεις επί παλαιών εταιρικών χρεογράφων πραγματοποιούνται μεταξύ επενδυτών (οι τίτλοι “αλλάζουν χέρια”) και συνιστούν την **Δευτερογενή Αγορά**. Η δευτερογενής αγορά δίνει την ευχέρεια στους επενδυτές να ρευστοποιήσουν τους τίτλους τους, να επενδύσουν σε συνδυασμό τίτλων, και να αλλάξουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους. Έτσι, οι επενδυτές, ενθαρρύνονται να επενδύσουν στην πρωτογενή αγορά αφού δεν είναι υποχρεωμένοι να δεσμεύουν τα επενδυόμενα κεφάλαιά τους για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Συνεπώς, η Κύρια Αγορά, η Παράλληλη Αγορά, και NEXA δύναται να λάβουν είτε πρωτογενή είτε δευτερογενή μορφή αναλόγως με το εάν οι υπό διαπραγμάτευση μετοχές είναι νέοεκδοθείσες ή παλαιές.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών (**ΧΑ**) εποπτεύεται από το υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και διοικείται από 9-μελές διοικητικό συμβούλιο με τριετή θητεία. Μερικές από τις βασικές αρμοδιότητες του Δ.Σ. είναι οι ακόλουθες (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2003:22):

- Η εποπτεία της ομαλής εκτέλεσης των εργασιών
- Η διοίκηση του ΧΑ και η διαχείριση της περιουσίας του

- Η άσκηση πειθαρχικής εξουσίας στα μέλη του ΧΑ
- Να αποφασίζει για την εισαγωγή μετοχών των ενδιαφερομένων Α.Ε. στο ΧΑ
- Να γνωμοδοτεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη διαγραφή επιχειρήσεων από το ΧΑ
- Αποφασίζει για τη διακοπή της διαπραγμάτευσης μιας μετοχής

Η **Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς** (ΕΚ) υπάγεται στο ΥΠΕΘΟ της οποίας τα μέλη και ο Πρόεδρος ορίζονται από αυτό. Η ΕΚ εποπτεύει μια σειρά λειτουργίες και γνωμοδοτεί προς το ΥΠΕΘΟ για όλα τα ζητήματα που αφορούν τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Μερικές από τις βασικές αρμοδιότητες της

ΕΚ είναι :<sup>51</sup>

- Παρέχει τη σύμφωνη γνώμη για την αναστολή της διαπραγμάτευσης μιας μετοχής
- Αποφασίζει έπειτα από πρόταση του ΔΣ τη διαγραφή μιας εταιρείας από το ΧΑ
- Χορηγεί άδεια σύστασης χρηματιστηριακής εταιρείας
- Διορίζει τους χρηματιστές εφόσον πληρούν τα απαιτούμενα προσόντα
- Εγκρίνει το διορισμό των χρηματιστηριακών εκπροσώπων
- Ελέγχει τα βιβλία και στοιχεία που τηρούν το ΧΑ, τα μέλη του και οι εισηγμένες επιχειρήσεις

**Μέλη** του Χρηματιστηρίου είναι οι *Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες* και οι *ΑΧΕΠΕΥ*<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών (2003). ΟΑΣΗΣ. Η Αγορά και το Σύστημα. Αθήνα: έκδοση 1.72

<sup>52</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών (2003). ΟΑΣΗΣ. Η Αγορά και το Σύστημα. Αθήνα: έκδοση 1.72

- **Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (ΑΧΕ):** οι ΑΧΕ έχουν δικαίωμα να πραγματοποιούν χρηματιστηριακές συναλλαγές, έχοντας ως έργο την συγκέντρωση των εντολών των επενδυτών και την εκτέλεσή τους μετά από διαπραγμάτευση με αντισυμβαλλόμενες ΑΧΕ. Η αμοιβή τους για την εργασία αυτή υπολογίζεται συνήθως ως ποσοστό επί της αξίας της αγοράς ή πώλησης που πραγματοποιούν. Κάθε επενδυτής έχοντας επιλέξει ελεύθερα την ΑΧΕ, η οποία θα υλοποιήσει τις εντολές του, είτε θα εξοφλήσει άμεσα το σχετικό τίμημα που ενέχει η εκτέλεση της εντολή τους είτε θα καλύψει το κόστος της εντολή τους χρηματοδοτούμενος από τις διαμεσολαβούσες ΑΧΕ με τη μέθοδο του «λογαριασμού περιθωρίου».
- **ΑΧΕΠΕΥ:** οι ΑΧΕΠΕΥ προσφέρουν τις υπηρεσίες των ΑΧΕ και των ΕΠΕΥ (**Εταιρίες Επενδυτικών Υπηρεσιών**). Οι τελευταίες έχουν το δικαίωμα να προσφέρουν επενδυτικές υπηρεσίες (π.χ. διαχείριση χαρτοφυλακίου) αλλά δεν αποτελούν μέλη του χρηματιστηρίου.

Κάθε μέλος πρέπει να προσλάβει (με σχέση εξαρτημένης εργασίας αορίστου χρόνου) έναν τουλάχιστον **Χρηματιστηριακό Εκπρόσωπο**, ο οποίος διαθέτει την αντίστοιχη πιστοποίηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία εγκρίνει επίσης τον διορισμό του. Ο Χρηματιστηριακός Εκπρόσωπος υποχρεούται να παρευρίσκεται στα γραφεία του μέλους καθ' όλη τη διάρκεια της συνεδρίασης του Χ.Α., ακόμη δε να παρέχει στο Χ.Α. ή στην αρμόδια εποπτική αρχή οποιαδήποτε πληροφορία ή στοιχεία του ζητηθούν σε σχέση με τις συναλλαγές που διενεργεί το Μέλος.

Τα πρόσωπα που βοηθούν τους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους στην καθημερινή λειτουργία τους ονομάζονται **αντικρυστές** και έχουν το δικαίωμα να προβαίνουν στην εισαγωγή εντολών για κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης, σύμφωνα με τις οδηγίες του Χρηματιστηριακού Εκπροσώπου. Στους αντικρυστές δεν επιτρέπεται η πραγματοποίηση συναλλαγών για τον εαυτό τους.

Το **Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ)** αναλαμβάνει την εκκαθάριση και παράδοση των τίτλων. Με την εγκατάσταση του **Συστήματος Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ)**, και την

ολοκλήρωση της αποϋλοποίησης το 1999, σταμάτησαν οι συναλλαγές σε Αποθετήριους τίτλους, και η διαχείριση τους γίνεται ηλεκτρονικά, απλοποιώντας τις διαδικασίες, μειώνοντας το κόστος φύλαξης και μεταβίβασης και εκμηδενίζοντας τη πιθανότητα απώλειας.

### **2.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ**

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

Ιστορικά, τα Χρηματιστήρια προέκυψαν μέσα από την ανάγκη ανταλλαγής αγαθών και εμπορευμάτων στις πρώτες οικονομίες αλλά και αγροτικές κοινωνίες της Ευρώπης.

Αντίθετα, σε χώρες με πλουτοπαραγωγικούς πόρους, όπως στον Καναδά και την Αφρική, η εμπορία μεταλλευμάτων στάθηκε ως αφορμή για την ίδρυση χρηματιστηρίων.

Η πρώτη γαλλική χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να λειτουργούσε άτυπα ακόμη και από το 12<sup>ο</sup> αιώνα, με αντικείμενο συναλλαγών τα κυβερνητικά τραπεζογραμμάτια. Με παρόμοιο τρόπο εμφανίσθηκαν οι πρώτες αφανείς αγορές στην Ευρώπη, στη θέση περιοχών όπου ανθούσε το εμπόριο αλλά και υπήρχε οικονομική πρόοδος, όπως τις χώρες της Ολλανδίας, της Βρετανίας, της Δανίας και της Γερμανίας. Παράλληλα η ανάπτυξη του εμπορίου οδήγησε στην ίδρυση τραπεζών και ασφαλιστικών εταιριών των οποίων οι μετοχές ήταν από τις πρώτες που διαπραγματεύθηκαν στις ιδρυόμενες αγορές.

