

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ
ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ
ΚΙΝΔΥΝΟΥ

**ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ
ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ ΣΤΗΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ
ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Αικατερίνη Λιακοπούλου

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου
Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
Αναλογιστικής Επιστήμης και Διοικητικής Κινδύνου

Πειραιάς,
Σεπτέμβριος 2016

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς στην υπ' αριθμ. συνεδρίασή του σύμφωνα με τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Αναλογιστική Επιστήμη και Διοικητική Κινδύνου.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Γκλεζάκος Μ. (Επιβλέπων)
- Τσίμπος Κ.
- Τσαγκαράκης Ν.

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

UNIVERSITY OF PIRAEUS

**DEPARTMENT OF STATISTICS AND INSURANCE
SCIENCE**

**POSTGRADUATE PROGRAM IN
ACTUARIAL SCIENCE AND RISK
MANAGEMENT**

**A EVENT STUDY ON THE
EFFECT OF IMPORTANT
EVENTS ON COMMON STOCK
PRICE VOLATILITY**

By

LIAKOPOULOU AIKATERINI

MSc Dissertation

submitted to the Department of Statistics and Insurance Science of the University of Piraeus in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Actuarial Science and Risk Management.

Piraeus, Greece

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου που με βοήθησε στην εκπόνηση της εργασίας μου και ήταν συνεχώς δίπλα μου.

Επίσης τους γονείς μου που με στήριξαν οικονομικά, υποστηρικτικά και μου έδωσαν την δυνατότητα να υλοποιήσω τα όνειρα μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας διερευνήθηκε η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, σε περιόδους σημαντικών εξελίξεων στην οικονομική, κοινωνική και πολιτική ζωή.

Χρησιμοποιήθηκαν τέσσερις εκτιμητές, οι οποίοι έχουν εφαρμοσθεί κατά κόρον στη σχετική βιβλιογραφία, στα δεδομένα των χρηματιστηρίων Αθηνών και Νέας Υόρκης, για την περίοδο 2000-2016. Διερευνήθηκε η επίδραση μιας σειράς σημαντικών γεγονότων που έλαβαν χώρα στην Ελλάδα και τις ΗΠΑ.

Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ευρήματα αντίστοιχων μελετών και μπορούν συνοψισθούν στα εξής:

Τα σημαντικά γεγονότα τα οποία προκαλούν ανησυχία στους επενδυτές, ως προς τις εξελίξεις που θα επηρεάσουν την οικονομία, αυξάνουν τη μεταβλητότητα των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αγορών. Μετά την εξάλειψη της ανησυχίας αυτής, η μεταβλητότητα επανέρχεται σε φυσιολογικά επίπεδα.

Όταν διαμορφώνονται συνθήκες κινδύνου στην οικονομία, μεταβλητότητα όχι μόνο αυξάνεται δραματικά, αλλά και παραμένει μακροπρόθεσμα σε υψηλά επίπεδα όσο δεν βελτιώνονται οι προοπτικές της οικονομίας. Αυτό συμβαίνει σήμερα στην περίπτωση της Ελλάδας, η οποία εξακολουθεί να μαστίζεται από την οικονομική κρίση για έβδομο συνεχές έτος.

Τα ευρήματα είναι σε αρμονία με τις διαπιστώσεις αντίστοιχων εμπειρικών μελετών, οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί σε ένα ευρύ φάσμα χωρών και περιόδων.

ABSTRACT

The present study investigates the volatility of stock prices in times of significant developments in the economic, social and political life. Four estimators, who have been applied extensively in literature, have been used regarding the stock market in Athens and New York during the period 2000-2016. The study also investigates the effect of a series of important events that took place in Greece and the USA.

The results confirm the respective studies. Findings can be summarized as follows: -The major events causing concern among investors regarding the developments that will affect the economy, increase the volatility of the respective stock markets. After having eliminated this concern, volatility returns to normal.

When risky conditions are formulated in the economy, volatility is not only increased dramatically, but also remains at a high level in a long turn as long as the economic perspectives are not improved. This is currently the case in Greece, which is still plagued by the economic crisis for the seventh consecutive year.

The findings are in harmony with the respective findings of empirical studies that have been conducted in a wide range of countries and periods.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	13
ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	15
1.1 Εισαγωγή στο Χρηματοοικονομικό Σύστημα	15
1.2 Χρηματιστήρια Αξιών	15
1.3 Ιστορική Εξέλιξη των Χρηματιστηριακών Αγορών	16
1.4 Αποτελεσματικές Χρηματιστηριακές Αγορές.....	17
1.5 Η Λειτουργία της Χρηματιστηριακής Αγοράς	18
1.6 Η Διεθνής Χρηματιστηριακή Δραστηριότητα	19
1.7 Χρηματιστηριακοί Τίτλοι	19
1.7.1 Μετοχές	20
1.7.2 Τίτλοι Προσδιορισμένου Εισοδήματος	22
1.7.3 Ομολογίες	24
1.8 Οι Χρηματιστηριακοί Δείκτες	26
1.9 Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	28
1.9.1 Ιστορική επισκόπηση του ΧΑΑ	29
1.9.2 Τρόπος οργάνωσης και λειτουργίας	34
1.9.3 Πραγματοποίηση συναλλαγών	36
1.9.4 Εποπτεία του ΧΑΑ - Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	37
1.10 Τα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	40
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΤΙΜΕΣ	40
2.1 Εισαγωγή	40
2.2 Η Επίδραση των Οικονομικών Κρίσεων	40
2.2.1 Κρίσεις Ανερχόμενων Αγορών – Ασιατική Κρίση.....	41

2.2.2 Η Κρίση στο Μεξικό	42
2.2.3 Η Κρίση στην Αργεντινή	42
2.3 Κρίσεις Ανεπτυγμένων Αγορών	43
2.3.1 Η Κρίση στις Η.Π.Α	43
2.3.2 Η Κρίση στην Φινλανδία	45
2.3.3 Η Κρίση στην Ιαπωνία	46
2.4 Η Ελληνική Κρίση	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	50
ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ.....	50
3.1 Εισαγωγή	50
3.2 Η κατάσταση της οικονομίας	50
3.3 Το επίπεδο των επιτοκίων	51
3.4 Τα Κίνητρα για την Ενθάρρυνση των Επενδύσεων	51
3.5 Η Πολιτική Κατάσταση	52
3.6 Η ηλικία των Επενδυτών	53
3.7 Κοινωνικοί Παράγοντες	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	58
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΡΟΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	58
4.1 Το Δείγμα	58
4.2 Η μεθοδολογία	59
4.3 Χαρακτηριστικά των δεδομένων του δείγματος	61
4.4 Περιγραφικά στοιχεία του Dow Jones κατά υποπεριόδους	63
4.5 Περιγραφικά στοιχεία του Γενικού Δείκτη κατά υποπεριόδους	64
4.6 Μέτρηση της μεταβλητότητας του Dow Jones ανά πενταετία	64
4.7 Μέτρηση της μεταβλητότητας του Γενικού Δείκτη ανά Πενταετία	65
4.8 Η Μεταβλητότητα του Dow Jones σε ανοδικές και καθοδικές φάσεις	66

4.9 Η μεταβλητότητα του Γενικού Δείκτη σε ανοδικές και καθοδικές φάσεις ..	67
4.10 Γεγονότα που επηρέασαν το Χρηματιστήριο Νέας Υόρκης	68
4.10.1. Δίδυμοι Πύργοι	68
4.10.2. Εισβολή στο Ιράκ	69
4.10.3. Η μεταβλητότητα γύρω από την 30-6-2005	70
4.10.4. Κατάρρευση Lehman Brothers	70
4.10.5. Εκλογές ΗΠΑ 2012	71
4.11. Γεγονότα που επηρέασαν το Χρηματιστήριο Αθηνών	71
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	79
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	80

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 1 Γράφημα δεκαετίας για τον γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών ...	16
Εικόνα 2 Η συμβολή των χρηματιστηριακών αγορών στην ισορροπημένη διοχέτευση των αποταμιεύσεων στις οικονομικές μονάδες	19
Εικόνα 3 Το Πανεπιστήμιο 1864	29
Εικόνα 4 Το νοτιοδυτικό τμήμα της Αθήνας το 1873	30
Εικόνα 5 Οδός Αθηνάς, 1920	32
Εικόνα 6 Συνδιακύμανση ΓΔ και Δείκτη Ευρωπαϊκών Τραπεζών	49

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Οι τράπεζες πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο	31
Πίνακας 2 Περιγραφικά στοιχεία για τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, για την περίοδο 2000-2016	62
Πίνακας 3 Περιγραφικά στοιχεία για τις αποδόσεις του Δείκτη του Dow Jones, για την περίοδο 1996-2011	63
Πίνακας 4 Περιγραφικά στοιχεία του Dow Jones κατά υποπεριόδους	63
Πίνακας 5 Περιγραφικά στοιχεία των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη	64
Πίνακας 6 Εκτιμητές διακύμανσης για τον δείκτη Dow Jones	65
Πίνακας 7 Εκτιμητές διακύμανσης για τον γενικού δείκτη Αθηνών	66
Πίνακας 8 Εκτιμητές διακύμανσης για τον δείκτη Dow Jones	67
Πίνακας 9 Εκτιμητές διακύμανσης για τον Γενικό Δείκτη	68
Πίνακας 10 Διακύμανση του Dow Jones γύρω από την 11-9-2001	69
Πίνακας 11 Διακύμανση του Dow Jones λόγω εισβολής στο Ιράκ	69
Πίνακας 12 Διακύμανση του Dow του Jones σε περίοδο ηρεμίας	70
Πίνακας 13 Διακύμανση του Dow του Jones λόγω κατάρρευσης της Lehman Brothers	71
Πίνακας 14 Διακύμανση του Dow Jones λόγω εκλογών	71
Πίνακας 15 Εκλογές για πρόεδρο δημοκρατίας	77
Πίνακας 16 Εκλογές Ιανουαρίου 2015	77
Πίνακας 17 Δημοψήφισμα Ιουλίου 2015	78
Πίνακας 18 Εκλογές Σεπτεμβρίου 2015	78

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην Ελληνική πραγματικότητα το Χρηματιστήριο Αθηνών διαδραμάτισε σπουδαίο ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας, κυρίως στο τελευταίο μισό του 20ου αιώνα. Γεγονότα τα οποία επηρέασαν το Χρηματιστήριο και αποτέλεσαν σημεία σταθμοί για την χώρα έχουν πολλά να διδάξουν το σύγχρονο κόσμο. Η ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική και Οικονομική Ενοποίηση (ΟΝΕ), το Χρηματιστηριακό κραχ του 1999 και η οικονομική ύφεση που ξεκίνησε το 2009 καθόρισαν τις τύχες πολλών ελληνικών νοικοκυριών.

Σε διεθνές επίπεδο η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 αποτέλεσε μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκεσε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται στον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή.

Σε Ευρωπαϊκό επίπεδο σήμερα, έπειτα από μια πολυετή ανάπτυξη στην, που τροφοδοτείτε από την αύξηση των δανείων και την εγχώρια κατανάλωση, η Γηραιά ήπειρος έχει κλονιστεί από μια ασφυκτική πίεση που ασκούν τα «κόκκινα» δάνεια και οι χρεοκοπίες, ασκώντας πιέσεις στις τράπεζες και φέρνοντας στην επιφάνεια τα ευάλωτα σημεία της πραγματικής οικονομίας

Στην παρούσα μελέτη γίνεται προσέγγιση των σημαντικών γεγονότων που επηρέασαν τις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Γεγονότα που είχαν ως συνέπεια τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, ως έννοιες και ως γεγονότα που επηρέασαν την ευρύτερη επενδυτική ζωή. Όλες οι θετικές και αρνητικές συγκυρίες των τελευταίων ετών, οδήγησαν την παγκόσμια αγορά σε ανακατατάξεις και μεταβολές των τιμών των μετοχών.

Η παρούσα εργασία θα καταστήσει σαφή την χρησιμότητα, την ωφελιμότητα και την εξέλιξη των αγορών.

Όσον αφορά τη μεθοδολογία της εργασίας, αρχικά, παρατίθενται τα θεωρητικά στοιχεία αναφορικά με τις χρηματιστηριακές αγορές. Τα στοιχεία αυτά προέρχονται εν γένει μέσα από αναφορές Ελλήνων και ξένων συγγραφέων, ακαδημαϊκών, καθώς και επαγγελματιών του χώρου. Η ελληνική και ξένη βιβλιογραφία, σε συνδυασμό με ποικίλα άρθρα και μελέτες συνιστούν τις πηγές, από τις οποίες θα αντληθεί το υλικό. Ακολούθως, η εργασία θα εστιάσει στα γεγονότα που επηρέασαν διαχρονικά τις ξένες

αγορές, αλλά και θα αναλυθεί η περίπτωση της Ελλάδας όσον αφορά την αγορά μέσω των κατευθύνσεων που έλαβε από τις διεθνείς αγορές.

Παράλληλα, θα πραγματοποιηθεί συγκριτική μελέτη της ελληνικής αγοράς με τις ξένες, και ειδικότερα την ευρωπαϊκή και την αμερικάνικη. Στο τέλος της εργασίας, θα εξαχθούν ορισμένα συμπεράσματα, τα οποία θα συμβάλουν στην ορθή κατανόηση της σημασίας των γεγονότων και συγκυριών αυτών ως προς τη λειτουργία των αγορών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

1.1 Εισαγωγή στο Χρηματοοικονομικό Σύστημα

Οι χρηματιστηριακές αγορές συνιστούν μηχανισμούς, οι οποίοι διευκολύνουν την επένδυση χρηματικών διαθεσίμων σε μετοχές και ομολογίες, καθώς και την εξουδετέρωση χρηματοοικονομικών κινδύνων. Τον εφοδιασμό των οικονομικών μονάδων με ανάλογα και μακροπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια αφορά τη συμβολή των χρηματιστηριακών αγορών, αλλά δε σταματά εκεί. Λόγω της προτίμησης που δείχνουν οι επενδυτές στις μονάδες με τις σχετικά καλύτερες προοπτικές, χρηματοδοτούνται κατά προτεραιότητα εκείνες που λειτουργούν πιο αποτελεσματικά και δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενους κλάδους.

1.2 Χρηματιστήρια Αξιών

Τα Χρηματιστήρια Αξιών αποτελούν οργανωμένες αγορές τίτλων και εστιάζουν στη δημιουργία προϋποθέσεων για τη επίτευξη δίκαιων συναλλαγών. Σε γενικές γραμμές, οι υπηρεσίες που παρέχουν στους επενδυτές είναι οι ακόλουθες : (Πασχαλίδης)

- Προσφέρουν την απαραίτητη τεχνική υποδομή (χώρο, μέσα) για την πραγματοποίηση συναλλαγών επί τίτλων.
- Οργανώνουν, επιβλέπουν και ελέγχουν τις συναλλαγές, προκειμένου να αποκλειστούν κερδοσκοπικές ενέργειες εις βάρος των επενδυτών
- Διασφαλίζουν τη φερεγγυότητα των τίτλων επί των οποίων πραγματοποιούνται συναλλαγές (μέσω περιορισμών για την εγγραφή και παραμονή των αντίστοιχων εταιρειών στο Χρηματιστήριο)
- Προσφέρουν πληροφορίες στους επενδυτές αναφορικά με τις πραγματοποιούμενες συναλλαγές (π.χ. ημερήσιες τιμές, αξία συναλλαγών, καταβαλλόμενα μερίσματα κλπ)

Οι τίτλοι που γίνονται αντικείμενα συναλλαγής στο Χρηματιστήριο, είτε είναι έοι, δηλαδή εκδίδονται για πρώτη φορά, είτε παλαιοί, δηλαδή έχουν εκδοθεί σε προηγούμενο χρόνο. Στην πρώτη περίπτωση, πωλητές είναι οι οικονομικές μονάδες, οι οποίες επιθυμούν να χρηματοδοτηθούν άμεσα από τους αποταμιευτές με δανειακά (έκδοση ομολογιών) ή ίδια κεφάλαια (έκδοση μετοχών).

Οι συναλλαγές επί των τίτλων αυτών συνιστούν την Πρωτογενή αγορά. Από την άλλη οι πράξεις επί των παλαιών τίτλων που πραγματοποιούνται μεταξύ επενδυτών συνιστούν την Δευτερογενή αγορά, όπως αναλύονται διεξοδικά παρακάτω.

Εικόνα 1 Γράφημα δεκαετίας για τον γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

1.3 Ιστορική Εξέλιξη των Χρηματιστηριακών Αγορών

Τα χρηματιστήρια αποτελούν οικονομικό θεσμό, που κατά κανόνα αναγνωρίζεται από τα κράτη όπου λειτουργούν. Τα κράτη αυτά καθορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο διαμορφώνονται οι αγορές με νομοθετικά και διοικητικά μέτρα και θεσπίζουν τις προϋποθέσεις και τους όρους λειτουργίας τους. (Μανδάλης, 2014)

Όσον αφορά το πρώτο Χρηματιστήριο με την σύγχρονη έννοια, υπήρξε εκείνο της Αμβέρσας, που η αρχική του λειτουργία, τοποθετείται στο 1460 ενώ η επίσημη λειτουργία του στο 1531. Ακολούθησε το Χρηματιστήριο Αξιών του Άμστερνταμ που άρχισε να λειτουργεί στο τέλος του 16ου αιώνα.

Στη χώρα μας, η πρώτη χρηματιστηριακή αγορά τοποθετείται ανεπίσημα χρονικά στο δεύτερο μισό του 19ου αιώνα. Την περίοδο εκείνη, οι έμποροι και οι ναυτικοί

άρχισαν πρώτοι να διαπραγματεύονται συνάλλαγμα και κινητές αξίες στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης και της Αθήνας.

Η άνοδος μιας μετοχής κατά 100% δεν σημαίνει πραγματικά κέρδη 100% για τους επενδυτές. Είναι μόνο χάρτινα κέρδη, καθώς αν όλοι οι επενδυτές προσπαθούσαν να ρευστοποιήσουν, οι τιμές θα έπεφταν κατά πολύ. Έτσι, η πτώση από τα ανώτατα επίπεδα του 1999 δεν σημαίνει ότι οι επενδυτές είχαν μεγάλα κέρδη και τα έχασαν, σημαίνει ότι ποτέ δεν μπόρεσαν να ρευστοποιήσουν δυνάμει κέρδη. Πραγματικά χαμένοι επενδυτές, κατά το μέγεθος που παρουσίασαν οι εντυπωσιοθήρες, είναι μόνο αυτοί που αγόρασαν στα υψηλότερα και πούλησαν στα χαμηλότερα σημεία, δηλαδή ένα πολύ μικρό ποσοστό των επενδυτών.

1.4 Αποτελεσματικές Χρηματιστηριακές Αγορές

Μια αγορά μπορεί να χαρακτηριστεί ως αποτελεσματική εάν οι τιμές απεικονίζουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση πλήρως και άμεσα. Σε μια αποτελεσματική αγορά, ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών στοχεύει στη μεγιστοποίηση του κέρδους, ανταγωνίζονται μεταξύ τους προσπαθώντας να προβλέψουν τις μελλοντικές αγοραίες τιμές μεμονωμένων τίτλων και παράλληλα η σημαντική και τρέχουσα πληροφόρηση είναι διαθέσιμη σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, χαρακτηρίστηκε ως ένα μοντέλο δίκαιου παιχνιδιού που υπονοεί την αδυναμία επιτυχίας συναλλακτικών συστημάτων με στόχο την επίτευξη κέρδους (Fama E. 1970).

1.5 Η Λειτουργία της Χρηματιστηριακής Αγοράς

Η εισαγωγή μιας μετοχής στο χρηματιστήριο σημειώνει αύξηση της διασποράς και της δημοσιότητας της επιχείρησης. Η επιθυμητή και ικανοποιητική εμπορευσιμότητα των μετοχών συμβάλλει στην αντανάκλαση της αληθούς αξίας στην τιμή τους. Καθώς συμμετέχει μεγάλος αριθμός αγοραστών και πωλητών στις αγοραπωλησίες, αυτό έχει ως συνέπεια τη θέσπιση, τιμής αποδεκτής, από όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη. Απόρροια αυτού είναι η διευκόλυνση της πώλησης μετοχών από την επιχείρηση, σε συνδυασμό με τη ρευστοποίηση αυτή αργότερα από τους αγοραστές.

