

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΣΟΛΟΓΓΙΟΥ  
ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ: ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΣΥΝ/ΚΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ & ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ

## ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

# ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ



**ΕΙΣΗΓΗΤΡΙΑ  
ΜΑΚΡΗ ΑΓΓΕΛΙΚΗ**

<b>Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΣΟΛΟΓΓΙΟΥ</b>
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
Αριθμ. Εισαγωγής: <u>554</u>

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ  
ΜΗΛΙΟΥ ΚΑΤΕΡΙΝΑ**

# ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

## ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ  
ΜΗΛΙΟΥ ΚΑΤΕΡΙΝΑ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΡΙΑ  
ΜΑΚΡΗ ΑΓΓΕΛΙΚΗ**

### **ΕΠΤΡΟΠΗ ΕΓΚΡΙΣΕΩΣ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

- 4) .....
- 5) .....
- 6) .....
- 4) .....

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

---

# **Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α**

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
----------	---

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>**

#### **ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

1. Ορισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	3
2. Χρηματοπιστωτικοί τίτλοι	5
3. Κύρια χαρακτηριστικά χρηματοπιστωτικών τίτλων	7
4. Μορφές χρηματοδότησης	8
4.1. Άμεση χρηματοδότηση	9
4.2. Έμμεση χρηματοδότηση	10
5. Μορφές χρηματοοικονομικών οργανισμών	11
5.1. Οργανισμοί που δέχονται καταθέσεις	13
5.2. Οργανισμοί που λειτουργούν στη βάση αμοιβαίων συμφωνιών	14
5.3. Άλλες μορφές χρηματοπιστωτικών οργανισμών	15
6. Χρηματοπιστωτικές αγορές	17
6.1. Αγορά χρήματος	18
6.2. Αγορά Κεφαλαίου	19
6.3. Τα εργαλεία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου	20
6.3.1. Μετοχές	20
6.3.2. Ομολογία	22
6.3.3. Ομόλογα	23
6.3.4. Έντοκα γραμμάτια του δημοσίου	24
6.3.5. Πιστοποιητικό καταθέσεων	24
6.3.6. Συμφωνίες επαναγοράς	24

6.3.7. Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	24
6.3.8. Αμοιβαίο κεφάλαιο	25
6.3.9. Εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου	27

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

### **ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ**

1. Έννοια και λειτουργία της Αγοράς χρήματος	29
2. Διατραπεζική αγορά – διατραπεζική ρευστότητα	31
3. Ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας	32
4. Δραστηριότητες των Τραπεζών	34
5. Η τραπεζική ρευστότητα και οι προσδιοριστικοί της παράγοντες	36
6. Η πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας	38
7. Τα χρηματοπιστωτικά μέτρα της αγοράς χρήματος	42
7.1. Τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου	42
7.2. Τα πιστοποιητικά καταθέσεων	43
8. Τα επιτόκια στη διατραπεζική και γενικώς στην αγορά χρήματος	43

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

1. Κεφαλαιαγορά	45
2. Γενικά περί του θεσμού του Χρηματιστηρίου	47
3. Ο χρηματοδοτικός ρόλος του Χρηματιστηρίου	49
4. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	50
5. Εποπτεία των αγορών. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς	53
6. Εισαγωγή μετοχών στο Χ.Α.Α.	54
7. Χρηματιστηριακές εντολές	55
8. Πράξεις επί Κινητών Αξιών	57
8.1. Έκδοση τίτλων	57
8.2. Εξόφληση τίτλων	57
8.3. Κατάτμηση – ενοποίηση τίτλων	58
8.4. Διαπραγμάτευση τίτλων	58

8.5. Μετατροπή τίτλων	58
9. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	59
10. Χρηματιστηριακές πράξεις	61
11. Σύναψη συναλλαγών. Μηχανισμός διαμορφώσεως των τιμών	61
12. Λειτουργίες της δευτερογενούς αγοράς	62
13. Οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές	67
14. Βαθμοί αποτελεσματικότητας της αγοράς	70
15. Μη αποτελεσματική λειτουργία των αγορών	73
16. Η έννοια της ανάλυσης καρτοφυλακίου. Τα στάδια αυτής	76