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

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

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

Σημαντικό ρόλο στην πορεία του θεσμού του Χρηματιστηρίου σε διεθνές επίπεδο έπαιξε η τεχνολογική πρόοδος σε επίπεδο μέσων επικοινωνίας. Πιο συγκεκριμένα, ασύλληπτη για την εποχή της, ήταν η επίδραση του τηλέγραφου στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και της Νέας Ορλεάνης από τη δεκαετία του 1840 (μειώθηκαν τα

κόστη της ενημέρωσης των επενδυτών για τις τιμές και αρκετές μετοχές εισήχθησαν ταυτόχρονα και στις δύο αγορές).

Επίσης, η πρώτη υπερατλαντική καλωδιακή σύνδεση μεταξύ των πόλεων Ν. Υόρκης και Λονδίνου, καταρχήν στις αγορές ομολόγων, έγραψε τη δική της ιστορία το έτος 1866. Πριν από εκείνη την ημερομηνία, επενδυτές έκαναν ουσιαστικά πράξεις στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, σε τιμές που δεν γνώριζαν, καθώς απαιτούνταν 3 εβδομάδες – όσο δηλαδή το πέρασμα με πλοίο του ωκεανού – για να μάθουν τις τιμές της άλλης αγοράς. Σε αυτά τα διαστήματα, οι αγορές χαρακτηρίζονταν από σημαντικές ευκαιρίες αρμπιτράζ.

Βέβαια εκείνη η εποχή ήταν εξαιρετικά σημαντική και για άλλους λόγους. Για αρκετούς ιστορικούς η πρώτη μορφή της παγκόσμιας αγοράς αγαθών και κεφαλαίου αποτυπώθηκε κατά το χρονικό διάστημα 1850-1914. Οι απαιτήσεις πλέον των αγορών αυξάνονταν και εκσυγχρονίζονταν. Τον Απρίλιο του 1920, ιδρύθηκε ο Οργανισμός Εκκαθάρισης του Χρηματιστηρίου της Ν. Υόρκης αποτελώντας το πρότυπο για ανάλογες κινήσεις στις επόμενες δεκαετίες. Παράλληλα, η πρόοδος των οικονομιών και των αγορών κεφαλαίου δημιουργούσε όχι μόνο μητροπολιτικά αλλά και περιφερειακά χρηματιστήρια. Είναι ενδεικτικό ότι σήμερα στη Γαλλία η πλειοψηφία των συναλλαγών λαμβάνει χώρα στο Χρηματιστήριο των Παρισίων, ενώ υπάρχουν και τα χρηματιστήρια στις πόλεις Λυών, Μπορντό, Λιλ, Μαρσαλία, κλπ.

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

οργανισμό υπό την επίβλεψη όμως του Υπουργείου Οικονομικών, ενώ ανάλογες ισορροπίες τηρούνται στη Ζυρίχη αλλά και στη Φρανκφούρτη.

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

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

Σήμερα η μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο εδρεύει στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, του οποίου τα μέλη του περιορίζονται από το 1953 σε 1.366, ενώ μόνο θέση μέλους που εκκενώνεται μπορεί να αποκτηθεί από νέο ενδιαφερόμενο. Το 1997 ήταν το έτος όπου στις 28 Οκτωβρίου πραγματοποιήθηκαν για πρώτη φορά συναλλαγές άνω του 1 δισ. τεμαχίων στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης. Από την άλλη πλευρά, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι σήμερα το μεγαλύτερο βάσει της ποικιλίας αλλά και του αριθμού των χρεογράφων από όλες τις χώρες του κόσμου που διαπραγματεύονται στη συγκεκριμένη αγορά. Τέλος, το διεθνοποιημένο περιβάλλον αλλά και το όραμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης άνοιξε τον 21<sup>ο</sup> αιώνα με τις προσπάθειες των χρηματιστηρίων για την επίτευξη συμμαχιών και ενδυνάμωση του θεσμικού τους ρόλου. Το Euronext (αγορές Παρισιού, Βρυξελών, Άμστερνταμ), το Norex (σκανδιναβικές αγορές), η συνεργασία Nasdaq και Easdaq αποτέλεσαν τα

πρώτα σημεία αναφοράς, ενώ ακόμη και το Χρηματιστήριο του Λονδίνου αποτέλεσε στόχο εξαγοράς στην προσπάθεια να εξασφαλισθεί το απαιτούμενο βάθος των αγορών στις δύσκολες προκλήσεις που έπονται.

#### ΤΑ ΈΤΗ ΊΔΡΥΣΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΤΟΥ ΚΟΣΜΟΥ

Αίγυπτος	1883
Αργεντινή	1854
Αυστραλία	1871
Αυστρία	1771
Βέλγιο	1801
Βενεζουέλα	1947
Βραζιλία	1850
Γαλλία	1861
Γερμανία	1775
Δανία	1808
Ελβετία	1850
Ελλάδα	1876
Ζιμπάμπουε	1946
Η.Π.Α.	1792
Ιαπωνία	1878
Ινδία	1875
Ινδονησία	1912



Ιορδανία	1978
Ιρλανδία	1799
Ισπανία	1831
Ισραήλ	1953
Ιταλία	1808
Καναδάς	1817
Κίνα	1990
Κολομβία	1928
Κορέα	1920
Βρετανία	1802
Μαλαισία	1930
Μαρόκο	1929
Μεξικό	1894
Νέα Ζηλανδία	1872
Νιγηρία	1960
Νορβηγία	1819
Νότια Αφρική	1886
Ολλανδία	1611
Ουγγαρία	1990
Πακιστάν	1947

Περού	1898
Πολωνία	1991
Πορτογαλία	1891
Ρωσία	1990
Σιγκαπούρη	1930
Σουηδία	1776
Σρι Λάνκα	1896
Ταϊβάν	1962
Ταϊλάνδη	1962
Τουρκία	1866
Τσεχία	1993
Φιλιππίνες	1927
Φιλανδία	1912
Χιλή	1892
Χονγκ Κονγκ	1891

#### **2.4.ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΑΓΟΡΟΠΩΛΗΣΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ**

Οι εντολές με βάση την τιμή τους διακρίνονται στις εξής κατηγορίες: (α) ελεύθερη εντολή, (β) Οριακή εντολή, γ) εντολή στην τιμή Ανοίγματος, (δ) εντολή στο κλείσιμο, (ε) ανοιχτή εντολή πώλησης (Short selling), και (στ) Εντολή αγοράς για κλείσιμο θέσης ανοιχτής πώλησης (Short buy) <sup>53</sup>

<sup>53</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών (2007). Κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών. 6<sup>η</sup> Τροποποίηση

## **Ελεύθερη Εντολή**

**Ελεύθερη εντολή** (Market Order - MKT) είναι η εντολή η οποία εισάγεται χωρίς κάποια συγκεκριμένη τιμή. Οι ελεύθερες εντολές είναι δυνατόν να κάνουν πράξεις σε τιμές περισσότερες της μιας εάν ο όγκος της ελεύθερης εντολής είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο της αντίθετης εντολής η οποία εκείνη τη στιγμή διαπραγματεύεται στην καλύτερη τιμή. Στην περίπτωση αυτή, εφόσον αντίθετη εντολή με την καλύτερη τιμή έχει όγκο μικρότερο της ελεύθερης εντολής τότε η τελευταία θα κάνει πράξη με εντολές οι οποίες έχουν χειρότερη τιμή μέχρις ότου όλα τα κομμάτια της ελεύθερης εντολής να αγοραστούν ή να πωληθούν ή μέχρις ότου δεν υπάρχουν άλλες αντίθετες εντολές διαθέσιμες για να κάνουν πράξη με την ελεύθερη εντολή.

## **Οριακή Εντολή**

Η **οριακή εντολή** (Limit Order - LMT) είναι η εντολή η οποία εισάγεται με μια συγκεκριμένη τιμή. Η εν λόγω εντολή έχει προσαρτημένη μία συγκεκριμένη τιμή, η οποία είναι η μέγιστη στην οποία το μέλος είναι διατεθειμένο να αγοράσει, ή η ελάχιστη στην οποία το μέλος είναι διατεθειμένο να πουλήσει. Συνεπώς μια οριακή εντολή διαπραγματεύεται στη συγκεκριμένη τιμή που της έχει προσαρτηθεί ή σε καλύτερη από αυτή. Για τις οριακές εντολές αγοράς ως καλύτερη τιμή (best bid) για τον πωλητή νοείται η υψηλότερη τιμή αγοράς και αντίστοιχα για μία οριακή εντολή πώλησης ως καλύτερη τιμή (best offer) για τον αγοραστή θεωρείται η χαμηλότερη τιμή πώλησης.