Οι σημαντικότερες λειτουργίες του χρηματιστηρίου είναι οι ακόλουθες:

- ο Να ρευστοποιούν τα χρεόγραφα της πρωτογενούς αγοράς .
- ο Να προσδιορίζουν τη δίκαιη τιμή των χρεογράφων που διαπραγματεύονται σε αυτά.

- ο Να συμβάλλουν στην άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις με το να διαμορφώνουν δίκαιη τιμή διαθέτοντας, χώρο και κανόνες για την διαπραγμάτευση των χρεογράφων.

- ο Επιπρόσθετα συμβάλλουν στην προστασία του επενδυτή, με την επιβολή που ασκούν στις επιχειρήσεις, των οποίων τα χρεόγραφα διαπραγματεύονται, παρέχοντας έτσι πληροφορίες για την οικονομική τους κατάσταση.

- ο Να εξασφαλίζουν τη διαφάνεια, μέσω του καθορισμού της διαδικασίας των συναλλαγών και της διασφάλισης της ορθής εκτέλεσης της εντολής, του πελάτη και πληροφόρησης του κοινού για τις ποσότητες.

- ο Τέλος, ορίζουν το είδος, το χρόνο, τον τρόπο, και την διαδικασία πληροφόρησης ενώ παράλληλα επιβάλλουν, σε αυτούς που λόγω θέσης εκμεταλλεύονται τις πληροφορίες που έχουν, αυστηρές ποινές.

1.6 Η Διεθνής Χρηματιστηριακή Δραστηριότητα

Τα χρηματιστήρια αξιών αποτελούν μηχανισμούς διοχέτευσης κεφαλαίων μακράς διάρκειας στις οικονομικές μονάδες, διότι τους δίνουν την δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της (έκδοσης και) πώλησης νέων μετοχών και ομολογιών. Ειδικότερα η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών και η ρευστότητα που διασφαλίζουν σε αυτούς οι οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, τους ενθαρρύνουν να μετέχουν στις πιο πάνω εκδόσεις.

Εικόνα 2 Η συμβολή των χρηματιστηριακών αγορών στην ισορροπημένη διοχέτευση των αποταμιεύσεων στις οικονομικές μονάδες

Έτσι, η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων μπορεί να αριστοποιηθεί όσο αφορά τη συμμετοχή ιδίων και ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών πόρων.

Είναι σημαντικό εδώ να τονιστεί, ότι το χρηματιστήριο μεταφέροντας αποταμιεύσεις στις οικονομικές δραστηριότητες ουσιαστικά διοχετεύει επιλεκτικά τα κεφάλαια αυτά. Οι επενδυτές προτιμούν τίτλους επιχειρήσεων που πείθουν ότι έχουν καλές προοπτικές με αποτέλεσμα να δίνεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις αυτές να αντλούν με σχετική ευκολία κεφάλαια που τους χρειάζονται πουλώντας νέες μετοχές/ομολογίες. Δηλαδή, το χρηματιστήριο ενισχύει τις επιχειρηματικές προσπάθειες που είναι καλά οργανωμένες και αναπτύσσονται σε δυναμικούς τομείς με αποτέλεσμα την άμεση συμβολή του στην ανάπτυξη.

1.7 Χρηματιστηριακοί Τίτλοι

Ο χρηματιστηριακός τίτλος είναι ένα τυποποιημένο μεταβιβάσιμο έγγραφο, το οποίο ενσωματώνει μια αξία, ως συνέπεια των δικαιωμάτων που εξασφαλίζει στον κομιστή

του. Εξαιτίας της ποικιλίας των χαρακτηριστικών που παρουσιάζουν οι επιμέρους τίτλοι, είναι αναγκαίο να αναφερθούν ταξινομημένοι σε ευρύτερες κατηγορίες αντί να απαριθμηθούν μεμονωμένα.

1.7.1 Μετοχές

Ως μετοχή ορίζεται είναι ένα από τα ίσα μερίδια, στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας. Η μετοχή, ως αξιόγραφο, ενσωματώνει τα δικαιώματα του μετόχου που πηγάζουν από τη συμμετοχή του στην ανώνυμη εταιρία. Τα δικαιώματα αυτά, είναι ανάλογα του αριθμού μετοχών που κατέχει ο μέτοχος. Ενδεικτικά δικαιώματα που προκύπτουν 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, σε περίπτωση που αυτή διαλυθεί. Αντίστοιχα έχει και τον αναλογούντα αριθμό ψήφων στην Γενική Συνέλευση των μετόχων, εκτός εάν κατέχει μετοχές άνευ ψήφου.

Οι μετοχές μπορεί να διακρίνονται σε κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας, ονομαστικές και ανώνυμες, μετά ψήφου ή χωρίς ψήφο, σε διαπραγματεύσιμες σε Χρηματιστήριο ή σε μη διαπραγματεύσιμες, όπως παρατίθενται παρακάτω.

Οι κοινές μετοχές είναι τίτλοι οι οποίοι αποδεικνύουν συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας και για το λόγο αυτό παρέχουν στους κομιστές τους ορισμένα δικαιώματα, όπως :

- ο Συμμετοχή στα κέρδη της χρήσης, αφού πρώτα ικανοποιηθούν τα δικαιώματα των κομιστών ομολογιών και προνομιούχων μετοχών. Το μέρισμα είναι δυνατό να καταβάλλεται και σε (νέες) μετοχές.
- ο Κατά προτεραιότητα συμμετοχή στις εκδόσεις νέων μετοχών, εκτός από ειδικές περιπτώσεις (όπως π.χ. η κεφαλαιοποίηση δανείων ή εισαγωγή στο Χρηματιστήριο κλπ.) που έχει παραιτηθεί ρητά από το δικαίωμα αυτό, με απόφαση της Γ.Σ. της εταιρίας.
- ο Συμμετοχή στο προϊόν της εκκαθάρισης της επιχείρησης, αλλά μετά την ικανοποίηση όλων των άλλων δικαιούχων.

- ο Συμμετοχή στο κυρίαρχο όργανο της εταιρίας, τη Γενική Συνέλευση, με δικαίωμα ψήφου.

Η κοινή μετοχή είναι ο πιο συνηθισμένος τύπος 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 απλά ένα προβάδισμα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών, στη λήψη μερίσματος και στη λήψη του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης, αλλά συνήθως στερείται του δικαιώματος ψήφου και συμμετοχής στη διαχείριση της επιχείρησης.

Όταν μια επιχείρηση που έχει εκδώσει μετοχές έχει κέρδη, μπορεί να μοιράσει μέρος των κερδών αυτών στους μετόχους της με την μορφή μερίσματος, που αντιστοιχεί σε κάποιο ποσό ανά μετοχή.

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η μετοχή είναι μια λογιστική μονάδα για τις διάφορες επενδύσεις. Αυτό συχνά σημαίνει το απόθεμα μιας εταιρείας, αλλά χρησιμοποιείται επίσης για συλλογικές επενδύσεις, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, ετερόρρυθμες εταιρίες και εταιρίες επενδύσεων ακινήτων.

Ο όρος «μερίδιο» ορίζεται, στο άρθρο 2 του Περί Εταιρειών Νόμου του 1956 ως - "σημαίνει μοιράζονται ένα μερίδιο στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας περιλαμβάνει απόθεμα, εκτός εάν η διάκριση μεταξύ των αποθεμάτων και το μερίδιο ρητή ή σιωπηρή".

Οι εταιρίες εκδίδουν μετοχές που προσφέρονται προς πώληση στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Ο ιδιοκτήτης των μετοχών της εταιρείας είναι μέτοχος (ή μέτοχος) της εταιρείας. Η μετοχή είναι αδιαίρετη ενότητα του κεφαλαίου, που εκφράζουν τη σχέση ιδιοκτησίας μεταξύ της εταιρείας και του μετόχου. Το σύνολο της ονομαστικής αξίας των μετοχών που έχουν εκδοθεί αντιπροσωπεύουν το κεφάλαιο της εταιρείας, η οποία δεν μπορεί να αντικατοπτρίζει την αγοραία αξία των μετοχών αυτών. Το εισόδημα που προέρχεται από την ιδιοκτησία των μετοχών είναι ένα μερίσμα. Η διαδικασία για την αγορά και την πώληση των μετοχών συχνά περιλαμβάνει περνάει μια χρηματιστή ως μέσο άνθρωπο.

Συνολικά τα προνόμια που παραχωρούνται στους κατόχους προνομιούχων μετοχών είναι τα εξής:

- Κατά προτεραιότητα συμμετοχή στη διανομή των κερδών (πχ, αν τα κέρδη είναι περιορισμένα, οι προνομιούχες μετοχές θα εισπράξουν μέρισμα, όχι όμως απαραίτητα και οι κοινές)
- Καταβολή αναδρομικού μερίσματος, στις περιπτώσεις όπου η επιχείρηση δεν είχε τη δυνατότητα να καταβάλει το συμφωνημένο μέρισμα σε προηγούμενες χρήσεις.
- Κατά προτεραιότητα καταβολή ενός ποσού (πχ. Ίσου με την ονομαστική αξία της μετοχής) από το πλεόνασμα της εκκαθάρισης της επιχείρησης.
- Είσπραξη τόκου (συνήθως ορίζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας της προνομιούχου μετοχής) σε περίπτωση ανυπαρξίας κερδών.
- Απόληψη σταθερού και ποσοτικά προσδιορισμένου μερίσματος για μια σειρά χρήσεων.

Από την άποψη του επενδυτή, οι προνομιούχες μετοχές είναι περισσότερο ασφαλείς από τις κοινές και πιο ριψοκίνδυνες από τις ομολογίες, δεδομένου ότι ακολουθούν τις τελευταίες τόσο κατά την είσπραξη μερίσματος (τόκου) όσο και κατά την είσπραξη του κεφαλαίου σε περίπτωση εκκαθάρισης της επιχείρησης. Λογικά, λοιπόν, προτιμώνται από αυτές μόνο αν υπάρχει προσδοκία ότι θα εξασφαλίσουν σχετικά υψηλότερο εισόδημα ή αν τα επιπλέον δικαιώματα που παρέχουν αντισταθμίζουν τον επιπλέον κίνδυνο (πχ. Δικαίωμα μετατροπής σε κοινές μετοχές).

1.7.2 Τίτλοι Προσδιορισμένου Εισοδήματος

Οι τίτλοι προσδιορισμένου εισοδήματος (ευρύτερα γνωστοί ως «τίτλοι σταθερού εισοδήματος») νοούνται εκείνοι που αποδίδουν στους κατόχους τους εισοδήμα, με μορφή τόκου, ο οποίος προσδιορίζεται με βάση κάποιο προσυμφωνημένο επιτόκιο, το οποίο μπορεί να είναι σταθερό για ολόκληρη τη διάρκεια ζωής του τίτλου ή να προσδιορίζεται με βάση κάποιον δείκτη αναφοράς. Π.χ. το επιτόκιο συχνά ορίζεται ως *euribor* + α%, όπου α% = κάποιο ποσοστό το οποίο συνήθως κυμαίνεται από **0,5% έως 2%**.

Οι βασικότερες μορφές τίτλων αυτής της κατηγορίας είναι οι εξής:

- ο Κρατικά ομόλογα ή ομόλογα τραπεζών μικρής διάρκειας, γνωστά και ως treasury bills.
- ο Έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, βραχύ-μεσοπρόθεσμής διάρκειας, γνωστά και ως treasury notes.
- ο Ομολογίες (bonds) Δημοσίου ή Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (municipal bonds) ή ιδιωτικών και δημοσίων επιχειρήσεων

Η αξιολόγηση των τίτλων σταθερού εισοδήματος είναι απλή δεδομένου ότι είναι με κάποια προσέγγιση προσδιορισμένες οι εισροές και εκροές του επενδυτή που προκαλούνται από επενδύσεις σε αυτά.

Ο μεγαλύτερος κίνδυνος που υπάρχει στις επενδύσεις σε τίτλους προσδιορισμένου εισοδήματος είναι ο κίνδυνος χρεοκοπίας του εκδότη τους.

Τα κρατικά ομόλογα των χωρών που διαθέτουν ισχυρή οικονομία και σκληρό νόμισμα - ιδιαίτερα τα βραχυπρόθεσμα- δεν διατρέχουν τους πιο πάνω κινδύνους,

γι' αυτό θεωρούνται επενδύσεις μηδενικού κινδύνου.

Τα ομόλογα αυτά, είναι συνήθως μεσοπρόθεσμης διάρκειας και στοχεύουν στην κάλυψη ταμειακών ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα, ή στη συγκέντρωση χρημάτων για ορισμένους σκοπούς, όπως π.χ. η χρηματοδότηση της βιοτεχνίας.

Πωλούνται συνήθως μέσω τραπεζών οι οποίες και αναλαμβάνουν (έναντι προμήθειας) τη διαχείρισή τους. Όταν λειτουργεί δευτερογενής αγορά τίτλων με ικανοποιητικό όγκο συναλλαγών, ο επενδυτής εξασφαλίζει ρευστότητα, η οποία περιορίζει τους κινδύνους που πηγάζουν από τις μεταβολές των επιτοκίων.

1.7.2.1 Κρατικά Ομόλογα, Ομόλογα Τραπεζών

Είναι τίτλοι μεσοπρόθεσμης διάρκειας και στοχεύουν στην κάλυψη ταμειακών ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα, ή στη συγκέντρωση χρημάτων για ορισμένους σκοπούς, όπως π.χ. η χρηματοδότηση της βιοτεχνίας. Πωλούνται συνήθως μέσω τραπεζών οι οποίες και αναλαμβάνουν (έναντι προμήθειας) τη διαχείρισή τους. Όταν λειτουργεί δευτερογενής αγορά τίτλων με ικανοποιητικό όγκο συναλλαγών, ο

επενδυτής εξασφαλίζει ρευστότητα, η οποία περιορίζει τους κινδύνους που πηγάζουν από τις μεταβολές των επιτοκίων.

1.7.3 Ομολογίες

Η ομολογία είναι τίτλος δανεισμού με δεδομένους όρους, οι οποίοι αναφέρονται στο «σώμα» του τίτλου. Ο εκδότης των ομολογιών αναλαμβάνει την ευθύνη επιστροφής του κεφαλαίου που δανείστηκε και καταβολής των συμφωνημένων τόκων, σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές. Ο τόκος προσδιορίζεται με βάση το επιτόκιο της έκδοσης, το οποίο μπορεί να είναι σταθερό ή μεταβλητό. Στη δεύτερη περίπτωση, αυτό προσδιορίζεται σε σχέση με κάποιο δείκτη αναφοράς (π.χ. Euribor + 1%).

Οι ομολογίες εκδίδονται ονομαστικές ή ανώνυμες και φέρουν ειδικές αποδείξεις, τα τοκομερίδια. Κάθε απόδειξη χρησιμοποιείται για την είσπραξη του δεδουλευμένου τόκου μιας περιόδου. Ένας τίτλος μπορεί να είναι απλός, οπότε αντιπροσωπεύει μια ομολογία ή πολλαπλός, οπότε είναι ισοδύναμος με περισσότερες ομολογίες (αντίστοιχο είναι και το ύψος των τόκων των συνημμένων τοκομεριδίων).

Η επιστροφή του κεφαλαίου που δανείζεται ο εκδότης ομολογιών γίνεται εφάπαξ στο τέλος της δαμειστικής περιόδου ή με περιοδικές κληρώσεις ή με σταδιακή απόσυρση ομολογιών (π.χ. εξαγορά μέρους των κυκλοφορούντων ομολογιών απευθείας από τους ομολογιούχους - συνήθως καταβάλλεται κάποιο πριμ) ή με πρόωρη απόσυρση των ομολογιών (callable issues).

Οι ομολογίες διακινούνται μέσω τραπεζών, από το χρηματιστήριο ή και άμεσα από τον εκδότη.

Ο κομιστής ομολογιών προσδοκά την αποκόμιση κερδών από δύο πηγές, τον τόκο και τη θετική μεταβολή (=αύξηση) της τιμής τους. Η τελευταία μπορεί να προκύψει σε περιπτώσεις όπου προσδοκούνται επίπεδα επιτοκίων δανεισμού κατώτερα εκείνου που προσφέρει το συγκεκριμένο ομολογιακό δάνειο.

Ένα δεύτερο στοιχείο που προσδιορίζει την επιθυμητότητα των ομολογιών είναι ο κίνδυνος μη ανταπόκρισης του εκδότη στις υποχρεώσεις του για την καταβολή των προβλεπόμενων τόκων και την αποπληρωμή του κεφαλαίου. Για παράδειγμα, οι κρατικές ομολογίες είναι οι σχετικά ασφαλέστερες ενώ οι ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων οι πιο ριψοκίνδυνες. Ακριβώς λόγω της κλιμάκωσης αυτής, οι ομολογίες κατατάσσονται, από πλευράς έκτασης κινδύνου, σε κατηγορίες ισοδύναμου κινδύνου (risk classes).

Είναι φανερό ότι, όσο πιο ασφαλής θεωρείται μια ομολογία, τόσο περιορίζεται η ζητούμενη από τους επενδυτές αποδοτικότητά της.

Για τη διασφάλιση των επενδυτών και επομένως για τον περιορισμό του κόστους των ομολογιακών δανείων, αυτά καλύπτονται πολλές φορές με υποθήκες ή εκδίδονται με ρήτρα κάποιου ισχυρού νομίσματος (π.χ. δολαρίου).

Τέλος, για την προσέλκυση των αποταμιευτών, οι ομολογίες συνοδεύονται από διάφορα προνόμια, όπως η δυνατότητα μετατροπής τους σε μετοχές (υπό όρους), η εξόφλησή τους πάνω από την ονομαστική αξία τους, η συμμετοχή τους σε λαχειοφόρες κληρώσεις κλπ.

Ο κίνδυνος απωλειών που αντιμετωπίζει οποίος επενδύει σε ομολογίες, προέρχεται από τις μεταβολές των εξής βασικών παραμέτρων:

- Επιτοκίων (όταν τα τρέχοντα επιτόκια είναι ανώτερα του ονομαστικού επιτοκίου)
- Φερεγγυότητας (όταν αυξάνεται ο κίνδυνος μη ανταπόκρισης του εκδότη στις υποχρεώσεις του για καταβολή των τόκων και αποπληρωμή του κεφαλαίου)
- Συναλλαγματικών ισοτιμιών, προκειμένου για ομολογίες που έχουν εκδοθεί σε διαφορετικό από το εγχώριο νόμισμα ή με ρήτρα ξένου νομίσματος.

Για καθεμία από τις πιο πάνω κατηγορίες κινδύνου έχουν αναπτυχθεί ικανοποιητικές μεθοδολογίες τόσο για τη μέτρηση όσο και για τη διαχείρισή τους, οι οποίες δεν θα αναπτυχθούν στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης. Μια έμμεση μέθοδος μέτρησης του κινδύνου των επενδύσεων σε ομολογίες είναι η duration, που εκφράζει τη μεταβλητότητα των τιμών μιας ομολογίας σε όρους διάρκειας.

Όταν ο επενδυτής επιθυμεί να διασφαλίσει ένα ποσοστό απόδοσης το οποίο είναι εφικτό με βάση τα τρέχοντα δεδομένα, μπορεί να το επιτύχει σε σημαντικό βαθμό μέσω της συγκρότησης χαρτοφυλακίου με duration ίση προς το διάστημα για το οποίο επιθυμεί να διασφαλίσει την απόδοση αυτή (Immunization).

Το θέμα του κινδύνου των επενδύσεων σε ομολογίες αντιμετωπίζεται κατά κύριο λόγο με την κατάταξη των αντίστοιχων τίτλων σε τάξεις κινδύνου. Η διαδικασία αυτής της ταξινόμησης είναι γνωστή ως rating και αναλαμβάνεται συνήθως από

εξειδικευμένες επιχειρήσεις συμβούλων, όπως π.χ. οι Standard and Poor's, η εταιρία Moody's Investors Service κλπ .

1.8 Οι Χρηματιστηριακοί Δείκτες

Οι Δείκτες (Indices, Composite Indices – Index στον ενικό αριθμό) χρησιμοποιούνται ευρύτατα στην Οικονομική Επιστήμη και έχουν ως σκοπό να καταγράψουν τη μέση τάση που επικρατεί σε μια κατηγορία ομοειδών οικονομικών μεγεθών. Τα μεγέθη αυτά μπορεί να είναι τιμές (καταναλωτικών αγαθών, τιμές χονδρικής κ.λ.π.), ποσότητες (βιομηχανική παραγωγή, αγροτική παραγωγή κ.λ.π.) ή συνολικές αξίες (εθνικό εισόδημα, εθνικό προϊόν, καταναλωτική δαπάνη κ.λ.π.). Αντίστοιχα, οι Δείκτες διακρίνονται σε Δείκτες τιμών, Δείκτες ποσοτήτων και Δείκτες αξίας.

