

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ  
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**ΜΕΛΕΤΗ ΚΑΙ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ  
ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ  
ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΤΗΝ  
ΕΛΛΑΔΑ**

**Παναγιώτα Κυρατζή**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

**Πειραιάς, Ιούλιος 2013**

**UNIVERSITY OF PIRAEUS  
DEPARTMENT OF ECONOMICS**



**MASTER PROGRAM IN  
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY**

**STUDY AND INVESTIGATION OF THE  
BEHAVIOR OF THE YIELD OF SHARES OF THE  
BANKING SECTOR IN GREECE**

**By  
Panagiota Kiratzi**

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

**Piraeus, Greece, July 2013**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

*Στην οικογένειά μου*

## Ευχαριστίες

Φτάνοντας προς το τέλος της διπλωματικής μου εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω μία σειρά από ανθρώπους που συνέβαλαν με τον τρόπο τους στην ολοκλήρωσή της. Κατά κύριο λόγο τον επιβλέπων καθηγητή μου κ. Χρήστο Ν. Αγιακλόγλου για τις πολύτιμες γνώσεις που μου μετέφερε και τις κατευθύνσεις και συμβουλές που μου έδωσε. Επίσης, τους γονείς μου και τον αδερφό μου για την υπομονή τους και την αμέριστη συμπαράστασή τους καθ' όλη τη διάρκεια του της εκπόνησης αυτής της διπλωματικής. Στη συνέχεια, το Λευτέρη για τη βοήθεια που μου προσέφερε όσον αφορά τα στοιχεία που χρειάστηκα. Τέλος, δε θα μπορούσα να παραλείψω να ευχαριστήσω τον καθηγητή του τμήματος Οικονομικής Επιστήμης αλλά και του μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική, κ. Ιωάννη Πολλάλη για την ευκαιρία που μου έδωσε.

# ΜΕΛΕΤΗ ΚΑΙ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

**Σημαντικοί Όροι:** μετοχές, τράπεζες, θεμελιώδης ανάλυση, μακροοικονομικοί παράγοντες

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία κινείται στα πλαίσια της ανάλυσης της αγοράς μετοχών του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα. Αρχικά, γίνεται αναφορά στις Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου καθώς και στο χρηματιστηριακό κλάδο. Στη συνέχεια, αναλύεται το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και ορισμένες από τις αρχές του καθώς επίσης περιγράφονται οι τράπεζες που συμμετέχουν στην έρευνά μας. Η εμπειρική μελέτη περιλαμβάνει οκτώ ελληνικές τράπεζες που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά τα έτη 2004 έως 2012. Σκοπός της επιλογής αυτών των ετών είναι η σύγκριση των αποτελεσμάτων με βάση το έτος 2008 το οποίο αποτελεί ορόσημο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

# **STUDY AND INVESTIGATION OF THE BEHAVIOR OF THE YIELD OF SHARES OF THE BANKING SECTOR IN GREECE**

**Keywords: stocks, banks, fundamental analysis, makroeconomic factors**

## **Abstract**

This thesis involves the framework of stock market analysis of the banking sector in Greece. Initially, is made reference in money and capital markets and in the brokerage industry. Then we analyze the Greek banking system and some of the authorities as well as outlining the banks participating in our survey. The empirical study includes eight greek banks traded on the Athens Stock Exchange during the years 2004-2012. Purpose of selecting these years is to compare the results by the year 2008 which is a landmark of the global economic crisis.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη .....	v
Abstract.....	vi
Κατάλογος Πινάκων .....	x
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	xi

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

#### ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

1.1 Εισαγωγή .....	1
1.2 Οι Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου.....	2
1.3 Ο Χρηματιστηριακός κλάδος .....	11
1.4 Οι Διεθνείς Χρηματιστηριακές Αγορές .....	21
1.5 Η Χρηματιστηριακή Αγορά της Ελλάδας.....	27
1.6 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	28
1.7 Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο .....	30
1.8 Ανακεφαλαίωση.....	31

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

#### ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

2.1 Εισαγωγή .....	32
2.2 Η Τράπεζα της Ελλάδος .....	33
2.3 Η Ελληνική Ένωση Τραπεζών .....	35
2.4 Οι εισηγμένες τράπεζες .....	36

2.5 Το πλαίσιο της Κεφαλαιακής Επάρκειας των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων – Το Σύμφωνο της Βασιλείας .....	50
2.6 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα .....	54
2.7 Η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή .....	56
2.8 Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.....	57
2.9 Ανακεφαλαίωση .....	58

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

#### ΜΕΤΟΧΕΣ

3.1 Εισαγωγή .....	59
3.2 Αποτίμηση χαρτοφυλακίου.....	60
3.3 Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών.....	67
3.4 Ανάλυση χρηματιστηριακών τιμών .....	72
3.5 Ανακεφαλαίωση .....	98

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

#### ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

#### ΜΕΤΟΧΩΝ

4.1 Εισαγωγή .....	99
4.2 Μακροοικονομικοί παράγοντες .....	99
4.3 Κλαδική και Εταιρική Ανάλυση .....	103
4.4 Χρηματοοικονομικοί δείκτες Θεμελιώδους Ανάλυσης Μετοχών .....	104
4.5 Οικονομετρική ανάλυση απόδοσης μετοχών .....	110
4.6 Ανακεφαλαίωση .....	113



**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**  
**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ**  
**ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

<b>5.1</b>	<b>Εισαγωγή .....</b>	<b>115</b>
<b>5.2</b>	<b>Μελέτη της Ελληνικής Οικονομίας .....</b>	<b>115</b>
<b>5.3</b>	<b>Ανάλυση τραπεζικών μετοχών μέσω δεικτών θεμελιώδους ανάλυσης.....</b>	<b>128</b>
<b>5.4</b>	<b>Παρουσίαση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης .....</b>	<b>139</b>
<b>5.5</b>	<b>Σύνοψη – Συμπεράσματα.....</b>	<b>143</b>
	<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....</b>	<b>146</b>
	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>185</b>

## Κατάλογος Πινάκων

2.1	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Εθνικής (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ).....	37
2.2	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Πειραιώς (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ).....	39
2.3	Βασικά μεγέθη της Alpha Bank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ).....	41
2.4	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Eurobank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ) .....	43
2.5	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Εμπορικής Τράπεζας (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ).....	44
2.6	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Attica Bank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ).....	46
2.7	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Geniki Bank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ) .....	47
2.8	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ).....	48
2.9	Βασικά μεγέθη του Ομίλου Αγροτικής Τράπεζας (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ) .....	49
5.1	Εξέλιξη Ελληνικού Α.Ε.Π. κατά τα έτη 2004-2012.....	117
5.2	Εξέλιξη Πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012.....	118
5.3	Εξέλιξη Ανεργίας στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012 .....	120
5.4	Εξέλιξη Γενικού Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής κατά τα έτη 2004-2012 .....	122
5.5	Εξέλιξη Ελληνικού Χρέους και Ελλείμματος κατά τα έτη 2004-2012 .....	124
5.6	Εξέλιξη Ισοζυγίου Εισαγωγών Εξαγωγών στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012 .....	127
5.7	Εξέλιξη Δείκτη P/E κατά τα έτη 2004-2012.....	129
5.8	Εξέλιξη Δείκτη P/BV κατά τα έτη 2004-2012.....	131
5.9	Εξέλιξη Δείκτη ROE κατά τα έτη 2004-2012 .....	134
5.10	Εξέλιξη Μερισματικής Απόδοσης (%) κατά τα έτη 2004-2008.....	136
5.11	Εξέλιξη Κερδών ανά Μετοχή κατά τα έτη 2004-2012.....	137
5.12	Beta, t-statistic, R squared Τράπεζα/Γενικό Δείκτη για τα έτη 2004-2012.....	139
5.13	Beta, t-statistic, R squared Τράπεζα/Δείκτη Τραπεζών για τα έτη 2004-2012.....	140

## Κατάλογος Διαγραμμάτων

3.1	Κίνδυνος / Αριθμός Μετοχών.....	66
3.2	Τύποι Αποτελεσματικής αγοράς.....	70
3.3	Στήριξη – Αντίσταση .....	81
3.4	Ανοδική Γραμμή Κατεύθυνσης .....	83
3.5	Καθοδική Γραμμή Κατεύθυνσης.....	83
3.6	Κινητός Μέσος Όρος .....	85
3.7	Τομή Κινητών Μέσων Όρων.....	86
3.8	Σύγκλιση-Απόκλιση Κινητών Μέσων Όρων.....	87
3.9	Λωρίδες Bollinger.....	90
3.10	Δείκτης Σχετικής Δύναμης 1 .....	92
3.11	Δείκτης Σχετικής Δύναμης 2 .....	92
3.12	Ορμή .....	94
4.1	Η ευθεία των ελαχίστων τετραγώνων.....	112
5.1	Εξέλιξη Ελληνικού Α.Ε.Π. κατά τα έτη 2004-2012 .....	117
5.2	Εξέλιξη Πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012.....	119
5.3	Εξέλιξη Ανεργίας στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012 .....	121
5.4	Εξέλιξη Γενικού Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής κατά τα έτη 2004-2012 .....	123
5.5	Εξέλιξη Δημοσίου Χρέους στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012 .....	125
5.6	Εξέλιξη Ελληνικού Ρυθμού Ανάπτυξης κατά τα έτη 2004-2012 .....	125
5.7	Εξέλιξη Ισοζυγίου Εισαγωγών Εξαγωγών στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012 .....	128

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

### 1.1 Εισαγωγή

Καθοριστικό συστατικό για την επιτυχία και την σταθερότητα μίας οικονομίας αποτελεί ένα υγιές και συνεπές χρηματοοικονομικό σύστημα. Το σύστημα επιβάλλεται να παρέχει στους συμμετέχοντες σε αυτό, συνθήκες ασφάλειας, σταθερότητας και ομαλής λειτουργίας, καθώς και να διακρίνεται για τη συνέπεια του στην συνεχή και ευρεία προσφορά του στην οικονομία. Η συνεχής και ανεμπόδιστη εξέλιξη του χρηματοοικονομικού συστήματος επιβάλλεται να παραμένει κατά το δυνατόν ανεπηρέαστη από προβλήματα που εντοπίζονται σε άλλους τομείς.

Το οικονομικό σύστημα αποτελεί ουσιαστικά ένα κύκλωμα με σκοπό τη μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ οικονομικών μονάδων, μέσω απόδοσης οικονομικών πόρων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές μονάδες. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, στο οικονομικό σύστημα διακρίνονται ένα πλήθος αγορών.

Σημαντικός παράγοντας για τη διατήρηση ενός επιτυχημένου οικονομικού συστήματος αποτελεί ο χρηματιστηριακός κλάδος, ο οποίος διακρίνεται για τις ιδιαιτερότητές του, καθώς και για τα προβλήματα και τις αστοχίες του που έχουν σημειωθεί στο πέρασμα των χρόνων. Επίσης, καθοριστικό ρόλο για τον έλεγχο, τη διατήρηση της ισορροπίας και τη διαφάνεια ενός οικονομικού συστήματος κατέχουν και οι φορείς οι οποίοι το εποπτεύουν.

Στο Κεφάλαιο αυτό θα γίνει ανάλυση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου καθώς και της χρηματιστηριακής αγοράς, όσον αφορά τη λειτουργία της και τα βασικά χαρακτηριστικά της. Θα παρουσιαστούν οι πιο σημαντικές χρηματιστηριακές αγορές της Ευρώπης και της Αμερικής. Τέλος, θα αναπτυχθεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

## 1.2 Οι Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου

Η έννοια της αγοράς για οποιοδήποτε αγαθό είναι ο χώρος στον οποίο ως αποτέλεσμα της ζήτησης και της προσφοράς ενός αγαθού διενεργείται διαπραγμάτευση τιμών και ποσοτήτων με σκοπό την επίτευξη συμφωνίας για τη συναλλαγή του αγαθού. Αντιστοίχως, οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές αποτελούν τις τοποθεσίες στις οποίες ελλειμματικές και πλεονασματικές μονάδες συναντιούνται με σκοπό την αγορά και πώληση κάθε είδους χρήματος. Στις αγορές αυτές οι συναλλασσόμενοι αγοράζουν και πουλούν χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις οικονομικών μονάδων. Οι απαιτήσεις έχουν διαφορές ως προς τον βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο χαρακτήρα τους, ως προς τα πρόσωπα που τις έχουν εκδώσει, τους κινδύνους μη εκπλήρωσής τους, την ευκολία διαπραγμάτευσής και ρευστοποίησής τους καθώς και την φορολογική τους αντιμετώπιση.

### *Η Αγορά Χρήματος*

Η αγορά χρήματος αποτελεί μία αγορά χρεογράφων που είναι ευρέως αποδεκτά ως στενά υποκατάστατα του χρήματος και των οποίων τα βασικά χαρακτηριστικά τους είναι, η βραχυπρόθεσμη συνήθως λήξη τους, ο μεγάλος όγκος πράξεων επί αυτών, η υψηλή και άμεση ρευστότητα τους και ο ιδιαίτερα μικρός κίνδυνος που διακρίνεται σε αυτά.

Αναλυτικότερα, η αγορά χρήματος αποτελείται από ένα σύνολο χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία διαθέτουν το ρόλο του διαμεσολαβητή μεταξύ των οικονομικών μονάδων ώστε να συνάψουν χρηματοοικονομικά συμβόλαια. Εκδότες των συγκεκριμένων χρεογράφων που συναλλάσσονται στην αγορά χρήματος αποτελούν το Δημόσιο, οι τραπεζικοί οργανισμοί, εταιρείες ασφαλιστικών προϊόντων μεγάλου βεληνεκούς και μεγάλες βιομηχανικές ή εμπορικές επιχειρήσεις. Η αγορά χρήματος έχει ως βασικό στόχο την άντληση χρηματικών κεφαλαίων από τους ενδιαφερόμενους επενδυτές, με σκοπό την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών δημοσίων ή ιδιωτικών εταιρειών.

Οι αγορές χρήματος διακρίνονται σε εγχώριες και διεθνείς. Στις εγχώριες αγορές οι συναλλαγές γίνονται στο νόμισμα της χώρας που πραγματοποιείται η συναλλαγή και διέπεται από τους ελέγχους της κεντρικής τράπεζας και των εγχώριων ρυθμιστικών και κανονιστικών αρχών της χώρας, σε αντίθεση με τις διεθνείς αγορές όπου οι έλεγχοι στις

συναλλαγές διενεργούνται από διεθνείς φορείς και το θεσμικό τους πλαίσιο διέπεται από διεθνείς κανόνες.

Είναι γενικά αποδεκτό ότι τα χρεόγραφα μιας χρηματαγοράς αποτελούν ίσως τις πλέον ασφαλείς επενδυτικές κινήσεις, αφού ενσωματώνουν απόδοση συνήθως σταθερή και γνωστή από τη στιγμή της αγοράς τους, κυρίως σε χρονικές περιόδους κατά τις οποίες η χρηματαγορά δεν εμφανίζει ιδιαίτερες διακυμάνσεις. Τα κυριότερα προϊόντα στην αγορά κεφαλαίου θεωρούνται διεθνώς τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου (treasury bills), οι Συμφωνίες επαναγοράς (repos, repurchase agreements), τα Διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (negotiable certificates of deposits) και τα Εμπορικά ομόλογα (commercial paper).

### ***Η Αγορά Κεφαλαίου***

Η αγορά κεφαλαίου αποτελεί την αγορά στην οποία συναλλάσσονται αξιόγραφα, δηλαδή έγγραφα στα οποία ενσωματώνεται κάποιο δικαίωμα, του οποίου η ενάσκηση και η μεταβίβασή του είναι αδύνατη χωρίς την κατοχή του εγγράφου, με σκοπό την επενδυτική διακράτισή του μακροχρόνια και συνήθως για διάρκεια μεγαλύτερη του έτους. Η διακίνηση αυτών των εγγράφων πραγματοποιείται στα πλαίσια οργανωμένων αγορών, ενώ τα αξιόγραφα αυτά εμπεριέχουν μεγαλύτερους επενδυτικούς κινδύνους, όπως η μη εκπλήρωση της υποχρέωσης του εκδότη τους καθώς και ανασφάλεια για τις αποδόσεις τους, σε αντίθεση με τις τιμές των χρεογράφων της αγοράς χρήματος, αφού στις αγορές που διαπραγματεύονται τα αξιόγραφα αυτά δύναται να πραγματοποιούνται μεγάλες ή/και βίαιες μεταβολές των τιμών τους. Ως παραδείγματα των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς αναφέρονται οι ομολογίες και οι μετοχές. Η κεφαλαιαγορά διακρίνεται σε δύο κατηγορίες, αυτήν της πρωτογενούς αγοράς και αυτήν της δευτερογενούς αγοράς.

Η πρωτογενής αγορά είναι αυτή στην οποία εισάγονται αρχικά οι ομολογίες και οι μετοχές, δηλαδή αποτελεί την αγορά που εκδίδονται τα καινούρια αξιόγραφα. Αρχικά, η πώληση των αξιογράφων πραγματοποιείται από εταιρείες που λειτουργούν ως αντιπρόσωποι των εκδοτών τους, όπως είναι οι επενδυτικές τράπεζες ή τράπεζες που έχουν το δικαίωμα μιας τέτοιου είδους διαμεσολάβησης και τα χρηματικά ποσά που συλλέγονται διοχετεύονται στον εκδότη των αξιογράφων προς κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών του.

Η πρωτογενής αγορά η οποία συμπεριφέρεται επιτυχημένα, λογικά και ορθά διακρίνεται για τη στήριξή της στην οικονομία μιας χώρας και περιλαμβάνει σημαντικά πλεονεκτήματα όπως είναι η συμβολή της στην αύξηση του συνολικού πλούτου και βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του κράτους, η συμμετοχή της στη βελτίωση της καταναλωτικής και επενδυτικής ευελιξίας, καθώς οι πολίτες και οι επενδυτές μιας αγοράς έχουν τη δυνατότητα να καταναλώνουν περισσότερα προεξοφλώντας μελλοντικά εισοδήματά τους ή μελλοντικές αποδόσεις τους αντίστοιχα, μέσω δανεισμού. Η απουσία της πρωτογενούς αγοράς θα υποχρέωνε οποιονδήποτε καταναλωτή να αναμείνει για τη συγκέντρωση του απαραίτητου ποσού μέσω αποταμίευσης, προτού προβεί στην αγορά ενός αγαθού ενώ με τις οργανωμένες κεφαλαιαγορές είναι δυνατόν να το αποκτήσει νωρίτερα μέσω δανεισμού όπως είναι οι πιστωτικές κάρτες και τα στεγαστικά δάνεια. Τέλος, η πρωτογενής αγορά προσφέρει στους επενδυτές που διακρατούν κεφάλαια, ποικιλία επιλογών για τη συγκέντρωση και διαχείρισή τους.

Η δευτερογενής αγορά είναι αυτή στην οποία πραγματοποιείται διαπραγμάτευση αξιογράφων προγενέστερης έκδοσης, δηλαδή δεν γίνεται εκεί η αρχική εισαγωγή καινούριων αξιογράφων και οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα της μεταξύ τους διαπραγμάτευσης. Η δευτερογενής αγορά η οποία συμπεριφέρεται επιτυχημένα, λογικά και ορθά συμβάλει και συνεισφέρει στη οικονομία μιας χώρας καθώς οδηγεί σε μείωση του συναλλακτικού κόστους, λόγω των οικονομιών κλίμακας που δημιουργεί, επιτρέπει στους επενδυτές να διατηρούν στα χέρια τους πλήθος αξιογράφων και να πετυχαίνουν διαφοροποίηση του κινδύνου τους καθώς και να διαθέτουν πλήθος επιλογών συνδυασμού κινδύνου και απόδοσης, συμβάλλει στη διαμόρφωση ορθολογικότερων τιμών στα αξιόγραφα καθώς υφίσταται συνεχής παρακολούθηση και ανάλυση της αξίας αυτών και τέλος δημιουργεί και παρέχει αμεσότερη ρευστότητα στους επενδυτές σε αντίθεση με άλλες μορφές επενδύσεων όπως είναι τα ακίνητα και χρυσός. Αντίστοιχα, η ρευστότητα συνεισφέρει και στην επιτυχία της πρωτογενούς αγοράς αφού ο επενδυτής γνωρίζει ότι υφίσταται μια αποτελεσματικά οργανωμένη δευτερογενής αγορά για ένα καινούριο αξιόγραφο και δεν θα βρεθεί αντιμέτωπος με τον κίνδυνο της μη δυνατότητας μεταπώλησης του αξιογράφου που κατέχει.

Γενικότερα, οι οργανωμένες αγορές κεφαλαίου τόσο οι πρωτογενείς, όσο και οι δευτερογενείς διαθέτουν και χαρακτηριστικά πλεονεκτήματα για τις εταιρείες όπως είναι η ικανοποίηση κεφαλαιουχικών αναγκών τους. Κατά την αρχική εισαγωγή τους σε χρηματιστήριο διαμέσου της δημόσιας εγγραφής, η δυνατότητα άντλησης επιπλέον

χρηματικών ποσών διαμέσου αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, η προσφορά αυξημένης ρευστότητα στους μετόχους, διαμορφώνοντας ελκυστικότερη την επένδυση στις μετοχές της εταιρείας, η διευκόλυνση των διαδικασιών συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς η αξία των μετοχών είναι εύκολα μετρήσιμη και τέλος η παροχή μεγαλύτερης δημοσιότητας στις εισηγμένες εταιρείες.

Επομένως, οι οργανωμένες και αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές διευκολύνουν τους καταναλωτές στην συγκέντρωση κεφαλαίων και τις εταιρείες στην άντληση κεφαλαίων για την εύρυθμη λειτουργία τους, ενισχύοντας τις επενδύσεις που συνεισφέρουν στην μείωση της ανεργίας και στη γενικότερη οικονομική ανάπτυξη.

### ***Η Αγορά Ομολόγων***

Ένα ομόλογο αποτελεί έναν ανώνυμο συνήθως τίτλο, δυνάμει του οποίου ο εκδότης του αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στον επενδυτή του τίτλου, το χρηματικό ποσό που ουσιαστικά δανείστηκε από αυτόν κατά την έκδοση του ομολόγου, πλέον τόκων. Το ομόλογο καθορίζεται βασικά από τρία χαρακτηριστικά του, τον εκδότη του, το κουπόνι του και την λήξη του και συνοδεύεται από ένα νομικό έγγραφο που περιλαμβάνει τις λεπτομέρειες της έκδοσής του.

Οι τίτλοι εκείνοι των οποίων η διάρκεια είναι μεγαλύτερη του ενός έτους αναφέρονται ως ομόλογα, ενώ οι τίτλοι με ετήσια λήξη ή συντομότερη αναφέρονται ως έντοκα γραμμάτια. Σχετιζόμενα με την φύση του εκδότη τους τα ομόλογα διαχωρίζονται σε κρατικά, εταιρικά και ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών. Ένας εκδότης ομολόγου του οποίου το όνομα συνοδεύεται από καλές συστάσεις στην αγορά δεν παρέχει στους επενδυτές του πρόσθετη ασφάλεια. Πολλές φορές σε αντίθετη περίπτωση το ομόλογο καλύπτεται επιπρόσθετα από κάποιο είδος ενεχύρου ή εμπράγματης ασφάλειας. Επίσης, η αποπληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων κάποιων περιπτώσεων ομολόγων μπορεί να συσχετισθεί με την πορεία κάποιας επένδυσης.

Η ύπαρξη μιας ανεπτυγμένης αγοράς ομολόγων προσδίδει ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό στην εγχώρια οικονομία καθώς μια τέτοια αγορά συμβάλλει στη μείωση του κόστους δανεισμού, τόσο για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις όσο και για τις δημόσιες αρχές και φορείς. Αρχικά η αγορά ομολόγων περιοριζόταν μόνο σε εκδόσεις απλών ομολόγων, τα οποία μπορούσαν να αποτιμηθούν με μεγάλη ευκολία. Συνέπεια της ανόδου των επιτοκίων



και της έντονης μεταβολής τους στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και τις αρχές της δεκαετίας του 1980, αποτέλεσε η παρουσίαση ομολόγων νέας μορφής όπως είναι τα ομόλογα μηδενικού επιτοκίου, τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου ή/και τα ομόλογα με ενσωματωμένα δικαιώματα αγοράς ή πώλησης.

Επίσης, υφίσταται και η διεθνής αγορά ομολόγων στην οποία πραγματοποιούνται συναλλαγές ξένων ομολόγων και ευρωομολόγων. Τα ξένα ομόλογα αποτελούν ομόλογα που έχουν εκδοθεί αγορά μιας χώρας από αλλοδαπή εταιρία ή ξένο κράτος στο νόμισμα της χώρας αυτής. Η έκδοση και οι αγοραπωλησίες ξένων ομολόγων διέπονται από τους κανόνες και τις οδηγίες των εποπτικών αρχών της χώρας που εκδίδονται. Τα ευρωομόλογα είναι ομόλογα με εκδότη από μια ημεδαπή επιχείρηση στη ξένη αγορά, σε νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα της χώρας που θα πωληθούν. Τα ευρωομόλογα θεωρούνται ενδεδειγμένα εργαλεία χρηματοδότησης καθώς προσφέρουν στους εκδότες τους τη δυνατότητα επιλογής του κατάλληλου για αυτούς κανονιστικού πλαισίου της χώρας που θα πραγματοποιηθεί η έκδοση του ομολογιακού δανείου καθώς και του νομίσματός του. Επίσης, η ευκολία ρευστοποίησής των ευρωομολόγων τα αναδεικνύει ως ξεχωριστά κατάλληλα για την άντληση χρηματοδοτικών κεφαλαίων. Τα ευρωομόλογα συνήθως εκδίδονται σε δολάρια Αμερικής και η κατοχή τους αποτελεί τη μοναδική βεβαίωση ιδιοκτησίας τους, αφού δεν καταγράφονται σε κανένα μητρώο ομολογιούχων τόσο του εκδότη όσο και της αναδόχου εταιρείας που διαμεσολάβησε για την έκδοσή του.

### ***Η Αγορά Μετοχών***

Η αγορά μετοχών αποτελεί μία αγορά στα πλαίσια ενός φορέα, στην οποία πραγματοποιείται διαπραγμάτευση των μετοχών μιας εταιρείας. Αυτές οι μετοχές αναφέρονται ως εισηγμένες σε χρηματιστήριο και η συναλλαγή τους λαμβάνει χώρα μεταξύ ιδιωτών ή/και του δημοσίου τομέα. Τα χρηματιστήρια είναι τομείς ενός οργανισμού ή εταιρείας και εξειδικεύονται στο να φέρουν σε επαφή τους αγοραστές και τους πωλητές των μετοχών σε κοινό περιβάλλον.

Οι συμμετέχοντες στην αγορά μετοχών περιλαμβάνουν μεμονωμένους ιδιώτες επενδυτές, θεσμικούς επενδυτές όπως είναι οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα hedge funds και οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς επίσης και οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες που εμπορεύονται τις μετοχές τους. Πριν από μερικές δεκαετίες, σε όλο τον κόσμο, οι αγοραστές και οι πωλητές ήταν συνήθως ιδιώτες επενδυτές,

όπως μεμονωμένοι επιχειρηματίες ή μεγάλες οικογενειακές εταιρείες. Με την πάροδο του χρόνου, η αγορά μετοχών έγινε περισσότερο «θεσμοθετημένη». Έτσι, οι περισσότεροι πλέον επενδυτές είναι σε μεγάλο βαθμό ιδρύματα και οργανισμοί όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, hedge funds, ομάδες επενδυτών και διάφορα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτή η άνοδος του θεσμικού επενδυτή έφερε ταυτόχρονα κάποιες βελτιώσεις στη λειτουργία της αγοράς. Υπήρξε μια σταδιακή τάση για σταθεροποίηση ή και μείωση του κόστους των συναλλαγών για όλους τους επενδυτές, εν μέρει από την μείωση του κόστους διαχείρισης, αλλά και επικουρικά από την επίδραση των θεσμικών επενδυτών για τον καθορισμό τυποποιημένων εξόδων από τις χρηματιστηριακές εταιρείες. Επίσης, υπάρχουν μελέτες οι οποίες δείχνουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές συνήθως λαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις σταθμισμένου κινδύνου από ότι οι ιδιώτες επενδυτές.

Οι συμμετέχοντες στην αγορά μετοχών μπορούν να βρίσκονται οπουδήποτε στον κόσμο και οι εντολές τους καταλήγουν σε ένα εξουσιοδοτημένο πρόσωπο της αγοράς αυτής, ο οποίος προβαίνει στην εκτέλεση της εντολής αγοράς ή πώλησης. Ο τύπος της αγοράς εισηγμένων μετοχών είναι πλέον σχεδόν πάντα εικονικός δηλαδή αποτελείται από ένα δίκτυο υπολογιστών και οι συναλλαγές πραγματοποιούνται ηλεκτρονικά διαμέσου εξουσιοδοτημένων και πιστοποιημένων για τη διενέργεια αυτή, εταιρειών.

Ο σκοπός της αγοράς αυτής είναι η διευκόλυνση στην ανταλλαγή μετοχών μεταξύ αγοραστών και πωλητών, τόσο σε τεχνικό όσο και σε επενδυτικό. Οι ανταλλαγές αυτές παράγουν πληροφορίες για την αξία των εισηγμένων μετοχών στον πραγματικό χρόνο των συναλλαγών, διευκολύνοντας έτσι την αποτίμησή τους.

Η αγορά μετοχών αποτελεί μια από τις σημαντικότερες πηγές για τις επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια. Επιτρέπει στις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο να αντλήσουν πρόσθετα χρηματοδοτικά κεφάλαια, με σκοπό την επέκταση των δραστηριοτήτων τους, από την πώληση μετοχών κυριότητας τους σε δημόσια αγορά. Η ρευστότητα τους παρέχει στους επενδυτές τη δυνατότητα να πωλούν μετοχές γρήγορα και εύκολα. Αυτό αποτελεί ένα ελκυστικό χαρακτηριστικό γνώρισμα της επένδυσης σε μετοχές, συγκριτικά με άλλες λιγότερο ρευστοποιήσιμες επενδύσεις. Η ιστορία έχει δείξει ότι η τιμή των μετοχών αποτελεί ένα σημαντικό μέρος της δυναμικής της οικονομικής δραστηριότητας και μπορεί να επηρεάσει ή να είναι ένας δείκτης της κοινωνικής διάθεσης. Μια οικονομία όπου η αγορά μετοχών βρίσκεται σε άνοδο θεωρείται περαιτέρω αναπτυσσόμενη. Στην πραγματικότητα, αποτελεί συχνά τον βασικό δείκτη της οικονομικής ισχύς και της

ανάπτυξης μιας χώρας. Επίσης, αφού οι συναλλαγές διενεργούνται σε ένα κέντρο, η λήψη και η παράδοση των μετοχών στον αγοραστή καθώς και η πληρωμή της αξίας τους στον πωλητή είναι εγγυημένη. Αυτό εξαλείφει τον κίνδυνο μη τήρησης των συμφωνημένων από τους αντισυμβαλλόμενους στη συναλλαγή.

Η ομαλή λειτουργία όλων αυτών των δραστηριοτήτων διευκολύνει την οικονομική ανάπτυξη, εξομαλύνει το κόστος και τους κινδύνους των επενδύσεων και συμβάλει στην προώθηση της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών από τις επιχειρήσεις, καθώς και, ενδεχομένως, την απασχόληση. Κατά αυτόν τον τρόπο η αγορά μετοχών θεωρείται ότι συμβάλλει συνολικά στην αύξηση της ευημερίας.

### ***Η Αγορά Παραγώγων***

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα φέρουν τη συγκεκριμένη ονομασία, καθώς βασικά δεν αποτελούν ένα νέο είδος χρηματοοικονομικού προϊόντος, αλλά «παράγονται» από κάποια άλλα. Δηλαδή τα παράγωγα αποτελούν χρηματοοικονομικά μέσα, των οποίων το ύψος της απόδοσής τους προσδιορίζεται από την διακύμανση της τιμής ενός άλλου μέσου το οποίο ονομάζεται υποκείμενο. Το υποκείμενο μέσο ενός παραγώγου δύναται να είναι είτε πραγματικό όπως αγροτικά προϊόντα, μεταλλεύματα, συνάλλαγμα, ομόλογο, μετοχή, είτε πλασματικό όπως το επιτόκιο τραπεζικής κατάθεσης, ένας δείκτης μετοχών ή ένα άλλο παράγωγο μέσο. Η πρώτη περίπτωση αναφέρεται σε παράγωγα μέσα «συγκεκριμένης βάσης» ενώ η δεύτερη σε παράγωγα μέσα «αφηρημένης βάσης».

Η ανάπτυξη των αγορών των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων αποτελεί μία από τις σημαντικότερες εξελίξεις των τελευταίων ετών στις χρηματοοικονομικές αγορές. Τα παράγωγα προσφέρουν μία νέα αντίληψη στην χρηματοοικονομική αγορά με χαρακτηριστική συμβολή σε αυτήν καθώς παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα καλύτερης διαχείρισης των κινδύνων και παράλληλα τη δυνατότητα σύνθεσης νέων προϊόντων. Η αλματώδης ανάπτυξη των παραγώγων άρχισε να διαγράφεται στη δεκαετία του 1970, η οποία χαρακτηρίστηκε από τις απότομες και συνεχείς μεταβολές των επιτοκίων και του πληθωρισμού και την παγκόσμια κατάργηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η εισαγωγή χρηματοοικονομικών προθεσμιακών συμβολαίων και η προσφορά συμβολαίων δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης μετοχών έλαβε χώρα το 1973.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης αποτελούν μία συμφωνία αγοράς ή πώλησης του υποκείμενου αγαθού ή τίτλου σε προκαθορισμένη τιμή και προκαθορισμένη ημερομηνία εξαγοράς στο μέλλον. Δηλαδή, προκαθορίζεται η τιμή της μελλοντικής συναλλαγής ανεξαρτήτων της τιμής που θα έχει το αγαθό ή ο τίτλος κατά την ημερομηνία αυτή. Ο πωλητής του συμβολαίου συμφωνεί να παραδώσει το υποκείμενο αγαθό ή τίτλο σε μία ημερομηνία στο μέλλον, η οποία αναφέρεται ως χρόνος εκπλήρωσης και σε καθορισμένη τιμή. Ο αγοραστής του συμβολαίου, από την άλλη, υποχρεούται για την παραλαβή του υποκείμενου αγαθού ή τίτλου στην καθορισμένη αυτήν τιμή. Οι τιμές συμφωνίας μελλοντικών συναλλαγών αναφέρονται ως προθεσμιακές τιμές (forward), ενώ οι σημερινές τιμές για την ίδια τη συναλλαγή αναφέρονται ως τρέχουσες τιμές (spot). Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα συμφωνητικά που διαμορφώνουν τις λεπτομέρειες πληρωμής και παράδοσης του συγκεκριμένου προϊόντος διαμέσου ενός κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου (Clearing House). Η τυποποίηση τους σε ποσότητα, αξία, ημερομηνία παράδοσης καθώς και η χρήση κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου διαμορφώνει συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ως μέσο συναλλαγών καθ'όλο το χρόνο ζωής τους. Ο ρόλος του οίκου εκκαθάρισης είναι η παρέμβαση μεταξύ αγοραστή και πωλητή με σκοπό την εγγύηση της εκπλήρωσης του συμβολαίου. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται η εξάλειψη του πιστωτικού κινδύνου. Στις μέρες μας υφίστανται αγορές για προθεσμιακά συμβόλαια και δικαιώματα επάνω σε επιτόκια, συνάλλαγμα, δείκτες μετοχών και πολλά άλλα.

Το πλήθος των χρηματοπιστωτικών αξιών που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών στην ευρύτερη κεφαλαιαγορά καθώς και οι ανάγκες των θεσμικών επενδυτών για τη διαχείριση μεγάλου όγκου χαρτοφυλακίων προώθησε την εισαγωγή παραγώγων στα χρηματιστήρια. Με αυτόν τον τρόπο, για όλες τις οικονομικές μονάδες, αναπτύχθηκε η ανάγκη επίτευξης αυξημένων αποδόσεων συσχετιζόμενες με το επίπεδο κίνδυνο λειτουργίας τους. Η χρήση προθεσμιακών συμβολαίων ή δικαιωμάτων συνεισφέρει στις εταιρείες στη μείωση του επιχειρηματικού κόστους τους και παράλληλα στην επίτευξη επωφελούς απόδοσης. Οι προθεσμιακές αγορές συμβάλλουν στις τράπεζες και τα άλλα χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και εταιρίες στη διαχείριση του κινδύνου από τη διακύμανση των τιμών, των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι συναλλαγές με παράγωγα προϊόντα έχουν ακόμη αυξημένα περιθώρια ανάπτυξης αφού είναι ιδιαίτερα ελκυστικά σε επενδυτικό επίπεδο, καθώς επεκτείνουν το πεδίο επιλογών και παρέχουν

προστασία από κινδύνους απότομων διακυμάνσεων των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

### ***Η Αγορά Συναλλάγματος***

Η αγορά συναλλάγματος αποτελεί την αγορά στην οποία πραγματοποιείται εμπόριο εθνικών νομισμάτων διαμέσου της ανταλλαγής του ενός με κάποιου άλλου. Φυσικά δεν υφίσταται συγκεκριμένος χώρος για αυτού του είδους τις συναλλαγές αλλά αποτελεί μια αποκεντρωμένη αγορά, η οποία λειτουργεί όλες τις ώρες της ημέρας, όλες τις ημέρες του χρόνου και είναι η μεγαλύτερη αγορά χρήματος του κόσμου. Στη συναλλαγματική αγορά συμμετέχουν κεντρικές τράπεζες, εμπορικές τράπεζες, κυρίως για διαμεσολάβηση, επενδυτές, εταιρείες, μεσίτες συναλλάγματος, εισαγωγείς και εξαγωγείς, τουρίστες και άλλοι.

Η αγορά συναλλάγματος αποτελεί μια διαφορετική αντίληψη στην αγορά χρήματος. Βέβαια συμπεριλαμβάνεται σε αυτήν και δεν είναι ξεχωριστή ή ανεξάρτητη. Η βασική διαφορά τους σχετίζεται με το ότι η προσφορά και η ζήτηση χρήματος στην συναλλαγματική αγορά πραγματοποιείται σε μικρό χρονικό διάστημα και σε ξένο νόμισμα. Η αγορά συναλλάγματος απαιτεί την ύπαρξη ελεύθερου καθορισμού και διαμόρφωσης τιμών του συναλλάγματος. Η έννοια του ελεύθερου καθορισμού σημαίνει ότι οι νομισματικές αρχές των χωρών, και κατά βάση οι κεντρικές τράπεζες, επιβάλλεται να αναθέτουν τον καθορισμό των τιμών του συναλλάγματος στην αγορά, δηλαδή να διέπεται από την προσφορά και τη ζήτηση, και οι παρεμβάσεις τους σχετικά με την εφαρμογή της νομισματικής τους πολιτικής να συνδυάζεται με την γενικότερη οικονομική τους πολιτική. Η ραγδαία ανάπτυξη και διεθνοποίηση της αγοράς συναλλάγματος συντελέστηκε από το συνδυασμό της αλλαγής του διεθνούς συστήματος συναλλάγματος και την αλματώδη τεχνολογική πρόοδο στο τομέα των επικοινωνιών και των ηλεκτρονικών συστημάτων.

Η αγοραπωλησία νομισμάτων πραγματοποιείται κυρίως για δύο λόγους. Κατά κύριο λόγο το σύνολο σχεδόν του ημερήσιου όγκου των συναλλαγών στην αγορά, πραγματοποιούνται με σκοπό το κέρδος, ενώ ένα μικρό ποσοστό προέρχεται από κυβερνήσεις ή εταιρείες που συμμετέχουν στο διεθνές εμπόριο. Κατά αρχικά στάδια της, οι συναλλαγές που διενεργούνταν στα πλαίσια της συναλλαγματικής αγοράς σχετίζονταν με το διεθνές εμπόριο. Σήμερα όμως το μεγαλύτερο μέρος τους αφορά τις διεθνές επενδύσεις. Η

συναλλαγματική αγορά παρέχει σύνδεση στο εγχώριο με το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα έτσι ώστε οι ημεδαποί κάτοικοι να έχουν τη δυνατότητα πρόσβασης στις διεθνείς αγορές και αντίστροφα. Καθώς υφίσταται σύνδεση και με άλλες εγχώριες αγορές, η πορεία της έχει αντίκτυπο στα επιτόκια, τη προσφορά χρήματος και την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της χώρας. Επιπρόσθετα η πορεία της επιδρά στο επίπεδο τιμών, στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, στις κεφαλαιακές ροές και στις αποφάσεις των επιχειρήσεων που σχετίζονται με τις δραστηριότητές τους στο εξωτερικό.

Η αγορά συναλλάγματος, ισχυροποίησε τη χρησιμοποίηση ξένων νομισμάτων και την κατέστησε δημοφιλέστερη ως μέσο επένδυσης αλλά και αποκόμισης κέρδους. Στην αγορά συναλλάγματος συμμετέχουν συνήθως επενδυτές για τους οποίους ο αυξημένος κίνδυνος μπορεί να είναι θεμιτός, αν συνοδεύεται παράλληλα και από την επίτευξη πολύ μεγάλων αποδόσεων.

### **1.3 Ο Χρηματιστηριακός κλάδος**

Μια χρηματιστηριακή αγορά (financial market) αποτελεί την αγορά κεφαλαίου που επιτρέπει στους επενδυτές να προβαίνουν εύκολα και άμεσα στην αγορά ή πώληση χρηματοοικονομικών χρεογράφων, όπως είναι οι μετοχές και τα ομόλογα, εμπορευμάτων και άλλων διαπραγματεύσιμων αγαθών που εμπεριέχουν χρηματική αξία, με σχετικά μικρό κόστος συναλλαγής και σε τιμές που αντιστοιχούν σε τρέχουσες αξίες. δηλαδή αποτελεί μια κεφαλαιαγορά στην οποία συναλλάσσονται άμεσα χρεόγραφα μεταξύ επενδυτών. Η εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών αποτέλεσε βασικό συστατικό της οικονομικής ανάπτυξης στην πάροδο πολλών ετών και συνεχίζουν να παρουσιάζουν σταθερή βελτίωση πάντοτε με σκοπό την παροχή ρευστότητας στις άλλες αγορές.

#### ***Ο ρόλος, ο σκοπός και η εξέλιξη των Χρηματιστηρίων***

Σε οικονομικό επίπεδο μία χρηματιστηριακή αγορά διευκολύνει τις συναλλαγές καθώς επιτρέπει στους αγοραστές και τους πωλητές να βρίσκονται ταυτόχρονα στον συγκεκριμένο τόπο διαπραγμάτευσης, επιτρέπει την ελεύθερη διαμόρφωση τιμών των χρεογράφων δυνάμει των νόμων της προσφοράς και της ζήτησης, περιορίζοντας σχετικά τον κίνδυνο δημιουργίας

πλασματικών τιμών, επιτρέπει στους οικονομικούς παράγοντες, τόσο του ιδιωτικού όσο και του δημόσιου τομέα, να αντλούν κεφάλαια από ευρεία βάση διαμέσου της έκδοσης και της διάθεσης χρεογράφων στο επενδυτικό κοινό, αλλά και στους επενδυτές τη δυνατότητα διάθεσης των κεφαλαίων τους προς αγορά νέων χρεογράφων, με σκοπό την αποκόμιση κέρδους, έχοντας έτσι μεγάλη συνεισφορά στην αύξηση της παραγωγικότητας και στην ανάπτυξη της χώρας στη οποία εδρεύει η αγορά αυτή.

Η δημιουργία και η λειτουργία μιας εταιρείας στις μέρες μας προϋποθέτει την ύπαρξη και τη διάθεση κεφαλαίων, έτσι ώστε να υπάρχει η δυνατότητα επέκτασης των δραστηριοτήτων της, του εκσυγχρονισμού του εξοπλισμού της και των εγκαταστάσεων της. Οι λύσεις που παρέχονται για τη επίτευξη του ανωτέρω στόχου είναι δύο. Μία λύση αποτελεί ο τραπεζικός δανεισμός, ο οποίος πολλές φορές έχει βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και είναι συνήθως ακριβός, τόσο σε σχέση με το κόστος από τόκους και συναφή έξοδα όσο και από τις απαιτήσεις για εγγύηση που θέτουν οι τράπεζες, ενώ η δεύτερη λύση παρέχεται από τη συμμετοχή της επιχείρησης σε μία χρηματιστηριακή αγορά. Σε ένα χρηματιστήριο αξιών με τη διάθεση χρεογράφων στο ευρύ επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνεται όπως καλείται η πρωτογενής χρηματοδότηση. Πέραν των εταιρειών, η άντληση κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό, με χρήση του χρηματιστηρίου, δύναται να επιτευχτεί από το κράτος, τους δημόσιους οργανισμούς και τις τράπεζες με την έκδοση ομολογιακών δανείων.

Ένα χρηματιστήριο δηλαδή, παρέχει εναλλακτικά τη δυνατότητα στους αποταμιευτές να επενδύσουν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές και ομολογίες που θα τους αποφέρουν κέρδη ή σταθερό εισόδημα. Σε ένα χρηματιστήριο αξιών η προσφορά και η ζήτηση χρεογράφων πραγματοποιείται καθημερινά και σε συνθήκες πλήρους δημοσιότητας. Με την απουσία του θα ήταν αδύνατη η συνάντηση των συμμετεχόντων στην αγορά και πώληση τίτλων, με σκοπό την διαπραγμάτευση των τιμών στις οποίες θα πραγματοποιηθούν οι συναλλαγές. Η διαμόρφωση των τιμών των συναλλαγών είναι καθημερινή, η δημοσίευσή τους πραγματοποιείται από εξουσιοδοτημένους και έμπειρους επαγγελματίες, οι οποίοι αποτελούν μέλη του χρηματιστηρίου. Αυτά τα πρόσωπα προβαίνουν στη διενέργεια των πράξεων για λογαριασμό των πελατών τους, με αποτέλεσμα η διεκπεραίωσή τους να συμβαίνει ταχύτατα.

Ουσιαστικός και καθοριστικός είναι και ο ρόλος του χρηματιστηρίου στην προστασία του επενδυτικού κοινού με βάση το νομικό πλαίσιο και τις κανονιστικές οδηγίες των εποπτικών και ελεγκτικών μηχανισμών, στη διασφάλιση της εύρυθμης και ομαλής λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, στη λήψη των απαραίτητων μέτρων για την

εξέλιξη της αγοράς χρεογράφων καθώς και στον έλεγχο και ρύθμιση των συναλλαγών για κινητές αξίες. Η δημιουργία παραπλανητικών αξιών επιβάλλεται να είναι προς αποφυγήν και η καταστολή των δόλιων και ανάρμοστων μεθόδων χρηματιστηριακής συναλλαγής αποτελεί έναν άλλον σημαντικό στόχο του χρηματιστηρίου, καθώς με τον τρόπο αυτό μπορεί να διασφαλίσει την πλήρη και ισοδύναμη πληροφόρηση για το σύνολο των επενδυτών.

Σημαντικός στόχος ενός χρηματιστηρίου είναι επίσης η σύνταξη και υποβολή προς έγκριση από τις εποπτικές αρχές, των αναγκαίων για την επίτευξη των σκοπών του, κανονισμών καθώς και η διεύρυνση της χρηματιστηριακής αγορά μέσω της ένταξης νέων επιχειρήσεων από άλλες χώρες και της εισαγωγής καινούριων χρηματιστηριακών προϊόντων.

Τα σύγχρονα χρηματιστήρια έχουν τις ρίζες τους στις οργανωμένες αγορές των αρχαίων χρόνων και ουσιαστικά η δημιουργία τους οφείλεται στην αναζήτηση εύρεσης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, στην αναγκαιότητα σύναψης συμφωνιών για τη συναλλαγή μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων που βρίσκονται μακριά από τον τόπο διαπραγμάτευσης τους, ενώ απαιτούνται για αυτά υψηλά κεφάλαια αλλά και στην τάση των επενδυτών να αποκομίσουν κέρδη. Τα χρηματιστήρια οφείλουν την οργανωμένη τους μορφή τους στην ταχύτητα διενέργειας των συναλλαγών, στην αμεσότητα των πράξεων και στη δημοσιοποίησή τους όπου και παρουσιάζονται ξεκάθαρα όλα τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών.

### ***Οι χρηματιστηριακές ανωμαλίες***

Στις χρηματιστηριακές αγορές έχει αναφερθεί περιοδικότητα η ύπαρξη φαινομένων μη φυσιολογικών αποδόσεων χρεογράφων σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές και τα φαινόμενα αυτά έχουν κατά καιρούς τύχει ανάλογης έρευνας. Έχουν παρουσιαστεί αφύσικα υψηλές ή χαμηλές αποδόσεις ανάλογα με το μήνα του έτους, την ημέρα εβδομάδας ακόμη και με κάποιες ώρες της ημέρας. Η ανάλυση και η ερμηνεία αυτών των φαινομένων είναι ιδιαίτερα δύσκολη και θεωρητικά στην περίπτωση όπου θα μπορούσαν να γίνουν εκμεταλλεύσιμα από τους επενδυτές, αυτά θα έτειναν να εξαφανιστούν. Καθώς οι αυξημένες αποδόσεις κατά τα φαινόμενα αυτά είναι συνήθως τελικά μικρές, δεν χρήζουν ιδιαίτερου ενδιαφέροντος αφού επιβαρύνονται και με το κόστος συναλλαγών. Πάντως η εμφάνιση τέτοιου είδους περιοδικών φαινομένων δεν είναι συμβατή με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς. Χρήσιμο πάντως θα είναι να αναφερθούμε σε κάποια από αυτά.



Το **Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου** (Weekend Effect) Υπήρξαν παρατηρήσεις από πολλούς επενδυτές ότι σε κάποιες χώρες, οι χρηματιστηριακές αποδόσεις έτειναν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες τη Δευτέρα σε σχέση με άλλες ημέρες της εβδομάδας. Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται ως το Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου. Όμως, στην έννοια της αποτελεσματικής αγοράς, η μέση απόδοση επιβάλλεται να είναι η ίδια ή τουλάχιστον περίπου ίση για όλες τις μέρες της εβδομάδας. Κάποιες ερμηνείες του φαινομένου αυτού συσχετίστηκαν με το γεγονός ότι τα κακά νέα ανακοινώνονται συχνά κατά τη διάρκεια του Σαββατοκύριακου, ώστε να μπορούν να απορροφηθούν σχετικά αρμονικά από την αγορά ενώ άλλες συσχετίστηκαν με τις διαδικασίες εκκαθάρισης του χρηματιστηριακών αγορών. Αφού το φαινόμενο γνωστοποιήθηκε, οι επενδυτές το έλαβαν σοβαρά υπόψη και κατά συνέπεια να υπάρχουν πλέον ενδείξεις ότι το φαινόμενο αντιστράφηκε πλήρως, με μεγαλύτερες αποδόσεις τη Δευτέρα από ότι την Παρασκευή.

Υπάρχουν έρευνες που ανακάλυψαν ότι οι αποδόσεις για το μήνα Ιανουάριο, τείνουν να είναι υψηλότερες των άλλων μηνών του χρόνου. Η χρηματιστηριακή αυτή ανωμαλία αναφέρεται ως το **Φαινόμενο του Ιανουαρίου**. Σε μία αποτελεσματική αγορά θεωρείται ότι οι αποδόσεις των ημερολογιακών μηνών είναι τυχαίες και επομένως δεν θα πρέπει να έχουν μεταξύ τους συστηματικές διαφορές καθώς επίσης δεν είναι δυνατή η πρόβλεψη από τους επενδυτές σε ποιο μήνα θα επιτευχθούν μεγαλύτερες αποδόσεις. Μία ερμηνεία του υποδείγματος αυτού αποτελούν οι φορολογικοί λόγοι, ερμηνεία η οποία τελικά δεν έγινε πλήρως αποδεκτή. Επίσης, καθώς κάποιοι επενδυτές, κυρίως εταιρείες που διαχειρίζονται μετοχές, προβαίνουν σε πώληση μετοχών το Δεκέμβριο ώστε να παρουσιάσουν κεφαλαιακές ζημιές και να επιτύχουν μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων τους και κατόπιν τον Ιανουάριο τοποθετούνται όπως πριν και οδηγούν τις τιμές σε άνοδο. Μια άλλη ερμηνεία αναφέρει ότι το φαινόμενο αυτό πηγάζει από τη συμπεριφορά των θεσμικών διαχειριστών κεφαλαίων χαρτοφυλακίων, οι οποίοι προβαίνουν σε αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους εξαιτίας των ετήσιων αποτιμήσεων και ελέγχου των χαρτοφυλακίων τους. Από την άλλη, δύναται να αποδοθεί και μία ψυχολογική ερμηνεία στο φαινόμενο αυτό, ότι με την έναρξη του νέου έτους. Τότε οι επενδυτές πρεσβεύουν ότι έχουν τη δυνατότητα να κάνουν μία νέα αρχή, τόσο αυτοί που κερδίζουν όσο και αυτοί που χάνουν, αυξάνοντας έτσι τις τοποθετήσεις τους και ανεβάζοντας τις τιμές τους.

Επίσης άλλη μία χρηματιστηριακή ανωμαλία αποτελεί το **Φαινόμενο αλλαγής του μήνα**. Σύμφωνα με το συγκεκριμένο υπόδειγμα, υφίσταται η τάση να σημειώνονται

υψηλότερες αποδόσεις κατά τις πρώτες πέντε ημέρες κάθε μήνα. Πιο συγκεκριμένα έχουν παρατηρηθεί υψηλότερες αποδόσεις κατά την τελευταία ημέρα του μήνα και τις τέσσερις πρώτες ημέρες του επόμενου μήνα. Μία ερμηνεία του φαινομένου αυτού βασίζεται στην ψυχολογία καθώς οι επενδυτές θέλουν να αναβάλουν τις αποφάσεις τους μέχρι την αρχή των νέων χρονικών περιόδων. Επομένως, η απόφαση για αγορά θα ληφθεί και θα εκτελεστεί στις πρώτες ημέρες μήνα.

Το υπόδειγμα που αναφέρεται ως το **Φαινόμενο των διακοπών** έχει παρατηρηθεί να εμφανίζει προβλέψιμες αποδόσεις πριν και κατόπιν των ημερών διακοπών ή αργιών. Αναφέρεται ότι τα κέρδη στις χρηματιστηριακές αγορές κατά τις ημέρες πριν τις διακοπές είναι πολλές φορές υψηλότερα σε σχέση με τα κέρδη άλλων ημερών. Καθώς όμως δεν έχει ανακαλυφθεί ακόμη κάποια λογική εξήγηση του φαινομένου από το χώρο της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής, εκτιμάται ότι τα αίτια του φαινομένου πρέπει να είναι ψυχολογικά.

Στις μελέτες για αυτού του είδους τα φαινόμενα αναφέρονται και ως ανωμαλίες η υπερβολική μεταβλητότητα, το φαινόμενο της πρωινής ηλιοφάνειας, γρίφος του πριμ των μετοχών, ο γρίφος των μερισμάτων και το φαινόμενο του μεγέθους. Επίσης σημαντικές χρηματιστηριακές ανωμαλίες αποτελούν οι χρηματιστηριακές φούσκες και μόδες για τις οποίες θα ακολουθήσει αναλυτικότερη αναφορά.

### ***Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις***

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), πολυάριθμες είναι οι περιπτώσεις που έχουν βιώσει οικονομικές κρίσεις οι παγκόσμιες χρηματαγορές. Τα κύρια συμπεράσματα που απορρέουν από τις προηγούμενες κρίσεις είναι ότι παγκοσμιοποίηση αυξάνει τη συχνότητα και την ευκολία, αλλά όχι τη σφοδρότητα, με την οποία εξαπλώνονται οι κρίσεις στις χρηματαγορές και ότι υπάρχει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στην αντιμετώπισή τους όταν οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών προλαβαίνουν τις εξελίξεις. Είναι δύσκολος ο καθορισμός για το εάν μια χρηματοοικονομική κρίση θα έχει ευρύτερες αρνητικές οικονομικές επιδράσεις. Οι ρυθμιστικές αρχές δεν προλαβαίνουν τις εξελίξεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, δηλαδή τη δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών, με αποτέλεσμα να μην είναι σε θέση να αποτρέπουν τις αρνητικές συνέπειες.

Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007 αποτέλεσε μια παγκόσμια κατάσταση απειλούμενης οικονομικής ύφεσης στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό και τραπεζικό τομέα με

γενεσιουργό χώρα τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Η κρίση αυτή ήρθε 78 χρόνια μετά την τελευταία μεγάλη κρίση του 1929 αλλά και παλαιότερες πετρελαϊκές κρίσεις. Προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Η προσπάθεια απομάκρυνσης του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου επιτοκίου από τις τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους και η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

Χαρακτηριστικά αυτής της γενικευμένης κατάστασης ήταν ο κίνδυνος κατάρρευσης τραπεζών από φημολογία, πώληση άλλων σε ιδιαίτερα χαμηλό τίμημα και άσκηση νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες με σκοπό τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι για τη διασφάλιση των τιμών, όπως παραδοσιακά οφείλουν να πράττουν. Ζημιωμένα βγήκαν τα συστήματα που εκτέθηκαν στα "τοξικά", όπως χαρακτηρίστηκαν, ομόλογα, συστήματα που στρέφονται πλέον προς ένα νέο κρατικό παρεμβατισμό, παράλληλα με την κατάρτιση σχεδίων επίλυσης της κρίσης προτού επεκταθεί στην ευρύτερη οικονομία των κρατών που επλήγησαν.

Στα τέλη της δεκαετίας του '90, οι χρηματαγορές γοητεύτηκαν από την άνοδο των διαδικτυακών επιχειρήσεων, όπως την Amazon και την AoL. Εκτινάχθηκαν οι τιμές των μετοχών τους, παρά το γεγονός ότι ελάχιστες διαδικτυακές επιχειρήσεις πραγματοποιούσαν κέρδη. Τον Μάρτιο του 2000 ωστόσο, η φούσκα της αμερικανικής διαδικτυακής υστερίας έσκασε, με αποτέλεσμα μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 ο δείκτης Nasdaq να έχει σημειώσει πτώση 78%. Η κρίση αυτή αναφέρεται ως η πτώση των dot.com επιχειρήσεων. Η πτώση των dot.com εταιρειών είχε ευρύτερες οικονομικές επιπτώσεις, καθώς η επιχειρηματική επενδυτική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε στις ΗΠΑ το επόμενο έτος. Σε συνδυασμό με τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου, η κρίση διοχετεύτηκε και σε άλλους κλάδους. Η ανάκαμψη προήλθε μετά την κίνηση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED) να μειώσει σταδιακά τα επιτόκια από το 6,25% στο 1,00%.

Το τελευταίο στάδιο της χρηματοοικονομικής κρίσης που ξεκίνησε στην Ασία το 1997 και επεκτάθηκε στη Ρωσία και τη Βραζιλία το 1998, οδήγησε στην κατάρρευση της μακροχρόνιας κεφαλαιουχικής αγοράς LTCM. Τα αμοιβαία κεφάλαια της LTCM ήταν

δημιούργημα των καθηγητών Μάιλον Σκόουλς και Ρόμπερτ Μέρτον (Νόμπελ Οικονομικών 1997), οι οποίοι πίστευαν ότι μακροπρόθεσμα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των επτά μεγαλύτερων οικονομιών συγκλίνουν, με αποτέλεσμα τα αμοιβαία κεφάλαια να διαπραγματεύονται πάνω στις μικρές διαφορές των αποδόσεων. Ωστόσο, όταν η Ρωσία αθέτησε τη συμφωνία πληρωμής των κρατικών ομολόγων της τον Αύγουστο του 1998, οι επενδυτές προχώρησαν σε μαζικές ρευστοποιήσεις των άλλων κρατικών ομολόγων, με αποτέλεσμα να αυξηθούν οι διαφορές στις αποδόσεις των ομολόγων. Τα μοναδικά «σίγουρα χαρτιά» ήταν τα κρατικά ομόλογα της αμερικανικής, της βρετανικής και της γερμανικής κυβέρνησης. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να μεγαλώσει το χάσμα ανάμεσα στις τιμές αυτών των ομολόγων και άλλων «φθηνών» τοποθετήσεων, όπως τα ιταλικά ομόλογα. Έτσι, η LTCM βρέθηκε στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Στις αρχές Σεπτεμβρίου του 1998 ανακοίνωσε ότι είχε χάσει 2,5 δισ. δολάρια, δηλαδή το 52% του ενεργητικού της μέσα σε δύο μήνες. Τότε ήταν που αποφάσισε να δράσει η FED, ζητώντας τη συνδρομή των μεγάλων τραπεζικών ομίλων της χώρας. Συγκεκριμένα, τους «έπεισε» να επενδύσουν 3,65 δισ. δολάρια στην LTCM. Εν συνεχεία, τον Οκτώβριο του 1998, προχώρησε σε επείγουσα μείωση του βασικού επιτοκίου της, με αποτέλεσμα να επέλθει σταθερότητα στις αγορές. Η LTCM ρευστοποιήθηκε μέσα στο 2000.

Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση «σε ήρεμη οικονομική περίοδο» μέσα σε μία ημέρα, στις 19 Οκτωβρίου του 1987. Ο δείκτης Dow Jones σημείωσε πτώση 22%, δηλαδή απώλειες 550 εκατομμυρίων δολαρίων, συμπαρασύροντας τα ιαπωνικά και ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Μετά τις πτωτικές τάσεις που είχαν σημειωθεί μια εβδομάδα νωρίτερα, οι κερδοσκόποι στοιχημάτισαν σε νέα πτώση, η οποία και πραγματοποιήθηκε. Όταν όμως η πτώση των τίτλων ξεπέρασε το 4%, οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές των αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισαν να «ρίχνουν» αυτομάτως στην αγορά τεράστιες ποσότητες μετοχών. Έτσι είχαν προγραμματιστεί να κάνουν, στην περίπτωση που οι απώλειες ξεπερνούσαν το μέγιστο αποδεκτό επίπεδο. Σήμερα, τέτοιοι αυτοματισμοί δεν χρησιμοποιούνται πια. Όμως το 1987, έκαναν ζημιά στο χρηματιστήριο, επειδή όλοι πουλούσαν και κανείς δεν αγόραζε. Η κρίση αυτή αναφέρεται ως η «Μαύρη Δευτέρα». Η αμερικανική οικονομία την περίοδο εκείνη σημείωνε επιβράδυνση, με το δολάριο να υποχωρεί στις διεθνείς αγορές. Η κρίση είχε μικρή επίπτωση και οι χρηματαγορές σύντομα ανέκαμψαν. Η συγκεκριμένη κρίση έδειξε για πρώτη φορά ότι τα χρηματιστήρια του κόσμου

ήταν στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους και ότι οι αλλαγές στην οικονομική πολιτική μιας χώρας μπορεί να επηρεάζουν τις χρηματαγορές παγκοσμίως.

Τα ιδρύματα δανεισμού και αποταμιεύσεων (S&L's) στις ΗΠΑ και στη Βρετανία ήταν τοπικές τράπεζες, οι οποίες χορηγούσαν στεγαστικά δάνεια με κεφάλαια από καταθέσεις επενδυτών. Μετά από σειρά απορυθμίσεων, είχαν τη δυνατότητα να δραστηριοποιούνται σε πιο περίπλοκες χρηματοοικονομικές συναλλαγές, που έως τότε λαμβάνονταν αποκλειστικά από τις μεγάλες εμπορικές τράπεζες. Όμως το 1985, πολλές από τις τοπικές τράπεζες στις ΗΠΑ πτώχευσαν, με αποτέλεσμα η κεντρική κυβέρνηση να αναλάβει τη διασφάλιση των καταθέσεων. Προχώρησε στη δημιουργία της Resolution Trust Corporation, για να αναλάβει τις εργασίες των τραπεζών που πτώχευσαν. Το συνολικό κόστος ανήλθε στα 150 δις. δολάρια. Ωστόσο, η κρίση ενίσχυσε της μεγάλες τράπεζες, καθώς εκτοπίστηκαν από την αγορά οι μικρότερες και άνοιξε ο δρόμος για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό τομέα τη δεκαετία του '90.

Το κραχ της Wall Street στις 29 Οκτωβρίου το 1929, η «Μαύρη Πέμπτη», όπως χαρακτηρίστηκε, έμεινε στην ιστορία όχι για το μέγεθος της πτώσης, αλλά γιατί οδήγησε τις ΗΠΑ και την παγκόσμια οικονομία στη Μεγάλη Ύφεση (Great Depression) της δεκαετίας του '30. Ο αντίκτυπος της χρηματιστηριακής πτώσης έγινε τόσο εμφανής στην οικονομία των ΗΠΑ που οδήγησε μία ολόκληρη γενιά σε οικονομικό μαρασμό. Χιλιάδες επιχειρήσεις κατέρρευσαν, επενδύσεις και περιουσίες αφανίστηκαν σε μερικές μόνο ημέρες. Μετά από σταθερή ανοδική πορεία του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης τη δεκαετία του '20, στις 24 Οκτωβρίου οι μετοχές σημείωσαν 13% πτώση. Παρά τις προσπάθειες σταθεροποίησης της χρηματαγοράς, οι μετοχές σημείωσαν πτώση 11% τη «Μαύρη Τρίτη», στις 29 Οκτωβρίου. Μέχρι το 1932, οι μετοχές είχαν χάσει το 90% της αξίας τους. Χρειάστηκαν 25 χρόνια για να επανέλθει ο δείκτης Dow Jones στα επίπεδα που ήταν πριν το 1929. Οι σημαντικότερες επιπτώσεις στις ΗΠΑ ήταν: οι άνεργοι ανήλθαν στα δώδεκα εκατομμύρια, δώδεκα χιλιάδες εργαζόμενοι έχαναν τη δουλειά τους κάθε μέρα, είκοσι χιλιάδες επιχειρήσεις κήρυξαν πτώχευση, μεταξύ των οποίων 1.616 τράπεζες, ένας στους είκοσι γεωργούς έχασαν το σπίτι τους, καθώς αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τα δάνειά τους και 23.000 αυτοκτονίες σημειώθηκαν μέσα σε ένα χρόνο, αριθμός ρεκόρ.

### *Οι χρηματιστηριακές φούσκες*

Μία χρηματιστηριακή φούσκα αναφέρεται ως η κατάσταση κατά την οποία οι τιμές των μετοχών ή άλλων διαπραγματεύσιμων χρεογράφων αυξάνονται πάρα πολύ και αγγίζουν υπερβολικά υψηλά επίπεδα σε σχέση με τη θεμελιώδη αξία τους με αποτέλεσμα σε κάποιο σημείο να σπάσουν και να οδηγηθούν σε ραγδαία και απότομη πτώση τιμών (Flood και Hodrick 1990, Diba και Grossman 1988, Camerer 1989, Caginal, Porter, Smith 2001). Οι φούσκες είναι διαφοροποιήσεις της τιμής μιας μετοχής, οι οποίες αναπτύσσονται και εκπληρώνονται αυτόνομα από τη θεμελιώδη αξία της με αποτέλεσμα όταν για κάποιο λόγο σταματήσει η αυτόνομη ανάπτυξη να σπάνε και να ακολουθούν μια βίαια προσαρμογή (Αλεξιάκης, Ξανθάκης 2008). Τέτοιες συμπεριφορές τιμών δεν προβλέπονται σε μία αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές.

Μία χρηματιστηριακή φούσκα σκάει όταν οι επενδυτές, οι οποίοι γνωρίζουν την ύπαρξή της, εφόσον με πλήρη συνείδηση αγοράζουν ακριβά για να πωλήσουν ακόμη ακριβότερα, θεωρήσουν ότι αυτή αποτελεί πλέον σημαντικό στοιχείο των χρηματιστηριακών τιμών, τότε θα νιώσουν ότι πιθανότατα κάποτε θα «σπάσει». Όταν αυτή η πιθανότητα γίνει αντιληπτή από πολλούς επενδυτές τότε η χρηματιστηριακή φούσκα πράγματι «σπάει» (Αλεξιάκης, Ξανθάκης 2008).

Ιστορικές παρατηρήσεις υποδεικνύουν ότι οι φούσκες στις τιμές δύναται να υπάρξουν σε κάθε είδους περιουσιακό στοιχείο, όπως μετοχές, ομόλογα, εμπορεύματα, παράγωγα, ακίνητα, κ.α. Το φαινόμενο αυτό έχει προκύψει πολλές φορές από το 1630, όταν και πρωτοεμφανίστηκε έως και σήμερα, σε ιστορικές συγκυρίες κατά τις οποίες υπήρχε κλίμα εμπιστοσύνης και υπεραισιοδοξίας, υψηλό ποσοστό αποταμιεύσεως και πιστωτικές διαδικασίες με ευνοϊκούς όρους, οι οποίες αύξαναν το δανεισμό. Μερικές από τις πιο πολυσυζητημένες περιπτώσεις στην ιστορία όπου εκδηλώθηκαν φούσκες ήταν: η μανία της Τουλίπας στην Ολλανδία (1630-1640), η φούσκα της νότιας θάλασσας (1719-1720), η κτηματική εταιρία του Μισισιπή (1717-1720), η βρετανική πρώτη άνθηση των σιδηροδρόμων (1845-1846), η Δυτική Χιονοθύελλα (1857), η Μαύρη Παρασκευή του J.Gould (1869), η αμερικάνικη άνθηση των σιδηροδρόμων (1873), τα δάνεια της Αργεντινής (1880), η φούσκα των ακινήτων στην Φλωρεντία (1920), η Μαύρη Πέμπτη με το κραχ του 1929, η ιαπωνική φούσκα (1980), η κρίση στη νοτιοανατολική Ασία (1997) και η φούσκα

του

Διαδικτύου

(1990).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### *Οι χρηματιστηριακές μόδες*

Το φαινόμενο μίας χρηματιστηριακής μόδας αποτελεί έναν ειδικό τύπο χρηματιστηριακής φούσκας. Εξετάζει την πιθανότητα απομάκρυνσης της μετοχής από την εσωτερική ή θεμελιώδη αξία της, ως συνέπεια ψυχολογικών και κοινωνικών τάσεων που δημιουργούν μόδα για ανόδους ή πτώσεις στις χρηματιστηριακές τιμές (Camerer 1989, Poterba and Summers 1988, Bikhchandani et al 1998).

Η χρηματιστηριακή μόδα μπορεί να διακριθεί σε δύο κατηγορίες. Τη μόδα που στηρίζεται σε μία συνάρτηση μεγιστοποίησης ωφέλειας που ακολουθεί ορθολογικό τρόπο, με αποτέλεσμα η διακύμανση των τιμών να εξαρτάται από τη χρησιμότητα της κράτησης χρεογράφων που απολαμβάνουν οι επενδυτές. Επίσης μία μόδα είναι αυτή που στηρίζεται στην πεποίθηση, σε συναισθηματικούς παράγοντες και αποφάσεις που μπορεί να μην είναι ορθολογικές. Τότε, η διακύμανση των χρηματιστηριακών τιμών εξαρτάται από μαζικές αλλαγές στις πεποιθήσεις για τις μελλοντικές εσωτερικές αξίες των χρεογράφων. (Αλεξιάκης, Ξανθάκης, 2008)

### *Η Συμπεριφορά των επενδυτών*

Η σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου και οι οικονομικές κινήσεις ενός επενδυτή έχουν άμεση σχέση με τον επενδυτικό του χαρακτήρα. Ως επενδυτικοί χαρακτήρες αναφέρονται συνήθως τέσσερις.

Ο τύπος του πολύ συντηρητικού επενδυτή είναι αυτός ο οποίος δεν διακινδυνεύει καθόλου το κεφάλαιο του και ο στόχος του είναι η διατήρηση του. Για αυτό το λόγο συνήθως μπορεί να αποδέχεται και αποδόσεις μικρότερες του μέσου όρου. Το προφίλ του συντηρητικού επενδυτή έχει ως βασικό στόχο την αύξηση του κεφαλαίου του, αλλά πάντα εντός των πλαισίων μιας συντηρητικής στρατηγικής. Σκοπεύει στην αύξηση του ποσοστού των αξιών των μετοχών και αναζητά αποδόσεις συνήθως υψηλότερες από το μέσο όρο.

Ένας μετρίως επιθετικός επενδυτής στοχεύει στην μακροχρόνια αύξηση των κεφαλαίων του διαμέσου συνήθως της αύξησης του ποσοστού των επενδύσεών του. Απαιτείται να διαθέτει γνώση των αναλαμβανομένων κινδύνων και εμπειρία σε χρηματιστηριακές κινήσεις. Τέλος το προφίλ του επιθετικού επενδυτή έχει ως στόχο την



απόκτηση υψηλών κεφαλαιακών ωφελημάτων διαμέσου επενδύσεων κυρίως σε μετοχές. Απαιτείται να διαθέτει αυξημένη γνώση των αγορών και μεγάλη εμπειρία. Οι κινήσεις του περιλαμβάνουν τόσο ρευστά διαθέσιμα όσο και μετοχές ενώ κινείται επίσης και σε επενδύσεις παραγώγων προϊόντων. Αναλαμβάνει υψηλούς επενδυτικούς κινδύνους και αναζητά επιδόσεις πολύ υψηλότερες του μέσου όρου. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου ενός επιθετικού επενδυτή μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην αγορά. Αυτό είναι αποτέλεσμα της ισχυρής του άποψης ότι ο καλύτερος τρόπος για την αποκόμιση κερδών στις αγορές κεφαλαίου είναι η πραγματοποίηση συναλλαγών σε χρεόγραφα την κατάλληλη στιγμή.

Ο επενδυτικός χαρακτήρας καθορίζεται επίσης σημαντικά και από το ηλικιακό προφίλ του επενδυτή. Ανάλογα με την ηλικία του κάθε επενδυτής έχει διαφορετική επενδυτική συμπεριφορά σχετικά με τις οικονομικές συναλλαγές του. Έχει παρατηρηθεί ότι όσο αυξάνεται η ηλικία του επενδυτή εμφανίζεται συνήθως μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Πέραν της ηλικίας υφίστανται και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την επενδυτική συμπεριφορά όπως είναι ενδεικτικά η φορολογία των επενδύσεων, το εισόδημα του επενδυτή, τα κρατικά κίνητρα, άλλοι πολιτικοί παράγοντες, ψυχολογικοί παράγοντες, περιβαλλοντικοί παράγοντες, κοινωνικοί και οικογενειακοί παράγοντες, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, οι διεθνείς συγκυρίες και βέβαια οι γνώσεις του.

#### **1.4 Οι Διεθνείς Χρηματιστηριακές Αγορές**

Οι Διεθνείς Χρηματιστηριακές Αγορές αποτελούν ίσως την ισχυρότερη συνιστώσα της κεφαλαιαγοράς, καθώς η συνολική κεφαλαιοποίηση τους, δηλαδή η συνολική χρηματιστηριακή αξία των μετοχών που διαπραγματεύονται σε αυτές, ανέρχεται σε ποσά άνω των τριάντα τρισεκατομμυρίων Δολαρίων Αμερικής. Το μεγαλύτερο ποσοστό εξ αυτών υφίσταται στις χρηματιστηριακές αγορές των ανεπτυγμένων χωρών, για τι οποίες ακολουθεί μία σύντομη περιγραφή.

##### ***Η Χρηματιστηριακή Αγορά των Η.Π.Α.***

Οι Η.Π.Α. αποτελούν αναμφισβήτητα τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αγορά του κόσμου. Τα δύο κυριότερα χρηματιστήρια που λειτουργούν στη Νέα Υόρκη, είναι το New York Stock Exchange (NYSE), το οποίο είναι και το μεγαλύτερο χρηματιστήριο στον κόσμο και το American Stock Exchange (AMEX). Στα χρηματιστήρια αυτά εκτελούνται πάνω από το 80% των συνολικών συναλλαγών των Η.Π.Α.

Μικρότερα χρηματιστήρια υπάρχουν σε άλλες πόλεις όπως αυτό στις Βοστώνη, στη Φιλαδέλφεια, κ.λ.π. Τα χρηματιστήρια στις Η.Π.Α. λειτουργούν με βάση την αρχή του πλειστηριασμού (auction) αλλά με μερικές ιδιαιτερότητες. Συγκεκριμένα, οι εντολές των επενδυτών για αγορά ή πώληση μετοχών διοχετεύονται μέσω ενός κεντρικού χρηματιστή (specialist) εντός του χρηματιστηρίου, ο οποίος εκτελεί τις εντολές των πελατών των άλλων χρηματιστών αλλά παράλληλα εκτελεί χρηματιστηριακές πράξεις και για δικό του λογαριασμό. Απαγορεύεται όμως να δεχθεί εντολές απευθείας από τους επενδυτές.

Οι γνωστότεροι (αλλά όχι οι μόνοι) δείκτες τιμών στα αμερικανικά χρηματιστήρια είναι οι:

- *Dow Jones Industrial Average* ο οποίος αποτελείται από 30 από τις πιο μεγάλες βιομηχανικές εταιρείες που οι μετοχές τους χαρακτηρίζονται από τον όρο blue chip (υψηλής ποιότητας). Η επιλογή των μετοχών γίνεται από την εταιρεία Dow Jones & Company η οποία υπολογίζει και τον αντίστοιχο δείκτη. Για τον υπολογισμό του δείκτη αυτού χρησιμοποιείται ο τύπος στάθμισης με βάση την τιμή της κάθε μετοχής.
- *Standard and Poor's 500 Composite (S&P 500)* που περιλαμβάνει 500 εταιρείες που διαπραγματεύονται στο NYSE, στο Amex και στο NASDAQ. Οι μετοχές επιλέγονται από ειδική επιτροπή της εταιρείας Standard and Poor's με στόχο να αντιπροσωπεύουν τη γενική κατάσταση των αγορών μετοχικών τίτλων.

Αυξανόμενη σημασία στην αμερικανική αγορά έχει το σύστημα NASDAQ, το οποίο είναι απλώς ένα δίκτυο ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η αγορά αυτή λειτουργεί σύμφωνα με το σύστημα των Ειδικών Διαπραγματευτών (Market Makers). Στα NASDAQ διαπραγματεύονται οι μετοχές περισσότερων από 3.800 εταιρειών, ενώ στο NYSE πάνω από 2.300.

### ***Η Χρηματιστηριακή Αγορά του Καναδά***

Το Χρηματιστήριο του Τορόντο (Toronto Stock Exchange, TSX, πρώην TSE) είναι το μεγαλύτερο χρηματιστήριο στον Καναδά, το τρίτο μεγαλύτερο στη Βόρεια Αμερική και το έβδομο μεγαλύτερο στον κόσμο με βάση την κεφαλαιοποίηση. Βρίσκεται στη μεγαλύτερη πόλη του Καναδά, το Τορόντο, λειτουργεί ως θυγατρική του Ομίλου TMX Group για την διαπραγμάτευση των ανώτερων τίτλων των μετοχών. Ένα ευρύ φάσμα επιχειρήσεων από τον Καναδά, τις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ευρώπη και άλλες χώρες που εκπροσωπούνται εδώ. Εκτός από τα συμβατικά αξιόγραφα, γίνονται διαπραγματεύσεις και για αμοιβαία κεφάλαια, split μετοχές εταιρειών, εισοδήματα trust και επενδυτικά κεφάλαια. Το Χρηματιστήριο του Τορόντο είναι ο ηγέτης στον τομέα των ορυχείων και του πετρελαίου & του φυσικού αερίου. Οι περισσότερες εταιρείες ορυχείων, πετρελαίου και φυσικού αερίου είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Τορόντο από οποιοδήποτε άλλο χρηματιστήριο στον κόσμο.

Μέσα από ένα σχέδιο αναπροσαρμογής, το Χρηματιστήριο του Τορόντο κατέστη μοναδικός φορέας του Καναδά για τη διαπραγμάτευση και εμπορία των ανώτερων αξιογράφων. Το Bourse de Montréal / Montreal Exchange ανέλαβε την ευθύνη για τη διαπραγμάτευση των παραγώγων και τα Vancouver Stock Exchange και Alberta Stock Exchange συγχωνεύθηκαν για να σχηματίσουν το καναδικό Venture Exchange (CDNX) για τη διαχείριση των συναλλαγών των junior μετοχών.

Το 2000, το Χρηματιστήριο του Τορόντο έγινε κερδοσκοπική εταιρεία και το 2001, το ακρωνύμιο του άλλαξε σε TSX. Με βάση δεδομένα από τις 30 Δεκεμβρίου 2010 το νέο χρηματιστήριο θα είναι η δεύτερη μεγαλύτερη στον κόσμο, με χρηματιστηριακή αξία (κεφαλαιοποίηση) 48% μεγαλύτερο από το Nasdaq. Στις 9 Φεβρουαρίου 2011, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου ανακοίνωσε συμφωνία συγχώνευσης με τον όμιλο TMX Group, μητρική του Χρηματιστηρίου του Τορόντο, ελπίζοντας να δημιουργήσει μια συνδυασμένη οντότητα με κεφαλαιοποίηση 5,9 τρις δολάρια (£ 3.700 δισεκατομμύρια).

Σημαντικοί δείκτες τιμών που συμμετέχουν στο χρηματιστήριο του Καναδά αποτελούν οι:

- *S & P / TSX Composite Index* ο οποίος είναι ένας δείκτης τιμών των μετοχών από τις μεγαλύτερες εταιρείες στο Χρηματιστήριο του Τορόντο (TSX), που μετριέται με βάση την κεφαλαιοποίηση. Οι εισηγμένες εταιρείες αυτού του δείκτη αποτελούν περίπου το 70% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Αντικατέστησε τον προηγούμενο δείκτη TSE 300 index.

- *S & P / TSX 60 Index* που είναι ένας δείκτης τιμών που αφορά 60 μεγάλες εταιρείες. Συντηρείται από την Canadian S&P Index Committee, μονάδα της Standard & Poor's. Σε συνδυασμό με τον δείκτη S&P/TSX Completion Index αποτελεί τον S & P / TSX Composite Index.

Πολλές από τις μεγάλες εταιρείες που αναφέρονται στο TSX, ειδικά εκείνες που αφορούν τον δείκτη S & P / TSX 60 είναι διπλά καταχωρημένες σε ένα αμερικανικό χρηματιστήριο όπως αυτό της Νέας Υόρκης.

Το χρηματιστήριο του Τορόντο είναι το “σπίτι” όλων των «Big Five» εμπορικών τραπεζών του Καναδά -CIBC, Bank of Montreal, Bank of Nova Scotia, η Royal Bank of Canada και Toronto-Dominion Bank - καθιστώντας την ανταλλαγή το χρηματιστήριο για τον τραπεζικό τομέα της χώρας. Αυτό φάνηκε περισσότερο κατά τη διάρκεια των προτεινόμενων συγχωνεύσεων της Royal Bank of Canada και Bank of Montreal καθώς και CIBC και Toronto-Dominion Bank το 1998. Επίσης, αποτελεί ίσως την κυριότερη χρηματοοικονομική δραστηριότητα των μεγάλων εταιρειών ενέργειας.

### ***Η Χρηματιστηριακή Αγορά της Αγγλίας***

Η χρηματιστηριακή αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου είναι μικρότερη από τις αμερικάνικες αλλά είναι η πιο διεθνής, δεδομένου ότι πολλές ξένες εταιρείες εισάγουν τις μετοχές τους προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο του Λονδίνου. Η επίσημη ονομασία των χρηματιστηριακών αγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι “The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland”. Όπως λέει και το όνομα, κάτω από την ίδια ομπρέλα είναι όλα τα χρηματιστήρια στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και στη Δημοκρατία της Ιρλανδίας. (Χρηματιστήριο Δουβλίνου). Όμως οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται London Stock Exchange και εκτός του Δουβλίνου τα υπόλοιπα χρηματιστήρια μόνο τυπικά υπάρχουν.

Σημαντικοί δείκτες που συμμετέχουν στο χρηματιστήριο της Αγγλίας αποτελούν οι:

- *FTSE 30 και FTSE 100 Index* η οποίοι περιλαμβάνουν τις 30 και 100 αντίστοιχα μεγαλύτερες βρετανικές εταιρείες και είναι δείκτες ίσης στάθμισης. Καταρτίζονται από την εφημερίδα Financial Times και από ειδική επιτροπή του Χρηματιστηρίου.

- *FT All Shares Index* που περιλαμβάνει περίπου 900 βρετανικές και ξένες εταιρείες και η εξέλιξη των τιμών κάθε μετοχής σταθμίζεται από την κεφαλαιοποίησή της. Καταρτίζεται από την εφημερίδα Financial Times

Τον Οκτώβριο του 1986 το London Stock Exchange προχώρησε σε μία σειρά από θεσμικές αλλαγές, όπως η κατάργηση των προμηθειών ως σταθερό ποσοστό της αξίας συναλλαγής, αλλά κυρίως η κατάργηση της μεθόδου του πλειστηριασμού για τη διαμόρφωση των τιμών και η έναρξη αποκλειστικής εφαρμογής της μεθόδου των Ειδικών Διαπραγματευτών. Η προσαρμογή στις νέες συνθήκες αγοράς υπήρξε δύσκολη για τους παλιούς χρηματιστηριακούς οίκους και πολλοί απ' αυτούς χρεοκόπησαν ή εξαγοράστηκαν από ξένες εταιρείες.

### ***Η Χρηματιστηριακή Αγορά της Γαλλίας***

Η αγορά χρεογράφων στη Γαλλία αποτελείται από τρία επίπεδα:

- Την επίσημη αγορά
- Την δευτερεύουσα ή την παράλληλη αγορά
- Την «over the counter» αγορά

Πλην του Παρισιού επιτρέπονται τοπικές συναλλαγές στη Λυών, στη Μασσαλία, στο Νανσύ, στη Λιλ, στο Μπορντώ και στη Ναντ με την χρήση ενός ηλεκτρονικού συναλλακτικού συστήματος, του CAC, το οποίο αποτελεί ένα σύστημα διαβίβασης εντολών με αυτόματη λειτουργία.

Το νομοθετικό πλαίσιο της χρηματιστηριακής αγοράς της Γαλλίας καθορίζεται από τρεις λειτουργικές και ρυθμιστικές αρχές το συμβούλιο του χρηματιστηρίου αξιών, την εταιρεία των Γαλλικών χρηματιστηρίων και την επιτροπή αγοράς χρεογράφων.

Σημαντικοί δείκτες που συμμετέχουν στη χρηματιστηριακή αγορά της Γαλλίας αποτελούν οι *CAC-40*, *CAC-120*, και ο *CAC-250* οι οποίοι συμπεριλαμβάνουν και μετοχές από την παράλληλη αγορά.

### ***Η Χρηματιστηριακή Αγορά της Γερμανίας***

Η δομή της χρηματιστηριακής αγοράς της Γερμανίας συνίσταται σε οκτώ περιφερειακά χρηματιστηριακά κέντρα στη Φραγκφούρτη, το Ντίσελντορφ, τη Στουτγάρδη το Αμβούργο τη Βρέμη το Βερολίνο το Μόναχο και το Αννόβερο με σημαντικότερο αυτό της Φραγκφούρτης. Οι εντολές διαβιβάζονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος IBIS και οι τιμές καθορίζονται καθημερινά από χρηματομεσίτη, ο οποίος είναι υπεύθυνος για την αντιστοιχία των εντολών αγορά και πώλησης των χρεογράφων

Η αγορά χρεογράφων στη Γερμανία αποτελείται από τρία επίπεδα:

- Την επίσημη αγορά
- Την ελεγχόμενη αγορά
- Την ελεύθερη αγορά

Το ρυθμιστικό πλαίσιο της χρηματιστηριακής αγοράς της Γερμανίας καθορίζεται από την τοπική κυβέρνηση μόνο ως προς την έγκριση των μέτρων και το έλεγχο της εφαρμογής τους. Ουσιαστικά η χρηματιστηριακή αγορά της Γερμανίας είναι αυτοελεγχόμενη και αυτορυθμιζόμενη. Ο σημαντικότερος δείκτης στη χρηματιστηριακή αγορά της Γερμανίας είναι ο DAX, ο οποίος περιλαμβάνει τις 30 μεγαλύτερες γερμανικές εταιρείες, ενώ υφίστανται και οι δείκτες *DAXplus*, *CDAX*, *DivDAX*, *LDAX*, *MDAX*, *SDAX*, *TecDAX*, *VDAX* και *EuroStoxx 50*.

### **Η Χρηματιστηριακή Αγορά της Ιαπωνίας**

Η Ιαπωνία είναι από πλευράς κεφαλαιοποίησης η δεύτερη μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο. Αν και λειτουργούν 8 χρηματιστήρια, στα τρία από αυτά (Τόκιο, Οσάκα, Ναγκόγια) εκτελείται το 98% του συνόλου των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Η διαμόρφωση των τιμών γίνεται με το σύστημα του πλειστηριασμού και μάλιστα στην πλέον κλασική του μορφή.

Σημαντικοί δείκτες που συμμετέχουν στο χρηματιστήριο της Ιαπωνίας αποτελούν οι:

- *Nikkei* ο οποίος είναι ένας δείκτης ίσης στάθμησης και καταρτίζεται από ιδιωτική εταιρεία.

- *Tokyo Stock Exchange Price Index (TOPIX)* που καταρτίζεται από το χρηματιστήριο του Τόκιο. Περιλαμβάνει μεγάλο εύρος μετοχών και η εξέλιξη της τιμής των διαφόρων μετοχών που αποτελούν τον δείκτη σταθμίζεται με την κεφαλαιοποίηση της κάθε μετοχής. Για το λόγο αυτό, θεωρείται περισσότερο αντιπροσωπευτικός.

Οι Μετοχές που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Τόκιο διαχωρίζονται σε τρεις τομείς. Ο πρώτος τομέας περιλαμβάνει μετοχές μεγάλων εταιρειών, ο δεύτερος τομέας μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις ενώ ο τρίτος τομέας αποτελεί τη χρηματιστηριακή αγορά των μετοχών για αναδυόμενες και υψηλά αναπτυσσόμενες εταιρείες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 1.5 Η Χρηματιστηριακή Αγορά της Ελλάδας

Η ίδρυση της αρχικής χρηματιστηριακής αγοράς της Ελλάδας χρονολογείται μεταξύ των ετών 1870 – 1873 και επισημοποιήθηκε με την ίδρυση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 1876. Η ίδρυση του, μετά από μακροχρόνιες προεργασίες, επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία της χώρας. Ανταποκρίθηκε σθεναρά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση της. Παράλληλα, από τη σύσταση του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών.

Σημαντική στιγμή της σύγχρονης χρηματιστηριακής αγοράς της Ελλάδας αποτελεί η απόφαση της εισαγωγής των μετοχών του Χρηματιστηρίου στην Κύρια Αγορά, το 2000. Για το λόγο αυτό την ίδια χρονιά ιδρύθηκε η εταιρεία συμμετοχών με την επωνυμία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Ε.Χ.Α.Ε.). Το 2002 η εταιρεία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. συγχωνεύθηκε με απορρόφηση από την εταιρεία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε (Χ.Α.Α.). Η νέα εταιρεία ονομάστηκε ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.

Κύριοι στόχοι της εταιρείας είναι η οργάνωση, υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παραγωγών προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς, η προστασία του επενδυτικού κοινού καθώς και κάθε άλλη συναφής δραστηριότητα.

Η εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» είναι μία εταιρεία συμμετοχών και σκοπός της, σύμφωνα με το καταστατικό της, είναι η συμμετοχή σε εταιρείες οποιασδήποτε νομικής μορφής που αναπτύσσουν δραστηριότητες σχετικές με την υποστήριξη και λειτουργία οργανωμένων αγορών κεφαλαίου. Η Ε.Χ.Α.Ε. λειτουργεί ως η εταιρεία η οποία χαράσσει τη στρατηγική του Ομίλου και παρακολουθεί την πορεία της υλοποίησής της από τις εταιρείες τις οποίες ελέγχει. Ο Όμιλος Εταιρειών της Ε.Χ.Α.Ε. αποτελείται από τις εταιρείες Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε., την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί



Παραγώγων Α.Ε., το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε., την Ανάπτυξη Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε. και το Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης Χρηματιστηριακών Υπηρεσιών.

Σήμερα το Χ.Α.Α είναι Ανώνυμη Εταιρεία με μοναδικό μέτοχο την Ε.Χ.Α.Ε. Διοικείται από 11μελές Διοικητικό Συμβούλιο, τριετούς θητείας, το οποίο απαρτίζεται από εκπροσώπους του Υπουργείου Οικονομίας & Οικονομικών, των χρηματιστηριακών εταιρειών, των εργαζομένων στο Χ.Α., της Τράπεζας της Ελλάδος, της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών. Τα όργανα διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών αποτελούν το Διοικητικό Συμβούλιό του, ο Πρόεδρος του χρηματιστηρίου και η Γενική του Συνέλευση ενώ εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαμέσου ενός Κυβερνητικού Επόπτη που ορίζεται από το Υπουργείο Οικονομικών.

Οι δείκτες που συμμετέχουν στη χρηματιστηριακή αγορά της Ελλάδας, πλην του Γενικού Δείκτη, αποτελούν οι FTSE LARGE CAP, FTSE MID CAP, ο δείκτης μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, οι κλαδικοί δείκτες κ.α. Ο FTSE LARGE CAP αποτελεί το χρηματιστηριακό δείκτη των 25 μεγαλύτερων εταιριών του Χ.Α. ενώ ο FTSE MID CAP συμπεριλαμβάνει τις επόμενες 40. Η τοποθέτηση ή η αντικατάσταση μιας μετοχής από αυτούς τους δείκτες καθορίζεται από τους Βασικούς Κανόνες, όπως ονομάζονται, του Χ.Α.Α.

## **1.6. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι το αρμόδιο όργανο για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου ιδίων πόρων, λειτουργεί αποκλειστικά με σκοπό τη διασφάλιση του δημοσίου συμφέροντος και απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας.

Η λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν επιβαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό και οι πόροι της προέρχονται από τέλη και εισφορές που βαρύνουν τους εποπτευόμενους φορείς. Ο προϋπολογισμός της συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο

και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομικών. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απολαύουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας, δεσμευόμενα μόνον από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομικών. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καλείται τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς. Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας.

Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών. Τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η Αγορά Αξιών Χ.Α., η Αγορά Παραγώγων Χ.Α., και η ΕΧΑΕ ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και επί παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την έγκριση ενημερωτικών δελτίων όσον αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά. Επίσης, έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά.

Ως εθνική εποπτική αρχή, η Επιτροπή συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της. Είναι ενεργό μέλος της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς (Committee of European Securities Regulators - C.E.S.R.) και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς - IOSCO).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 1.7. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ή ΔΝΤ (International Monetary Fund ή IMF), είναι ένας διεθνής οργανισμός ο οποίος επιβλέπει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, παρακολουθεί τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα ισοζύγια πληρωμών και προσφέρει οικονομική και τεχνική βοήθεια όταν του ζητηθεί από κάποιο κράτος-μέλος. Το ΔΝΤ ιδρύθηκε στις 27 Δεκεμβρίου του 1945 στην Ουάσιγκτον με τη συμφωνία 29 Χωρών συνέβαλαν το 80% του κεφαλαίου του. Η ίδρυση του Οργανισμού αυτού είχε προετοιμαστεί κατά τη Διεθνή Νομισματική και Χρηματοδοτική Συνδιάσκεψη που συνήλθε στο Μπρέτον Γουντς, του Νιού Χαμσάιρ των ΗΠΑ, ενάμισι χρόνο πριν, από 1ης Ιουλίου μέχρι 22 Ιουλίου του 1944. Έδρα του Οργανισμού ορίστηκε η Ουάσιγκτον ως πρωτεύουσα κράτους-μέλους με το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής.

Κύριος σκοπός του οργανισμού είναι η προώθηση της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας μεταξύ των κρατών-μελών με ισόρροπη ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου. Για τον σκοπό αυτό προωθούνται συγκεκριμένα μέτρα, όταν κριθεί αναγκαίο λαμβάνονται ιδιαίτερα μέτρα, τα οποία ενδεικτικά περιλαμβάνουν την ενιαία διαδικασία ομαλής προσαρμογής κάθε κράτους μέλους στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τη διεθνή διαβούλευση σε περιπτώσεις σημαντικών μεταβολών των ακολουθουμένων συναλλαγματικών μεθόδων, την επιβολή κάποιων περιοριστικών συναλλαγματικών μέτρων και τέλος την άρση των ανωτέρω περιοριστικών μέτρων κατόπιν διαπιστωμένης βελτίωσης της οικονομικής θέσης του συγκεκριμένου κράτους-μέλους.

Ως μέλη του ΔΝΤ μπορούν να γίνουν δεκτά μόνο ελεύθερα και κυρίαρχα κράτη. Το 2000 τα μέλη του ΔΝΤ ανέρχονταν σε 182. Στα συστήματα παρακολούθησης των οικονομιών, συνεισφέρουν στατιστικά δεδομένα χωρίς να αποτελούν μέλη του, οι Παλαιστινιακές Αρχές, το Χονγκ Κονγκ και όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για την Ευρωζώνη και η Eurostat για όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Οποιαδήποτε χώρα μπορεί να αιτηθεί να γίνει μέλος του ΔΝΤ. Η αίτηση αφού εξεταστεί πρώτα από το Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ, το οποίο θα υποβάλει έκθεση στο Διοικητικό του Συμβούλιο παράλληλα με τις εισηγήσεις του. Οι εισηγήσεις αφορούν το

μερίδιο που αναλογεί στο υποψήφιο μέλος, τον τρόπο πληρωμής της συνδρομής και άλλους όρους ή προϋποθέσεις για ένταξη. Αφού το Διοικητικό Συμβούλιο εγκρίνει την έκθεση, η αιτούσα χώρα οφείλει να λάβει τα απαραίτητα νομικά μέτρα σύμφωνα με τη δική της νομοθεσία ώστε να μπορέσει να υπογράψει τη σχετική συμφωνία με το ΔΝΤ και να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της ως κράτος-μέλος. Το μερίδιο του κράτους- μέλους καθορίζει και τη συνδρομή που επιβάλλεται να πληρώνει, το ισχύ της ψήφου του και την πρόσβαση σε χρηματοδοτήσεις από το ΔΝΤ. Ένα μέλος δεν μπορεί μονομερώς να αυξήσει το μερίδιό του, καθώς η οποιαδήποτε αύξηση πρέπει πρώτα να εγκριθεί από το Εκτελεστικό Συμβούλιο του οργανισμού.

## 1.8 Ανακεφαλαίωση

Η ύπαρξη μιας αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί έναν πρωτογενή παράγοντα για την υγιή και επιτυχημένη πορεία μιας οικονομίας. Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση των τελευταίων ετών απέδειξε την κρισιμότητα της αγοράς αυτής, αλλά παράλληλα ανέδειξε τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι εποπτικές αρχές για την πρόβλεψη και τον έλεγχο τέτοιων καταστάσεων.

Ως εκ τούτου, είναι επιβεβλημένη ανάγκη για τις αρχές αυτές να αναδιαρθρώσουν τους κανόνες που διέπουν την αγορά αυτή. Επίσης, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ως ο βασικότερος συντελεστής της χρηματοοικονομικής αγοράς, οφείλουν, ίσως όσο ποτέ άλλοτε, να συμβαδίζουν με τους κανόνες αυτούς και να συμβάλλουν σε ότι τους αναλογεί στην ανάπτυξη της οικονομίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

#### 2.1 Εισαγωγή

Ως αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης της τραπεζικής αγοράς, της ελεύθερης κυκλοφορίας ανθρώπων, επιχειρήσεων και κεφαλαίων και των δυνατοτήτων που παρέχει η σύγχρονη τεχνολογία επικοινωνιών, οι έλληνες συναλλασσόμενοι μπορούν σήμερα να αναζητούν και να επιλέγουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες από έναν πολύ μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων και τους ανά τον κόσμο ανταποκριτές ή συνεργάτες τους. Στοιχεία για τις κατηγορίες φορέων παροχής τραπεζικών υπηρεσιών στην Ελλάδα δημοσιεύει τακτικά η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ). Οι πιο πρόσφατες σχετικές δημοσιεύσεις αναφέρουν ότι τα τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες προσφέρονται σήμερα στην Ελλάδα ανέρχονται σε 487, έναντι 466 το προηγούμενο έτος,

Τους οργανισμούς αυτούς η ΤτΕ ταξινομεί ως εξής:

- 52 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα
- 374 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ), που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες χωρίς επί τόπου παρουσία τους και
- 61 λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το μετοχολόγιο των δώδεκα (12) εισηγμένων το 2012, στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), εμπορικών τραπεζών, αποτελούνταν από ιδιώτες, έλληνες και ξένους θεσμικούς επενδυτές, ασφαλιστικά ταμεία, καθώς και φορείς του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Χαρακτηρίστηκε από έντονη διασπορά, καθώς και από ενισχυμένη διαπραγματευσιμότητα σε καθημερινή βάση.

Εντός του 2011 συνεχίστηκε με μεγάλη ένταση η αρνητική πορεία των τιμών των μετοχών του τραπεζικού κλάδου, αλλά και των υπολοίπων κλάδων του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα σειράς παραγόντων, όπως, μεταξύ άλλων, το δυσμενές επενδυτικό κλίμα που έχει διαμορφωθεί στην Ελλάδα εξαιτίας της δημοσιονομικής κρίσης και της επίπτωσης που αυτή έχει στην κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων στο

ΧΑ, η ανησυχία για τη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς και η αβεβαιότητα σχετικά με τις επιπτώσεις στα οικονομικά μεγέθη των τραπεζών από τη συμμετοχή τους στο εθελοντικό πρόγραμμα ανταλλαγής των κρατικών ομολόγων.

Ωστόσο, εν μέσω του αβέβαιου οικονομικού και πολιτικού κλίματος, το πρώτο τρίμηνο του 2012 ο χρηματιστηριακός δείκτης των τραπεζών κατέγραψε σημαντική αύξηση σε σχέση με το τέλος του 2011, γεγονός που αντιστοιχούσε στις θετικές προσδοκίες για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας και κατ' επέκταση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Αυτό αποτέλεσε συνέχεια της έγκρισης του δεύτερου προγράμματος για τη χρηματοδοτική στήριξη της χώρας και την παροχή διευκρινίσεων γύρω από ορισμένα σημαντικά θέματα σχετικά με τις τεχνικές λεπτομέρειες της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα αναλυθεί το τραπεζικό σύστημα και οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο τράπεζες. Επίσης, θα γίνει ιδιαίτερη μνεία σε εποπτικούς φορείς και αρχές όπως η Τράπεζα της Ελλάδος, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή.

## **2.2 Η Τράπεζα της Ελλάδος**

Η Τράπεζα της Ελλάδος αποτελεί την κεντρική τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927 βάσει ενός Παραρτήματος του Πρωτοκόλλου της Γενεύης και άρχισε να λειτουργεί τον Μάιο του 1928. Έχει συσταθεί με τη μορφή ανωνύμου εταιρείας. Ως έδρα της ορίζεται από το Καταστατικό της η Αθήνα, ενώ διατηρεί 17 υποκαταστήματα, 35 πρακτορεία και 9 θυρίδες σε όλη την Ελλάδα.

Από τον Ιανουάριο 2001 η Τράπεζα της Ελλάδος αποτελεί αναπόσπαστο μέλος του Ευρωσυστήματος, που απαρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ. Έκτοτε η Τράπεζα της Ελλάδος συμβάλλει με τη δράση της στην επίτευξη των στόχων και την εκτέλεση των καθηκόντων του Ευρωσυστήματος, το οποίο χαράσσει και εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι αρμόδια για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος στην Ελλάδα και τη διαφύλαξη της σταθερότητας του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ως πρωταρχικός της σκοπός, ο οποίος ορίζεται από το

Καταστατικό της, αποτελεί η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Στο βαθμό που δεν επηρεάζεται η επίτευξη του πρωταρχικού της σκοπού, η Τράπεζα στηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική της ελληνικής κυβέρνησης. Κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων της, έχει κατοχυρωθεί η θεσμική, προσωπική και λειτουργική ανεξαρτησία της, αλλά και η άσκηση δημοκρατικού ελέγχου εκ μέρους της Βουλής των Ελλήνων.

Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας διακρίνονται σε αυτές που εντάσσονται στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και σε άλλες αρμοδιότητες, και συνοπτικά είναι οι εξής:

#### Αρμοδιότητες στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος

- Συμμετέχει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ και την εφαρμόζει στην Ελλάδα.
- Διαχειρίζεται για λογαριασμό της ΕΚΤ μέρος των σε συνάλλαγμα και χρυσό διαθεσίμων της τελευταίας, σύμφωνα με τις οδηγίες της ΕΚΤ.
- Ασκεί την επίβλεψη των συστημάτων και των μέσων πληρωμών, με σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας, της αξιοπιστίας και της αποδοτικότητάς τους. Στο πλαίσιο της αρμοδιότητας αυτής, παρακολουθεί και επιβλέπει, μεταξύ άλλων, το σύστημα πληρωμών ΔΙΑΣ και το Γραφείο Συμψηφισμού Αθηνών. Από τις 19 Μαΐου 2008, συμμετέχει στο Target2, το νέο διευρωπαϊκό σύστημα ταχείας μεταφοράς κεφαλαίων και διακανονισμού σε συνεχή χρόνο.
- Προωθεί ρυθμίσεις για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αποτελεσματική διαχείριση χρηματοπιστωτικών κρίσεων.
- Συλλέγει στατιστικά στοιχεία από νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (δηλαδή, τις τράπεζες και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων).
- Εκδίδει τραπεζογραμμάτια ευρώ, τα οποία κυκλοφορούν ως νόμιμο χρήμα, μετά από έγκριση της ΕΚΤ, και είναι αρμόδια για την κυκλοφορία και διαχείριση των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ στην Ελλάδα.
- Φροντίζει για την προμήθεια των αναγκαίων ποσοτήτων ανά αξία, είτε από το Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών (ΙΕΤΑ), είτε από διασυνοριακές χρηματοποστολές, καθώς και για την ασφαλή αποθήκευση, διακίνηση και την



επανακυκλοφορία ή την καταστροφή τους και μεριμνά για τον ομαλό εφοδιασμό της οικονομίας.

#### Άλλες Αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος

- Εποπτεύει τα πιστωτικά ιδρύματα καθώς και ορισμένες κατηγορίες επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας.
- Εποπτεύει και ελέγχει τις ασφαλιστικές εταιρείες και τις εταιρείες αντασφάλισης καθώς και τους διαμεσολαβητές στις ασφαλίσεις.
- Έχει την ευθύνη για τη διαχείριση και τη λειτουργία του Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Αυλοι Τίτλοι).
- Έχει την ευθύνη της λειτουργίας της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ).
- Κατέχει και διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας στα οποία περιλαμβάνονται τα σε συνάλλαγμα και χρυσό διαθέσιμα της Τράπεζας της Ελλάδος και του Ελληνικού Δημοσίου.
- Εξυπηρετεί το Ελληνικό Δημόσιο ως ταμίας και εντολοδόχος του.
- Καταρτίζει και δημοσιεύει στατιστικά στοιχεία που αφορούν την ελληνική οικονομία και διενεργεί εξειδικευμένες στατιστικές έρευνες.
- Δημοσιεύει εκθέσεις και διεξάγει ερευνητικό έργο στο πλαίσιο της παρακολούθησης και ανάλυσης της οικονομικής συγκυρίας και της νομισματικής πολιτικής.

Διοικητής της από το 2008 είναι ο Γεώργιος Προβόπουλος. Ο Διοικητής της Τράπεζας επιλέγεται από το Γενικό Συμβούλιο της Τράπεζας και μετά από έγκριση του Υπουργικού Συμβουλίου και η θητεία του, όπως και των Υποδιοικητών, είναι εξαετής. Διοικητής της τράπεζας υπήρξε και ο Λουκάς Παπαδήμος, ο οποίος ανέλαβε την πρωθυπουργία της Ελλάδος το Νοέμβριο του 2011.

### **2.3 Η Ένωση Ελληνικών Τραπεζών**

Η Ελληνική Ένωση Τραπεζών (ΕΕΤ) αποτελεί τον φορέα εκπροσώπησης των ελληνικών και ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα. Ιδρύθηκε το 1928 και είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Εκφράζει τις θέσεις των τραπεζών-μελών της, παρεμβαίνει συμβουλευτικά στη ρυθμιστική διαδικασία, συμμετέχει στη λήψη αποφάσεων σε νομοπαρασκευαστικές ή τεχνικές επιτροπές σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο και συνεργάζεται με φορείς και ενώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα άλλων χωρών στο πλαίσιο διμερούς ή πολυμερούς συνεργασίας. Στόχος της είναι ο συλλογικός εκσυγχρονισμός των τραπεζών-μελών της και η συνολική ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η ΕΕΤ αριθμεί σήμερα 22 τράπεζες-μέλη, 14 τακτικά και 8 συνδεδεμένα, με περισσότερους από 56.000 άμεσα απασχολούμενους τραπεζοϋπαλλήλους προσωπικό σήμερα, 3.500 τραπεζικά καταστήματα, 6.500 Αυτόματες Ταμειολογιστικές Μηχανές (ΑΤΜ) και με δραστηριοποίηση σε 16 τραπεζικές αγορές του εξωτερικού μέσω θυγατρικών τραπεζών και υποκαταστημάτων, με περισσότερα από 2.900 τραπεζικά καταστήματα, 4.400 ΑΤΜ και σχεδόν 40.000 απασχολούμενο προσωπικό.

Η Ελληνική Ένωση Τραπεζών δεν αποτελεί τράπεζα, δεν ασκεί οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση τραπεζική εργασία, ούτε διατηρεί κεφάλαια για λογαριασμό των μελών της ή του κοινού. Δεν αποτελεί εποπτική αρχή των τραπεζών, δεν επιβάλλει κανόνες κανονιστικής συμμόρφωσης και δεν είναι εργοδοτική ένωση ούτε συνάπτει συλλογικές συμβάσεις εργασίας.

## **2.4 Εισηγμένες Ελληνικές Τράπεζες**

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιαστούν συνοπτικά οι κυριότερες ελληνικές τράπεζες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών.

### ***Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.***

Η Εθνική Τράπεζα ιδρύθηκε το 1841 και αποτέλεσε την πρώτη τράπεζα του νεοελληνικού κράτους, με καθοριστική συνεισφορά στην οικονομική ζωή του τόπου σε αυτά τα 170 χρόνια ιστορίας της. Σήμερα η Εθνική ηγείται του μεγαλύτερου και ισχυρότερου Ομίλου

χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα, με δυναμική παρουσία στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Ανατολική Μεσόγειο. Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1880. Με 170 χρόνια επιτυχούς και αδιάλειπτης λειτουργίας στον οικονομικό βίο της χώρας, η Τράπεζα έχει εξελιχθεί σε ένα σύγχρονο και ολοκληρωμένο όμιλο εταιρειών παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καλύπτοντας έτσι τις συνεχώς διευρυνόμενες ανάγκες των πελατών της. Από τον Οκτώβριο 1999, η μετοχή της Τράπεζας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στο πλαίσιο του στρατηγικού της προσανατολισμού στην αγορά της ΝΑ Ευρώπης, η ΕΤΕ εξαγόρασε, εντός του 2006, τη Finansbank στην Τουρκία και τη Vojvodjanska Banka στη Σερβία.

Η Εθνική προσφέρει ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών που ανταποκρίνονται στις συνεχώς μεταβαλλόμενες ανάγκες επιχειρήσεων και ιδιωτών. Με 511 καταστήματα και 1.348 ΑΤΜ, διαθέτει ένα πλήρες δίκτυο εξυπηρέτησης, καλύπτοντας ολόκληρη τη γεωγραφική έκταση της Ελλάδας, ενώ παράλληλα αναπτύσσει εναλλακτικά δίκτυα πώλησης των προϊόντων της, όπως οι υπηρεσίες Mobile και Internet Banking. Σήμερα, το Δίκτυο της Τράπεζας στο εξωτερικό περιλαμβάνει 1.184 μονάδες και απασχολεί 35.078 εργαζόμενους, εξυπηρετώντας μια αγορά 125 εκατομμυρίων κατοίκων. Στον Πίνακα 2.1 φαίνονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του ομίλου για τα έτη 2011-2012.

**Πίνακας 2.1**

**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Εθνικής (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2012	2011
Σύνολο ενεργητικού	104.799	106.732
Ίδια κεφάλαια	-2.130	-723
Απαιτήσεις κατά πελατών (προ προβλέψεων)	70.509	72.432
Υποχρεώσεις προς πελάτες	58.722	59.544
Σύνολο εσόδων	3.373	4.372
Λειτουργικά έξοδα	2.335	2.541
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	2.532	2.185
Καθαρά κέρδη/ζημιές μετόχων ΕΤΕ (προ απομειώσεων)	-2.139	-12.344
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	3,74%	3,73%
Δάνεια : Καταθέσεις	107%	109%

Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (*)	9,0%	8,3%
--	------	------

(\*) Προσαρμοσμένος με βάση την ανακεφαλαιοποίηση από το Τ.Χ.Σ.

Πηγή: <http://www.nbg.gr/wps/portal/el/THE-GROUP/The-Bank/content/financial-highlights>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ***Η Τράπεζα Πειραιώς***

Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916. Για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική Τράπεζα και το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Από το Δεκέμβριο του 1991 που ιδιωτικοποιήθηκε έχει παρουσιάσει μεγάλη ανάπτυξη εργασιών, μεγεθών και δραστηριοτήτων.

Σήμερα, μετά τις εξαγορές της «υγιούς» ΑΤΕbank και της Γενικής Τράπεζας, των εγχώριων τραπεζικών δραστηριοτήτων των Τραπεζών Κύπρου, Cyprus Popular Bank και Ελληνικής Τράπεζας και την εξαγορά της Millennium Bank Ελλάδας στο τέλος Απριλίου 2013 (αναμένονται οι σχετικές εποπτικές εγκρίσεις), το pro-forma για ανακεφαλαιοποίηση ποσού €8,4 δις. και τη Millennium Bank, συνολικό ενεργητικό του Ομίλου Πειραιώς φτάνει τα €99,1 δις. οι χορηγήσεις μετά από προβλέψεις τα €64,9 δις. και οι καταθέσεις πελατών τα €56,3 δις. (pro-forma στοιχεία Μαρ.2013). Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς απασχολεί συνολικά 24.756 εργαζόμενους, ενώ το σύνολο του δικτύου καταστημάτων αριθμεί 1.750 μονάδες, με παρουσία σε 10 χώρες συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας. Η Τράπεζα Πειραιώς είναι σήμερα η κορυφαία τράπεζα στην Ελλάδα με μερίδιο αγοράς περίπου 29% σε δάνεια και καταθέσεις.

Παράλληλα με την οργανική της ανάπτυξη κατά τις δεκαετίες του 1990 και 2000, η Τράπεζα Πειραιώς υλοποίησε μία σειρά στρατηγικών κινήσεων, με σκοπό την εδραίωσή της στην εγχώρια αγορά. Επίσης, από το 2005, ο Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς υλοποιώντας τη στρατηγική επέκτασής του στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου προχώρησε σε εξαγορές τραπεζών στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στην Ουκρανία και την Κύπρο.

Η Τράπεζα Πειραιώς ηγείται ενός Ομίλου επιχειρήσεων που καλύπτουν το σύνολο των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα (universal bank). Η Τράπεζα Πειραιώς διαθέτει ιδιαίτερη τεχνογνωσία στο χώρο των μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεων, στον αγροτικό τομέα μετά την εξαγορά της ΑΤΕbank, στην καταναλωτική-στεγαστική πίστη, στο green banking, στην παροχή υπηρεσιών κεφαλαιαγοράς και επενδυτικής τραπεζικής, καθώς και στην αγορά της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Το σύνολο αυτών των υπηρεσιών προσφέρονται τόσο μέσα από το εκτεταμένο δίκτυο των περίπου 1.300 καταστημάτων και περίπου 2.400 ΑΤΜ του Ομίλου στην Ελλάδα, όσο

και από το ηλεκτρονικό δίκτυο τραπεζικής της winbank. Η τελευταία δημιουργήθηκε στις αρχές του 2000 ως η πρώτη ολοκληρωμένη υπηρεσία ηλεκτρονικής τραπεζικής στην Ελλάδα, έχει λάβει όλα αυτά τα χρόνια σημαντικό αριθμό βραβείων και διακρίσεων αποδεικνύοντας το υψηλό επίπεδο παρεχόμενων υπηρεσιών της ενώ παράλληλα έχει εντάξει στην πλατφόρμα τις περισσότερες θυγατρικές του Ομίλου. Στον Πίνακα 2.2 παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του Ομίλου Πειραιώς για τα έτη 2011-2012.

**Πίνακας 2.2**

**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Πειραιώς (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2012	2011
Σύνολο ενεργητικού	79.106	49.352
Ίδια κεφάλαια	5.589	-1.940
Απαιτήσεις κατά πελατών (προ προβλέψεων)	50.573	37.211
Υποχρεώσεις προς πελάτες	36.971	22.134
Σύνολο εσόδων	2.217	1.222
Λειτουργικά έξοδα	909	823
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	5.961	2.690
Καθαρά κέρδη/ζημίες μετόχων ΠΕΙΡ	-513	-6.617
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	-	2,5%
Δάνεια : Καταθέσεις	116%	156%
Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας	12,2%	8,7%

Πηγή: [http://www.piraeusbankgroup.com/~media/Com/Piraeus-Bank-Documents/Enimerosi-Ependiton/Etisies-Ekthesis/2012/PB\\_EE\\_gr.ashx](http://www.piraeusbankgroup.com/~media/Com/Piraeus-Bank-Documents/Enimerosi-Ependiton/Etisies-Ekthesis/2012/PB_EE_gr.ashx)

Άξονες της πολιτικής του Ομίλου Πειραιώς σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα αποτελούν η διασφάλιση της ρευστότητας, της κεφαλαιακής επάρκειας και της ποιότητας δανείων, η επίτευξη υψηλής αποτελεσματικότητας με συγκράτηση του λειτουργικού κόστους, καθώς και η ομαλή ενοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων που αποκτήθηκαν πρόσφατα στην Ελλάδα με επίτευξη σημαντικών συνεργειών. Η Τράπεζα Πειραιώς θα συνεχίσει να εστιάζει στις υπηρεσίες προς μεσαίες και μικρές επιχειρήσεις, στον αγροτικό τομέα, καθώς και στη λιανική τραπεζική, όπου κατέχει ισχυρή τεχνογνωσία. Ως μια από τις συστημικές τράπεζες στην Ελλάδα, η Τράπεζα Πειραιώς παίρνει πρωτοβουλίες για την υποστήριξη υγιών

επιχειρηματικών σχεδίων και τη μεταστροφή της ελληνικής οικονομίας σε ένα σύγχρονο μοντέλο διατηρήσιμης ανάπτυξης.

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς, συνδυάζοντας επιχειρηματική ανάπτυξη και κοινωνική ευθύνη, προάγει συστηματικά τις σχέσεις του με τους κοινωνικούς εταίρους του μέσω ειδικών δράσεων, ενώ ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην προστασία του φυσικού, αλλά και του πολιτιστικού περιβάλλοντος. Η Τράπεζα Πειραιώς αναγνωρίζει ότι οι ενεργειακές πηγές δεν είναι ανεξάντλητες και θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με υπεύθυνο τρόπο. Η συμβολή της Τράπεζας στην προστασία του περιβάλλοντος έχει δύο διαστάσεις: την εσωτερική διάσταση η οποία αναφέρεται στις προσπάθειες της Τράπεζας να μετριάσει τις λειτουργικές περιβαλλοντικές επιπτώσεις της και την εξωτερική διάσταση η οποία αντανακλάται στις προσπάθειες της Τράπεζας για αύξηση της περιβαλλοντικής συνείδησης των πελατών της και για την προώθηση φιλικών προς το περιβάλλον επενδύσεων. Η Τράπεζα Πειραιώς έχει αναπτύξει σημαντική παρουσία στον τομέα της Πράσινης Τραπεζικής, με εξειδικευμένα καταστήματα αλλά και προϊόντα για ιδιώτες και επιχειρήσεις. Ταυτόχρονα, η Τράπεζα λειτουργεί μέσω του Πολιτιστικού της Ιδρύματος σειρά θεματικών μουσείων ανά την Ελλάδα, το οποίο αναπτύσσεται διαρκώς και το οποίο έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει στην ελληνική περιφέρεια, με ουσιαστικό και αποτελεσματικό τρόπο, πολιτιστικές δραστηριότητες υψηλών προδιαγραφών.