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>**

##### **ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΖΗΤΗΣΗ & ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

1. Έννοια και ρόλος του επιτοκίου	81
2. Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση κεφαλαίων	83
3. Παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά κεφαλαίων	83
4. Ισορροπία προσφοράς και ζήτησης	85
5. Επιδράσεις δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής	85
6. Πληθωρισμός και επιτόκιο	87

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>**

##### **ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΑΓΟΡΩΝ**

1. Γενικά	89
2. Τα χαρακτηριστικά του ελληνικού πιστωτικού συστήματος και οι τελευταίες εξελίξεις	90
3. Θεσμικά μέτρα απελευθέρωσης της ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς	94
4. Οι εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά	98
5. Η διαμόρφωση πολιτικών προσαρμογής των τραπεζών	102
6. Μερικές βασικές προϋποθέσεις επιτυχίας	106

<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>109</b>
---------------------	------------

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

---

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας εικοσαετίας σημειώθηκαν ριζικές αλλαγές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Οι χρηματοοικονομικές συναλλαγές πολλαπλασιάστηκαν με ρυθμούς πολύ ταχύτερους από αυτούς των συναλλαγών σε αγαθά.

Η εξέλιξη της τεχνολογίας επέτρεψε τη διάχυση της πληροφόρησης σε πολύ μεγαλύτερη από πριν έκταση και βάθος και την ανάπτυξη νέων εργαλείων συναλλαγών. Το χρηματοοικονομικό σύστημα οδηγήθηκε σε ριζοσπαστική αναδόμηση με επαναπροσδιορισμό των δραστηριοτήτων των τραπεζών και τη δημιουργία νέων φορέων χρηματοοικονομικής δραστηριότητας. Η αυτονομία των εθνικών αγορών και της νομισματικής πολιτικής υποχώρησαν για να παραχωρήσουν τη θέση τους σ' ένα αλληλεξαρτημένο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα με πολύ μεγαλύτερη κινητικότητα και ελευθερία δράσης.

Στην παρούσα εργασία επιχειρείται μια κατά το δυνατόν πλήρη περιγραφή και ανάλυση των βασικών φορέων και εργαλείων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου μέσα από τα πέντε της κεφάλαια

Στο πρώτο κεφάλαιο εξετάζεται το χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι μορφές χρηματοδότησης και οι μορφές χρηματοδοτικών οργανισμών, οι χρηματοπιστωτικές αγορές καθώς και τα εργαλεία του.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται οι αγορές χρήματος, η έννοιά τους, ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας και η πολιτική της και τα χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος.

Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας αυτής αναφέρομαι στην κεφαλαιαγορά και στο χρηματιστήριο το οποίο αποτελεί τη μεγαλύτερη κεφαλαιαγορά και αναλύω το θεσμό του χρηματιστηρίου, το ρόλο του, την εισαγωγή μετοχών, τις χρηματιστηριακές εντολές, τις πράξεις επί κινητών αξιών, την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, τη σύναψη συναλλαγών, τη λειτουργία του ως δευτερογενούς αγοράς καθώς και την έννοια και ανάλυση του καρτοφυλακίου.

Στο τέταρτο κεφάλαιο περιγράφω τους παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά και τη ζήτηση κεφαλαίων.

Τέλος σε μια σύντομη αναφορά μου στο πέμπτο κεφάλαιο αναφέρομαι στις βασικές εξελίξεις που συντελέστηκαν τις τελευταίες δεκαετίες στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα και στην απελευθέρωση αγορών.