## **2.5 Ο ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α**

Όταν μια εταιρία επιθυμεί την έκδοση νέων μετοχών, μπορεί είτε να επιδιώξει την είσοδο την στην Κεφαλαιαγορά με Δημόσια Εγγραφή (Δ.Ε.), δηλαδή με προσφορά των τίτλων της στο ευρύ επενδυτικό κοινό, είτε να προβεί σε ιδιωτική τοποθέτηση των νέων μετοχών, δηλαδή με προσφορά των τίτλων της σε λιγότερο από 35 υποψήφιους αγοραστές<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

Υπάρχουν δυο είδη δημόσιας εγγραφής: (α) δημόσια εγγραφή συνοδευόμενη από την προσφορά μετρητών (cash offer), και (β) η δημόσια προσφορά με την διάθεση δικαιωμάτων προαίρεσης (rights offer). Για μια πρωτοεισαγόμενη εταιρία στο χρηματιστήριο υφίσταται μόνο το πρώτο είδος δημόσιας εγγραφής, καθώς η μετοχής της δεν διαπραγματευόταν προηγουμένως στο χρηματιστήριο.

Όταν η προσφορά μετοχών γίνεται με μετρητά, τότε απαιτείται η ανάμιξη των **αναδόχων** (investment bankers), οι οποίοι (α) αποφασίζουν για την μέθοδο έκδοσης, (β) τιμολογούν τις μετοχές, και (γ) πωλούν τις μετοχές στο επενδυτικό κοινό

<sup>55</sup>

Στην Ελλάδα, οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές εισάγονται στην κεφαλαιαγορά υποχρεούνται να ορίσουν μέλος του χρηματιστηρίου με δικαίωμα παροχής υπηρεσιών αναδόχου ως **Ειδικό Σύμβουλο** (sponsor) της εταιρείας για τα δύο έτη που ακολουθούν την αρχική εισαγωγή στο χρηματιστήριο <sup>56</sup>Είναι σαφές ωστόσο ότι θα πρέπει να υπάρξει διαχωρισμός ρόλων μεταξύ του ειδικού συμβούλου και κυρίου αναδόχου, ώστε να διαφυλαχθεί η ουδετερότητα του συμβούλου έκδοσης από αυτόν του αναδόχου που πολλές φορές έχουν αντίθετες επιδιώξεις.

---

<sup>55</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

<sup>56</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών (2007). Κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών. 6<sup>η</sup> Τροποποίηση

## 2.6 ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΖΗΤΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αποτελεί ένα από τους κρίσιμους παράγοντες για την επιτυχία και βιωσιμότητα τους.<sup>57</sup> Οι πηγές χρηματοδότησης χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες (α) στις εσωτερικές, και (β) στις εξωτερικές πηγές

Οι εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης (internal financing) αφορούν στα παρακρατηθέντα κέρδη (retained earnings) και στις αποσβέσεις.<sup>58</sup>

Η χρησιμοποίηση των εσωτερικών πόρων ως πηγή χρηματοδότησης επιτυγχάνεται με τη βελτιστοποίηση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας, της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της εκμετάλλευσης πλεοναζόντων στοιχείων του ενεργητικού. Η βελτιστοποίηση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας εξυπακούει μείωση του κόστους λειτουργίας και αύξηση της παραγωγικότητας. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται αύξηση της κερδοφορίας, η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως πηγή χρηματοδότησης. Αυτό όμως θα πρέπει να γίνει αποδεκτό από την πλειοψηφία των μετόχων, ούτως ώστε να μην απαιτούν επιπλέον μέρισμα.

Η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί επίσης μία εσωτερική πηγή άντλησης κεφαλαίων. Η βελτίωση της διαχείρισης των χρεωστών, πιστωτών και αποθεμάτων επιφέρει επιπρόσθετα πολλές φορές κεφάλαια για χρηματοδότηση άλλων δραστηριοτήτων. Αυτός ο τρόπος μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα κερδοφορίας αν δε χρησιμοποιηθεί σωστά και με μέτρο, αλλά αποτελεί την πιο φτηνή μέθοδο που κάθε επιχείρηση οφείλει να εκμεταλλευτεί. Τέλος, η εκμετάλλευση πλεοναζόντων στοιχείων ενεργητικού, δηλ. αυτών που δεν χρησιμοποιούνται στις εργασίες ή που έχουν περιορισμένη χρήση, μπορούν να πωληθούν ή να ενοικιαστούν εξασφαλίζοντας επιπλέον κεφάλαια. Θα πρέπει να σημειωθεί πως οι εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης δεν είναι μηδενικού κόστους, αφού στην ουσία αποτελούν επένδυση Ιδίων κεφαλαίων (equity) όπου υπάρχει το κόστος ευκαιρίας

---

<sup>57</sup> Φοραδάρης, Γ. (2006). "Η Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων." PriceWaterHouse Coopers

<sup>58</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

(opportunity cost) για τους μετόχους, οι οποίοι θα μπορούσαν να λαμβάνουν υψηλότερα μερίσματα. Στην πράξη, παρά τη σημασία τους, οι εσωτερικές πηγές άντλησης κεφαλαίων είναι συνήθως περιορισμένες και μη επαρκείς και έτσι οι επιχειρήσεις αναγκάζονται να ψάξουν για εξωτερικές πηγές

Οι βασικές εξωτερικές πηγές άντλησης κεφαλαίων είναι ο Μακροπρόθεσμος Δανεισμός (long-term debt) η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου.<sup>59</sup>

Ο δανεισμός αποτελεί την πιο δημοφιλή μέθοδο άντλησης κεφαλαίων και είναι καταλληλότερος για εταιρείες με αξιόπιστη πορεία αποτελεσμάτων και σταθερές ταμειακές ροές.

Σύμφωνα με τον Φοραδάρη (2006), οι κυριότερες μορφές δανεισμού είναι οι ακόλουθες

- Τα τραπεζικά δάνεια,
- Τα χρεόγραφα (bonds/debentures)
- Τα μετατρέψιμα δάνεια (convertible loans),
- Η εκμίσθωση (leasing)
- Η πώληση και εκμίσθωση (sale and leaseback).

Τα μετατρέψιμα δάνεια δίνουν το δικαίωμα μετατροπής σε μετοχές σε προκαθορισμένο χρόνο και τιμή και είναι αρκετά δημοφιλή γιατί αντισταθμίζουν τις αποκλίνουσες απόψεις δανειστή και δανειζόμενου για το ρίσκο της εταιρείας. Τα οφέλη σε σχέση με τα υπόλοιπα δάνεια είναι πως φέρουν χαμηλότερο επιτόκιο, ενθαρρύνουν πιθανούς επενδυτές (λόγω πιθανότητας μελλοντικής συμμετοχής στην εταιρεία), ενώ αποφεύγονται και τα προβλήματα αποπληρωμής αν τα χρεόγραφα μετατραπούν σε μετοχές.

Η εκμίσθωση (leasing) και η αγορά και εκμίσθωση (sale and leaseback) δεν

---

<sup>59</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

αποτελούν δανεισμό με τη νομική - συμβατική έννοια του όρου αλλά η ουσία (substance) της συναλλαγής είναι η χρηματοδότηση κάποιων επιχειρηματικών έργων. Η Εκμίσθωση αποτελεί μορφή ενοικίου όπου ο εκμισθωτής επιτρέπει στο μισθωτή να χρησιμοποιεί ένα στοιχείο ενεργητικού σε αντάλλαγμα τακτικών πληρωμών σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Χρησιμοποιείται συχνά για χρηματοδότηση εγκαταστάσεων και μηχανημάτων, οχημάτων και εξοπλισμού γραφείων. Η Εκμίσθωση χωρίζεται σε δύο ευρείες κατηγορίες: την Κεφαλαιουχική εκμίσθωση (finance lease) και την Εκμίσθωση εκμετάλλευσης (operating lease) (Φοραδάρη, 2006).