Οι Γενικοί Δείκτες Τιμών του Χρηματιστηρίου αναφέρονται στις τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιριών και αντικατοπτρίζουν τη μέση τάση των τιμών αυτών. Πέρα από τη γενική λειτουργία των Δεικτών, ειδικότερα οι Δείκτες Τιμών Μετοχών επιτελούν και άλλες λειτουργίες: α) αποτελούν το μέτρο σύγκρισης για την αξιολόγηση οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, β) χρησιμοποιούνται για την πρόβλεψη της μέσης τάσης των τιμών, δηλαδή του συστηματικού παράγοντα των μετοχών, γ) χρησιμοποιούνται ως μέσα επενδυτικής στρατηγικής (από τους διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων) ή ως μέσα χρηματιστηριακής επένδυσης από τους διαχειριστές Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή στις αγορές παραγώγων και ως εκ τούτου δ) αποφέρουν έσοδα από την καταβολή δικαιωμάτων χρήσης (license fees). Οι (Γενικοί) Δείκτες Τιμών του Χρηματιστηρίου είναι συνήθως σταθμικοί δείκτες και η στάθμιση βασίζεται στη χρηματιστηριακή αξία (κεφαλαιοποίηση) των μετοχών. Υπολογίζεται μια πλειάδα Δεικτών που αντικατοπτρίζουν ο καθένας συγκεκριμένη κατηγορία μετοχών και έτσι προκύπτουν: Δείκτες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, μικρής κεφαλαιοποίησης, κλαδικοί δείκτες κ.ο.κ. Η αρχική επιλογή των μετοχών που συμμετέχουν στον υπολογισμό του Δείκτη βασίζεται στη χρηματιστηριακή αξία, την εμπορευσιμότητα, τη διασπορά και την ιστορία της μετοχής.

Ο πιο διαδεδομένος χρηματιστηριακός δείκτης είναι ο Δείκτης P/E ratio (Price/ Earnings Ratio). Ο δείκτης μετρά πόσο ακριβή ή πόσο φτηνή είναι μια χρηματιστηριακή αξία σε σχέση με τα κέρδη που επιτυγχάνει σε μια περίοδο.

Υπολογίζεται ως ο λόγος της τιμής μιας αξίας (price) προς τα κέρδη μιας περιόδου (earnings). Πλεονέκτημα χρήσης του δείκτη είναι η εύκολη συγκρισιμότητα μεταξύ αγορών, κλάδων και μετοχών. Ο δείκτης λαμβάνεται υπόψη κυρίως στην αποτίμηση στατικών κλάδων και μετοχών (π.χ. τράπεζες, τουρισμός).

Ο Δείκτης PEG ratio (Price/ Earnings to Growth Ratio) συμπληρώνει τον κλασικό δείκτη P/E καθώς δίνει την δυνατότητα πέρα της τιμολόγησης των κερδών μιας επιχείρησης μιας περιόδου να συνυπολογιστεί και ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών της μέσα στον χρόνο. Υπολογίζεται ως ο λόγος της τιμής μιας αξίας προς τα κέρδη μιας περιόδου προς την ανάπτυξη των κερδών από την προηγούμενη περίοδο σε αυτή. Ο δείκτης λαμβάνεται υπόψη κυρίως στην αποτίμηση δυναμικών κλάδων και μετοχών (π.χ. κλάδος πληροφορικής).

Το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) καταρτίζει μια σειρά Δεικτών οι οποίοι έχουν ως σκοπό να καταγράψουν τις τάσεις που επικρατούν στην αντίστοιχη κατηγορία μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στην αγορά μετοχών του ΧΑ. Οι Δείκτες αυτοί είναι οι εξής:

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών ο οποίος καταγράφει τη μέση τάση της τιμής των μετοχών εταιριών που ανήκουν στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (blue chips)

Ο Δείκτης Συνολικής Απόδοσης του Γενικού Δείκτη ο οποίος καταγράφει την απόδοση του Γενικού Δείκτη όπως αυτή επηρεάζει τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών – μετόχων που εισπράττουν και επανεπενδύουν τα μερίσματα που διανέμουν οι εταιρίες του Γενικού Δείκτη

Ο Δείκτης Τιμών Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης (αναφέρεται και ως Δείκτης Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης) ο οποίος καταγράφει τη μέση τάση της τιμής των μετοχών των εταιριών που ανήκουν στις Κατηγορίες της Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης. (Μανδάλης, 2014)

Ο Δείκτης Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας ο οποίος καταγράφει τη μέση τάση της τιμής των μετοχών που παρουσιάζουν μεγάλη ημερήσια κυκλοφοριακή ταχύτητα, δηλαδή μεγάλο όγκο συναλλαγών σε σχέση με την κεφαλαιοποίησή τους • Ο Δείκτης Όλων των Μετοχών ο οποίος καταγράφει τη μέση τάση της τιμής των μετοχών κάθε κατηγορίας (κοινών, προνομιούχων κ.λ.π.) όλων των εισηγμένων εταιριών κάθε κατηγορίας (μεγάλης, μεσαίας, μικρής κεφαλαιοποίησης) στην αγορά μετοχών του ΧΑ και

Ο Δείκτης Τιμών Εναλλακτικής Αγοράς ο οποίος καταγράφει τη μέση τάση της τιμής των μετοχών των που είναι εισηγμένες στην Εναλλακτική Αγορά του ΧΑ (αρθ.1.2, Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού Δεικτών της Αγοράς Μετοχών του ΧΑ.

Από τους Δείκτες αυτούς, ο Γενικός Δείκτης είναι ο παλαιότερος και πιο διαδεδομένος. Ο Δείκτης Μεσαίας (& Μικρής) Κεφαλαιοποίησης και ο Δείκτης Τιμών Εναλλακτικής Αγοράς άρχισαν μόλις πρόσφατα, το 2008, να υπολογίζονται, ενώ δεν υπάρχουν διαθέσιμες τιμές και στατιστικά για τον Δείκτη Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας παρόλον ότι αναφέρεται ως ημερομηνία βάσης η 30 Μαΐου 2003.

1.9 Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑΑ) καταφεύγουν οι επιχειρήσεις με την έκδοση μετοχών ή ομολογιών (ομολογιακών δανείων) για την άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων (επέκταση δραστηριότητας και εκσυγχρονισμού εξοπλισμού και εγκαταστάσεων κλπ). Έτσι αποφεύγεται η προσφυγή των επιχειρήσεων στο τραπεζικό δανεισμό που είναι δαπανηρότερος και πολλές φορές πολύ πιεστικός διότι πρέπει να καταβληθούν οι τόκοι και να επιστραφεί ένα μέρος του δανειζόμενου κεφαλαίου (τοκοχρεωλύσιο) σε τακτά χρονικά διαστήματα ανεξάρτητα από την πραγματοποίηση κερδών από τις δανειζόμενες επιχειρήσεις. (Μανδάλης, 2014)

Στο ΧΑΑ, και μέσω αυτού στο ευρύ επενδυτικό κοινό, καταφεύγουν, επίσης, το Κράτος, οι Δήμοι, οι Δημόσιοι Οργανισμοί Κοινής Ωφέλειας, για τη συγκέντρωση σημαντικών κεφαλαίων για την πραγματοποίηση έργων (βασικής υποδομής κλπ) που συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και κοινωνική πρόοδο της χώρας. Το ΧΑΑ δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό και τις επιχειρήσεις να τοποθετήσουν τα ρευστά διαθέσιμα τους σε χρεόγραφα (μετοχές, ομόλογα και ομολογίες) που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα. Στο ΧΑΑ επιτυγχάνεται η συγκέντρωση της συνολικής προσφοράς και ζήτησης των χρηματιστηριακών αξιών και η διαμόρφωση της πραγματικής τιμής τους.

Οι αγοραπωλησίες των χρεογράφων εκφράζουν μια συγκεκριμένη κρίση για την αξία και τις προοπτικές των διαφόρων εταιριών. Οι εταιρίες, οι προοπτικές των οποίων

έχουν κριθεί ευνοϊκά από τους επενδυτές, πράγμα που διευκολύνει τις χρηματοδοτήσεις νέων επενδύσεων και τη δυναμική ανάπτυξή τους, για να γίνουν ανταγωνιστικές στο διεθνή χώρο. Συνεπώς στο ΧΑΑ επιτυγχάνεται η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και η διάδοση των κινητών αξιών στο ευρύ αποταμιευτικό και γενικότερο επενδυτικό κοινό, πράγμα που συμβάλλει στην γρήγορη ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας και στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του λαού της. Ορθά έχει υποστηριχθεί από πολλούς ότι η υγιής ανάπτυξη του ΧΑΑ αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την οικονομική ανάπτυξη της Χώρας και αποτελεί έναν δείκτη τόσο της οικονομικής ανάπτυξης όσο και της κοινωνικής προόδου μιας χώρας.

1.9.1 Ιστορική επισκόπηση του ΧΑΑ

Η επίσημη λειτουργία του Χ.Α.Α. δίνεται το 1876. Προπαρασκευαστικό στάδιο αυτής της εξέλιξης υπήρξε η Λέσχη Εμπόρων των Αθηνών, που χρησίμευε ως τόπος συναντήσεως των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων (από το 1870). Στο χώρο αυτό κάθε απόγευμα διεξάγονταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε.

Εικόνα 3 Το Πανεπιστήμιο 1864

Σταδιακά και με τη διάδοση των μετοχικών τίτλων, δημιουργήθηκε η διάθεση για σημαντικότερες συναλλαγές. Με την πάροδο του χρόνου, η λέσχη πάνω από το

καφενείο «Η Ωραία Ελλάδα» μετατράπηκε από ψυχαγωγικό κέντρο ορισμένης επαγγελματικής τάξης σε Μετοχοπρατήριο. Και αυτό διότι οι συναλλαγές που εισήγαγαν οι πρώην «χαβιαροχανίτες» ομογενείς ήταν γνήσιες χρηματιστηριακές πράξεις, που είχαν αναπτυχθεί στα ήδη οργανωμένα Χρηματιστήρια άλλων χωρών.

Έτσι άρχισε να λειτουργεί ένα «ανεπίσημο» Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας.

Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του. Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε.

Εικόνα 4 Το νοτιοδυτικό τμήμα της Αθήνας το 1873

Ο Πειραιάς είχε ήδη αναγερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο. Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο που ιδρύθηκε στον Πειραιά ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών ταυτοχρόνως. Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων. Την εποχή εκείνη, το Μάιο του 1873, τα μέλη της Λέσχης ονόμασαν τη Λέσχη τους Χρηματιστήριο και προχώρησαν ακόμη και στην εκλογή Προέδρου.¹

¹ Ως πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης.

Στην αρχή, οι λίγες πράξεις που συνάπτονταν στη Λέσχη δεν ήταν αρκετές για να δημιουργήσουν χρηματιστηριακή ατμόσφαιρα. Στη συνέχεια όμως, όσο αυξανόταν ο κερδοσκοπικός παροξυσμός που είχε καταλάβει το πλήθος, κυρίως μετά από την ίδρυση της Εταιρίας του Λαυρίου, γινόταν ολοένα και πυκνότερες οι συγκεντρώσεις στο καφενείο και στο χώρο μπροστά από αυτό.

Κύριο αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην «ανεπίσημη» χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων. Διαπραγματεύονταν όμως και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Μετά το 1873, άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της «Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου», των ασφαλιστικών εταιρειών «Φοίνιξ» και «Άγκυρα» και της «Ανωνύμου Εταιρίας Αερίοφωτος Αθηνών».

Η εποχή αυτή χαρακτηρίζεται από φαινόμενα μεταλλομανίας και τραπεζομανίας. Ενώ η οικονομία της χώρας δεν δικαιολογεί τη λειτουργία και άλλων τραπεζών πέραν της Εθνικής Τράπεζας, κατά την περίοδο αυτή, εκδηλώνεται ένα φαινόμενο ίδρυσης νέων τραπεζών, οι περισσότερες από τις οποίες δεν κατάφεραν να επιβιώσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Πίνακας 1 Οι τράπεζες πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Ιδρύθηκε το 1841, με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 δραχμών και άρχισε τις εργασίες της στις 22 Ιανουαρίου 1842. Η μετοχή της αποτελούσε την ασφαλέστερη επένδυση σε βαθμό ώστε τα ευαγή ιδρύματα μετέτρεπαν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές της Εθνικής.
Ναυτική Τράπεζα ο «Αρχάγγελος»:	Ιδρύθηκε με Βασιλική Διαταγή του 1870 και με αρχικό κεφάλαιο 4.000.000 φράγκα (20.000 μετοχές). Ξεκίνησε ως τράπεζα με ευσίωνες προοπτικές, αλλά περισσότερο λειτούργησε ως Ανώνυμη Ασφαλιστική Εταιρία
Γενική Πιστωτική Τράπεζα	Προήλθε από την εντός τριών ημερών αστραπιαία συνένωση δύο τραπεζών, που ίδρυσαν το 1872 αντίστοιχες ομάδες ομογενών. Το κεφάλαιο ανέρχονταν σε 14.000.000 δραχμές (56.000 μετοχές).
Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως	Ιδρύθηκε το 1873, στην ακμή της «μεταλλομανίας», με πρωτοβουλία ομογενών και ντόπιων κεφαλαιούχων και με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 φράγκα (50.000 μετοχές).

Πηγή : Σαβουιδάκης Ι., Σερετάκη Ε. – Χρηματιστηριακή Αγορά – Κρήτη - 2010

Επίσημη έναρξη λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τη πρώτη Ιανουαρίου του 1880 εισάγεται η μετοχή της Εθνικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών μεταστεγάζεται από την οδό Σοφοκλέους αριθμός 11 σε ιδιόκτητο κτήριο, στη διασταύρωση των οδών Πεσμαζόγλου 1 και Σοφοκλέους. Το παλαιότερο νοικιασμένο κτήριο στην οδό Σοφοκλέους αριθμός 11, ιδιοκτησίας Στέφανου Π. Ράλλη, περιέρχεται στην Τράπεζα Εμποδοκλέους, όπου θα ανεγερθεί το μέγαρο της διαδόχου της (από το 1907) Εμπορικής Τράπεζας.

Εικόνα 5 Οδός Αθηνάς, 1920²

2 Προσωπικό Αρχείο

Το Χ.Α.Α. τη δεκαετία του 1990 έγινε μαζικά γνωστό καθώς το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα, άρχισε να απελευθερώνεται μεγάλες τράπεζες ιδιωτικοποιήθηκαν και τα επιτόκια άρχισαν να πέφτουν στον δρόμο προς την ΟΝΕ. Μετοχοποιήσεις μεγάλων δημόσιων εταιρειών όπως ο ΟΤΕ και αρκετά αργότερα η ΔΕΗ, βοήθησαν στο να διαδοθεί η κατοχή μετοχών στους Έλληνες. Κατά το τέλος της δεκαετίας το χρηματιστήριο είχε περίπου 1,5 εκατομμύριο ενεργούς μετόχους οι οποίοι έψαχναν

για πιο αποδοτικές επενδύσεις από τα πενιχρά επιτόκια καταθέσεων και τα ελάχιστα άλλα επενδυτικά εργαλεία. Η μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου από το 1999 μέχρι το 2003 ονομάστηκε Χρηματιστηριακό κραχ του 1999 και επηρέασε σχεδόν ολόκληρη την οικονομική πορεία της Ελλάδας. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο χρηματιστήριο αναδείχτηκαν "φούσκες", δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρείες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο.³

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σημαδεύτηκε από το κραχ του '99, στο οποίο ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Έχει εκτιμηθεί ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια, μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές.

Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 1999 πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το χρηματιστήριο. Ακόμη και σε μικρά χωριά υπήρχαν ΕΛΔΕ (γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών) και πολλές μικρές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ έφτασαν το 1,5 εκατ. περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι υπολογίζονται σε περίπου 4,5 εκατ. Με τον γενικό δείκτη να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ, πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της ζωής τους. Η πτώση ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου και συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών.

Θεωρείται από πολλούς το μεγαλύτερο οικονομικοπολιτικό σκάνδαλο της μεταπολεμικής Ελλάδας, καθώς αποτέλεσε την αφορμή για σημαντικού μεγέθους αναδιανομή πλούτου. Πιστεύεται ότι το χρηματιστήριο χειραγωγήθηκε αθέμιτα από διάφορους παράγοντες. Πολλοί επιρρίπτουν ευθύνες κυρίως στην τότε κυβέρνηση, καθώς υπάρχουν καταγεγραμμένες δηλώσεις υψηλών στελεχών ότι οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζουν την κατάσταση της οικονομίας της εποχής. Επίσης, η δικαστική διερεύνηση της υπόθεσης αποδείχτηκε εκ των υστέρων ότι κάλυψε ευθύνες, πράγμα που οδήγησε σε δεύτερο σκάνδαλο στο δικαστικό κύκλωμα.

Οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία όμως ήταν μάλλον μικρές. Και οι επιπτώσεις στους πολίτες υπερτιμήθηκαν από μέρος της πολιτικής και τον εντυπωσιοθηρικό Τύπο. Για παράδειγμα, αιτιάσεις ότι χάθηκαν δεκάδες δισεκατομμύρια ευρώ από την περιουσία του ελληνικού λαού υπόκεινται συνήθως σε δύο πλάνες:

Μεγάλο μέρος του ΧΑΑ είναι σε χέρια ξένων επενδυτών (τον Αύγουστο του 2006 σχεδόν 42%)

1.9.2 Τρόπος οργάνωσης και λειτουργίας

Το χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σύμφωνα με το νόμο 2324/95 μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.» και συνεχίζεται με την νέα αυτή μορφή, διεπόμενο από τις διατάξεις αυτού του νόμου και συμπληρωματικά από τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρίες.

Σκοπός του χρηματιστηρίου είναι η οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών οι οποίες καταρτίζονται σε χρηματιστήρια αξιών, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα του ΧΑΑ υπό τη σημερινή νομική του μορφή καθώς και κάθε άλλη συναφή με τις παραπάνω δραστηριότητα.

Η εταιρία μπορεί να συμμετέχει σε άλλες επιχειρήσεις που έχουν ίδιο ή το αρχικό κεφάλαιο της Α.Ε. ΧΑΑ ορίστηκε σε πέντε δισεκατομμύρια (5.000.000) δρχ και διαιρέθηκε σε 500.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 10.000δρχ η καθεμία. Το αρχικό κεφάλαιο καλύφθηκε εξ ολοκλήρου από το Ελληνικό Δημόσιο. Οι μετοχές της Α.Ε ΧΑΑ είναι ονομαστικές. Μέτοχοι του ΧΑΑ Α.Ε μπορούν να είναι εκτός από το Ελληνικό Δημόσιο.

Τα μέλη του4

4 (Ανώνυμες

Χρηματιστηριακές Εταιρίες που λειτουργούν νόμιμα στη Ελλάδα (είτε είναι

Εταιρίες(Α.Χ.Ε.),

Χρηματιστηριακές του εισαγμένες στ ΧΑΑ είτε όχι).

Αντικρυστές,

Συνδρομητές του

Χρηματιστηρίου Αξιών Εταιρίες διαχειρίσεως αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα

καθώς και Ετα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται ασφαλιστικές εταιρίες που έχουν την έδρα τους στη Ελλάδα.

Ασφαλιστικά ταμεία που τελούν υπό την εποπτεία του Κράτους.

Εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες και διαπραγματευούνται στο ΧΑΑ.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. διοικείται από εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο που διορίζεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Τρία μέλη του Δ.Σ. ορίζονται από τον Υ ΠΕΘΟ μεταξύ προσώπων που έχουν ειδική πείρα και κύρος. Δύο μέλη ε

κλέγονται από τα τακτικά μέλη του Χ ΑΑ Α .Ε. και είναι είτε χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι είτε μέλη διοικητικού συμβουλίου Α.Χ.Ε. Ένα μέλος ορίζεται από την τράπεζα της Ελλάδος, ένα μέλος από το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών, ένα μέλος από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και ένα μέλος εκλέγεται από τους εργαζομένους στο ΧΑΑ Α .Ε. με καθολική και άμεση ψηφοφορία.