Ελπίζω η εργασία μου αυτή να ικανοποιήσει κάθε μελλοντικό αναγνώστη και να καλύψει ανάγκες για τη γνώση της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου.

**Κατερίνα Μήλιου**

**Μάιος 2000**

## **Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 1<sup>ο</sup>**

### **ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

#### **1. Ορισμός του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος**

Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα αποτελεί σύνολο διασυνδεδεμένων μηχανισμών, θεσμών και οικονομικών μονάδων, που επιτρέπει, στις οικονομικές μονάδες που το επιθυμούν, κατά τη διάρκεια δεδομένης περιόδου, να δαπανούν ποσά μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα εισοδήματά τους και σε εκείνες που διαθέτουν πλεονάσματα να εξευρίσκουν αποδοτική τοποθέτηση αυτών.

Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού μηχανισμού σε μια οικονομία είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων και στη συνέχεια η αποτελεσματική κατανομή τους σε επενδυτικές ή καταναλωτικές χρήσεις. Η όλη διαδικασία εμφανίζεται πολύπλοκη, κυρίως γιατί οι αποταμιευτές δανείζουν τα χρήματά τους σε οργανισμούς που λειτουργούν ως χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές, οι οποίοι με τη σειρά τους δανείζουν τις επιχειρήσεις ή τους καταναλωτές. Η απρόσκοπτη ροή και η ομαλή κατανομή αυτών των χρηματικών πόρων οδηγεί στην αποτελεσματικότερη ικανοποίηση των καταναλωτικών επιθυμιών και στην αύξηση του παραγόμενου προϊόντος της οικονομίας.

Είναι γνωστό ότι το σύνολο σχεδόν των οικονομικών μονάδων μπορεί να καταταγεί σε μια από τις ακόλουθες κατηγορίες: στα νοικοκυριά, στις επιχειρήσεις και στο δημόσιο. Καθένας από αυτούς τους τομείς λειτουργεί στα πλαίσια ενός εισοδηματικού περιορισμού, που προσδιορίζεται από τις



συνολικές εισπράξεις και δαπάνες του για τη συγκεκριμένη περίοδο. Ανάλογα με το καθαρό αποτέλεσμα που εμφανίζει η μονάδα στο τέλος της περιόδου, μπορεί να καταταγεί στις πλεονασματικές (πιστωτικό υπόλοιπο), ελλειμματικές (χρεωστικό υπόλοιπο) ή στις ισοσκελισμένες μονάδες (μηδενικό υπόλοιπο).

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα ασχολείται ακριβώς με τη διοχέτευση αγοραστικής δύναμης από τις μονάδες εκείνες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς τις μονάδες που η θέση τους είναι ελλειμματική. Η μεταφορά γίνεται συνήθως με το δανεισμό χρημάτων από την πλεονασματική στην ελλειμματική μονάδα και την αποδοχή εκ μέρους της τελευταίας μιας γραπτής υπόσχεσης για την πληρωμή, σε μια μελλοντική ημερομηνία, αυτών των χρημάτων (συν τον τόκο) στον κομιστή της απαίτησης. Οι γραπτές απαιτήσεις αυτού του είδους καλούνται πιστωτικές απαιτήσεις και μορφές τους αποτελούν οι ομολογίες, τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα στεγαστικά δάνεια με τη μορφή υποθηκών και τα εμπορικά ομόλογα. Για τη μονάδα που δανείζεται η απαίτηση αποτελεί υποχρέωση, ενώ για τη μονάδα που δανείζει αποτελεί στοιχείο του ενεργητικού της. Σε μια κλειστή οικονομία οι συνολικές χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις πρέπει να ισούνται με τις συνολικές τοποθετήσεις κεφαλαίων.