### ***H Alpha Bank A.E.***

Η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 από τον Ιωάννη Φ. Κωστόπουλο, όταν δημιούργησε μία εμπορική επιχείρηση στην Καλαμάτα. Το 1918 το τραπεζικό τμήμα του οίκου "Ι. Φ. Κωστοπούλου" μετονομάστηκε σε "Τράπεζα Καλαμών". Το 1924 η έδρα της μεταφέρθηκε στην Αθήνα, και η Τράπεζα ονομάστηκε "Τράπεζα Ελληνικής Εμπορικής Πίστεως". Το 1947 η επωνυμία άλλαξε σε "Τράπεζα Εμπορικής Πίστεως", αργότερα, το 1972 σε "Τράπεζα Πίστεως" και τέλος τον Μάρτιο του 1994 σε Alpha Τράπεζα Πίστεως.

Η Τράπεζα γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη τις τελευταίες δεκαετίες. Πέρα από την προσφορά απλών τραπεζικών υπηρεσιών και προϊόντων, εξελίχθηκε σε έναν ολοκληρωμένο Όμιλο παροχής οικονομικών υπηρεσιών. Το 1999 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τραπεζής. Στις 11 Απριλίου 2000 εγκρίθηκε η συγχώνευση της

Ιονικής Τραπέζης με απορρόφηση από την Alpha Τράπεζα Πίστωσης. Η νέα διευρυμένη Τράπεζα που προέκυψε από την συγχώνευση ονομάζεται Alpha Bank.

Την 1 Φεβρουαρίου 2013, σε συνέχεια της συμφωνίας εξαγοράς της Εμπορικής Τραπέζης την 16 Οκτωβρίου 2012 από την Alpha Bank Α.Ε. μετά της Crédit Agricole S.A. και της λήψεως των οικείων κανονιστικών εγκρίσεων από τις Ελληνικές και Κυπριακές Κεντρικές Τράπεζες και Επιτροπές Ανταγωνισμού, το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής μεταβιβάστηκε από την Crédit Agricole στην Alpha Bank. Στον Πίνακα 2.3 παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη της Alpha Bank για τα έτη 2010-2011.

### Πίνακας 2.3

#### Βασικά μεγέθη της Alpha Bank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)

	2011	2010
Σύνολο ενεργητικού	59.148	66.798
Ίδια κεφάλαια	1.417	5.211
Απαιτήσεις κατά πελατών (προ προβλέψεων)	49.747	51.525
Υποχρεώσεις προς πελάτες	29.399	38.293
Σύνολο εσόδων	2.284	2.250
Λειτουργικά έξοδα	1.096	1.148
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	-	-
Καθαρά κέρδη/ζημιές	1.187	1.101
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	2,8%	2,7%
Δάνεια : Καταθέσεις	169%	134%
Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας	5,5%	13,6%

Πηγή: <http://www.alpha.gr/page/default.asp?la=1&id=9>

Σήμερα, η Alpha Bank είναι μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα. Οι δραστηριότητές της καλύπτουν ολόκληρο το φάσμα των οικονομικών υπηρεσιών. Αναγνωρίζεται ως πρωτοπόρος στην εισαγωγή νέων ηλεκτρονικών υπηρεσιών, όπως είναι το Alphaphone για τραπεζικές υπηρεσίες μέσω τηλεφώνου, το Alphaline για τραπεζικές συναλλαγές μέσω υπολογιστή, το Alpha Web Banking για τραπεζικές συναλλαγές μέσω Internet, και το Alpha Mobile Banking για τραπεζικές συναλλαγές μέσω κινητού τηλεφώνου.



Αναπτύσσει επίσης τις υπηρεσίες της και στον τομέα της ναυτιλίας και δημιουργεί νέους πολυδιάστατους λογαριασμούς καταθέσεων και σύγχρονους λογαριασμούς χορηγήσεων.

### ***Η Τράπεζα Eurobank Ergasias A.E.***

Η Eurobank ιδρύθηκε το 1990 με αρχική επωνυμία Ευρωεπενδυτική Τράπεζα Α.Ε. και ειδίκευση στους τομείς της επενδυτικής τραπεζικής και του private banking. Η Eurobank πλέον αποτελεί έναν τραπεζικό οργανισμό, με σύνολο ενεργητικού € 64,5 δισ. που προσφέρει τραπεζικές υπηρεσίες σε οκτώ χώρες. Πέραν της δυναμικής της παρουσίας στην Ελλάδα, η Eurobank κατατάσσεται μεταξύ των ηγετικών τραπεζών στη Βουλγαρία, τη Ρουμανία και τη Σερβία, διακρίνεται στον τομέα Διαχείρισης Περιουσίας στην Κύπρο, το Λουξεμβούργο και το Λονδίνο και διαθέτει παρουσία στην Ουκρανία.

Η Eurobank προσφέρει πλήρες φάσμα τραπεζικών και χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Δραστηριοποιείται, μεταξύ άλλων, στην Τραπεζική Ιδιωτών Πελατών, την Τραπεζική Επιχειρήσεων, την Επενδυτική Τραπεζική και τη Διαχείριση Περιουσίας και προσφέρει εξειδικευμένη εξυπηρέτηση σε κάθε πελάτη, αντλώντας από τη συνδυαστική γνώση και εμπειρία των στελεχών του σε όλο το γεωγραφικό εύρος παρουσίας του. Ως επιστέγασμα της ποιότητας των παρεχόμενων προϊόντων και υπηρεσιών του, η Eurobank αποσπά κάθε χρόνο σειρά διακρίσεων στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Η συνεχής προσπάθεια για την ενίσχυση του οικονομικού περιβάλλοντος, παράλληλα με την καλλιέργεια ενός ανοιχτού διαλόγου με τα ενδιαφερόμενα μέρη και την ενεργή συμμετοχή και συνεισφορά του Οργανισμού στην κοινωνία συνθέτουν την εταιρική υπευθυνότητα της Eurobank. Ειδικότερα, η εταιρική υπευθυνότητα του Ομίλου υλοποιείται μέσα από τέσσερις άξονες δράσης:

- Την ανταλλαγή απόψεων με τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholder dialogue) μέσα από δράσεις και πρωτοβουλίες που αναδεικνύουν τα προβλήματα και παράλληλα προωθούν τις κατάλληλες, για την εποχή, λύσεις.
- Την ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης, μέσα από την οποία διασφαλίζεται η διαφάνεια και η χρηστή λειτουργία του Οργανισμού.
- Την κοινωνική συνεισφορά σε καίριους τομείς των τοπικών κοινωνιών, όπου δραστηριοποιείται ο Όμιλος.

- Τη φροντίδα για το περιβάλλον, με στόχο την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και τη συμβολή στην αειφόρο ανάπτυξη.

Στον Πίνακα 2.4 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του Ομίλου Eurobank για τα έτη 2010-2011.

**Πίνακας 2.4**

**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Eurobank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2011	2010
Σύνολο ενεργητικού	76.822	87.188
Ίδια κεφάλαια	875	6.094
Απαιτήσεις κατά πελατών	48.094	56.268
Υποχρεώσεις προς πελάτες	32.459	44.435
Σύνολο εσόδων	2.326	2.730
Λειτουργικά έξοδα	1.198	1.280
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	1.333	1.273
Καθαρά κέρδη/ζημίες	-5.496	84
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	2,54%	2,63%
Δάνεια : Καταθέσεις	148%	124%
Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας	12,0%	11,7%

Πηγή: [http://www.eurobank.gr/Uploads/pdf/Annual%20Report%202011\\_greek.pdf](http://www.eurobank.gr/Uploads/pdf/Annual%20Report%202011_greek.pdf)

Καθ' όλη τη διάρκεια της ιστορικής της διαδρομής και σε όλες τις χώρες παρουσίας της, η Eurobank, συνδυάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα με δράσεις ευθύνης έναντι των κοινωνικών της εταίρων, στους οποίους συμπεριλαμβάνονται οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι μέτοχοι, η κοινωνία, στο σύνολό της, και το περιβάλλον. Η Παιδεία, ο Πολιτισμός, η Κοινωνική Αλληλεγγύη και η προστασία του Περιβάλλοντος είναι οι μακροχρόνιοι πυλώνες εταιρικής ευθύνης της Τράπεζας. Πέραν αυτών, στην τρέχουσα οικονομική συγκυρία η Eurobank υλοποιεί πρωτοβουλίες για την καινοτομία και την επιχειρηματική εξωστρέφεια συμβάλλοντας στην ανάδειξη της σύγχρονης επιχειρηματικότητας σε πρωταρχικό παράγοντα για την έξοδο από την κρίση και την επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας, αλλά και στην ανάπτυξη των οικονομιών σε όλες τις χώρες παρουσίας της.

### **Η Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.**

Η Εμπορική Τράπεζα αποτελεί έναν ιστορικό χρηματοπιστωτικό οργανισμό, ο οποίος για περισσότερα από 100 χρόνια έχει δυναμική παρουσία στην ελληνική οικονομία.

Η ζωή της Εμπορικής Τράπεζας αρχίζει ουσιαστικά το 1886, χρόνο κατά τον οποίο ο ιδρυτής της, Γρηγόριος Εμπεδοκλής, προχωρεί στην ίδρυση του Τραπεζικού Γραφείου "Γρ. Εμπεδοκλής", το οποίο το 1896 μετατράπηκε σε τράπεζα. Το 1907 ιδρύεται η Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος με επικεφαλής το Γρηγόρη Εμπεδοκλή, έπειτα από μετατροπή της "Τράπεζας Γρ. Εμπεδοκλέους" σε ανώνυμη εταιρεία. με την επωνυμία «Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. Τον ίδιο χρόνο εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Από τότε η Τράπεζα πέρασε από πολλές φάσεις για να καταλήξει σήμερα να είναι ένα από τα μεγαλύτερα τραπεζικά ιδρύματα στην Ελλάδα και να έχει συνεχή, γόνιμη και ενεργό συμμετοχή στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και στον εκσυγχρονισμό της τραπεζικής αγοράς στη χώρα μας.

Στον Πίνακα 2.5 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του Ομίλου Ομίλου Εμπορικής Τράπεζας για τα έτη 2010-2011.

**Πίνακας 2.5**  
**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Εμπορικής Τράπεζας (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2011	2010
Σύνολο ενεργητικού	21.724	26.776
Ίδια κεφάλαια	920	943
Απαιτήσεις κατά πελατών (προ προβλέψεων)	19.111	21.293
Υποχρεώσεις προς πελάτες	11.262	12.245
Σύνολο εσόδων	1.258	1.450
Λειτουργικά έξοδα	2.456	2.730
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	1.322	1.027
Καθαρά κέρδη/ζημίες	-3.300	-1.547
Δάνεια : Καταθέσεις	170%	174%
Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας	10,48%	12,7%

Πηγή:[http://www.emporiki.gr/files/GR/Investor\\_Results/annual/annual\\_2011/dff/1211\\_group\\_notes\\_\(greek\).pdf](http://www.emporiki.gr/files/GR/Investor_Results/annual/annual_2011/dff/1211_group_notes_(greek).pdf)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Με περισσότερους από 4.000 εργαζόμενους και δίκτυο 320 καταστημάτων στην Ελλάδα και την Κύπρο, η Εμπορική Τράπεζα προσφέρει ένα ευρύ φάσμα καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών, που ανταποκρίνονται στις σύγχρονες αποταμιευτικές, χρηματοδοτικές και επενδυτικές ανάγκες των πελατών της. Από την 1η Φεβρουαρίου 2013, η Εμπορική Τράπεζα ανήκει στον Όμιλο Alpha Bank και οι δυο Τράπεζες δημιουργούν μαζί μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες του ιδιωτικού τομέα, κάνοντας ένα σημαντικό βήμα για την αναδιάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

### ***Η Attica Bank Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρεία***

Η Attica Bank Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρεία ιδρύθηκε το 1925 και είναι σήμερα ένας δυναμικός χρηματοοικονομικός οργανισμός στην Ελλάδα που διαθέτει ένα αναπτυσσόμενο δίκτυο αποτελούμενο, αυτή τη στιγμή, από 80 καταστήματα. Οι βασικοί μέτοχοι της Τράπεζας είναι Το Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών – Εργοληπτών – Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ), Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. Ο Χρηματοπιστωτικός όμιλος της τράπεζας, επίσης, αποτελείται από την ATTICA WEALTH MANAGEMENT, την ATTICA VENTURES, την ATTICA FINANCE, την ATTICA FUNDS PLC, την ATTICA BANCASSURANCE, την ATTICABANK PROPERTIES.

Η Attica Bank, λειτουργεί ως Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρεία σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2190/20 περί Ανωνύμων Εταιριών, όπως ισχύει σήμερα, τις διατάξεις του Ν. 2076/92 περί Πιστωτικών Ιδρυμάτων και τις διατάξεις των λοιπών συναφών νομοθετημάτων.

Η διάρκεια της Τραπεζικής εταιρίας ορίζεται εκατό χρόνια αρχίζει δε από της ημερομηνίας δημοσιεύσεως του αρχικού καταστατικού Διατάγματος, ήτοι από 5ης Φεβρουαρίου 1925 και λήγει την 4η Φεβρουαρίου 2025. Σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού, σκοπός της εταιρίας είναι η “ενέργεια τραπεζικών εργασιών δι' ίδιον αυτής λογαριασμό ή δια λογαριασμό άλλων”. Η Τράπεζα από το 1964 ανήκε στον Όμιλο Εταιριών της Εμπορικής Τράπεζας και εισήχθη στο Χρηματιστήριο στις 2-6-1964. Στις 26/6/97 ο Όμιλος Εταιριών Εμπορικής Τράπεζας μεταβίβασε, μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, μέρος των μετοχών που κατείχε, στο ΤΣΜΕΔΕ και στο Τ.Π.Δ και από την 09/09/2002 μεταβίβασε στο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο τις υπόλοιπες μετοχές που κατείχε.

Στον Πίνακα 2.6 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του Ομίλου Ομίλου Attica Bank για τα έτη 2010-2011.

**Πίνακας 2.6**  
**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Attica Bank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2011	2010
Σύνολο ενεργητικού	4.175	4.770
Ίδια κεφάλαια	259	522
Απαιτήσεις κατά πελατών (μετά προβλέψεων)	3.469	3.710
Υποχρεώσεις προς πελάτες	3.090	3.317
Σύνολο εσόδων	120	154
Λειτουργικά έξοδα	104	101
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	254	43
Καθαρά κέρδη/ζημίες	-250	3
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	2,51%	2,60%
Δάνεια : Καταθέσεις	112%	112%
Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας	10,7%	19,0%

Πηγή: [http://www.atticabank.gr/images/siteimages//annual\\_reports/ANNUAL\\_REPO\\_RT\\_2011\\_GR.pdf](http://www.atticabank.gr/images/siteimages//annual_reports/ANNUAL_REPO_RT_2011_GR.pdf)

Η Attica Bank παρακολουθώντας τις νέες συνθήκες που διαμορφώνονται σε μια ταχύτατη αναπτυσσόμενη αγορά, ανταποκρινόμενη στις ανάγκες των πελατών της και έτοιμη να καλύψει κάθε ανάγκη τους, διευρύνει τις δραστηριότητες της σε όλους τους χρηματοοικονομικούς τομείς. Έχοντας μελετήσει προσεκτικά το χρηματοοικονομικό περιβάλλον και τις ανάγκες των πελατών της, προσφέρει όλο το φάσμα των Τραπεζικών και Επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών σε Ιδιώτες, Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις και Μεγάλες Εταιρείες.

### ***Η Geniki Bank***

Μέλος του Ομίλου Τράπεζας Πειραιώς από τα τέλη του 2012, η GENIKI Bank επωφελείται από τη δύναμη και την τεχνογνωσία του, διατηρώντας ταυτόχρονα τα χαρακτηριστικά εκείνα που για περισσότερο από 70 χρόνια χτίζουν την ιδιαίτερη σχέση της με τους πελάτες της.

Μέσα από το δίκτυο καταστημάτων της σε όλη την Ελλάδα, με σύγχρονα και ολοκληρωμένα προϊόντα και υπηρεσίες λιανικής τραπεζικής, για ιδιώτες, επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις, η GENIKI Bank εξυπηρετεί καθημερινώς χιλιάδες πελάτες,

στηρίζοντάς τους στα μικρά και μεγαλύτερα σχέδιά τους. Προσφέρει ολοκληρωμένη εξυπηρέτηση και ευέλικτα προϊόντα και υπηρεσίες επιχειρηματικής τραπεζικής, προσαρμοσμένα στις ανάγκες κάθε επιχείρησης, τόσο στα καταστήματά της όσο και στα επιχειρηματικά της κέντρα.

Ο Τομέας Μεγάλων Πελατών της GENIKI Bank υποστηρίζει μέσω εξειδικευμένων προϊόντων και υπηρεσιών τον επιχειρηματικό σχεδιασμό μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων για την ανάπτυξη και επέκτασή τους στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Παράλληλα, συμμετέχει στη χρηματοδότηση σημαντικού αριθμού έργων υποδομής, γεγονός που την καθιστά ενεργό εταίρο στην ανάπτυξη του τόπου. Επίσης, διαθέτει ευέλικτα και ολοκληρωμένα προγράμματα Leasing και Factoring που ανταποκρίνονται στις επενδυτικές και λειτουργικές ανάγκες της κάθε επιχείρησης.

Στον Πίνακα 2.7 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του Ομίλου Ομίλου Geniki Bank για τα έτη 2010-2011.

**Πίνακας 2.7**  
**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Geniki Bank (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2011	2010
Σύνολο ενεργητικού	224	11
Ίδια κεφάλαια	163	239
Απαιτήσεις κατά πελατών	2.621	3.507
Υποχρεώσεις προς πελάτες	1.828	2.361
Σύνολο εσόδων	125	162
Λειτουργικά έξοδα	139	156
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	485	411
Καθαρά κέρδη/ζημίες	-796	-411
Δάνεια : Καταθέσεις	143%	149%
Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας	8,96%	12,97%

Πηγή: <http://www.geniki.gr/LinkClick.aspx?fileticket=3xt16HD1tkY%3d&tabid=116&language=el-GR>

Τέλος, η Geniki Bank εγκαινιάζει μια νέα εποχή στην τραπεζική εξυπηρέτηση δημιουργώντας ένα Club αποκλειστικών προνομίων, το GENIKI Optimum Club. Τα μέλη

του Club απολαμβάνουν άμεση και ποιοτική εξυπηρέτηση μέσα από εξατομικευμένη προσέγγιση, προτεραιότητα, προσωποποιημένες τραπεζικές λύσεις και υπηρεσίες υψηλών προδιαγραφών.

### **Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε.**

Το «Νέο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε.» ιδρύθηκε στις 18 Ιανουαρίου 2013. Η νέα Τράπεζα εδραιώνει την παρουσία της στην τραπεζική αγορά με την εγγύηση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) που συνιστά τον νέο της ισχυρό και αποκλειστικό μέτοχο, σε εφαρμογή των διατάξεων του ν. 3601/2007, κατόπιν εισήγησης της Τράπεζας της Ελλάδος και σχετικής απόφασης του Υπουργείου Οικονομικών.

Το Νέο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο συγκαταλέγεται μεταξύ των υγιών και επαρκώς κεφαλαιοποιημένων πιστωτικών ιδρυμάτων της χώρας. Η νέα Τράπεζα έχει κεφαλαιοποιηθεί επαρκώς από το ΤΧΣ, διασφαλίζοντας σε απόλυτο βαθμό τις καταθέσεις και την απρόσκοπτη λειτουργία της.

Στον Πίνακα 2.8 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του Ομίλου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου για τα έτη 2009-2010

**Πίνακας 2.8**  
**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2010	2009
Σύνολο ενεργητικού	16.566	17.956
Ίδια κεφάλαια	930	1.242
Απαιτήσεις κατά πελατών	8.216	8.043
Υποχρεώσεις προς πελάτες	12.125	12.637
Σύνολο εσόδων	319	369
Λειτουργικά έξοδα	293	323
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	216	163
Καθαρά κέρδη/ζημίες	-33	23
Δάνεια : Καταθέσεις	67,8%	63,6%
Συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας	-	17,10%



Πηγή: <http://ttbank.irwebpage.com/greek/pdf/12M2010GR.pdf>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τέλος, διατηρεί στο δυναμικό του το σύνολο των καταθέσεων, το δίκτυο καταστημάτων σε όλη την επικράτεια και τις υγιείς χορηγητικές δραστηριότητες της παλαιάς τράπεζας. Έτσι, το Νέο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο συνεχίζει να προσφέρει υψηλού επιπέδου τραπεζικά προϊόντα με γνώμονα το συμφέρον και την εξυπηρέτηση των πελατών του, δημιουργώντας τις απαραίτητες συνθήκες για να ανταπεξέλθει στο ανταγωνιστικό τραπεζικό περιβάλλον που διαμορφώνεται.

### *Η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος*

Η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος ιδρύθηκε το 1929 ως μη κερδοσκοπικός οργανισμός κοινωφελούς χαρακτήρα, με κύριο σκοπό την αποκλειστική χρηματοδότηση με ευνοϊκούς όρους του αγροτικού τομέα και την ενίσχυση της αγροτικής ανάπτυξης. Το 1991 η Αγροτική Τράπεζα γίνεται ανώνυμη εταιρεία ενώ παράλληλα ιδρύει ένα ολοκληρωμένο όμιλο παροχής χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Από τις αρχές του 2010, ο Όμιλος είχε ως έργο την υλοποίηση εγκεκριμένου από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Προγράμματος Αναδιάρθρωσης, με βασικούς στόχους την εξυγίανση του δανειακού του χαρτοφυλακίου, τον οργανωτικό εκσυγχρονισμό και τη διασφάλιση της μακροπρόθεσμης οικονομικής βιωσιμότητάς του. Στον Πίνακα 2.8, παρουσιάζονται οι μεταβολές σε βασικά μεγέθη του Ομίλου Αγροτικής Τράπεζας για τα έτη 2010-2011.

**Πίνακας 2.9**

**Βασικά μεγέθη του Ομίλου Αγροτικής Τράπεζας (σε € εκατ., κατά τα ΔΠΧΠ)**

	2011	2010
Σύνολο ενεργητικού	22.664	31.220
Ίδια κεφάλαια	-5.003	6.99
Απαιτήσεις κατά πελατών	8.216	8.043
Υποχρεώσεις προς πελάτες	15.987	21.235
Σύνολο εσόδων	635	755
Λειτουργικά έξοδα	-6.140	390
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά πελατών	216	163
Καθαρά κέρδη/ζημίες	-33	23
Δάνεια : Καταθέσεις	47,4%	63,6%

Πηγή: [http://www.atebank.gr/NR/rdonlyres/574666C8-7465-4F70-A2A6-F0B7B8E971CF/0/ethsiaoiko\\_ekth\\_2011.pdf](http://www.atebank.gr/NR/rdonlyres/574666C8-7465-4F70-A2A6-F0B7B8E971CF/0/ethsiaoiko_ekth_2011.pdf)

Το 2012, εθελοντική συμμετοχή της ΑΤΕbank στη διαγραφή του δημοσίου χρέους κατά 53% (PSI) είχε

Στο πλαίσιο των διαδικασιών που όρισαν η Τράπεζα της Ελλάδος και το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, με σκοπό την αναδιάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, αλλά και με βασική παράμετρο τη διασφάλιση των θέσεων εργασίας, η Τράπεζα Πειραιώς απορρόφησε το υγιές τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας.

Από κοινού οι δύο δυνάμεις, στελέχη και εργαζόμενοι της Τράπεζας Πειραιώς και της ΑΤΕbank, δημιουργούν έναν ισχυρό εγχώριο τραπεζικό οργανισμό, που παρέχει απόλυτη προστασία στον αγροτικό κόσμο, καλύτερη εξυπηρέτηση όλων των πελατών, καταθετών και δανειοληπτών, ποιότητα υπηρεσιών και μεγαλύτερες δυνατότητες χρηματοδότησης της εθνικής οικονομίας, με σύνολο ενεργητικού 75 δισ. ευρώ, καταθέσεων 35 δισ. ευρώ και χορηγήσεων 47 δισ. ευρώ.

## **2.5 Το πλαίσιο της Κεφαλαιακής Επάρκειας των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων – Το Σύμφωνο της Βασιλείας.**

Οι κανόνες για την επιβολή κεφαλαιακών απαιτήσεων στις τράπεζες στοχεύουν στην ενίσχυση της ικανότητας απορρόφησης ζημιών, σε περίπτωση που επέλθουν μη προβλέψιμοι κίνδυνοι, στους οποίους εκτίθενται οι τράπεζες με τη λειτουργία τους. Οι κανόνες για την επιβολή κεφαλαιακών απαιτήσεων έχουν διαμορφωθεί από την Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία.

Η Επιτροπή της Βασιλείας δεν έχει νομική προσωπικότητα, εδρεύει στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank for International Settlements) της Βασιλείας της Ελβετίας η οποία και της παρέχει γραμματειακή υποστήριξη. Ιδρύθηκε το 1974 και στη σύνθεση της στη παρούσα φάση συμμετέχουν 13 χώρες (Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο και ΗΠΑ). Το έργο της Επιτροπής της Βασιλείας αποβλέπει κυρίως στη διασφάλιση της

σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και στη διαμόρφωση ισοδύναμων όρων ανταγωνισμού.

Το ισχύον σύστημα κανόνων της Επιτροπής της Βασιλείας αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των διεθνών τραπεζών διαμορφώθηκε σταδιακά από τον Ιούλιο του 1988, όταν δημοσιεύτηκε το Σύμφωνο της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια με τίτλο «Διεθνής Σύγκληση της Κεφαλαιακής Μέτρησης και των Κεφαλαιακών Προτύπων» (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards). Το κείμενο αυτό, το οποίο αφορούσε τον πιστωτικό κίνδυνο, τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε πολλές φορές στο παρελθόν με σημαντικότερη τροποποίηση εκείνη του 1996 προκειμένου να συμπεριληφθούν και οι κίνδυνοι αγοράς.

Το Σύμφωνο της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια ξεπεράστηκε από τις εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα και έπαυσε να ανταποκρίνεται αποτελεσματικά στους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται οι τράπεζες. Έτσι, η Επιτροπή της Βασιλείας εξέδωσε έτσι στις 26 Ιουνίου 2004 ένα νέο Σύμφωνο για την Κεφαλαιακή επάρκεια γνωστό ως Βασιλεία II.

Το πλαίσιο αυτό προέβλεπε μία προσέγγιση αρτιότερη και περισσότερο προσαρμοσμένη στη φύση των αναλαμβανόμενων κινδύνων, προάγοντας την ενισχυμένη διαχείριση του κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, κάτι που θα συνέβαλε στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα ενέπνεε εμπιστοσύνη στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θα ενίσχυε την προστασία του καταναλωτή. Οι νέες προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας διακρίνονταν σε τρεις πυλώνες:

- Υπολογισμός ελάχιστων κεφαλαιακών υποχρεώσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου –με την προσθήκη απαιτήσεων για κάλυψη έναντι του λειτουργικού κινδύνου (Πυλώνας I),
- Διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης (supervisory review process). (Πυλώνας II), και
- Ενίσχυση της πειθαρχίας που επιβάλλει η αγορά στις τράπεζες μέσω της καθιέρωσης κανόνων γνωστοποίησης οικονομικών και άλλων στοιχείων (Πυλώνας III).

Σε αυτό το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας προβλέπονταν εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων πιο ευαίσθητες ως προς τον κίνδυνο. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται σύγκλιση μεταξύ του εποπτικού και του οικονομικού κεφαλαίου.

Η Επιτροπή της Βασιλείας πρότεινε ουσιαστικά δύο εναλλακτικές μεθόδους υπολογισμού των εποπτικών κεφαλαίων για τον υπολογισμό κεφαλαιακών απαιτήσεων:

- την τυποποιημένη προσέγγιση (standardized approach) και
- την προσέγγιση της εσωτερικής διαβάθμισης (internal ratings based (IRB) approach).

Η τελευταία παρείχε στις τράπεζες δύο εναλλακτικούς τρόπους υπολογισμού, ανάλογα με το βαθμό εξέλιξης των εσωτερικών τους συστημάτων διαβάθμισης κινδύνου:

- τη θεμελιώδη μέθοδο (foundation approach)
- την προηγμένη μέθοδο (advanced approach)

Η πρόσφατη όμως χρηματοπιστωτική κρίση και οι τεράστιες συνέπειες της τόσο στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα όσο και στην παγκόσμια οικονομία, οδήγησαν στην ανάγκη αναθεώρησης του υπάρχοντος κανονιστικού πλαισίου της Βασιλείας II, και στη δημιουργία ενός νέου, της Βασιλείας III, που στόχο έχει την ενίσχυση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος διεθνώς. Όταν εκδηλώθηκε η χρηματοπιστωτική κρίση οι περισσότερες τράπεζες δεν παρουσίαζαν προβλήματα κεφαλαιακής επάρκειας, ενώ τα περισσότερα κράτη είχαν ήδη ενσωματώσει στις νομοθεσίες τους τις επιταγές της Βασιλείας II. Παρόλα αυτά, η κρίση δεν απετράπη αφού τα προβλήματα που ανέκυψαν αποδείχτηκαν πιο σύνθετα.

Πιο συγκεκριμένα, οι τράπεζες παρουσίαζαν υψηλά επίπεδα μόχλευσης, τα οποία είχαν επιπτώσεις τελικά στην κεφαλαιακή τους επάρκεια. Σε αυτό συνεπικουρούσε και το κανονιστικό πλαίσιο και στην προσπάθεια για επίτευξη της επιθυμητής κεφαλαιακής επάρκειας, οι τράπεζες οδηγήθηκαν στην υιοθέτηση ρυθμιστικού αρμπιτράζ μέσα από μαζικές τιλοποιήσεις απαιτήσεων. Ταυτόχρονα, οι τραπεζικοί οργανισμοί δεν διέθεταν την απαιτούμενη ρευστότητα που θα τους επέτρεπε να ανταποκριθούν στις προκλήσεις που δημιούργησε η κρίση. Μέχρι τότε, ο διατραπεζικός δανεισμός ήταν μια συμφέρουσα λύση για την τόνωση της ρευστότητάς τους.

Με το ξέσπασμα της κρίσης όμως, η εξεύρεση ρευστών διαθεσίμων δεν ήταν πια εύκολη, με αποτέλεσμα οι τράπεζες ολοένα και περισσότερο να στρέφονται στις κεντρικές τράπεζες για στήριξη. Τέλος, το κανονιστικό πλαίσιο της Βασιλείας II, που προέβλεπε τον υπολογισμό της κάλυψης των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, δεν περιελάμβανε τον συστημικό κίνδυνο που τελικά έμελλε να είναι και η αιτία εκδήλωσης της κρίσης.

Η έλλειψη επαρκών κανόνων μακρο-προληπτικής φύσεως για την αποφυγή του συστημικού κινδύνου, η ανεπαρκής μικρο-προληπτική εποπτεία στα τραπεζικά ιδρύματα, τα λανθασμένα εσωτερικά κριτήρια αξιολόγησης της απόδοσης των στελεχών των τραπεζικών οργανισμών, τα απαρχαιωμένα τραπεζικά λογιστικά πρότυπα και η προβληματική

δημοσιονομική πολιτική των χωρών, είχαν ως αποτέλεσμα πολλές τράπεζες παγκοσμίως να μην μπορούν να απορροφήσουν τις ζημιές που προέκυψαν λόγω της κρίσης, ενώ και η πίεση από τις αγορές για τη μείωση της μόχλευσης των τραπεζών ήταν μεγάλη. Η πρώτη συμφωνία της Βασιλείας για την παγκόσμια ρύθμιση των τραπεζών, ήταν 30 σελίδες και βασιζόταν σε απλή αριθμητική. Η τελευταία αναθεώρησή της, η Βασιλεία III, αριθμεί 509 σελίδες και περιλαμβάνει 78 σύνθετες εξισώσεις. Η πολυπλοκότητά της αντανακλά όσα έχουν συμβεί τα τελευταία τέσσερα χρόνια, καθώς οι κυβερνήσεις που διοχέτευσαν 600 δις. δολάρια στη διάσωση προβληματικών τραπεζών αναζήτησαν τρόπους για να καταστήσουν ασφαλέστερο το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα.

Η Βασιλεία III θεωρείται από τους ειδικούς ως η πιο σημαντική αντίδραση της Επιτροπής της Βασιλείας στην πρόσφατη κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι διατάξεις του αναθεωρημένου πλέον κανονιστικού πλαισίου για τις διεθνείς τράπεζες επιδιώκουν την ενίσχυση της σταθερότητας του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος μέσω της ενίσχυσης της μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών – με στόχο την ενίσχυση της ανθεκτικότητάς τους σε περιόδους έντασης -, καθώς και της αντιμετώπισης, μέσω μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης, του συστημικού κινδύνου που μπορεί να εκδηλωθεί στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος, και κυρίως της “προκυκλικής” μεγέθυνσης του εν λόγω κινδύνου σε βάθος χρόνου.

Με λίγα λόγια, με τη Βασιλεία III επιδιώκεται καταρχήν μια σημαντική ενίσχυση του περιεχομένου των διατάξεων του προηγούμενου πλαισίου και η καθιέρωση καινοτόμων μέσω μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης. Το καινούργιο στοιχείο είναι ουσιαστικά η καθιέρωση κανόνων μακρο-προληπτικής παρέμβασης, οι οποίοι δεν προβλέπονταν στη Βασιλεία II.

Σύμφωνα με τα όσα προβλέπονται στη Βασιλεία III όσον αφορά τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, ο ορισμός του κεφαλαίου θα περιλαμβάνει τις κοινές μετοχές και τα αποθεματικά κεφάλαια. Παράλληλα, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας Tier 1, αυξήθηκε από 4% σε 6%. Η απαιτούμενη αναλογία των ιδίων κεφαλαίων προς τα σταθμισμένα με κίνδυνο στοιχεία του ενεργητικού αυξήθηκε επίσης από 2% σε 4,5%. Στο πλαίσιο της Βασιλείας III τα υποβάλλοντα ίδια κεφάλαια από τα σταθμισμένα στοιχεία του ενεργητικού θα θεωρούνται ως σημείο αναφοράς, αντικαθιστώντας το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας Tier 1. Οι νέοι κανόνες εισάγουν ένα νέο όριο για το κεφαλαιακό αποθεματικό που θα πρέπει να είναι πάνω από 2,5% και να αποτελείται από κοινές μετοχές.

Η Επιτροπή της Βασιλείας προτείνει επίσης τη σύσταση ενός αντικυκλικού πλεονάσματος κεφαλαίου το οποίο θα κυμαίνεται μεταξύ 0% και 2,5% και θα ισχύει μόνο σε περιπτώσεις υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης. Ο σκοπός αυτού του κανόνα είναι να διορθωθεί η επίταση των κυκλικών διακυμάνσεων της Βασιλείας II, ιδίως σε περιόδους οικονομικής επέκτασης. Επιπλέον, οι προτεινόμενοι κανονισμοί στοχεύουν στην ενίσχυση αυτού του συστήματος με την καθιέρωση ενός δείκτη μόχλευσης της τάξης του 3%, όπου σε κάθε περίπτωση, η αναλογία κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού θα πρέπει να είναι πάνω από το όριο αυτό.

## 2.6 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του από την 1η Ιανουαρίου 1999. Η ζώνη του ευρώ έγινε πραγματικότητα όταν η ευθύνη για την άσκηση νομισματικής πολιτικής εκχωρήθηκε από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες 11 κρατών μελών της ΕΕ στην ΕΚΤ τον Ιανουάριο του 1999. Η Ελλάδα έγινε μέλος το 2001, η Σλοβενία το 2007, η Κύπρος και η Μάλτα το 2008, η Σλοβακία το 2009 και η Εσθονία το 2011. Η δημιουργία της ζώνης του ευρώ και η ίδρυση ενός υπερεθνικού οργάνου, της ΕΚΤ, αποτέλεσε βασικό στάδιο στη μακρόχρονη και πολύπλοκη πορεία προς την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση.

Προκειμένου να ενταχθούν στη ζώνη του ευρώ, οι 17 χώρες έπρεπε να πληρούν τα κριτήρια σύγκλισης. Αυτό θα ισχύσει και για άλλα κράτη μέλη της ΕΕ προτού υιοθετήσουν το ευρώ. Τα κριτήρια θέτουν τις οικονομικές και νομικές προϋποθέσεις για την επιτυχημένη συμμετοχή στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

Η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αποτελούν τη νομική βάση για την ενιαία νομισματική πολιτική. Με το Καταστατικό, ιδρύθηκαν η ΕΚΤ και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) την 1η Ιουνίου 1998. Η ΕΚΤ ιδρύθηκε ως πυρήνας του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ. Η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες εκτελούν από κοινού τα καθήκοντα που τους έχουν ανατεθεί. Η ΕΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το δημόσιο διεθνές δίκαιο. Το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) όλων των

κρατών μελών της ΕΕ είτε έχουν υιοθετήσει το ευρώ είτε όχι. Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το Ευρωσύστημα και το ΕΣΚΤ θα συνυπάρχουν όσο διάστημα υπάρχουν κράτη μέλη που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ. Η ζώνη του ευρώ αποτελείται από τις χώρες της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ και του Ευρωσυστήματος καθορίζονται στη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και προσδιορίζονται στο Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), το οποίο είναι ένα πρωτόκολλο προσαρτημένο στη Συνθήκη. Το κείμενο της Συνθήκης αναφέρεται στο ΕΣΚΤ και όχι στο Ευρωσύστημα. Το κείμενο αυτό συντάχθηκε βάσει του συλλογισμού ότι όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ θα υιοθετήσουν το ευρώ. Μέχρι τότε, το Ευρωσύστημα θα συνεχίσει να εκτελεί τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί.

Σύμφωνα με τη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, τα βασικά καθήκοντα της ΕΚΤ είναι:

- η χάραξη και η εφαρμογή νομισματικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ,
- η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος,
- η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. διαχείριση χαρτοφυλακίων),
- η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών.

ενώ στα περαιτέρω καθήκοντά της συγκαταλέγονται τα:

- Τραπεζογραμμάτια: η ΕΚΤ έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμματίων εντός της ζώνης του ευρώ.
- Στατιστικά στοιχεία: σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ συλλέγει τις στατιστικές πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκπλήρωση των καθηκόντων, είτε από τις εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς φορείς.
- Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία: το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην ομαλή άσκηση της πολιτικής που προωθούν οι αρμόδιες αρχές αναφορικά με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Συνεργασία σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο: η ΕΚΤ διατηρεί σχέσεις συνεργασίας με αντίστοιχα όργανα, οργανισμούς και φορείς εντός της ΕΕ, αλλά



και διεθνώς, όποτε εξετάζονται θέματα σχετικά με τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.

Πρωταρχικός στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα, προκειμένου να συμβάλει στην υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας. Οι στόχοι της Ένωσης είναι ένα υψηλό επίπεδο απασχόλησης και μια διατηρήσιμη και μη πληθωριστική ανάπτυξη.

## **2.7 Η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή**

Η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή, αποτελεί έναν κανονιστικό φορέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης με έδρα το Λονδίνο. Στις δραστηριότητές της περιλαμβάνονται η διεξαγωγή τεστ αντοχής στις ευρωπαϊκές τράπεζες με σκοπό την αύξηση της διαφάνειας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα, εντοπίζοντας τις αδυναμίες στις δομές της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Ιδρύθηκε την 1η Ιανουαρίου 2011 και ανέλαβε όλα τις αρμοδιότητες και τις ευθύνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Εποπτείας των Τραπεζών.

Η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή έχει την εξουσία να παρακάμψει τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές, εφόσον αποτυγχάνουν να ρυθμίσουν σωστά το χρηματοπιστωτικό τους σύστημα. Είναι σε θέση να αποτρέψει τη ρυθμιστική κερδοσκοπία και επιτρέπει να υφίσταται ισότιμος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Δηλαδή εστιάζει στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στη διαφάνεια των αγορών και των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και στην προστασία των καταθετών και των επενδυτών. Επίσης παρέχει συμβουλές στα θεσμικά όργανα της ΕΕ στους τομείς των τραπεζών, των πληρωμών και ηλεκτρονικού χρήματος καθώς και για θέματα που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση, τον έλεγχο και την υποβολή χρηματοοικονομικών εκθέσεων

Η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή έχει εκδώσει ένα τυποποιημένο πλαίσιο αναφοράς για να καλύψει τις απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων για την κεφαλαιακή επάρκεια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η έκθεση αυτή καλύπτει τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο αγοράς, το λειτουργικό κίνδυνο και τον κίνδυνο κεφαλαιακής επάρκειας και έχει

υιοθετηθεί από ήδη από 30 ευρωπαϊκές χώρες. Τα ελεγχόμενα ιδρύματα υποχρεούνται να υποβάλλουν περιοδικά τέτοιου είδους εκθέσεις, τόσο σε απλή όσο και σε ενοποιημένη βάση.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 2.8 Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility - EFSF) αποτελεί ένα «όχημα» ειδικού σκοπού (special purpose vehicle) που συμφωνήθηκε από τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 9 Μαΐου 2010 με βασικό σκοπό τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη με την παροχή οικονομικής βοήθειας προς τα κράτη της ευρωζώνης σε οικονομική δυσκολία. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων παρέχει σε αυτό υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων και διοικητική υποστήριξη μέσω συμβάσεων σε επίπεδο υπηρεσιών.

Ο ευρωπαϊκός μηχανισμός δύναται να εκδίδει ομόλογα ή άλλα χρεόγραφα στην αγορά με την υποστήριξη του Γερμανικού Γραφείου Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους με σκοπό την αύξηση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την παροχή δανείων προς χώρες της ευρωζώνης με οικονομικά προβλήματα, να προχωρήσει σε αναδιάρθρωση των κεφαλαίων των τραπεζών ή να αγοράσει κρατικά ομόλογα. Η έκδοση των ομολόγων επιβάλλεται να συνοδεύεται από εγγυήσεις που παρέχονται από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης ανάλογα με το μερίδιό τους στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Το αρχικό πλάνο προέβλεπε πως η διευκόλυνση μπορεί να συνδυαστεί με δάνεια μέχρι και € 60 δισ. από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (που βασίζεται σε κεφάλαια που αντλήθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τον προϋπολογισμό της ΕΕ ως εγγύηση) και έως € 250 δισ. από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) για την δημιουργία ενός οικονομικού δίκτυ ασφαλείας μέχρι και € 750.000.000.000.

Σύμφωνα με τον υφιστάμενο σχεδιασμό, αν δεν συνέτρεχαν οικονομικοί λόγοι για την ύπαρξή του, αυτό θα τερμάτιζε τη λειτουργία του στις 30 Ιουνίου 2013. Στην αντίθετη περίπτωση, ο μηχανισμός θα εξακολουθήσει να υφίσταται μέχρι η τελευταία απαίτησή του να έχει εξοφληθεί ολοσχερώς.

Στην Ελληνική Επικράτεια ιδρύθηκε το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας τον Ιούλιο του 2010, του οποίου η διάρκεια έχει ορισθεί μέχρι και την 30η Ιουνίου 2017. Αποτελεί νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, το οποίο δεν ανήκει στο δημόσιο τομέα, διαθέτει διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια, λειτουργεί αμιγώς κατά τους κανόνες της ιδιωτικής οικονομίας και διέπεται από τις διατάξεις του ιδρυτικού του νόμου.

Ο σκοπός του Ταμείου είναι η διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, διαμέσου της ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, συμπεριλαμβανομένων και θυγατρικών αλλοδαπών πιστωτικών ιδρυμάτων, εφόσον λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα κατόπιν άδειας της Τράπεζας της Ελλάδος. Στο πλαίσιο εκπλήρωσης του σκοπού αυτού, το Ταμείο οφείλει να διαχειρίζεται το κεφάλαιο και την εν γένει περιουσία του και να ασκεί τα απορρέοντα από την ιδιότητά του ως μετόχου δικαιώματα, όπως ορίζει ο νόμος, κατά τρόπο που να προστατεύει την αξία της περιουσίας αυτής, να ελαχιστοποιεί τους κινδύνους για τον Έλληνα πολίτη και να μην εμποδίζει ούτε να στρεβλώνει τον ανταγωνισμό στον τραπεζικό τομέα.

Το κεφάλαιο του Ταμείου ανέρχονταν στο ποσό των δέκα δισεκατομμυρίων (10.000.000.000) ευρώ, προερχόμενο από κεφάλαια που αντλήθηκαν στο πλαίσιο του μηχανισμού στήριξης της Ελλάδας από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, καλύπτεται σταδιακά από το Ελληνικό Δημόσιο και ενσωματώνεται σε τίτλους, οι οποίοι δεν είναι μεταβιβάσιμοι μέχρι τη λήξη της διάρκειας του Ταμείου. Τα Όργανα Διοίκησης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας αποτελούνται από την Εκτελεστική Επιτροπή και το Γενικό του Συμβούλιο.

## **2.9 Ανακεφαλαίωση**

Δυστυχώς η διάρκεια αυτής της παρατεταμένης περιόδου ύφεσης αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα ώστε το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα να στηρίξει ουσιαστικά την οικονομία της χώρας. Βέβαια είναι έμπρακτη η προσπάθεια για τη συμβολή του, ακόμη και σήμερα, στην επιβράδυνση και στον περιορισμό της ύφεσης. Αν και τραπεζικά ιδρύματα της χώρας είχαν και εξακολουθούν να έχουν περιορισμένη ρευστότητα λόγω της απώλειας καταθέσεων, της διόγκωσης των ανείσπρακτων οφειλών προς αυτές και των προβληματικών δανείων και του περιορισμού της γενικότερης οικονομικής δραστηριότητας, με σχεδόν μόνο αντιστάθμισμα τα μέτρα ρευστότητας προς αυτές, η ρευστότητα του συστήματος, δεδομένων των συνθηκών, κρίνεται ικανοποιητική, με τη διασφάλιση επί του παρόντος, των αποταμιεύσεων των καταθετών σε αυτές.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΜΕΤΟΧΕΣ

#### 3.1 Εισαγωγή

Η μετοχή αποτελεί ένα από τα ίσα μερίδια, στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας. Καθώς αποτελεί αξιόγραφο, μια μετοχή εμπεριέχει όλα τα δικαιώματα του μετόχου που απορρέουν από τη συμμετοχή του στην ανώνυμη εταιρία. Τα δικαιώματα αυτά, είναι ανάλογα του αριθμού μετοχών που κατέχει ο μέτοχος. Ενδεικτικά δικαιώματα που πηγάζουν από την κατοχή μετοχών είναι το ποσοστό ίσο με τον αριθμό των μετοχών που κατέχει ο μέτοχος προς το σύνολο των μετοχών της εταιρείας, του μερίσματος από τα διανεμόμενα κέρδη της εταιρίας, καθώς και αντίστοιχο ποσοστό από την περιουσία της εταιρίας, στην περίπτωση της λύσης της. Αντίστοιχα κατέχει και τον αναλογούντα αριθμό ψήφων στην Γενική Συνέλευση των μετόχων, εκτός αν οι μετοχές στερούνται του δικαιώματος ψήφου.

Οι μετοχές δύναται να διακριθούν σε κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας, ονομαστικές και ανώνυμες, μετά ψήφου ή άνευ ψήφου, καθώς και διαπραγματεύσιμες σε Χρηματιστηριακή Αγορά ή μη διαπραγματεύσιμες, οι οποίες είναι συνήθως έγχαρτες. Η κοινή μετοχή αποτελεί τον πλέον συνηθισμένο τύπο μετοχής και περιλαμβάνει όλα τα βασικά δικαιώματα ενός μετόχου, όπως δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, στην έκδοση νέων μετοχών, στο προϊόν της εκκαθάρισης, καθώς και δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας και συμμετοχής στη διαχείρισή της. Η προνομιούχος μετοχή προσφέρει μεν προβάδισμα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών, στη λήψη μερίσματος και στη λήψη προϊόντος τυχόν εκκαθάρισης σε περίπτωση λύσης της εταιρείας, αλλά στερείται δικαιώματος ψήφου και συμμετοχής στη διαχείριση της.

Στην περίπτωση κατά την οποία η εταιρεία έχει κέρδη, μπορεί να διαμοιράσει μέρος των κερδών αυτών στους μετόχους της με την μορφή μερίσματος, που αντιστοιχεί σε ένα ποσό ανά μετοχή. Το ύψος του μερίσματος καθορίζεται από απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων.

Στο παρελθόν, οι μέτοχοι λάμβαναν μία μετοχή μέσω ενός πιστοποιητικού σε φυσική μορφή το οποίο δήλωνε την κατοχή ενός αριθμού μετοχών σε μια εταιρεία, για κάθε τύπου μετοχή. Αυτό εξακολουθεί να ισχύει για τις μη διαπραγματεύσιμες μετοχές. Σήμερα, οι

διαπραγματεύσιμες μετοχές αποτελούν άυλους τίτλους που διαχειρίζονται από τα χρηματιστήρια και τις χρηματιστηριακές εταιρείες μέσω ηλεκτρονικών προγραμμάτων και αρχείων που περιλαμβάνουν τόσο τα στοιχεία ιδιοκτησίας όσο και τις συναλλαγές που μπορούν να πραγματοποιηθούν. Η ιδιοκτησία ενός μεριδίου σε ηλεκτρονική μορφή διαμορφώνει την διεξαγωγή συναλλαγών σε μια πιο απλουστευμένη διαδικασία, η οποία απέχει πολύ από τις ημέρες εκείνες όπου οι μετοχές σε φυσική μορφή απαιτούνταν να παρουσιαστούν για κάθε χρηματιστηριακή πράξη. Επίσης παρέχεται η δυνατότητα εύκολης άντλησης στοιχείων των μετόχων με σκοπό την ανάλυσή τους για την παροχή άμεσης πληροφόρησης των μετόχων της εταιρείας καθώς και των επενδυτών που σχεδιάζουν να συμμετέχουν σε αυτήν.

### **3.2 Αποτίμηση χαρτοφυλακίου**

Στόχος του παρόντος τμήματος είναι η θεωρητική περιγραφή υποδειγμάτων τα οποία δύναται να χρησιμοποιήσουν οι επενδυτές και οι διαχειριστές κεφαλαίων ώστε να επιλέξουν τις μετοχές που θα συμπεριλάβουν σε ένα χαρτοφυλάκιο που θα χτίσουν. Κάθε υπόδειγμα διαθέτει τα δικά του χαρακτηριστικά και κάποιες ιδιαίτερες ιδιότητες.

#### ***Θεωρία χαρτοφυλακίου***

Βασικός στόχος των επενδυτών είναι η επιλογή εκείνων των αξιογράφων των οποίων οι αποδόσεις θα τους προσφέρουν τα μεγαλύτερα κέρδη. Ως επενδυτικό χαρτοφυλάκιο λοιπόν ορίζεται το σύνολο αυτών των επιλογών. Η βελτιστοποίηση των επιλογών για το σύνολο των επενδυτών δεν υφίσταται, επομένως δεν μπορεί ένα χαρτοφυλάκιο να χαρακτηριστεί ως ιδανικό. Εξάλλου οι παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου ποικίλουν και εξαρτώνται πολλές φορές από προσωπικά χαρακτηριστικά των επενδυτών, όπως είναι η επιλογή της χρονικής διάρκειας μιας επένδυσης και η εμμονή στην αποφυγή των κινδύνων.

Μέσω της θεωρίας χαρτοφυλακίου παρουσιάζονται οι τρόποι με τους οποίους οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να διαπιστώσουν τις αποδόσεις τους, τους κινδύνους που

διατρέχουν οι επιλογές τους καθώς και να επιτύχουν τη διασπορά των κεφαλαίων τους σε τοποθετήσεις οι οποίες θα έχουν ως αποτέλεσμα τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων τους.

Μια σημαντική ιστορικά θεωρία του χαρτοφυλακίου, με την ονομασία Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου, αποτελεί η προσέγγιση επενδύσεων η οποία αναπτύχθηκε το 1950 από τον οικονομολόγο Harry Markowitz, καθηγητή του Πανεπιστημίου του Σικάγο, ο οποίος τιμήθηκε με το Βραβείο Νόμπελ στα οικονομικά το 1990. Η θεωρία του χαρτοφυλακίου παρέχει στους επενδυτές την δυνατότητα να εκτιμήσουν τόσο τους κινδύνους που αναμένονται, όσο και τις αναμενόμενες αποδόσεις, που αφορούν τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια, χρησιμοποιώντας στατιστικές μετρήσεις και αποδόσεις.

Από τον Markowitz περιγράφηκαν οι τρόποι με τους οποίους τα στοιχεία των αξιόγραφων συνδυάζονται σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αποδοτικά. Βασική του άποψη ήταν ότι ο κίνδυνος χαρτοφυλακίου δύναται να μειωθεί και ο ρυθμός απόδοσης που αναμένεται θα μπορούσε να βελτιωθεί, εάν υφίσταντο τέτοιοι συνδυασμοί επενδύσεων με διακυμάνσεις τιμών που ήταν ανόμοιες. Δηλαδή, εξηγήθηκε από τον Markowitz ο βέλτιστος τρόπος με τον οποίο μπορεί να διαμορφωθεί ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και αποδείχθηκε ότι ένα χαρτοφυλάκιο αυτής της μορφής θα είχε πιθανότατα απόδοση που θα ικανοποιεί τους επενδυτές.

### ***Στρατηγικές επενδύσεων***

Οι βασικοί τύποι Στρατηγικών Χαρτοφυλακίου είναι δύο :

#### **A. Παθητική Στρατηγική Χαρτοφυλακίου**

Η στρατηγική αυτή περιλαμβάνει τις ελάχιστες πληροφορίες που απαιτούνται για την πρόβλεψη αλλά κατά κύριο λόγο στηρίζεται στη διαφοροποίηση ούτως ώστε να ισορροπείται η απόδοση κάποιου δείκτη της αγοράς. Αυτού του είδους στρατηγική θεωρεί ότι όλα τα διαθέσιμα δεδομένα αντικατοπτρίζονται στην τιμή των αξιόγραφων.

#### **B. Ενεργητική Στρατηγική Χαρτοφυλακίου**

Η ενεργητική στρατηγική χρησιμοποιεί διαθέσιμα δεδομένα και τεχνικές πρόβλεψης, ώστε να επιτύχει την βέλτιστη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου που είναι απλά ευρέως διαφοροποιημένο.

Επιπλέον, υπάρχουν τρεις ακόμα τύποι Χαρτοφυλακίου:

#### A. Το Υπομονετικό Χαρτοφυλάκιο

Το υπομονετικό χαρτοφυλάκιο επενδύει σε γνωστές μετοχές. Οι περισσότερες διανέμουν μερίσματα και είναι υποψήφιες, για να αγοραστούν και να διατηρηθούν για μεγάλες χρονικές περιόδους. Η συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών σε αυτό το χαρτοφυλάκιο εκπροσωπούν εταιρείες τυπικής ανάπτυξης, εταιρείες που αναμένεται να αποφέρουν υψηλότερα κέρδη σε μια σταθερή βάση, ανεξάρτητα από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

#### B. Το Επιθετικό Χαρτοφυλάκιο

Αυτό το χαρτοφυλάκιο επενδύει σε "ακριβές μετοχές" (από την άποψη μετρήσεων, όπως είναι οι δείκτες τιμής-κερδών) που προσφέρουν μεγαλύτερες ανταμοιβές αλλά ενέχουν και υψηλότερους κινδύνους. Αυτό το χαρτοφυλάκιο "συλλέγει" μετοχές ταχέως αναπτυσσόμενων εταιρειών όλων των μεγεθών, οι οποίες μέσα στα επόμενα χρόνια αναμένεται να παρουσιάσουν ταχεία αύξηση στα ετήσια κέρδη τους. Επειδή πολλές από αυτές τις μετοχές ανήκουν στις λιγότερο γνωστές και καθιερωμένες, αυτό το χαρτοφυλάκιο έχει τις περισσότερες πιθανότητες να επιδείξει μεγάλους κύκλους μεταβολών με την πάροδο του χρόνου, καθώς διαφαίνονται οι κερδισμένοι και οι χαμένοι από τις επενδύσεις σε αυτές.

#### Γ. Το Συντηρητικό Χαρτοφυλάκιο

Στο χαρτοφυλάκιο αυτό επιλέγονται μετοχές με κριτήρια την απόδοση τους καθώς και την αύξηση των κερδών καθώς και τυχόν ιστορικό σταθερού μερίσματος.

Η επιλογή της στρατηγικής της επένδυσης καθώς και η επιλογή ενός τύπου χαρτοφυλακίου εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Καθοριστικοί παράγοντες για την επιλογή αυτή αποτελούν οι γνώσεις των επενδυτών, ο τύπος τους καθώς πολλές φορές και η ψυχολογία τους, όπως αυτή μπορεί να διαμορφωθεί από τις αγορές.

#### ***Κίνδυνος χαρτοφυλακίου***

Ως κίνδυνος χαρτοφυλακίου ορίζεται η πιθανότητα το αποτέλεσμα που θα προκύψει από μια επένδυση να είναι διαφορετικό από το αναμενόμενο. Είναι αντιληπτός δηλαδή ως η



μεταβλητότητα των αποτελεσμάτων που μπορεί να παρουσιαστούν τελικά, σε σχέση με την τιμή που αναμενόταν για αυτά.

Ένα πιθανό αποτέλεσμα μεγαλύτερο από το αναμενόμενο είναι βέβαια επιθυμητό για μία εταιρεία, ενώ ένα αποτέλεσμα μικρότερο από το αναμενόμενο, το οποίο μάλιστα συνιστά ζημιά δεν είναι επιθυμητό. Πάντως, για μία εταιρεία και οι δύο περιπτώσεις συνιστούν κίνδυνο. Σύμφωνα με την θεωρία χαρτοφυλακίου του Markowitz (1952) στην περίπτωση που το αποτέλεσμα μιας επένδυσης, δηλαδή η απόδοση της, θεωρηθεί ως μία τυχαία μεταβλητή  $X$ , ο κίνδυνος της επένδυσης είναι η διακύμανσή της γύρω από την αναμενόμενη τιμή  $E(X)$ . Τα μεγέθη αυτά συναντώνται στην κατανομή πιθανοτήτων της μεταβλητής  $X$ . Η αποτίμηση του κινδύνου ποσοτικά αποτελεί μια σημαντική παράμετρο για την λήψη αποφάσεων επενδύσεων και για την επιλογή επενδυτικών δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων. Η μέθοδος value at risk (VAR) εξελίσσεται διαρκώς από το 1970 και μετά, λόγω της ταχύτατης ανάπτυξης των πληροφοριακών συστημάτων και αποτελεί τη βάση

πολλών υποδειγμάτων - μεθόδων. Επίσης, οι εταιρείες αξιολόγησης τείνουν στην άποψη ότι

αποτελεί την πλέον αποδεκτή μέθοδο ποσοτικοποίησης του κινδύνου.

Η διακύμανση της απόδοσης ενός επενδυτικού στοιχείου - δηλαδή η μεταβλητότητα

των αποδόσεών του, μπορεί να αναλυθεί σε δύο κατηγορίες

1. Τον κίνδυνο αγοράς (market risk) ή συστηματικό κίνδυνο (systematic risk)
2. Τον ειδικό ή μη συστηματικό κίνδυνο (unsystematic risk)

Ο διαχωρισμός αυτός μπορεί να βοηθήσει τον επενδυτή στην επιλογή των κεφαλαιουχικών στοιχείων που θα συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιό του. Ο συστηματικός κίνδυνος συσχετίζεται με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον και εμπεριέχονται σε αυτόν ο κίνδυνος αγοράς, επιτοκίου, πληθωρισμού. Αποτελεί γεγονός ότι επιδρά σε όλους τους επενδυτικούς παράγοντες και την χρηματιστηριακή αγορά γενικότερα.