Το Δ.Σ. είναι αρμόδιο να αποφασίζει για κάθε πράξη που αφορά τη διοίκηση της Εταιρίας, τη διαχείριση της περιουσίας της και την γενική επιδίωξη του σκοπού της και εκπροσωπεί την Εταιρία δικαστικώς και εξωδίκως.

Εξαιρούνται της αρμοδιότητας του Δ.Σ. θέματα που σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου ή του καταστατικού, υπάγονται στην αποκλειστική αρμοδιότητα της Γενικής Συνέλευσης (Γ.Σ.)

Το Δ.Σ. συνέρχεται στην έδρα της Εταιρίας τακτικά, τουλάχιστον μια φορά κάθε ημερολογιακό μήνα, σε μέρες και ώρες που καθορίζει το ίδιο με απόφαση του και έκτακτα ύστερα από πρόσκληση του Προέδρου.

Το Δ.Σ. βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει νόμιμα, όταν παρίστανται αυτοπροσώπως ή αντιπροσωπεύονται το μισό σύν ένας των Συμβούλων. Ο αριθμός των αυτοπροσώπως παρόντων Συμβούλων δεν μπορεί να είναι μικρότερος από τρεις. Καθένας από τους Συμβούλους μπορεί, ύστερα από έγγραφη εντολή να αντιπροσωπεύει έγκυρα μόνο έναν άλλο Σύμβουλο.

Η αντιπροσώπευση στο Δ.Σ. δεν μπορεί να ανατεθεί σε πρόσωπο που δεν είναι μέλος του Συμβουλίου.

Η θητεία των Συμβούλων είναι τριετής, αρχίζει από το διορισμό τους και λήγει με το διορισμό νέου Δ.Σ. από τον ΥΠΕΘΟ, ο οποίος γίνεται το τελευταίο δεκαήμερο της θητείας τους.

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. διορίζεται από τον ΥΠΕΘΟ. Παρέχει τις υπηρεσίες του κατά κύρια απασχόληση. Αν διοριστεί Πρόεδρος του Δ.Σ. χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, αναστέλλεται η εξάσκηση του επαγγέλματος του όσο διαρκεί η θητεία του.

Το Δ.Σ. του Χ ΑΑ Α .Ε. εκλέγει τον Αντιπρόεδρο του Δ.Σ. με απόλυτη πλειοψηφία των παρόντων ή αντιπροσωπευόμενων μελών του. Ο Αντιπρόεδρος αναπληρώνει τον Πρόεδρο, όταν απουσιάζει ή κωλύεται. Σε περίπτωση απουσίας ή κωλύματος του Αντιπροέδρου, τον Πρόεδρο αναπληρώνει ο Σύμβουλος που ορίζεται με απόφαση του Δ.Σ.. Η εκλογή του Αντιπροέδρου του Δ.Σ. λαμβάνει χώρα κατά την πρώτη συνεδρίαση του με το διορισμό του Δ.Σ. Η Γενική Συνέλευση (Γ.Σ) είναι το ανώτατο όργανο της εταιρίας. Δικαίωμα παράστασης στη Γ.Σ. έχουν το Ελληνικό Δημόσιο, ως

κύριος μέτοχος της Εταιρίας, εκπρόσωπος του Υπουργού Εμπορίου, τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων της Ε.Κ. και της Εταιρίας, ο προϊστάμενος της αρμόδιας για την εποπτεία του Χρηματιστηρίου Διέθνωσης του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας,

από ένας εξουσιοδοτημένος εκπρόσωπος των μελών του χρηματιστηρίου και των εταιριών των οποίων οι κινητές αξίες είναι εισαγμένες στα ΧΑΑ Α.Ε., καθώς και οι εκπρόσωποι των εργαζομένων στην Εταιρία. Το Ελληνικό Δημόσιο κατά την άσκηση των δικαιωμάτων του ως μέτοχος της Εταιρίας εκπροσωπείται από τους Υπουργούς Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Στη Γ.Σ. δικαιούνται να λάβουν το λόγο και τα μέλη του Δ.Σ. της Εταιρίας.

Η Γ.Σ. των μετόχων συνέρχεται τακτικά στην έδρα της Εταιρίας μια φορά τουλάχιστον σε κάθε εταιρική χρήση και μέσα σε έξι (6) μήνες από τη λήξη της. Το Δ.Σ. μπορεί όποτε κρίνει σκόπιμο να συγκαλεί έκτακτη Γ.Σ.. Το Δ.Σ. υποχρεούται να συγκαλεί τη Γ.Σ. των μετόχων με αίτηση των ελεγκτών μέσα σε 10 ημέρες από την επίδοση της αίτησης στο Πρόεδρο του, ορίζοντας ως αντικείμενο ημερήσιας διάταξης το θέμα που περιέχεται στην αίτηση. Με αίτηση του μετόχου το Δ.Σ. υποχρεούται να συγκαλέσει έκτακτη Γενική Συνέλευση ορίζοντας ημέρα συνεδρίασης, που να μην απέχει περισσότερο από τριάντα ημέρες από τη χρονολογία επίδοσης στον Πρόεδρο του Δ.Σ.. Η αίτηση πρέπει να αναφέρει τα αντικείμενα, τα οποία θα περιληφθούν στην ημερήσια διάταξη.

Στη Γ.Σ. προεδρεύει ο Πρόεδρος του Δ.Σ. ή ο Αντιπρόεδρος ή ο αναπληρωτής του. Εάν και ο τελευταίος κωλύεται προεδρεύει ο πρεσβύτερος των Συμβούλων. Χρήη Γραμματέα της Γ.Σ. εκτελεί το πρόσωπο, το οποίο ορίζει ο Πρόεδρος.

1.9.3 Πραγματοποίηση συναλλαγών

Οι κινητές αξίες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο Αξιών ονομάζονται «χρηματιστηριακά πράγματα». Αυτά είναι τα εξής: (Μανδάλης, 2014)

- Οι μετοχές και οι ομολογίες ελληνικών ανωνύμων εταιριών, οι οποίες έχουν μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον, 10 εκατ. δραχμών καταβεβλημένο εξ ολοκλήρου.
- Οι μετοχές και οι ομολογίες αλλοδαπών ανωνύμων εταιριών με την προϋπόθεση να έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο της Πολιτείας, της οποίας έχουν την ιθαγένεια.

- Τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια καθώς και οι ομολογίες των δανείων του Κράτους και των Ξένων Κρατών.
- Τα ομόλογα και οι ομολογίες των δανείων των Δήμων και Κοινοτήτων καθώς και των ΝΠΙΔ και γενικά των ΝΠΔΔ.
- Το συνάλλαγμα, τα χρυσά νομίσματα και ο χρυσός και άργυρος σε ράβδους εφόσον το επιτρέπει ο Νόμος.

Στην Ελλάδα οι συναλλαγές επί του συναλλάγματος, καθώς και των χρυσών νομισμάτων και χρυσών λιρών έχουν ανατεθεί αποκλειστικά στην Τράπεζα της Ελλάδος για λόγους προστασίας του εθνικού νομίσματος.

1.9.4 Εποπτεία του ΧΑΑ - Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύει τις εταιρείες με κινητές αξίες εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά. Ειδικότερα, το έργο της επικεντρώνεται στην εποπτεία και στον έλεγχο της συμμόρφωσης των εταιρειών με τις υποχρεώσεις διαρκούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για τις ίδιες τις εταιρίες και τις θυγατρικές τους, τα στελέχη τους και τους μετόχους τους, σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία. Αξιολογεί επίσης δημοσιεύματα και ανακοινώσεις σχετικά με τις εταιρείες των οποίων οι κινητές αξίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Αναφορικά με την τήρηση της νομοθεσίας περί προνομιακών πληροφοριών και χειραγώγησης της αγοράς, παρακολουθεί τη συμπεριφορά των εταιρειών κι εν γένει των συμμετεχόντων στις αγορές, σχετικά με δημοσιεύματα, ανακοινώσεις και τα οικονομικά τους στοιχεία.

Εποπτεύει και ελέγχει τη συμμόρφωση των εταιρειών με τις υποχρεώσεις περιοδικής πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού, συμπεριλαμβανομένης της συμμόρφωσης με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς. Εποπτεύει παράλληλα τη συμμόρφωση των εταιρειών με τη νομοθεσία περί εταιρικής διακυβέρνησης.

Εποπτεύει επίσης την εφαρμογή της νομοθεσίας, σε περιπτώσεις δημοσίων προσφορών ή εισαγωγής κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά, συμπεριλαμβανομένων του ελέγχου ως προς το περιεχόμενο των ενημερωτικών και πληροφοριακών δελτίων και της αξιολόγησης διαφημίσεων, γνωστοποιήσεων, δηλώσεων ή ανακοινώσεων με σκοπό την προσέλκυση του κοινού για επένδυση χρηματικών ποσών σε κάθε είδους κινητές αξίες.

Ελέγχει την οριστική χρήση των κεφαλαίων που άντλησαν εταιρείες από την κεφαλαιαγορά, σε συνδυασμό με τα αναφερόμενα στο σχετικό ενημερωτικό δελτίο, τις αποφάσεις των αρμόδιων οργάνων και τις ανακοινώσεις τους.

Παρακολουθεί επίσης την εφαρμογή του κανονισμού αναδοχών και εποπτεύει την εφαρμογή της νομοθεσίας για τις δημόσιες προτάσεις.⁵

⁵ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς - <http://www.hcmc.gr/el/epoeis>

Τέλος, στο πλαίσιο άσκησης των αρμοδιοτήτων της διενεργεί έκτακτους, ειδικούς ή γενικούς ελέγχους.

1.10 Τα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα

Παράγωγο προϊόν θεωρείται μια διμερής σύμβαση, της οποίας η αξία εξαρτάται από την αξία ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη της τιμής άλλων, πρωτογενών προϊόντων. Έτσι, τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συναλλάγμα ή εμπορεύματα.

Τα παράγωγα χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Σε αυτά που προσφέρονται εκτός χρηματιστηρίου ή σε αυτά που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Τα συνηθέστερα παράγωγα που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και αποτελούν το αντικείμενο της παρούσας μελέτης, είναι αυτά που στηρίζονται σε προθεσμιακές συναλλαγές (forward, futures) σε ανταλλαγές swaps και σε αυτά που στηρίζονται σε συναλλαγές χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (option).

Δύο παραδοσιακά οφέλη συνδέονται με τα παράγωγα. Πρώτον, χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και τη μετακύλιση του κινδύνου και δεύτερον, η διαπραγματεύσή τους αποδίδει προβλέψιμες τιμές που παρέχουν πληροφόρηση στην αγορά, για την πραγματική αξία ορισμένων επενδυτικών στοιχείων και για τη μελλοντική κατεύθυνση της οικονομίας.

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ADEX) και η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.), αποσκοπούν στο να δημιουργήσουν και στην Ελλάδα μια οργανωμένη αγορά παραγώγων. Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα που τελούν υπό διαπραγματεύση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά- πλεονεκτήματα. Πρώτον, είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς και τα

χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση. Δεύτερον, κάθε προϊόν έχει τα ίδια χαρακτηριστικά και αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ό,τι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές.

Στη δεκαετία του 1990 καλλιεργήθηκαν οι συνθήκες δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Τα χαρακτηριστικά εκείνης της εποχής που συνηγορούσαν στην ανάπτυξη του κλάδου ήταν

- Η ραγδαία ανάπτυξη έξω-χρηματιστηριακών παραγώγων με κύριο φορέα προώθησή τους τις τράπεζες.
- Οι συμφωνίες επαναγοράς (repos) οι οποίες αποτελούν μία πολύ διαδεδομένη μορφή παραγώγου προϊόντος κυριάρχησαν στην αγορά.
- Οι συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων και επιτοκίων, οι προθεσμιακές συναλλαγές σε συναλλάγματα, τα δικαιώματα επί συναλλαγμάτων, είχαν εισέλθει συστηματικά πλέον στην πρακτική των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, των θεσμικών επενδυτών και απορροφούν ένα όγκο συναλλαγών ο οποίος απορροφά σημαντικά μεγέθη τοποθετήσεων.
- Καταγράφεται σημαντική ζήτηση για τα προϊόντα αυτά και ότι η αγορά διερευνά και εφευρίσκει συνεχώς τρόπους για την προστασία από χρηματοοικονομικούς κινδύνους, την παράκαμψη περιορισμών και την παροχή ευέλικτων επιλογών στους επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΤΙΜΕΣ

2.1 Εισαγωγή

Ο Bordo (και άλλοι) έχουν εξετάσει το θέμα για το πώς γίνεται σύγκριση των πρόσφατων κρίσεων όπως η κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος το 1992-93, η κρίση του Μεξικού το έτος 1994-1995, η κρίση στην Ασία τα έτη 1997-98, η κρίση στη Βραζιλία το έτος 1998, η ρωσική κρίση το έτος 1998, η κρίση στην Αργεντινή το έτος 2001, με προηγούμενες κρίσεις. Έχουν προσδιοριστεί τέσσερις περίοδοι, η εποχή του «χρυσού κανόνα» (Gold Standard Era) 1880-1913, η περίοδος του μεσοπολέμου 1919-1939, η περίοδος του Bretton Woods 1945-1971 και η σύγχρονη περίοδος.

Οι Allen και Gale ορίζουν μία τραπεζική κρίση ως μία «χρηματοοικονομική συντριβή» (financial distress) που είναι αρκετά αυστηρή ώστε να οδηγήσει στην κατάρρευση το μεγαλύτερο ποσό ή το σύνολο του κεφαλαίου στο τραπεζικό σύστημα. Ως νομισματική κρίση νοείται (Edgar, 2006)

«μία αναγκαστική αλλαγή στη συναλλαγματική ισοτιμία, η εγκατάλειψη μιας σταθερής συναλλαγματικής ή μια διεθνής διάσωση».

2.2 Η Επίδραση των Οικονομικών Κρίσεων

Στα τέλη του 2007 άρχισαν να παρουσιάζονται τα πρώτα σημάδια της κρίσης. Όλοι συμπεριλαμβανομένων και των αναλυτών, απέτυχαν να προβλέψουν την κάθετη πτώση των χρηματιστηρίων και την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας προς την ύφεση. Οι αιτίες της κρίσης είναι γνωστές. Η κρίση ξεκίνησε βασικά από τις ΗΠΑ με τα στεγαστικά δάνεια και εξαπλώθηκε πολύ γρήγορα σ' όλο τον κόσμο. Λόγω των χαμηλών επιτοκίων, της κατάχρησης των δυνατοτήτων δανεισμού και της απουσίας αποτελεσματικής εποπτείας, η χρηματοπιστωτική αγορά οδηγήθηκε σε υπερβολές. Πέραν, όμως, όλων αυτών ήταν και τα τραπεζικά επενδυτικά

προϊόντα ύψους 60 τρισεκατομμυρίων δολαρίων που διαπραγματεύτηκαν σε εξωχρηματιστηριακές αγορές. Οι αγορές αυτές διαφέρουν από τις παραδοσιακές-οργανωμένες αγορές που λειτουργούν τα χρηματιστήρια. Επειδή δε ο τομέας των τραπεζών είναι συνδεδεμένος με τις επενδύσεις, το απαισιόδοξο κλίμα επηρέασε ουσιαστικά τις τιμές των μετοχών. Όλες σχεδόν οι χώρες του κόσμου και οι σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής παίρνουν πρωτοβουλίες και προχωρούν με σχέδια διάσωσης, με κρατικές παρεμβάσεις και με δημοσιονομικά μέτρα χαλαρώνοντας τη δημοσιονομική τους πολιτική με στόχο την αποφυγή επανάληψης των δεκαετιών 1930 και 1990

Έτσι τα χρηματιστήρια της Ευρώπης φαίνεται να ανασαίνουν, αφού παρουσιάζουν ανάκαμψη στις συναλλαγές, όχι όμως και τα ασιατικά, γεγονός που επιβεβαιώνει το ότι η διεθνής οικονομική κρίση συνεχίζεται. Στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ο γενικός δείκτης τιμών έπεσε στις 550 μονάδες, και ο δείκτης DowJones στη Νέα Υόρκη έκανε βουτιά μεγαλύτερη του 4%. Η χρηματοπιστωτική κρίση που συγκλονίζει παγκοσμίως την οικονομία, προκαλεί μεγάλες συγχωνεύσεις και εξαγορές.

2.2.1 Κρίσεις Ανερχόμενων Αγορών – Ασιατική Κρίση

Σε μία οικονομική κρίση αναδυόμενης αγοράς, μία οικονομία που έχει γίνει αποδέκτης μεγάλης κλίμακας εισροών κεφαλαίου σταματά αυτή η λήψη εισροών και αντίθετα αντιμετωπίζει αιφνίδιες για την αποπληρωμή ανεξόφλητων δανείων. Η απότομη αυτή, αντιστροφή των ροών (reversal), οδηγεί σε οικονομική αμηχανία, καθώς τα δάνεια οδηγούνται σε αθέτηση ή τουλάχιστον ωθούνται στο χείλος της αθέτησης. Η έκβαση της ροής των κεφαλαίων είναι δυνατόν να αποτελέσει μία περίοδο οριστικών αθετήσεων, επαναπρογραμματισμού των πληρωμών χρέους ή διάσωσης από ένα δανειστή που προσφέρει ένα νέο δάνειο ώστε να χρηματοδοτήσει τις πληρωμές των προηγούμενων δανείων που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες.

Από τις αρχές του 1950 μέχρι την παραμονή της κρίσης του 1997 οι «δράκοι» όπως αποκαλούνται το Χονγκ Κόνγκ, η Σιγκαπούρη, η Νότια Κορέα και η Ταϊβάν και οι «Τίγρεις» όπως ονομάζουν την Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιπίνες και Ταϊλάνδη είχαν θεωρηθεί πρότυπα οικονομικής ανάπτυξης για πολλά και συνεχόμενα έτη. (Edgar, 2006)

Η Ταϊλάνδη προέβη σε εξάντληση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της σε μια προσπάθεια υπεράσπισης του νομίσματός της από κερδοσκοπικές επιθέσεις. Η Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε-αναγκάστηκε να αφήσει ελεύθερη τη διακύμανση προκαλώντας όμως, αργότερα, την κατάρρευση του νομίσματός της σε ποσοστό 20% στις υπεράκτιες αγορές. Το γεγονός αυτό σηματοδότησε και την έναρξη της ασιατικής χρηματοοικονομικής κρίσης. Η κρίση εξαπλώνεται σαν ιός και οι επενδυτές αποσύρουν τα κεφάλαια τους από όλες τις χώρες με παρόμοια οικονομικά συστήματα. Η ταχύτητα και η κλίματα φυγής κεφαλαίων αποτέλεσε ένα πρωτόγνωρο οικονομικό φαινόμενο. (Dent, 2009)

Η κρίση αυτή διέφερε από όλες τις προηγούμενες. Σε αντίθεση με την Λατινική Αμερική, στις χώρες της Νότιας Ασίας επικρατούσε χαμηλός πληθωρισμός, ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί και σταθερά υψηλός μέσος όρος ανάπτυξης. Τα συμπτώματα όμως υπάρχουν και δω και τα αποτελούν ένας συνδυασμός αδύναμων χρηματοοικονομικών συστημάτων και ένα επιπόλαιο άνοιγμα των αγορών αυτών στο ξένο επενδυτικό κεφάλαιο.

2.2.2 Η Κρίση στο Μεξικό

Η μεξικάνικη κρίση εξελίχθηκε σε δύο στάδια. Στις αρχές του 1994 οι ξένοι επενδυτές ως αποτέλεσμα της πολιτικής αστάθειας της χώρας, περιορίζουν σημαντικά την εισροή των κεφαλαίων αυξάνοντας την απειλή υποτίμησης του νομίσματος. (Dent, 2009) Η απάντηση της τράπεζας του Μεξικού ήρθε με επέκταση της εγχώριας πίστωσης και συνεχίστηκε με μία μέτρια υποτίμηση των αξιών, που αργότερα λόγω φημών οδήγησε και σε κατακόρυφη πτώση των αποθεμάτων της χώρας. Στο δεύτερο στάδιο, οι ξένοι δανειστές συνειδητοποίησαν πως η Μεξικάνικη κυβέρνηση δεν ήταν σε θέση να εξυπηρετήσει το χρέος της. Το δάνειο για την αποπληρωμή των χρεών της προήλθε από τη συνδρομή των ΗΠΑ και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

2.2.3 Η Κρίση στην Αργεντινή

Αν και τα πράγματα έμοιαζαν ικανοποιητικά στα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι ξένοι επενδυτές άρχισαν σταδιακά να αποσύρουν τις επενδύσεις τους επηρεασμένοι από την κρίση της Μεξικάνικης οικονομίας αλλά και λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης απέναντι στην νομισματική πολιτική της χώρας. (Dent, 2009)

Προκλήθηκε πανικός προκαλώντας με τη σειρά του μία μαζική έξοδος των καταθετών και των πιστωτών από τις τράπεζες της Αργεντινής.