Στην τελευταία δεκαετία κύριος προμηθευτής κεφαλαίων στην χρηματοπιστωτική αγορά είναι τα νοικοκυριά. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αποτελούν επίσης σημαντικούς προμηθευτές, η καθαρή τους θέση, όμως δεν είναι μεγάλη σε σύγκριση με αυτήν των νοικοκυριών, κυρίως λόγω του ρόλου τους ως χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών. Αυτό σημαίνει ότι αντλούν κεφάλαια από τα νοικοκυριά ή από αλλού και μετά τα τοποθετούν με τη μορφή δανείων ή επενδύσεων. Τα νοικοκυριά, δηλαδή, δεν επενδύουν απευθείας στην κεφαλαιαγορά, αλλά μέσω οργανισμών που αποδέχονται διάφορες μορφές καταθέσεων, όπως οι Εμπορικές Τράπεζες, οι ειδικοί Οργανισμοί Αποταμιεύσεων και Δανείων και οι Εταιρείες Ασφάλισης Ζωής.<sup>12</sup>

<sup>1</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

<sup>2</sup> Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

## 2. Χρηματοπιστωτικοί τίτλοι

Η μεταβίβαση χρηματοδοτικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες γίνεται υπό διάφορες μορφές και κατά διάφορους τρόπους και συνεπάγεται τη δημιουργία δικαιωμάτων και υποχρεώσεων. Δημιουργεί για τις πλεονασματικές μονάδες δικαίωμα επανάκτησης των πόρων και είσπραξης αμοιβής και για τις ελλειμματικές μονάδες υποχρέωση επιστροφής των πόρων και πληρωμής αμοιβής. Οι όροι και το περιεχόμενο των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων καθορίζονται στο συμβόλαιο της μεταβίβασης των πόρων. Εξαρτώνται από την μορφή υπό την οποία γίνεται η μεταβίβαση καθώς και από τις συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία κατά την υπογραφή του συμβολαίου (κατά κύριο λόγο από το μέγεθος της προσφοράς και της ζήτησης χρηματοπιστωτικών πόρων). Το συμβόλαιο και ειδικότερα τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις και οι ειδικοί όροι άσκησης αυτών ενσωματώνονται σε έγγραφο, που καλείται *πιστωτικός τίτλος* ή *τίτλος παραστατικός αξίας* ή *αξιόγραφο* ή *κινητή αξία* ή απλώς τίτλος ή ακόμη χρηματοπιστωτικό μέσο ή εργαλείο.

Οι ελλειμματικές μονάδες, που επιθυμούν να δαπανήσουν περισσότερα απ' ό τι διαθέτουν, που επιθυμούν να επενδύσουν ποσά ανώτερα από την αποταμίευσή του, προσφεύγουν σε εξωτερικούς πόρους. Για να αποκτήσουν τους πόρους που επιθυμούν, εκδίδουν και προσφέρουν τίτλους που ενσωματώνουν υποχρέωση τους για την εκπλήρωση ορισμένων αντιπαροχών. Οι πλεονασματικές μονάδες, που επιθυμούν να τοποθετήσουν τις αποταμιεύσεις τους αποδοτικά, κατά τρόπο που να μεγιστοποιεί την ικανοποίηση των μελλοντικών αναγκών τους, αγοράζουν τίτλους που ενσωματώνουν γι' αυτές απαιτήσεις ανταποκρινόμενες στις επιθυμίες τους.

Οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι ενσωματώνουν απαίτηση για την είσπραξη εισοδήματος κατά τη διάρκεια δεδομένης περιόδου ή και στο διήνεκές και κατά συνέπεια αποτελούν περιουσιακά στοιχεία που έχουν αξία και είναι γενικώς διαπραγματεύσιμοι στην αγορά. Η χρονική διάρκεια ισχύος των δικαιωμάτων που απορρέουν από τον τίτλο, αποτελεί τη διάρκεια ζωής του τίτλου. Κατ' ακολουθία οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι διακρίνονται σε

βραχυπρόθεσμους – που έχουν διάρκεια ζωής ίση ή μικρότερη του έτους και σε μεσοχρόνιους και μακροχρόνιους τίτλους, που έχουν διάρκεια ζωής μεγαλύτερη του έτους.