Είναι χρήσιμο να γνωρίζουμε το μέγεθος της χρηματοοικονομικής εξάρτησης μιας εταιρίας, δηλαδή τη συμβολή των δανειακών κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας, για τους ακόλουθους λόγους:

- *Φορολογική Έκπτωση*: η χρήση των δανειακών κεφαλαίων μειώνει την φορολογική επιβάρυνση μιας εταιρίας διότι τα χρηματοοικονομικά έξοδα (οι πληρωμές δηλαδή για την χρήση αυτών των κεφαλαίων) αφαιρούνται από το φορολογητέο εισόδημα της εταιρίας.. Επίσης, η χρηματοδότηση δια δανειακών κεφαλαίων είναι φθηνότερη της αντίστοιχης δια ιδίων κεφαλαίων, καθώς οι δανειστές απαιτούν μικρότερη απόδοση στα κεφάλαια τους από ότι οι κοινοί μέτοχοι μιας εταιρίας.
- *Φθηνή Χρηματοδότηση*: τα δανειακά κεφάλαια αποτελούν εύκολη και κυρίως πηγή χρηματοδότησης για τη διενέργεια επενδύσεων, σε αντίθεση με τη χρηματοδότηση εξ' ιδίων κεφαλαίων στην οποία οι μέτοχοι θα πρέπει να συνεισφέρουν σε μετρητά
- *Πιθανότητα Αθέτησης Πληρωμών*: η μεγάλη παρουσία δανειακών κεφαλαίων στο χρηματοδοτικό σχήμα μιας εταιρίας αυξάνει την πιθανότητα αθέτησης των οικονομικών υποχρεώσεων που απορρέουν από προηγούμενες δανειοληπτικές δραστηριότητες, και ως εκ τούτου θέτει σε κίνδυνο η βιωσιμότητα της εταιρίας.

Ο δανεισμός είναι «φθηνότερος» σε σχέση με τον δανεισμό εξ' ιδίων κεφαλαίων, καθώς υπάρχει η δυνατότητα αφαίρεσης του τόκου για φορολογικούς σκοπούς (σε αντίθεση με το μέρισμα (που είναι εν μέρει το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου). Έτσι

μια εταιρία που δεν έχει καθόλου δανεισμό ή έχει σε πολύ χαμηλά επίπεδα ενδύκνεται να αυξήσει το δανεισμό της σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο, διότι με τον τρόπο αυτό θα μειώσει το μεσοσταθμικό κόστος του κεφαλαίου της (WACC) και έτσι θα αυξήσει την αξία της.

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να επιτευχθεί με την έκδοση νέων μετοχών προς το κοινό, συνέπεια της εισαγωγής μίας εταιρείας για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο (IPO), και την έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης (rights issue).

Η μέθοδος IPO είναι η πλέον συνήθης μέθοδος κατά την οποία ιδιωτικές εταιρίες εισάγονται στο χρηματιστήριο προσφέροντας στο κοινό το δικαίωμα αγοράς μετοχών. Οι κύριοι λόγοι είναι η άντληση νέων κεφαλαίων, η ρευστοποίηση επένδυσης από τους κυρίως μετόχους όπως και άλλοι λόγοι όπως για παράδειγμα μεγαλύτερη ευκολία εξασφάλισης μελλοντικής χρηματοδότησης. Η μέθοδος αυτή έχει σχετικά ψηλό κόστος έκδοσης και δημιουργεί συνεχιζόμενες αυξημένες υποχρεώσεις όπως επικοινωνία με επενδυτές και συμμόρφωση προς τους νόμους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης δίνει την ευκαιρία στους υφιστάμενους μετόχους να αγοράσουν νέες μετοχές σε έκδοση που γίνεται σε τιμή χαμηλότερη από την επικρατούσα, διατηρώντας έτσι τον έλεγχο της εταιρείας. Σε αυτή την περίπτωση, ο μέτοχος είναι αναγκασμένος είτε να εξασκήσει τα δικαιώματα προτίμησης είτε να τα πωλήσει με συνέπεια την απώλεια ελέγχου των υφιστάμενων μετόχων που δεν θα εξασκήσουν τα rights.

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας (ανωνύμου) εταιρίας δύναται να είναι είτε ουσιαστική είτε τυπική.<sup>60</sup> Σε μια ουσιαστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου έχουμε,

- Καταβολή μετρητών
- Κεφαλαιοποίηση υποχρεώσεων προς τρίτους
- Κεφαλαιοποίηση πληρωτέου μερίσματος
- Εισφορά πραγμάτων, απαιτήσεων, επιχειρήσεων κλπ

---

<sup>60</sup> Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών. Αθήνα: εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική.



Σε μια τυπική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι δυνατόν να υπάρξει

- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών
- Κεφαλαιοποίηση υπεραξιών του ενεργητικού (π.χ. της διαφοράς μεταξύ της πραγματικής και της λογιστικής αξίας ακινήτων) μετοχικού κεφαλαίου

Όταν πραγματοποιείται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, υπάρχει κίνδυνος απωλειών για κάποιους από τους παλαιούς μετόχους, οι οποίοι για διάφορους λόγους δεν μετέχουν σε αυτή. Οι εν λόγω απώλειες συνίστανται στην μείωση του ποσοστού συμμετοχής τους στην εταιρία (απώλεια ισχύος) και στην μείωση του πλούτου τους (απώλεια αξίας). Συγκεκριμένα, όταν όλοι οι παλαιοί μέτοχοι μετέχουν στην νέα έκδοση, ο πλούτος τους και τα ποσοστά συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο δεν επηρεάζονται όποια και αν είναι η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών, ενώ όταν κάποιος παλαιός μέτοχος δεν μετέχει στην νέα έκδοση, ο πλούτος του μεταβάλλεται για κάθε τιμή έκδοσης διαφορετική από την τρέχουσα τιμή της μετοχής

61

Σημαντικό ρόλο, στον προσδιορισμό των πιο πάνω απωλειών, παίζουν η τρέχουσα τιμή της μετοχής και η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών. Στις πιο πάνω προτάσεις διατυπώνονται οι συνέπειες που προκαλούνται για τους παλαιούς μετόχους, σε εναλλακτικά σενάρια συμμετοχής – μη συμμετοχής και σχέσεων τρέχουσας τιμής – τιμής έκδοσης:

Επί παραδείγματι, έστω ότι ο αριθμός των της νέας έκδοσης  $N = 250.000$ , η τρέχουσα αξία μετοχής της προ της νέας έκδοσης είναι  $P_0 = 2,00$ , ο αριθμός εκδιδόμενων (νέων) μετοχών  $v = 125.000$  και ο αριθμός μετοχών ενός παλαιού επενδυτή προ της νέας έκδοσης  $n = 1.000$

Αξία της εταιρία προ της νέας έκδοσης θα είναι

$$\begin{aligned} E_0 &= P_0 \times N = \\ &= 2,00 \times 250.000 = 500.000 \end{aligned}$$

---

<sup>61</sup> Γκλεζάκος, Μ. (2005). Αξιόγραφα και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις. Σημειώσεις. Αθήνα: Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Η δε αξία του χαρτοφυλακίου του παλαιού μετόχου προ της νέας έκδοσης θα είναι

$$\begin{aligned} X_0 &= P_0 \times n = \\ &= 2,00 \times 1.000 = 2.000 \end{aligned}$$

## 2.7 ΜΕΤΟΧΙΚΟΙ ΤΙΤΛΟΙ

Οι μετοχικοί τίτλοι είναι χρηματοπιστωτικά μέσα (κινητές αξίες) που αντιπροσωπεύουν για τον κάτοχό τους συμμετοχή ιδιοκτησίας και δικαιώματα σε μία επιχείρηση. Η πληρωμή μερισμάτων και η αύξηση της αξίας της μετοχής είναι δυνατή, αλλά όχι εγγυημένη. Οι μετοχές διαπραγματεύονται σε ρυθμιζόμενες αγορές (χρηματιστήρια, πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης –λχ. Εναλλακτική Αγορά Ε.Χ.Α.Ε. κλπ.) και κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τα δικαιώματα που παρέχουν στους κατόχους τους σε:

1. Προνομιούχες Μετοχές/ Preferred Stock και Κοινές Μετοχές/Common Stock
2. Με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου σε συνελεύσεις μετόχων
3. Με δικαίωμα πληρωμής μερίσματος βάση προτεραιότητας

## 2.8.ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Παλαιότερα, η εκτέλεση των χρηματιστηριακών εντολών γινόταν με το σύστημα εκφώνησης - αντιφώνησης στην αίθουσα συναλλαγών (“Κύκλος”). Σήμερα, έχει εγκατασταθεί και λειτουργεί το *Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών* (ΟΑΣΗΣ), το οποίο διαδέχθηκε το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ) προκειμένου να ικανοποιήσει τις συνεχώς αυξανόμενες ανάγκες της αγοράς και να προσφέρει μεγαλύτερη ασφάλεια και διαφάνεια στις συναλλαγές.<sup>62</sup> Παρακάτω θα εξετάσουμε τα είδη των μετοχών που διαπραγματεύονται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, καθώς και τα είδη των χρηματιστηριακών εντολών για αγορά ή πώληση μετοχών.