Το τμήμα της διακύμανσης ενός δεδομένου που δε σχετίζεται με την αγορά αποτελεί τον μη συστηματικό κίνδυνο, που είναι αποτέλεσμα των ιδιαίτερων μεγεθών κάθε εταιρείας (οικονομικά αποτελέσματα, μελλοντικές επενδύσεις, οργάνωση, προώθηση προϊόντων κ.τ.λ.) Ο κίνδυνος αυτός δύναται να καταλήξει ελάχιστος με την κατάλληλη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου (στην περίπτωση της πλήρους διαφοροποίησης μηδενίζεται και υπάρχει μόνο ο συστηματικός κίνδυνος).

Αν υποθεθεί πως η κεφαλαιαγορά έχει επιτύχει ένα σημαντικό επίπεδο ανάπτυξης, τότε το ύψος του συστηματικού κινδύνου παρουσιάζει τις ομόρροπες κινήσεις των μετοχών από κυκλικές και συγκυριακές πράξεις εσωτερικής και εξωτερικής προέλευσης. Σχετικά με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αυτό συμπεριλαμβάνει μεγάλο αριθμό επενδυτικών στοιχείων, ούτως ώστε να μειώνεται σημαντικά η σχετική διακύμανση. Οι αποδόσεις που αναμένονται στην αγορά και η διακύμανσή τους εξαρτώνται από την τρέχουσα κατάσταση και τις προοπτικές της οικονομίας. Σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας, οι αποδόσεις έχουν υψηλή διακύμανση ενώ ταυτόχρονα είναι χαμηλές.

#### ***Αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια***

Οι επενδυτές που επιλέγουν την παραδοσιακή διαχείριση χαρτοφυλακίου έχουν ως στόχο τη δημιουργία ενός αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου το οποίο θα συμπεριλαμβάνει μια ευρεία ποικιλία χρεογράφων. Οι διαχειριστές παραδοσιακών χαρτοφυλακίων αποστρέφονται τον κίνδυνο για αυτό και επιθυμούν να επενδύουν σε γνωστές εταιρείες για τρεις λόγους.

Ο πρώτος λόγος είναι ότι επειδή αυτές οι εταιρείες είναι γνωστές στην αγορά ως επιτυχημένες, μια επένδυση σε αυτές θεωρείται λιγότερο επικίνδυνη από την επένδυση σε λιγότερο γνωστές επιχειρήσεις. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι οι έμπειροι διαχειριστές, επιδιώκουν να επενδύουν σε μεγάλες εταιρείες επειδή τα αξιόγραφα αυτών των επιχειρήσεων είναι ευκολότερα ρευστοποιήσιμα και η διάθεσή τους συμβαίνει με μεγάλες ποσότητες. Ο τρίτος και τελευταίος λόγος έχει να κάνει με το γεγονός ότι οι διαχειριστές των παραδοσιακών χαρτοφυλακίων προτιμούν τις γνωστές εταιρείες επειδή λόγω της φήμης τους είναι ευκολότερο να πείσουν τους πελάτες να επενδύσουν σε αυτές.

Η μοντέρνα θεωρία χαρτοφυλακίου, χρησιμοποιεί αρκετά βασικά στατιστικά μέτρα για την ανάπτυξη ενός σχεδίου για το χαρτοφυλάκιο. Η στατιστική διαφοροποίηση αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην επιλογή χρεογράφων για την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου.

### ***Θεώρημα διαχωρισμού***

Το Θεώρημα του Διαχωρισμού ορίζει ότι η επιλογή χαρτοφυλακίου αξιόγραφων μεγάλου κινδύνου που θα διατηρεί ο επενδυτής στο χαρτοφυλάκιό του είναι ανεξάρτητη από την απόφαση για τον τρόπο που θα τοποθετήσει τα κεφάλαιά του μεταξύ των αξιόγραφων υποθετικού μηδενικού κινδύνου και των αξιόγραφων μεγάλου ρίσκου. Η επενδυτική αυτή απόφαση, έχει τεχνική μορφή, είναι ανεξάρτητη από την φύση του επενδυτή και διαφέρει από τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις που είναι ανάλογες των προτιμήσεων του.

Κατά αυτόν τον τρόπο, σύμφωνα με το Θεώρημα του Διαχωρισμού, η επιλογή του χαρτοφυλακίου που μεγιστοποιεί τις αποδόσεις περιλαμβάνει δύο φάσεις. Στην πρώτη φάση ο επενδυτής συνθέτει ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από αξιόγραφα κυμαινόμενης αξίας και το οποίο αποτελεί το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Στη δεύτερη φάση ο επενδυτής επιλέγει ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και ένα αξιόγραφο μηδενικού ρίσκου. Η επιλογή του χαρτοφυλακίου αυτού εξαρτάται υποκειμενικά από τους επενδυτές σχετικά με την βέλτιστη σχέση απόδοσης και κινδύνου.

### ***Διαφοροποίηση Κινδύνου του Χαρτοφυλακίου***

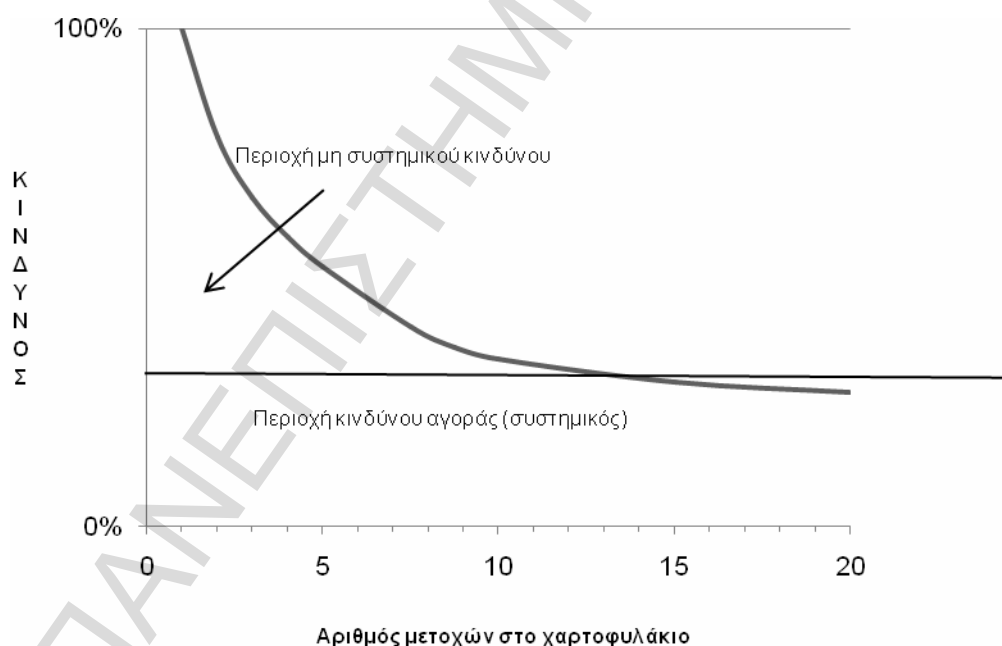
Με τον όρο Διαφοροποίηση Κινδύνου του Χαρτοφυλακίου καλούμε τις ενέργειες εκείνες στις οποίες προβαίνει ένας επενδυτής με σκοπό τον περιορισμό των κινδύνων του χαρτοφυλακίου του, επιλέγοντας και διατηρώντας αξιόγραφα με αποδόσεις οι οποίες δε συσχετίζονται πλήρως θετικά μεταξύ τους. Καθώς ο επενδυτής επιλέγει και διατηρεί νέα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο του ο συνολικός κίνδυνος του μειώνεται. Σε αυτήν την κατάσταση ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου τείνει να προσεγγίσει τον κίνδυνο, που παρουσιάζει το χαρτοφυλάκιο της κεφαλαιαγοράς, δηλαδή εκείνο που περιλαμβάνει όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που προσφέρονται για επενδύσεις κεφαλαίου σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου της κεφαλαιαγοράς είναι εξαρτώμενος από τις γενικότερες οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες που επικρατούν σε μία εθνική οικονομία αλλά και διεθνώς. Έχει παρατηρηθεί εμπειρικά ότι ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μειώνεται ραγδαία αρχικά όταν προστίθενται νέα αξιόγραφα ( στα πρώτα

πέντε η έξι) ενώ η μείωση του κινδύνου μετά από αυτά πραγματοποιείται κατά πολύ μικρότερο ρυθμό. Επίσης έχει παρατηρηθεί ότι ένα χαρτοφυλάκιο με δεκαπέντε αξιόγραφα παρουσιάζει σχεδόν τον ίδιο κίνδυνο με το χαρτοφυλάκιο της κεφαλαιαγοράς.

### **Απλή Διαφοροποίηση - Διάγραμμα κινδύνου/αριθμός μετοχών**

Η απλή διαφοροποίηση ορίζεται απλά ως η μη τοποθέτηση όλων των «αυγών στο ίδιο καλάθι». Ο τύπος αυτός της διαφοροποίησης, είναι ευρεία γνωστός στους επενδυτές και στην πράξη υιοθετείται από μεγάλο αριθμό αυτών. Επικρατεί μεταξύ των επενδυτικών κύκλων και των διαχειριστών αξιογράφων ότι ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από 50 - 100 διαφορετικές μετοχές, είναι καλύτερα διαφοροποιημένο από ένα άλλο το οποίο αποτελείται από 15 ή 20 μετοχές. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω αυτή η άποψη είναι λανθασμένη. Έχουμε ήδη αναφέρει ότι ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης χωρίζεται σε δύο μέρη, το συστηματικό κίνδυνο ή κίνδυνο της αγοράς και στο μη συστηματικό κίνδυνο ή ειδικό κίνδυνο.



Πηγή: <http://fycs.ifas.ufl.edu/younginvestor/module3/mod3sec1-2.shtml>

**Διάγραμμα 3.1**  
**Κίνδυνος / Αριθμός Μετοχών**

Στο Διάγραμμα 3.1 απεικονίζεται η σχέση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου με τον αριθμό των μετοχών που εμπεριέχονται σε αυτό. Στο κάθετο άξονα έχουμε τον συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, ενώ στον οριζόντιο τον αριθμό των μετοχών που περιλαμβάνονται σε αυτό. Με τη διαδικασία της απλής διαφοροποίησης επιτυγχάνεται εξάλειψη του 80% του μη συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Για να επιτευχθεί αυτό, απαιτείται να περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιο 15 – 20 μετοχές. Επί πλέον, είναι φανερό ότι η εισαγωγή περισσότερων μετοχών στο χαρτοφυλάκιο, δεν φαίνεται να μειώνει το μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

### **3.3 Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών**

Η Υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών εκφράστηκε αρχικά από τον Γάλλο μαθηματικό Louis Bachelier, στην διατριβή του " Η Θεωρία της Κερδοσκοπίας " το 1900. Η εργασία του αγνοήθηκε μέχρι την δεκαετία του 1950, όταν ο Paul Samuelson είχε αρχίσει να κυκλοφορεί την εργασία του Bachelier ανάμεσα στους οικονομολόγους. Έτσι πρόεκυψε σαν προεξέχουσα θεωρία. Το 1965 ο Eugene Fama δημοσίευσε την ακαδημαϊκή του μελέτη υποστηρίζοντας το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (random walk model). Το 1970 δημοσίευσε μια αναθεώρηση της θεωρίας και των στοιχείων για την υπόθεση. Η μελέτη επέκτεινε και καθόρισε την θεωρία, περιλαμβάνοντας τους ορισμούς των τριών μορφών της Αποτελεσματικής Αγοράς. Έτσι στις αρχές της δεκαετίας του 1990 γίνεται ευρέως αποδεκτή η Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών.

#### ***Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς***

Μια αγορά λέγεται αποτελεσματική αγορά όταν οι τιμές των χρεογράφων που διαπραγματεύονται σε αυτή αντιδρούν με ταχύτητα και ακρίβεια στην εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας και επομένως οι τρέχουσες τιμές τους ενσωματώνουν πλήρως όλη τη γνωστή πληροφορία. Για να είναι μια αγορά αποτελεσματική θα πρέπει να ισχύουν οι εξής υποθέσεις:

- α. θα πρέπει να υπάρχουν πολλοί επενδυτές που δραστηριοποιούνται στην αγορά και έχουν ως σκοπό την μεγιστοποίηση των κερδών τους
- β. η άντληση της πληροφορίας θα πρέπει να μην έχει κόστος και οι συμμετέχοντες στην αγορά να την λαμβάνουν περίπου την ίδια χρονική στιγμή

- γ. οι πληροφορίες θα πρέπει να φτάνει στην αγορά με τυχαίο τρόπο και οι διαφορές ειδήσεις να είναι διαχρονικές ανεξάρτητες η μια από την άλλη
- δ. οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια στην νέα πληροφορία, προκαλώντας στις τιμές των χρεογράφων τις αντίστοιχες προσαρμογές, οι προσαρμογές στις τιμές πρέπει να είναι ατελείς, αλλά είναι αμερόληπτες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### ***Ο οικονομικός ορισμός της αποτελεσματικής αγοράς***

Οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν κάθε πληροφορία μέχρι το σημείο εκείνο στο οποίο η οριακή ωφέλεια από την χρήση της πληροφορίας μπορεί να είναι μικρότερη ή ίση μέχρι του σημείου με το οριακό κόστος. Γενικά, εάν μια αγορά είναι αποτελεσματική, θα πρέπει οι τιμές των μετοχών να αντιδρούν άμεσα και πλήρως στην εμφάνιση κάθε νέας πληροφορίας που έχει σημασία στην τιμολόγηση τους, καθώς και οι μεταβολές των αναμενόμενων αποδόσεων των τιμών των μετοχών από μια περίοδο στην άλλη να συνδέονται μόνον με τις μεταβολές στο επίπεδο του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο και στο επίπεδο του ασφάλιστρου κίνδυνου.

Επίσης, στην έννοια της αποτελεσματικής αγοράς δεν είναι δυνατός ο διαχωρισμός μεταξύ κερδοφόρων και μη κερδοφόρων επενδύσεων, μελλοντικά, εξετάζοντας τα τρέχοντα δεδομένα και τιμές, ενώ εάν διαχωριστούν οι επενδυτές σε αυτούς που γνωρίζουν και στους αδαείς, τότε θα προκύψει ότι οι μέσες αποδόσεις των επενδύσεων τους δεν διαφέρουν μεταξύ τους. Με άλλα λόγια οι διαφορές στις αποδόσεις κάθε κατηγορίας και κάθε επενδύτη σε κάθε κατηγορία, είναι αποτέλεσμα καθαρής τύχης και όχι συστηματικές και σταθερές.

### ***Οι τύποι της αποτελεσματικής αγοράς***

Ο Fama καθόρισε ως Αποτελεσματική Αγορά την αγορά της οποίας οι τιμές των χρεογράφων που διαπραγματεύονται σε αυτήν, αντανακλούν ανά πάσα στιγμή και πλήρως με όλες τις πληροφορίες που σχετίζονται ή που θα έπρεπε να σχετίζονται με την τιμή του χρεογράφου. Επιπρόσθετα, διαβάθμισε την αποτελεσματική αγορά με βάση το πληροφοριακό σύνολο που ενσωματώνεται στις τιμές των χρεογράφων, σε τρεις μορφές. Αυτές οι μορφές είναι οι εξής:

#### **A. Ασθενής Μορφή (Weak Form)**

Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη την πληροφόρηση που μπορεί να εξαχθεί από τα στοιχεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Τα στοιχεία της αγοράς περιλαμβάνουν τις τιμές των μετοχών στο παρόν και στο παρελθόν, τις μεταβολές των τιμών, τον όγκο των συναλλαγών, το ύψος κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη και οποιαδήποτε άλλη πληροφορία αναφέρεται στην αγορά. Εάν η υπόθεση αυτή είναι

σωστή τότε δεν υπάρχει επενδυτής που να μπορεί να προβλέψει τις μεταβολές των τιμών των μετοχών, βασιζόμενος σε πληροφόρηση που υπάρχει στα στοιχεία της αγοράς. Η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας δεν υποθέτει ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων είναι ανεξάρτητες, αλλά ούτε έχουν τις ίδιες κατανομές πιθανοτήτων διαχρονικά. Άρα, μια συσχέτιση των αποδόσεων είναι πιθανή και επομένως παλαιές αποδόσεις μιας επένδυσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν στη πρόβλεψη των μελλοντικών της αποδόσεων.

#### B. Ημι-ισχυρής Μορφή (Semi strong Form)

Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη τη δημοσιευμένη πληροφόρηση. Η δημοσιευμένη πληροφόρηση περιλαμβάνει τα στοιχεία της χρηματιστηριακής αγοράς και λοιπές δημοσιές πληροφορίες, όπως ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων, δείκτες τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), μερισματικές αποδόσεις, ανακοινώσεις διάσπασης μετοχών, ανάπτυξη νέων προϊόντων, δυσκολίες χρηματοδότησης, οικονομικά νέα, πολιτικά νέα κ.λπ. Άρα, η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικής αγοράς περικλείει την ασθενή μορφή αποτελεσματικής αγοράς. Εάν ισχύει η υπόθεση της ημι-ισχυρής μορφής αποτελεσματικής αγοράς, οι τιμές των χρεογράφων θα προσαρμόζονται με μεγάλη ταχύτητα μόλις ανακοινωθεί μια πληροφορία. Στη περίπτωση αυτή ουδείς επενδυτής μπορεί να αποκομίσει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις κανονικές ( που αντιστοιχούν δηλαδή στο κίνδυνο που έχει αναλάβει), χρησιμοποιώντας πληροφορίες μετά την ανακοίνωσή τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι τιμές των χρεογράφων έχουν ήδη ενσωματώσει τις νέες αυτές πληροφορίες.

#### Γ. Ισχυρή Μορφή (Strong Form)

Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη την πληροφόρηση, είτε έχει δημοσιευθεί είτε δεν έχει δημοσιευθεί (δηλαδή ιδιωτική πληροφόρηση). Άρα, η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας περικλείει την ασθενή και την ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας. Στη περίπτωση αυτή δεν υπάρχει κατηγορία επενδυτών που να έχει μονοπωλιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. Κατά συνέπεια, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις κανονικές με διαχρονική συνέπεια.

Ο Fama άλλαξε τα ονόματα αυτών των κατηγοριών, αντίστοιχα, σε:

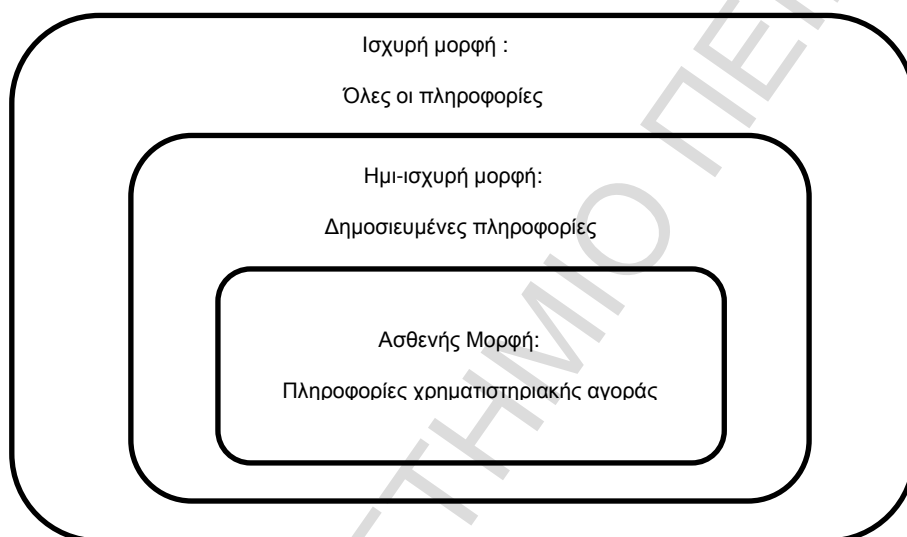
#### A. Έλεγχοι για την πρόβλεψη της απόδοσης



Σε αυτή την κατηγορία ο Fama δεν τροποποίησε μόνο το όνομα της αλλά και την ουσία της περιλαμβάνοντας τις ακόλουθες ενότητες: α) την διαστρωματική προβλεψιμότητα (μοντέλα αποτίμησης περιουσιακών κεφαλαίων και ανωμαλίες τιμολόγησης περιουσιακών κεφαλαίων), β) ημερολογιακές επιδράσεις, γ) η δύναμη πρόβλεψης των παρελθουσών αποδόσεων, δ) η δύναμη πρόβλεψης των άλλων μεταβλητών (αποδόσεις μερισμάτων) και ε) έλεγχοι μεταβλητότητας.

#### B. Μελέτες γεγονότων

#### Γ. Εξέταση ιδιωτικών πληροφοριών



Πηγή: <http://www.intellivestor.org/lecture-6-efficient-markets-financial-markets-by-prof-robert-shiller/>

### **Διάγραμμα 3.2**

#### **Τύποι Αποτελεσματικής αγοράς**

Στο Διάγραμμα 3.2 παρουσιάζονται οι τρεις τύποι αποτελεσματικής αγοράς, οι οποίοι περιγράφηκαν ανωτέρω, καθώς και η αντίστοιχη πληροφόρηση που περιέχουν. Μπορούν εύκολα να γίνουν κατανοητές οι δομές των μορφών μιας αποτελεσματικής αγοράς καθώς και με ποιον τρόπο περιέχεται η μία μέσα στην άλλη.

#### **Τοχαιός περίπατος – Υπόδειγμα Fair Game – Υπόδειγμα Martingale**

Η διαμόρφωση των τιμών των αξιογράφων αποτέλεσε σημαντικό αντικείμενο μελέτης της οικονομικής και ακαδημαϊκής κοινότητας στα μέσα της δεκαετίας του 1960. Η μελέτη εστιάσθηκε αρχικά στην ανεξαρτησία των τιμών των αξιογράφων και στην ανάλυση του υποδείγματος του τυχαίου περιπάτου. Βάσει του υποδείγματος αυτού, αναφέρεται ότι η εξέλιξη της τιμής μιας μετοχής στο μέλλον δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί περισσότερο από μία πορεία μιας αθροιστικής σειράς τυχαίων αριθμών. Ως αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μελλοντική πορεία της τιμής οποιουδήποτε προϊόντος μιας χρηματιστηριακής αγοράς δεν μπορεί να προβλεφθεί. Πράγματι, αν θεωρηθεί ότι οι τιμές μιας μετοχής ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου, τότε θα εξαχθεί το συμπέρασμα ότι δεν είναι δυνατή η χρήση μιας χρονοσειράς τιμών του παρελθόντος ώστε να διενεργηθεί πρόβλεψη για την επιτυχία αποδόσεων που θα θεωρηθούν υπερβάλλουσες.

Εκείνη την χρονική περίοδο, οι μελετητές βασιζόμενοι στα αποτελέσματα πρέσβευαν ότι οι τιμές της αγοράς ακολουθούσαν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου και ότι οι αποδόσεις των μετοχών δεν είχαν μεταξύ τους καμία εξάρτηση. Επομένως δεν ήταν δυνατή η πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας των τιμών της αγοράς χρησιμοποιώντας τις μεταβολές του παρελθόντος. Σαν αποτέλεσμα αυτής της θεώρησης οι μελετητές κατάληξαν στη διαμόρφωση της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς.

Σε μία αποτελεσματική αγορά, οι διαμορφώσεις της τιμής ενός αξιογράφου που πραγματοποιούνται διαδοχικά με την χρήση των πληροφοριών και των στοιχείων που υφίστανται εκείνη τη στιγμή δεν επιδέχονται πρόβλεψη δηλαδή οι αποδόσεις των αξιογράφων ικανοποιούν την ιδιότητα του δίκαιου παιγνίου (Fair game).

Ως μαθηματική ελπίδα ενός παίκτη σε ένα παίγνιο ορίζεται το άθροισμα των γινομένων των αβέβαιων αποτελεσμάτων του παιγνίου με τις αντίστοιχες πιθανότητες πραγματοποίησής τους. Ένα παίγνιο για να χαρακτηριστεί δίκαιο πρέπει η συνολική μαθηματική ελπίδα για έναν αντιπροσωπευτικό παίκτη να ισούται με μηδέν. Δηλαδή απλά ένα δίκαιο παίγνιο δεν είναι υπέρ του παίκτη αλλά ούτε και υπέρ του αντιπάλου του.

Επομένως, σε μία αποτελεσματική αγορά επιβάλλεται να υπάρχει επιβεβαίωση της ιδιότητας του δίκαιου παιγνίου στις μεταβολές των τιμών, ούτως ώστε η πορεία τους να είναι απρόβλεπτη και κατά συνέπεια κανένας επενδυτής να μην μπορεί να κάνει χρήση των υπάρχουσών πληροφοριών, με σκοπό να αναπτύξει περισσότερες ικανότητες πρόβλεψης και να αποκτήσει υπερβάλλοντα οφέλη. Συνεπώς οποιαδήποτε προσέγγιση για την περιγραφή

τιμών ικανοποιεί την ιδιότητα του δίκαιου παιγνίου, περιγράφει ως ικανή και αναγκαία συνθήκη μίας αποτελεσματικής αγοράς

Ο ορισμός της αποτελεσματικής αγοράς προϋποθέτει ότι οι αποδόσεις επιβάλλεται να ικανοποιούν την ιδιότητα του δίκαιου παιγνίου. Το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου ικανοποιεί κατά μία έννοια την ιδιότητα αυτήν, αλλά οι προβλέψεις για την πορεία των τιμών στις οποίες βασίζεται, εναπόκεινται σε περιορισμούς. Το υπόδειγμα Martingale παρέχει μια σαφέστερη ανάλυση για το ανωτέρω και περιγράφει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και ουσιαστικά αποτελεί τη μαθηματική αποτύπωση της ιδιότητας του δίκαιου παιγνίου στις αποδόσεις, με την επιπλέον υπόθεση ότι το σύνολο των πληροφοριών περιλαμβάνει μόνο παρελθοντικά στοιχεία.

Το μοντέλο αυτό διαθέτει μια πιο ασθενή πιθανολογική δομή τόσο από μια διαδικασία που περιέχει ανεξάρτητες και όμοια κατανομημένες τιμές στον χρόνο, όσο και από μια διαδικασία με ανεξάρτητες αλλά όχι όμοια κατανομημένες τιμές και συγκεκριμένα με μεταβαλλόμενη στο χρόνο διακύμανση. Το υπόδειγμα Martingale προϋποθέτει μόνο ανεξαρτησία των υπό συνθήκη αναμενόμενων αποδόσεων από τη διαθέσιμη πληροφορία και επιτρέπει στην κατανομή πιθανότητας των αποδόσεων να εξαρτάται από τιμές παρελθόντος χρόνου με αποτέλεσμα να μην αντιτίθεται ότι αυτές δύνανται να είναι χρήσιμες στην επιλογή χαρτοφυλακίων με διαφορετικούς βαθμούς επικινδυνότητας που απαιτούνται και να αποτελεί ικανή και αναγκαία συνθήκη για την ύπαρξη μιας αποτελεσματικής αγοράς.

### **3.4 Ανάλυση χρηματιστηριακών τιμών**

Σκοπός της παρούσας ενότητας είναι η συνοπτική περιγραφή και παρουσίαση των βασικών μεθόδων που χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές και τους διαχειριστές κεφαλαίων για την αξιολόγηση και την επιλογή των μετοχών ενός χαρτοφυλακίου. Οι μέθοδοι που διαχρονικά χρησιμοποιούνται κυρίως για την αξιολόγηση των χρηματιστηριακών τίτλων είναι η θεμελιώδης ανάλυση (fundamental analysis) και η τεχνική ανάλυση (technical analysis).

Αποτελούν πραγματικά δύο διαφορετικές μορφές ανάλυσης, χρησιμοποιούν τελείως διαφορετικές προσεγγίσεις και εξετάζουν με διαφορετικό τρόπο το ζήτημα, προσπαθώντας να απαντήσουν στις διαχρονικές αναζητήσεις των επενδυτών. Σε καμία περίπτωση όμως η

μια μέθοδος δεν αποκλείει την άλλη καθώς υφίστανται και πιθανοί συνδυασμοί τους, των οποίων τα αποτελέσματα σε αρκετές περιπτώσεις είναι ικανοποιητικά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### ***Η μέθοδος της θεμελιώδους ανάλυσης***

Η θεμελιώδης ανάλυση αποτελεί μία λύση για του επενδυτές, με την οποία τους επιτρέπεται να εξετάσουν όλους τους παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τη διακύμανση της τιμής μιας μετοχής. Με τη μέθοδο της θεμελιώδους ανάλυσης, ο επενδυτής τείνει να αξιολογεί τις προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας μιας εταιρείας καθώς και να προσπαθήσει να προβλέψει την μελλοντική πορεία της ανάπτυξής της και ως εκ τούτου την τυχούσα μελλοντική τιμή της μετοχής της. Η επίτευξη των ανωτέρω αναφερόμενων απαιτήσεων πηγάζει από μέσω μια συγκεκριμένη διαδικασία στην οποία περιλαμβάνονται η μελέτη των οικονομικών στοιχείων της εταιρίας, της πορείας του κλάδου στον οποίο εντάσσεται καθώς και των οικονομικών συνθηκών που επικρατούν γενικότερα στη αγορά.

Ο σκοπός τελικά της μεθόδου αυτής είναι μέσω της ανάλυσης των τριών αυτών παραγόντων, να οδηγήσει τον επενδυτή στον προσδιορισμό της εσωτερικής - πραγματικής αξίας μιας μετοχής. Η εσωτερική της αξία μπορεί να προσδιοριστεί προεξοφλώντας μελλοντικές ταμιακές ροές που αναμένεται ότι θα αποφέρει μια μετοχή. Η βασική υπόθεση της είναι ότι σε κάθε περίπτωση στο μέλλον η τιμή της μετοχής θα προσεγγίσει την εσωτερική της αξία. Επομένως, αν η τρέχουσα τιμή της βρίσκεται σε επίπεδα χαμηλότερα της εσωτερικής της αξίας, ο επενδυτής προτείνεται να αγοράσει τη συγκεκριμένη μετοχή καθώς θεωρείται υποτιμημένη, ενώ σε αντίθετη περίπτωση, εάν συμπεριλαμβάνεται ήδη στο χαρτοφυλάκιο του επιβάλλεται να την πουλήσει.

Τα στοιχεία που μπορούν χρησιμοποιηθούν από τους αναλυτές και συμπεριλαμβάνουν τις μακροοικονομικές συνιστώσες της οικονομίας, τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που υποχρεωτικά δημοσιεύουν οι εισηγμένες σε χρηματιστήριο εταιρείες, εκ των οποίων υπάρχει η δυνατότητα να υπολογισθούν μεγάλου πλήθους χρηματοοικονομικοί δείκτες, τις προβλέψεις και τις μελέτες των αναλυτών, τις μελέτες του κλάδου στον οποίο εντάσσεται η επιχείρηση, τα εταιρικά νέα καθώς και πλήθους στατιστικών πληροφοριών, δημιουργούν ένα πλέγμα πληροφόρησης μέσω του οποίου δύναται να εξαχθούν πολλά συμπεράσματα για την εσωτερική αξία μιας μετοχής.

Κατόπιν λοιπόν της αποτίμησης της εσωτερικής αξίας μιας μετοχής, με την οποία επιτυγχάνεται ο σκοπός της θεμελιώδους ανάλυσης, οι επενδυτές και οι αναλυτές έχουν πλέον τη δυνατότητα να προχωρήσουν στην εκτίμηση ότι η μετοχή μπορεί να αποτελέσει

μια καλή επενδυτική κίνηση για τα επίπεδα τιμών της τρέχουσας περιόδου. Επομένως αποτελεί συμφέρουσα λύση για την ένταξή της σε χαρτοφυλάκιο ή διαφορετικά ότι στην κατάσταση στην οποία βρίσκεται και δεν διαφαίνονται προοπτικές για ακόμη μεγαλύτερη άνοδο της τιμής της, να προχωρήσουν σε πώληση, ως την πιο συμφέρουσα λύση.

### ***Τα στάδια της θεμελιώδους ανάλυσης***

Για την επίτευξη του σκοπού της θεμελιώδους ανάλυσης απαιτείται να διεκπεραιωθούν τρία στάδια, η ανάλυση της οικονομίας, η ανάλυση του κλάδου και η ανάλυση της εταιρείας, τηρώντας τη σειρά που αναφέρονται.

#### Στάδιο 1: Ανάλυση της οικονομίας

Πρωτεύουσα συμμετοχή στη θεμελιώδη ανάλυση έχει η αξιολόγηση του ευρύτερων οικονομικών συνθηκών, τόσο εγχώρια όσο και διεθνώς. Πολλοί πρεσβεύουν και αποδέχονται ότι μεταξύ της πορείας της οικονομίας και της πορείας της χρηματιστηριακής αγοράς διατηρούνται ισχυροί δεσμοί, οι οποίοι επιβεβαιώνονται και εμπειρικά από διάφορες έρευνες. Η μελέτη των δεδομένων σε αυτό το βήμα εστιάζει στα μακροοικονομικά στοιχεία και τους δείκτες της οικονομίας, τα οποία άμεσα ή έμμεσα επηρεάζουν ευρέως την πορεία των χρηματιστηρίων.

Ενδεικτικά τα βασικότερα μεγέθη που ελέγχονται είναι τα ακόλουθα

- Επιτόκιο
- Πληθωρισμός
- Ανεργία
- Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
- Εμπορικό Ισοζύγιο
- Κόστος εργασίας
- Ποσότητα Χρήματος
- Πιστωτική Επέκταση
- Κατά Κεφαλήν Εισόδημα

συνέπεια των οποίων είναι και η επιρροή των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας και τα οποία αν συνδυαστούν ιστορικά δύναται οδηγήσουν σε προβλέψεις για τον μέλλον, με βάση τη συσχέτιση του παρελθόντος, καθώς και ορισμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες των οποίων η συμπεριφορά επηρεάζει άμεσα την πορεία των χρηματιστηριακών αγορών, όπως:

- Δείκτης παραγωγικότητας
- Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής
- Δείκτης κατασκευαστικής δραστηριότητας
- Δείκτης λιανικών πωλήσεων
- Δείκτης καταναλωτικού κλίματος

Η μελέτη της διακύμανσης των δεικτών αυτών οδηγεί τους αναλυτές στη λήψη σωστών αποφάσεων επένδυσης. Όμως σε αυτό το σημείο πρέπει να τονισθεί ότι είναι εξαιρετικά σημαντικό για τους αναλυτές να γνωρίζουν τις αντιδράσεις των δεικτών σε κάθε φάση του οικονομικού κύκλου καθώς και τα αποτελέσματα των μεταβολών τους σε κάποια χρονική στιγμή.

#### Στάδιο 2: Ανάλυση του κλάδου

Σημαντικό βήμα για την συστηματική σειρά ενεργειών της θεμελιώδους ανάλυσης, είναι η δεύτερη φάση της που περιλαμβάνει την ανάλυση του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία και οι επιδράσεις του σε αυτή. Απαιτείται να τονίσουμε ότι απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή στη διαδικασία αυτή καθώς οι κλάδοι δεν διαθέτουν όλοι την ίδια συμπεριφορά κατά τις διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου καθώς κάθε κλάδος διαθέτει και τα δικά του χαρακτηριστικά. Έτσι οι αναλυτές καλούνται να διερευνήσουν βασικά θέματα που σχετίζονται με τον κλάδο όπως:

- Το μέγεθος του κλάδου και το εύρος της πελατειακής του βάσης
- Την φάση του οικονομικού του κύκλου και τις μελλοντικές προοπτικές του.
- Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργία και την πορεία του
- Το πλήθος των εταιρειών από τις οποίες αποτελείται ο κλάδος και το εύρος του ανταγωνισμού μεταξύ των εταιριών ή/και εάν επικρατούν συνθήκες ολιγοπωλίου ή μονοπωλίου.

- Το μερίδιο αγοράς του κλάδου της εξεταζόμενης εταιρείας
- Η ευκολία εισόδου ή εξόδου μιας εταιρείας από τον κλάδο.

### Στάδιο 3: Ανάλυση της εταιρείας

Στην τρίτη και τελευταία φάση της διαδικασίας της θεμελιώδους ανάλυσης πραγματοποιείται η αξιολόγηση της επιχείρησης, σχετικά με την ικανότητα της να αποδώσει ικανοποιητικά κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες μιας οικονομίας και του κλάδου όπου εντάσσεται. Κατόπιν της συγκέντρωσης όλων των απαραίτητων δεδομένων, επιβάλλεται να πραγματοποιηθεί λεπτομερής ανάλυση των βασικών συνιστωσών, ποιοτικών και ποσοτικών, που συμβάλλουν στην πορεία μιας εταιρείας, μέρος των οποίων αναφέρονται κατωτέρω:

- Η θέση της επιχείρησης στον κλάδο της (μερίδιο αγοράς, ύψος πωλήσεων, θέση ανταγωνιστών κ.ο.κ)
- Η εξέλιξη των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας με ιστορικό 4-5 ετών
- Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας
- Η ρευστότητα της επιχείρησης
- Τα ίδια κεφάλαια και η αποδοτικότητά τους
- Η διοίκησης της εταιρείας και η ικανότητα και αξιοπιστία της
- Η ακρίβεια των προβλέψεων που διενεργεί η επιχείρηση
- Η μερισματική πολιτική της επιχείρησης
- Η πορεία της τιμής της μετοχής διαχρονικά, τα υψηλά και χαμηλά επίπεδα της και η εμπορευσιμότητα της
- Οι δείκτες της εταιρείας συγκριτικά με αυτούς των άλλων επιχειρήσεων του κλάδου.

Γίνεται λοιπόν αντιληπτό ότι αποτελεί το πλέον απαιτητικό και χρονοβόρο στάδιο της διαδικασίας, καθώς είναι απαραίτητη η λήψη μεγάλου πλήθους δεδομένων για την εταιρεία και ιδιαίτερα σε διάρκεια αρκετών ετών χρήσης. Κατά συνέπεια, ως αποτέλεσμα αυτής της



επίπονης διαδικασίας, είναι δυνατόν να παρουσιαστεί μία πιο διαχρονική εικόνα για την πορεία των μεγεθών της.

### **Μέθοδοι θεμελιώδους ανάλυσης – Βασικοί αριθμοδείκτες**

Η χρήση των χρηματιστηριακών και χρηματοοικονομικών δεικτών αποτελεί να ιδιαίτερα σημαντικό βοήθημα που διευκολύνει τους αναλυτές της θεμελιώδους ανάλυσης. Κατόπιν του υπολογισμού και της παρουσίασης των δεικτών, ακολουθεί η διαδικασία της σύγκρισης με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων επιχειρήσεων, κυρίως του ίδιου κλάδου, ώστε να υπολογιστούν συμπερασματικά αποτελέσματα για την κατάσταση της εταιρείας. Απαιτείται παράλληλα μεγάλη προσοχή κατά την ανάλυση των δεικτών, αφού δίνουν μόνο μια ένδειξη περί της ποιότητας μιας μετοχής, καθώς υφίσταται ο κίνδυνος να οδηγήσουν σε παρερμηνείες, στην περίπτωση η αξιολόγηση δεν πραγματοποιηθεί με ορθό τρόπο.

Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται στην θεμελιώδη ανάλυση είναι οι κάτωθι:

- Δείκτης Τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή P/E (price-to-earnings)

$$P/E = \frac{\text{Αγοραία Αξία Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

- Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings Per Share – EPS)

$$EPS = \frac{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}{\text{Σύνολο διαπραγματεύσιμων μετοχών}}$$

- Δείκτης P.E.G (Price – Earnings – Growth)

$$\text{Δείκτης P.E.G.} = \frac{P/E}{\text{Μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης EPS}}$$

όπου, EPS τα κέρδη ανά μετοχή την προς εξέταση χρονική περίοδο και

$$\text{Μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης EPS} = \left( \frac{\text{Αναμενόμενα EPS τελευταίου έτους}}{\text{EPS τελευταίου έτους}} \right)^{\frac{1}{n-1}}$$

με n τα έτη της υπό εξέτασης χρονικής περιόδου

- Δείκτης Μερισματικής απόδοσης (Dividend yield – DY)

$$\text{Μερισματική απόδοση} = \frac{\text{Ετήσιο Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή αξία της μετοχής}} \times 100$$

- Δείκτης P/BV (Price – to – book value)

$$P/BV = \frac{\text{Αγοραία Αξία Μετοχής}}{\text{Λογιστική αξία μετοχής}}$$

- Δείκτης Τιμής μετοχής προς Χρηματικές Ροές P/CF

$$P/CF = \frac{\text{Αγοραία Αξία Μετοχής}}{\text{Εισροές ανά μετοχή}}$$

- Δείκτης Τιμής μετοχής προς Πωλήσεις ανά μετοχή P/S

$$P/S = \frac{\text{Αγοραία Αξία Μετοχής}}{\text{Πωλήσεις ανά Μετοχή}}$$

- Συντελεστής βήτα (beta)

Σχέση μεταξύ κινδύνου της μετοχής και κινδύνου αγοράς

- Δείκτης εμπορευσιμότητας

$$\text{Δείκτης εμπορευσιμότητας} = \frac{\text{Αριθμός μετοχών που κινήθηκαν σε μία περίοδο}}{\text{Σύνολο διαπραγματεύσιμων μετοχών}}$$

- Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE)

$$\text{ROE} = \frac{\text{ΚαθαράΚέρδημετάφόρων}}{\text{ΊδιαΚεφάλαια}}$$

- Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{ΞέναΚεφάλαια}}{\text{ΊδιαΚεφάλαια}}$$

- Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Εκτενέστερη και αναλυτικότερη περιγραφή για την χρήση και την αποδοτικότητα της πλειοψηφίας των ανωτέρω δεικτών θα παρουσιαστεί στο 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο που ακολουθεί. Στο κεφάλαιο αυτό θα χρησιμοποιηθούν ορισμένοι από αυτούς στο υπόδειγμα ανάλυσης που θα παρουσιαστεί.

### ***Η μέθοδος της τεχνικής ανάλυσης***

Η τεχνική ανάλυση αποτελεί ένα εργαλείο το οποίο οι αναλυτές χρησιμοποιούν για να προβλέψουν τις χρηματιστηριακές τιμές. Δηλαδή με την μελέτη τιμών από το παρελθόν προσπαθείται να εκτιμηθούν οι τιμές του μέλλοντος. Ο τεχνικός αναλυτής εστιάζει αποκλειστικά σε στοιχεία της αγοράς, έχοντας ως δεδομένο ότι όλες οι πληροφορίες των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή και επιχειρεί να προβλέψει τη μελλοντική κατεύθυνση των τιμών αναζητώντας συμβατικά μοντέλα συμπεριφοράς των τιμών, τα οποία να έχουν χαρακτηρίσει ανάλογες μεταβολές του παρελθόντος, σε αντίθεση βέβαια με τον αναλυτή θεμελιωδών μεγεθών.

Η τεχνική ανάλυση είναι μια διαδικασία με την οποία αξιολογούνται χρηματιστηριακές τιμές μέσω ανάλυσης στατιστικών πληροφοριών οι οποίες πηγάζουν από την πορεία της αγοράς, όπως είναι προγενέστερες τιμές και ο όγκος συναλλαγών. Η προσπάθεια των τεχνικών αναλυτών δεν επικεντρώνεται στη αξιολόγηση της πραγματικής –

εσωτερικής αξίας ενός χρηματιστηριακού αξιογράφου αλλά στην χρήση διαγραμμάτων και γραφημάτων καθώς και άλλων εργαλείων με στόχο την αναγνώριση μοντέλων μέσω των οποίων θα προέλθει μία πρόβλεψη για την μελλοντική διακύμανση των τιμών.

Αν και στη μέθοδο της τεχνικής ανάλυσης χρησιμοποιούνται πολλές φορές περίεργα και πολύπλοκα βοηθήματα, ουσιαστικά εστιάζει απλά στη μελέτη μελετά της προσφοράς και της ζήτησης σε μια αγορά προσπαθώντας να οδηγηθεί στον προσδιορισμό της κατεύθυνσης ή τάσης με την οποία θα μεταβληθεί μελλοντικά. Δηλαδή, η τεχνική ανάλυση τείνει και προσπαθεί να αντιληφθεί την αίσθηση της αγοράς μέσω της μελέτης της ίδιας και όχι μέσω των δεδομένων από τα οποία αποτελείται. Η χρήση της τεχνικής ανάλυσης δύναται να πραγματοποιηθεί για κάθε αξιόγραφο για το οποίο έχουν αποτυπωθεί ιστορικά αρχεία τιμών, όπως μετοχές, δείκτες, ισοτιμίες, εμπορεύματα κ.ο.κ.

Η τεχνική ανάλυση υποστηρίζεται από τρεις βασικές υποθέσεις:

- Η τιμές στην αγορά αποτυπώνουν τα πάντα
- Η διακύμανση των τιμών πραγματοποιείται με τάση
- Τα ιστορικά δεδομένα έχουν την τάση να επαναλαμβάνονται

Εμμέσως, η τεχνική ανάλυση αποκλείει την έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς όπως αυτή γίνεται αντιληπτή διαμέσου της θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς. Επομένως με την χρήση της τεχνική ανάλυσης αποδεχόμαστε ότι η αγορά δεν είναι αποτελεσματική. Με την αρχή των αποτελεσματικών αγορών θεωρούμε ότι οι εκάστοτε τιμές υποδηλώνουν όλα τα διαθέσιμα στοιχεία και ότι οι μελλοντικές διακυμάνσεις της τιμής θα εξελιχθούν με τέτοιο τρόπο ώστε θα είναι ανάλογες με την τυχαία κίνηση, καθώς αυτές θα προσαρμόζονται αναλόγως με τις νέες πληροφορίες που θα προστίθενται στην αγορά. Αυτού του είδους οι θεωρίες έχουν ως προϋπόθεση ότι όλοι οι εμπλεκόμενοι στην χρηματιστηριακή αγορά θα διαθέτουν ίση και στιγμιαία πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες που δύναται να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών.

### **Παρουσίαση και ερμηνεία εργαλείων της τεχνικής ανάλυσης**

Οι δείκτες και τα διαγράμματα τους αποτελούν τα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης. Ένας δείκτης δεν είναι τίποτα άλλο παρά ένας μαθηματικός υπολογισμός που εξαρτάται από την τιμή της μετοχής ή τον όγκο συναλλαγών της ή και τα δύο. Τα ονόματα και μόνο των δεικτών πολλές φορές όπως Σύγκλιση-Απόκλιση Κινητών Μέσων Όρων, Στοχαστικός

δείκτης, Λωρίδες Bollinger κ.λπ. ακούγονται παράξενα και απομακρύνουν τους μέσους επενδυτές από την ενασχόληση με την τεχνική ανάλυση. Στο σύγχρονο όμως κόσμο, με τη χρήση των ηλεκτρονικών υπολογιστών και συστημάτων μέσω των οποίων η λύση περίπλοκων μαθηματικών προβλημάτων μοιάζει εύκολη και άμεση, η τεχνική ανάλυση διαφαίνεται τόσο χρήσιμη για τον επενδυτή όσο ποτέ άλλοτε. Είναι εύκολο κάποιος να αντιληφθεί πλέον τον υπολογισμό για παράδειγμα του Κινητού Μέσου Όρου για να πιστέψει ότι επικίνδυνη κίνηση η αγορά μετοχών που κινούνται κάτω από το μέσο όρο τους.

Είναι βέβαια πραγματικότητα ότι οποιαδήποτε μετοχή διαθέτει 50% πιθανότητα να ανέβει αύριο, και 50% να πέσει. Κατά αυτόν τον τρόπο, στερείται σοβαρότητας η τυφλή πίστη ότι με την χρήση οποιασδήποτε μεθόδου θα καταστεί δυνατή η πρόβλεψη των διακυμάνσεων των χρηματαγορών με ακρίβεια. Μόνο με χρήση των πιθανοτήτων δύναται να εκφραστεί το μέλλον. Επομένως ο βασικός στόχος της τεχνικής ανάλυσης είναι να τροποποιήσει τα ποσοστά επιτυχίας των προβλέψεων προς όφελος του επενδυτή. Αν η πιθανότητα πρόβλεψης της κίνησης μιας μετοχής ανέλθει στο 60% τότε με το πέρασμα του χρόνου τα οφέλη για τους επενδυτές είναι σίγουρα περισσότερα.

Στη συνέχεια θα παραθέσουμε ενδεικτικά βασικές έννοιες και δείκτες που αποτελούν τα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης.

### Στήριξη και Αντίσταση

Τα περισσότερα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης βασίζονται στις έννοιες της προσφοράς και ζήτησης. Οι γραμμές Αντίστασης και Στήριξης αντιστοιχούν σε επίπεδα προσφοράς και ζήτησης. Η γραμμή Αντίστασης αποτελεί ουσιαστικά μια γραμμή προσφοράς. Όταν οι τιμές ανεβαίνουν, ο αριθμός των επενδυτών που προβαίνουν σε πωλήσεις των μετοχών τους επίσης αυξάνεται, αφού οι ψηλές τιμές είναι δελεαστικές ώστε να πουλήσουν. Όταν ο αριθμός των επενδυτών που πουλάνε αγγίζει υπερβολικά επίπεδα, η τιμή της μετοχής πέφτει. Όταν αυτό το φαινόμενο επαναληφθεί κάποιες φορές, μια γραμμή Αντίστασης σχηματίζεται σ' αυτό το επίπεδο τιμών. Μια γραμμή Στήριξης αποτελεί ουσιαστικά μια γραμμή ζήτησης. Όταν οι τιμές πέφτουν, ο αριθμός των επενδυτών που αγοράζουν τη μετοχή αυξάνεται, καθώς οι χαμηλές τιμές είναι τώρα δελεαστικές. Όταν ο αριθμός των επενδυτών που αγοράζουν αγγίζει υπερβολικά επίπεδα, η τιμή της μετοχής ανεβαίνει. Όταν αυτό το φαινόμενο επαναληφθεί κάποιες φορές, μια γραμμή Στήριξης σχηματίζεται σε αυτό το επίπεδο τιμών.

Κατά την περίπτωση όπου οι γραμμές Στήριξης ή Αντίστασης παραβιαστούν, ξεκινά ο προβληματισμός των επενδυτών. Παραδείγματος χάριν, όταν η τιμή της μετοχής ξεπερνάει μια γραμμή Αντίστασης, τόσο οι επενδυτές που προβαίνουν σε πωλήσεις όσο και οι επενδυτές που προβαίνουν σε αγορές διερωτώνται για τον βαθμό που δικαιολογείται αυτή η εξέλιξη και ίσως να προχωρήσουν σε πώληση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός φαινομένου που καλείται "οι τύψεις των επενδυτών", το οποίο δεν είναι παρά ένα προσωρινό ξεπέραςμα ενός επιπέδου Αντίστασης που έπεται από τη μεταγενέστερη καθοδική πορεία της μετοχής σε επίπεδα χαμηλότερα του επιπέδου Αντίστασης. Οι μέρες που ακολουθούν μετά το προσωρινό ξεπέραςμα της γραμμής Αντίστασης είναι πολύ κρίσιμες για την περαιτέρω πορεία της μετοχής. Δύο γεγονότα θα συμβούν βασικά, ή οι επενδυτές θα συμφωνήσουν ότι αυτό το σπάσιμο της γραμμής Αντίστασης είναι επιπόλαιο, συνεπώς η μετοχή θα επιστρέψει σε σύντομο χρόνο σε επίπεδα χαμηλότερα της Αντίστασης, ή θα αποδεχθούν τις νέες τιμές της μετοχής σαν πραγματικές και θα εξακολουθήσει η κίνηση της μετοχής σε ψηλότερα επίπεδα.

Όταν μια γραμμή Αντίστασης παραβιαστεί μετατρέπεται σε γραμμή Στήριξης. Παρόμοια όταν μια γραμμή Στήριξης παραβιαστεί μετατρέπεται σε γραμμή Αντίστασης.



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/supres.htm>

### **Διάγραμμα 3.3** **Στήριξη – Αντίσταση**

Στο Διάγραμμα 3.3 έχουν χαρακτηί δύο γραμμές στήριξης και αντίστασης. Η μικρότερη από τις δύο είναι γραμμή στήριξης. Τρεις φορές η μετοχή κινδύνευσε να πέσει κάτω από το επίπεδο στήριξης και τις τρεις φορές επανήλθε σε ψηλότερες τιμές. Η πάνω γραμμή όσο καιρό η μετοχή βρισκόταν πριν το σημείο A ήταν γραμμή αντίστασης. Στο A αυτή η γραμμή αντίστασης ξεπεράστηκε. Και όχι μόνο για μία μέρα. Λίγο μετά το A

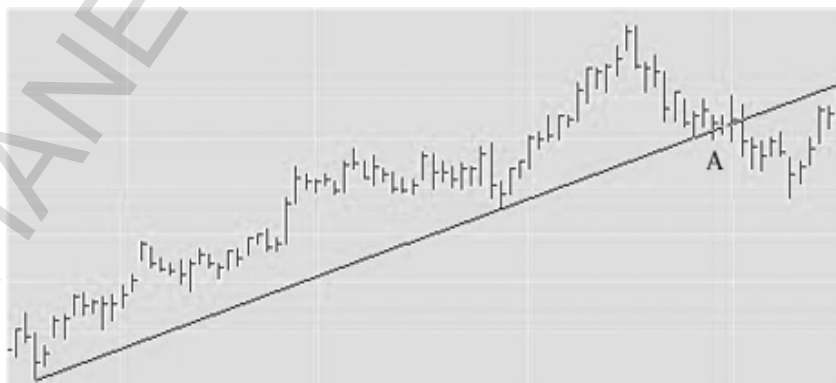
μπορούσε να αγοράσει κανείς. Η μετοχή ανέβηκε γρήγορα αλλά το φαινόμενο "τύψεις των επενδυτών" (ή η αμφισβήτησή τους) την επανέφεραν, σε σύντομο χρόνο, σε πιο γνωστά επίπεδα. Παρατηρούμε ότι στην κάθοδό της βρήκε στήριξη σε αυτό που ήταν πριν επίπεδο αντίστασης. Αυτό το επίπεδο στήριξης το αντιτάχθηκε με επιτυχία και συνέχισε σε ανοδική πορεία. Ένα νέο επίπεδο αντίστασης τώρα αποτελεί η προηγούμενη μέγιστη τιμή της.

### Γραμμές κατεύθυνσης

Τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης μπορούν να παραβιαστούν ως συνέπεια της αλλαγής των προσδοκιών των επενδυτών. Η αλλαγή αυτή των προσδοκιών συχνά είναι βίαια και εξαρτάται από πληροφορίες και νέα σχετικά με την εταιρεία. Στην κατάσταση όπου η μετοχή καταγράφει άνοδο, οι αγοραστές είναι περισσότεροι από τους πωλητές. Στην κατάσταση όπου η μετοχή καταγράφει κάθοδο αυτοί που προβαίνουν σε πωλήσεις είναι περισσότεροι από αυτούς που προβαίνουν σε αγορές.

Όταν περιγράφουμε την κατεύθυνση μιας μετοχής εκφράζουμε μια σταθερή πορεία αλλαγής της τιμής της μετοχής ανοδικά ή καθοδικά, η οποία συνδέεται και με τις προσδοκίες των επενδυτών. Η κατεύθυνση μιας μετοχής είναι διαφορετική από τα επίπεδα στήριξης ή αντίστασης, γιατί με τον όρο κατεύθυνση εννοούμε αλλαγή, ενώ με τον όρο αντίσταση ή στήριξη εννοούμε εμπόδιο στην αλλαγή.

Στο Διάγραμμα 3.4 διακρίνουμε πως ορίζεται μια ανοδική κατεύθυνση από διαδοχικά υψηλότερες τιμές. Για να χαραχθεί μια ανοδική γραμμή κατεύθυνσης, πρέπει να ενωθούν δύο χαμηλά σημεία με τέτοιο τρόπο ώστε κανένα χαμηλό να μην υπάρχει κάτω από τη γραμμή αυτή. Στο σημείο Α η ανοδική γραμμή κατεύθυνσης παραβιάστηκε και αποτελεί πιθανό σημείο αντιστροφής των τιμών.



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/supres.htm>

**Διάγραμμα 3.4**  
**Ανοδική Γραμμή Κατεύθυνσης**

Στο Διάγραμμα 3.5 διακρίνεται, πως ορίζεται μια καθοδική κατεύθυνση από διαδοχικά χαμηλότερες τιμές. Για να χαραχθεί μια καθοδική γραμμή κατεύθυνσης, πρέπει να ενωθούν δύο υψηλά σημεία με τέτοιο τρόπο ούτως ώστε κανένα υψηλό σημείο να μην υπάρχει πάνω από τη γραμμή αυτή. Στο σημείο A η καθοδική γραμμή κατεύθυνσης παραβιάστηκε και αποτελεί πιθανό σημείο αντιστροφής των τιμών



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/supres.htm>

### Διάγραμμα 3.5 Καθοδική Γραμμή Κατεύθυνσης

#### Κινητός Μέσος Όρος

Ο Κινητός Μέσος Όρος αποτελεί έναν δείκτη που απεικονίζει τη μέση τιμή μιας μετοχής για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η περίοδος υπολογισμού του αποτελεί την βασική παράμετρο του δείκτη αυτού. Στη περίπτωση κατά την οποία η περίοδος αυτή είναι για παράδειγμα δέκα μέρες, ο Κινητός Μέσος Όρος απεικονίζει τη μέση τιμή της μετοχής τις δέκα τελευταίες μέρες. Επομένως κάθε σημείο του δείκτη αυτού παρουσιάζει ουσιαστικά τη μέση τιμή της μετοχής τις δέκα προηγούμενες μέρες. Απόρροια αυτής της διαδικασίας υπολογισμού είναι μια γραμμή με πολύ ομαλότερη μορφή από την πορεία της μετοχής. Πλέον των απλών Κινητών Μέσων Όρων υφίστανται και οι εκθετικοί Κινητοί Μέσοι Όροι, οι οποίοι εστιάζουν στις περισσότερο πρόσφατες τιμές, οι οποίες αντιμετωπίζονται διαφορετικά στη διαδικασία υπολογισμού.

Η δημοφιλέστερη μέθοδος ερμηνείας του δείκτη αυτού είναι η σύγκριση του Κινητού Μέσου Όρου με την τιμή της μετοχής. Κατά το χρόνο όπου η τιμή της μετοχής ξεπερνάει την τιμή του Κινητού Μέσου Όρου της, οι επενδυτές προβαίνουν σε αγορές. Κατά το χρόνο όπου



η τιμή πέφτει κάτω από το μέσο όρο της, οι επενδυτές προβαίνουν σε πωλήσεις. Αν ακολουθηθεί αυτή η διαδικασία δεν πρόκειται ποτέ να αγοραστούν μετοχές στη χαμηλότερη δυνατή τιμή ή να πωληθούν στην πιο υψηλή. Με αυτόν τον τρόπο απλά, υποδεικνύονται σημεία για κίνηση αγοράς μόλις η μετοχή αρχίζει να κινείται ανοδικά ή κίνηση πώληση όταν η μετοχή ξεκινήσει να κινείται πτωτικά.

Το κρισιμότερο σημείο για την ερμηνεία του δείκτη αυτού είναι η περίοδος υπολογισμού του. Ακολούθως μπορούμε να ανακαλύψουμε για κάθε μετοχή κάποια περίοδο τέτοια, ούτως ώστε αν ακολουθηθούν οι υποδείξεις του δείκτη αυτού να υπάρξει κέρδος. Η επιλογή της περιόδου αυτής εξαρτάται σίγουρα από το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο αναμένουν οι επενδυτές αποδόσεις. Ο συνηθέστερος Κινητός Μέσος Όρος είναι αυτός των 200 ημερών, μόνο όμως για την περίπτωση επένδυσης με αποδόσεις στο μακρινό μέλλον. Αν οι αγορές και πωλήσεις μετοχών είναι καθημερινές τότε ο Μέσος Όρος των 15 ή 25 ημερών είναι χρησιμότερος.