Οι πλέον γνωστοί και συνήθεις τίτλοι είναι η μετοχή και η ομολογία. Η μετοχή αποτελεί τίτλο ιδιοκτησίας και ενσωματώνει τα δικαιώματα που πηγάζουν απ' αυτήν. Η Ομολογία αποτελεί τίτλο δανείου και ενσωματώνει δικαίωμα είσπραξης τόκου και επανάκτησης του κεφαλαίου σύμφωνα με τους όρους του συμβολαίου του δανείου.

Η αμοιβή, που εισπράττει ο κομιστής του τίτλου, εκφράζεται γενικώς ως ποσοστό της αξίας αυτού. Το εν λόγω ποσοστό αποτελεί την απόδοση της τοποθέτησης.

Η αγορά χρηματοπιστωτικού τίτλου αποκαλείται γενικώς τοποθέτηση ή χρηματοπιστωτική επένδυση. Η αγορά από απόκτηση μέσω παραγωγής (πραγματικών διαρκών αγαθών κεφαλαίου χρησιμοποιούμενων στην παραγωγή άλλων αγαθών), που επιτυγχάνονται με τους πόρους που περιέχονται στους εκδότες των χρηματοπιστωτικών τίτλων, αποκαλείται πραγματική επένδυση ή επένδυση σε πραγματικό κεφάλαιο. Είναι προφανές ότι μόνον η πραγματική επένδυση δηλ. η αύξηση του πραγματικού κεφαλαίου της οικονομίας, συντελεί στην αύξηση της παραγωγής αγαθών και συμβάλλει στη βελτίωση της κοινωνικής ευημερίας. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι αποτελεσματικό, εάν οδηγεί σε κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων μεταξύ των παραγωγικών δραστηριοτήτων η οποία συνεπάγεται μεγιστοποίηση της παραγωγής αγαθών και την ικανοποίηση των αναγκών του κοινωνικού συνόλου με το ελάχιστο κόστος.

Οι τίτλοι που εκδίδονται από ελλειμματικές μονάδες – τελικούς χρήστες (δηλ. από επιχειρήσεις, Κράτος, Δήμους κ.α.), με σκοπό την άντληση κεφαλαίων, που χρειάζονται για τις ανάγκες τους, παραγωγής, κατανάλωσης, επένδυσης, καλούνται πρωτογενείς τίτλοι. Οι πρωτογενείς τίτλοι αγοράζονται από πλεονασματικές μονάδες, που αποτελούν τις πρωτογενείς πηγές πόρων. Αγοράζονται όμως επίσης από οικονομικές μονάδες που διαδραματίζουν ρόλο μεσολαβητή και αποκαλούνται Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί. Οι τελευταίοι δραστηριοποιούνται στην αγορά και διαχείριση χρηματοπιστωτικών τίτλων.

Εξευρίσκουν πόρους, απευθυνόμενοι και οι ίδιοι στις πρωτογενείς πηγές. Προς τούτο εκδίδουν και πωλούν στις πλεονασματικές μονάδες – πρωτογενείς πηγές – τίτλους που ανταποκρίνονται στις επιθυμίες των τελευταίων. Οι τίτλοι αυτοί αποκαλούνται «ενδιάμεσοι» τίτλοι. Με τους πόρους που συγκεντρώνουν, εκδίδοντας και πωλώντας ενδιάμεσους τίτλους, οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αγοράζουν πρωτογενείς τίτλους, που εκδίδουν οι ελλειμματικές μονάδες, δηλ. χρηματοδοτούν τις ελλειμματικές μονάδες. Έτσι, μεσολαβούν μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών μονάδων.<sup>3</sup>

### 3. Κύρια χαρακτηριστικά Χρηματοπιστωτικών τίτλων

Τα κύρια χαρακτηριστικά ενός χρηματοπιστωτικού τίτλου που ενδιαφέρουν τους επενδυτές είναι:

**(1) Η Ονομαστική Αξία και η Τρέχουσα Τιμή του Τίτλου:**

Ανάλογα με το είδος του συμβολαίου και με τη φύση της σχέσεως που συνδέει τον εκδότη με τον κομιστή του τίτλου, η ονομαστική αξία εκφράζει γενικώς μερίδιο σε κεφάλαιο ή σε δάνειο. Η τιμή πώλησης κατά την έκδοση είναι η τιμή έκδοσης. Η ονομαστική αξία και η τιμή έκδοσης μπορεί να διαφέρουν από την τρέχουσα τιμή που καταβάλλεται σε δεδομένη στιγμή, κατά τη διάρκεια της ζωής για την απόκτηση του τίτλου. Το ύψος της τιμής του τίτλου έχει ιδιαίτερη σημασία καθ' όσον περιορίζει τις δυνατότητες αγοράς από τους μικρότερους επενδυτές.

**(2) Η διάρκεια ζωής του τίτλου** (και κυρίως η «μέση διάρκεια

αναμονής εισπραξης των αναμενόμενων εισροών). Η διάρκεια ζωής του τίτλου έχει ιδιαίτερη σημασία καθ' όσον επηρεάζει τη ρευστότητα αυτού και προσδιορίζει τους κινδύνους που τον χαρακτηρίζουν.

**(3) Η απόδοση που προσδιορίζεται από τον τίτλο.** Η απόδοση

εξαρτάται από την αναμενόμενη ροή εισοδημάτων σε σχέση με το χρηματικό ποσό που διατέθηκε για την αγορά του.

<sup>3</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

(4) *Η ρευστότητα του τίτλου* δηλαδή η δυνατότητα μετασχηματισμού του τίτλου σε χρήμα χωρίς απώλεια κεφαλαίου.

(5) *Ο συστηματικός κίνδυνος της Αγοράς*, που χαρακτηρίζει τον τίτλο.

(6) *Ο κίνδυνος αφερεγγυότητας* του εκδότη

(7) *Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τον τίτλο* και ιδιαίτερος το εισόδημα και την υπεραξία που αποφέρει

(8) *Οι ειδικοί όροι, που διέπουν την άσκηση των δικαιωμάτων*, που είναι ενσωματωμένα στο τίτλο (π.χ. όρος επιστροφής του κεφαλαίου του δανείου πριν από τη λήξη αυτού, κατά την κρίση του εκδότη ή του κομιστή του τίτλου κ.α.).<sup>4</sup>

#### **4. Μορφές Χρηματοδότησης**

Η κάλυψη των αναγκών σε κεφάλαια των διαφόρων οικονομικών μονάδων συντελείται με τη χρηματοδότηση. Συνεπώς με το όρο «Χρηματοδότηση», εννοούμε καταρχήν την απόκτηση χρήματος και κεφαλαίου από μέρος των επιχειρήσεων και όχι μόνο. Η χρηματοδότηση αφενός περιλαμβάνει τον εφοδιασμό των οικονομικών οργανισμών με τα διάφορα χρηματικά ποσά, αφετέρου την χορήγηση διαφόρων πιστώσεων σε άλλες οικονομικές μονάδες.

Η χρηματοδότηση, δηλ. η κάλυψη του ελλείμματος σε χρηματοδοτικούς πόρους που παρουσιάζουν οι ελλειμματικές μονάδες, κατά τη διάρκεια δεδομένης περιόδου, γίνεται υπό διάφορες μορφές, άμεσα ή έμμεσα.