---

<sup>62</sup> Γκλεζάκος, Μ. (2005). Αξιόγραφα και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις. Σημειώσεις. Αθήνα: Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

## 2.9. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ-ΤΙΜΕΣ ΣΤΙΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ

Οι μετοχές που διαπραγματεύονται στο ΧΑ χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες<sup>63</sup> **Ονομαστικές μετοχές (Registered shares)**

Πριν την αποϋλοποίηση, ο ιδιοκτήτης των ονομαστικών ήταν καταγεγραμμένος στους Αποθετήριους τίτλους. Σήμερα, οι μετοχές είναι ηλεκτρονικά πιστωμένες στο λογαριασμό που διατηρεί κάθε επενδυτής στο ΣΑΤ. Όταν οι μετοχές είναι ονομαστικές, η εταιρεία γνωρίζει τους μετόχους της. Η βασική διαφορά, όσον αφορά τους ιδιοκτήτες, είναι ότι η πληρωμή των μερισμάτων γίνεται απευθείας σε αυτούς από την εταιρία, συνήθως με επιταγή ή με κατάθεση σε τραπεζικό ή χρηματιστηριακό λογαριασμό.

### **Ανώνυμες Μετοχές (Bearer shares)**

Πριν την αποϋλοποίηση, κάτοχος των **ανώνυμων μετοχών** θεωρούταν ο κομιστής. Σήμερα, η μεταβίβαση μπορεί να γίνει μόνο μέσω χρηματιστηρίου. Στις ανώνυμες μετοχές, η εταιρία δεν γνωρίζει τους ιδιοκτήτες της, και η πληρωμή των μερισμάτων γίνεται με πίστωση του κωδικού που διατηρούν οι ιδιοκτήτες σε χρηματιστηριακή εταιρία. Οι μετοχές που διαπραγματεύονται στο ΧΑ χωρίζονται επίσης σε:

### **Κοινές Μετοχές (Common shares)**

Οι κάτοχοι **κοινών μετοχών**, εκλέγουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ) της εταιρίας, εγκρίνουν τον Ισολογισμό, τροποποιούν το καταστατικό, δηλαδή, λαμβάνουν όλες τις σημαντικές αποφάσεις για την πορεία της Α.Ε. Περίπου 90% των εισηγμένων μετοχών στο ΧΑ είναι κοινές

### **Προνομιούχες μετοχές (Preferred shares)**

Οι **προνομιούχες μετοχές** δεν συμμετέχουν στη διοίκηση της εταιρίας, δικαίωμα το οποίο παραχωρούν με ανταλλάγματα. Οι προνομιούχες μετοχές έχουν προτεραιότητα, έναντι των κοινών μετοχών, στο μέρισμα, και στην οικονομική

---

<sup>63</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών (2003). ΟΑΣΗΣ. Η Αγορά και το Σύστημα. Αθήνα: έκδοση 1.72

ικανοποίηση των απαιτήσεων του μετόχου έναντι της εταιρείας στην περίπτωση που τεθεί υπό εκκαθάριση. Περίπου 10% των εισηγμένων μετοχών στο ΧΑ είναι προνομιούχες, οι δε εισηγμένες στο Χ.Α.Α. ανώνυμες εταιρίες δικαιούνται να εκδίδουν προνομιούχες μετοχές μόνο μέχρι 40% του συνόλου των μετοχών τους.

### 2.9.1.Ο ΤΡΟΠΟΣ ΈΚΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ο πρώτος τρόπος έκδοσης μετοχών προϋποθέτει την αγορά των προς εισαγωγή μετοχών από τον ανάδοχο σε τιμή χαμηλότερη της προσφερόμενης (Offering Price), αναλαμβάνοντας την προσπάθεια (και τον κίνδυνο) να τις πωλήσει. Η διαφορά μεταξύ της τιμής που πληρώνει ο ανάδοχος στην εκδότρια εταιρία και της προσφερόμενης τιμής ονομάζεται Spread ή Discount (έκπτωση), και αυτή είναι και η βασική αμοιβή του αναδόχου.<sup>64</sup> Λόγω της ύπαρξης σημαντικού κινδύνου, πολλοί ανάδοχοι μαζί συγκροτούν μια ομάδα (Syndicate), ώστε να μοιραστούν την προσπάθεια πώλησης τίτλων αλλά και το κίνδυνο.<sup>65</sup>

Σύμφωνα με τον δεύτερο τρόπο έκδοσης μετοχών (**best efforts underwriting**), η ανάδοχος τράπεζα ενεργεί ως πράκτορας προώθησης των μετοχικών τίτλων για λογαριασμό της εταιρίας έναντι προμήθειας, χωρίς όμως να εγγυηθεί στην εκδότρια εταιρία το ποσό που θα εισπραχθεί από την έκδοση.<sup>66</sup> Αντί ο ανάδοχος να προ-αγοράσει το σύνολο των μετοχών (όπως στην πρακτική “firm commitment”), έχει το δικαίωμα να αγοράσει μετοχές σε προκαθορισμένη τιμή και επίσης τη δικαιοδοσία να τις πουλήσει στους πελάτες του (εισπράττοντας ως αμοιβή το “spread”), ενώ η εταιρία εισπράττει το υπόλοιπο ποσό.

Επίσης, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι πολλά συμβόλαια έκδοσης μετοχών περιέχουν τη λεγόμενη **Green Shoe** πρόβλεψη, η οποία δίνει το δικαίωμα στα μέλη του γκρουπ των αναδόχων να αγοράσουν επιπλέον μετοχές από την εκδότρια

---

<sup>64</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

<sup>65</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

<sup>66</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

εταιρία στην προσφερόμενη τιμή<sup>67</sup> Η κύρια αιτία για έκδοση περισσότερων μετοχών είναι η ανταπόκριση των αναδόχων στην αυξημένη ζήτηση και την υπερκάλυψη της δημόσιας εγγραφής. Το παραπάνω δικαίωμα διαρκεί για 30 ημέρες και αφορά 15% των νέων μετοχών. Αξίζει να αναφερθεί τέλος, ότι το δικαίωμα έκδοσης επιπλέον μετοχών ωφελεί τους αναδόχους, ενώ από την άλλη αποτελεί κόστος για την εκδότρια εταιρία. Αν η τιμή της μετοχής στην αγορά βρεθεί σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά της προσφερόμενης τιμής κατά τη διάρκεια αυτών των 30 ημερών, το δικαίωμα δίνει στον ανάδοχο τη δυνατότητα να αγοράσει τις μετοχές από την εκδότρια εταιρία και να τις πουλήσει στο επενδυτικό κοινό, κερδίζοντας τη διαφορά.

### **2.9.2. ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΜΕΑΚΗΣ ΜΕΤΑΤΟΠΙΣΗΣ**

Εάν η υπόθεση *περί τομεακής μετατόπισης (sectoral shift hypothesis)* ισχύει, τότε θα πρέπει να παρατηρηθεί μια θετική συσχέτιση μεταξύ της διασποράς της απασχόλησης και των διαθέσιμων θέσεων εργασίας.