Στο Διάγραμμα 3.6 έχουν τοποθετηθεί γράμματα στα σημεία που σύμφωνα με την ερμηνεία του δείκτη αυτού πρέπει να πραγματοποιηθεί αγορά ή πώληση. Τα σημεία Α,Γ,Ε,Η αποτελούν σημεία αγοράς, ενώ τα Β,Δ,Ζ,Θ αποτελούν σημεία πώλησης. Αν η αγορά συνέβαινε στο Α και η πώληση συνέβαινε στο Β, το κέρδος για τον επενδυτή θα ήταν σημαντικό. Όλες οι άλλες αγοραπωλησίες που ακολουθούν δεν θα επέφεραν κανένα ιδιαίτερο κέρδος. Σημειώνουμε ότι στο διάγραμμα αυτό, η περίοδος που χρησιμοποιήθηκε για τον κινητό μέσο όρο του γραφήματος ήταν 15 μέρες. Έτσι μπορεί να εξηγηθεί η εμφάνιση, σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα, τόσων πολλών αγοραπωλησιών.



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/kmo.htm>

**Διάγραμμα 3.6**  
**Κινητός Μέσος Όρος**

Σημειώνεται επίσης ότι όσο περισσότερες ημέρες στη συνέχεια, η μετοχή κινείται άνω του κινητού μέσου όρου της, τόσο υγιέστερη θεωρείται η κατεύθυνση της. Αξίζει τέλος να σημειωθεί ότι αν και στο διάστημα AB που η μετοχή κινείται συνεχώς ανοδικά, η τιμή της δεν εφάπτεται ούτε μια φορά στον κινητό μέσο όρο της, ενώ στα άλλα διαστήματα (με εξαίρεση το ΗΘ) υφίσταται ταλάντωση ουσιαστικά γύρω από το μέσο όρο.

### Τομή κινητών μέσων όρων

Ο Κινητός Μέσος Όρος αποτελεί τη μέση τιμή μιας μετοχής σε μια ορισμένη χρονική περίοδο. Όταν η τιμή της μετοχής μεταβάλλεται και ο μέσος όρος επίσης μεταβάλλεται. Ο δείκτης Τομής Κινητών Μέσων Όρων χρησιμοποιεί δύο Κινητούς Μέσους Όρους με σημαντικά διαφορετικές χρονικές περιόδους παραδείγματος χάριν 20 και 50 μέρες

Οι δύο Κινητοί Μέσοι Όροι εμφανίζονται μαζί με το γράφημα τιμής της μετοχής. Τα πιθανά σημεία αγοράς ή πώλησης είναι τα σημεία που οι δύο μέσοι όροι τέμνονται. Όταν ο σύντομος μέσος όρος τέμνει από κάτω προς τα πάνω τον αργό είναι ίσως ένα καλό σημείο για αγορά της μετοχής. Αν ο σύντομος τέμνει τον αργό μέσο όρο από πάνω προς τα κάτω, είναι πιθανά καλό σημείο για πώληση της μετοχής.

Σύμφωνα με την ερμηνεία του δείκτη, κρίσιμα σημεία για αγορές ή πωλήσεις είναι τα σημεία Α, Β και Γ, όπως διακρίνονται στο Διάγραμμα 3.7. Στο Α ο σύντομος μέσος όρος ξεπερνά τον αργό. Σημειώνουμε ότι ο αργός μέσος όρος είναι ο πιο ομαλός από το σύντομο μέσο όρο. Το Α είναι σημείο αγοράς. Στο σημείο Β, ο σύντομος μέσος όρος πλησίασε τον αργό και ίσως να έπεσε και λίγο χαμηλότερα για σύντομο χρονικό διάστημα. Κάποιος υπομονετικός επενδυτής δεν θα προέβαινε σε πώληση στο Β, αλλά λίγο μετά το Γ, όπου είναι φανερό ότι ο σύντομος μέσος όρος είναι χαμηλότερα από τον αργό.



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/kmocross.htm>

### **Διάγραμμα 3.7**

### **Τομή Κινητών Μέσων Όρων**

### Σύγκλιση – Απόκλιση Κινητών Μέσων Όρων

Ο δείκτης Σύγκλιση-Απόκλιση Κινητών Μέσων Όρων αποτελεί ένα δείκτη που ακολουθεί την κατεύθυνση της μετοχής και παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ δύο κινητών μέσων όρων. Ο δείκτης είναι ουσιαστικά η διαφορά ανάμεσα σε ένα εκθετικό Κινητό Μέσο Όρο 26 ημερών και σ' έναν άλλο 12 ημερών. Στο γράφημα αυτή η διαφορά απεικονίζεται με λεπτές κατακόρυφες γραμμές. Ένας τρίτος εκθετικός μέσος όρος 9 ημερών, που συνήθως λέγεται "σηματοδότης", χαράζεται πάνω από τη διαφορά των δύο άλλων και σηματοδοτεί ευκαιρίες για κινήσεις αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής. Στο γράφημα απεικονίζεται με συνεχή γραμμή.

Ο δείκτης Σύγκλισης-Απόκλισης είναι αποτελεσματικότερος όταν πραγματοποιούνται μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής. Υφίστανται τρεις τρόποι ερμηνείας του δείκτη:

α) Τομές του "σηματοδότη" με το δείκτη Απόκλισης-Σύγκλισης

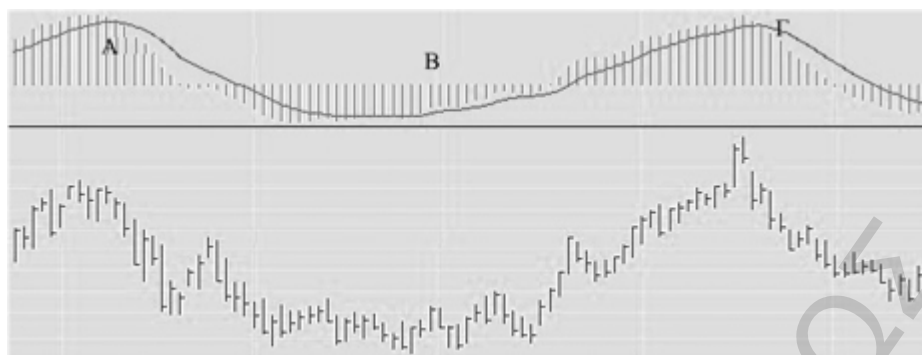
Κύριος κανόνας είναι η πώληση όταν ο δείκτης (οι πολλαπλές κατακόρυφες γραμμές) πέφτει κάτω από το επίπεδο του "σηματοδότη" (η συνεχής γραμμή), αγορά όταν πραγματοποιείται το αντίστροφο. Μία άλλη γνωστή μέθοδος είναι η αγορά (πώληση) όταν ο δείκτης (οι πολλές γραμμές) ξεπερνάει (πέφτει κάτω από), το μηδέν.

β) Συνθήκες υπερ-αγοράς / υπερ-πώλησης

Ο δείκτης είναι χρησιμοποιείται επίσης ως σύμβολο του πόσο υπερ-αγορασμένη ή υπερ-πουλημένη είναι μια μετοχή. Όταν ο βραχυπρόθεσμος μέσος όρος (με περίοδο 12) απομακρύνεται απότομα από τον μακροπρόθεσμο (με περίοδο 26), που σημαίνει ότι οι πολλαπλές κατακόρυφες γραμμές έχουν ανοδική πορεία, οδηγεί στο σενάριο ότι η μετοχή ετοιμάζεται για διόρθωση (αντιστροφή).

γ) Αποκλίσεις

Όταν ο δείκτης Σύγκλισης-Απόκλισης αποκλίνει σε πορεία από την τιμή της μετοχής, αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η τωρινή κατεύθυνση της μετοχής είναι πιθανό να αντιστραφεί. Μια αρνητική απόκλιση πραγματοποιείται όταν ο δείκτης πέφτει όλο και πιο χαμηλά, ενώ οι τιμές δεν ακολουθούν την ίδια πορεία. Μια θετική απόκλιση πραγματοποιείται όταν ο δείκτης ανεβαίνει όλο και πιο ψηλά, ενώ η μετοχή όχι. Και οι δύο αυτές αποκλίσεις θεωρούνται σημαντικότερες όταν λαμβάνουν χώρα σε επίπεδα υπερ-αγοράς ή υπερ-πώλησης.



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/macd.htm>

### Διάγραμμα 3.8

#### Σύγκλιση-Απόκλιση Κινητών Μέσων Όρων

Στο Διάγραμμα 3.8 τα σημεία Α,Β,Γ αντιστοιχούν σε σημεία αγοράς και πώλησης σύμφωνα με την ερμηνεία α (αποτελούν σημεία τομής του σηματοδότη με το δείκτη). Τα μεν σημεία Α και Γ που ο δείκτης πέφτει χαμηλότερα από το σηματοδότη είναι σημεία πώλησης, ενώ το σημείο Β που ο δείκτης ξεπερνάει το σηματοδότη, είναι σημείο αγοράς. Μπορούμε να παρατηρηθεί ακόμη ότι η μέθοδος όπου συμβαίνει αγορά και πώληση σύμφωνα με το αν ο δείκτης ξεπερνάει (ή πέφτει κάτω από) το μηδέν (δεύτερη μέθοδος της ερμηνείας α) είναι πιθανά συντηρητική.

#### Όγκος Συναλλαγών

Ο όρος Όγκος Συναλλαγών αντιστοιχεί στο πλήθος των μετοχών που κινήθηκαν στη διάρκεια ενός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος (ώρα, μέρα, εβδομάδα, μήνας κ.ο.κ.). Ο Όγκος Συναλλαγών αποτελεί ένα από τα βασικότερα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης, γιατί αποτυπώνει το ενδιαφέρον των επενδυτών για μια μετοχή.

Ένας χαμηλός Όγκος Συναλλαγών δείχνει την αναποφασιστικότητα από την πλευρά των επενδυτών και ουσιαστικά συμβαίνει σε περιόδους που η μετοχή κυμαίνεται σε κάποιο σχετικά στενό διάστημα τιμών. Ένας χαμηλός Όγκος Συναλλαγών εμφανίζεται επίσης σε περιόδους που η μετοχή βρίσκεται πλησίον του χαμηλότερου σημείου της. Ένας υψηλός Όγκος Συναλλαγών εμφανίζεται όταν η μετοχή πιάνει νέα ρεκόρ τιμής και υπάρχει υφίσταται ουσιαστικά αποδοχή ότι η μετοχή θα ανέβει και άλλο. Υψηλά επίπεδα Όγκου Συναλλαγών εμφανίζονται επίσης συχνά στην αρχή κάποιας σημαντικής κίνησης της μετοχής (όταν για παράδειγμα η τιμή της μετοχής ξεπερνάει κάποια επίπεδα στα οποία κυμαινόταν για μεγάλο

χρονικό διάστημα). Επίσης, λίγο πριν μια μετοχή πιάσει την ελάχιστη τιμή της, ο Όγκος Συναλλαγών ανεβαίνει, αφού πανικόβλητοι επενδυτές σπεύδουν να προβούν σε πωλήσεις.

Ο Όγκος Συναλλαγών δύναται επίσης να σημαίνει πολλά για το πόσο υγιής είναι η κατεύθυνση της μετοχής. Όταν μια μετοχή ανεβαίνει επιβάλλεται ο Όγκος Συναλλαγών να είναι μεγάλος, ενώ στα σύντομα πισωγυρίσματα της να είναι χαμηλός. Όταν μια μετοχή βρίσκεται σε καθοδική πορεία, επιβάλλεται ο Όγκος Συναλλαγών να είναι μεγάλος τις μέρες που η τιμή της μετοχής πέφτει και χαμηλός τις μέρες που ανεβαίνει.

### Ταλαντωτής Όγκου Συναλλαγών

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει τη διαφορά ανάμεσα σε δύο Κινητούς Μέσους Όρους του Όγκου Συναλλαγών. Η διαφορά αυτή μπορεί να εμφανιστεί είτε σε μονάδες όγκου είτε ως ποσοστό.

Είναι δυνατή η χρήση της διαφοράς ανάμεσα στους Κινητούς Μέσους Όρους του Όγκου Συναλλαγών για να παρατηρηθεί εάν ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται ή μειώνεται. Στην περίπτωση όπου ο Ταλαντωτής Όγκου Συναλλαγών ξεπερνάει το μηδέν, αυτό αντιστοιχεί στο ότι ο Κινητός Μέσος Όρος Όγκου Συναλλαγών με τη μικρότερη περίοδο ξεπερνάει αυτόν με τη μεγαλύτερη περίοδο, ή διαφορετικά στο ότι ο Όγκος Συναλλαγών της μετοχής αρχίζει και ανεβαίνει.

Όταν οι τιμές ανεβαίνουν και ο όγκος συναλλαγών ανεβαίνει ή όταν οι τιμές πέφτουν και ο όγκος συναλλαγών είναι χαμηλός, αυτό αποτελεί καλό σημάδι για τη μετοχή. Αντίστροφα τώρα, αν ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται ενώ η μετοχή πέφτει ή αν ο όγκος συναλλαγών μειώνεται ενώ η μετοχή ανεβαίνει σημαίνει ότι η μετοχή δε δείχνει καλά σημάδια. Η ερμηνεία αυτής της άποψης είναι απλή. Εάν η μετοχή ανεβαίνει με αυξημένο όγκο συναλλαγών αυτό αντιστοιχεί σε αυξανόμενο αγοραστικό ενδιαφέρον από την πλευρά των επενδυτών, ενώ εάν η μετοχή πέφτει με μεγάλο όγκο συναλλαγών οι πωλήσεις είναι πιο πολλές από τις αγορές.

### Λωρίδες Bollinger

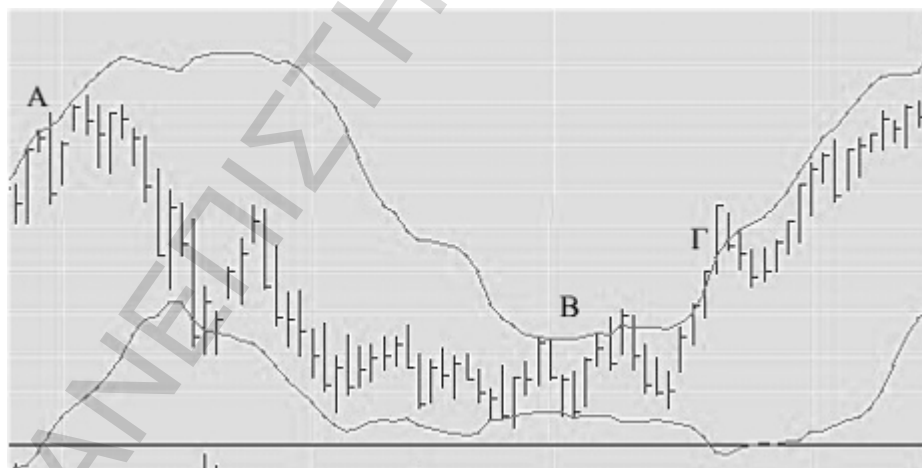
Οι λωρίδες Bollinger σχηματίζονται με επίπεδα σχετικής απόκλισης από το μέσο όρο. Καθώς η σταθερή απόκλιση είναι μέτρο που απεικονίζει πόσο ευμετάβλητη είναι μια μετοχή, οι λωρίδες τροποποιούνται μόνες τους, δηλαδή πλαταιίνουν όταν η διακύμανση της μετοχής είναι σημαντική και στενεύουν όταν η διακύμανση είναι μικρή.

Οι λωρίδες Bollinger απεικονίζονται στο ίδιο γράφημα με την τιμή της μετοχής. Η ερμηνεία των λωρίδων είναι ότι οι τιμές της μετοχής τείνουν να παραμένουν μέσα σε κάποια όρια, ένα άνω όριο και ένα κάτω όριο. Το χαρακτηριστικό των λωρίδων Bollinger είναι ότι η απόσταση μεταξύ της άνω και της κάτω λωρίδας εξαρτάται από το πόσο ευμετάβλητη είναι μια μετοχή. Ο John Bollinger, ο πρώτος που χρησιμοποίησε τις λωρίδες, παρατηρεί μεταξύ άλλων τα εξής για το δείκτη:

Σημαντικές αλλαγές στην τιμή της μετοχής πραγματοποιούνται συχνά όταν η απόσταση μεταξύ της άνω και της κάτω λωρίδας μικραίνει. Όταν η τιμή της μετοχής βγαίνει έξω από τις δύο λωρίδες, ακολουθεί κίνηση της μετοχής ανάλογη με την κλίση της γραμμής κατεύθυνσης.

Ελάχιστες και μέγιστες τιμές, που συμβαίνουν έξω από τις δύο λωρίδες και που συνοδεύονται από ελάχιστες και μέγιστες τιμές μέσα στις λωρίδες, αποτελούν συνήθως μηνύματα αλλαγών κατεύθυνσης (η ανοδική πορεία θα γίνει καθοδική ή αντίστροφα).

Όταν η τιμή της μετοχής συναντάει μια από τις δύο λωρίδες, η τάση της, στο χρονικό διάστημα που ακολουθεί είναι να συναντήσει και την άλλη λωρίδα. Αυτή η επισημάνση είναι χρήσιμη όταν προσπαθούμε να εκτιμήσουμε άνω και κάτω όρια τιμών της μετοχής στο άμεσο μέλλον.



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/bollinger.htm>

### **Διάγραμμα 3.9** **Λωρίδες Bollinger**

Στο Διάγραμμα 3.9 παρατηρούνται τα εξής:

Η μετοχή στο σημείο A βρίσκεται στην άνω λωρίδα Bollinger. Απ' ότι δείχνει το διάγραμμα, το ξεπέραςμα της άνω λωρίδας είναι επιπόλαιο και η μετοχή σύντομα υποχωρεί στην κάτω λωρίδα. Στο σημείο B παρατηρείται ότι η απόσταση μεταξύ των δύο λωρίδων Bollinger έχει μειωθεί σημαντικά. Σύμφωνα με το σχόλιο του Bollinger αυτό σημαίνει ότι αναμένεται σημαντική αλλαγή στην τιμή της μετοχής. Στο διάστημα τώρα ΒΓ η μετοχή ακουμπάει στην άνω λωρίδα 11 φορές. Αυτό που ακολουθεί είναι η άνοδος της τιμής της μετοχής, ως συνδυασμός των δύο πρώτων παρατηρήσεων της ερμηνείας.

#### Δείκτης σχετικής δύναμης

Ο δείκτης Σχετικής Δύναμης αποτελεί έναν από τους δημοφιλέστερους δείκτες. Χρησιμοποιήθηκε αρχικά από τον Welles Wilder το 1978. Το όνομα του δείκτη είναι πιθανόν παραπλανητικό, καθώς δε συγκρίνει τη σχετική απόδοση δύο μετοχών, αλλά την εσωτερική δύναμη μιας μετοχής. Θα μπορούσε καλύτερα να αναφέρεται ως δείκτης εσωτερικής δύναμης.

Όταν παρουσιάστηκε ο δείκτης για πρώτη φορά, ο Wilder πρότεινε την περίοδο των 14 ημερών ως τη βέλτιστη για το δείκτη. Σήμερα οι περίοδοι των 9 και 25 ημερών είναι ανάλογα γνωστοί. Είναι λογικό ότι, όσο μικρότερη είναι η περίοδος τόσο πιο πολλά σκαμπανεβάσματα εμφανίζει ο δείκτης, κάτι το οποίο ισχύει για όλους τους δείκτες.

Ο δείκτης Σχετικής Δύναμης ακολουθεί τις αλλαγές στην τιμή της μετοχής και η τιμή του κυμαίνεται ανάμεσα στο 0 και το 100. Μια μέθοδος που επικρατεί σχετικά με την ανάλυση του δείκτη είναι η παρατήρηση αποκλίσεων μεταξύ του δείκτη και της τιμής της μετοχής. Εάν η μετοχή συνέχεια ανεβαίνει, αλλά η ανοδική της πορεία δεν ακολουθείται από υψηλότερες τιμές του δείκτη Σχετικής Δύναμης, οι εξελίξεις για τη μετοχή δεν αναμένονται καλές. Εάν μάλιστα ο δείκτης αντί να φτάσει σε υψηλότερη τιμή πέσει πιο χαμηλά από κάποιο άλλο πρόσφατο χαμηλό σημείο, ενώ παράλληλα η μετοχή ανεβαίνει σε υψηλότερα επίπεδα, τότε οι εξελίξεις για τη μετοχή αναμένονται να είναι πολύ κακές. Ο Wilder εστιάζει στις σημαντικές χρήσεις του δείκτη:

#### α) Ακραίες τιμές του δείκτη

Συνήθως ο δείκτης φτάνει σε μέγιστα όταν ξεπεράσει το 70 και σε ελάχιστα όταν πέσει κάτω από 30 και μάλιστα αυτό συνήθως συμβαίνει προτού η ίδια η μετοχή να αγγίξει τα αντίστοιχα επίπεδα.

#### β) Σχέδια γραφημάτων

Στο δείκτη Σχετικής Δύναμης συχνά παρατηρούνται σχεδιασμοί "κεφαλιού και ώμων" ή "τριγώνων" που ίσως και να μην είναι εμφανείς στο γράφημα τιμών.

γ) Αποτυχίες διάσπασης (ή ξεπέρασμα τιμών στήριξης ή αντίστασης).

Πραγματοποιούνται τη στιγμή που ο δείκτης ξεπερνάει κάποιο προηγούμενο μέγιστο (κορυφή) ή πέφτει κάτω από κάποιο προηγούμενο ελάχιστο (πυθμένας).

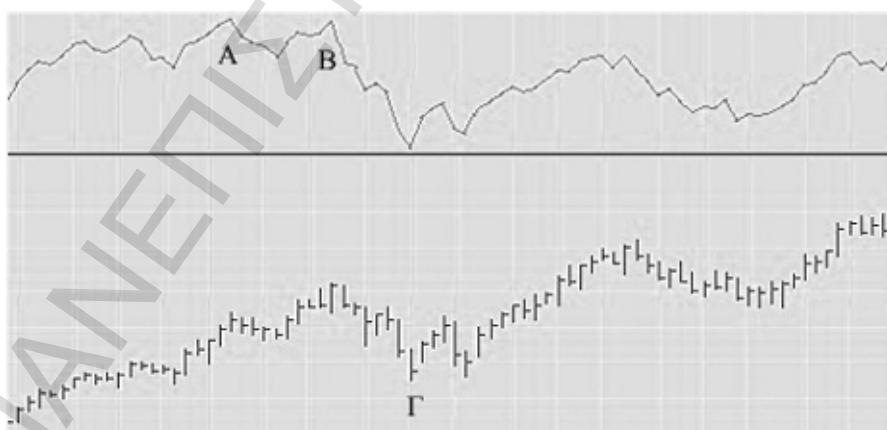
δ) Στήριξη και αντίσταση

Ο δείκτης απεικονίζει κάποιες φορές τα επίπεδα στήριξης ή αντίστασης με καλύτερο τρόπο από ότι οι τιμές της μετοχής καθ' αυτές.

ε) Αποκλίσεις

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, οι αποκλίσεις εμφανίζονται όταν η τιμή της μετοχής ανεβαίνει (ή κατεβαίνει) και η άνοδος (ή η κάθοδος) αυτή δεν επιβεβαιώνεται από ανάλογες κινήσεις στην τιμή του δείκτη Σχετικής Δύναμης. Αυτό που συνήθως έπεται από αυτές τις αποκλίσεις είναι η διόρθωση (αντιστροφή) της τιμής της μετοχής και η κίνηση της ανάλογη με αυτήν του δείκτη.

Στο Διάγραμμα 3.10 στο σημείο Α, ο δείκτης απεικονίζει ότι η μετοχή είναι υπεραγορασμένη. Στο Β η μετοχή κάνει νέα κορυφή, ενώ ο δείκτης είναι χαμηλότερα (απόκλιση). Κατόπιν συμβαίνει διόρθωση της τιμής. Στο σημείο Γ η μετοχή είναι υπερ-πουλημένη (ο δείκτης βρίσκεται κάτω από το 30). Η ακραία αυτή αντίδραση διορθώνεται στο Διάγραμμα 3.11 που ακολουθεί.



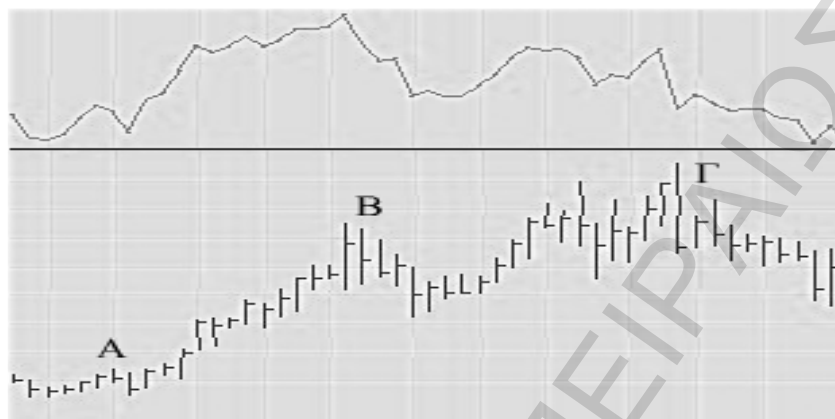
Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/rsi.htm>

### Διάγραμμα 3.10

### Δείκτης Σχετικής Δύναμης 1



Το Διάγραμμα 3.11 αναφέρεται σε μια κλασική περίπτωση απόκλισης. Το υψηλότερο σημείο της μετοχής για το διάστημα που παρουσιάζεται είναι το Γ. Όμως ο δείκτης στο Γ έχει πέσει κατά πολύ από τη μέγιστη τιμή του (κοντά στο Β).



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/rsi.htm>

### Διάγραμμα 3.11

#### Δείκτης Σχετικής Δύναμης 2

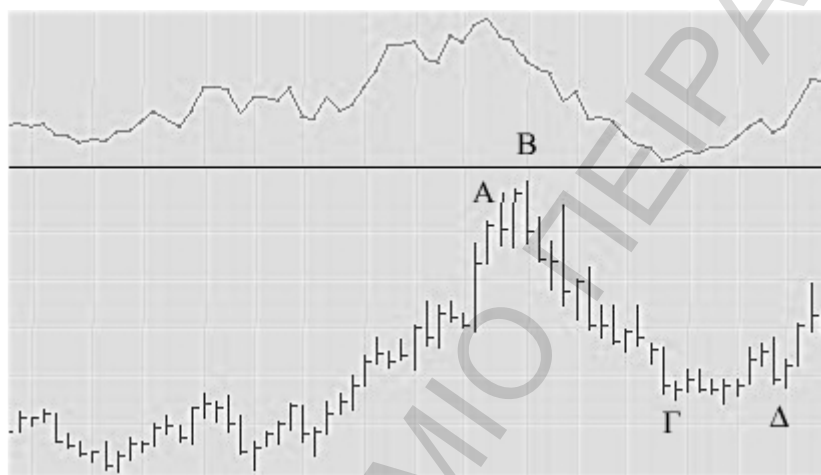
##### Ορμή

Ο δείκτης Ορμής υπολογίζει πόσο μεταβάλλεται η τιμή της μετοχής σ' ένα καθορισμένο χρονικό διάστημα και απεικονίζει το ρυθμό μεταβολής της τιμής. Ο Δείκτης Ορμής εκφράζει αυτήν τη διαφορά σαν αναλογία

Εάν ο δείκτης ληφθεί ως ταλαντωτής που ακολουθεί την κατεύθυνση της μετοχής (όπως ο δείκτης Σύγκλισης-Απόκλισης) τότε οι επενδυτές αγοράζουν όταν ο δείκτης βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα και ξεκινά να ανεβαίνει, και πουλάνε όταν βρίσκεται σε πολύ ψηλά επίπεδα και ξεκινά να πέφτει.

Εάν ο δείκτης ληφθεί σαν δείκτης οδηγός δηλαδή θεωρεί ότι οι μέγιστες τιμές μιας μετοχής συχνά προσδιορίζονται από σημαντικές αυξήσεις στην τιμή της μετοχής (εκεί που όλοι περιμένουν τη μετοχή ν' ανέβει κι άλλο), ενώ οι ελάχιστες από σημαντικές πτώσεις (εκεί που όλοι βιάζονται να πουλήσουν). Καθώς η μετοχή φτάνει σε νέα υψηλά, ο δείκτης Ορμής ανεβαίνει βίαια για να πέσει σύντομα αποκλίνοντας από την πορεία της μετοχής. Ανάλογα όταν η μετοχή φτάσει σε νέα χαμηλά, ο δείκτης Ορμής πέφτει βίαια και μετά ξεκινάει να ανεβαίνει πριν ανέβει η τιμή της μετοχής. Και οι δύο αυτές περιπτώσεις απεικονίζουν απόκλιση.

Στο Διάγραμμα 3.12 παρατηρούνται τα εξής. Στο σημείο Α ο δείκτης έχει πιάσει την υψηλότερη τιμή του, και στο σημείο Β, ενώ η μετοχή κάνει νέο υψηλό, ο δείκτης έχει υποχωρήσει σημαντικά από την υψηλότερη τιμή του. Στο Β επιβάλλεται οι επενδυτές να προβούν σε πώληση σύμφωνα με την πρώτη ερμηνεία. Στο σημείο Δ, ενώ η μετοχή βρίσκεται στα ίδια επίπεδα με το σημείο Γ, ο δείκτης είναι αρκετά υψηλότερα. Αυτό αποτελεί ευκαιρία για τους επενδυτές να προβούν σε αγορά.



Πηγή: <http://www.in.gr/stocks/tahelp/momentum.htm>

### Διάγραμμα 3.12

#### Ορμή

Σε αυτό το σημείο επιβάλλεται να σημειωθεί ότι η ανωτέρω ανάλυση αναφέρεται σε κάποιους από τους κυριότερους δείκτες της τεχνικής μεθόδου. Υφίστανται ακόμη μεγάλο πλήθος δεικτών που χρησιμοποιούνται όπως ο Εκθετικός Κινητός Μέσος όρος, το παραβολικό σύστημα Stop – and – Reverse, ο Όγκος Ισορροπίας, ο Δείκτης Καναλιού Αξίας, η Περιβάλλουσα, ο δείκτης Συσσώρευση – Διανομή, ο Ταλαντωτής Τιμής, ο Ρυθμός Αλλαγής, ο Στοχαστικός Δείκτης, η Σχετική Απόδοση κ.α. για τους οποίους δεν θα προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση καθώς η επιμέρους μελέτη τους ξεφεύγει από τα όρια της παρούσας εργασίας.

### *Σύγκριση Τεχνικής και Θεμελιώδους Ανάλυσης*

Οι μέθοδοι της Θεμελιώδους και της Τεχνικής Ανάλυσης, αποτελούν βασικά δύο συμπληρωματικές αλλά παράλληλα και ανταγωνιστικές μεθόδους λήψης επενδυτικών αποφάσεων, που επιχειρούν να επιτύχουν με διαφορετικό τρόπο προβλέψεις για τη μελλοντική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Το μέλλον των χρηματιστηριακών αγορών προοιωνίζεται, εξαρτώμενο, κατά ένα σημαντικό ποσοστό, από υποκειμενικές πληροφορίες οι οποίες αποτελούν αντικείμενο αμφισβήτησης ή και αντιλόγου. Είναι εύκολα αντιληπτό ότι, η αντιπαλότητα που υφίσταται για τέτοιου είδους πρακτικές, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό στηρίζονται σε υποκειμενικές θεωρίες, είναι μεγάλη. Σε κάθε περίπτωση υπάρχουν τομείς, όπου οι δύο αυτές τεχνικές συγκρούονται αλλά και αλληλοσυμπληρώνονται και για τους οποίους μπορούν να εξαχθούν συγκεκριμένα συμπεράσματα αναλογιζόμενοι τις βασικές αρχές που αναγνωρίζει η κάθε μέθοδος.

Σύμφωνα με την ανάλυση των εργαλείων που χρησιμοποιούνται από κάθε μέθοδο στις προηγούμενες παραγράφους, είναι προφανές ότι και στις δύο μεθόδους υπάρχουν κοινά στοιχεία υποστήριξης των προβλέψεών τους, αλλά, η πρόβλεψη της κάθε οικονομικής κατάστασης καταλήγει σε διαφορετική αντιμετώπιση και πολλές φορές συμπερασματολογία, λόγω συγκεκριμένων διαφωνιών ή αμφισβητήσεων σε βασικά σημεία της. Καθώς τα σημεία των δύο προσεγγίσεων έχουν αρκετά σημαντικές διαφοροποιήσεις, οδηγούν σε αποτελέσματα τα οποία ερμηνεύουν διαφορετικά τις αγορές. Παράλληλα όμως, ο τρόπος με το οποίο αλληλοσυμπληρώνονται η μια μέθοδος με την άλλη συμπληρώνει την άλλη, είναι εξίσου σημαντικός.

Οι δύο μέθοδοι ανάλυσης έχουν ως κοινό στόχο τον προσδιορισμό της εξέλιξης των τιμών αλλά συγκλίνουν σε διαφορετική οπτική και χρησιμοποιούν τελείως διαφορετικά εργαλεία ανάλυσης. Ενώ η θεμελιώδης ανάλυση ερευνά την αιτία για την εξέλιξη των τιμών, η τεχνική ανάλυση μελετάει το επακόλουθό τους. Ένας τεχνικός αναλυτής εστιάζει στην εξέλιξη των τιμών και δεν ενδιαφέρεται καθόλου για τα αίτια αυτής. Ουσιαστικά και οι δύο μέθοδοι, ενώ δεν απορρίπτουν η μία την άλλη, έχουν αποδεχτεί τη δική τους άποψη ως την πιο σωστή για την επιλογή, από πλευράς οφέλους για τους επενδυτές, απόφασης.

Η τεχνική ανάλυση εστιάζει στην έρευνα της εξέλιξης της αγοράς, παρουσιάζοντάς την με διάφορους και μεγάλου πλήθους δείκτες και γραφήματα, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση

επικεντρώνεται κυρίως για τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που αποσαφηνίζουν τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης για ένα αξιόγραφο. Αυτές οι δυνάμεις, για οποιοδήποτε προϊόν μιας χρηματιστηριακής αγοράς, κατευθύνουν τις τιμές να κινηθούν υψηλότερα ή χαμηλότερα ή ακόμη και να μείνουν σταθερές. Είναι εύκολα αντιληπτό ότι, η θεμελιώδης ανάλυση είναι αυτή η μέθοδος που διερευνά όλους τους παράγοντες που σχετίζονται με τον προσδιορισμό της εσωτερικής αξίας κάθε αξιόγραφου. Η σύγκριση των δύο μεθόδων παρουσιάζεται κυρίως στις περιπτώσεις κατά τις οποίες υφίσταται διαφωνία τους για την πορεία των τιμών της αγοράς. Τέτοιου είδους παρατηρήσεις υπάρχουν συνήθως σε περιπτώσεις μεταβολής των υφιστάμενων τάσεων της αγοράς, όπου, ενώ η τεχνική ανάλυση προοιωνίζει αυτήν την αναστροφή της τάσεως, η θεμελιώδης ανάλυση δείχνει ανεπαρκής στην ανακάλυψη της εμφανής αίτιας της αναστροφής. Βέβαια, κατά την πρόοδο της πορείας των τιμών, οι δύο μέθοδοι συνήθως συμφωνούν για τις τάσεις της αγοράς που θα συμβούν μακροχρόνια μελλοντικά. Κάτι τέτοιο είναι αποτέλεσμα του γεγονότος κατά το οποίο, οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης καθώς και τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας θα έχουν προεξοφλήσει την αγορά.

Όμως οι δύο αυτές προσεγγίσεις διαφοροποιούνται ουσιαστικά στα στοιχεία που αφορούν τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσης και το προφίλ του επενδυτή. Η τεχνική μέθοδος χρησιμοποιείται σχεδόν αποκλειστικά από επενδυτές που αποζητούν βραχυχρόνιες χρηματιστηριακές κινήσεις, ενώ η θεμελιώδης μέθοδος για μακροχρόνιες αγοραπωλησίες, κυρίως λόγω της διερεύνησης οικονομικών μεγεθών που διαμορφώνονται διαχρονικά. Δεν είναι λίγοι πάντως εκείνοι που πρεσβεύουν πως η τεχνική ανάλυση δύναται να παρουσιάσει σημαντικά αποτελέσματα και στις μακροχρόνιες προβλέψεις.

Για να γίνει αντιληπτός ο βαθμός συσχέτισης των δύο μεθόδων ανάλυσης επιβάλλεται να αναφερθούν τα ακόλουθα. Επενδυτές, οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγαλύτερο επενδυτικό ρίσκο χρησιμοποιούν συνήθως την τεχνική ανάλυση, ενώ επενδυτές μεγαλύτερου χρονικού ορίζοντα, οι οποίοι επενδύουν κεφάλαια μεγάλου ύψους και δεν διαθέτουν την ευχέρεια της συχνής μεταβολής των επενδυτικών σχεδίων τους, χρησιμοποιούν τη θεμελιώδη ανάλυση, η οποία και ολοκληρώνεται στα αρχικά στάδια λήψης μιας επενδυτικής απόφασης, ούτως ώστε να προβλέψει την πορεία των θεμελιωδών μεγεθών της αγοράς. Η τεχνική ανάλυση παρουσιάζεται σε μεταγενέστερο στάδιο, ώστε να προσδιορίσει ακριβώς τον χρόνο όπου θα γίνει η χρήση των κεφαλαίων μιας επένδυσης δηλαδή πότε θα πραγματοποιηθεί η αγορά ενός αξιόγραφου και πότε η πώληση του.

Πολλοί επενδυτικοί μελετητές πιστεύουν ότι η τεχνική ανάλυση εμφανίζει μια φανταστική προσαρμοστικότητα, αφού η εφαρμογή της μπορεί να πραγματοποιηθεί με τις ίδιες περίπου βασικές αρχές και πρακτική ευκολία σε όλους τους τύπους αγορών και εμπορευμάτων. Αντιθέτως, η θεμελιώδης ανάλυση λόγω της φύσης της, μπορεί να εφαρμοστεί σε μια μόνο αγορά και σε ένα συγκεκριμένο εμπόρευμα (μετοχές, ομόλογα, εμπορεύματα). Βέβαια υφίστανται και οι συσχετίσεις των αγορών, αλλά η θεμελιώδης ανάλυση δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί με ευκολία σε περισσότερες από μία αγορές. Ως άμεσο αποτέλεσμα αυτού του γεγονότος είναι, ότι ένας θεμελιώδης αναλυτής, λόγω του μεγάλου όγκου των πληροφοριών που διερευνά, εξειδικεύεται σε συγκεκριμένες αγορές, χωρίς να διαθέτει τη δυνατότητα να προχωρήσει σε εκτίμηση πολλών άλλων οικονομικών ενεργειών.

Επίσης, στην τεχνική ανάλυση, μεγάλο ποσοστό των προβλέψεων της βασίζεται, σε αριθμοδείκτες που πολλές φορές εξαρτώνται από την ψυχολογία της αγοράς, δηλαδή τη θετική ή την αρνητική γνώμη ή ακόμα και το προαίσθημα εκείνων που συμμετέχουν σε μια χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό αποτελεί μία ακόμη σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο αυτών μεθόδων. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου η τεχνική ανάλυση παρουσιάζει προτάσεις για επένδυση αντίθετες της αποδοχής του μεγαλύτερου μέρους της αγοράς και κατά συνέπεια ένας επενδυτής να προτείνεται να έχει συμπεριφορά «πνεύματος αντιλογίας».

Εξάλλου, η φύση της τεχνικής ανάλυσης έχει ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη μεγάλου αριθμού δεικτών και τρόπων μελέτης και παρουσίασης των τιμών των αξιογράφων με τη μορφή γραφημάτων. Κατά συνέπεια, αυτή η πολυπλοκότητα έχει οδηγήσει σε επικρίσεις οι οποίες αναφέρουν ότι, η τεχνική ανάλυση φαίνεται ασαφής σε αρκετά σημεία της, καθώς μελετώντας ένα γράφημα τιμών, ο κάθε μελετητής έχει τη δυνατότητα συμπεράνει διαφορετικές τάσεις της αγοράς, χρησιμοποιώντας τις δικές του γραμμές.

Ως συμπέρασμα μπορεί να αναφερθεί ότι, αν και οι δύο αυτές προσεγγίσεις συγκρούονται μεταξύ τους, τις περισσότερες φορές απαιτείται να λειτουργούν συμπληρωματικά, ούτως ώστε να διασφαλίζουν καλύτερα αποτελέσματα και πιο σωστές προβλέψεις για την μελλοντική εξέλιξη των αγορών. Η εμπειρική διερεύνηση των χρηματιστηριακών αγορών έχει κάνει αποδεκτό το γεγονός ότι υφίσταται συχνά μία σειρά από παράγοντες που κατευθύνει τις τιμές των μετοχών και στην οποία σειρά λαμβάνουν χώρα οι μέθοδοι ανάλυσης και πρόβλεψης των τιμών που μελετάμε. Η πορεία της τιμής μιας μετοχής προεξοφλείται συνήθως από τους θεμελιώδεις παράγοντες, όπως είναι η

δραστηριότητα και προοπτικές κερδοφορίας μιας εταιρείας. Η ανάλυση αυτών των θεμελιωδών δεδομένων, καθοδηγεί τους επενδυτές στην έναρξη διενέργειας πράξεων, ανάλογα αγορών ή πωλήσεων, διαμορφώνοντας έτσι τις δυνάμεις της προσφοράς ή της ζήτησης για την κάθε αξιόγραφο. Σε αυτή την χρονική στιγμή παρουσιάζεται η μέθοδος της τεχνικής ανάλυσης, η οποία ως στόχο έχει την πρόβλεψη της πορείας των τιμών, ως τελευταίο στάδιο της προαναφερθείσας σειράς κινήσεων.

### **3.5 Ανακεφαλαίωση**

Είναι πλέον εύκολα αντιληπτό ότι έχει αναπτυχθεί ένα πλήθος θεωριών για την επιλογή ενός αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου. Ως σκοπός αυτής της επιλογής, θα αποτελεί πάντα η μεγιστοποίηση των ωφελημάτων των επενδυτών παράλληλα με την αξιολόγηση των κινδύνων που αντιστοιχούν σε αυτήν.

Επίσης, οι αναλυτές αλλά και οι επενδυτές, διαθέτουν πλέον πολλά εργαλεία, το οποία τους βοηθούν να διερευνήσουν τις μετοχές των εισηγμένων εταιρειών, τόσο στο επίπεδο των στοιχείων που απορρέουν από τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων, όσο και από τη χρηματιστηριακή τους συμπεριφορά διαχρονικά. Η επιλογή της μεθόδου τι περισσότερες φορές δεν είναι μονοδιάστατη, αλλά προτιμείται ο συνδυασμός περισσότερων της μία μεθόδου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

#### 4.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστούν οι βασικοί μακροοικονομικοί παράγοντες της οικονομίας που επηρεάζουν την πορεία των μετοχών σε μία χρηματιστηριακή αγορά, θα αναλυθούν κάποιοι από τους σημαντικότερους χρηματοοικονομικούς δείκτες που χρησιμοποιούνται στη θεμελιώδη ανάλυση και τέλος θα περιγραφεί η ανάλυση παλινδρόμησης που χρησιμοποιείται ως εργαλείο για τη μέτρηση του συστημικού κινδύνου που υπάρχει στην επένδυση σε μετοχές. Όλοι οι ανωτέρω παράγοντες είναι σύνηθες να χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα από τους επενδυτές ως καλύτερο μέσο για τη σχετική ασφάλεια των κεφαλαίων τους. Για τις συγκεκριμένες μεταβλητές θα ακολουθήσει η μελέτη τους στο επόμενο κεφάλαιο για την ανάλυση τραπεζικών μετοχών.

#### 4.2 Μακροοικονομικοί παράγοντες

Στους μηχανισμούς της ανάλυσης και της αποτίμησης μετοχών γίνεται προσπάθεια αρχικά να αξιολογηθεί το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό μιας αγοράς. Δεν επιδέχεται καμιάς αμφισβήτησης ότι η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς σχετίζεται άμεσα με την πορεία μιας οικονομίας το οποίο υποστηρίζεται μάλιστα από διάφορες έρευνες. Η μελέτη των μακροοικονομικών μεγεθών καθώς επίσης και των δεικτών της οικονομίας αποκτά μεγάλη σημασία, αφού είναι εμφανής η άμεση ή έμμεση επιρροή τους στην πορεία του χρηματιστηρίου.

Ενδεικτικά αναφέρονται οι κάτωθι σημαντικοί μακροοικονομικοί παράγοντες

- ΑΕΠ
- Πληθωρισμός

- Ανεργία
- Δημόσιο Χρέος, Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης και Ρυθμός Ανάπτυξης
- Εμπορικό ισοζύγιο
- Δείκτες βιομηχανικής παραγωγής, παραγωγικότητας, πωλήσεων λιανικής,
- Επιτόκια
- Κατά κεφαλήν εισόδημα
- Κόστος εργασίας

Είναι ευρέως γνωστό ότι τα ανωτέρω αναφερόμενα μακροοικονομικά στοιχεία επηρεάζουν επίσης και τα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών που κινούνται στην αγορά . Επομένως είναι δυνατή η πρόβλεψη για τη μεταβολή των οικονομικών στοιχείων μιας εταιρείας στο μέλλον, με δεδομένα από συσχετίσή τους στο παρελθόν, κατά την περίπτωση που είναι σε γνώση των αναλυτών ιστορικά στοιχεία τόσο για τα μακροοικονομικά μεγέθη όσο και για τα οικονομικά της εταιρείας της οποίας η μετοχή μελετάται.

Επιπρόσθετα η πορεία της οικονομίας δύναται να γίνει ευδιάκριτη από την συμπεριφορά ορισμένων δεικτών όπως :

- ❖ Δείκτες απασχόλησης και ανεργίας
- ❖ Δείκτες κόστους εργασίας και παραγωγικότητας
- ❖ Δείκτες βιομηχανικής παραγωγής, μεταποιητικής παραγωγής, παραγωγής, αγροτικών προϊόντων, τιμών χονδρικής πώλησης
- ❖ Ποσότητα χρήματος και κατά κεφαλήν εισόδημα
- ❖ Επιτόκια
- ❖ Πιστωτική επέκταση
- ❖ Χρηματιστηριακοί δείκτες

Βέβαια η μελέτη της διακύμανσης των δεικτών από μόνη της, δεν δύναται πάντοτε να αποδώσει συμπεράσματα. Επιβάλλεται οι αναλυτές να γνωρίζουν την φάση του οικονομικού κύκλου κατά την οποία μεταβάλλονται οι δείκτες και ποιες θα είναι οι συνέπειες που μπορεί να προκύψουν από αυτή τη μεταβολή στο μέλλον.

Επίσης, υφίστανται έρευνες οι οποίες πρεσβεύουν ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες, παράλληλα με τους κοινωνικοπολιτικούς παράγοντες, μπορεί να έχουν σημαντική επιρροή στην εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών. Επιπλέον, κατά τη θεωρία της κερδοσκοπικής



τιμολόγησης (APT) παρουσιάζεται η ειδική χρήση των μακροοικονομικών μεγεθών ως αντικαταστάτες παραγόντων κινδύνου.

Για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά έχει προηγηθεί εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Διερευνήθηκε η διακύμανση του χρηματιστηριακού δείκτη, με σκοπό τον προσδιορισμό των βασικών στοιχείων που επηρεάζουν τη συμπεριφορά του. Ως στοιχείο ορίζεται ένα σύνολο από μεταβλητές, που μοιράζονται κοινά χαρακτηριστικά και διαμορφώνουν μια ερμηνευτική κατηγορία. Η ανάλυσή τους δεν έχει ως στόχο τη δημιουργία ενός ακριβούς, ερμηνευτικού οικονομικού υποδείγματος της συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου, εν τούτοις τα αποτελέσματα της ανάλυσης είναι δυνατή η χρήση τους για το σκοπό αυτό. Ουσιαστικά η έρευνα εστίασε στην κατανόηση του τρόπου που η κοινωνία και η οικονομία επηρεάζουν, μέσω του μηχανισμού τους, τη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Με άλλα λόγια, στόχος της είναι η εξέταση της επιρροής του περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργεί το χρηματιστήριο.

Επίσης, υφίσταται μία εμπειρική έρευνα, η οποία θεώρησε ως δεδομένη την ισχύ της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς για το Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών και κατά την οποία προσπαθήθηκε να διερευνηθεί η δυνατότητα κατασκευής υποδείγματος για την ερμηνεία της συμπεριφορά των μετοχών και την εκτίμηση της δυναμικότητά τους. Επιπλέον, έγινε προσπάθεια να θεμελιωθούν οι σχέσεις αιτιότητας μεταξύ του δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών σε σχέση με διάφορες μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως την προσφορά χρήματος, τα επιτόκια, τον πληθωρισμό και την οικονομική ανάπτυξη. Το αποτέλεσμα αυτής της έρευνας ήταν ότι η ελληνική αγορά δεν είναι ασθενώς αποτελεσματική και ότι η δυναμική επηρεάζει αρχικά τις τιμές των μετοχών και κατόπιν ο πληθωρισμός, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης και τέλος η προσφορά χρήματος. Στη συνέχεια θα γίνει περιληπτική αναφορά σε τρεις μακροοικονομικούς παράγοντες για τους οποίους έχουν υπάρξει σχετικές μελέτες για την επιρροή τους στη χρηματιστηριακή αγορά.

### ***Η επίδραση του πληθωρισμού***

Υφίσταται πλήθος εμπειρικών μελετών οι οποίες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα πως η σχέση μεταξύ χρηματιστηριακών τιμών και δείκτη τιμών καταναλωτή είναι αρνητική. Αυτή η αρνητική σχέση έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρητική πρόταση που αναφέρει ότι οι μετοχές επιβάλλεται να αντιδρούν αντισταθμιστικά στον πληθωρισμό και ότι οι τιμές αγοράς

καθορίζονται από τον κίνδυνο οποίος συνδέεται με τις μελλοντικές χρηματοοικονομικές ροές.

Βέβαια υπάρχει επιμονή στην άποψη ότι στην περίπτωση κατά την οποία ο πληθωρισμός καθορίζεται από πραγματικά μέτρα τότε οι τιμές των χρεογράφων και ο πληθωρισμός σχετίζονται αρνητικά. Αντί αυτού, μια θετική σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και πληθωρισμού είναι αναμενόμενη στην περίπτωση κατά την οποία ο πληθωρισμός απορρέει από νομισματικές μεταβολές. Έχουν μελετηθεί εκτενώς οι τρόποι με τους οποίους ο πληθωρισμός έχει τη δυνατότητα να επιδρά στις χρηματοοικονομικές μεταβλητές, για παράδειγμα μέσω της επίδρασης των ονομαστικών χρηματοοικονομικών ροών, όπως αποτελούν τα ονομαστικά επιτόκια

### ***Η επίδραση των επιτοκίων***

Υπάρχει η θεώρηση ότι τα επιτόκια, σχετίζονται θετικά με την οικονομική ανάπτυξη μιας οικονομίας, ως ένας σημαντικός παράγοντας. Διατίθεται ένα ιδιαίτερο πλήθος διαδικασιών μέσω των οποίων, υψηλές τιμές πραγματικών επιτοκίων μπορούν να οδηγήσουν στην ενεργοποίηση και στη λειτουργία χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων και διαδοχικά στην παραγωγή και την οικονομική ανάπτυξη. Έχει διερευνηθεί ευρέως η επίδραση διαφορετικών μακροοικονομικών μεγεθών, στα οποία συμπεριλαμβάνονται τα επιτόκια και ο δείκτης τιμών καταναλωτή, στη χρηματιστηριακή αγορά και οι πλειοψηφία αυτών έχουν ως συμπέρασμα ότι τα μακροοικονομικά μεγέθη επιδρούν σημαντικά στην αγορά και τελικά συσχετίζουν μακροχρόνια τα μακροοικονομικά μεγέθη και τις τιμές και αποδόσεις των μετοχών.

Εντούτοις, η ευθύνη για ένα σημαντικό κομμάτι της αρνητικής σχέσης μεταξύ των μετοχικών αποδόσεων και του πληθωρισμού, βαρύνει τα επιτόκια. Είναι γνωστό ότι, όταν τα επιτόκια αυξάνονται, οι επενδυτές προτιμούν να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους στις τράπεζες από ότι στη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς υπάρχει η αίσθηση ότι το χρηματιστήριο μπορεί να επηρεαστεί αρνητικά από την αυξητική τάση των επιτοκίων.

### ***Η επίδραση της βιομηχανικής παραγωγής***

Έχει μελετηθεί ότι οι μετοχικές αποδόσεις σχετίζονται θετικά με την ανάπτυξη της βιομηχανικής παραγωγής. Εμπειρικές έρευνες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι, όταν οι

αποδόσεις των μετοχών είναι αρνητικές επακολουθεί βίαια μείωση στα ποσοστά ανάπτυξης της βιομηχανικής παραγωγής. Επιπροσθέτως, προκαλούνται περισσότερο σταδιακές αυξήσεις στην πραγματική δραστηριότητα όταν πραγματοποιούνται θετικές αποδόσεις μετοχών.

Επίσης έχει αποδειχθεί ότι η συμπεριφορά κάποιων μακροοικονομικών μεγεθών, όπως η βιομηχανική παραγωγή, έχει επίδραση στις τιμές των μετοχών διαμέσου της επιρροής των μελλοντικών χρηματοοικονομικών ροών, που αποτελούν κοινώς αποδεκτή μεταβλητή, καθώς επιδρά σημαντικά στις μετοχικές τιμές και τις αποδόσεις τους. Είναι γενικά αποδεκτό ότι τα επίπεδα των μετοχών στο παρόν σχετίζονται θετικά με τα μελλοντικά επίπεδα πραγματικής δραστηριότητας, όπως υπολογίζονται από το ΑΕΠ ή τη βιομηχανική παραγωγή. Αυτά τα συμπεράσματα μάλλον είναι βέβαια αφού οι αποδόσεις αποτελούν αποτέλεσμα του μηχανισμού των μελλοντικών χρηματοοικονομικών ροών και είναι αλληλένδετα με τις μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις. Σε κάθε περίπτωση δηλαδή, η πραγματική δραστηριότητα έχει θετική συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών.

### **4.3 Κλαδική και Εταιρική Ανάλυση**

Είναι επίσης ιδιαίτερα σημαντική η ανάλυση της επίδρασης που δύναται να έχει ο κλάδος στον οποίο περιλαμβάνεται η μετοχή μιας εταιρείας, πάνω στη συγκεκριμένη μετοχή. Είναι φυσιολογικό κάθε κλάδος να διαθέτει τα δικά του χαρακτηριστικά, να μη συμπεριφέρεται κατά τον ίδιο τρόπο σε σχέση με τους υπόλοιπους καθώς και να μην βρίσκεται στην ίδια φάση του οικονομικού κύκλου με αυτούς. Βασικοί παράμετροι που επιβάλλεται να γνωρίζουν οι αναλυτές αποτελούν το μέγεθος του κλάδου και οι προοπτικές του στο μέλλον, από ποιες χαρακτηριστικές μεταβλητές επηρεάζεται αυτός καθώς και ποιοι παράγοντες έχουν επιρροή στη λειτουργία των εταιρειών που συμπεριλαμβάνονται σε αυτόν, το πλήθος των επιχειρήσεων του κλάδου, οι συνθήκες ανταγωνισμού που επικρατούν σε αυτόν, το μερίδιο αγοράς κάθε εταιρείας του και τέλος η ευκαιρία εισόδου-εξόδου μίας επιχείρησης από αυτόν.

Τέλος σημαντικός παράγοντας για τη χρηματιστηριακή ανάλυση αποτελεί η αξιολόγηση της εταιρείας. Επιβάλλεται να αξιολογηθεί η ικανότητά της επιχείρησης να

λειτουργεί αποδοτικά κάτω από οποιοσδήποτε συνθήκες αγοράς, του κλάδου στον οποίο ανήκει και συνολικά της οικονομίας.

Αποτελεί έναν μηχανισμό ο οποίος απαιτεί ιδιαίτερο χρόνο, αφού επιβάλλεται να συγκεντρωθούν δεδομένα και μεγέθη για κάθε εταιρεία ξεχωριστά και σε βάθος παρελθοντικού χρόνου, ώστε να παρουσιαστεί μία περισσότερο διαχρονική και συνολική εικόνα της. Κατόπιν της συλλογής των πληροφοριών που απαιτούνται πραγματοποιείται η ανάλυση τους που βασίζεται σε ορισμένους συγκεκριμένες μεταβλητές. Οι μεταβλητές αυτές είναι τόσο ποσοτικές όσο και ποιοτικές και ως σκοπό έχουν να κριθεί η εταιρεία για τις προοπτικές τη και την αποτελεσματικότητά της. Ενδεικτικά τέτοιες μεταβλητές αποτελούν η κατάταξη της εταιρείας στον κλάδο της και το μερίδιο της στην αγορά, η εξέλιξη των οικονομικών στοιχείων της σε βάθος τουλάχιστον πενταετίας, η καθαρή θέση της εταιρείας και η αποδοτικότητά αυτής, η διοίκησή της και πόσο αξιόπιστη είναι αυτή, ο ρυθμός ανάπτυξής της κ.τ.λ.

Είναι εύκολα κατανοητό ότι η αντίδραση προς τα μεγέθη της αγοράς δεν είναι όμοια για όλες τις επιχειρήσεις. Γι αυτόν το λόγο λοιπόν, είναι σημαντικό να εκτιμηθεί η εσωτερική αξία της μετοχής της και μάλιστα έχουν αναπτυχθεί διάφορες διαδικασίες για το σκοπό αυτόν. Επίσης είναι ευρεία η χρήση των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων, μελετών και προβλέψεων αναλυτών, νέων τόσο της ίδιας της εταιρείας όσο και του κλάδου στον οποίο ανήκει καθώς και ένα πλήθος άλλων μεταβλητών οι οποίες έχουν επίσης ως στόχο τους τον υπολογισμό της εσωτερικής αξίας της μετοχής της εταιρείας.

#### **4.4 Χρηματοοικονομικοί δείκτες Θεμελιώδους Ανάλυσης Μετοχών**

Στην παρούσα ενότητα θα περιγραφεί η χρήση επιλεγμένων αριθμοδεικτών για τον υπολογισμό και την ανάλυση της κερδοφορίας και της αποτελεσματικότητας ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, οι οποίοι αποτελούν τα βασικά εργαλεία της θεμελιώδους ανάλυσης. Η χρήση τους είναι πολλές φορές εύκολη καθώς διαθέτουν συγκεκριμένα πλεονεκτήματα, όπως ενδεικτικά αναφέρονται:

- Η εφαρμογή τους είναι απλή και εύκολη
- Τα αποτελέσματά τους εμφανίζονται με απόλυτες τιμές και έτσι δύναται να χρησιμοποιηθούν για συγκρίσεις, υπολογισμούς και αξιολογήσεις.

- Τα οικονομικά στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό τους είναι ευκόλως διαθέσιμα.

Βέβαια, η χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών διέπεται από διάφορους περιορισμούς. Ένας βασικός περιορισμός σχετίζεται με την ύπαρξη ενός μεγάλου πλήθους δεικτών, ο οποίος μπορεί να οδηγήσει στο γεγονός, η σύγκριση των εταιρειών να καταλήγει σε αντίθετες απόψεις. Επίσης, η παράλειψη κάποιων δεικτών μπορεί να μην παρουσιάσει τη συνολική εικόνα της κατάστασης, καθώς ως μοναδικό μέτρο σύγκρισης, οι μεμονωμένοι δείκτες μπορεί να παρέχουν ελλιπή πληροφόρηση. Ουσιαστικά κάθε δείκτης από μόνος του δεν είναι επαρκής για τη σωστή απεικόνιση της κατάστασης μιας επιχείρησης και στη περίπτωση αυτή μιας τράπεζας. Σε κάθε περίπτωση όμως οι δείκτες που χρησιμοποιούνται επιβάλλεται να είναι αντιπροσωπευτικοί, να χρησιμοποιείται η ίδια μέθοδος υπολογισμού για όλους και τέλος τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό τους πρέπει να αναφέρονται στην ίδια περίοδο ώστε να αποφεύγονται τυχόν σφάλματα εποχικότητας.