---

<sup>4</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

#### 4.1. Άμεση χρηματοδότηση

Στην περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης, η μονάδα που έχει πλεονασματική θέση παρέχει χρήμα στη μονάδα που παρουσιάζει έλλειμμα με αντάλλαγμα πιστωτικές απαιτήσεις, οι οποίες αφορούν τόκους. Αν και είναι δυνατόν η συναλλαγή να διευκολυνθεί από τρίτους, οι δύο μονάδες διαπραγματεύονται απευθείας. Η πλεονασματική μονάδα, δηλαδή, επενδύει απευθείας στις απαιτήσεις που έχει εκδώσει η ελλειμματική μονάδα.

Παρά το γεγονός ότι οι άμεσες χρηματοδοτήσεις αυξάνουν την αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το βασικό τους μειονέκτημα βρίσκεται στο ότι η απαίτηση που η ελλειμματική μονάδα θέλει να πουλήσει μπορεί να μη συμπίπτει με την απαίτηση που η πλεονασματική μονάδα είναι διατεθειμένη να αγοράσει. Για παράδειγμα, το ποσό της συναλλαγής ή η διάρκεια του δανεισμού μπορεί να διαφέρουν στις προτιμήσεις του αγοραστή και του πωλητή. Γι' αυτό και οι περισσότερες συναλλαγές είναι ανταλλαγές μεγάλων ποσών και οι συμμετέχοντες είναι εξειδικευμένοι δανειστές ή δανειζόμενοι, γνώστες των λεπτομερειών των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι οποίοι συναλλάσσονται σε «χονδρική» κλίμακα.

Η απλούστερη μορφή άμεσης χρηματοδότησης είναι η απευθείας ιδιωτική αγορά χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων. Δηλαδή, για παράδειγμα η ελλειμματική μονάδα μπορεί να πουλήσει απευθείας χρεόγραφα που εκδίδει σε μικρές ομάδες επενδυτών, ιδρύματα κ.τ.λ. χωρίς χρονοβόρα διαδικασία και πολλές νομικές διατυπώσεις όπως γίνεται στα χρηματιστήρια.

Σε άλλες περιπτώσεις η άμεση χρηματοδότηση απαιτεί και τη μεσολάβηση, βοήθεια τρίτων, δηλαδή εξειδικευμένων προσώπων όπως οι χρηματιστές, κατά κύριο λόγο οι οποίοι δεν αγοράζουν χρεόγραφα για δικό τους λογαριασμό, αλλά τα μεταβιβάζουν, πωλούν ή αγοράζουν για λογαριασμό των πελατών τους στην καλύτερη τιμή που μπορούν να πετύχουν, πετυχαίνοντας έτσι κέρδος για την επιχείρηση και εισπράττοντας τη νόμιμη προμήθεια επί των κερδών που διαθέτουν.

Στα πλαίσια της άμεσης χρηματοδότησης λειτουργούν και οι Τράπεζες Επενδύσεων που βοηθούν τις μονάδες που εμφανίζουν έλλειμμα να τοποθετήσουν νέες χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις στην αγορά. Η κύρια οικονομική λειτουργία μιας τράπεζας επενδύσεων είναι η μείωση του κινδύνου στον οποίο εκτίθεται μια ελλειμματική μονάδα όταν εκδίδει νέα χρεόγραφα. Αυτό σημαίνει ότι η τράπεζα επενδύσεων αντασφαλίζει τα νέα εκδιδόμενα χρεόγραφα, αγοράζοντας το συνολικό πακέτο των χρεογράφων και πουλώντας το στη συνέχεια στους επενδυτές.

Στην περίπτωση αυτή, αντλεί κέρδος πουλώντας τις απαιτήσεις σε μια υψηλότερη τιμή από την τιμή αγοράς τους. Το κέρδος αυτό περιλαμβάνει την αμοιβή για τον κίνδυνο να μην πουληθούν στο σύνολό τους τα χρεόγραφα ή να υπάρξει κάποια καθυστέρηση στην ανταπόκριση του κοινού, κίνδυνο που αναλαμβάνει ο αντασφαλιστής. Οι αντασφαλιστές προσφέρουν επίσης και άλλες υπηρεσίες, όπως συμβουλές για την προετοιμασία διαφημιστικών φυλλαδίων ή την επιλογή της ημερομηνίας πώλησης, αλλά και γενικές χρηματοοικονομικές συμβουλές που οι εκδότες χρεογράφων βρίσκουν πολύτιμες.