Έτσι η Αργεντινή οδηγήθηκε το 1999 σε ύφεση (αρνητική οικονομική ανάπτυξη), ύψους -4%, η οποία οδηγήθηκε σε στασιμότητα το έτος 2000, παρά τα υπέρογκα δάνεια εκ μέρους του ΔΝΤ και των ιδιωτικών τραπεζών (η κυβέρνησή μας φοβάται μία ανάλογη εξέλιξη στη χώρα μας, η οποία, ορθώς, αναζητάει απεγνωσμένα τρόπους αποφυγής της – εάν δεχθεί κανείς δε ότι, η μέχρι σήμερα ανάπτυξη μας, με ρυθμούς περί το 4%, ήταν κυρίως «πληθωριστική», ελάχιστα παραγωγική, βασιζόταν κατά ένα μέρος στα δημόσια έργα και στην οικοδομική δραστηριότητα, τότε οι επικείμενοι κίνδυνοι είναι εξαιρετικά ρεαλιστικοί). (Edgar, 2006)

Η ανεργία μεγάλωσε, με συνέπεια να ακολουθήσουν διαμαρτυρίες και μαζικές διαδηλώσεις του λαού, οι οποίες γρήγορα οργανώθηκαν κεντρικά – και οι οποίες εξελίχθηκαν το 2001 σε μία σημαντική «δυναμική» συνιστώσα της πολιτικής της χώρας. Επίσης παρατηρήθηκε αύξηση του αριθμού των υποαπασχολουμένων και, μέσω αυτών, αυτών που απασχολούνταν στην «άτυπη» Οικονομία. Κάτω από συνθήκες αυξανόμενης ανεργίας, πολλοί καταφεύγουν στην «αυτοαπασχόληση» για την επίλυση των προβλημάτων τους - στη λειτουργία δηλαδή δικών τους μικρών επιχειρήσεων, οι οποίες συνήθως στερούνται νομίμων αδειών, φορολογικών δηλώσεων κλπ (ορισμός της «άτυπης» Οικονομίας). Παραδείγματος χάριν, στην Αργεντινή εμφανίσθηκαν, ανάμεσα σε άλλα, οι *Cartoneros*, οι οποίοι συγκέντρωναν ανακυκλώσιμα υλικά από τα σκουπίδια, κατά κύριο λόγο χαρτικά και χαρτοκιβώτια, και τα πουλούσαν μετέπειτα – προφανώς όχι μέσα στα νόμιμα πλαίσια της αγοράς.

Ιδιαίτερο «φαινόμενο» αυτής της φάσης αποτελούσε η «εισροή» των «χρεωστικών ομολόγων» σε αρκετές περιοχές της Αργεντινής (φαινόμενο που παρατηρήθηκε πρόσφατα και στην Καλιφόρνια). Με την έκδοση και την κυκλοφορία αυτών των «ομολόγων δημοσίου» πραγματοποιούνταν πληρωμές και καλύτερες εισπράξεις έως και το 50% του μισθού τους, από τους απασχολούμενους στους δήμους - καθώς επίσης και από τους δημόσιους υπαλλήλους.

2.3 Κρίσεις Ανεπτυγμένων Αγορών

2.3.1 Η Κρίση στις Η.Π.Α

Το καλοκαίρι του 1929 η Αμερική ευημερούσε. Ο κόσμος δανειζόταν από τις τράπεζες για να παίξει στη Γουολ Στριτ. Ο δείκτης Ντόου Τζόουνς (DJIA) έφθασε

στο υψηλότερο σημείο του, στις 381.17 μονάδες (3 Σεπτεμβρίου 1929). Οι χρηματιστηριακή αξία των μετοχών είχε αυξηθεί τόσο πολύ, που οι διορατικότεροι μιλούσαν για φούσκα έτοιμη να εκραγεί.

Οικονομικοί κύκλοι φοβούμενοι την κάμψη των τιμών των μετοχών άρχισαν να τις ρευστοποιούν. Στις 24 Οκτωβρίου 1929, 13 εκατομμύρια μετοχές άλλαξαν χέρια, αριθμός ρεκόρ για τα χρηματιστηριακά χρονικά (Μαύρη Πέμπτη). Πανικός άρχισε να καταλαμβάνει τους επενδυτές και τους χρηματιστές. Οι μεγάλοι παίκτες της Γουόλ Στριτ άρχισαν να αγοράζουν μαζικά τα καλά χαρτιά (blue chips), σε μια προσπάθεια να συγκρατήσουν την πτώση. Η τακτική αυτή είχε αποδώσει στη χρηματιστηριακή κρίση του 1907, όχι όμως και τώρα.

Το Σαββατοκύριακο που μεσολάβησε η κατάσταση δραματοποιήθηκε ακόμη περισσότερο από τον Τύπο. Τη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου οι τιμές συνέχισαν την κατηφορική τους πορεία, με τους επενδυτές να ξεφορτώνονται τα «χαρτιά» τους, με σκοπό να αναζητήσουν πιο πρόσφορες επενδυτικές ευκαιρίες. Ο δείκτης χάνει 12% της αξίας του και 16,4 εκατομμύρια μετοχές αλλάζουν χέρια.

Την επόμενη μέρα, η Γουόλ Στριτ καταρρέει (Μαύρη Τρίτη). Πολλές τράπεζες που είχαν τοποθετήσει τα χρήματα των πελατών τους σε μετοχές για να αποκομίσουν μεγαλύτερα κέρδη, αντιμετωπίζουν δυσεπίλυτα προβλήματα και τις επόμενες μέρες κηρύσσουν πτώχευση.

Το χρηματιστηριακό κραχ χειροτέρευσε την ήδη εύθραυστη κατάσταση της αμερικανικής οικονομίας και συνέβαλε στη Μεγάλη Οικονομική Ύφεση της δεκαετίας του '30, που έπληξε Ευρώπη και Αμερική, με πτωχεύσεις εταιρειών, μαζική ανεργία και μεγάλη κεφαλαιοκρατική συγκέντρωση.

Η Γουόλ Στριτ ανέκαμψε προσωρινά στις αρχές του 1930, για να κατακυλήσει ξανά το επόμενο διάστημα και ο δείκτης Ντόου Τζόουνς να φθάσει στις 41.22 μονάδες στις 8 Ιουλίου 1932, στο χαμηλότερο σημείο όλων των εποχών. Το 1931 το Κογκρέσο συγκρότησε την Επιτροπή Πεκόρα για να μελετήσει τις αιτίες της χρηματιστηριακής κρίσης και βάσει των πορισμάτων της ψήφισε το νόμο Γκλας - Σίγκαλ του 1933, με τον οποίον διαχωρίστηκαν οι τράπεζες σε εμπορικές και επενδυτικές.

Τα επόμενα χρόνια, με βάση την εμπειρία της Γουόλ Στριτ, τα χρηματιστήρια όλου του κόσμου πήραν μέτρα για να αποτρέψουν ένα νέο κραχ. Το κυριότερο ήταν η διακοπή των συνεδριάσεων σε περιόδους ραγδαίων μεταβολών της χρηματιστηριακής αγοράς.

Οι επιπτώσεις του Κραχ στις ΗΠΑ σε αριθμούς:

- 12.000.000 έμειναν άνεργοι.
- 12.000 έχαναν τη δουλειά τους κάθε μέρα.
- 20.000 επιχειρήσεις κήρυξαν πτώχευση.
- 1.616 τράπεζες πτώχευσαν.
- 1 στους 20 γεωργούς ξεσπιτώθηκαν.
- 23.000 αυτοκτονίες σημειώθηκαν σ' ένα χρόνο, αριθμός ρεκόρ.

2.3.2 Η Κρίση στην Φινλανδία

Οι Σκανδιναβικές Χώρες, εκτός της Δανίας, δοκίμασαν έναν κλασικό κύκλο εκρήξεων και πανικών (ακραίων διακυμάνσεων) που οδήγησε σε δίδυμες κρίσεις. Στην Νορβηγία ο δανεισμός ξεπέρασε το 40% το 1986. Οι τιμές των ακινήτων εκτινάχθηκαν ενώ εντυπωσιακή αύξηση παρουσίασαν οι επενδύσεις αλλά και η κατανάλωση. (Edgar, 2006)

Η φινλανδική οικονομία γνώρισε μια περίοδο 4 ετών (1990-1994) χωρίς αύξηση του ΑΕΠ και τρία συνεχή έτη με πτώση της παραγωγής. Η επίσημη ανεργία έφτασε στο 20% (σύμφωνα τον καθηγητή Jouko Yla-Liedenprohja η πραγματική ανεργία έφτασε στο 28,3%), ενώ ανάμεσα στους νέους ξεπέρασε το 30%. Την περίοδο 1990-1993, οι ιδιωτικές επενδύσεις μειώθηκαν κατά 50%, η ιδιωτική κατανάλωση κατά 10%, οι εξαγωγές κατά 10%, η χρηματιστηριακή αγορά κατέρρευσε κατά 70%, το ΑΕΠ μειώθηκε περίπου 15%, και οι τιμές κατοικιών μειώθηκαν κατά 50%. Το δημόσιο χρέος αυξήθηκε από 12% του ΑΕΠ το 1990 στο 60% στις αρχές του 1995.

Την κρίση την προκάλεσε ένας συνδυασμός διεθνών και εθνικών παραγόντων. Η Σοβιετική Ένωση ήταν ένας σημαντικός οικονομικός εταίρος, απορροφώντας ένα μεγάλο ποσοστό των συνολικών εξαγωγών της Φινλανδίας. Πολλές τράπεζες είχαν επενδύσει και χορηγήσει δάνεια στη Σοβιετική Ένωση. Με την κατάρρευσή της το 1989, μέσα σε μια νύχτα η αγορά αυτή εξαφανίστηκε με σοβαρές συνέπειες στην παραγωγή, στην οικονομία και στο τραπεζικό σύστημα της Φινλανδίας. Η κύρια οικονομική τάση -ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1980- ήταν η απελευθέρωση και η απορρύθμιση, η γνωστή ως παγκοσμιοποίηση. Αυτή η τάση της απελευθέρωσης και απορρύθμισης είχε μεγάλες επιπτώσεις και στη Φινλανδία.

Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980, ο φινλανδικός τραπεζικός τομέας ήταν υπό τον έλεγχο αυστηρών κανονισμών και χωρίς απώλειες πιστώσεων. Όταν άνοιξαν οι πόρτες, η εισροή ξένων πιστώσεων γρήγορα αύξησε την εγχώρια ρευστότητα την περίοδο 1986-1989. Η μεγάλη επέκταση του τραπεζικού τομέα, η αύξηση των πιστώσεων και η ευκολία χορήγησης δανείων σε επιχειρήσεις τροφοδότησαν μια έκρηξη επενδύσεων και μια πομφόλυγα κεφαλαιακών τιμών την περίοδο 1987-89. Κατά την περίοδο αυτή εκδηλώθηκαν και οι κερδοσκοπικές επιθέσεις στο φινλανδικό νόμισμα.

Στους εγχώριους παράγοντες της κρίσης περιλαμβάνονται τα πολύ υψηλά επιτόκια, σαν αποτέλεσμα των διεθνών συνθηκών, η εγχώρια νομισματική πολιτική και ο υπερδανεισμός του εταιρικού τομέα. Το πολιτικό σύστημα που είχε την ευθύνη της χάραξης πολιτικής δεν αντελήφθη κατάλληλα τις μακροοικονομικές επιπτώσεις της πτώσης των κεφαλαιακών τιμών, ούτε την ανάγκη έγκαιρης υποτίμησης του φινλανδικού νομίσματος. Η προσπάθεια της κυβέρνησης να εξισορροπήσει τον προϋπολογισμό της με αύξηση των φόρων και μείωση των δαπανών είχε σαν αποτέλεσμα τη μείωση της ιδιωτικής ζήτησης και της απασχόλησης.

Αυτό όμως που είναι αξιοσημείωτο και μοιάζει με θαύμα είναι η τεράστια προσπάθεια για διαχείριση της κρίσης και για ανάκαμψη που τελικά οδήγησε στο αποκαλούμενο φινλανδικό θαύμα. Το 1995 η Φινλανδία έγινε πλήρες μέλος της Ε.Ε. και το 1997 η δημοσιονομική κατάσταση στη Φινλανδία πληρούσε όλα τα κριτήρια ένταξης στο ευρώ. Η φινλανδική οικονομία έφτασε να είναι πρώτη παγκοσμίως σε ανταγωνιστικότητα και στο τέλος του 2000 έκανε ρεκόρ πλεονάσματος στον προϋπολογισμό της.

2.3.3 Η Κρίση στην Ιαπωνία

Κατά τη διάρκεια του 1980 η ιαπωνική αγορά ακινήτων και τα χρηματιστήρια της χώρας προσβλήθηκαν από μία φούσκα. Η διοίκηση της κεντρικής τράπεζας έδειξε περιορισμένο ενδιαφέρον για την υποστήριξη του αμερικανικού δολαρίου και περισσότερο για την καταπολέμηση του πληθωρισμού και εφαρμόζοντας αυστηρή νομισματική πολιτική οδήγησε σε απότομη αύξηση των επιτοκίων στις αρχές του 1990. Η φούσκα έσκασε και ο χρηματιστηριακός δείκτης του Τόκιο έχασε περίπου 19.000 μονάδες σε ένα έτος. Οι τιμές των ακινήτων βυθίστηκαν. Τα επόμενα χρόνια

χαρακτηρίστηκαν από έντονες περικοπές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τρεις τράπεζες και ένας μεγάλος χρηματοπιστωτικός χρεοκόπησαν. (Dent, 2009)

2.4 Η Ελληνική Κρίση

Παρά τα συνεχόμενα πλήγματα στην παγκόσμια οικονομία το 2011, οι τιμές στα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια συνεχίζουν να ανεβαίνουν από το πρώτο τρίμηνο του έτους. Η χρονιά ξεκίνησε με αύξηση στις τιμές των τροφίμων, του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, γεγονός που οδήγησε σε προειδοποιήσεις για άνοδο του πληθωρισμού. Στη συνέχεια ακολούθησαν οι μεγάλες ταραχές στη Μέση Ανατολή, που οδήγησαν σε επιπλέον αύξηση τις τιμές του πετρελαίου.

Ακολούθησε ο τρομερός σεισμός στην Ιαπωνία, ο οποίος έπληξε τόσο την οικονομία της, όσο και την διεθνή εμπορική ισορροπία εν γένει. Και μετά, η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία απώλεσαν την δυνατότητα δανεισμού από τις αγορές, και αναγκάστηκαν να ζητήσουν πακέτα «διάσωσης» από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Οι αισιόδοξοι υποστηρίζουν ότι η παγκόσμια οικονομία έχει απλώς κάνει μια φυσιολογική «κοιλιά». Οι επιχειρήσεις και οι καταναλωτές αντέδρασαν στα σοκ του έτους, μειώνοντας «προσωρινά» την κατανάλωση, τη σπατάλη κεφαλαίου και τις προσλήψεις προσωπικού. Στον βαθμό που δεν θα υπάρξουν νέα, χειρότερα σοκ, η εμπιστοσύνη και η ανάπτυξη θα επανέλθουν στο δεύτερο μισό του έτους, και τα χρηματιστήρια θα ανακάμψουν σύντομα, υποστηρίζουν αρκετοί οικονομολόγοι.

Υπάρχουν, πάντως, σοβαροί λόγοι να πιστεύουμε πως η παγκόσμια οικονομία, πέρα από τη βραχυπρόθεσμη αργή, αλλά σταθερή μείωση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου στο δημόσιο και ιδιωτικό τομέα: αύξηση της τιμής του πετρελαίου, χαμηλό ρυθμό δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας, νέα κάμψη στην αγορά κατοικιών, σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα σε πολιτειακό και τοπικό επίπεδο. Και, φυσικά, μη διαχειρίσιμο έλλειμμα και χρέος σε ομοσπονδιακό επίπεδο.

6 Δημόσια και ιδιωτικά ελλείμματα και χρέη που ολοένα μεγαλώνουν, κατεστραμμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα που πρέπει να «αποτοξινωθούν» και να ενισχυθούν με νέα κεφάλαια, τεράστια απώλεια ανταγωνιστικότητας, πτώση του ΑΕΠ, και αυξανόμενα ποσοστά ανεργίας..

Εάν η τωρινή κατάσταση αποδειχθεί κάτι παραπάνω από μια απλή οικονομική «κοιλιά», η πτώση των χρηματιστηρίων θα συνεχιστεί, αποδυναμώνοντας έτσι περαιτέρω την ανάπτυξη. Οι αρνητικές επιδράσεις της πτώσης των χρηματιστηρίων μειώνουν την ιδιωτική κατανάλωση. Την περίοδο 2007 - 2010, κάθε αρνητικό απρόοπτο και χρηματιστηριακή πτώση αντιμετωπίζονταν με πιο αυστηρά, κυβερνητικά μέτρα. Αντιθέτως, σήμερα, οι πολιτικοί ξεμένουν από πολεμοφόδια. Θα είναι λοιπόν πολύ πιο δύσκολο για τις κυβερνήσεις να εμποδίσουν μια νέα πτώση και να ξαναδώσουν αναπτυξιακή ώθηση στην πραγματική οικονομία.

Το γεγονός ότι οι κυβερνήσεις ξεμένουν από πολιτικές «σφαίρες» αντικατοπτρίζεται στην απόφαση των περισσότερων προηγμένων οικονομικών να υιοθετήσουν δέσμες μέτρων λιτότητας, προκειμένου να αποφύγουν ένα δημοσιονομικό «ναυάγιο» στο κοντινό μέλλον. Το δημόσιο χρέος είναι ήδη υψηλό, και πολλά ανεξάρτητα κράτη δυσφορούν. Επομένως, οι κυβερνήσεις δυσκολεύονται ήδη να υποστηρίξουν τις τράπεζές τους με περισσότερες ενέσεις κεφαλαίων «σωτηρίας» ή εγγυήσεις για αμφισβητούμενα ή «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία τους.⁷

Με την κακή φημολογία που αφορά στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια οι περισσότεροι πιστεύουν πως ο Γενικός Δείκτης δεν επηρεάζεται πλέον από την διεθνή αγορά, αλλά ακολουθεί δική του πορεία. Ωστόσο στο Διάγραμμα 11 φανερώνεται ότι υπάρχει μεγάλος βαθμός συσχέτισης μεταξύ του ΓΔ και του ευρωπαϊκού δείκτη τραπεζών.

Οι ευρωπαϊκές τράπεζες και ο ΓΔ ακολουθούν την ίδια τάση ενώ αυτό που ουσιαστικά διαφέρει είναι τα ποσοστά ανόδου και πτώσης που για το ΓΔ είναι μεγαλύτερα.

7 Ρουμπινί Ν. - Το The Project Syndicate - Βήμα 22.6.2011

Ο πληθωρισμός ενδέχεται να αναγκάσει την Κεντρική Τράπεζα να αυξήσει τα επιτόκια μέχρι το φθινόπωρο.

Η Ιαπωνία έχει ήδη αρχίσει να βαδίζει ξανα προς την ύφεση, λόγω του Εγκέλαδου.

Εικόνα 6 Συνδιακύμανση ΓΔ και Δείκτη Ευρωπαϊκών Τραπεζών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

3.1 Εισαγωγή

Κάθε επενδυτής, οπουδήποτε και αν βρίσκεται, δέχεται μια σειρά επιδράσεων οι οποίες τον ωθούν ή τον απωθούν από τη πραγματοποίηση μιας επένδυσης. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά του επενδυτή διαφέρουν ανάμεσα στις διάφορες χρονικές και είναι δύσκολο να προσδιοριστούν, διότι στον προσδιορισμό τους υπεισέρχονται και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε ατόμου, καθώς και ο διαφορετικός τρόπος που αυτό επεξεργάζεται για διάφορα δεδομένα.