#### ***Δείκτης Κέρδη Ανά Μετοχή***

Ο δείκτης Κέρδη ανά Μετοχή απεικονίζει το ποσό του μερίσματος που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή μιας εταιρείας. Το ύψος του εξαρτάται τόσο από το συνολικά κέρδη μιας εταιρείας όσο και από πλήθος των μετοχών της.

$$\text{Κέρδη ανά Μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

Ο ανωτέρω δείκτης αποτελεί ένα σημαντικό δείκτη της επενδυτικής ανάλυσης αλλά μπορεί να είναι παράλληλα και παραπλανητικός. Αυτό συμβαίνει διότι κατά τον υπολογισμό του κάποιοι αναλυτές λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τις κοινές μετοχές ενώ άλλοι και τις προνομιούχες. Επίσης, αυτός ο δείκτης δεν είναι εύκολα συγκρίσιμος μεταξύ των εταιρειών καθώς οι επιχειρήσεις διαθέτουν διαφορετικό αριθμό μετοχών. Τέλος, επιβάλλεται να πραγματοποιείται με ιδιαίτερη προσοχή η διαχρονική σύγκριση του δείκτη για τη ίδια εταιρεία, καθώς υπάρχει περίπτωση η μεταβολή του να οφείλεται σε αλλαγή της μερισματικής της πολιτικής και όχι σε μείωση των κερδών της.

Θεωρείται ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη θέση καταλαμβάνει η εταιρία στον κλάδο της. Σίγουρα είναι απαραίτητη η εξέταση της προέλευσης των κερδών καθώς και η δυνατότητα διατήρησής τους από πού προέρχονται τα κέρδη και κυρίως αν είναι

διατηρήσιμα. Επίσης σημαντική παράμετρος αποτελεί η γνώση της προέλευσης των κεφαλαίων που επενδύθηκαν καθώς και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει η επιχείρηση για να πετυχαίνει κέρδη. Σε γενικές γραμμές ο δείκτης είναι αποδοτικότερος σε εταιρείες του ίδιου κλάδου που δημιουργούν σχετικά παρόμοια κέρδη.

### **Μερισματική Απόδοση**

Ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης καταδεικνύει την απόδοση που λαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών, στις οποίες έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους. Δηλαδή η μερισματική απόδοση αποτελεί ένα μέγεθος που παρουσιάζει αν η επένδυση σε μετοχές μιας εταιρείας είναι συμφέρουσα δυνάμει του μερίσματος, το οποίο αντικατοπτρίζει πολλές φορές και την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών. Ενώ ο δείκτης αφορά στη ουσία μερίσματα τα οποία διανεμήθηκαν από μια εταιρία στο παρελθόν και δυνάμει κερδών παρελθόντων χρήσεων, είναι σύνηθες να αποτελεί σημαντική παράμετρο για τους επενδυτές, γιατί θεωρείται ότι παρουσιάζει ενδεικτικά και τη μελλοντική μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει μια επιχείρηση.

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Ετήσιο Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή αξία της μετοχής}} \times 100$$

Όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο πιο ελκυστική θεωρείται για τους επενδυτές και κυρίως για αυτούς που επιθυμούν να την διατηρήσουν στο χαρτοφυλάκιό τους μακροπρόθεσμα, καθώς προσθέτει ένα ακόμη έσοδο προς αυτούς σε ετήσια βάση. Η σύγκριση της μερισματικής απόδοσης μεταξύ εταιρειών αποτελεί σημαντική διαδικασία, με την προϋπόθεση να είναι γνωστή η μερισματική πολιτική που ακολουθείται από τις εταιρείες σχετικά με το ύψος του μερίσματος

### **Δείκτης Τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)**

Ο δείκτης P/E αποτελεί τον πιο γνωστό, πιο δημοφιλή και ίσως τον χαρακτηριστικότερο δείκτη θεμελιώδους ανάλυσης. Ο υπολογισμός του θεωρείται εύκολος αλλά παράλληλα η χρήση του κάποιες φορές κινείται προς λάθος κατεύθυνση, με αποτέλεσμα να οδηγεί σε αποτελέσματα που δεν καταδεικνύουν στους επενδυτές τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιείται ή δεν χρησιμοποιείται και την πραγματική ερμηνεία του. Σε κάθε περίπτωση

πάντως η βοήθεια του είναι σημαντική, κυρίως όταν αντιμετωπίζεται με τη σημασία που του αντιστοιχεί.

$$P/E = \frac{\text{Αγοραία Αξία Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

Ένα πρόβλημα που εμφανίζεται σχετικά με τον δείκτη αποτελεί η περίπτωση όπου η εταιρεία παρουσιάζει ζημιές με αποτέλεσμα το P/E να λαμβάνει αρνητικές τιμές. Αν και υφίστανται διαφορετικές απόψεις για αυτήν την περίπτωση το σύνηθες είναι να χρησιμοποιείται ο δείκτης όταν λαμβάνει θετικές τιμές. Σε διαφορετική περίπτωση θεωρείται ότι δεν υφίσταται ο δείκτης για αυτήν τη ζημιογόνα χρήση. Επίσης ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες στη αγορά και στον κλάδο μιας μετοχής οι μεταβολές του δείκτη μπορεί να είναι έντονες.

Η ερμηνεία του P/E υποδηλώνει έναν δείκτη μέτρησης της αισιοδοξίας της αγοράς σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές μιας εταιρείας. Αν μία εταιρεία έχει υψηλότερο P/E από τον μέσο όρο της αγοράς, ή του κλάδου στον οποίο ανήκει, σημαίνει ότι η αγορά έχει μεγάλες προσδοκίες για την εξέλιξη της μετοχής βραχυχρόνια. Η συγκεκριμένη εταιρεία αργά ή γρήγορα θα πρέπει να ανταποκριθεί σε αυτές τις προσδοκίες αυξάνοντας τα κέρδη της, ή διαφορετικά, η τιμή της μετοχής της θα πρέπει να μειωθεί. Επίσης ο δείκτης P/E παρέχει καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με το εάν είναι φθηνή ή ακριβή μία μετοχή αλλά με την προϋπόθεση ότι αναλύονται βάσει αυτού μετοχές που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Σε καμία όμως περίπτωση κατά τη χρηματιστηριακή ανάλυση ο δείκτης P/E δεν πρέπει να χρησιμοποιείται μόνος του καθώς διέπεται και από διάφορα προβλήματα.

### ***Δείκτης P/BV***

Τα αποτελέσματα του δείκτη P/E μπορούν επίσης να διαφέρουν ανάλογα με το είδος της λογιστικής μεθόδου που χρησιμοποιεί κάθε εταιρεία για την αποτίμηση των εσόδων της, με αποτέλεσμα να δίνονται διαφορετικές τιμές για τον P/E και επομένως οι εκτιμήσεις για το εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη να είναι λανθασμένες. Για την αποφυγή αυτού του προβλήματος καλείται να δώσει λύση ο δείκτης P/BV, καθώς με τη χρήση του γίνεται αντιληπτό τι πληρώνει κάποιος για μία μετοχή και τι αντισταθμιστικό όφελος λαμβάνει από την εταιρεία.

$$P/BV = \frac{\text{Αγοραία Αξία Μετοχής}}{\text{Λογιστική Αξία Μετοχής}}$$

Ο δείκτης P/BV θεωρείται πιο σταθερός από τον P/E καθώς τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για το υπολογισμό του αποτελούν ξεκάθαρα μεγέθη των εταιρειών τους και δεν μπορεί να συμβεί σε αυτά καμία επέμβαση.

Θεωρείται ότι πρέπει να αποφεύγονται επενδύσεις σε μετοχές που εμφανίζουν υψηλούς δείκτες P/BV καθώς πρεσβεύεται ότι η αγορά μετοχών με χαμηλό P/BV, αποτελεί αγορά χρεογράφου του οποίου η τιμή βρίσκεται πλησιέστερα στην πραγματική του αξία, στην αξία ρευστοποίησης του και αναμένεται μελλοντικά να υπάρξει όφελος στην περίπτωση αυξημένων κερδών φυσικά, αφού αυτό δεν αγοράστηκε σε ιδιαίτερα υψηλή τιμή. Βέβαια, επιβάλλεται να αναφερθεί ότι η επένδυση σε μετοχές πρέπει να πραγματοποιείται σε μακροχρόνια βάση αφού η ανάλυση επενδύσεων δε αφορά συνήθως βραχυπρόθεσμες περιόδους. Επίσης, απαιτείται οι επενδυτές να διαθέτουν υπομονή και αντοχή σε άσχημες περιόδους, ώστε να αποκομίσουν οφέλη από μετοχές με χαμηλό P/BV.

Οι επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών με πολύ υψηλό P/BV αποτελούν επενδύσεις υψηλού κινδύνου, ακόμη και για απώλεια του μεγαλύτερου μέρους του κεφαλαίου που επενδύθηκε σε αυτές. Υπάρχει η εμπειρική άποψη ότι όταν ο δείκτης διατηρείται χαμηλός αυξάνονται οι πιθανότητες υψηλών αποδόσεων. Βέβαια κάποιες φορές ο πολύ υψηλός δείκτης μπορεί και να σημαίνει ανάκαμψη της εταιρείας και αναμονή για θετικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών αυτών.

Η θεώρηση υπερτίμησης ή υποτίμησης της τιμής μιας μετοχής δυνάμει του P/BV εξαρτάται από την συνολική εικόνα της οικονομίας και κατά κυρίως τις σχετικές τιμές του δείκτη στον κλάδο τον οποίο ανήκει η εταιρεία. Υπάρχει επίσης η άποψη ότι είναι σφάλμα η αγορά μετοχών οι οποίες κοστίζουν παραπάνω από το διπλάσιο της λογιστικής τους αξίας.

### ***Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)***

Ο δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων αποτελεί ένα ενδεικτικό μέγεθος της αποτελεσματικότητας με την οποία διαχειρίζονται τα ίδια κεφάλαια σε μια εταιρεία.



$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη μετά Φόρων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο ανωτέρω τύπος αποτελεί μία απλοποιημένη μορφή του τύπου

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων}}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Συν. Ενεργητικού}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Σύμφωνα με το διευρυμένο τύπο παρατηρείται ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να παρουσιαστεί ως συνάρτηση τριών άλλων χρηματοοικονομικών δεικτών μίας εταιρείας

- Του περιθωρίου καθαρού κέρδους  $\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων}}{\text{Πωλήσεις}}$
- Της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού  $\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συν. Ενεργητικού}}$
- και
- Του βαθμού μόχλευσης  $\frac{\text{Συν. Ενεργητικού}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$

Θεωρείται ότι όσο υψηλότερες τιμές λαμβάνει ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερες είναι οι προσδοκίες των μετόχων για την αποκόμιση οφέλους, αφού αντικατοπτρίζει ορθά την ικανότητα μια εταιρίας, εκμεταλλευόμενη αποδοτικά την καθαρή της θέση, να οδηγείται σε κέρδη.

### **Συντελεστής βήτα ή beta**

Ο συντελεστής βήτα ή beta αποτελεί έναν δείκτη μέτρησης του συστηματικού κινδύνου μιας μετοχής και εκφράζει την σχέση μεταξύ του κινδύνου της μετοχής και του συνολικού κινδύνου της αγοράς. Υπολογίζεται χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της παλινδρόμησης για την οποία θα ακολουθήσει εκτενέστερη αναφορά και αποτελεί βασικό παράγοντα της ανάλυσης παλινδρόμησης.

Ο beta αποτελεί εργαλείο για τον υπολογισμό της ευαισθησίας της τιμής μιας μετοχής στις μεταβολές της αγοράς, όπως αυτές απορρέουν από τις εκάστοτε μεταβολές του γενικού

δείκτη. Δηλαδή προέρχεται από την τάση που έχουν οι μετοχές να κινούνται έως ένα σημείο ταυτόχρονα με το γενικό δείκτη.

Ο συντελεστής βήτα μιας συγκεκριμένης μετοχής υπολογίζεται με την διαίρεση της συνδιακύμανσης των αποδόσεων της μετοχής και της χρηματιστηριακής αγοράς με τη διακύμανση της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο συντελεστής βήτα της αγοράς θεωρείται ίσος με τη μονάδα. Όσο υψηλότερος είναι ο beta μιας μετοχής τόσο υψηλότερος θεωρείται και ο κίνδυνος που διαθέτει, καθώς η μετοχή σχετίζεται με ευαισθησία στις μεταβολές του γενικού δείκτη. Κατά αυτόν τον τρόπο όταν μια μετοχή έχει συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας, σημαίνει ότι όταν η αγορά σημειώσει μια άνοδο ή πτώση, η συγκεκριμένη μετοχή θα σημειώσει μεγαλύτερη ποσοστιαία απόδοση ή ζημιά κατά τον beta. Οι μετοχές που ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία χαρακτηρίζονται ως επιθετικές μετοχές και θεωρούνται υψηλού κινδύνου. Αντίστοιχα οι μετοχές με συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας χαρακτηρίζονται ως αμυντικές μετοχές και αποδίδουν λιγότερο σε σχέση με τις μεταβολές της αγοράς και θεωρούνται μετοχές χαμηλού κινδύνου. Επίσης, οι μετοχές των οποίων ο beta ισούται με τη μονάδα καλούνται ουδέτερες και η απόδοσή τους μεταβάλλεται απολύτως ανάλογα με αυτήν της αγοράς. Μια μετοχή μπορεί να διαθέτει και αρνητική τιμή στο συντελεστή βήτα, δηλαδή να ανήκει στις κατηγορίες των μετοχών που κινούνται αντίθετα από την αγορά, αλλά ως επί το πλείστον ο beta λαμβάνει θετικές τιμές.

#### **4.5 Οικονομετρική ανάλυση απόδοσης μετοχών**

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιασθεί ένα απλό υπόδειγμα για την μελέτη της απόδοσης μετοχών με χρήση της ανάλυσης παλινδρόμησης. Το συγκεκριμένο υπόδειγμα θα χρησιμοποιηθεί στο επόμενο κεφάλαιο για τη μελέτη της απόδοσης τραπεζικών μετοχών σε συνάρτηση με την απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

##### ***Ανάλυση Παλινδρόμησης – Απλή γραμμική παλινδρόμηση***

Σκοπός την παλινδρόμησης αποτελεί η διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο μεταβάλλονται οι τιμές μιας μεταβλητής, συναρτήσει των τιμών μιας άλλης. Δηλαδή στοχεύει να διερευνήσει τη μεταβολή των τιμών μιας εξαρτημένης μεταβλητής, συναρτήσει των μεταβολών μιας ανεξάρτητης μεταβλητής. Εξαρτημένη ή δεσμευμένη μεταβλητή, είναι εκείνη στην οποία αντανακλάται το αποτέλεσμα των μεταβολών στις ανεξάρτητες μεταβλητές. Ανεξάρτητη ή επεξηγηματική μεταβλητή είναι αυτή την οποία μπορούμε να ελέγξουμε, δηλαδή να καθορίσουμε τις τιμές της.

Η βασική ιδέα της απλής γραμμικής παλινδρόμησης στηρίζεται στην εύρεση και χάραξη μιας ευθείας, η οποία περιγράφεται από την εξίσωση:

$$R_{it} = a_{it} + b_{im} * R_{mt}$$

στην οποία ο όρος  $R_{it}$  είναι η απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την περίοδο  $t$  και αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή, ο όρος  $a_{it}$  είναι ένα τμήμα της απόδοσης της  $i$  μετοχής το οποίο είναι ανεξάρτητο από την απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς, ο παράγοντας  $b_{im}$  αποτελεί το συντελεστή διεύθυνσης (κλίση) της ευθείας παλινδρόμησης, εκφράζει την ευαισθησία των αποδόσεων της μετοχής στις μεταβολές των αποδόσεων αγοράς και είναι γνωστή ως δείκτης beta, όπως περιγράφηκε ανωτέρω και αποτελεί το συστηματικό κίνδυνο της μετοχής  $i$  και ο όρος  $R_{mt}$  είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς κατά το χρόνο  $t$  και αποτελεί την ανεξάρτητη μεταβλητή. Έτσι για κάθε μια παρατήρηση του  $R_{it}$  εκτιμάται ότι:

$$R_{it} = a_{it} + b_{im} * R_{mt} + e_{it}$$

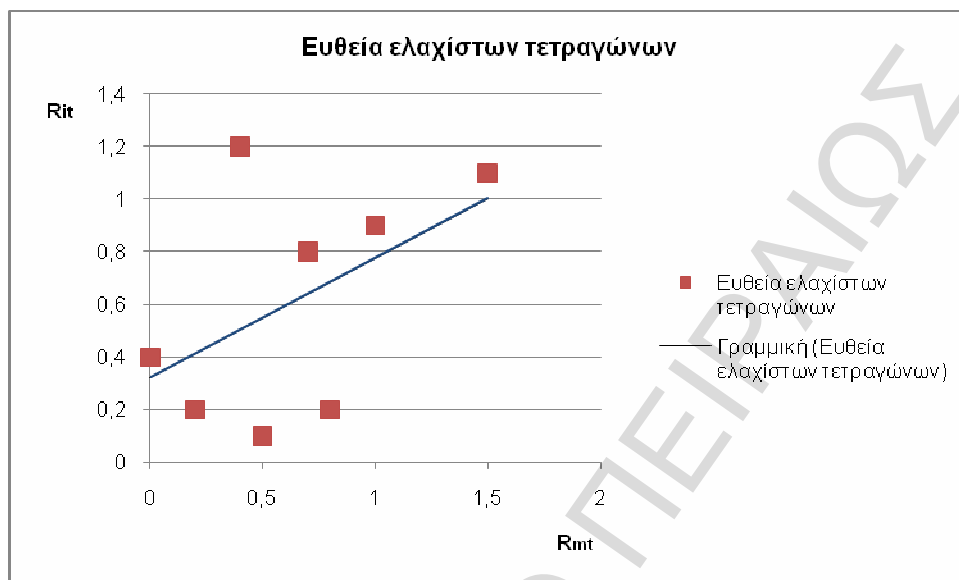
με τον όρο  $e_{it}$  να αποτελεί ένα τυχαίο σφάλμα ή τη διαφορά της πραγματικής απόδοσής του

### ***Η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων***

Η εκτίμηση των παραμέτρων του υποδείγματος της απλής γραμμικής παλινδρόμηση έχει πολλούς τρόπους να πραγματοποιηθεί. Συνηθέστερος από όλους είναι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων καθώς είναι απλή σχετικά και οι εκτιμητές που προκύπτουν από αυτή, διαθέτουν πολλές από τις επιθυμητές ιδιότητες που επιβάλλονται.

Σύμφωνα και με την ονομασία της μεθόδου, για να δημιουργηθεί το βέλτιστο υπόδειγμα για τα δεδομένα που ενδιαφέρουν, χρησιμοποιείται το κριτήριο των ελαχίστων τετραγώνων. Επιλέγεται η γραμμή εκείνη της για την οποία το άθροισμα των τετραγώνων

των αποκλίσεων των παρατηρήσεων της  $R_{it}$  από τη γραμμή παλινδρόμησης του δείγματος είναι ελάχιστο.



**Διάγραμμα 4.1**

#### **Η ευθεία των ελαχίστων τετραγώνων**

Το Διάγραμμα 4.1 αναπαριστά το διάγραμμα διασποράς για ένα δείγμα παρατηρήσεων για τις μεταβλητές  $R_{it}$  και  $R_{mt}$ , με  $R_{it} = a_{it} + b_{im} * R_{mt}$ . Η ευθεία της παλινδρόμησης απορρέει από τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

#### **Η σημασία του στατιστικού $t$**

Στις στατιστικές αναλύσεις είναι σημαντική η δυνατότητα αναφοράς με ένα συγκεκριμένο επίπεδο βεβαιότητας στη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών που περιλαμβάνονται σε ένα υπόδειγμα. Δηλαδή χρειάζεται να υπάρχει έλεγχος για την πραγματική ύπαρξη σχέσης μεταξύ της εξαρτημένης και της ερμηνευτικής μεταβλητής .

Η μηδέν υπόθεση επομένως, που είναι επιθυμητό να ελεγχθεί είναι η:

$$H_0: b_i = 0$$

έναντι της εναλλακτικής

$$H_0: b_i \neq 0$$

Αφού ελέγχεται αν ο συντελεστής  $b_i$  είναι σημαντικά διαφορετικός από το μηδέν, σημαίνει ότι πραγματοποιείται έλεγχος σημαντικότητας. Για τον έλεγχο αυτής της υποθέσεως, χρησιμοποιείται ως μεταβλητή ελέγχου η  $t$  στατιστικό, επομένως η μηδέν υπόθεση συνεπάγεται ότι:

$$t = \frac{b_i}{se(b_i)}$$

όπου  $se(b_i)$  είναι η τυπική απόκλιση του εκτιμητή  $b_i$ .

Για  $\alpha$  επίπεδο σημαντικότητας, η μηδέν υπόθεση απορρίπτεται εάν :

$$|t| > t_{T-2, \alpha/2}$$

Το τεστ αυτό κατανέμεται σαν μεταβλητή  $t$  με  $n-2$  βαθμούς ελευθερίας . Ως βαθμός ελευθερίας θεωρείται ο αριθμός των τιμών στον τελικό υπολογισμό μιας στατιστικής που είναι ελεύθεροι να ποικίλλουν. Απόρριψη της μηδέν υπόθεσης σημαίνει ότι υφίσταται σχέση ανάμεσα στην εξαρτημένη και ερμηνευτική μεταβλητή. Δηλαδή γίνεται αποδεκτό ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι σημαντική στην ερμηνεία της συμπεριφοράς της εξαρτημένης.

### **Ο συντελεστής προσδιορισμού $R^2$**

Ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  χρησιμοποιείται ως κριτήριο καλής προσαρμογής των δεδομένων στο γραμμικό υπόδειγμα και διαμέσου του εκφράζεται το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που ερμηνεύεται από την ανεξάρτητη μεταβλητή.

Ο συντελεστής προσδιορισμού παίρνει τιμές μεταξύ 0 και 1 (  $0 < R^2 < 1$  ). Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του  $R^2$  , τόσο μεγαλύτερη είναι η προσαρμογή των στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν στο γραμμικό μοντέλο ή αλλιώς τόσο περισσότερο το γραμμικό μοντέλο εκφράζει τα στοιχεία. Όσο μικρότερη είναι η τιμή του  $R^2$ , τόσο φτωχότερη είναι η γραμμή παλινδρομήσεως στα στοιχεία του δείγματος.

## **4.6 Ανακεφαλαίωση**

Από την ανάπτυξη που προηγήθηκε, γίνεται εύκολα κατανοητό πόσο σημαντικά εργαλεία αποτελούν οι ανωτέρω παράγοντες για την ανάπτυξη μεθόδων ανάλυσης και αποτίμησης χρεογράφων τα οποία διαπραγματεύονται στη χρηματιστηριακή αγορά. Στο επόμενο κεφάλαιο τα ανωτέρω αναφερόμενα διαπιστώνονται εμφανώς μέσω της διερεύνησης μετοχών Ελληνικών τραπεζών σε συνάρτηση με την χρηματοοικονομική κρίση και την ύφεση της Ελληνικής οικονομίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

### **ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

#### **5.1 Εισαγωγή**

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα αναφερθούν αρχικά τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας με σκοπό να διερευνηθούν οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν στην αγορά την περίοδο από το 2004 έως και το 2012. Μια περίοδος η οποία χαρακτηρίστηκε από υπέρμετρη αισιοδοξία για τα έτη έως το 2008 και από πλήρη και βίαια αντιστροφή του κλίματος μετέπειτα, καταστάσεις οι οποίες αντικατοπτρίστηκαν και στην πορεία των τραπεζικών μετοχών. Κατόπιν θα πραγματοποιηθεί θεμελιώδης ανάλυση για μετοχές ελληνικών τραπεζών σε συνάρτηση πάντοτε με τα χαρακτηριστικά των δύο ανωτέρω περιόδων και θα καταλήξει σε μία ανάλυση παλινδρόμησης για αυτές τις μετοχές ώστε να καθορισθεί και ο συστημικός κίνδυνος που εμπεριέχεται στις μετοχές αυτές.

#### **5.2 Μελέτη της Ελληνικής Οικονομίας**

Στις ακόλουθες παραγράφους, θα ακολουθήσει η περιγραφή και ο σχολιασμός της κατάστασης που επικρατεί στην ελληνική οικονομία τα τελευταία έτη. Η ανάλυσή της παρέχεται διαμέσου της μελέτης βασικών μακροοικονομικών μεγεθών και δεικτών της.

Η Ελλάδα αποτελώντας μέρος της παγκόσμιας οικονομίας και διατηρώντας σημαντική σύνδεση με διαφορετικές οικονομίες ανεπτυγμένων χωρών δεν ήταν δυνατόν να μην επηρεαστεί από την διεθνή χρηματοοικονομική κρίση η οποία ξεκίνησε το 2008 και διατηρήθηκε για την πλειοψηφία των χωρών έως και το 2010, έτος κατά το οποίο οι διεθνείς αγορές άρχισαν να παρουσιάζουν σημάδια βελτίωσης. Σε αντίθεση όμως, η Ελληνική Οικονομία, η οποία εισήλθε ουσιαστικά στη κρίση το 2009, ως συνέπεια των διαρθρωτικών

της προβλημάτων και των δημοσιονομικών της ανισορροπιών, δεν έχει καταφέρει μέχρι και σήμερα να βελτιώσει την θέση της και να εμφανίσει σημάδια ανάκαμψης.

Καθώς αποτέλεσε επιβεβλημένη ανάγκη η εξυγίανσή της, η Ελλάδα οδηγήθηκε να ενταχθεί σε διαδοχικά προγράμματα οικονομικής στήριξης και δημοσιονομικής προσαρμογής τα οποία έχουν αποτυπωθεί σε μνημόνια συνεργασίας της με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Δυστυχώς, αν και τα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής την Ελληνικής Οικονομίας χαρακτηρίστηκαν μερικές φορές ιδιαίτερα αυστηρά και σκληρά, δεν έχουν μέχρι και σήμερα καταφέρει να αποτελέσουν μέσο για την ανάκαμψή της και να αποδώσουν απτά αποτελέσματα, καθώς ακόμη και στο χρόνο που συντάσσεται η παρούσα εργασία συνεχίζουν να εμφανίζονται νέα προβλήματα και καινούρια δημοσιονομικά κενά, με αποτέλεσμα να συνεχίζει να διατρέχει τον κίνδυνο της οριστικής κατάρρευσης.

Σε κάθε περίπτωση όλες αυτές οι εξελίξεις καθιστούν το έτος 2013 σημαντικό καθοριστικό για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας, καθώς μετά το πέρας του τερματίζει και η χρηματοδότηση μέσω του τελευταίου προγράμματος στήριξης, με αποτέλεσμα να αποτελεί επιτακτική ανάγκη η άμεση βελτίωση των μεγεθών της. Βέβαια μέχρι και σήμερα η Ελληνική Οικονομία συνεχίζει να εμφανίζει επιδείνωση στο εγχώριο μακροοικονομικό περιβάλλον, φθίνουσα συνολική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών και σημαντική κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Επιπροσθέτως, εκτός του υπερβολικού δημόσιου ελλείμματος και δημοσίου χρέους η οικονομία χαρακτηρίζεται από έντονη ανισοκατανομή εισοδήματος, πολύ υψηλά ποσοστά ανεργίας αλλά και από ισοπέδωση της παραγωγικής βάσης.

### ***Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ)***

Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, ως ορισμός, αποτελεί τη συνολική αγοραία αξία όλων των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών που παράγονται σε μια χώρα στην διάρκεια ενός έτους. Επίσης θεωρείται ένα σημαντικό μέτρο για τη μελέτη της γενικής οικονομίας μιας χώρας.



### Πίνακας 5.1

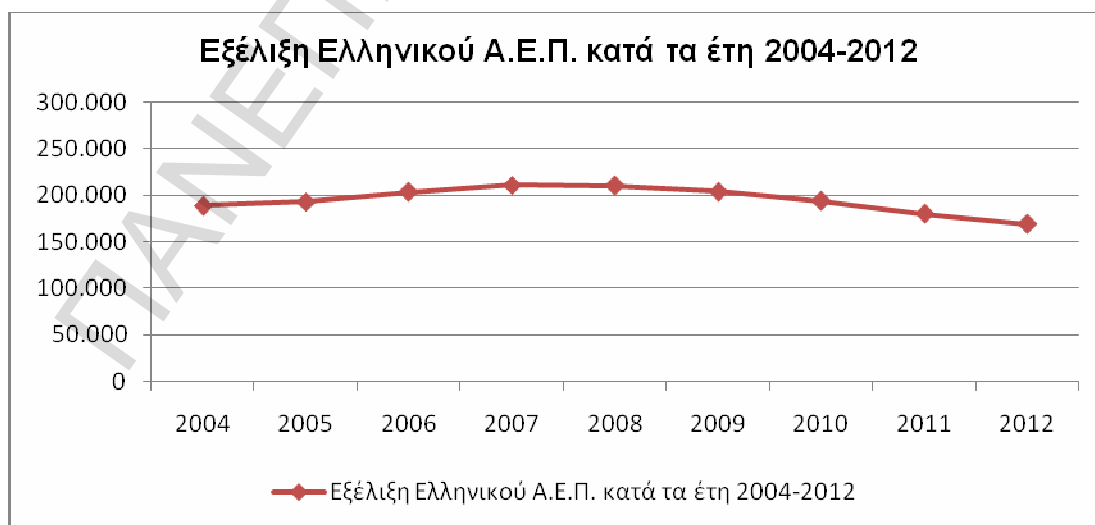
#### Εξέλιξη Ελληνικού Α.Ε.Π. κατά τα έτη 2004-2012

Εξέλιξη Ελληνικού Α.Ε.Π. κατά τα έτη 2004-2012					
Έτος	2004	2005	2006	2007	2008
Α.Ε.Π. (σε εκατ. €)	188.746	193.050	203.682	210.885	210.431
Ρυθμός Μεταβολής Α.Ε.Π. (%)	2,28%	5,51%	3,54%	-0,22%	-3,14%

Έτος	2009	2010	2011	2012
Α.Ε.Π. (σε εκατ. €)	203.830	193.754	179.986	169.117
Ρυθμός Μεταβολής Α.Ε.Π. (%)	-4,94%	-7,11%	-6,04%	-7,10%

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT

Στο Διάγραμμα 5.1 παρατηρείται ότι το ΑΕΠ της Ελληνικής Οικονομίας άρχισε να παρουσιάζει μία τάση μείωσης κατά το έτος 2005 και να εμφανίζεται σε αρνητικά επίπεδα μετά το έτος 2007 μέχρι και σήμερα, με συνεχείς αρνητικές τάσεις. Τα αρνητικά επίπεδα του δείκτη αποτελούν κύριο χαρακτηριστικό της Ελληνικής Οικονομίας, η οποία βρίσκεται σε βαθιά ύφεση τα τελευταία χρόνια. Η υποβάθμιση του ΑΕΠ κατά το Α τρίμηνο του 2013 βρίσκεται στο επίπεδο του -5,6%



### **Διάγραμμα 5.1** **Εξέλιξη Ελληνικού Α.Ε.Π. κατά τα έτη 2004-2012**

Μεγάλη πρόκληση αποτελεί η επιστροφή της οικονομίας σε τροχιά ανάπτυξης, με το δείκτη να εμφανίσει αυξητικές τάσεις εντός του 2014, κατάσταση η οποία διαφαίνεται εφικτή σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας (Eurostat), αλλά και άλλων διεθνών και εγχώριων οργανισμών (ΟΟΣΑ, IOBE, ΕΛΣΤΑΤ) που καθορίζουν τα επίπεδα του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ σε -4,5% με -5% για το 2013 και στο -1,2% με -1,5% για το 2014. Βέβαια σύμφωνα με τα τελευταία δεδομένα και τις τρέχουσες εξελίξεις τα ανωτέρω ποσοστά ενδέχεται να μεταβληθούν προς το χειρότερο, κάτι το οποίο θεωρείται απευκταίο για την Ελληνική Οικονομία.

#### **Πληθωρισμός**

Ο πληθωρισμός, ως ορισμός, αποτελεί τη συνεχή αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών μιας οικονομίας μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο και προκύπτει από το ποσοστό μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή κατά τη διάρκεια αυτής της ορισμένης χρονικής περιόδου. Αποτελεί μια σημαντική παράμετρο για την διατήρηση των εισοδημάτων και την τοποθέτησή τους σε διαφορετικές κατηγορίες επενδύσεων.

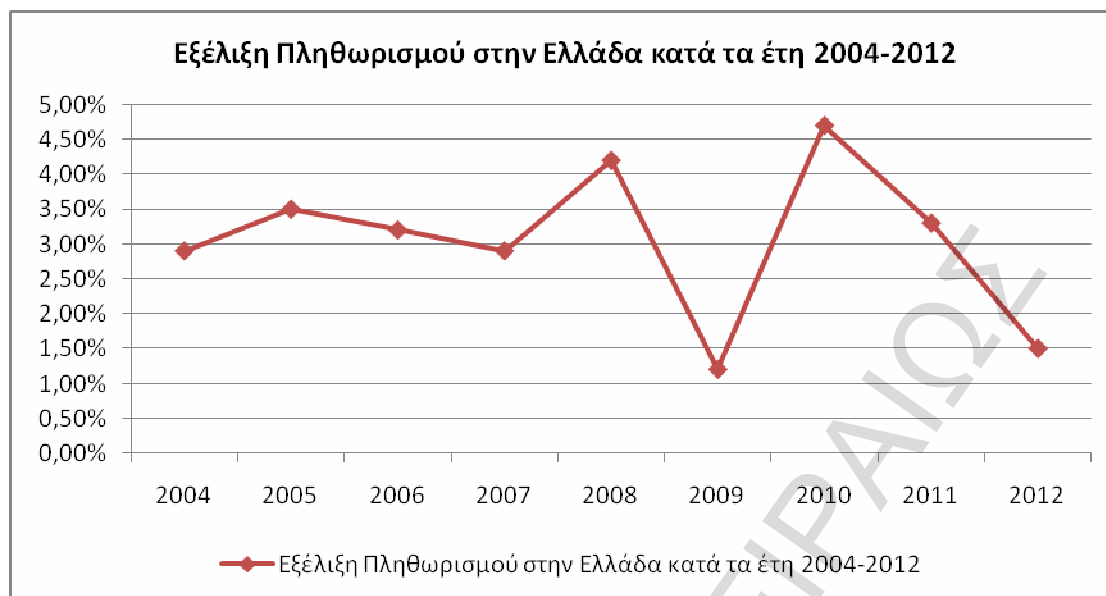
#### **Πίνακας 5.2**

##### **Εξέλιξη Πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012**

<b>Εξέλιξη Πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012</b>					
<b>Έτος</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Πληθωρισμού (%)</b>	2,90%	3,50%	3,20%	2,90%	4,20%

<b>Έτος</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Πληθωρισμού (%)</b>	1,20%	4,70%	3,30%	1,50%

**Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT**



**Διάγραμμα 5.2**

**Εξέλιξη Πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012**

Από τον πίνακα 5.2 παρατηρείται ότι κατά την τελευταία 4ετία (2009-2012) ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην χώρα μας κυμάνθηκε μεταξύ 1,2 - 4,7 %, μάλιστα με τιμές πολύ υψηλές κατά τα έτη 2010 και 2011 ενώ η Ελλάδα βρισκόταν ήδη σε κρίση και βυθιζόταν σε βαθιά ύφεση. Ο πληθωρισμός το διάστημα αυτό διατάραξε ακόμη περισσότερο την ομαλή λειτουργία της Ελληνικής Οικονομίας και επίδρασε σημαντικά σε όλους τους τομείς της, δημιουργώντας δυσμενείς επιπτώσεις στη κατανομή του εισοδήματος και κυρίως συνέχισε να πλήττει τον πληθυσμό του οποίου το εισόδημα είναι σταθερό ή αυξάνεται με ρυθμό μικρότερο από το ρυθμό του πληθωρισμού, όπως είναι οι μισθωτοί και οι συνταξιούχοι και γενικότερα άτομα των οποίων το εισόδημα δεν αναπροσαρμόζεται εύκολα. Ουσιαστικά αποτελεί αποτέλεσμα των πιέσεων που συνεχίζει να ασκεί η υφιστάμενη οικονομική κρίση, η οποία περιορίζει επίσης και τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να προβούν σε αυξήσεις μισθών και του κράτους σε τουλάχιστον μη μείωση των συντάξεων.

Βέβαια το 2012 σημειώθηκε μια προς τα κάτω διόρθωση. Η πτώση του ρυθμού οφείλεται κατά κύριο λόγο στη διατήρηση ή και τη μείωση της τιμής των αγαθών πρώτης ανάγκης καθώς και τη διατήρηση της τιμής του πετρελαίου σε σχετικά σταθερά επίπεδα. Σύμφωνα με τα μέχρι στιγμής στοιχεία για το τρέχον έτος (2013) απεικονίζεται ότι ο πληθωρισμός κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, 0,6% τον Απρίλιο και μάλιστα αποπληθωριστικά το Μάιο της τάξης του -0,4%, κάτι το οποίο έχει να συμβεί σχεδόν 35

χρόνια. Ο ρυθμός αυτός του πληθωρισμού αποτελεί το χαμηλότερο ποσοστό από όλες τις οικονομίες των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αν δε σημειωθεί αναπροσαρμογή στις τιμές των καυσίμων, οι προβλέψεις αναφέρουν ότι θα διατηρηθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα για όλο το 2013.

### **Απασχόληση-Ανεργία**

Ο πληθυσμός μιας οικονομίας με σκοπό την οικονομική ανάλυση διαχωρίζεται στον **οικονομικά ενεργό** και στον **οικονομικά μη ενεργό**. Ο οικονομικά ενεργός πληθυσμός αποτελεί το **εργατικό δυναμικό** της οικονομίας δηλαδή τα άτομα εκείνα τα οποία είναι **ικανά προς εργασία και ταυτόχρονα επιθυμούν να εργαστούν** και περιλαμβάνει τους απασχολούμενους και τους άνεργους. **Η απασχόληση και η ανεργία αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες μιας οικονομίας καθώς από αυτούς εξαρτώνται και πολλά άλλα μεγέθη της αγοράς.**

**Πίνακας 5.3**  
**Εξέλιξη Ανεργίας στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012**

<b>Εξέλιξη Ανεργίας στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012</b>					
<b>Έτος</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Απασχολούμενοι (σε χιλιάδες)</b>	4.331	4.383	4.462	4.519	4.554
<b>Άνεργοι (σε χιλιάδες)</b>	500	471	429	397	393
<b>Οικονομικά μη ενεργοί (σε χιλιάδες)</b>	4.251	4.268	4.288	4.300	4.300
<b>Ανεργία (%)</b>	10,40%	9,70%	8,80%	8,10%	7,90%

<b>Έτος</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Απασχολούμενοι (σε χιλιάδες)</b>	4.477	4.299	3.933	3.682
<b>Άνεργοι (σε χιλιάδες)</b>	514	712	1.026	1.296
<b>Οικονομικά μη ενεργοί (σε χιλιάδες)</b>	4.291	4.309	4.396	4.407
<b>Ανεργία (%)</b>	10,30%	14,20%	20,70%	26,00%

**Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT**



**Διάγραμμα 5.3**

**Εξέλιξη Ανεργίας στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012**

Το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα, όπως μπορεί να παρατηρηθεί στον πίνακα, από το 2004 έως και το 2009 διατηρούταν σε σταθερά γενικά επίπεδα και σε ποσοστά περίπου μέχρι 10%. Δυστυχώς όμως και ο τομέας της απασχόλησης αποτέλεσε ένα ακόμα θύμα της βαθιάς ύφεσης και της οικονομικής κρίσης της Ελληνικής Οικονομίας καθώς επίσης και της δημοσιονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε για την αντιμετώπιση της. Η ανεργία από το 2010 διατήρησε αυξητικές τάσεις με αποτέλεσμα να φτάσει σε ποσοστό 20,70% το 2011 και εκτοξεύθηκε λίγο πάνω από το 26% το 2012, με άνω των 1.200.000 ανέργους, ποσοστό το οποίο και αποτέλεσε το υψηλότερο ανάμεσα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με τα δεδομένα του 2013 το ποσοστό της ανεργίας συνεχίζει να βαίνει αυξανόμενο και άγγιξε το 27,4% το Α τρίμηνο του 2013. Τα τελευταία βέβαια στοιχεία παρουσιάζουν μία σταθεροποίηση του ποσοστού και θεωρείται ότι αν η Ελληνική Οικονομία παρουσιάσει και αυτή μια γενικότερη μικρή βελτίωση, τα ποσοστά της ανεργίας ίσως ξεκινήσουν να αποκλιμακώνονται από το 2014.

Τα πολύ υψηλά αυτά ποσοστά αποτελούν επιπτώσεις της κρίσης και της διαρκούς ύφεσης και εμφανίζονται όλο και περισσότερο τραγικές και επικίνδυνες για την πραγματική

οικονομία και την καθημερινότητα των Ελλήνων πολιτών. Τα υψηλά ποσοστά ανεργίας έχουν ως συνέπειες τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος για τη μέση οικογένεια, τη μη εξυπηρέτηση ανελαστικών υποχρεώσεων, όπως είναι ο δανεισμός, η υποβάθμιση του επιπέδου διαβίωσης και για ορισμένες, όχι και τόσο ακραίες περιπτώσεις, αδυναμία κάλυψης ακόμη και βασικών αναγκών. Επίσης έχουν ως συνέπεια την απώλεια παραγωγικών δυνάμεων, αφού η εργασία των ανέργων δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην παραγωγική διαδικασία και επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό και τα δημόσια ταμεία, λόγω της μείωσης των ποσών των εργοδοτικών εισφορών προς αυτά και της παροχής επιδομάτων προς τους ανέργους.

Στον Πίνακα 5.4 παρατηρείται επίσης η συνεχής μείωση της βιομηχανικής παραγωγής στην Ελλάδα ως συνέπεια της έντονης ύφεσης της οικονομίας και της μεγάλης μείωσης του εργατικού δυναμικού.

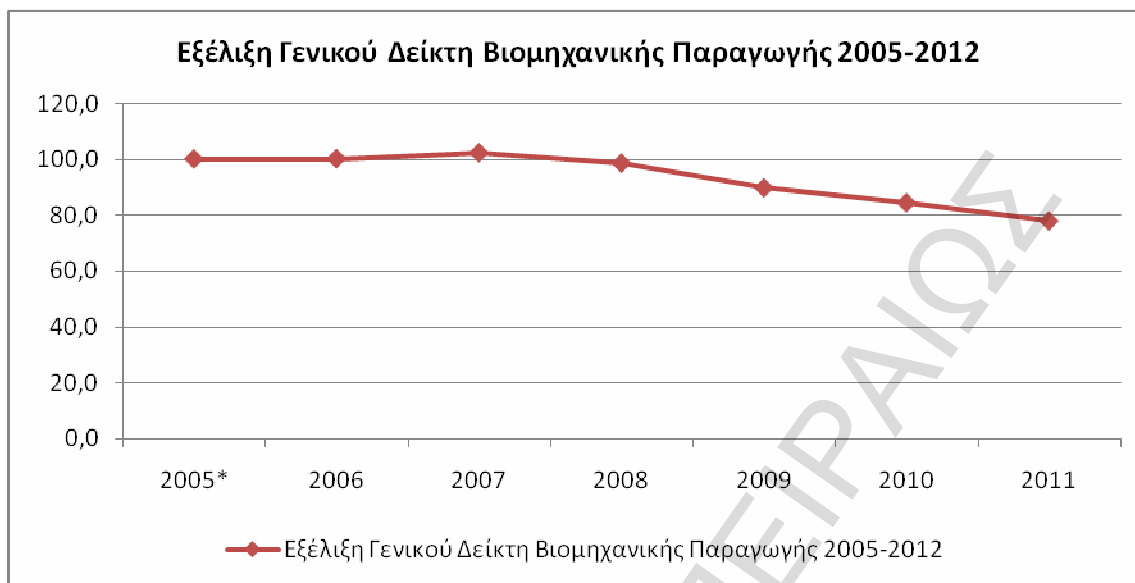
**Πίνακας 5.4**

**Εξέλιξη Γενικού Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής κατά τα έτη 2004-2012**

<b>Εξέλιξη Γενικού Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής 2005-2012</b>				
<b>Έτος</b>	<b>2005*</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Μέσος Ετήσιος Δείκτης</b>	100,0	100,1	102,2	98,5
<b>Ετήσια μεταβολή (%)</b>	-	0,10%	2,10%	-3,70%
*Έτος αναθεώρησης				

<b>Εξέλιξη Γενικού Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής 2005-2012</b>				
<b>Έτος</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Μέσος Ετήσιος Δείκτης</b>	89,7	84,4	77,9	75,4
<b>Ετήσια μεταβολή (%)</b>	-9,40%	-5,90%	-7,80%	-3,20%

**Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT**



**Διάγραμμα 5.4**

**Εξέλιξη Γενικού Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής κατά τα έτη 2004-2012**

### **Δημόσια Οικονομικά ( Έλλειμμα / Χρέος )**

Η έννοια του Ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης απλουστευμένα αφορά τη διαφορά ανάμεσα στα ετήσια έσοδα του κράτους και στις δαπάνες που πραγματοποιεί. Όταν οι δαπάνες είναι μεγαλύτερες από τα έσοδα, τότε δημιουργείται Έλλειμμα. Το Έλλειμμα χρηματοδοτείται μέσω δανεισμού του κράτους και ο συσσωρευμένος δανεισμός δημιουργεί το Δημόσιο Χρέος. Βέβαια και όταν ακόμη μειώνεται το Έλλειμμα, εξακολουθεί να χρηματοδοτείται μέσω δημόσιου δανεισμού και να αυξάνει το Χρέος της χώρας. Το Δημόσιο Χρέος αρχίζει να μειώνεται μόνο όταν σταματά το κράτος να δανείζεται και αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί όταν δεν υπάρχει έλλειμμα αλλά πλεόνασμα στον κρατικό προϋπολογισμό.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 5.4 η δημοσιονομική κατάσταση στην Ελλάδα παρουσιάζει συνεχώς χειρότερη εικόνα από το 2007 και μετά, με τα βασικά μεγέθη του κρατικού προϋπολογισμού να χαρακτηρίζονται από σημαντική αύξηση δαπανών για τόκους επί του συσσωρευμένου δημοσίου χρέους. Το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα διογκώθηκαν τα τελευταία έτη με πολύ μεγάλο ρυθμό μέχρι το και το 2011, παρουσιάζοντας τάση σταθεροποίησης και σχετικά μειωμένα ποσά το 2012, ως αποτέλεσμα του «κουρέματος» στο

δανεισμού της χώρας και της σκληρής δημοσιονομικής προσαρμογής που πραγματοποιήθηκε. Επίσης ο ρυθμός ανάπτυξης διατηρείται σε αρνητικές τιμές από το 2008 και μετέπειτα κάτι που ουσιαστικά αντιστοιχεί στην έντονη ύφεση της Ελληνικής οικονομίας.

**Πίνακας 5.5**  
**Εξέλιξη Ελληνικού Χρέους και Ελλείμματος κατά τα έτη 2004-2012**

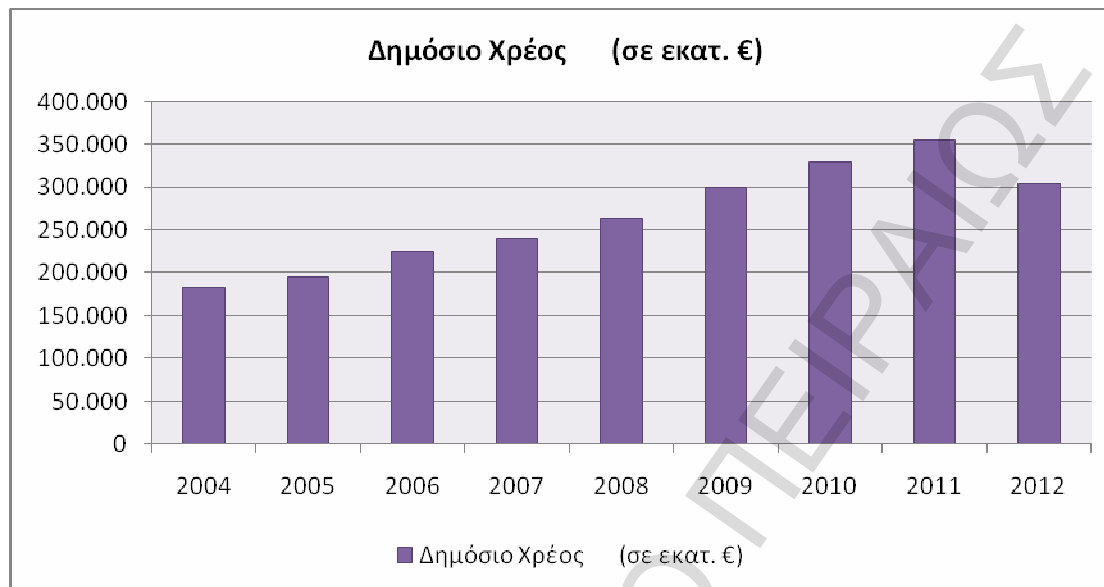
<b>Εξέλιξη Ελληνικού Χρέους και Ελλείμματος κατά τα έτη 2004-2012</b>					
<b>Έτος</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης (σε εκατ. €)</b>	13.940	10.068	12.109	14.475	22.880
<b>Έλλειμμα ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (%)</b>	7,50%	5,20%	5,70%	6,50%	9,80%
<b>Δημόσιο Χρέος (σε εκατ. €)</b>	183.200	195.400	224.200	239.300	263.300
<b>Δημόσιο Χρέος ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (%)</b>	99,80%	101,20%	107,50%	107,20%	112,90%
<b>Ρυθμός Ανάπτυξης (%)</b>	4,40%	2,30%	5,50%	3,50%	-0,20%

<b>Έτος</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης (σε εκατ. €)</b>	36.127	23.719	19.834	19.360
<b>Έλλειμμα ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (%)</b>	15,60%	10,70%	9,50%	10,00%
<b>Δημόσιο Χρέος (σε εκατ. €)</b>	299.000	329.500	355.700	303.900
<b>Δημόσιο Χρέος ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (%)</b>	129,70%	148,30%	170,60%	156,90%



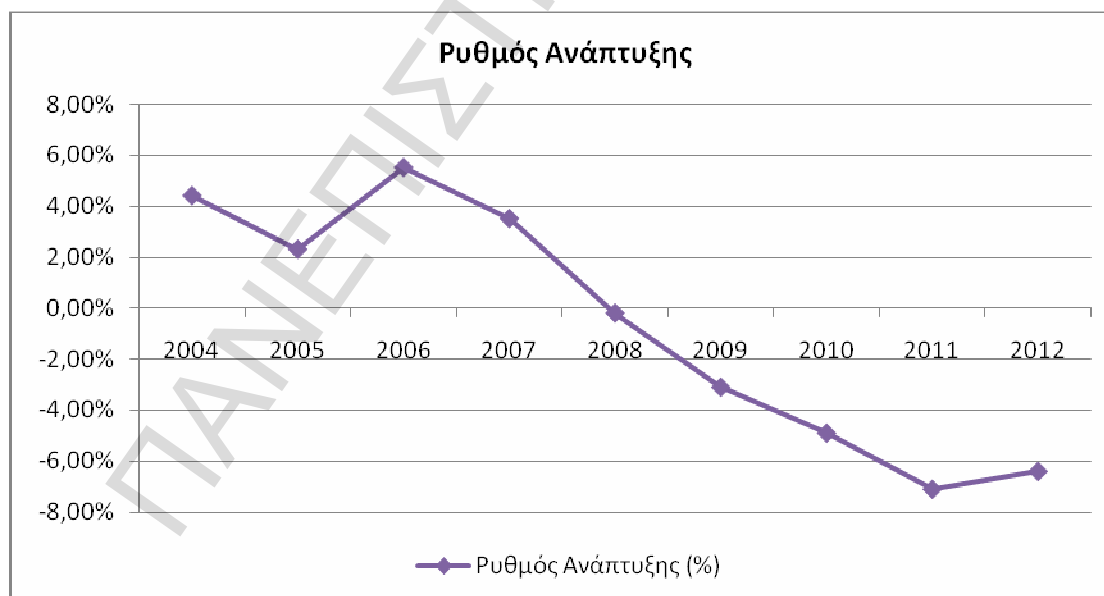
<b>Ρυθμός Ανάπτυξης (%)</b>	<b>-3,10%</b>	<b>-4,90%</b>	<b>-7,10%</b>	<b>-6,40%</b>
-----------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT



**Διάγραμμα 5.5**

**Εξέλιξη Δημοσίου Χρέους στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012**



**Διάγραμμα 5.6**

**Εξέλιξη Ελληνικού Ρυθμού Ανάπτυξης κατά τα έτη 2004-2012**

Σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις του ΔΝΤ το χρέος της Ελλάδας για το 2013 αναμένεται να αγγίξει το 179% του ΑΕΠ, ενώ αναμένεται μικρή αποκλιμάκωσή του το 2014. Επίσης, εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα συνεχίσει να κινείται σε αρνητικά επίπεδα το 2013, της τάξης του -4,2%, ενώ αναμένεται να κινηθεί οριακά θετικά στο τέλος του 2014. Το χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ, είναι πλέον το υψηλότερο στην ευρωζώνη. Η άσχημη εικόνα των δημοσίων οικονομικών της, επιβαρύνθηκε ακόμη περισσότερο από την οικονομική κρίση, η οποία εμφάνισε τα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα της οικονομίας και οδήγησε σε δύσκολα διαχειριζόμενες δημοσιονομικές πιέσεις. Αυτό αποτυπώθηκε στις εκτινασσόμενες διαφορές επιτοκίων των ελληνικών χρεογράφων σε σχέση με άλλων χωρών και σε υψηλό κόστος δανεισμού για την χώρα στο σύνολό της, με αποτέλεσμα να σταματήσει η παροχή ρευστότητας από τις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές. Συνέπεια αυτού αποτελεί ότι η στήριξη της Ελληνικής οικονομίας πραγματοποιείται πλέον μέσω δανεισμού μόνο από την Ευρωπαϊκή Ένωση, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δυνάμει των μνημονίων συνεργασίας που έχουν συναφθεί.

### ***Ισοζύγιο Εισαγωγών – Εξαγωγών***

Στο εμπορικό ισοζύγιο καταγράφονται οι χρηματικές ροές μιας οικονομίας που αφορούν σε συναλλαγές σε αγαθά (πληρωμές / εισαγωγές και εισπράξεις / εξαγωγές), των οποίων η κυριότητα αλλάζει μεταξύ ενός κατοίκου και μη κατοίκου της χώρας. Επιπλέον, στο εμπορικό ισοζύγιο καταχωρίζονται οι τριγωνικές συναλλαγές, η αξία της επεξεργασίας αγαθών, η αξία επισκευής αγαθών και η αξία των αγαθών για τον εφοδιασμό πλοίων και αεροπλάνων.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 5.6 κατά τα έτη 2004 έως και 2008 υπήρξε μια σταθερή αύξηση των εισαγωγών που πραγματοποίησε η Ελλάδα ενώ ταυτόχρονα παρέμεναν σχεδόν αμετάβλητες οι εξαγωγές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη συνεχή αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τους Κατόπιν, λόγω της οικονομικής κρίσης και της ύφεσης της Ελληνικής οικονομίας επήλθε μια συγκράτηση των εισαγωγών σε σαφώς χαμηλότερα επίπεδα και παράλληλα με την αύξηση των εξαγωγών το έλλειμμα του ισοζυγίου τους μειώθηκε δραστικά αγγίζοντας το 2012 τα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας δεκαετίας.

Επίσης σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία το έλλειμμα του ισοζυγίου για το 2013 εκτιμάται ότι δύναται να περιοριστεί περαιτέρω 50%. Το έλλειμμα στο ισοζύγιο μπορεί να θεωρηθεί ότι αυξάνει γενικά το χρέος μιας χώρας, καθώς καταναλώνει περισσότερα προϊόντα από αυτά που η ίδια παράγει στο εσωτερικό της, με αποτέλεσμα να απαιτείται να προβαίνει σε πληρωμές στο εξωτερικό.

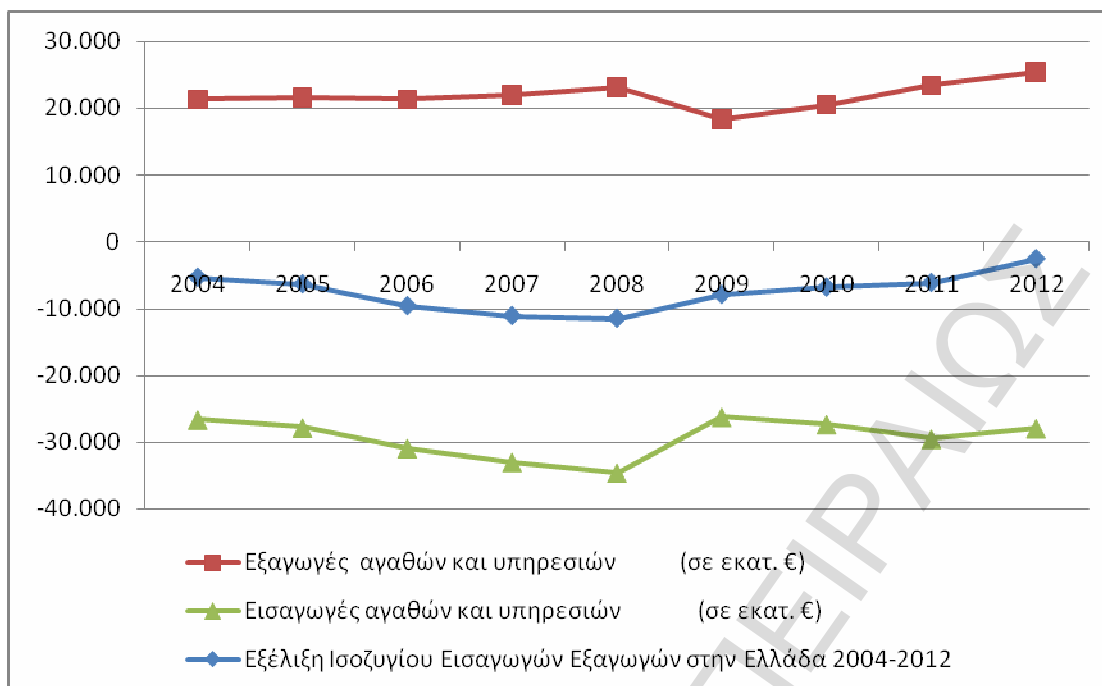
### Πίνακας 5.6

#### Εξέλιξη Ισοζυγίου Εισαγωγών Εξαγωγών στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012

Εξέλιξη Ισοζυγίου Εισαγωγών Εξαγωγών στην Ελλάδα 2004-2012					
Έτος	2004	2005	2006	2007	2008
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (σε εκατ. €)	21.300	21.500	21.300	21.900	23.100
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (σε εκατ. €)	-26.600	-27.800	-30.900	-33.000	-34.600
Ισοζύγιο Εμπορικών Συναλλαγών αγαθών και υπηρεσιών (σε εκατ. €)	-5.300	-6.300	-9.600	-11.100	-11.500

Έτος	2009	2010	2011	2012
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (σε εκατ. €)	18.300	20.500	23.400	25.400
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (σε εκατ. €)	-26.200	-27.300	-29.500	-27.900
Ισοζύγιο Εμπορικών Συναλλαγών αγαθών και υπηρεσιών (σε εκατ. €)	-7.900	-6.800	-6.100	-2.500

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT



**Διάγραμμα 5.7**

**Εξέλιξη Ισοζυγίου Εισαγωγών Εξαγωγών στην Ελλάδα κατά τα έτη 2004-2012**

### 5.3 Ανάλυση τραπεζικών μετοχών μέσω δεικτών θεμελιώδους ανάλυσης

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα πέντε βασικών αριθμοδεικτών που χρησιμοποιούνται για τη θεμελιώδη ανάλυση μετοχών για οκτώ επιλεγμένες Ελληνικές τράπεζες, εκ των οποίων όλες οι παραμένουσες συστημικές μετά τις εξελίξεις στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, για τα έτη 2004 έως και 2012. Η περίοδος ανάλυσης διαχωρίζεται στις υποπεριόδους 2004-2008 και 2009-2012, καθώς όπως παρατηρείται τα αποτελέσματα των δεικτών στη δεύτερη περίοδο είναι φανερά επηρεασμένα από την χρηματοοικονομική κρίση και την εξέλιξη του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στην Ελλάδα.