Οι Abraham και Katz (1986) ωστόσο στην μελέτη τους διαπίστωσαν μια αρνητική συσχέτιση, οπότε απέρριψαν την προαναφερθείσα υπόθεση. Βέβαια, οι εν λόγω συγγραφείς έδειξαν ότι οι διαταραχές στην συνολική ζήτηση είναι δυνατόν να δημιουργήσουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού ανεργίας και του δείκτη  $\sigma$ , ακόμη και στην περίπτωση όπου δεν παρατηρείται ανακατανομή του συντελεστή της εργασίας.<sup>68</sup>

Ο Davis (1987)<sup>69</sup> ωστόσο εξέφρασε μια κριτική στα πορίσματα της παραπάνω μελέτης, υποστηρίζοντας ότι οι Abraham και Katz χρησιμοποίησαν στην έρευνα τους δεδομένα αναφορικά με το απόθεμα και όχι τις ροές των κενών θέσεων εργασίας. Κατά τον προαναφερθέντα συγγραφέα, αφ' ενός μεν η κυκλική συμπεριφορά του αποθέματος των κενών θέσεων εργασίας διαφέρει σημαντικά από τις ροές αυτών, αφ' ετέρου δε η υπόθεση τομεακής μετατόπισης της ζήτησης σχετίζεται κυρίως με την

---

<sup>67</sup> Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill

<sup>68</sup> Abraham, K. and Katz, L. (1986) "Cyclical unemployment: Sectoral shifts or aggregate disturbances?" *Journal of Political Economy* 94: 507-522.

<sup>69</sup> Davis, S. (1987). "Fluctuations in the Pace of Labor Reallocation." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 27: 335-402.

δημιουργία νέων θέσεων εργασίας σε τομείς προς τους οποίους μετατοπίζεται η ζήτηση. Τέλος και οι Murphy και Topel (1988)<sup>70</sup> στην μελέτη τους δεν βρήκαν στοιχεία που να υποστηρίζουν την sectoral shift hypothesis.

---

<sup>70</sup> Murphy, K. and Topel, R. (1987). "The evolution of unemployment in the United States: 1968-1985." *NBER Macroeconomics Annual*.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Ακολουθώντας την μεθοδολογία των Loungani *et al.* (1990)<sup>71</sup> αρχικά θα κατασκευάσουμε ένα δείκτη διασποράς των χρηματιστηριακών τιμών. Ορίζουμε λοιπόν τον ακόλουθο δείκτη

$$S_t = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (g_{it} - \bar{g}_t)^2 \quad 4.1$$

Για  $i=1, \dots, 5$  κλάδους παρατηρούμενους για  $t=1, 2, \dots, 239$  χρονικές περιόδους (μήνες)

Όπου

$g_{it}$ : Η απόδοση του δείκτη τιμών του κλάδου  $i$ , κατά τον μήνα  $t$

$\bar{g}_t$ : Η μέση απόδοση του δείκτη τιμών όλων των κλάδων κατά τον μήνα  $t$

$n$ : Ο αριθμός των κλάδων

Κατόπιν, θα χρησιμοποιήσουμε την παραπάνω μεταβλητή ως ερμηνευτική μεταβλητή σε οικονομετρικό υπόδειγμα με ενδογενή μεταβλητή το ποσοστό ανεργίας ή την μεταβολή στο ποσοστό ανεργίας. Το πρώτο οικονομετρικό υπόδειγμα που θα χρησιμοποιήσουμε θα είναι αυτό με κατανεμημένες χρονικές υστερήσεις (distributive lag model).

#### Το Υπόδειγμα με Κατανεμημένες Χρονικές Υστερήσεις

Ας υποθέσουμε ότι η επίδραση της ερμηνευτικής μεταβλητής  $X$  επί της εξαρτημένης μεταβλητή  $Y$  εξαντλείται εντός 12 χρονικών περιόδων και ως εκ τούτου ισχύει το κάτωθι υπόδειγμα **περιορισμένου αριθμού υστερήσεων**.

$$y_t = \alpha + \sum_{m=0}^{12} \beta_m x_{t-m} + u_t \quad 3.1$$

---

<sup>71</sup> Loungani, P., Rush, M. and Tave, W. (1990) "Stock Market Dispersion And Unemployment." *Journal of Monetary Economics*, 25 367-388.

Στην παραπάνω σχέση, από την μια, ο συντελεστής  $\beta_0$  μετράει την επίδραση της ερμηνευτικής μεταβλητής  $X$  επί της προσδοκώμενης τιμής της  $Y$  και ονομάζεται **βραχυχρόνιος πολλαπλασιαστής**. Από την άλλη, η συνολική επίδραση της μεταβολής της ερμηνευτικής μεταβλητής στην προσδοκώμενη τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής μετριέται με το άθροισμα των συντελεστών  $\beta_m$ , για  $m=1, \dots, 12$  και ονομάζεται **μακροχρόνιος πολλαπλασιαστής**  $\beta_L$ , δηλαδή

$$\beta_L = \sum_{m=1}^{12} \beta_m \quad 3.2$$

Εάν, υποθέσουμε ότι η επίδραση των διαδοχικών τιμών της ερμηνευτικής μεταβλητής μειώνεται γραμμικά, τότε για  $i = 0, \dots, 12$  θα έχουμε ότι <sup>72</sup>

$$\beta_m = (12 + 1 - m)\gamma \quad 3.3$$

Για  $m = 0, 1, \dots, 12$ . Άρα για τις 12 υστερήσεις έχουμε

$$\begin{aligned} m = 0 &\Rightarrow \beta_0 = 13\gamma \\ m = 1 &\Rightarrow \beta_1 = 12\gamma \\ m = 2 &\Rightarrow \beta_2 = 11\gamma \\ &\vdots \\ m = 11 &\Rightarrow \beta_{11} = 2\gamma \\ m = 12 &\Rightarrow \beta_{12} = \gamma \end{aligned} \quad 3.4$$

Αντικαθιστώντας λοιπόν στην σχέση (3.1) λαμβάνουμε

$$y_t = \alpha + 13\gamma x_t + 12\gamma x_{t-1} + 11\gamma x_{t-2} + \dots + 2\gamma x_{t-11} + \gamma x_{t-12} + u_t$$

Βγάζοντας ως κοινό παράγοντα το  $\gamma$  θα έχουμε

$$y_t = \alpha + \gamma (13x_t + 12x_{t-1} + 11x_{t-2} + \dots + 2x_{t-11} + x_{t-12}) + u_t \quad 3.5$$

Ή

<sup>72</sup> Χρήστου, Γ. (2002). *Εισαγωγή στην Οικονομετρία*. Αθήνα: εκδόσεις Gutenberg.



$$y_t = \alpha + \gamma x_t^* + u_t$$

3.6

Όπου

$$x_t^* = 13x_t + 12x_{t-1} + 11x_{t-2} + \dots + 2x_{t-11} + x_{t-12}$$

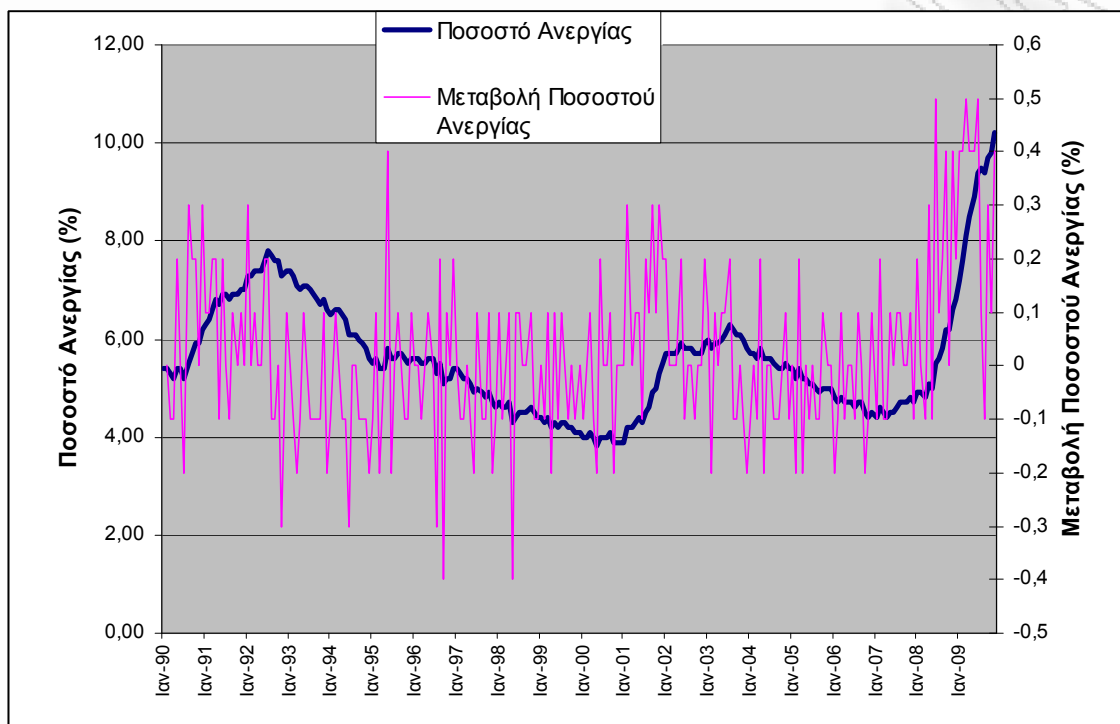
Η εκτίμηση του οικονομετρικού υποδείγματος (3.6) γίνεται με την κλασσική μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, εφ' όσον βεβαίως κατασκευαστεί η μεταβλητή  $x_t^*$ . Εάν τώρα συμβολίσουμε την εκτιμηθείσα τιμή της  $\gamma$  με  $\hat{\gamma}$  τότε μπορούμε να πάρουμε τους συντελεστές  $\beta_s$  του υποδείγματος (3.1) με βάση την σχέση (3.4)