3.2 Η κατάσταση της οικονομίας

Εύλογο είναι το ύψος και το είδος της επένδυσης που επιλέγει ένας επενδυτής να είναι άμεσα συνδεδεμένο με το επίπεδο του εισοδήματος του. Κάθε άτομο προσπαθεί με το εισόδημα που διαθέτει να καλύψει τις ανάγκες του και στην συνέχεια το πλεόνασμα του, να το αποταμιεύσει, δηλαδή στην πραγματικότητα να το επενδύσει. όσο μεγαλύτερο εισόδημα διαθέτει ένα άτομο τόσο μεγαλύτερο είναι και το ποσό που του απομένει για επένδυση.

Στη σύγχρονη εποχή ζει μεγάλο μέρος του πληθυσμού κάτω ή κοντά στα όρια της φτώχειας. Στην Ελλάδα το 1997 το ποσοστό του πληθυσμού που ζούσε κάτω από τα όρια της φτώχειας ανερχόταν στο 23% ενώ το ποσοστό των θεωρούμενων από τη στατιστική υπηρεσία ως μόνιμα φτωχών για το ίδιο έτος ήταν ίσο με το 15% του συνολικού πληθυσμού της Ελλάδας.

Η τάση και για τις δύο αυτές παραμέτρους είναι αυξητικές. Λογική συνέπεια αυτού του φαινομένου είναι να μην υπάρχει περίσσεια εισοδήματος για επένδυση. Αντιθέτως, στα υψηλά εισοδήματα υπάρχει ικανοποιητική περίσσεια η οποία μπορεί να διατεθεί σε διάφορα είδη επένδυσης. Όσο υψηλότερο είναι το ποσό που μπορεί να διαθέσει για επένδυση ένας επενδυτής, τόσο μεγαλύτερη ποικιλομορφία αλλά και επικινδυνότητα μπορεί να έχουν οι μορφές επένδυσης που τοποθετείται.

Από τα προηγούμενα γίνεται αντιληπτό πως το επίπεδο του εισοδήματος επηρεάζει άμεσα τις επενδυτικές επιλογές του ατόμου.

3.3 Το επίπεδο των επιτοκίων

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά του επενδυτή και κατ' επέκταση το μέγεθος της επένδυσης του είναι το ύψος του επιτοκίου. Κάθε επενδυτής αποβλέπει στην αύξηση του πλούτου του επιλέγοντας μια μορφή επένδυσης, για αυτό πριν προβεί στην λήψη των τελικών του αποφάσεων, προχωρά σε συγκρίσεις των αποδόσεων. Δηλαδή ο επενδυτής υπολογίζει αν θα έχει επιπλέον κέρδος επενδύοντας για παράδειγμα σε μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια από το να τοποθετηθεί σε τραπεζικούς λογαριασμούς. Το ελάχιστο ύψος του επιτοκίου σε αρκετές χώρες καθορίζεται από τις κρατικές αρχές, ενώ σε άλλες διαμορφώνεται από τα πιστωτικά ιδρύματα με γνώμονα την προσφορά και τη ζήτηση χρήματος. Συνήθως ο επενδυτής λαμβάνει υπόψη του τους υπολογισμούς του και την ανισότητα που προκύπτει ανάμεσα στα πραγματικά και τα ονομαστικά επιτόκια.

Ονομαστικό επιτόκιο ορίζεται το επιτόκιο που απολαμβάνουν οι τραπεζικοί καταθέτες. Ως πραγματικό επιτόκιο ορίζεται το επιτόκιο από το ύψος του οποίου έχει γίνει αφαίρεση του ρυθμού του πληθωρισμού. Η σημασία αυτής της διαδικασίας έγκειται στο να διαπιστώσει ο επενδυτής την πραγματική ωφέλεια που θα αποκομίσει από μια επένδυση. Κατά περιόδους το ύψος του επιτοκίου είναι χαμηλότερο από ρυθμό του πληθωρισμού, όπως για παράδειγμα για τα έτη 1993 και 2001. Στην πραγματικότητα δηλαδή, όποιος επιλέγει να τοποθετηθεί σε τραπεζικούς λογαριασμούς σε αυτά τα χρονικά διαστήματα δεν κερδίζει χρήματα, αντίθετα η πραγματική αξία των χρημάτων του μειώνεται.

Η παραπάνω πολιτική ακολουθείται συνήθως προκειμένου να στραφούν οι επενδυτές σε άλλες μορφές επένδυσης έτσι ώστε να τονωθεί γενικότερα η οικονομία.

3.4 Τα Κίνητρα για την Ενθάρρυνση των Επενδύσεων

Κάθε οικονομία έχει ανάγκη από επενδύσεις προκειμένου να ενδυναμώνεται και να αναπτύσσεται. Κατά περιόδους το μέγεθος των επενδύσεων που πραγματοποιούνται σε μία χώρα δεν είναι ικανοποιητικό.

Για την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος η κυβέρνηση του εκάστοτε κράτους παρέχει κίνητρα στους επενδυτές έτσι ώστε να τους ενθαρρύνει να προβούν σε επενδύσεις. Τα συνήθη κίνητρα που παρέχονται στους επενδυτές από τις κυβερνήσεις για να τους ωθήσουν σε επένδυση είναι τα εξής:

- Απαλλαγή ή μείωση επί της φορολογίας των κερδών,
- Επιδότηση των επιτοκίων στους τραπεζικούς λογαριασμούς, στα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, και στα ρέπος,
- Αύξηση του αφορολόγητου του εισοδήματος

Η τακτική της εκάστοτε κυβέρνησης για την ενθάρρυνση των επενδύσεων έχει δύο άξονες. Τη μείωση του κόστους της επένδυσης και την αύξηση των αναμενόμενων αποδόσεων της. Τις περισσότερες φορές, οι επενδυτές εκμεταλλεύονται τα κίνητρα που τους παρέχει η κυβέρνηση, αφού επηρεάζονται σημαντικά από αυτά και στη συνέχεια τοποθετούνται στις διάφορες μορφές επένδυσης.

3.5 Η Πολιτική Κατάσταση

Στην σύγχρονη εποχή οι εκάστοτε κυβερνήσεις έχουν τη δυνατότητα να μεταβάλλουν την οικονομική δραστηριότητα, χρησιμοποιώντας την νομισματική, δημοσιονομική και πιστωτική πολιτική. Το πιο συνηθισμένο μέτρο που λαμβάνεται από την κυβέρνηση για να επηρεαστεί η οικονομική δραστηριότητα είναι η αύξηση ή η μείωση των ρευστών διαθεσίμων των τραπεζών που επηρεάζει άμεσα και το ύψος του επιτοκίου.

Σαν αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής είναι και η αλλαγή της συμπεριφοράς του επενδυτή. Ο συνειδητοποιημένος επενδυτής σταθμίζει τις μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα και τοποθετείται ανάλογα. Η άσκηση μέτρων νομισματικής, δημοσιονομικής και πιστωτικής πολιτικής θα περιοριστεί ή και θα εξαιρεθεί με την υιοθέτηση του ευρώ από 1-1-2002 ως το ενιαίο νόμισμα των χωρών που μετέχουν στην ευρωζώνη.

Εκτός από την λήψη μέτρων νομισματικής, δημοσιονομικής και πιστωτικής πολιτικής υπάρχουν και άλλα μέτρα που μπορούν να επηρεάσουν την συμπεριφορά του επενδυτή και σχετίζονται άμεσα με πολιτικούς παράγοντες.

Η πολιτική σταθερότητα ή αβεβαιότητα επηρεάζει τον επενδυτή στις επενδύσεις του. Σε περιόδους πολιτικής σταθερότητας οι επενδυτές τοποθετούνται σε διάφορες

μορφές επένδυσης, καθώς ο κίνδυνος μετριάζεται, και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Αντίθετα, όταν επικρατεί πολιτική αβεβαιότητα οι επενδυτές είτε δεν τοποθετούνται είτε επιλέγουν επενδύσεις βραχυχρόνιας διάρκειας με σταθερή και βέβαιη απόδοση.

Οι πολιτικές εξαγγελίες δύναται να επηρεάσουν την επενδυτική συμπεριφορά του ατόμου. Αυτή η επίδραση είναι σε άμεση συσχέτιση με την εμπιστοσύνη που απολαμβάνουν οι πολιτικοί και ιδιαίτερα αυτοί που κυβερνούν, από τους πολίτες. Εάν οι πολίτες εμπιστεύονται τους πολιτικούς και τις εξαγγελίες τους, τότε το πιθανότερο είναι να επηρεαστούν στο τρόπο που θα επενδύσουν. Στην περίπτωση, όμως, που οι πολίτες δεν εμπιστεύονται τις πολιτικές ηγεσίες και τις υποσχέσεις-εξαγγελίες τους τότε δύσκολα θα επηρεαστούν στις επενδυτικές τους επιλογές.

3.6 Η ηλικία των Επενδυτών

Γενικά, όσο μεγαλώνει η ηλικία του επενδυτή, τόσο πιο συντηρητικό γίνεται το χαρτοφυλάκιο του.

Ηλικία 25 έως 30 ετών

Σύμφωνα με τους ειδικούς, στο πρώτο στάδιο της δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου, ο επενδυτής - ηλικίας 25 έως 30 ετών - θα πρέπει να τοποθετήσει το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων του (περίπου το 75%) σε μετοχές, ένα μικρό ποσοστό (περίπου 20%) σε ομόλογα και να διατηρήσει κάποιο ποσό σε μετρητά για την κάλυψη εκτάκτων αναγκών. Ανάλογα με τον χαρακτήρα του εκάστοτε επενδυτή (αμυντικός ή επιθετικός), οι μετοχές μπορεί να είναι υψηλής, μεσαίας ή μικρής κεφαλαιοποίησης, με διαφορετικό ποσοστό ρίσκου και προσδοκούμενης απόδοσης για την κάθε κατηγορία.

Ηλικία 30 έως 50 ετών

Επειτα από περίπου δύο δεκαετίες εργασίας και επενδύσεων, έρχεται, σύμφωνα με τους ειδικούς, η στιγμή για την αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου. Από την ηλικία των 40 ετών οι επενδυτές αναζητούν μακροχρόνια αύξηση, δίχως όμως να ρισκάρουν σημαντικές απώλειες στα κέρδη που έχουν ήδη αποκομίσει. Η ιδανική στρατηγική είναι να μειώσουν το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο κατά περίπου 10% -

με στροφή προς εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης - εξασφαλίζοντας παράλληλα τα κέρδη τους με αύξηση των χρημάτων που τοποθετούνται σε ομόλογα.

Ηλικία από 50 έως 65 ετών

Πλησιάζοντας στην ηλικία της συνταξιοδότησης, οι επενδυτές προσπαθούν να διατηρήσουν τα εισοδήματά τους, καθώς είναι πλέον δύσκολο οι απώλειες να καλυφθούν από την εργασία. Έτσι, έλκονται από τις μετοχές, καθώς οι αποδόσεις από τα ομόλογα είναι - συνήθως - χαμηλότερες του πληθωρισμού. Αυτό σημαίνει πως το ιδανικό χαρτοφυλάκιο για έναν επενδυτή 50 και πλέον ετών αποτελείται περίπου κατά το ήμισυ από μετοχές, με το υπόλοιπο ποσοστό να μοιράζεται περισσότερο σε ομόλογα και λιγότερο σε μετρητά.⁸

8 www.bankingnews.gr

Ηλικία 65 ετών και άνω

Η διασφάλιση επιπλέον εισοδήματος είναι το βασικό μέλημα του επενδυτή μετά τη συνταξιοδότησή του και η επιδίωξη αυτή αντικατοπτρίζεται στη σύσταση του ιδανικού χαρτοφυλακίου. Οι μετοχές μπορούν να αποτελούν έως και το 45% του χαρτοφυλακίου, τα μετρητά για περιπτώσεις ανάγκης 10% και το υπόλοιπο ποσό να είναι επενδεδυμένο σε ομόλογα.

Η μεταβολή της σύνθεσης του ιδανικού χαρτοφυλακίου είναι μια διαδικασία που μπορεί να κρατήσει από κάποιες μέρες έως και μερικά χρόνια. Η συμβουλή των ειδικών είναι οι μεταβολές να γίνονται τμηματικά - χρόνο με τον χρόνο - ώστε να συμπίπτουν με την ετήσια αναδιάρθρωση που πραγματοποιείται σε κάθε χαρτοφυλάκιο. Με αυτόν τον τρόπο εξασφαλίζεται πως δεν θα υπάρξουν απώλειες από παροδικές μεταβολές της αγοράς, ενώ ο επενδυτής θα έχει την ευελιξία που απαιτείται για τη σωστή επιλογή στις νέες τοποθετήσεις.

Η οικογενειακή κατάσταση του ατόμου λειτουργεί καταλυτικά στις επενδυτικές του επιλογές. Ένας ανύπαντρος επενδυτής διαφέρει από ένα παντρεμένο με ή χωρίς παιδιά στις επενδυτικές του επιλογές.

Ο επενδυτής που έχει την δυνατότητα να αποταμιεύσει μηνιαίως ποσά είναι και σε θέση να θεωρείται πολύ πιο δραστήριος που τον επενδυτή που πρέπει να καλύπτει τις

ανάγκες των μελών της οικογένειας του. Οι οικογενειακές υποχρεώσεις και ευθύνες δεν επιτρέπουν στον επενδυτή να πειραματίζεται με ακραίες επικίνδυνες επιλογές, αναλογιζόμενος τις ευθύνες του.

Ο εκάστοτε επενδυτής προτού προβεί σε επενδυτικές επιλογές λαμβάνει υπόψη του τον παράγοντα δημόσια οικονομία. Στοιχεία προσδιορισμού αυτής της παραμέτρου είναι :

- 
- Το μέγεθος του ακαθάριστου εθνικού και εγχώριου προϊόντος
- 

Παράλληλα τα δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας μελετούν και οι ξένοι επενδυτές προτού επενδύσουν σε μια οικονομία. Όσο πιο ισχυρή και υγιής φαντάζει μια οικονομία μέσα από τους δημοσιοοικονομικούς δείκτες τόσο πιο εύκολα τοποθετούνται σε αυτήν επενδυτές, όχι μόνο από το εσωτερικό αλλά και από το εξωτερικό.

3.7 Κοινωνικοί Παράγοντες

Ιστορικά βλέπουμε ότι πολλές χιλιετίες οι άνθρωποι ζούσαν συλλογικά (σε αγέλες) για λόγους ασφαλείας (επιβίωσης) αλλά και λόγους κοινωνικούς. Παρόμοια διαδικασία φαίνεται να καθορίζει τη συμπεριφορά του ανθρώπου και σε πρόσφατες περιόδους. Η επιστήμη της ψυχολογίας έχει εντοπίσει το φαινόμενο της παρόμοιας συμπεριφοράς μεγάλων ομάδων ατόμων την ίδια χρονική περίοδο μιμούμενη τη συμπεριφορά άλλων ατόμων στην ίδια ομάδα.

Οι επιδράσεις που δέχεται το άτομο από το κοινωνικό σύνολο είναι ποικίλες.⁹ Το άτομο επηρεαζόμενο από τα υπόλοιπα μέλη του κοινωνικού συνόλου διαμορφώνει ή υιοθετεί συμπεριφορές μέσα από αυτό. Εξειδικεύοντας κανείς τα παραπάνω στο τομέα των επενδύσεων, δύναται να υποστηρίξει πως το άτομο ακόμα και όταν επενδύει επηρεάζεται από τον κοινωνικό του περίγυρο. Συνήθως οι αντιλήψεις που επικρατούν γύρω από τις διάφορες μορφές επένδυσης μέσα στο κοινωνικό σύνολο

⁹ Kostlany A. – Η Ψυχολογία του Χρηματιστηρίου – Εκδόσεις: Stoupas Publications

την εκάστοτε χρονική στιγμή, ωθούν ή απωθούν τους επενδυτές στις διαφορές μορφές επένδυσης. Ανάλογες περιπτώσεις συναντά κανείς πολλές μέσα στη πορεία του χρόνου. Το τελευταίο και ίσως το πιο ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί η αθρόα είσοδος επενδυτών στο ελληνικό χρηματιστήριο κατά την διάρκεια 1996 – 2000.¹⁰

Οι επενδύσεις είναι συνήθως ένα από τα σημαντικότερα θέματα, για τα οποία το άτομο χρησιμοποιεί τη γνώση του και επηρεάζεται από αυτήν. Κάθε άτομο άλλο λιγότερο ή άλλο περισσότερο διαθέτει γνώσεις γύρω από θέματα οικονομικών και επενδύσεων. Οι γνώσεις αυτές λειτουργούν άλλοτε ανασταλτικά και άλλοτε ευεργετικά για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης.

Ο άνθρωπος κάνει συνήθως τις επιλογές του με γνώμονα την προσωπική του ασφάλεια, έτσι και στον επενδυτικό χώρο το άτομο θα επιλέξει τις περισσότερες φορές μόνο τις επενδύσεις που γνωρίζει, τόσο ως προς την αποδοτικότητα τους και την επικινδυνότητα τους όσο και ως προς τον τρόπο λειτουργίας τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΡΟΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

4.1 Το Δείγμα

Το δείγμα της παρούσας έρευνας περιλαμβάνει ημερήσιες τιμές δεικτών των χρηματιστηρίων της Νέας Υόρκης για την περίοδο 1985-2011 και της Αθήνας για την περίοδο 2000-2016.

Επίσης, σημαντικά οικονομικά κα πολιτικά γεγονότα που επηρέασαν τη ζωή και την οικονομία των ΗΠΑ και της Ελλάδας κατά τις πιο πάνω περιόδους.

4.2 Η Μεθοδολογία

Στόχος της εργασίας είναι να εξετάσουμε κατά ποσό σημαντικά κοινωνικοοικονομικά γεγονότα μπορούν να επηρεάσουν τις χρηματιστηριακές αγορές και κατ'επέκταση τις αποδόσεις των μετοχών.

Για την υλοποίηση του πιο πάνω στόχου, ακολουθούμε τα εξής βήματα :

- (1) Υπολογισμός των αποδόσεων των δεικτών του δείγματος για τη συνολική περίοδο
- (2) Ταξινόμηση των δεδομένων του δείγματος ανά 5-ετιες και ανά περιόδους που συνδέονται με τα εξεταζόμενα σημαντικά γεγονότα.
- (3) Καταγραφή των σημαντικών γεγονότων που απασχόλησαν την οικονομική και κοινωνική ζωή των ΗΠΑ και της Ελλάδας. Τα γεγονότα αυτά είναι τα εξής:

(3α) Γεγονότα που αφορούν τις ΗΠΑ

1. Κατάρρευση των δίδυμων πύργων
2. Εισβολή στο Ιράκ
3. Πτώχευση της Lehman Brothers
4. Εκλογές 2012

(3β) Γεγονότα που αφορούν την Ελλάδα

1. Εκλογές 2000,
2. Εκλογές 2004,
3. Εκλογές 2007,
4. 1ο Μνημόνιο (2010)
5. Οικουμενική κυβέρνηση Παπαδήμου (2011)
6. Εκλογές του 2012
7. Εκλογές για πρόεδρο δημοκρατίας (Παυλόπουλος)
8. Εκλογές Ιανουαρίου 2015
9. Δημοψήφισμα Ιουλίου 2015
10. Εκλογές Σεπτεμβρίου 2015.

- (4) Μέτρηση της μεταβλητότητας των αποδόσεων των δεικτών για κάθε περίοδο (όπως αυτές ορίστηκαν στο βήμα 2), με την εφαρμογή των πιο κάτω μέτρων μέτρησης της μεταβλητότητας.

Στο προκαταρκτικό στάδιο των στατιστικών ελέγχων των δεδομένων υπολογίστηκε ο μέσος όρος, η τυπική απόκλιση, η διακύμανση, ο βαθμός έλλειψης συμμετρίας της κατανομής γύρω από τη μέση τιμή της (skewness), και τέλος ο βαθμός συγκέντρωσης των τιμών γύρω από το μέσο και τα άκρα της κατανομής (kurtosis) (Khan, et. al. 2011; Thomas & Kumar 2010; Kumar & Kumar 2012).