Οι δείκτες που χρησιμοποιούνται έχουν παρουσιαστεί στο προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας. Η ανάλυση πραγματοποιείται ανά δείκτη για το σύνολο των τραπεζών. Για τον υπολογισμό τους έχουν χρησιμοποιηθεί τα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών για τις χρήσεις 2004 έως και 2012, όπως αυτές έχουν δημοσιευθεί στους ισολογισμούς τους και αναφερθεί στα ετήσια δελτία προς ενημέρωση των επενδυτών.

*Δείκτης Τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)*

**Πίνακας 5.7**

**Εξέλιξη Δείκτη P/E κατά τα έτη 2004-2012**

	ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007	2008	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2008
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		20,25	17,31	18,18	14,55	4,51	14,96
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ		17,82	17,01	17,49	20,05	8,13	16,10
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		19,78	10,86	13,93	12,48	6,60	12,73
ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΕΡΓΑΣΙΑΣ		21,24	17,40	22,61	14,74	4,65	16,13
ΕΜΡΟΡΙΚΙ BANK		-16,91	34,29	-14,23	60,36	-1,69	18,93
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		63,71	-46,67	466,00	21,16	32,67	145,88
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		-4,20	-34,41	-6,52	-9,45	-2,94	0,00
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ				14,69	31,87	224,00	135,28

	ΕΤΟΣ	2009	2010	2011	2012	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2009-2012	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2012
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		12,23	13,26	-0,12	-3,07	6,37	10,67
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ		10,00	23,75	-0,07	-0,71	8,44	12,27
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		14,45	-96,50	-0,04	-6,58	3,61	8,17
ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΕΡΓΑΣΙΑΣ		19,22	-25,00	-0,31	-0,28	4,80	10,47
ΕΜΡΟΡΙΚΙ BANK		-1,86	-0,83	-0,51	0,00	0,00	9,47
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		348,00	-15,67	-0,20	-0,73	87,00	116,44
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		-1,90	-0,22	-0,07	-1,05	0,00	0,00
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ		88,40	-16,28	-0,20		29,47	82,37

Για το δείκτη P/E αναφέρθηκε, ότι οι γενικά χαμηλές τιμές του P/E δηλώνουν ότι μία μετοχή έχει καλές προοπτικές, ή πιστεύεται ότι η τιμή της πρόκειται να αυξηθεί, καθώς ουσιαστικά η τρέχουσα χρηματιστηριακή της τιμή θεωρείται χαμηλή για τα κέρδη που παρουσιάζει η Τράπεζα. Επίσης πρέπει να αναφερθεί ότι κατά τις χρήσεις τις οποίες υπήρχαν ζημιές και τα κέρδη ανά μετοχή ήταν αρνητικά, ο δείκτης έχει θεωρηθεί και χρησιμοποιηθεί με τιμή μηδέν.

Για την Γενική Τράπεζα ο δείκτης δεν παρουσιάζει καμία πληροφορία καθώς σε όλες τις χρήσεις παρουσίαζε ζημιές. Ούτως ή άλλως, δεν απαιτείται ανάλυση καθώς πλέον βασικός μέτοχος μετά την εξαγορά της είναι η Τράπεζα Πειραιώς με ποσοστό 99,08% με τα τεμάχια που διαπραγματεύονται ακόμη να αγγίζουν μηδενικά ποσοστά.

Επίσης, η Τράπεζα Αττικής και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο παρουσιάζουν σε δύο χρήσεις υπερβολικά υψηλές τιμές ως αποτέλεσμα των χαμηλών κερδών ανά μετοχή με παράλληλα υψηλή τρέχουσα τιμή, καθιστώντας έτσι το δείκτη απαγορευτικό για συνολικές εκτιμήσεις. Βέβαια, σε συνάρτηση με το ότι μετά την τελευταία πολύ υψηλή τιμή του δείκτη, 348,00 και 88,40 αντίστοιχα το 2009, και οι δύο τράπεζες έκλεισαν με σχετικά μεγάλες ζημιές για την κατηγορία τους, μπορεί να θεωρηθεί ότι οι υπερβολικά μεγάλες τιμές του αποτελούν σημάδι για την αποφυγή επένδυσης. Σημειώνεται ότι το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο στο τέλος του 2012 διαχωρίστηκε σε «καλή» και «κακή» τράπεζα, με την «καλή» να απολαμβάνει στήριξη από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και την «κακή» να τίθεται σε καθεστώς εκκαθάρισης.

Η Εμπορική Τράπεζα το διάστημα 2004-2008 παρουσίαζε μια περίεργη διακύμανση ανά χρήση, καθώς την περίοδο αυτή εντάθηκαν οι προσπάθειες για την εξυγίανση της, με βασική της μέτοχο πλέον την Γαλλική Τράπεζα Credit Agricole, όταν και εμφάνιζε ζημιές και κέρδη εναλλάξ ανά έτος. Μετά τη μέγιστη και ιδιαίτερα υψηλή τιμή του δείκτη το 2007 η τράπεζα παρουσίαζε ζημιές, με αποτέλεσμα την εξαγορά της το 2012 από την Alpha Bank. Άλλο ένα ίσως σημάδι με το οποίο οι πολύ υψηλές τιμές του δείκτη να αποτελούν ένδειξη για μη επένδυση και τουλάχιστον ότι η τιμή της μετοχής θα ισορροπήσει βραχυπρόθεσμα χαμηλότερα.

Για τις συστημικές τράπεζες (Εθνική, Alpha, Eurobank, Πειραιώς) μπορεί εύκολα να παρατηρηθεί ότι η Τράπεζα Πειραιώς παρουσιάζει τον ελκυστικότερο μέσο όρο τόσο την τελευταία περίοδο 3,61 όσο και για τη συνολική περίοδο 8,17, όταν παράλληλα ο δείκτης των τραπεζών κινούνταν περίπου στο 6 και για τη συνολική περίοδο στο 11. Επίσης, η

μετοχή της Εθνικής Τράπεζας δείχνει ελκυστική καθώς ο δείκτης της κινείται κάτω του μέσου όρου σε όλη τη διάρκεια της ανάλυσης. Βέβαια, αν και οι τιμές του δείκτη για τις μετοχές της Alpha Bank και της Eurobank Ergasias κινούνται πάνω από το μέσο όρο του, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι ξεφεύγουν πολύ υψηλά σε σχέση με αυτόν, επομένως δεν είναι ασφαλές το συμπέρασμα με χρήση μόνο αυτού του δείκτη. Σημειώνεται επίσης ότι ο δείκτης P/E για την Alpha Bank παρουσίασε σχετικά υψηλή τιμή για τη χρήση του 2010 καθώς η μετοχή της είχε ιδιαίτερα υψηλή τιμή για τα κέρδη της στο τέλος της χρήσης.

Επίσης, σημαντικό γεγονός τόσο για τη χρήση του συγκεκριμένου δείκτη, όσο και των δεικτών που θα ακολουθήσουν αποτελεί η εμφάνιση ζημιών για όλο το τραπεζικό σύστημα τα τελευταία έτη. Πάντως γίνεται φανερό ότι όταν η ανάλυση πραγματοποιείται για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα μπορεί να παρουσιάσει ασφαλέστερα αποτελέσματα.

#### **Δείκτης P/BV**

Με τη χρήση του δείκτη P/BV εστιάζουμε στις μετοχές με τις χαμηλότερες τιμές του αφού εμπειρικές μελέτες έχουν καταδείξει ότι οι μετοχές με υψηλές τιμές στο δείκτη αυτό συνήθως δεν αποφέρουν οφέλη στον επενδυτή σε μακροχρόνια βάση καθώς θεωρούνται υπερτιμημένες.

**Πίνακας 5.8 Εξέλιξη Δείκτη P/BV κατά τα έτη 2004-2012**

	ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007	2008	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2008
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		3,19	3,88	2,51	3,45	1,10	2,83
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ		3,04	3,92	3,65	5,13	1,39	3,43
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		2,85	2,25	3,87	2,94	0,73	2,53
EUROBANK ERGASIAS		4,09	3,41	4,79	2,91	0,82	3,21
ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK		4,18	2,44	3,87	2,00	3,65	3,23
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		1,96	3,02	2,50	1,37	1,23	2,02
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		2,07	2,77	3,90	1,92	0,49	2,23
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ				2,31	1,88	1,20	1,80

	ΕΤΟΣ	2009	2010	2011	2012	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2009-2012	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2012
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1,30	0,60	-2,12	-2,92	0,95	1,89
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ		0,49	0,39	0,15	1,25	0,57	2,00
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		0,88	0,80	-0,10	-1,38	0,84	1,68
EUROBANK ERGASIAS		0,99	0,33	0,29	-0,54	0,54	1,87
ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK		1,16	0,85	0,98	0,00	1,00	2,11
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		0,41	0,96	0,43	3,09	0,97	1,49
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1,03	1,70	0,23	2,56	1,38	1,80
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ		1,03	2,66	0,25		1,31	1,56

Είναι ολοφάνερη η διαφορά του δείκτη για το σύνολο των τραπεζών μεταξύ των διαφορετικών περιόδων που εξετάστηκε. Την πρώτη περίοδο 2004-2008 ο μέσος όρος του δείκτη κινήθηκε άνω του 2, αφού τα έτη 2004-2007 οι τιμές του κυμαίνονταν πολύ υψηλά, με μία διορθωτική τάση κατά το έτος 2008. Επίσης τη δεύτερη περίοδο στην οποία εξελίσσεται η κρίση στην Ελληνική αγορά οι τιμές του δείκτη κινούνται πλέον σε χαμηλά επίπεδα.

Μελετώντας την περίοδο 2004-2008, μπορεί να θεωρηθεί ότι χρησιμοποιώντας το κριτήριο που αναφέρει ότι δεν πρέπει να γίνονται επενδύσεις σε μετοχές των οποίων ο P/BV είναι μεγαλύτερος του 2, δηλαδή κοστίζουν διπλάσια από τη λογιστική τους αξία, το σύνολο των μετοχών θα έπρεπε να είχε απορριφθεί, με εξαίρεση ίσως το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο. Αν παρατηρηθεί όμως ότι στο μέσο όρο του δείκτη του δε συμπεριλαμβάνονται οι χρήσεις στις οποίες το σύνολο των υπολοίπων τραπεζών παρουσίαζε πολύ υψηλές τιμές, τότε για τα έτη που παρατηρήθηκε θα έπρεπε να απορριφθεί και αυτή η μετοχή ή η επένδυση σε αυτήν θα έπρεπε να συνδυαστεί και με μελέτη άλλων μεγεθών. Βέβαια, κατά το έτος 2008 οι συστημικές τράπεζες παρουσιάζουν πιο λογικές τιμές, σε κάποιες περιπτώσεις και κάτω της λογιστικής αξίας των μετοχών τους (Πειραιώς, Eurobank) κατά συνέπεια να μπορούσε να



μελετηθεί η επένδυση σε αυτές, σε συνάρτηση βέβαια με το υπόλοιπο μακροοικονομικό περιβάλλον που είχε αρχίσει να διαμορφώνεται.

Στην δεύτερη περίοδο που μελετάται, ο μέσος όρος του δείκτη για τις συστημικές τράπεζες δείχνει να κυμαίνεται σε τιμές τέτοιες που να συμπεραίνεται ότι οι τρέχουσες τιμές του είναι χαμηλότερες της λογιστικής τους αξίας, δηλαδή θεωρούνται υποτιμημένες. Ιδιαίτερα οι μετοχές της Alpha Bank και της Eurobank βρίσκονται σχεδόν στο 50% της λογιστικής τους αξίας τους, κάτι το οποίο θα τις έκανε ιδιαίτερα ελκυστικές προς επένδυση. Βέβαια όλες οι συστημικές τράπεζες, πλην της Alpha Bank, την περίοδο 2011-2012 είχαν χρήσεις στις οποίες εμφάνισαν αρνητική καθαρή θέση, ως συνέπεια του «κουρέματος» των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, που διέθεταν στο ενεργητικό τους, με αποτέλεσμα τυχόν επένδυση σε αυτές θα έπρεπε να γίνει με μεγάλη επιφύλαξη.

Παράλληλα, μπορεί να παρατηρηθεί ότι οι τράπεζες Εμπορική, Γενική και Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο είχαν τρέχουσα αξία ίση ή υψηλότερη της λογιστικής τους. Αν το γεγονός αυτό συνυπολογισθεί με τα ανωτέρω αναφερόμενα για τις συστημικές τράπεζες, θα κέντριζε το ενδιαφέρον των επενδυτών και θα έπρεπε να αποτελέσει παράμετρο για την αποφυγή επένδυσης σε αυτές τις μετοχές. Σε κάθε περίπτωση όμως, είναι και πάλι φανερό ότι η ανάλυση σε μακροχρόνια βάση παραμένει πολύ σημαντική παράμετρος για την επιλογή μετοχών.

#### ***Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)***

Ο δείκτης αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) αποτελεί έναν ιδιαίτερα σημαντικό δείκτη και παρακολουθείται με ενδιαφέρον από τους επενδυτές καθώς απεικονίζει τα οφέλη των μετόχων από τη διαχείριση των κεφαλαίων μιας εταιρείας, όπως είναι μια τράπεζα στην περίπτωση αυτή. Όπως περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο είναι σημαντικό ο δείκτης ROE να εμφανίζει υψηλές τιμές. Επίσης πρέπει να αναφερθεί ότι κατά τις χρήσεις τις οποίες οι τράπεζες παρουσίαζαν ζημιές και τα ίδια κεφάλαια ήταν αρνητικά, ο δείκτης έχει θεωρηθεί και χρησιμοποιηθεί με τιμή μηδέν.

**Πίνακας 5.9**  
**Εξέλιξη Δείκτη ROE κατά τα έτη 2004-2012**

	ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007	2008	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2008
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		15,32%	23,28%	15,01%	25,12%	25,89%	20,92%
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ		20,55%	22,57%	20,15%	25,22%	16,95%	21,09%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		14,11%	19,14%	26,89%	20,18%	10,96%	18,26%
EUROBANK ERGASIAS		18,98%	19,86%	22,62%	19,17%	18,18%	19,76%
ΕΜΡΟΡΙΚΙ BANK		0,00%	6,87%	0,00%	8,33%	0,00%	3,04%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		3,17%	0,00%	0,57%	6,56%	3,89%	2,84%
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ				15,79%	5,82%	0,54%	4,43%

	ΕΤΟΣ	2009	2010	2011	2012	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2009-2012	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2012
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		10,91%	4,20%	0,00%	0,00%	3,78%	12,35%
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ		6,51%	1,64%	0,00%	0,00%	2,04%	11,56%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		6,52%	0,00%	0,00%	0,00%	1,63%	9,94%
EUROBANK ERGASIAS		7,10%	1,12%	0,00%	0,00%	2,05%	10,91%
ΕΜΡΟΡΙΚΙ BANK		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,52%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		0,97%	0,00%	0,00%	0,00%	0,24%	1,54%
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

TACHYΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	0,00%	0,00%	0,00%		0,00%	2,22%
--------------------------	-------	-------	-------	--	-------	-------

Σύμφωνα με τον Πίνακα 5.9 είναι ευδιάκριτο ότι ο δείκτης ROE, ιδίως για την περίοδο 2009-2012, δεν μπορεί να προσφέρει παρά ελάχιστη πληροφόρηση για τους επενδυτές, καθώς όλες οι τράπεζες παρουσίασαν ζημιές κατά τις χρήσεις αυτές και κάποιες από αυτές αρνητικά ίδια κεφάλαια, κάτι το οποίο είναι δεν επιτρέπεται να συμβαίνει υπό φυσιολογικές συνθήκες αγοράς και μόνο στην περίπτωση έκτακτου γεγονότος στις λογιστικές καταστάσεις μιας εταιρείας. Ακόμη και εάν παρατηρηθεί μακροπρόθεσμα, φρόνιμο θα είναι να χρησιμοποιηθεί μόνο ως ένδειξη για τη διαχείριση της αποδοτικότητας των κεφαλαίων υπό συνθήκες που δεν περιλαμβάνουν διαταραχές της αγοράς.

Κατά αυτόν τον τρόπο, μπορεί να αναφερθεί ότι η επένδυση στις μετοχές των συστημικών τραπεζών κατά την περίοδο 2004-2008 αποτελούσαν ελκυστικές περιπτώσεις επένδυσης καθώς ο ROE δείκτης τους κυμαίνονταν σε πολύ υψηλά επίπεδα, κάτι που θα ικανοποιούσε ευχαρίστως τους μετόχους τους. Ο μέσος όρος του ROE κυμάνθηκε από 18% έως 21%, ποσοστά ιδιαίτερα ικανοποιητικά αν συνυπολογισθεί ότι αυτό διήρκησε για αρκετά χρόνια, με καλύτερα αυτά της Εθνικής Τράπεζας και της Alpha Bank. Αξίζει βέβαια να σημειωθεί ότι η περίοδος αυτή αποτέλεσε ίσως και την ευνοϊκότερη για το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας. Την ίδια περίοδο οι υπόλοιπες τράπεζες κυμάνθηκαν σε χαμηλά ποσοστά του δείκτη κάτι που σίγουρα δεν τις έκανε ιδιαίτερα ελκυστικές για επένδυση.

Ακόμη και το έτος 2009 οι συστημικές διατηρούσαν σχετικά υψηλά ποσοστά στον ROE δείκτη, με τα υψηλότερα από αυτά να τα κατέχουν η Εθνική Τράπεζα και η Eurobank. Αντίθετα οι υπόλοιπες τράπεζες ήδη σημείωναν ζημιές, πλην της Τράπεζας Αττικής η οποία παρουσίασε οριακά κέρδη και δείκτη ROE 0.97%. Επιβάλλεται να σημειωθεί ότι, όπως αναφέρθηκε και στη ανάλυση του ROE δείκτη στο 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο, οι επενδυτές πρέπει να διαθέτουν υπομονή χρησιμοποιώντας το δείκτη αυτό, καθώς στις ζημιολύγες περιόδους απαιτείται να παρακολουθούν το δείκτη μακροπρόθεσμα, ώστε να γνωρίζουν σχετικώς, πόσο ικανοποιητικά διαχειρίσιμα δύναται να είναι τα κεφάλαια της τράπεζας σε περιόδους ανάπτυξης.

### **Μερισματική Απόδοση**

Στην ενότητα αυτήν θα παρουσιασθεί ο δείκτης μερισματικής απόδοσης των μετοχών των τραπεζών που αναλύονται για την περίοδο 2004-2008 καθώς αποτελεί τη μοναδική περίοδο των τελευταίων δέκα χρόνων, κατά την οποία οι τράπεζες διένειμαν μέρισμα στους μετόχους τους. Για οποιαδήποτε τράπεζα και χρήση δεν έχει διανεμηθεί μέρισμα ο δείκτης έχει την τιμή μηδέν.

**Πίνακας 5.10**  
**Εξέλιξη Μερισματικής Απόδοσης (%) κατά τα έτη 2004-2008**

	ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007	2008	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004- 2007
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		2,47	2,78	2,87	2,98	0,00	2,77
ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ		2,81	2,81	3,06	2,14	0,00	2,70
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		3,11	3,46	2,77	2,70	0,00	3,01
EUROBANK ERGASIAS		2,85	3,34	2,77	3,48	0,00	3,11
ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ				4,21	2,53	0,00	3,37

Καθώς από το έτος 2009 και μετέπειτα δεν διανεμήθηκε κανένα μέρισμα, αφού δεν το επέτρεπαν στις περισσότερες των περιπτώσεων οι συνθήκες αλλά και η επιβολή απαγόρευσης από την Τράπεζα της Ελλάδος για τις τράπεζες αυτές που συμμετείχαν στο πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης του 2008, ο δείκτης μπορεί να αποδώσει μία μικρή εικόνα για την μερισματική πολιτική των τραπεζών. Βέβαια, σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να προεξοφληθεί ότι θα ακολουθηθεί η ίδια πολιτική όταν καταφέρουν οι τράπεζες να διανείμουν ξανά μέρισμα στους μετόχους τους.

Και σε αυτόν το δείκτη για τα έτη 2004-2007 διακρίνεται η τάση της διανομής μερίσματος από τις συστημικές τράπεζες σε ένα ποσοστό της τάξης του 2,7% έως 3,1% στην χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, ως μέρισμα στους μετόχους τους, με υψηλότερους μέσους όρους ποσοστών μερισματικής απόδοσης αυτούς της Eurobank (3,11%) και της Τράπεζας Πειραιώς (3,01%). Αν αναλογιστεί κανείς ότι το ποσοστό αυτό έρχεται ως ένα επιπλέον όφελος από την επένδυση, σίγουρα δεν θεωρείται αμελητέο. Επίσης αξίζει να σημειωθεί ότι το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο παρουσίασε υψηλή μερισματική απόδοση για τα έτη 2006 και 2007 με ποσοστά 4,21% και 2,53% αντίστοιχα, κάτι το οποίο δεν εξακολούθησε να συμβαίνει.

Σε κάθε περίπτωση οι μερισματικές αποδόσεις αυτές αναφέρονται σε μακρινές από το παρόντα χρόνο περιόδους. Πρέπει να επαναληφθεί ότι μόνο θεωρητικά μπορούν να κατευθύνουν τους επενδυτές για τη δυνητική μερισματική πολιτική μιας τράπεζας στο μέλλον.

#### **Δείκτης Κέρδη Ανά Μετοχή**

Στην ενότητα αυτήν θα παρουσιασθεί ο δείκτης κερδών ανά μετοχή όπως αυτά παρουσιάστηκαν στις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών για τα έτη 2004-2012. Επιβάλλεται να σημειωθεί ότι ο δείκτης επηρεάζεται ευδιακρίτως από τις ζημιές που κατέγραψαν οι τράπεζες τα τελευταία χρόνια, όπου και λαμβάνει αρνητικές τιμές.

**Πίνακας 5.11**  
**Εξέλιξη Κερδών ανά Μετοχή κατά τα έτη 2004-2012**

	ΕΤΟΣ	2004	2005	2006	2007	2008	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2008
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1,20	2,08	1,92	3,23	2,93	2,27
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ		1,44	1,76	1,40	2,10	1,26	1,59
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		0,65	1,33	1,66	2,14	0,97	1,35
EUROBANK ERGASIAS		1,19	1,55	1,47	1,60	1,20	1,40
ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK		-1,28	0,80	-1,71	0,22	-3,71	-1,14

ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		0,07	-0,12	0,01	0,19	0,09	0,05
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		-2,12	-0,29	-1,35	-0,55	-0,34	-0,93
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ				0,97	0,31	0,02	1,53
	<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2009-2012</b>	<b>ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004-2012</b>
<b>ΤΡΑΠΕΖΑ</b>							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1,48	0,46	-12,93	-2,12	-3,28	-0,50
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ		0,64	0,02	-7,27	-2,03	-2,16	-0,28
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		0,56	-0,02	-5,78	-0,45	-1,42	-0,04
EUROBANK ERGASIAS		0,41	-0,15	-10,13	-2,30	-3,04	-0,82
ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK		-2,46	-1,88	-3,43	-0,80	-2,14	-1,64
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ		0,005	-0,06	-1,05	-0,77	-0,47	-0,21
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		-0,41	-9,43	-3,50	-6,08	-4,86	-2,89
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ		0,05	-0,18	-1,98		-0,70	0,41

Για την περίοδο 2004 έως και 2008 παρατηρείται ότι όλες οι τράπεζες είχαν θετικό μέσο όρο κερδών ανά μετοχή με υψηλότερο αυτόν της Εθνικής Τράπεζας και κατόπιν της Alpha Bank πλην της Εμπορικής Τράπεζας που εμφάνισε ζημιές σε τρεις χρήσεις και της Γενικής Τράπεζας που ήταν ζημιογόνες όλες οι χρήσεις της. Η υψηλή τιμή στο δείκτη θα μπορούσε να αποτελεί κίνητρο για τους επενδυτές να καταθέσουν κεφάλαια σε αυτές τις μετοχές.

Βέβαια παρατηρείται ότι την περίοδο 2009 έως 2012 όλες οι τράπεζες είχαν αρνητικό μέσο όρο των τιμών του δείκτη καθώς παρουσίασαν ζημιές και μάλιστα σε κάποιες περιπτώσεις πολύ υψηλές. Αυτή η περίοδος είχε ως αποτέλεσμα να υπολογισθεί ότι η τιμή του μέσου όρου του δείκτη αρνητική για όλη την περίοδο της ανάλυσης από το 2004 έως και το 2012, κάτι που σημαίνει ότι αν κάποιος είχε επενδύσει στις μετοχές αυτές πριν το 2004, αυτή τη στιγμή θα είχε ζημιές στο χαρτοφυλάκιο του, όποια μετοχή τράπεζας κι αν είχε

επιλέξει. Βέβαια μπορεί να παρατηρηθεί ότι ο δείκτης για την Τράπεζα Πειραιώς και την Alpha Bank παρουσιάζει διαχρονικά σχετικά μικρές ζημιές ανά μετοχή, λόγω των υψηλών κερδών που είχαν επιτευχθεί στο παρελθόν, όπως συμβαίνει και με την Τράπεζα Αττικής καθώς είχε περιορίσει τόσο τα κέρδη όσο και τις ζημιές την περίοδο αυτή.

#### 5.4 Παρουσίαση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την υλοποίηση της ανάλυσης παλινδρόμησης είναι μορφής χρονοσειρών. Οι σειρές που μελετούνται είναι οι μηνιαίες αποδόσεις των 9 τραπεζικών μετοχών που έχουν επιλεγεί, του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑ) αρχικά και κατόπιν με το Δείκτη Τραπεζών, για τη χρονική περίοδο από 01 Ιανουαρίου του 2004 έως και την 31 Δεκεμβρίου του 2012. Ανάμεσα στις μετοχές του δείγματος υφίστανται και ορισμένες για τις οποίες, είτε η διαπραγμάτευσή τους στο ΧΑ ξεκίνησε μετά την 01/01/2004, είτε έπαψαν να διαπραγματεύονται πριν την 31/12/2012 για διάφορους λόγους. Για αυτές τις περιπτώσεις λήφθηκαν όλες οι υπάρχουσες μηνιαίες αποδόσεις στο ανωτέρω χρονικό διάστημα.

##### *Παρουσίαση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης*

Το σύνολο της ανάλυσης παλινδρόμησης περιλαμβάνεται στα **παραρτήματα 1 έως 18** της παρούσας εργασίας, όπου πλην των αποτελεσμάτων έχει σχεδιασθεί και η ευθεία ελαχίστων τετραγώνων για κάθε μια μετοχή χωριστά.

Στον πίνακα 5.12 παρουσιάζονται οι τιμές του συντελεστή beta, οι τιμές του στατιστικού t και του συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  μετά την ανάλυση παλινδρόμησης των αποδόσεων των μετοχών σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του ΧΑ, ενώ στον πίνακα 5.13 σε σχέση με το δείκτη Τραπεζών, για την περίοδο 01/01/2004 έως και 31/12/2012, για τους οποίους θα ακολουθήσει η απαραίτητη διερεύνηση.

**Πίνακας 5.12**

**Beta, t-statistic, R squared Τράπεζα/Γενικό Δείκτη για τα έτη 2004-2012**

ΤΡΑΠΕΖΑ	BETA	t -statistic	R squared
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,443674070	13,915810000	0,748417672
EUROBANK ERGASIAS	1,797505269	10,404300000	0,707621270
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ	1,723862131	8,792518000	0,724052786
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,679956363	7,993034000	0,778288359

ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK	0,786043293	6,090465000	0,703813762
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	1,163665407	6,392777000	0,580169106
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,364830715	9,645506000	0,579477457
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	1,375419069	5,397765000	0,485265773
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,025019443	6,629831000	0,307472732

**Πίνακας 5.13**

**Beta, t-statistic, R squared Τράπεζα/Δείκτη Τραπεζών για τα έτη 2004-2012**

ΤΡΑΠΕΖΑ	BETA	t -statistic	R squared
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,444392110	14,085980000	0,753939149
EUROBANK ERGASIAS	1,795106234	10,455460000	0,710070691
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,717436456	8,792639000	0,724059512
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,673728961	7,993401000	0,778310007
ΕΜΠΟΡΙΚΗ BANK	0,788144396	6,121799000	0,705988853
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	1,162341538	6,415969000	0,581632069
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,356651908	9,630431000	0,578696767
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	1,385329852	5,504041000	0,493282570
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,019735218	6,624685000	0,307142165

#### *Ανάλυση του συντελεστή beta*

Η εκτίμηση του συντελεστή beta αποτελεί τον πιο απλό τρόπο προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς, μέσα στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Το beta της αγοράς για κάθε μετοχή εκτιμάται μέσω παλινδρομήσεων σε επίπεδο χρονολογικών σειρών. Σε κάθε παλινδρόμηση εξαρτημένη μεταβλητή είναι η απόδοση της κάθε μετοχής και ανεξάρτητη μεταβλητή η απόδοση της αγοράς

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 5.12, οι περισσότερες μετοχές εμφανίζουν συντελεστή beta μεγαλύτερο από την μονάδα για όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Σημειώνεται ότι όταν ο συντελεστής βήτα μιας μετοχής είναι μεγαλύτερος της μονάδας οι μετοχές χαρακτηρίζονται επιθετικές και έχουν συνήθως μεγαλύτερη συγκριτικά εμπορευσιμότητα Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι εν λόγω μετοχές να λογίζονται ως μετοχές υψηλού κινδύνου αφού εμπεριέχουν κίνδυνο μεγαλύτερο από το Γενικό Δείκτη. Στην περίπτωση αυτή, είναι σαφές ότι σε περιόδους ανόδου του Γενικού Δείκτη, είναι προτιμότερη η επένδυση σε επιθετικές μετοχές.



Οι μετοχές με beta μικρότερο της μονάδας αποτελούν μετοχές με χαμηλή επενδυτική επικινδυνότητα και καλούνται αμυντικές μετοχές, αφού οι μεταβολές αυτών των μετοχών είναι μικρότερες από αυτές του Γενικού Δείκτη. Δηλαδή εμπεριέχουν κίνδυνο ο οποίος προέρχεται από τις διακυμάνσεις της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς και δεν εξουδετερώνεται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Σε περιόδους όπου το επενδυτικό κλίμα διακρίνεται από απαισιοδοξία και αναμένεται η κάμψη της αγοράς, η επένδυση σε αμυντικές μετοχές προτιμάται από την επένδυση σε μετοχές με υψηλό συντελεστή beta.

Θεωρείται λογικό η πλειοψηφία των τραπεζικών μετοχών να αποτελούν επιθετικές επενδυτικές κινήσεις, καθώς οι μεγάλες μεταβολές του Γενικού Δείκτη εξαρτώνται κατά μεγάλο βαθμό από τις διακυμάνσεις αυτών των μετοχών και η αισιοδοξία ή η αναταραχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος επηρεάζει σε υψηλό βαθμό τη χρηματιστηριακή αγορά. Οι συστημικές τράπεζες διαθέτουν beta από 1,45 έως 1,80 με μεγαλύτερο αυτό της Eurobank 1,80 και χαμηλότερο η μετοχή της Εθνικής με 1,44. Από τις υπόλοιπες τραπεζικές μετοχές μεγαλύτερο beta αντιστοιχεί σε αυτήν του Ταχυδρομικού Ταμειυτηρίου με 1,38 και ακολουθεί η μετοχή της Γενικής Τράπεζας με 1,36. Η επένδυση σε αυτές τις μετοχές θεωρείται ότι εμπεριέχει υψηλότερο ρίσκο, θα επιφέρει βέβαια μεγαλύτερες αποδόσεις και σημαντικά κέρδη σε περίπτωση ανόδου των τιμών αλλά αντίθετα θα υποστεί μεγαλύτερες απώλειες όταν η αγορά ακολουθήσει πτωτική πορεία.

Η μετοχή της Εμπορικής τράπεζας διαθέτει τιμές beta 0,79, δηλαδή μικρότερη της μονάδας. Η επένδυση σε αυτή τη μετοχή θεωρείται ότι εμπεριέχει χαμηλότερο κίνδυνο και οι αποδόσεις της θα μεταβάλλονταν ηπιότερα σε σχέση με τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Βέβαια πλέον οι μετοχές της δεν διαπραγματεύονται στο ΧΑ και οι ανωτέρω παρατηρήσεις δεν έχουν ιδιαίτερη σημασία. Η μετοχή της Αγροτικής Τράπεζας και της Τράπεζας Αττικής έχουν συντελεστή beta σχεδόν ίσο με τη μονάδα και μπορούν να θεωρηθούν ουδέτερες μετοχές, δηλαδή οι αποδόσεις τους θα ακολουθούν σχετικά τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη. Τέτοιου είδους επενδύσεις με συντελεστή beta μονάδα θεωρούνται από πολλούς ελκυστικές καθώς δεν περιβάλλονται ούτε από υπερβολικές αλλά ούτε και από χαλαρές αποδόσεις.

Τα ίδια αποτελέσματα λαμβάνονται και από την ανάλυση παλινδρόμησης των αποδόσεων των μετοχών με το Δείκτη Τραπεζών, σύμφωνα με τον πίνακα 5.13. Αυτό μπορεί να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι η εξάρτηση του Γενικού Δείκτη με το Δείκτη Τραπεζών

είναι πολύ μεγάλη. Για τη διαπίστωση αυτή εκτελέστηκε παλινδρόμηση για τις αποδόσεις τους (Παράρτημα 19) στο ίδιο διάστημα, 31/12/2004 έως 31/12/2012 και διαπιστώθηκε ότι ο συντελεστής beta είχε την τιμή 1,00277531.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### *Ανάλυση του t στατιστικού*

Η χρήση του t-statistic που αναφέρεται στον πίνακα 5.12 και θα χρησιμοποιηθεί για να πραγματοποιηθεί έλεγχος υποθέσεων για το beta, εάν οι αποδόσεις των μετοχών ερμηνεύονται από τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του t-statistic (και πάντα μεγαλύτερη του 2) τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη έχουμε στην αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή beta. Εάν όμως η τιμή του t-statistic ενός συντελεστή beta είναι σε απόλυτες τιμές μικρότερη του 2, τότε δεχόμαστε ότι η τιμή αυτή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

Αν εξεταστούν οι t-στατιστικές των τραπεζικών μετοχών, παρατηρείται ότι οι όλες οι τιμές τους είναι μεγαλύτερες του δύο η οποία αποτελεί την κριτική τιμή του ελέγχου. Η μηδέν υπόθεση απορρίπτεται, που σημαίνει ότι υπάρχει σχέση ανάμεσα στην εξαρτημένη και ερμηνευτική μεταβλητή. Επομένως αποδεικνύεται ότι υπάρχει στατιστική σημαντικότητα μεταξύ των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών και της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

### *Ανάλυση του συντελεστή προσδιορισμού $R^2$*

Ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  είναι ένα στατιστικό μέτρο το οποίο λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδενός και της μονάδας όπως αναφέρθηκε στο 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο. Ο συντελεστής αυτός μετράει το ποσοστό των μεταβολών της απόδοσης των μετοχών, το οποίο ερμηνεύεται από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Δηλαδή αποτελεί ένα μέτρο για να εκτιμηθεί πόσο «καλό» είναι το δείγμα που λήφθηκε προς εκτίμηση. Όσο χαμηλότερος είναι ο συντελεστής προσδιορισμού, τόσο μεγαλύτερος είναι ο ειδικός κίνδυνος της μετοχής.

Για τα δεδομένα του δείγματος που λήφθηκαν, οι αποτιμήσεις των μετοχών της Εθνικής Τράπεζας, της Eurobank Ergasias, της Alpha Bank, της Τράπεζας Πειραιώς και της Εμπορικής Τράπεζας παρουσιάζουν συντελεστή προσδιορισμού πλησιέστερα στη μονάδα, με την Τράπεζα Πειραιώς να αγγίζει το 78% και την Εθνική Τράπεζα το 75%, το οποίο αποτιμάται ως μία σχετικά καλή προσαρμογή του υποδείγματος στα στοιχεία, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των μετοχών αυτών να ερμηνεύονται ικανοποιητικά με βάση την απόδοση του Γενικού Δείκτη.

Οι υπόλοιπες μετοχές εμφανίζουν μικρότερο συντελεστή προσδιορισμού, γεγονός που υποδηλώνει την χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα του κάθε εκτιμούμενου υποδείγματος, με το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο στο 48% και την Αγροτική Τράπεζα στο 31%. Δηλαδή για τις μετοχές αυτές ερμηνεύεται το 48% και 31% των αποδόσεων με βάση την απόδοση του Γενικού Δείκτη ενώ οι υπόλοιπες 52% και 69% αντίστοιχα μένουν ανερμήνευτες και οφείλονται σε άλλους ή τυχαίους παράγοντες.

## 5.5 Σύνοψη – Συμπεράσματα

Οι τοποθετήσεις κεφαλαίων σε μετοχές είναι βέβαιο ότι παρέχουν ένα σύνολο πλεονεκτημάτων στους επενδυτές μεταξύ των οποίων ανήκουν η επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου, τα εργαλεία ανάλυσης των μετοχών και ελαχιστοποίησης του κινδύνου, η άμεση ρευστοποίηση του είδους των χρεογράφων και η μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη. Για την εκμετάλλευση των πλεονεκτημάτων αυτών επιβάλλεται παράλληλα να παρακολουθούνται προσεκτικά τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας στα οποία ανήκει η χρηματιστηριακή αγορά στην οποία υπάρχει η πρόθεση για επενδύσεις σε μετοχές.

Στην παρούσα εργασία πραγματοποιείται, για όλα τα έτη της περιόδου 01/01/2004 έως και 31/12/2012, η μελέτη των μακροοικονομικών μεγεθών της Ελληνικής οικονομίας, η θεμελιώδης ανάλυση ενός δείγματος τραπεζικών μετοχών που διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και ακολούθησε η αξιολόγηση των αποδόσεων τους. Αρχικά περιγράφηκαν οι αγορές που λειτουργούν στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, με αναλυτικότερη έκθεση της χρηματιστηριακής αγοράς, καθώς και οι φορείς που την περιβάλλουν και την εποπτεύουν. Μετέπειτα πραγματοποιήθηκε η περιγραφή του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και των υποστηρικτικών και εποπτικών αρχών του. Ακολούθησε η περιγραφή των χαρακτηριστικών και των μεθόδων που διέπουν την αποτίμηση των μετοχών, αναφέρθηκαν οι μηχανισμοί και τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των αποδόσεων τους και τέλος παρουσιάστηκαν τα κυριότερα εμπειρικά αποτελέσματα.

Η εξέλιξη των τραπεζικών μετοχών που επιλέχθηκαν παρουσίασε δύο πρόσωπα, καθώς η Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά πραγματοποίησε μια ιδιαίτερα ικανοποιητική

πορεία από το 2004 έως το 2008, ενώ τα επόμενα χρόνια μέχρι το 2012 παρουσίασε μία βίαιη κάμψη ως αποτέλεσμα αρχικά της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης και κατόπιν της βαθιάς ύφεσης που περιήλθε η οικονομία της Ελλάδας, με τα αποτελέσματα της ανάλυσης των τραπεζικών μετοχών να παρουσιάζουν απογοητευτική εικόνα. Για την αξιολόγηση των τραπεζικών μετοχών του δείγματος, χρησιμοποιήθηκαν σημαντικά οικονομικά τους στοιχεία, τα οποία υποστήριζαν την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων σχετικά με την εξέλιξη των αποδόσεων τους και των ωφελημάτων που παρήγαγαν ή θα παράξουν όταν αυτό καταστεί εφικτό και την επενδυτική τους επικινδυνότητα. Για το σκοπό αυτό πραγματοποιήθηκε οικονομετρική ανάλυση των αποδόσεων τους για να προσδιοριστεί με σχετική ακρίβεια η σχέση απόδοσης και κινδύνου της επένδυσης σε αυτές.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης μέσω των δεικτών της θεμελιώδους ανάλυσης κατέδειξε ότι την περίοδο έως και το 2008 οι αποδόσεις και οι προοπτικές των τραπεζικών μετοχών που εξετάστηκαν παρουσίασαν ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, τα οποία αντικατόπτριζαν την αισιόδοξη κατάσταση της αγοράς, ενώ σε σχέση με την επόμενη περίοδο έως και το 2012 παρατηρήθηκε μία έντονη μεταβολή στην εικόνα του καθώς καταγράφονταν συνεχώς αρνητικές αποδόσεις. Οι αρνητικές αποδόσεις οφείλονται κατά κύριο λόγο στην πτώση των τιμών στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά καθώς και στην μεταφορά του ενδιαφέροντος των επενδυτών προς άλλες τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους. Δηλαδή, ενώ παρατηρείται μια ιδιαίτερα ευνοϊκή πορεία των μετοχών έως και το 2008, αργότερα υφίσταται μια απότομη πτώση στην πορεία τους ως απόρροια της παγκόσμιας κρίσης, που αρχικά επηρέασε σημαντικά την Ελληνική οικονομία και παράλληλα με τα διαρθρωτικά της προβλήματα τη βύθισε σε βαθιά ύφεση, η οποία ακόμη και σήμερα αποτελεί το βασικό χαρακτηριστικό της.

Επίσης διερευνήθηκε κατά ποιο βαθμό ο συντελεστής beta της χρηματιστηριακής αγοράς επιδρά στη συστηματική διαμόρφωση των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών που αποτελούσαν το δείγμα που επιλέχθηκε. Την εξεταζόμενη περίοδο προέκυψε ότι η πλειοψηφία των τραπεζικών μετοχών του δείγματος εμφανίζουν συντελεστή beta μεγαλύτερο της μονάδας. Αυτό σημαίνει ότι οι επιθετικές αυτές μετοχές εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτόν του Γενικού Δείκτη και θεωρούνται περισσότερο ευαίσθητες στις απότομες μεταβολές της αγοράς, δηλαδή όσο εύκολα μπορούν να αποφέρουν κέρδη, το ίδιο εύκολα μπορούν να τα απολέσουν. Επιπλέον διαπιστώθηκε μια στατιστική

σημαντικότητα μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών αυτών και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη, καθώς οι t-στατιστικές των μετοχών αυτών αποδείχτηκαν στατιστικά σημαντικές.

Πραγματοποιήθηκε μια σημαντική προσπάθεια ανάλυσης και αξιολόγησης ενός δείγματος τραπεζικών μετοχών σύμφωνα με τις σύγχρονες αρχές της μακροοικονομικής, της θεμελιώδους και οικονομετρικής ανάλυσης. Επισημάνθηκε η σημαντικότητα της χρήσης εναλλακτικών μεθόδων ανάλυσης καθώς και η αναγκαιότητα επένδυσης σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Η πρακτική εφαρμογή αυτών των μηχανισμών παρέχει τη δυνατότητα στους επενδυτές και στους αναλυτές να αξιολογούν μια μετοχή αντικειμενικότερα προτού προβούν στην τελική επιλογή ενός χαρτοφυλακίου. Θεωρείται ότι κατά το χρόνο που θα τερματίσει η στρέβλωση της χρηματιστηριακής αγοράς και η Ελληνική οικονομία θα περάσει σε φάση ανάπτυξης τα εργαλεία αυτά της χρηματιστηριακής ανάλυσης και αποτίμησης θα αποδειχθούν και πάλι πολύ χρήσιμα στους επενδυτές.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΗΣ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004 - 2012

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,865111364
R Τετράγωνο	0,748417672
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,745069269
Μέγεθος δείγματος	107

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,687149272	1,687149	193,649823	1,40809E-25
Υπόλοιπο	105	0,914799047	0,008712		
Σύνολο	106	2,601948319			

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΗΣ	-0,000903625	0,099962	0,02056506
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	1,44367407	13,91581	1,4081E-25

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΗΣ - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012





## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ EUROBANK – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012

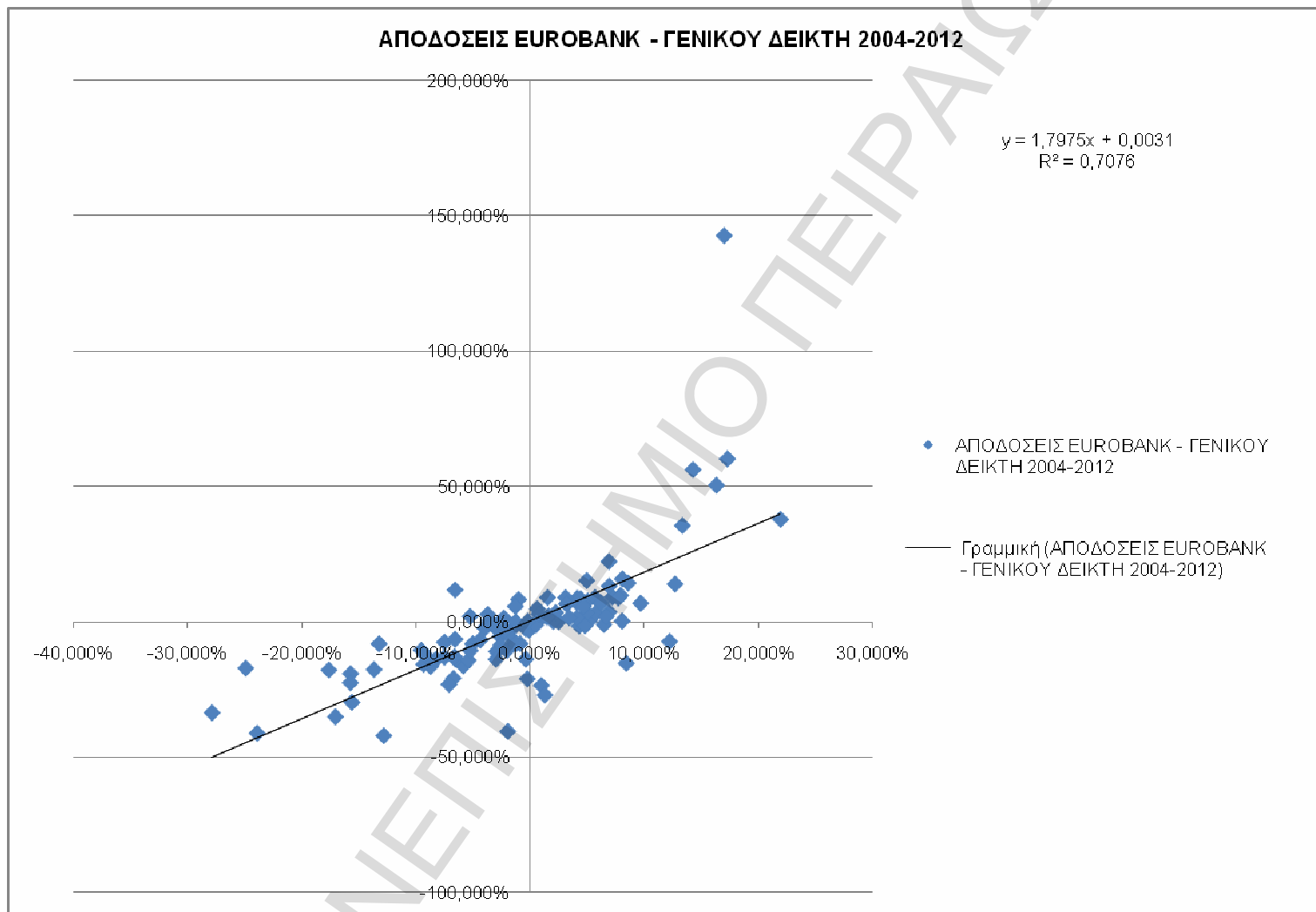
<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,84120227
R Τετράγωνο	0,70762127
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,702931948
Μέγεθος δείγματος	107

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	2,615504914	2,6155	108,2505	7,57531E-18
Υπόλοιπο	105	2,536968142	0,02416		
Σύνολο	106	5,152473056			

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ EUROBANK	0,003135696	0,2083	0,01835399
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	1,797505269	10,4043	7,58E-18

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3

#### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ALPHA BANK – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,850912913
R Τετράγωνο	0,724052786
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,718567575
Μέγεθος δείγματος	107

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	2,405582497	2,405582	77,30837389	3,09985E-14
Υπόλοιπο	105	3,267254885	0,031117		
Σύνολο	106	5,672837382			

---

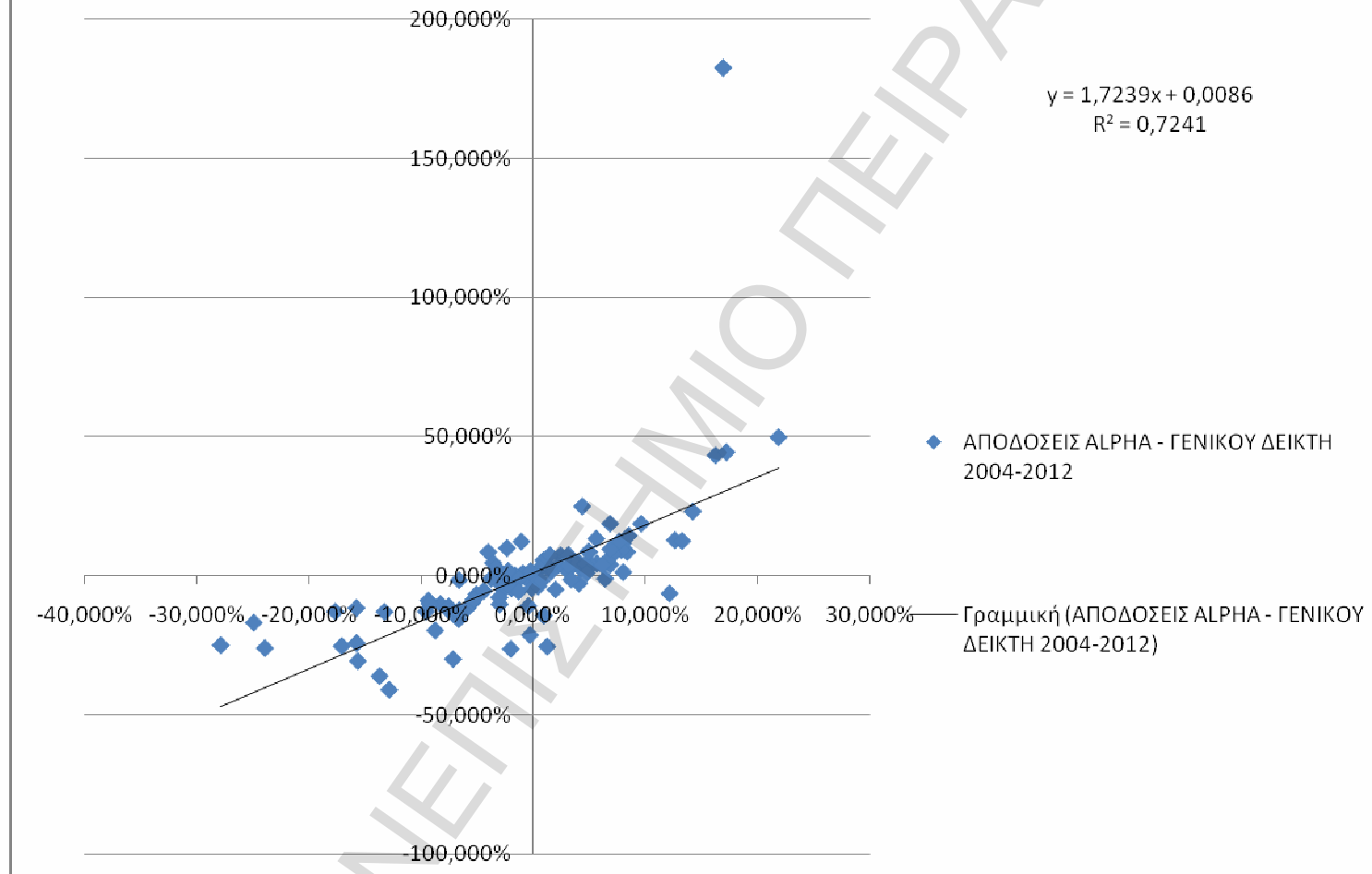
---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΗ ALPHA BANK	0,008625248	0,504882	0,014699724
ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	1,723862131	8,792518	3,09985E-14

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ALPHA - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012



#### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4

##### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,882206528
R Τετράγωνο	0,778288359
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,772367296
Μέγεθος δείγματος	107

---

##### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	2,284605396	2,284605	63,8885861	1,81295E-12
Υπόλοιπο	105	3,754717099	0,035759		
Σύνολο	106	6,039322495			

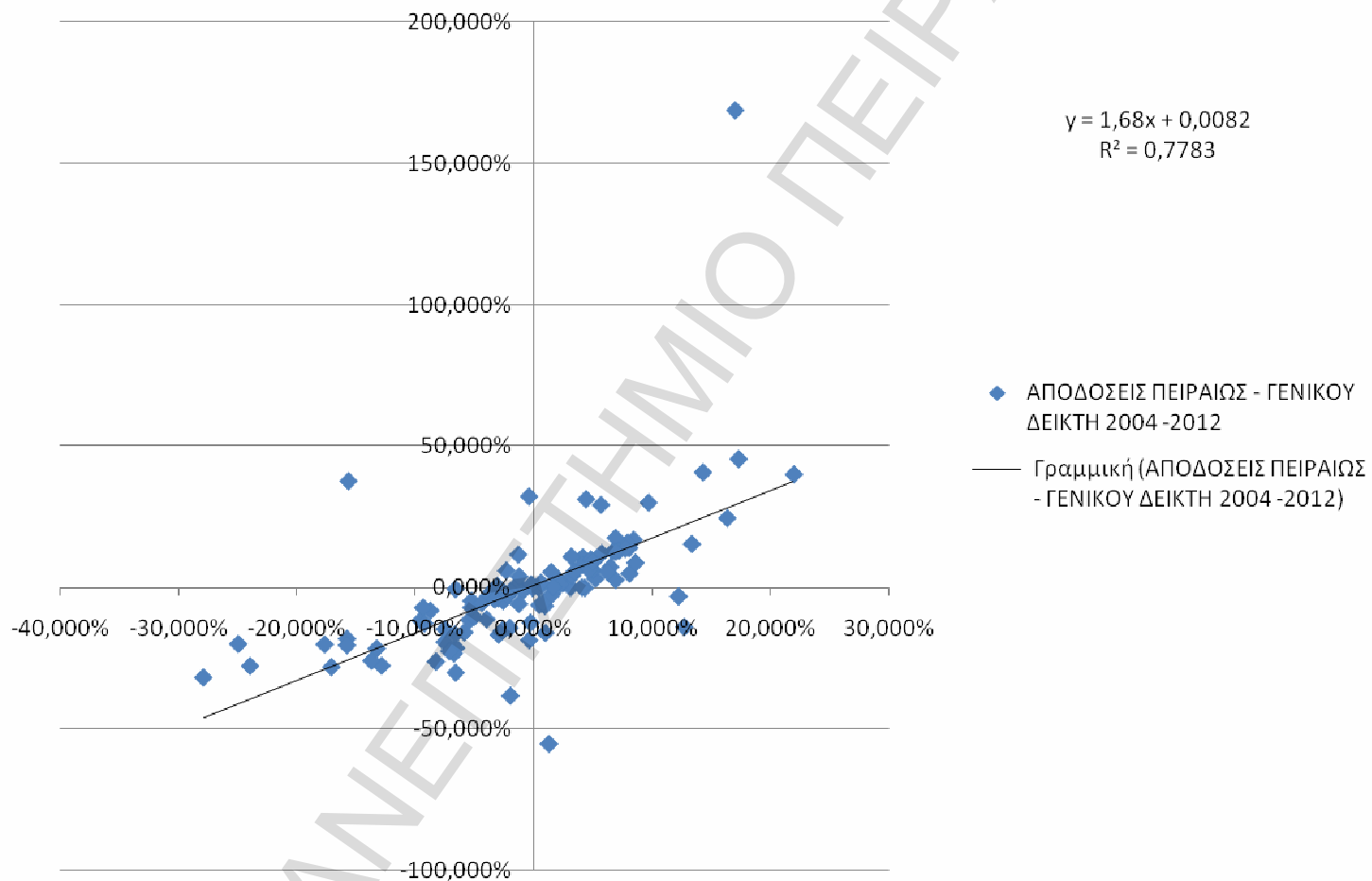
---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,008231208	0,449454	0,04403093
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	1,679956363	7,993034	1,8129E-12

---

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004 -2012





ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2011

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,838936089
R Τετράγωνο	0,703813762
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,695623336
Μέγεθος δείγματος	87

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	0,326551304	0,326551	37,09376657	3,16007E-08
Υπόλοιπο	85	0,74828909	0,008803		
Σύνολο	86	1,074840394			

---

---

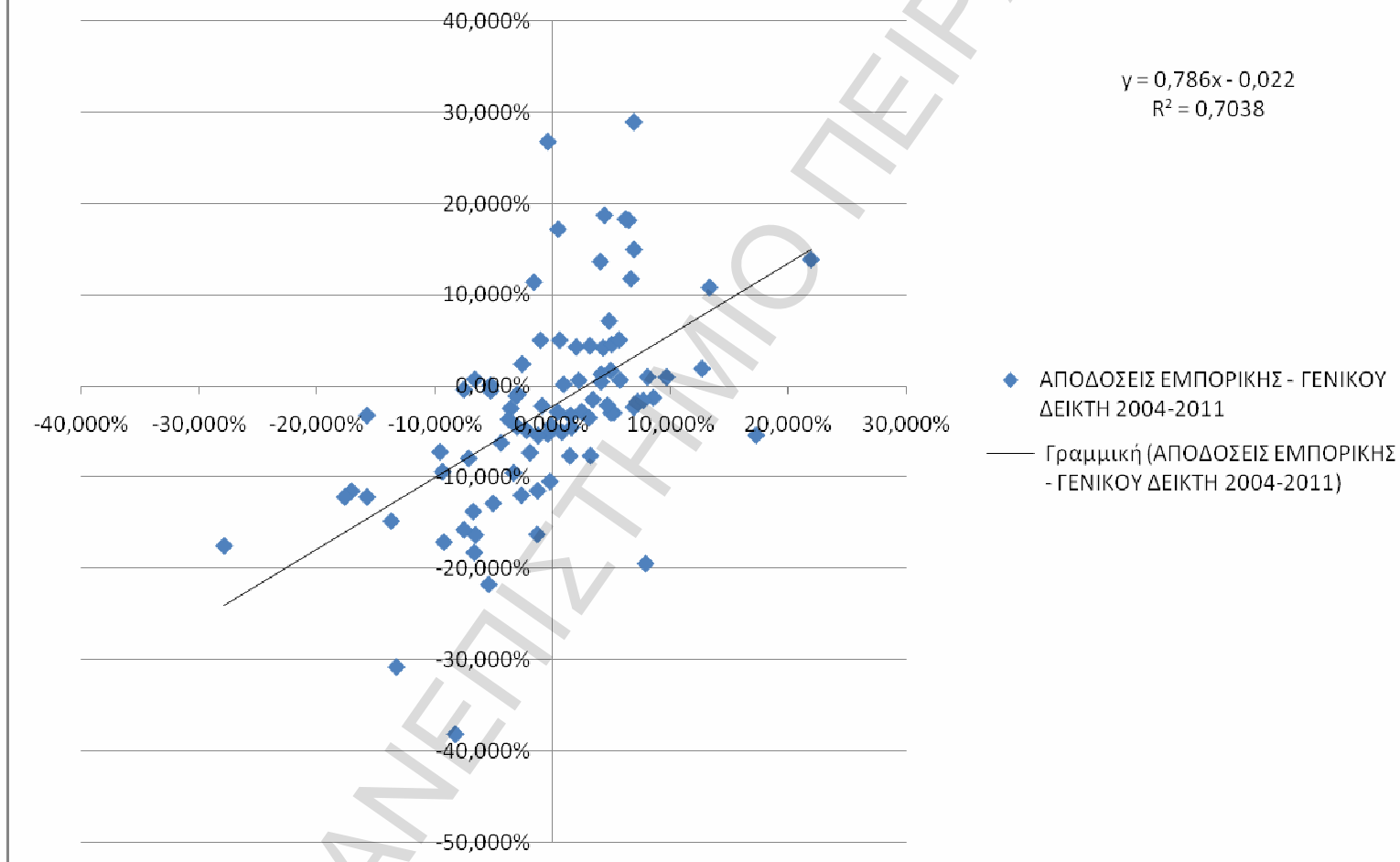
	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ	0,021993893	-2,18494	0,031645831