### 3.1. ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Τα δεδομένα της εργασίας, τα οποία έχουμε αντλήσει από την βάση δεδομένων της Στατιστικής Υπηρεσίας Bureau of Labor Statistics των Η.Π.Α., περιλαμβάνουν χρονοσειρές μηνιαίων στοιχείων, κατά την περίοδο 1990:01-2009:11, για τις εξής 5 μεταβλητές

- Ποσοστό ανεργίας
- Δείκτης χρηματιστηριακών τιμών του *χρηματοπιστωτικού κλάδου* (financials)
- Δείκτης χρηματιστηριακών τιμών του *ενεργειακού κλάδου* (energy)
- Δείκτης χρηματιστηριακών τιμών του *κλάδου των υπηρεσιών κοινής ωφελείας* (utilities)
- Δείκτης χρηματιστηριακών τιμών του *βιομηχανικού κλάδου* (industrial)
- Δείκτης χρηματιστηριακών τιμών του *κλάδου λιανικής* (retail)

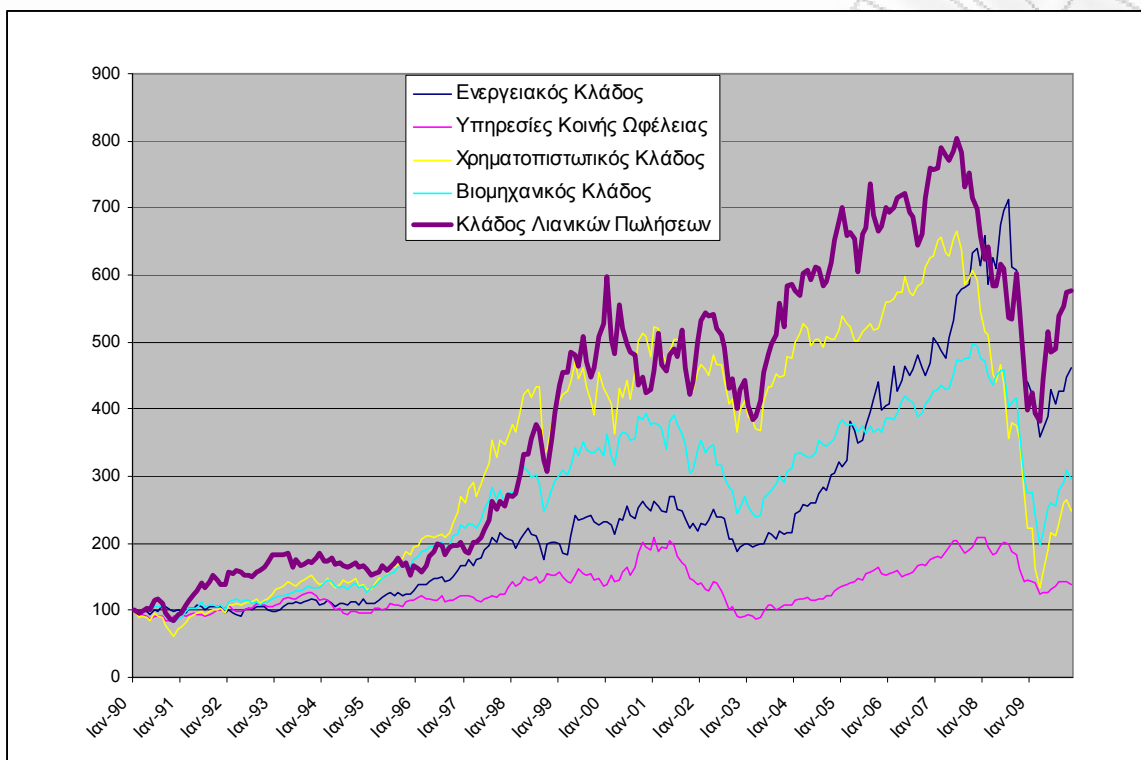
Όπως βλέπουμε στο παρακάτω σχήμα, η πορεία της ανεργίας μετά το 2007 έχει λάβει την ανιούσα



**Σχήμα 3-1:** Το Ποσοστό Ανεργίας στις ΗΠΑ (1990-2009)

Πηγή: Bureau of Labor Statistics και επεξεργασία της συγγραφέως

Επίσης, στο Σχήμα 3-2 βλέπουμε ότι ο δείκτης του κλάδου των λιανικών πωλήσεων μετά τον Ιανουάριο του 1998 είχε συστηματικά υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τους υπόλοιπους υπό εξέταση κλάδους.



**Σχήμα 3-2:** Η Πορεία Χρηματιστηριακών Δεικτών 5 Κλάδων στις ΗΠΑ, 1990-2009

Πηγή: Bureau of Labor Statistics και επεξεργασία της συγγραφέως

### 3.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Παρακάτω, χρησιμοποιώντας 239 μηνιαίες παρατηρήσεις, οι οποίες καλύπτουν το χρονικό διάστημα 1990:01 – 2009:11, για την μεταβολή της ανεργίας και τον δείκτη διασποράς των χρηματιστηριακών τιμών, θα εφαρμόσουμε την προ ολίγου αναλυθείσα τεχνική προκειμένου να εκτιμήσουμε τις παραμέτρους του ακόλουθου υποδείγματος

$$u_t - u_{t-1} = \alpha + \sum_{s=0}^{12} \beta_s s_{t-s} + u_t \quad 4.1$$

Όπου

$u_t$  : Το ποσοστό ανεργίας κατά τον μήνα  $t$

$s_{t-m}$  : Η τιμή του δείκτη  $S$  κατά την περίοδο  $t - m$ , για  $m = 0, 1, \dots, 12$

Στον Πίνακα 4.1 παραθέτουμε τις εκτιμήσεις μας για τις παραμέτρους  $\beta_s$ , για  $m = 0, 1, \dots, 12$ , δοθέντος ότι η εκτίμηση του υποδείγματος (3.6) μας έδωσε την στατιστικά σημαντική ( $t=5,04$ ) εκτίμηση  $\hat{\gamma} = 0,02675$

**Πίνακας 3-1:** Η Επίδραση της Διασποράς των Μετοχικών Τιμών επί του Ποσοστού Ανεργίας

ΠΕΡΙΟΔΟΣ $m$	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ <sup>73</sup> $\beta_s$	ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟΙ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ	ΣΥΣΩΡΕΥΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
0	0,3478	14,29%	14,29%
-1	0,3210	13,19%	27,47%
-2	0,2943	12,09%	39,56%
-3	0,2675	10,99%	50,55%
-4	0,2408	9,89%	60,44%
-5	0,2140	8,79%	69,23%
-6	0,1873	7,69%	76,92%

<sup>73</sup> Τα νούμερα αναφέρονται σε εκατ. ευρώ

-7	0,1605	6,59%	83,52%
-8	0,1338	5,49%	89,01%
-9	0,1070	4,40%	93,41%
-10	0,0803	3,30%	96,70%
-11	0,0535	2,20%	98,90%
-12	0,0268	1,10%	100,00%

Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα μπορούμε να κάνουμε τις εξής τρεις επισημάνσεις. Πρώτον, ο βραχυχρόνιος πολλαπλασιαστής της επίδρασης της διασποράς των μετοχικών τιμών είναι  $\beta_0 = 0,3478$ . Αυτό σημαίνει ότι μια αύξηση της διασποράς των μετοχικών τιμών κατά 1% αυξάνει άμεσα το ποσοστό ανεργίας κατά 0,3478% (ή 34,78 μονάδες βάσης). Δεύτερον, για κάθε μόνιμη αύξηση της διασποράς των μετοχικών τιμών κατά 1% το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται κατά 2,09% εντός χρονικού διαστήματος ενός έτους. Τέλος, από την τέταρτη στήλη του παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι, το 50% της συνολικής επίδρασης που έχει η διασπορά των μετοχικών τιμών στην μεταβολή του ποσοστού ανεργίας παρατηρείται μετά από τρεις μήνες.