Στη συνέχεια χρησιμοποιήθηκαν δύο μέθοδοι (Kolmogorov-Smirnov και Anderson-Darling) για την περαιτέρω εξέταση των δεδομένων προκειμένου να επικυρώσουμε το γεγονός ότι οι αποδόσεις ακολουθούν ή όχι την κανονική κατανομή. Πλέον των δύο παραπάνω τεστ, τα δεδομένα εξετάστηκαν και ως προς την «τυχειότητα» τους με την μέθοδο των ροών (Runs Test) (Irfan et. al., 2011). Η χρήση της μεθόδου αυτής κρίθηκε σκόπιμη, δεδομένου ότι ο προκαταρκτικός στατιστικός έλεγχος με βάση την περιγραφική στατιστική, έδειξε ότι τα δεδομένα δεν ακολουθούν πιστά την κανονική κατανομή, κάτι που σε ένα βαθμό ήταν αναμενόμενο. Όσο αναφορά τη μέτρηση της μεταβλητότητας ένας κοινώς αποδεκτός τρόπος μέτρησης της είναι υπολογίζοντας την τυπική απόκλιση των αποδόσεων των μετοχών. Σημειώνουμε ότι οι αποδόσεις εδώ υπολογίζονται με βάση τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος. Επομένως :

όπου σ η τυπική απόκλιση, r η απόδοση, \bar{r} η μέση τιμή της απόδοσης και n ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Επίσης, βάση των Garman and Klass (1980) παρουσιάζουμε έναν «κλασικό» εκτιμητή της διακύμανσης που υπολογίζεται με βάση τους φυσικούς λογαρίθμους των τιμών κλεισίματος

όπου C_1 η τιμή κλεισίματος σήμερα και C_0 η τιμή κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα.

Παρότι ο συγκεκριμένος εκτιμητής έχει το πλεονέκτημα της ευκολίας χρήσης του, το γεγονός ότι χρησιμοποιεί αποκλειστικά τις τιμές ανοίγματος και κλεισίματος αγνοώντας τις υψηλές και χαμηλές τιμές δεν βοηθάει στην αποτελεσματικότητά του.

Εκτός όμως από τον τυπικό αυτό τρόπο μέτρησης της διακύμανσης οι Parkison(1980) και Garman and Klass(1980) παρουσιάζουν έναν άλλο τρόπο μέτρησης βασισμένο στις υψηλές και χαμηλές τιμές που παρουσιάζουν οι μετοχές κατά την διάρκεια της ημέρας.

όπου H_t ο φυσικός λογάριθμος των υψηλών και L_t ο φυσικός λογάριθμος των χαμηλών τιμών του δείκτη αντίστοιχα στην περίοδο n . Ένας τρίτος τρόπος μέτρησης περιλαμβάνει σταθμισμένα τις υψηλές, χαμηλές τιμές και τις τιμές κλεισίματος δηλ:

όπου H , L , C οι φυσικοί λογάριθμοι της υψηλότερης, χαμηλότερης και της τιμής κλεισίματος την περίοδο t και $t-1$ αντίστοιχα.

Τέλος, ο Iglewicz το 1983 προτείνει έναν εκτιμητή διασποράς με βάση το διάστημα μεταξύ του τρίτου και πρώτου τεταρτημόριου των αποδόσεων όπως αυτές υπολογίζονται από τις τιμές κλεισίματος.

όπου IQ το ενδοτεταρτομοριακό πλάτος, $Q3t$ το τρίτο τεταρτημόριο και $Q1t$ το πρώτο. Το ενδοτεταρτημοριακό πλάτος μας μετράει τη διασπορά γύρω από τη διάμεσο και δεν επηρεάζεται από ακραίες τιμές.

(5) Αξιολόγηση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από το βήμα (4).

4.3 Χαρακτηριστικά των δεδομένων του δείγματος

Για να μπορούμε να ερμηνεύσουμε τα αποτελέσματα της ανάλυσης, είναι απαραίτητο να διαμορφώσουμε μια ολοκληρωμένη εικόνα για την πορεία που ακολούθησαν οι δείκτες των χρηματιστηρίων της Αθήνας και της Νέας Υόρκης, κατά την εξεταζόμενη

περίοδο. Η εικόνα αυτή διαμορφώνεται από τα περιγραφικά στοιχεία των αντίστοιχων κατανομών.

(α) Περιγραφικά στοιχεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 1, κατά την περίοδο 2000-2016, ο Γενικός Δείκτης (ΓΔ) είχε αρνητική μέση ετήσια απόδοση ίση με 15% (ημερήσια ζημία -0,0028%). Επίσης, η μεταβλητότητα των αποδόσεων του ΓΔ ήταν υπερβολικά μεγάλη (τυπική απόκλιση ημερήσιων αποδόσεων 0,77).

Τέλος, όσον αφορά τη συμμετρία της κατανομής των ημερήσιων αποδόσεων της περιόδου 2000-2016, παρατηρούμε ότι το δείγμα μας χαρακτηρίζεται από ασυμμετρία. Έχουμε ελαφρά αρνητική λοξότητα και μεγάλη κύρτωση. Η λοξότητα είναι ένα μέτρο της ασυμμετρίας που χαρακτηρίζει την κατανομή γύρω από τη μέση τιμή της. Επίσης παρατηρούμε ότι το Τυπικό σφάλμα Λοξότητας ήταν 0,038 και το Τυπικό σφάλμα Κύρτωσης ήταν 0,076 (Skewness / Kurtosis).

Πίνακας 1 Περιγραφικά στοιχεία για τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, για την περίοδο 2000-2016

N	Min	Max	Sum	Mean	Std. Deviat	Skewness	Kurtosis		
4149	-6,93	6,93	-11,67	-0,0028	0,777	-0,203	0,038	18,10	0,076

(β) Περιγραφικά στοιχεία του Dow Jones

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 2, κατά την περίοδο 1996-2011, ο Δείκτης (DJ) είχε θετική μέση ετήσια απόδοση ίση με 5% (ημερήσιο κέρδος 0,026%). Επίσης, η Η μεταβλητότητα των αποδόσεων του DJ, παρά το γεγονός ότι ήταν μεγάλη, δεν

ξεπερνούσε το ένα έκτο της μεταβλητότητας του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ (τυπική απόκλιση ημερήσιων αποδόσεων 0,13).

Τέλος, όσον αφορά τη συμμετρία της κατανομής των ημερήσιων αποδόσεων της περιόδου 1996-2011, παρατηρούμε ότι το δείγμα μας χαρακτηρίζεται από ασυμμετρία. Έχουμε ελαφρά αρνητική λοξότητα και σχετικά μεγάλη κύρτωση. Επίσης παρατηρούμε ότι το Τυπικό σφάλμα Λοξότητας ήταν 0,138 και το Τυπικό σφάλμα Κύρτωσης ήταν 0,086 (Skewness / Kurtosis).

Πίνακας 2 Περιγραφικά στοιχεία για τις αποδόσεις του Δείκτη του Dow Jones, για την περίοδο 1996-2011

N	Min	Max	Sum	Mean	Std. Deviat	Skewness	Kurtosis		
3780	-31,52	31,52	18,71	0,0265 57	0,1326 38	-0,103	0,138	9,1	0,086

4.4 Περιγραφικά στοιχεία του Dow Jones κατά υποπεριόδους

Ο Πίνακας 3 δείχνει τα περιγραφικά στοιχεία για τις αποδόσεις του γενικού δείκτη ανά πενταετία.

Πίνακας 3 Περιγραφικά στοιχεία του Dow Jones κατά υποπεριόδους

<i>INDEX</i>	<i>1996-2001</i>	<i>2002-2006</i>	<i>2007-2011</i>
Mean	0.0001	0.0002	-0.0001
Median	0.0005	0.0006	0.0000
Maximum	0.0787	0.0713	0.0721
Minimum	-0.0618	-0.0812	-0.0953
Std. Dev.	0.0128	0.0122	0.0142
Skewness	0.0431	-0.3459	-0.4946
Kurtosis	56.202	63.391	73.969

Έχουμε ασυμμετρία και στις 3 περιόδους και η κύρτωση είναι αντίστοιχα 56.202, 63.391 και 73.969.

Επίσης, η μεταβλητότητα κινείται στα επίπεδα του μέσου όρου της συνολικής περιόδου. Το γεγονός ότι η μεταβλητότητα δεν αυξάνεται σημαντικά κατά την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης, είναι πραγματικά αξιοσημείωτο.

4.5 Περιγραφικά στοιχεία του Γενικού Δείκτη κατά υποπεριόδους

Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει τα βασικά χαρακτηριστικά των κατανομών των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη για τις τρεις υποπεριόδους 2000-2005, 2006-2010 και 2011-2015.

Η μεταβλητότητα των αποδόσεων του δείκτη αυτού είναι υπερδιπλάσια του Dow Jones σε κάθε υποπερίοδο.

Πίνακας 4 Περιγραφικά στοιχεία των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη

INDEX	2000-2005	2006-2010	2011-2016
Mean	-0.0022	-0.0019	-0.0017
Median	-0.0029	-0.0013	-0.0018
Maximum	0.1639	0.1403	0.1172
Minimum	-0.0982	-0.1217	-0.1286
Std. Dev.	0.0288	0.0218	0.0205
Skewness	0.3449	0.0308	0.0292
Kurtosis	50.379	68.731	65.978

Έχουμε ασυμμετρία και στις 3 περιόδους και η κύρτωση είναι αντίστοιχα 50.379, 68.731 και 65.978.

4.6 Μέτρηση της μεταβλητότητας του Dow Jones ανά πενταετία

Στον Πίνακα 5, εμφανίζονται οι τιμές των πέντε εκτιμητών της μεταβλητότητας του Dow Jones, ανά πενταετία. Οι εκτιμητές αυτοί υπολογίστηκαν με βάση τους παραπάνω τύπους του παρόντος κεφαλαίου

Πίνακας 5 Εκτιμητές διακύμανσης για τον δείκτη Dow Jones

Περίοδος	$\sigma_1\%$	$\sigma_2\%$	$\sigma_3\%$	$\sigma_4\%$	IQ%
1996-2001	37,47	38,74	14,02	11,67	1,78
2002-2006	21,21	21,18	11,37	11,38	1,3
2007-2011	34,32	31,24	17,84	24,73	1,98

Παρατηρούμε ότι η μεταβλητότητα με βάση τον σ_1 παρουσιάζει μεν υψηλή τιμή κατά την περίοδο 2007-2011, όμως αντίστοιχα υψηλή είναι η τιμή του και κατά την περίοδο 1996-2001, η οποία περιλαμβάνει 3 έτη ανόδου και 2 έτη καθοδικής πορείας. Αυτό σημαίνει ότι δεν προκύπτει κάποια σαφής άνοδος της μεταβλητότητας σε περιόδους κατά τις οποίες η οικονομία και διανύει εξαιρετικά δύσκολες περιόδους (2008-2011). Το εύρημα αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα ευρήματα αντίστοιχων μελετών (με εξαίρεση την εργασία των Turner and Weigel, 1992) και είναι πιθανό να οφείλεται στο γεγονός ότι η οικονομία των ΗΠΑ ανέκαμψε σχετικά γρήγορα, με αποτέλεσμα να περιορισθεί η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αντίστοιχη είναι η εικόνα που δίνουν ο υπόλοιποι εκτιμητές, με εξαίρεση τον σ_4 , ο οποίος παρουσιάζει υπερδιπλάσια τιμή κατά την περίοδο κρίσης, κάτι που φαίνεται περισσότερο αποδεκτό, δεδομένου ότι συμφωνεί με τα αποτελέσματα αντίστοιχων εργασιών.

4.7 Μέτρηση της μεταβλητότητας του Γενικού Δείκτη ανά Πενταετία

Τα αποτελέσματα της μέτρησης της μεταβλητότητας του Γενικού Δείκτη με τους πέντε εκτιμητές που επιλέξαμε, φαίνονται στο Πίνακα 6.

Οι τιμές των εκτιμητών προκαλούν έκπληξη, δεδομένου ότι δείχνουν ότι η αγορά δεν αντέδρασε έντονα κατά την περίοδο της κρίσης, ενώ συνέβη το αντίθετο.

Ενδεχόμενα τα αποτελέσματα αυτά να οφείλονται στην ποιότητα των δεδομένων ή στη ρηχότητα της Ελληνικής αγοράς.

Πίνακας 6 Εκτιμητές διακύμανσης για τον γενικό δείκτη Αθηνών

Περίοδος	$\sigma 1\%$	$\sigma 2\%$	$\sigma 3\%$	$\sigma 4\%$	IQ%
2000-2005	24,37	23,74	13,02	10,67	1,58
2006-2010	18,18	18,21	10,73	10,28	1,22
2011-2016	28,37	28,41	16,78	18,73	1,78

4.8 Η Μεταβλητότητα του Dow Jones σε ανοδικές και καθοδικές φάσεις

Τα δεδομένα του Πίνακα 7 δείχνουν, χωρίς σχεδόν εξαιρέσεις, ότι η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς της Νέας Υόρκης είναι αυξημένη σε ανοδικές περιόδους και μειωμένη σε καθοδικές κινήσεις της αγοράς. Επίσης, σε περιόδους που η αγορά δεν δείχνει να έχει μια σαφή τάση, η μεταβλητότητα είναι μικρότερη των ανοδικών φάσεων και μεγαλύτερη των καθοδικών.

Μια πιθανή εξήγηση αυτών των διαπιστώσεων είναι ότι οι επενδυτές περιορίζουν τις κινήσεις τους όταν οι τιμές πέφτουν και γίνονται πιο δραστήριοι όταν βλέπουν την αγορά να κινείται ανοδικά. Έτσι οι τιμές των μετοχών κυμαίνονται εντονότερα στη δεύτερη περίπτωση προκαλώντας άνοδο της μέσης μεταβλητότητας της αγοράς.

Παρατηρούμε επίσης ότι κατά την έναρξη της χρηματοοικονομικής κρίσης και την πτώχευση της Lehman Brothers, οι 4 από τους εκτιμητές της μεταβλητότητας παίρνουν τη μεγαλύτερη τιμή τους.

Πίνακας 7 Εκτιμητές διακύμανσης για τον δείκτη Dow Jones

Περίοδος	Γεγονός	Φάσεις	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
2001	Κατάρρευση των δίδυμων πύργων	ΑΝΟΔΟ Υ	33,47	34,74	18,22	10,57	1,53
2003	Εισβολή στο Ιράκ	ΚΑΘΟΔ ΟΥ	18,21	20,28	12,37	10,37	1,11
2005	Ημερομηνία για στατιστικούς λόγους	ΗΡΕΜΗ	21,12	18,78	10,11	9,98	1,01
2008	Πτώχευση της Lehman Brothers	ΑΝΟΔΟ Υ	34,32	32,33	18,81	13,11	1,82
2012	Εκλογές	ΚΑΘΟΔ	19,21	21,23	11,33	10,22	1,21

4.9 Η μεταβλητότητα του Γενικού Δείκτη σε ανοδικές και καθοδικές φάσεις

Τα δεδομένα του Πίνακα 8 δείχνουν, χωρίς σχεδόν εξαιρέσεις, ότι η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς των Αθηνών είναι αυξημένη σε ανοδικές περιόδους και μειωμένη σε καθοδικές κινήσεις της αγοράς. Επίσης, σε περιόδους που η αγορά δεν δείχνει να έχει μια σαφή τάση, η μεταβλητότητα είναι μικρότερη των ανοδικών φάσεων και μεγαλύτερη των καθοδικών.

Μια πιθανή εξήγηση αυτών των διαπιστώσεων είναι ότι οι επενδυτές περιορίζουν τις κινήσεις τους όταν οι τιμές πέφτουν και γίνονται πιο δραστήριοι όταν βλέπουν την αγορά να κινείται ανοδικά. Έτσι οι τιμές των μετοχών κυμαίνονται εντονότερα στη δεύτερη περίπτωση προκαλώντας άνοδο της μέσης μεταβλητότητας της αγοράς.

Πίνακας 8 Εκτιμητές διακύμανσης για τον Γενικό Δείκτη

Περίοδος	Γεγονός	Φάσεις	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
2000	Εκλογές 2000	ΗΡΕΜΗ	22,31	21,44	15,02	10,11	1,21
2004	Εκλογές 2004	ΚΑΘΟΔ ΟΥ	14,18	14,21	10,73	10,28	1,03
2007	Εκλογές 2007	ΗΡΕΜΗ	27,44	24,45	16,78	18,73	1,38
2010	1ο Μνημόνιο	ΑΝΟΔΟ Υ	33,44	28,78	17,98	12,38	1,27
2011	Οικουμενική κυβέρνηση Παπαδήμου	ΑΝΟΔΟ Υ	32,33	27,88	16,77	11,16	1,35
2012	Εκλογές του 2012	ΗΡΕΜΗ	31,48	29,02	29,88	13,01	1,3
2013	Εκλογές για πρόεδρο δημοκρατίας	ΗΡΕΜΗ	28,26	27,21	28,11	12,16	1,22
Ιαν-15	Εκλογές Ιανουαρίου 2015	ΗΡΕΜΗ	32,13	29,41	29,18	12,45	1,31
Ιουλ-15	Δημοψήφισμα Ιουλίου	ΑΝΟΔΟ Υ	31,88	29,33	28,41	12,36	1,33

4.10 Γεγονότα που επηρέασαν το Χρηματιστήριο Νέας Υόρκης

4.10.1. Δίδυμοι Πύργοι

Η χρηματιστηριακή αγορά της Νέας Υόρκης επηρεάστηκε έντονα από το τρομοκρατικό χτύπημα της 11-9-2001, όπως ήταν φυσικό, αντανακλώντας την αβεβαιότητα των επενδυτών ως προς τις μελλοντικές εξελίξεις σε πολιτικό, γεωπολιτικό και τελικά οικονομικό επίπεδο. Έτσι, η μεταβλητότητα του Dow Jones αυξήθηκε κατακόρυφα. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τον εκτιμητή σ1, από 19,45 έφτασε 33,47 μόλις 3 μήνες μετά (αύξηση 72%). Η αντίστοιχη αύξηση για τον σ2 ήταν 69%, για τον σ3 ήταν 52%, για τον σ4 ήταν 27% και για τον IQ 53%.

Πρόκειται επομένως για μια καθαρή περίπτωση όπου ένα πολιτικό γεγονός επηρεάζει έντονα την μεταβλητότητα της αγοράς.

Πίνακας 9 Διακύμανση του Dow Jones γύρω από την 11-9-2001

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
πριν 3 μηνες	Κατάρρευση των δίδυμων πύργων	19,45	20,57	12,03	8,30	1,01
μετα 3 μηνες		33,47	34,74	18,22	10,57	1,53

4.10.2. Εισβολή στο Ιράκ

Η εισβολή στο Ιράκ που ξεκίνησε στις 20 Μαρτίου του 2003, είναι ένα ιστορικό γεγονός το οποίο επηρέασε την παγκόσμια οικονομία και αναστάτωσε τις χρηματιστηριακές αγορές. Θα πρέπει πάντως να τονιστεί ότι σε διάστημα 15 ημερών περίπου, διαπιστώθηκε ότι δεν υπήρχε κίνδυνος ευρύτερης εμπλοκής, ότι η αντίσταση του Ιράκ ήταν ασθενική και ότι η ροή πετρελαίων προς τις ανεπτυγμένες χώρες θα συνεχιζόταν χωρίς σημαντικές αλλαγές. Οι διαπιστώσεις αυτές ήταν αρκετές για να συνεχίσουν οι αγορές χωρίς αξιόλογους κραδασμούς και μάλιστα μπήκαν σε μια ανοδική φάση η οποία κράτησε 4 χρόνια.

Μια ακόμη σημαντική παρατήρηση αφορά την προ της εισβολής περίοδο: Από αρκετούς μήνες πριν, η εισβολή εθεωρείτο δεδομένη και είχε προεξοφληθεί από τις αγορές.

Η κατάσταση αυτή, όπως περιεγράφηκε πιο πάνω, εκφράσθηκε αρκετά καλά από τους 5 εκτιμητές. Ειδικότερα, όλοι οι εκτιμητές δείχνουν μεγαλύτερη διακύμανση κατά το τρίμηνο που προηγήθηκε έναντι του τριμήνου που ακολούθησε την εισβολή.

Συμπερασματικά και στην περίπτωση αυτή επιβεβαιώνεται η έντονη αντίραση της αγοράς σε μεγάλα γεγονότα, είτε αυτά προεξοφλούνται είτε προκαλούν ξαφνικό σοκ.

Πίνακας 10 Διακύμανση του Dow Jones λόγω εισβολής στο Ιράκ

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
πριν 3 μηνες	Εισβολή στο Ιράκ	20,40	22,71	13,85	11,61	1,24
μετα 3 μηνες		18,21	20,28	12,37	10,37	1,11

4.10.3. Η μεταβλητότητα γύρω από την 30-6-2005

Η ημερομηνία χρησιμοποιείται για επαληθευτικούς λόγους. Ειδικότερα, εκφράζει μια χρονική στιγμή εν μέσω χρηματιστηριακής ηρεμίας, χωρίς κανένα σημαντικό γεγονός, με στόχο να διερευνήσει κατά όσο η μεταβολή της διακύμανσης του δείκτη τιμών αντανακλά τα γεγονότα ή είναι τυχαία.