---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ    0,786043293    6,090465    3,16007E-08

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2011



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 6

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΑΤΤΙΚΗΣ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012

---

*Στατιστικά παλινδρόμησης*

---

Πολλαπλό R	0,761688326
R Τετράγωνο	0,580169106
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,573313574
Μέγεθος δείγματος	107

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,096153674	1,096154	40,86759326	4,58485E-09
Υπόλοιπο	105	2,816317934	0,026822		
Σύνολο	106	3,912471609			

---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,005791965	0,36517	0,015719152

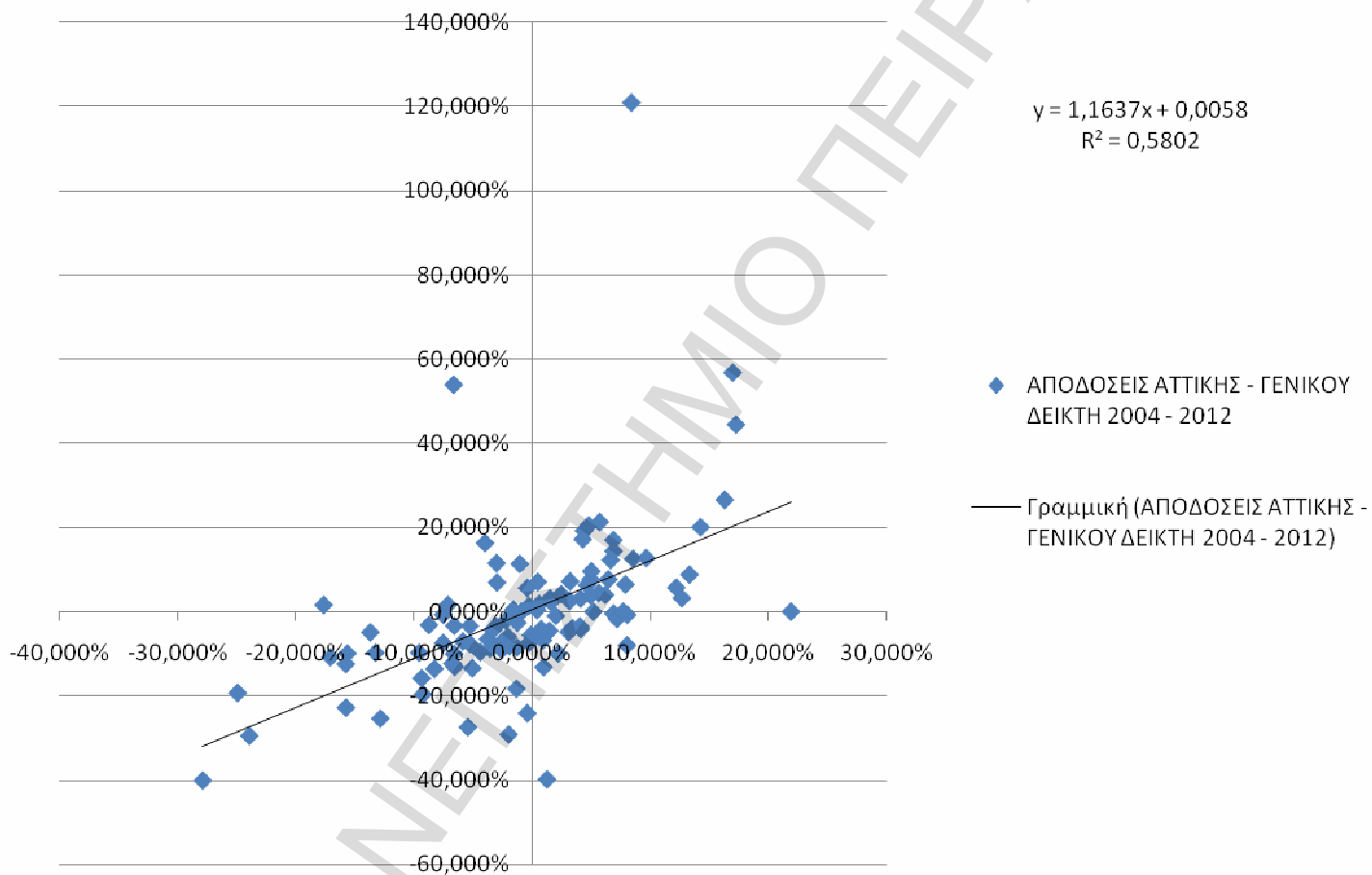
---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ    1,163665407    6,392777    4,58485E-09

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004 - 2012





## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 7

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,761234167
R Τετράγωνο	0,579477457
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,574323769
Μέγεθος δείγματος	103

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,419086028	1,419086	93,035785	5,42066E-16
Υπόλοιπο	101	1,540565164	0,015253		
Σύνολο	102	2,959651193			

---

---

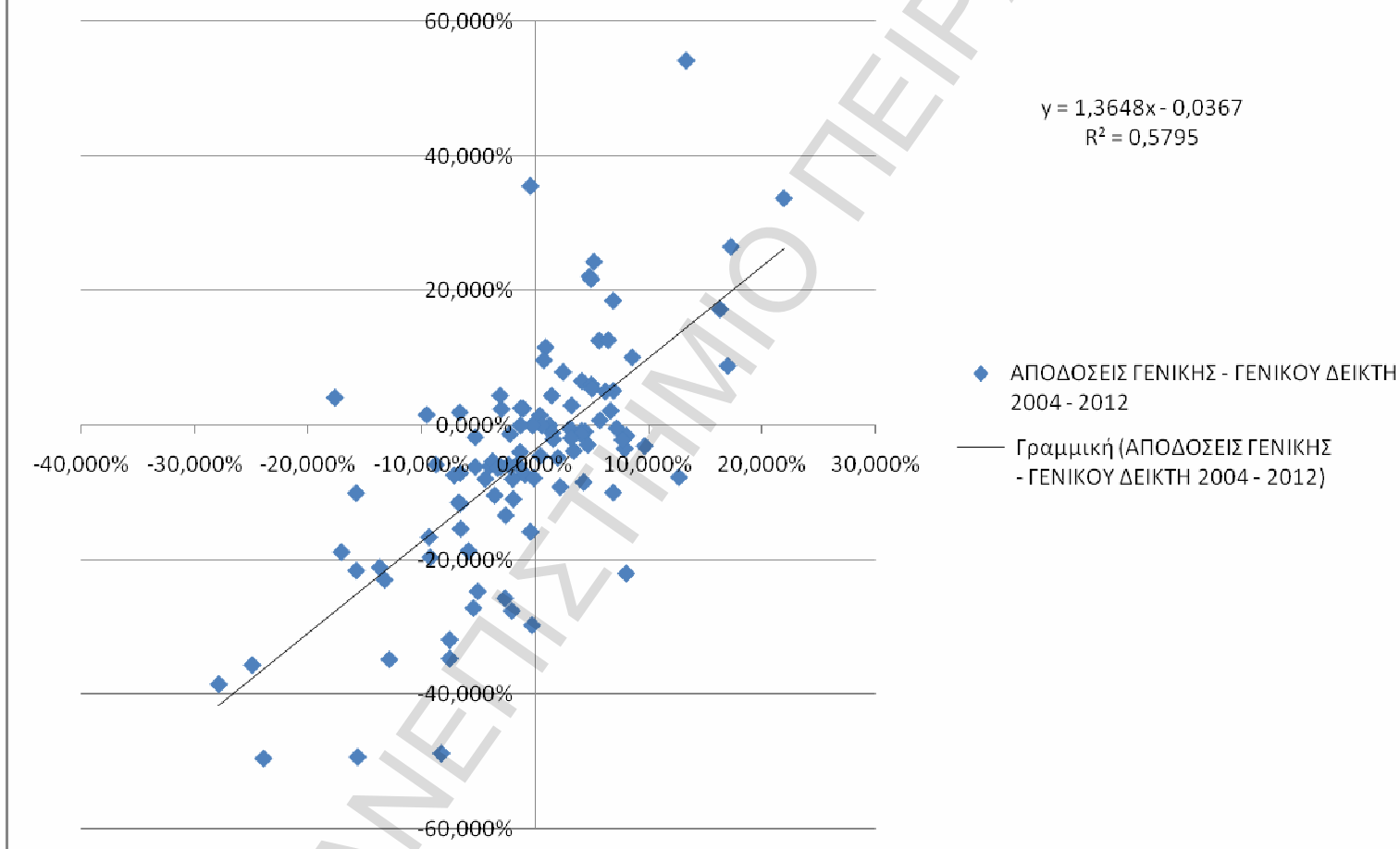
	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΗΣ	-0,036667056	-2,99714	0,0034299

---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ      1,364830715      9,645506      5,421E-16

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΗΣ - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004 - 2012



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 8

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟΥ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟΥ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2006-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,696610201
R Τετράγωνο	0,485265773
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,475474893
Μέγεθος δείγματος	75

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,273552425	1,273552	29,1358671	8,01601E-07
Υπόλοιπο	73	3,190889318	0,043711		
Σύνολο	74	4,464441743			

---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟΥ	0,00041335	0,016806	0,04663734

---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ

1,375419069

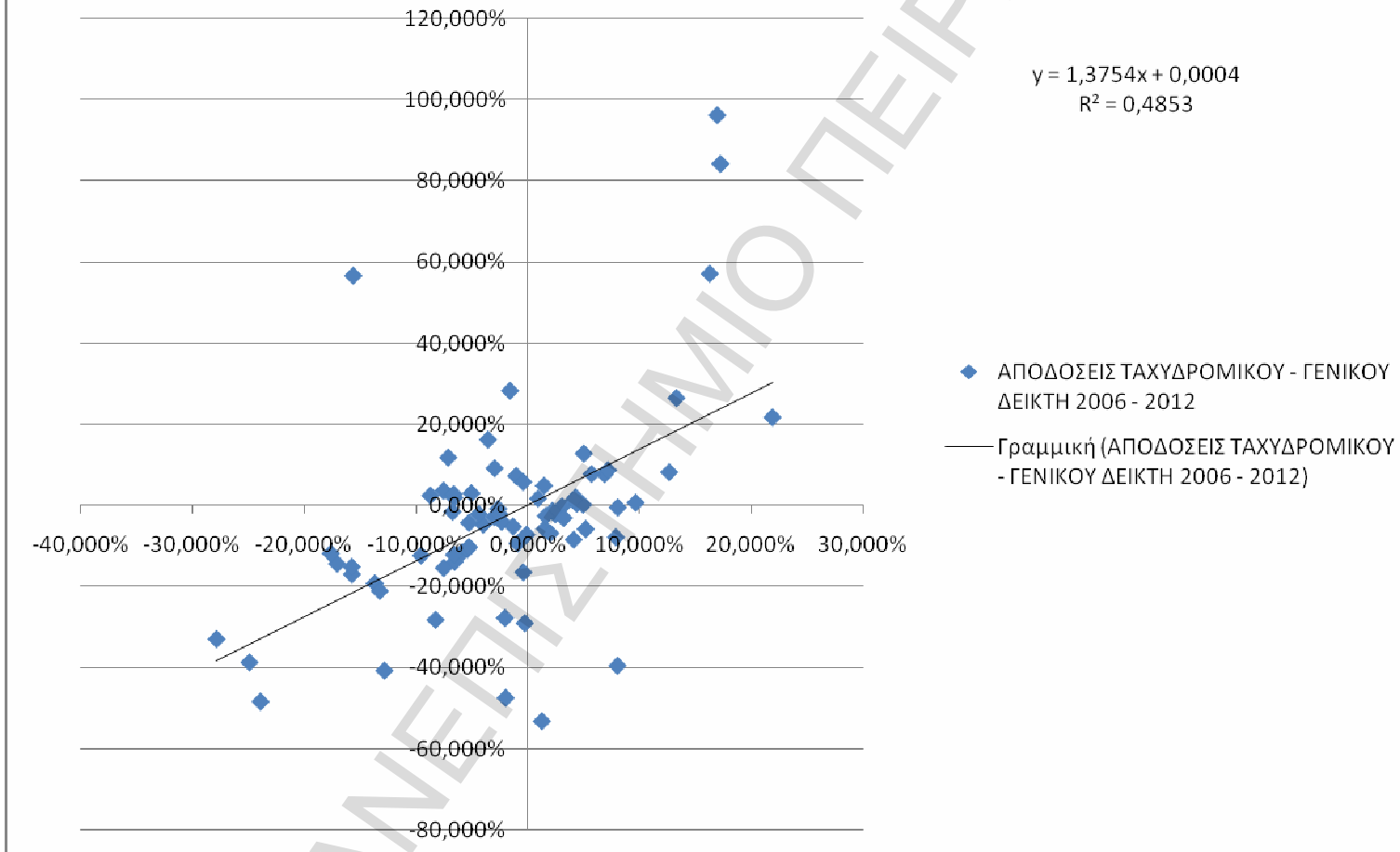
5,397765

8,016E-07

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟΥ - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2006 - 2012



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 9

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,554502238
R Τετράγωνο	0,307472732
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,300477507
Μέγεθος δείγματος	101

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	0,791833908	0,791834	43,95466	1,7846E-09
Υπόλοιπο	99	1,78346408	0,018015		
Σύνολο	100	2,575297988			

---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ	-0,022010873	-1,63789	0,446199

---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ

1,025019443

6,629831

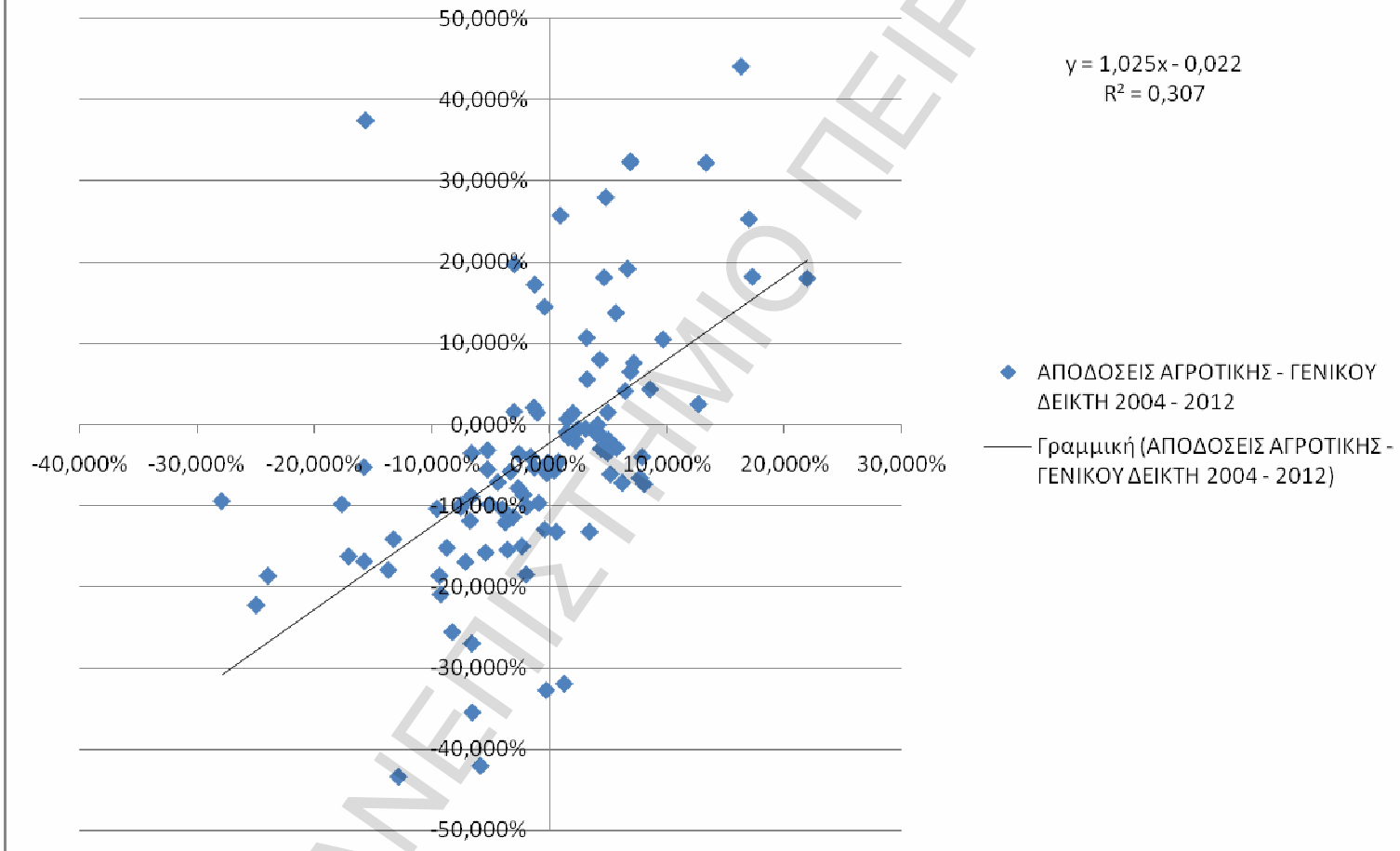
1,785E-09

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ - ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004 - 2012



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 10

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΗΣ –ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,868296694
R Τετράγωνο	0,753939149
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,750643331
Μέγεθος δείγματος	107

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,701515869	1,701516	198,4148466	6,10836E-26
Υπόλοιπο	105	0,900432449	0,008576		
Σύνολο	106	2,601948319			

---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΗΣ	-0,004378453	-0,48883	0,025980838

---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

1,44439211 14,08598 6,10836E-26

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΗΣ - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 11

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ EUROBANK –ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,842656924
R Τετράγωνο	0,710070691
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,705404698
Μέγεθος δείγματος	107

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	2,628125493	2,628125	109,3166333	5,8168E-18
Υπόλοιπο	105	2,524347562	0,024041		
Σύνολο	106	5,152473056			

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ EUROBANK	0,001199996	-0,08001	0,036378

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

1,795106234

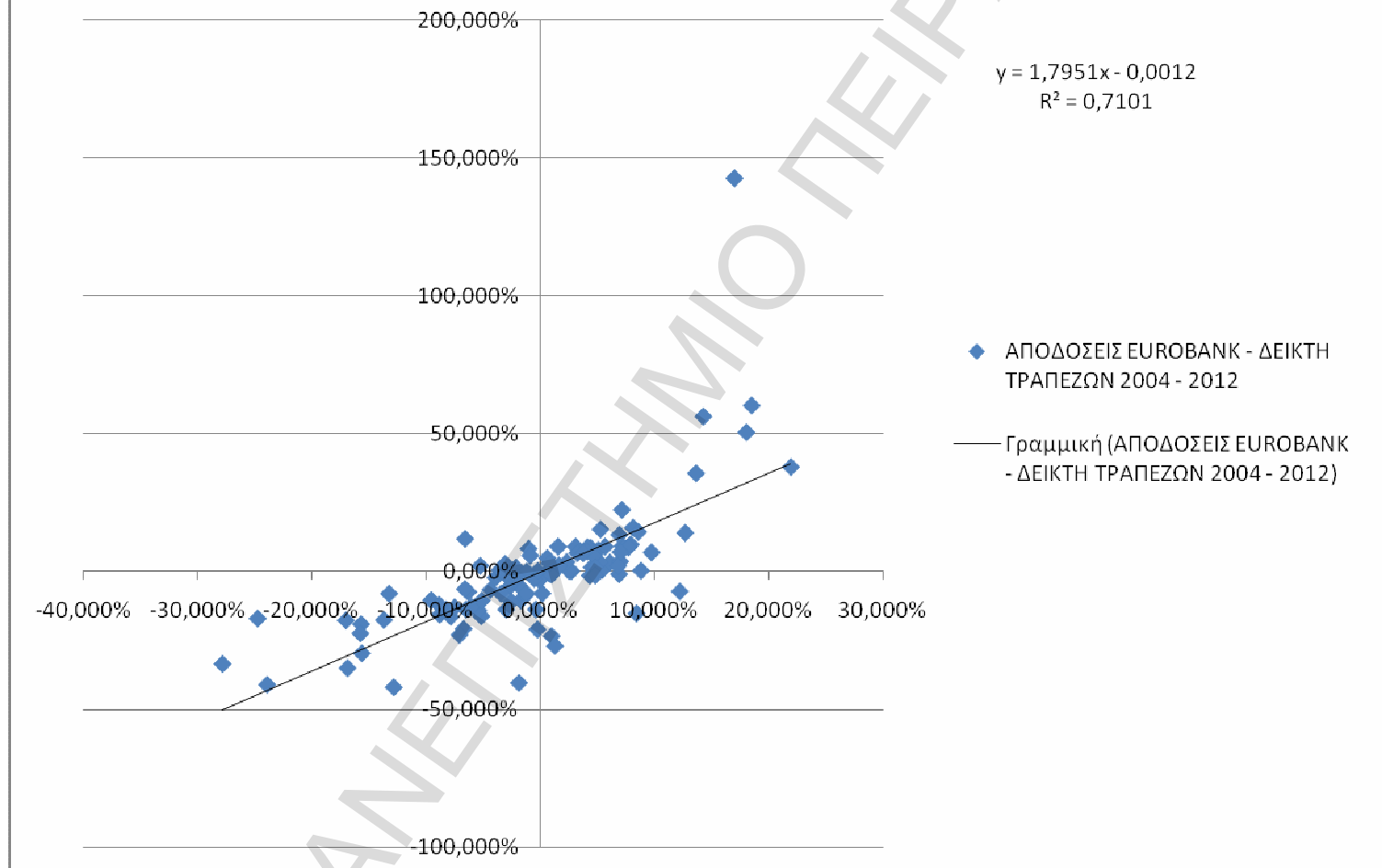
10,45546

5,8168E-18

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ EUROBANK - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004 - 2012





ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 12

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ALPHA BANK –ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,850916866
R Τετράγωνο	0,724059512
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,718574365
Μέγεθος δείγματος	107

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	2,405620654	2,405621	77,31050302	3,09793E-14
Υπόλοιπο	105	3,267216728	0,031116		
Σύνολο	106	5,672837382			

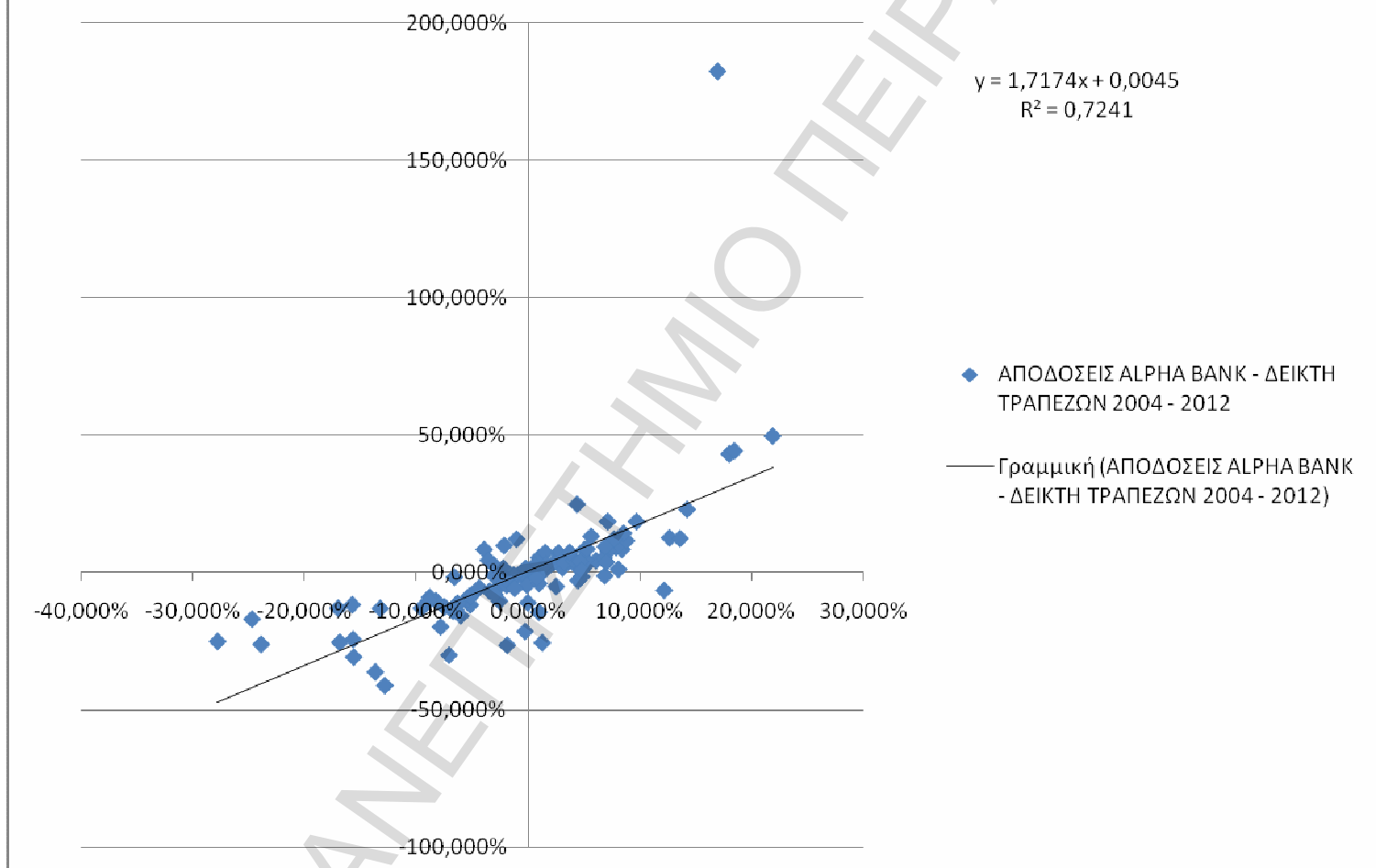
---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ALPHA BANK	0,004455645	0,261147	0,0494490631
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	1,717436456	8,792639	3,09793E-14

---

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ALPHA BANK - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004 - 2012



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 13

#### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ – ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012

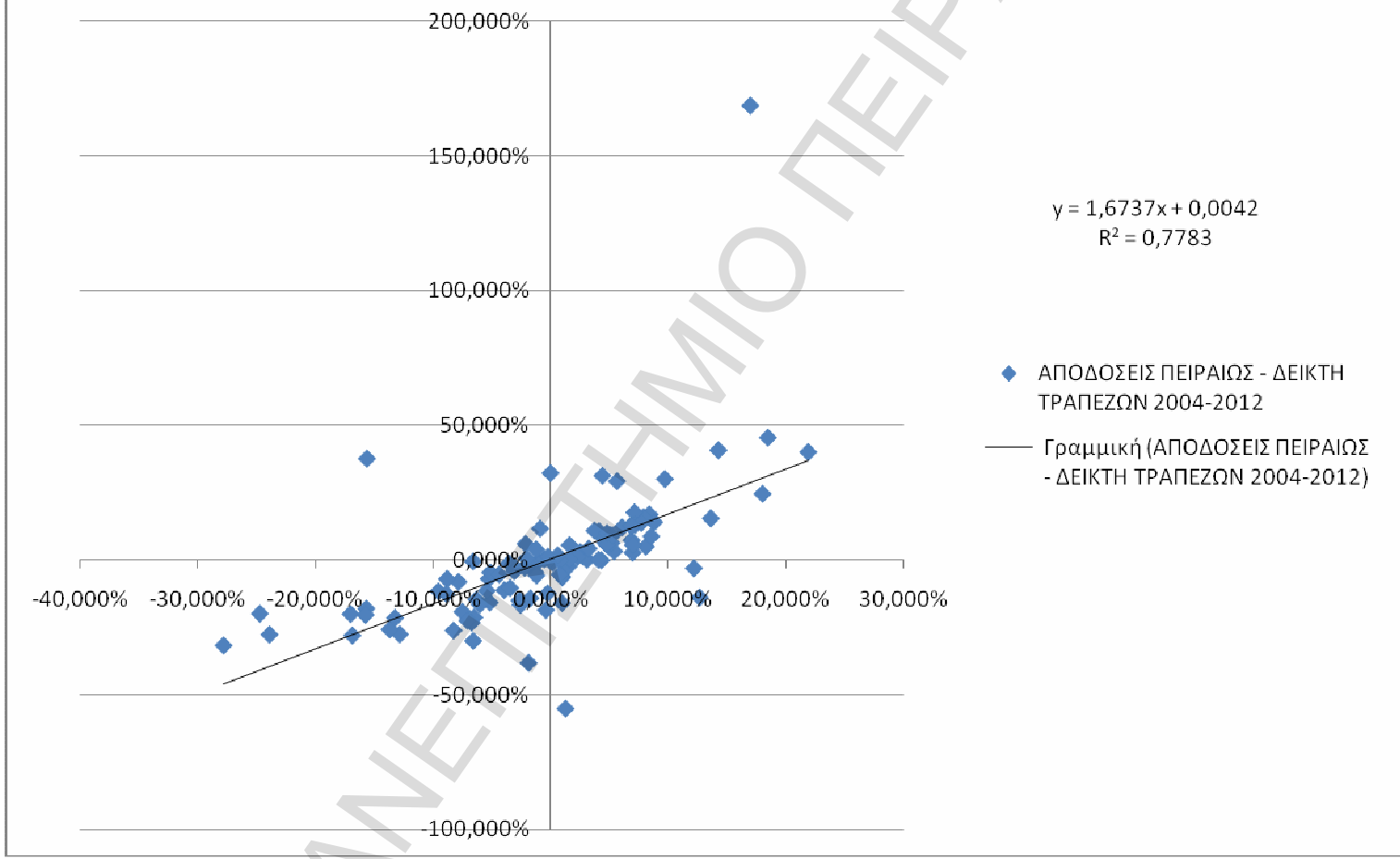
<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,882218798
R Τετράγωνο	0,778310007
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,77238915
Μέγεθος δείγματος	107

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	2,284736136	2,284736	63,894467	1,80959E-12
Υπόλοιπο	105	3,754586359	0,035758		
Σύνολο	106	6,039322495			

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,004167899	0,227877	0,420185344
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	1,673728961	7,993401	1,80959E-12

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 14

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ – ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2011

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,840231428
R Τετράγωνο	0,705988853
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,697824016
Μέγεθος δείγματος	87

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	0,32888918	0,328889	37,47641897	2,75737E-08
Υπόλοιπο	85	0,745951215	0,008776		
Σύνολο	86	1,074840394			

---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ	-0,023878739	-2,37748	0,019675227

---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

0,788144396 6,121799

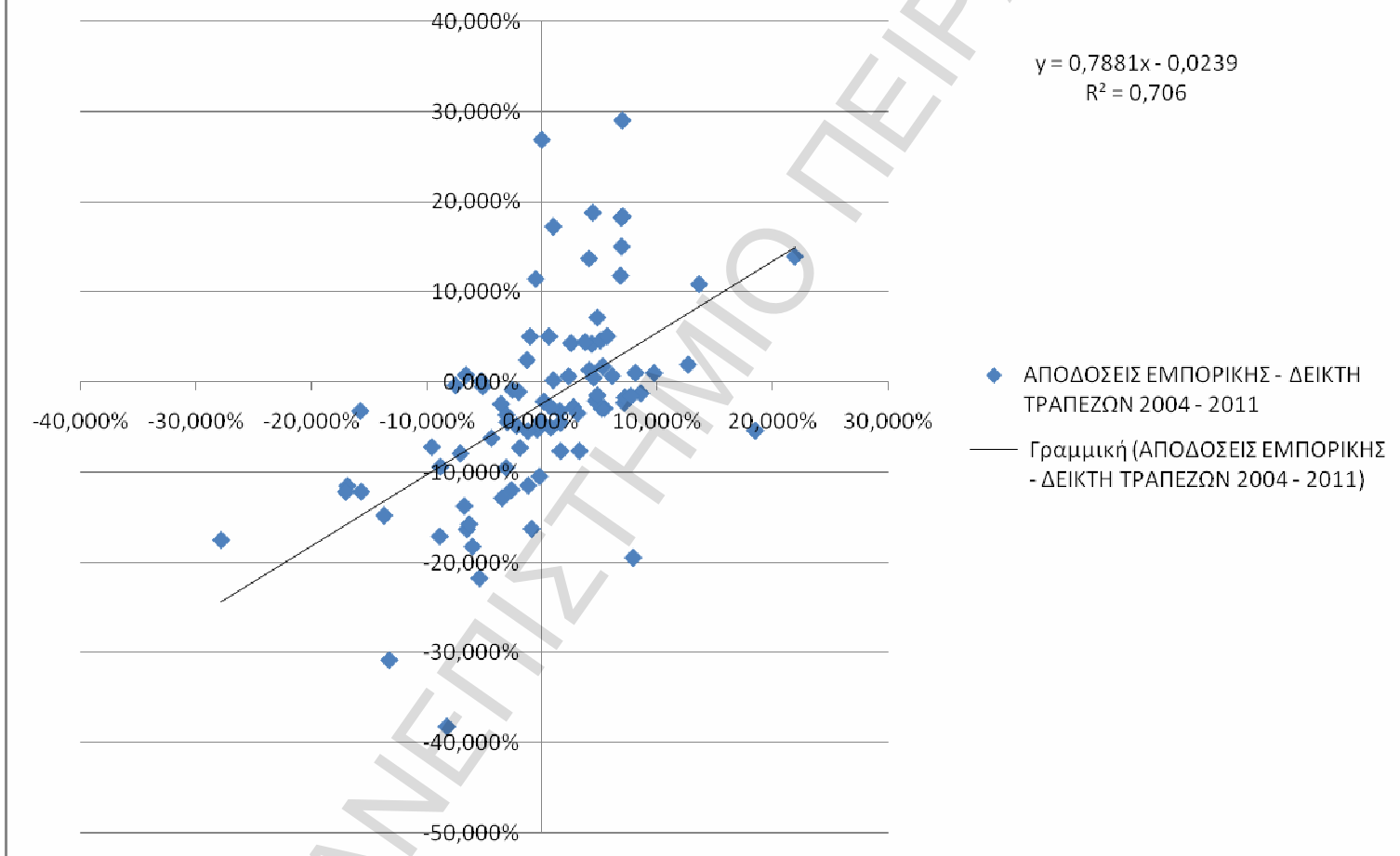
2,75737E-08

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004 - 2011



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 15

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΑΤΤΙΚΗΣ – ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,762648064
R Τετράγωνο	0,581632069
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,57479047
Μέγεθος δείγματος	107

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,101877475	1,101877	41,16465395	4,11032E-09
Υπόλοιπο	105	2,810594133	0,026768		
Σύνολο	106	3,912471609			

---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	0,002985775	0,188678	0,490709289

---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

1,162341538

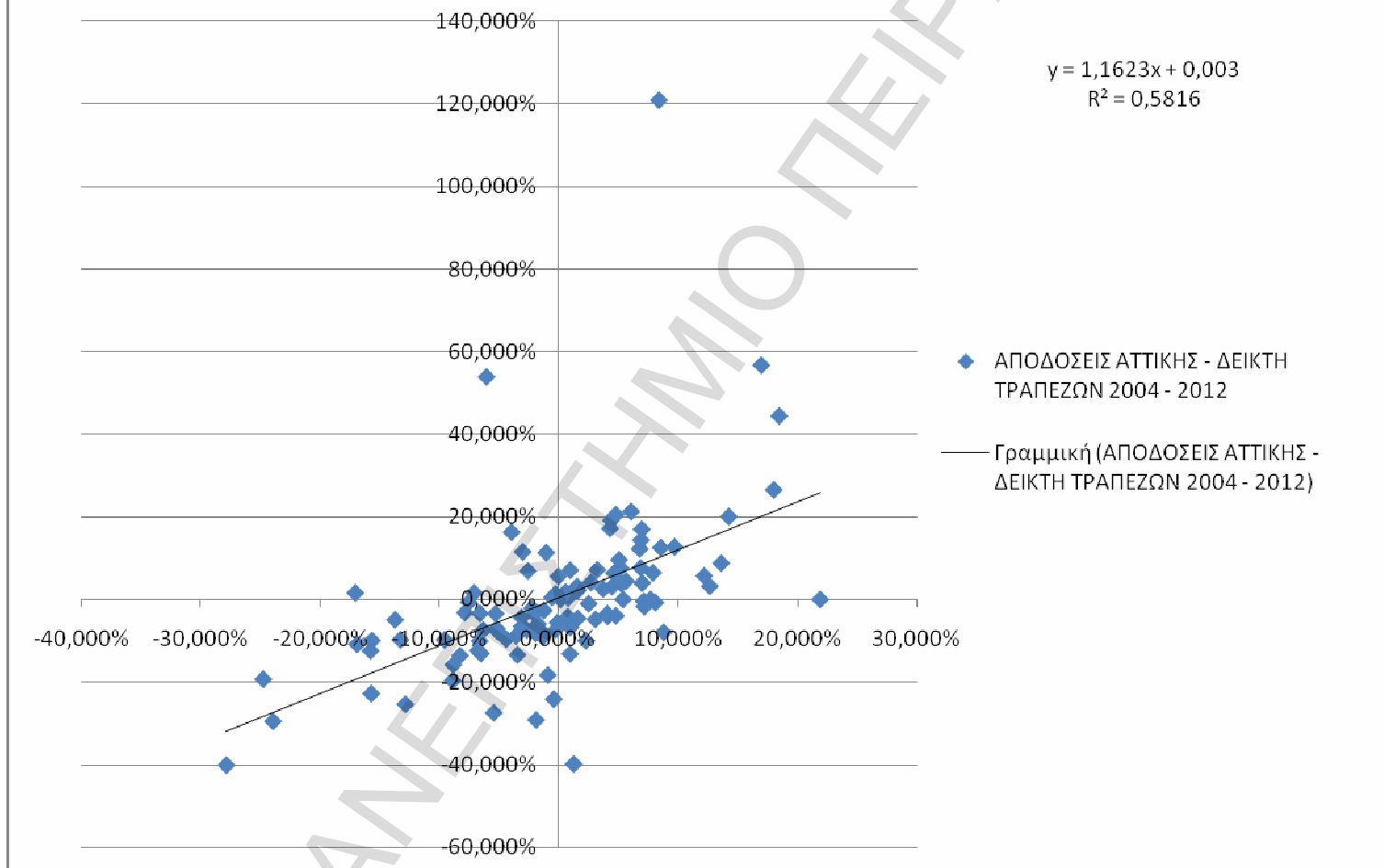
6,415969

4,11032E-09

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004 - 2012



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 16

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ –ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,691879156
R Τετράγωνο	0,478696767
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,473535349
Μέγεθος δείγματος	103

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,416775458	1,416775	92,74520168	5,85142E-16
Υπόλοιπο	101	1,542875735	0,015276		
Σύνολο	102	2,959651193			

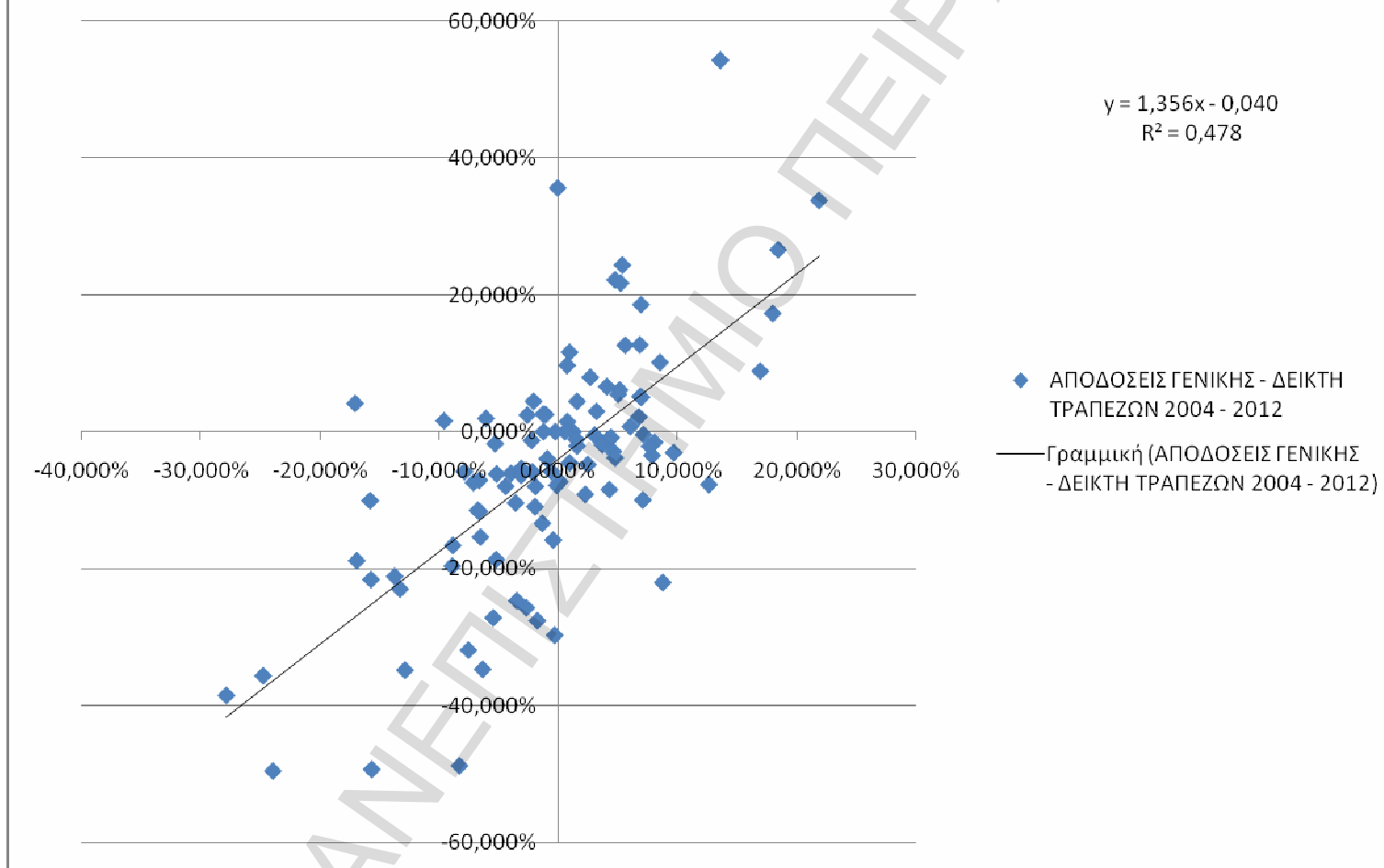
	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΗΣ	-0,040134017	-3,28658	0,001395393

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ    1,356651908    9,630431    5,85142E-16

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΗΣ - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004 - 2012





## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 17

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟΥ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟΥ –ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2006-2012

---

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,702340779
R Τετράγωνο	0,49328257
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,483601509
Μέγεθος δείγματος	75

---

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

---

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	1,309342949	1,309343	30,29446667	5,24345E-07
Υπόλοιπο	73	3,155098794	0,043221		
Σύνολο	74	4,464441743			

---

---

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟΥ	-0,002777106	-0,11409	0,049482979

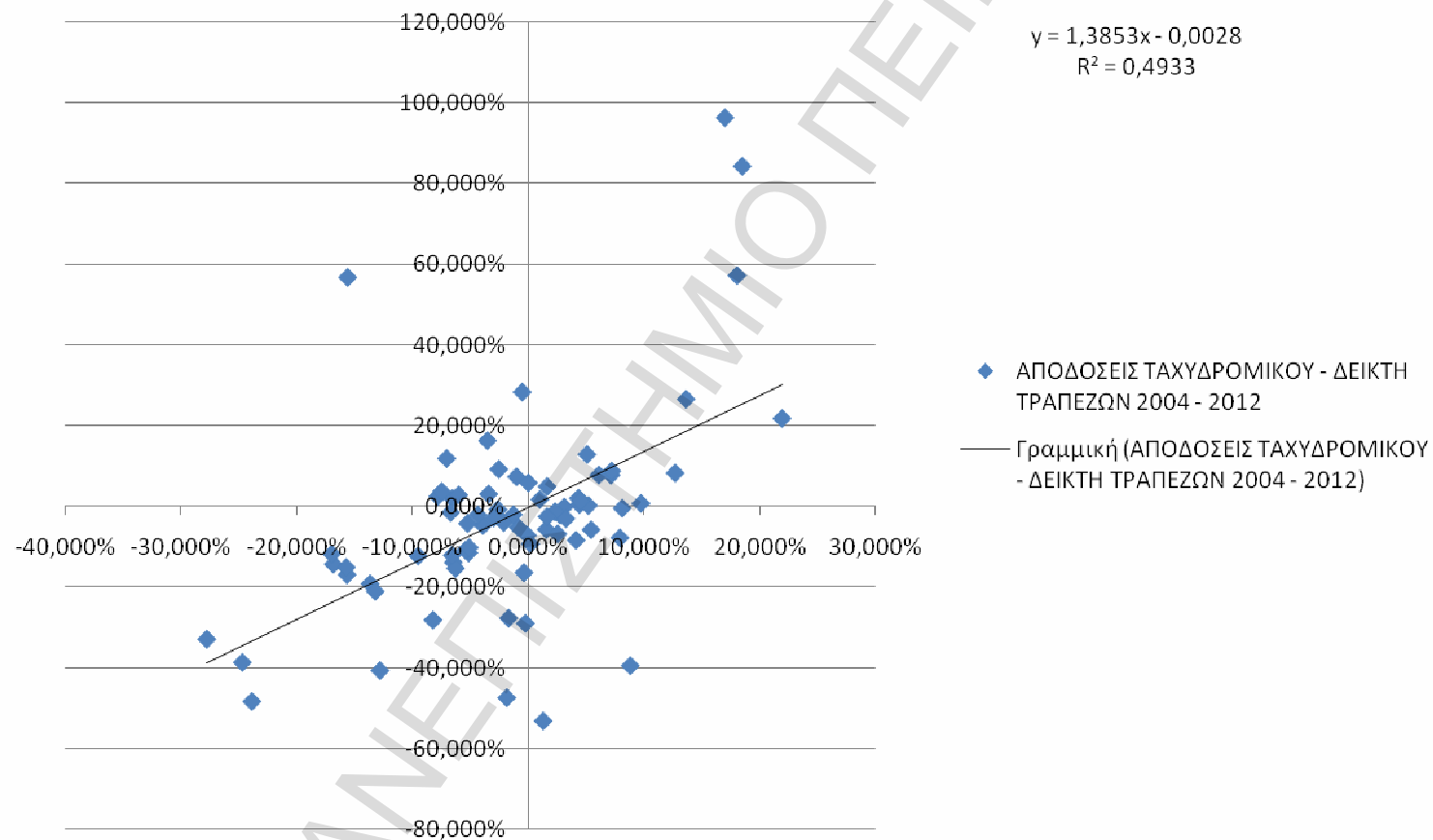
---

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 1,385329852 5,504041 5,24345E-07

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟΥ - ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004 - 2012



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 18

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ – ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004-2012

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,554204083
R Τετράγωνο	0,307142165
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,300143601
Μέγεθος δείγματος	101

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	0,7909826	0,790983	43,88645525	1,82819E-09
Υπόλοιπο	99	1,784315388	0,018023		
Σύνολο	100	2,575297988			

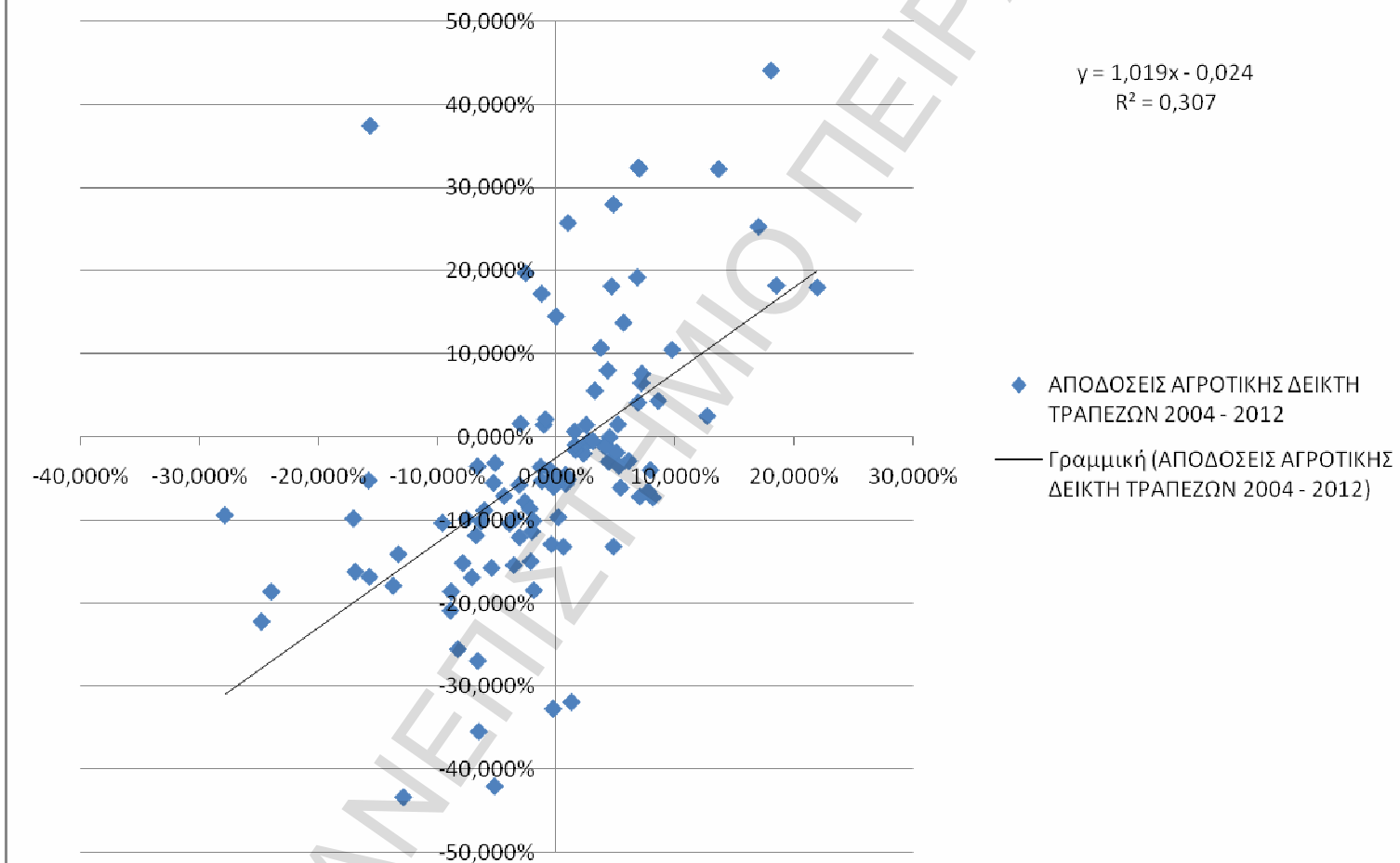
	<i>Συντελεστής</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ	-0,024553543	-1,83172	0,049999596

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 1,019735218 6,624685 1,82819E-09

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2004 - 2012



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 19

### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΚΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ – ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ 2004-2012

<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,999029554
R Τετράγωνο	0,998060049
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,998041573
Μέγεθος δείγματος	107

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	1	0,813996356	0,813996	54020,07605	3,1604E-144
Υπόλοιπο	105	0,001582182	1,51E-05		
Σύνολο	106	0,815578538			

	<i>Συντελεστές</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΛΑΔΙΚΟΥ	0,002422776	6,444583	3,5912E-09

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ

1,00277531

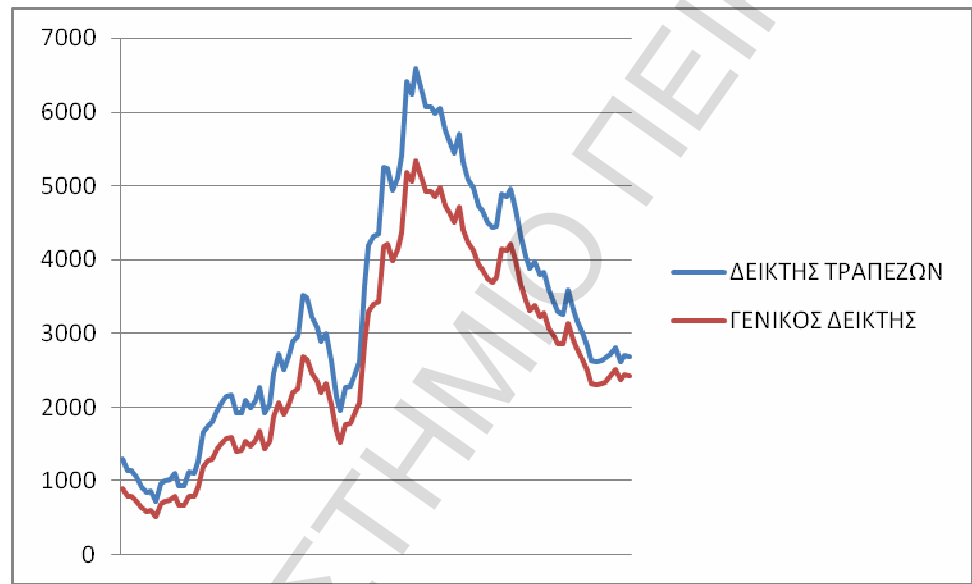
232,4222

3,1604E-144

---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ







# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

## Ελληνική

- Σπύρου Σ. (2003), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Μπένου
- Ζαχαριάδης-Σούρας Δ. (2002), «Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες», Εκδόσεις Σταμούλη
- Ξανθάκης, Ε. και Θωμαδάκης. Σ., (2006), Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου Εκδόσεις Σταμούλη
- Λεβεντάκης, Ι., (2003), Διεθνής Μακροοικονομική και Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλη.
- Δασκάλου Γ. Χ., (1995), Διεθνές Εμπόριο, Σύγχρονη Εκδοτική
- Σπύρου Σ., (2009), «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Μπένου
- Καραθανάσης Γ., (2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές, εκδόσεις Μπένου
- Γαλλιάτσος Κ., (2007), Διεθνείς κεφαλαιαγορές και ελληνικό χρηματιστήριο, Εκδόσεις Σάκκουλα
- Βασιλείου Δ. - Ηρειώτης Ν., (2009), *Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*, Εκδοτικός Οίκος Rosili.
- Κίντης Α., (2002), *Σύγχρονη Στατιστική Ανάλυση*, Εκδόσεις Gutenberg.
- Χρήστου Γ., (2004), *Εισαγωγή στην Οικονομετρία*, Εκδόσεις Gutenberg
- Χαλικιάς Ι., (2003), *Στατιστική, Μέθοδοι ανάλυσης για Επιχειρηματικές Αποφάσεις*, Εκδοτικός Οίκος Rosili.
- Ευθύμογλου Π., Μπάλλας Α., (2003), Χρηματοδοτικοί Οργανισμοί και Αγορές, Εκδόσεις Μπένου
- Γεωργιάδης Η., (2005), Ο συντελεστής beta μιας μετοχής, *Investment Research & Analysis Journal*.
- Γεωργιάδης Ν., (2007), Οι μέθοδοι της Θεμελιώδους και Τεχνικής Ανάλυσης, *Investment Research and Analysis Journal*

Δριτσάκη Μ., (2005), Διδακτορική διατριβή: Συσχέτιση του Ελληνικού χρηματιστηρίου με τα μεγάλα διεθνή χρηματιστηριακά κέντρα της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου και η επίδραση μακροοικονομικών παραγόντων στη διαμόρφωση των μετοχικών αποδόσεων. Τμήμα Εφαρμοσμένης Πληροφορικής – Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

## Ξένη

Paul R. Krugman - Robin Wells (2009), «Μακροοικονομική», Εκδόσεις Επίκεντρο

Krugman, P. - Obstfeld, M., (1995), Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πρακτική, Εκδόσεις Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη.

Mankiw, N. G. -Taylor, M. P., (2010), Αρχές Οικονομικής Θεωρίας, Gutenberg

Fama, F. Eugene, (1970) Efficient Capital Markets: A Review Of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Vol. 25

Elton E. and Gruber M., (1995), Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons

Brealey Myers, (2003), Principles of Corporate Finance, Mc Graw-Hill International Edition

Reilly F. – Brown K., (2003), Investment Analysis Portfolio Management, South Western Thomson Learning

Thomas R. L., (1997), *Modern Econometrics: An Introduction*, Harlow: Addison - Wesley.

Burton Malkiel A Random Walk down Wall Street, (2008), The Time Tested Strategy for Succesfull Investing

Schwartz H. (1998), Rationality Gone Awry? Decision Making Inconsistent with Economic and Financial Theory, Praeger Publishers

## Διαδικτυακοί Τόποι

<http://en.wikipedia.org>

<http://el.wikipedia.org>

<http://www.euretirio.com>

<http://www.investopedia.com/>

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/default.aspx>

<http://www.hba.gr/>

<http://www.hba.gr/4Statistika/4statistic.asp?Mpage=6>

<http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE>

<http://www.nbg.gr/wps/portal/el/Home>

<http://www.geniki.gr/>

<http://www.piraeusbankgroup.com/>

<http://www.alpha.gr/page/>

<http://www.atticabank.gr/el/>

<http://www.eurobank.gr/online/home/>

[http://www.emporiki.gr/cbg/gr/emporiki\\_group/emporiki\\_group.jsp](http://www.emporiki.gr/cbg/gr/emporiki_group/emporiki_group.jsp)

<http://www.ttbank.gr/home/>

<http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=3>

<http://www.imf.org/external/about.htm>

<http://www.bankersreview.gr/?pid=9&arID=940&la=1>

<http://www.bis.org/>

<http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.el.html>

<http://www.eba.europa.eu/>

<http://www.hfsf.gr/el/index.htm>

<http://www.in.gr/stocks/tahelp/indicators.htm>

<http://www.capital.gr/home.asp>

<http://www.naftemporiki.gr/finance/>

<http://www.euro2day.gr/>

<http://www.futuresandoptions.gr/>

<http://www.financial-views.com/>

<http://www.hrima.gr/article.asp?view=34&ref=25>

<http://www.iraj.gr/>

<http://www.iraj.gr/downloads.htm>

<http://www.intellivestor.org/>

<http://spiros26.files.wordpress.com/2009/10/cf87cf81ceb7cebcecb1cf84ceb9cf83cf84ceb7cf81ceb9ceb1cebaceac-cebacf81ceb1cf87-cebaceb1ceb9-cebfc9cebfc9cebacebfcebdcebfc9ceb91.pdf>

[http://www.actuar.aegean.gr/notes/Ependiseis\\_2004.pdf](http://www.actuar.aegean.gr/notes/Ependiseis_2004.pdf)

[http://www.adex.ase.gr/ADEXDownload/news/publications/gr/Ecomical\\_analysis.pdf](http://www.adex.ase.gr/ADEXDownload/news/publications/gr/Ecomical_analysis.pdf)

<http://www.eap-forums.gr/arxeia/deo/deo31-sim.pdf>

<http://www.de.teipat.gr/documents/xheimerino%202010-2011/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CF%89%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AD%CF%82%20%CE%91%CE%B3%CE%BF%CF%81%CE%AD%CF%82.pdf>

<http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2008/rigas%20g-rigas%20n%20-%20golemis.pdf>

<http://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/13627/1/%CE%A3%CE%AC%CE%BC%CE%B9%CF%84%CE%B1%CF%82.pdf>

<ftp://ftp.soc.uoc.gr/incoming/stamatakis/%CC%C1%CA%D1%CF%202/ANOIKTH%20OIKONOMIA%20BRAXYXRONIA.pdf>

<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/fstability201007.pdf>

[http://www.greekshares.com/gr/portfolio\\_gr.php](http://www.greekshares.com/gr/portfolio_gr.php)

<http://www.accountancygreece.gr/%CE%B5%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%83/%CE%B5%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%82/%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CF%87%CE%B5%CE%B9%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%B7->

[%CE%B5%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%83/%CE%B5%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%82/%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CF%87%CE%B5%CE%B9%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%B7-%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CF%86%CE%BF%CF%81/](http://www.accountancygreece.gr/%CE%B5%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%83/%CE%B5%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%82/%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CF%87%CE%B5%CE%B9%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%B7-%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CF%86%CE%BF%CF%81/)

<http://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/13599/1/%CE%93%CE%BA%CE%B1%CF%81%CE%BC%CF%80%CE%BF%CF%8D%CE%BD%CE%B7%CF%82.pdf>

<http://www.kazam.gr/online/node/108701>

<http://fycs.ifas.ufl.edu/younginvestor/module3/mod3sec1-2.shtml>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