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Σε αυτή την εργασία μελετήσαμε κατά πόσον η μεταβλητότητα του *ρυθμού μεταβολής* της τιμής του χρηματιστηριακού δείκτη για 5 κλάδους στις Η.Π.Α δύναται να ερμηνεύσει την μεταβολή του ποσοστού ανεργίας, κατά την περίοδο 1990-2009.

Σύμφωνα με την *υπόθεση της τομεακής μετατόπισης* (sectoral shifts hypothesis) της ζήτησης, η μεταβολή στις συνθήκες ζήτησης για τα προϊόντα των διαφορετικών κλάδων δημιουργεί την ανάγκη μετακίνησης του εργατικού δυναμικού από τους κλάδους στους οποίους παρατηρείται μείωση της ζήτησης προς τους κλάδους όπου παρατηρείται αύξηση. Επειδή όμως, η διαδικασία της μετακίνησης των απασχολουμένων από κλάδο σε κλάδο δεν γίνεται άμεσα αυτό έχει ως αποτέλεσμα την εμφάνιση ανεργίας στο μεσοδιάστημα.

Εάν η χρηματιστηριακή αγορά είναι αποτελεσματική τότε θα πρέπει η μετοχική τιμή των εταιρειών σε φθίνοντες κλάδους να παρουσιάζει μια πτωτική πορεία (αρνητικό ή χαμηλό ποσοστό αύξησης), ενώ αντίθετα η αντίστοιχη τιμή εταιριών που ανήκουν σε ανοδικούς κλάδους να έχει ανοδική πορεία (υψηλό ποσοστό αύξησης). Ως εκ τούτου μια υψηλή μεταβλητότητα στον ρυθμό μεταβολής των χρηματιστηριακών δεικτών θα πρέπει να αποτελεί προάγγελο για επικείμενη αύξηση της ανεργίας, καθώς θα αναμένεται μετατόπιση των παραγωγικών πόρων (κυρίως της εργασίας) από τους φθίνοντες τομείς προς τους αναπτυσσόμενους.

Από την εκτίμηση ενός υποδείγματος με κατανεμημένες χρονικές υστερήσεις διαπιστώσαμε ότι όντως όσο μεγαλύτερη η μεταβλητότητα στην απόδοση των χρηματιστηριακών δεικτών διαφόρων κλάδων, τόσο υψηλότερη η μεταβολή του ποσοστού ανεργίας, εύρημα που κάνει αποδεκτή την υπόθεση περί τομεακής μετατόπισης.

## **BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ**

1. Abraham, K. and Katz, L. (1986) "Cyclical unemployment: Sectoral shifts or aggregate disturbances?" *Journal of Political Economy* 94: 507-522.
2. Blundell, R. (1987): Unemployment and Female Labour Supply, *Economic Journal*, Vol. 97, pp. 44-64.
3. Davis, S. (1987). "Fluctuations in the Pace of Labor Reallocation." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 27: 335-402.
4. Doeriger, P. & Piore, M. (1981): Internal Labour Markets and Manpower Analysis, Lexington Mass: D.C. Heath.
5. , P. & Piore, M. (1981): Internal Labour Markets and Manpower Analysis, Lexington Mass: D.C. Heath, p. 1-5.
6. Edwards, R. (1989): Contested Terrain: The Transformation of the Workplace in the
7. Elton, E. and Gruber, M. (1995). Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons.
8. Eurostat, Labour Force Survey, 1983-1991, p.23.
9. Fama, E. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work," *Journal of Finance*, 25: 383-417.
10. Hussmanns, R. & Mehran, F. & Verma, V. (1990): Surveys of Economically Active Population-Employment, Unemployment and Underemployment, An ILO Manual on Concepts and Methods, Geneva, International Labour Office, p.36.
11. Johnson, G.E. & Layard, P.R.G. (1986): The Natural Rate of Unemployment: Explanation and Policy, Handbook of Labour Economics, Vol. 2, pp. 25-42.
12. Lilien, D. (1982). "Sectoral shifts and cyclical Unemployment." *Journal of Political Economy*, 90: 777-793.
13. Loungani, P., Rush, M. and Tave, W. (1990) "Stock Market Dispersion And Unemployment." *Journal of Monetary Economics*, 25 367-388.
14. Murphy, K. and Topel, R. (1987). "The evolution of unemployment in the United States: 1968-1985." *NBER Macroeconomics Annual*.

15. Offe, K. (1985): The Political Economy of the Labour Market, Cambridge, Polity Press.
16. Rosen, S. (1995): Trade Union Power, Threat Effects and the Extent of Organization, Review of Economic Studies, Vol. 36, pp. 185-196.
17. Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. Irwin/McGraw-Hill
18. Rubery, J. (1988): Structured Labour Markets, Worker Organization and Low Pay, Cambridge Journal of Economics, Vol.2.
19. Twentieth Century, N.Y. Basic Books.
20. Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών. Αθήνα: εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική.
21. Γκλεζάκος, Μ. (2005). Αξιόγραφα και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις. Σημειώσεις. Αθήνα: Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
22. Γλυτσός, Ν. (1992): Τάσεις και Προοπτικές Εξέλιξης του Εργατικού Δυναμικού στην Ελλάδα, ΕΚΚΕ.
23. Δεδουσόπουλος, Α. (1991): Το Φαινόμενο της Μακροχρόνιας Ανεργίας στην Ελλάδα, Αθήνα, ΟΑΕΔ.
24. Δεμαθάς, Ζ. & Κεραμίδου, Ι. & Σακέλλης, Γ. (1991): Προώθησης της Απασχόλησης και της Επαγγελματικής Κατάρτισης των Γυναικών, Αθήνα, ΟΑΕΔ.
25. Κασιμάτη, Κ. (1991): Έρευνα για τα Κοινωνικά Χαρακτηριστικά της Απασχόλησης, Μελέτη Ι: Η Επιλογή του Επαγγέλματος, Θεωρητικές Αναφορές και Εμπειρική Διερεύνηση, Αθήνα, ΕΚΚΕ, σελ.62.
26. Κοτζαμάνης, Β. (1990): Δημογραφική Εξέλιξη και Επέμβαση στον Τομέα του Πληθυσμού στη Μεταπολεμική Ελλάδα, Αθήνα, ΕΔΗΜ.
27. Σακέλλης, Γ. (1985): Εσωτερικές Αγορές Εργασίας, Έλεγχος της Παραγωγικής Διαδικασίας και Εργατικά Συνδικάτα, Ο Πολίτης, Τεύχος 69-70, Οκτώβριος, σελ. 31.
28. Σακέλλης, Γ. (2001): Πληθυσμός και Εργατικό Δυναμικό στην Ελλάδα, Εκδόσεις Μπένου.
29. Τσουκαλάς, Κ. (1986): Κράτος, Κοινωνία, Εργασία στη Μεταπολεμική Ελλάδα, Αθήνα, Θεμέλιο.



30. Φακιολά, Ρ. (1988): Ο Εργατικός Συνδικαλισμός στην Ελλάδα, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήσης.
31. Φοραδάρης, Γ. (2006). “Η Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων.”  
PriceWaterHouse Coopers
32. Χρηματιστήριο Αθηνών (2003). ΟΑΣΗΣ. Η Αγορά και το Σύστημα. Αθήνα: έκδοση 1.72
33. Χρήστου, Γ. (2002). *Εισαγωγή στην Οικονομετρία*. Αθήνα: εκδόσεις Gutenberg.
34. Ψυρούκης, Ν. (1985): Ιστορία της Σύγχρονης Ελλάδας, Τόμος Β', Αθήνα, Επικαιρότητα.