Οι τιμές του Πίνακα 11 δείχνουν ότι η μεταβλητότητα της αγοράς δεν άλλαξε, με όποιον εκτιμητή και αν την μετράμε. Τα αποτελέσματα αυτά παρέχουν υποστήριξη στην άποψη ότι οι παρατηρούμενες αλλαγές στη μεταβλητότητα αντανακλούν αλλαγές στις προσδοκίες των επενδυτών λόγω σημαντικών γεγονότων.

Πίνακας 11 Διακύμανση του Dow του Jones σε περίοδο ηρεμίας

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
πριν 3 μηνες	Ημερομηνία για στατιστικούς λόγους	20,70	18,40	9,91	9,78	0,99
	μετα 3 μηνες	21,12	18,78	10,11	9,98	1,01

4.10.4. Κατάρρευση Lehman Brothers

Η κατάρρευση της Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008, σηματοδότησε το «κραχ του 21ου αιώνα» και την αρχή μιας σημαντικής ύφεσης, η οποία δεν κράτησε πολύ στις ΗΠΑ.

Η εταιρεία McKinsey & Co που μετράει το παγκόσμιο χρέος σημειώνει πως από την πτώση της Lehman Brothers, το χρέος παγκοσμίως έχει αυξηθεί, κατά 57 τρισ. δολ.

Όπως δείχνει ο Πίνακας 12, λόγω της κατάρρευσης αυτής η μεταβλητότητα της αγοράς αυξήθηκε έντονα, παρά το γεγονός ότι ήταν ήδη αυξημένη λόγω της χρηματοοικονομικής κρίσης που βρισκόταν σε εξέλιξη. Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγουμε αξιολογώντας τις τιμές και τω 5 εκτιμητών.

Πίνακας 2 Διακύμανση του Dow του Jones λόγω κατάρρευσης της Lehman Brothers

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
πριν 3 μηνες	Πτώχευση της Lehman Brothers	23,77	22,22	13,67	10,23	1,42
μετα 3 μηνες		34,32	32,33	18,81	13,11	1,82

4.10.5. Εκλογές ΗΠΑ 2012

Κατά τις εκλογές του 2012 επανεξελέγη ο Ομπάμα, γεγονός που είχε προεξοφληθεί από την αγορά σε μεγάλο βαθμό και ήταν ιδιαίτερα επιθυμητό.

Παρατηρούμε (Πίνακας 13) ότι η μεταβλητότητα ήταν υψηλότερη προ της εκλογής του (λόγω της μικρής πιθανότητας ανατροπής των προσδοκιών) και υπεχώρησε μόλις επιβεβαιώθηκε η επανεκλογή του. Η πιο πάνω εικόνα είναι η ίδια, ανεξάρτητα από τον εκτιμητή που χρησιμοποιείται.

Πίνακας 13 Διακύμανση του Dow Jones λόγω εκλογών

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
πριν 3 μηνες	Εκλογές 2012	21,32	23,57	12,58	11,34	1,34
μετα 3 μηνες		19,21	21,23	11,33	10,22	1,21

4.11. Γεγονότα που επηρέασαν το Χρηματιστήριο Αθηνών

Η ελληνική οικονομία είχε εντυπωσιακούς ρυθμούς ανόδου μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο πόλεμο, κατά κύριο λόγο όμως επειδή ξεκινούσε από πολύ χαμηλή βάση. Η συνεχής σύγκλιση με τις αναπτυσσόμενες δυτικές χώρες διακόπηκε απότομα το 1973 λόγω της πρώτης μεγάλης πετρελαϊκής κρίσης, κάτι που συνετέλεσε και στην πτώση της χούντας. Ακόμη χειρότερη έγινε η κατάσταση το 1979, με το ξέσπασμα της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης. Παρ' όλα αυτά, η Ελληνική οικονομία άρχισε και πάλι

να αναπτύσσεται, με αποτέλεσμα να καταφέρει να ενταχθεί στην ευρωζώνη (τον σκληρό πυρήνα της Ευρωπαϊκής Ένωσης), την 1 Ιανουαρίου 2002. Η ένταξης της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ έγινε μετά από μια πολυετή επιτυχή πορεία σύγκλισης των δημοσιονομικών μεγεθών της και την ικανοποίηση κατά τη διάρκεια του 2000 των τεσσάρων από τα πέντε κριτηρίων της συνθήκης του Μάαστριχτ (πληθωρισμός, έλλειμμα γενικής κυβέρνησης, δημόσιο χρέος, μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών, μακροπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού).

Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν συνέχισε να αυξάνεται με ρυθμούς άνω του ευρωπαϊκού μέσου όρου εν μέρει λόγω των επενδύσεων σε υποδομές σχετιζόμενες με τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004, αλλά και λόγω της ευκολίας πρόσβασης σε πιστώσεις για καταναλωτικές δαπάνες.

Όμως, από το 2008, η Ελληνική οικονομία μπήκε σε φάση ύφεσης, η οποία εξελίχθηκε σε βαθειά και χρονικά παρατεταμένη κρίση. Οι κύριες αιτίες αυτής της εξέλιξης ήταν οι εξής:

(α) Η Ελληνική βιομηχανία είχε συρρικνωθεί, λόγω της βραχυπρόθεσμης οπτικής των Ελλήνων επιχειρηματιών και (για αυτό τον λόγο) της στροφής τους προς τις εμπορικές δραστηριότητες. Έτσι, διογκώθηκε το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου σε πρωτοφανή ύψη. Π.χ. το 2008, οι εισαγωγές ήταν τετραπλάσιες των εξαγωγών.

(β) Η ανάπτυξη πελατειακών σχέσεων μεταξύ του πολιτικού συστήματος και των πολιτών, είχε ως αποτέλεσμα την ανεξέλεγκτη αύξηση των κρατικών δαπανών (λόγω διόγκωσης του Κράτους, αδιαφάνειας στις κρατικές προμήθειες, συναλλαγής κλπ) και παράλληλη διόγκωση της φοροδιαφυγής. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν σε υπερβολική διόγκωση των ελλειμμάτων, τα οποία εχηματοδοτούντο με διαρκή εισροή δανειακών κεφαλαίων.

(γ) Ως φυσική εξέλιξη των ανωτέρω (α) και (β) καταστάσεων, κορυφώθηκε το δίδυμο έλλειμμα εμπορικών συναλλαγών και προϋπολογισμού και μάλιστα σε μια περίοδο παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Έτσι, το Κράτος δεν μπορούσε να δανειστεί πλέον αλλά ούτε και να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις του.

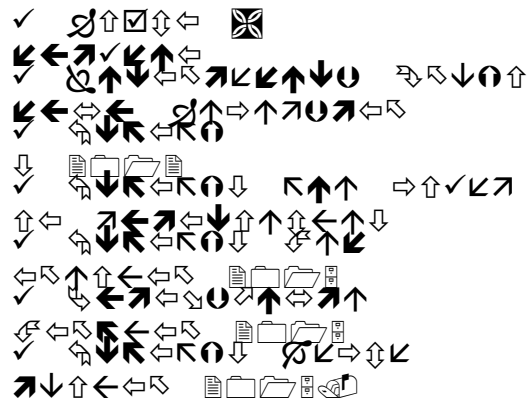
(δ) Το επόμενο στάδιο ήταν η ουσιαστική χρεοκοπία, η οποία αποτράπηκε από την ΕΕ με την χορήγηση δανείων πρωτοφανούς ύψους (πάνω από 200 εκ ευρώ) στη Χώρα μας. Όμως, για να διασφαλισθεί η αποπληρωμή τους, οι δανειστές επέβαλλαν σκληρή λιτότητα, η οποία βύθισε την Ελληνική οικονομία ακόμη πιο πολύ και την κρατά σε αρνητικό έδαφος για έβδομο συνεχές έτος (2010-2016).

Τα βασικά μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας παρουσιάζονται στον Πίνακα 14.

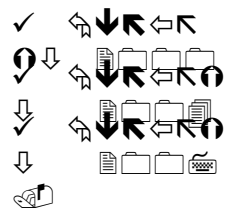
(ε) Κατά τη διάρκεια της πιο πάνω περιόδου 2010-2016, προκλήθηκαν σημαντικές πολιτικές αναταράξεις και διαταράχθηκε η βιωσιμότητα των Ελληνικών τραπεζών, η οποία αποκαταστάθηκε με την μετάγγιση δεκάδων δις ευρώ από τα κρατικά ταμεία σε αυτές.

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας εξετάζονται αρκετά από τα σημαντικά γεγονότα που «σημάδεψαν» εκείνη την περίοδο.

Ειδικότερα, εξετάζονται:



Εξετάστηκαν επίσης κάποια γεγονότα που συνέβησαν προ της πιο πάνω παραγμένης περιόδου, για να ελεγχθεί η ικανότητα των εκτιμητών διακύμανσης να εκφράσουν ικανοποιητικά την τρέχουσα κατάσταση.



Τα αποτελέσματα της ανάλυσης της μεταβλητότητας κατά την επέλευση των πιο πάνω γεγονότων παρουσιάζονται στον Πίνακα 14.

Πίνακας 14: Δημόσιο έλλειμμα, Πληθωρισμός, ΑΕΠ και σχέση χρέους-ΑΕΠ (2008–2015)

Δημοσι ονομικ ά:	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Δημόσι α έσοδα (% του ΑΕΠ)	40.7	38.3	40.6	42.3	43.9	44.1	43.5	43.10
Δημόσι α έξοδα (% του ΑΕΠ)	50.5	54.0	51.3	51.7	50.7	49.6	48.1	47.1
Έλλειμ μα προϋπο λογισμο ύ (% του ΑΕΠ)	9.8	15.6	10.7	9.4	6.8	5.5	4.6	4.3
Πληθωρ ισμός (ετήσια %)	4.2	1.3	4.7	3.1	1.1	-0.8	-0.4	-
Αύξηση ΑΕΠ (%)	3.1	-0.2	-4.9	-7.1	-6.0	-4.2	0.6	0.2

Εικόνα 7 Η πορεία του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ την περίοδο 1999-2010

Πίνακας 15 Μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς Αθηνών κατά τον χρόνο που συνέβησαν τα υπό εξέταση σημαντικά γεγονότα

Εκλογές 2000

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Εκλογές 2000	20,08	19,30	13,52	9,10	1,09
	3 μήνες μετά	22,31	21,44	15,02	10,11	1,21

Εκλογές 2004

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Εκλογές 2004	15,60	15,63	11,80	11,31	1,13
	3 μήνες μετά	14,18	14,21	10,73	10,28	1,03

Εκλογές 2007

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Εκλογές 2007	24,42	21,76	14,93	16,67	1,23
	3 μήνες μετά	27,44	24,45	16,78	18,73	1,38

Η μεταβλητότητα κατά τις εκλογές του 2000 και του 2007 ήταν ανεβασμένη, αλλά χωρίς να φτάνει σε σημαντικά επίπεδα. Λόγος της ανόδου ήταν η αβεβαιότητα σχετικά με το ποιος θα εκλεγεί (ΠΑΣΟΚ ή ΝΔ), δεδομένου ότι οι σφυγμομετρήσεις έφερναν τα δύο κόμματα ισοδύναμα.

Κατά τις εκλογές του 2004 ήταν σχεδόν δεδομένο ότι θα εκλεγεί το κόμμα της ΝΔ και για αυτό βλέπουμε την μεταβλητότητα να πέφτει σημαντικά.

Συμπερασματικά, τα τρία γεγονότα που έχουν περιληφθεί για λόγους επαλήθευσης, δείχνουν να υποστηρίζουν την αποτελεσματικότητα των επιλεγέντων εκτιμητών.

Πρώτο Μνημόνιο

Περίοδο ς	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	1ο Μνημόνιο (2010)	31,77	27,34	17,08	11,76	1,21
	3 μήνες μετά	33,44	28,78	17,98	12,38	1,27

Το πρώτο μνημόνιο εκτόξευσε τη μεταβλητότητα σε υπερδιπλάσια επίπεδα σε σχέση με την εκλογική περίοδο του 2007. Η εξέλιξη αυτή ήταν φυσικό επακόλουθο του σοκ που είχε υποστεί η Ελληνική κοινή γνώμη από το πρωτόγνωρο γεγονός και από το διαγραφόμενο αβέβαιο μέλλον.

Οικουμενική Κυβέρνηση Παπαδήμου

Περίοδο ς	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Οικουμενική κυβέρνηση Παπαδήμου	31,68	27,32	16,43	10,94	1,32
	3 μήνες μετά	32,33	27,88	16,77	11,16	1,35

Η οικουμενική κυβέρνηση Παπαδήμου, διαμορφώθηκε σε μια πολύ κρίσιμη περίοδο, με το φάσμα της χρεοκοπίας να πλανάται στη Χώρα. Παρά το γεγονός ότι δημιούργησε κάποιο αίσθημα ανακούφισης, η αβεβαιότητα εξακολουθούσε να υπάρχει, γι αυτό βλέπουμε αμείωτη τη μεταβλητότητα, με όποιον εκτιμητή και να την μετρήσουμε.

Εκλογές 2012

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Εκλογές του 2012	33,05	30,47	31,37	13,66	1,37
	3 μήνες μετά	31,48	29,02	29,88	13,01	1,3

Οι εκλογές του 2012 διατήρησαν ψηλά την αβεβαιότητα, δεδομένου ότι τίποτα δεν είχε κριθεί σχετικά με το μέλλον της οικονομίας μας.

Όμως, στη διετία 2012-2014 που ακολούθησε, έγιναν βήματα προόδου, φτάνοντας σε ανάπτυξη 0,5% το 2014. Έτσι, παρά την απειλή εκλογών σε περίπτωση μη εκλογής προέδρου, η μεταβλητότητα μειώθηκε σε κάποιο βαθμό, εκφράζοντας την αισιοδοξία του κόσμου για την πορεία της οικονομίας.

Εκλογές για πρόεδρο δημοκρατίας

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Εκλογές για πρόεδρο δημοκρατίας	29,96	28,84	29,80	12,89	1,29
	3 μήνες μετά	28,26	27,21	28,11	12,16	1,22

Εκλογές Ιανουαρίου 2015

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Εκλογές Ιανουαρίου 2015	34,06	31,17	30,93	13,20	1,39
	3 μήνες μετά	32,13	29,41	29,18	12,45	1,31

Η μεταβλητότητα αυξήθηκε και πάλι προ των εκλογών Ιανουαρίου λόγω της αβέβαιης έκβασης τους. Η μεταβλητότητα αυτή παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα και μετά τις εκλογές, λόγω της αδυναμίας της νέας κυβέρνησης να ολοκληρώσει τις υποχρεώσεις μας απέναντι στους δανειστές και να αποκτηθεί η αναγκαία ρευστότητα για το Κράτος και τις τράπεζες.

Δημοψήφισμα Ιουλίου 2015

3 μήνες πριν	Δημοψήφισμα Ιουλίου 2015	30,6	28,1	27,2	11,8	1,2
	3 μήνες μετά	31,8	29,3	28,4	12,3	1,3

Εκλογές Σεπτεμβρίου 2015

Περίοδος	Γεγονός	σ1%	σ2%	σ3%	σ4%	IQ%
3 μήνες πριν	Εκλογές Σεπτεμβρίου 2015	35,8	32,3	31,5	13,6	1,4
	3 μήνες μετά	32,5	29,4	28,6	12,4	1,3

Κατά το δημοψήφισμα του Ιουλίου 2015 αλλά και κατά τις εκλογές του Σεπτεμβρίου 2015, η μεταβλητότητα της αγοράς παρέμεινε πολύ ψηλά, εκφράζοντας την αβεβαιότητα της αγοράς για την έκβαση κρίσιμων θεμάτων, όπως η παραμονή στο ευρώ, η εξασφάλιση ρευστότητας, η επιβίωση των τραπεζών κλπ.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας διερευνήθηκε η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, σε περιόδους σημαντικών εξελίξεων στην οικονομική, κοινωνική και πολιτική ζωή.

Χρησιμοποιήθηκαν τέσσερις εκτιμητές, οι οποίοι έχουν εφαρμοσθεί κατά κόρον στη σχετική βιβλιογραφία, στα δεδομένα των χρηματιστηρίων Αθηνών και Νέας Υόρκης, για την περίοδο 2000-2016. Διερευνήθηκε η επίδραση μιας σειράς σημαντικών γεγονότων που έλαβαν χώρα στην Ελλάδα και τις ΗΠΑ.

Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ευρήματα αντίστοιχων μελετών και μπορούν συνοψισθούν στα εξής:

Τα σημαντικά γεγονότα τα οποία προκαλούν ανησυχία στους επενδυτές, ως προς τις εξελίξεις που θα επηρεάσουν την οικονομία, αυξάνουν τη μεταβλητότητα των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αγορών. Μετά την εξάλειψη της ανησυχίας αυτής, η μεταβλητότητα επανέρχεται σε φυσιολογικά επίπεδα.

Όταν διαμορφώνονται συνθήκες κινδύνου στην οικονομία, μεταβλητότητα όχι μόνο αυξάνεται δραματικά, αλλά και παραμένει μακροπρόθεσμα σε υψηλά επίπεδα όσο δεν βελτιώνονται οι προοπτικές της οικονομίας. Αυτό συμβαίνει σήμερα στην περίπτωση της Ελλάδας, η οποία εξακολουθεί να μαστίζεται από την οικονομική κρίση για έβδομο συνεχές έτος.

Τα ευρήματα είναι σε αρμονία με τις διαπιστώσεις αντίστοιχων εμπειρικών μελετών, οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί σε ένα ευρύ φάσμα χωρών και περιόδων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. **Dent D** Η μεγάλη ύφεση [Βιβλίο]. - [s.l.] : Εκδόσεις Λιβάνη, 2009.
2. **Edgar E** Chaos and Order in the Capital Markets (1992) and Fractal Market Analysis (1994), John Wiley & Sons, Benoit Mandelbrot: Ο πίνακας του Χάους: Γιατί καταρρέουν οι αγορές [Βιβλίο]. - [s.l.] : Εκδόσεις Τραυλός, 2006.
3. **Μανδάλης Μ** Χρηματιστηριακή και Οικονομική Ανάπτυξη : Μια εμπειρική έρευνα για την Ελλάδα [Βιβλίο]. - Σέρρες : ΤΕΙ Κεντρικής Μακεδονίας, 2014. - Τόμ. Τμήμα Λογιστικής.
4. **Πασχαλίδης Π** Εφαρμογές της Πληροφορικής στα Χρηματιστήρια [Βιβλίο]. - Ήπειρος : Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας. - Τόμ. Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ελεγκτικής.
5. **Τσιγώνιας Π.** – Χρηματιστηριακοί Δείκτες Δημιουργία Δείκτη Κρητικών Μετοχών – ΤΕΙ Κρήτης – 2008 –σελ 14,15
6. **Ρουμπινί Ν.** - Το The Project Syndicate – Εφημερίδα Το Βήμα - 22.6.2011
7. **Notes Aswath Damodaran:** Professor of Finance at the Stern School of Business at NYU
8. **Aswath Damodaran** - November 2006: Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence
9. **Aswath Damodaran** - Spring 2005: An Introduction to Valuation
10. **Notes WERNER STANZL:** Yale School of Management. International Center for Finance
11. **Mc Graw-Hill:** Financing and Valuation, Chapter Nineteen, Fundamentals of Managerial Economics
12. **Αθανασόπουλου Κ. – Γεωργόπουλου Α. – Μπέλλα Αθ.** – Πανεπιστήμιο Πατρών, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων: Σημειώσεις μαθήματος Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων
13. **Κώστας Συριόπουλος** – Πανεπιστήμιο Πατρών, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων: Σημειώσεις μαθήματος Χρηματοοικονομικής Διοίκησης
14. **Richard P. Brief Leonard N. Stern School of Business, New York University -John O’Hanlon, Management School, Lancaster University** -

Kenneth V. Peasnell, Management School, Lancaster University: Error in Constant Growth Accounting Valuation Models

15. **Jakob Brøchner Madsen** - Notes in Microfinance - February 2005

16. **Lawrence D. Brown - Georgia State University** **Marcus L. Caylor - Georgia State University:** Corporate Governance and Firm Valuation