#### **4.2. Έμμεση χρηματοδότηση**

Όταν στη διαδικασία διοχέτευσης πόρων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές μονάδες παρεμβαίνουν χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, τότε γίνεται λόγος για έμμεση χρηματοδότηση. Στους οργανισμούς αυτούς περιλαμβάνονται οι Εμπορικές Τράπεζες, οι Εταιρείες Ασφάλισης Ζωής, οι Τράπεζες Αποταμιεύσεων, τα Ταμεία Συντάξεων, τα Αμοιβαία Κεφάλαια και οι Πιστωτικές Ενώσεις. Οι δραστηριότητες των παραπάνω οργανισμών αποσκοπούν στην επίλυση των προβλημάτων που παρουσιάζονται στην περίπτωση άμεσης χρηματοδότησης. Ειδικότερα, οι απαιτήσεις που προσφέρουν οι μονάδες που αναζητούν κεφάλαια για την κάλυψη των ελλειμμάτων τους πρέπει να έχουν την ίδια λήξη, ονομαστική αξία και μέγεθος μ' αυτές που οι πλεονασματικές μονάδες θα ήθελαν να αγοράσουν για να πραγματοποιηθεί άμεση χρηματοδότηση. Διαφορετικά, η συναλλαγή είναι απίθανο να συμβεί.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρακάμπτουν αυτά τα προβλήματα πουλώντας τις δικές τους απαιτήσεις στο κοινό, συγκεντρώνοντας έτσι κεφάλαια που τα χρησιμοποιούν κατόπιν για την αγορά χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων που έχουν ποικίλα χαρακτηριστικά. Ουσιαστικά, δηλαδή, μετατρέπουν τις απαιτήσεις αυτές σε μια ελκυστική για τις πλεονασματικές μονάδες μορφή και αυτό είναι που κάνει τόσο σημαντικό το ρόλο τους στην οικονομία.

Πρέπει να σημειωθεί ότι πιθανόν η ελλειμματική και η πλεονασματική μονάδα να μην ήταν ποτέ σε θέση να συνάψουν μια ικανοποιητική και για τους δύο συμφωνία ή να την είχαν πετύχει με ένα σημαντικά υψηλότερο κόστος, αν έλειπε η παρέμβαση του χρηματοπιστωτικού οργανισμού. Βασικό, λοιπόν, στοιχείο της έμμεσης χρηματοδότησης είναι ότι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί πραγματοποιούν μια μετατροπή των υποχρεώσεών τους σε ποικίλες μορφές απαιτήσεων.<sup>5</sup>

## 5. Μορφές χρηματοοικονομικών οργανισμών

Σε κάθε οικονομία λειτουργεί ένας σημαντικός αριθμός χρηματοπιστωτικών οργανισμών που, αν και διαφορετικοί μεταξύ τους, επιτελούν μια τουλάχιστον κοινή λειτουργία: αγοράζουν απαιτήσεις με ποικίλα χαρακτηριστικά και πουλούν απαιτήσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά. Στην ουσία πρόκειται για επιχειρήσεις που προσφέρουν υπηρεσίες και όπως όλες οι επιχειρήσεις, παράγουν τέτοιου είδους προϊόντα όταν μπορούν να τα πουλήσουν σε τιμές που καλύπτουν τουλάχιστον το κόστος τους. Κι αυτό συμβαίνει κυρίως με την επίτευξη οικονομιών κλίμακας στη διαδικασία παραγωγής υπηρεσιών, καθώς και στο κόστος συγκέντρωσης και αξιολόγησης χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Αξίζει να πούμε ότι, όταν τα αντικείμενα συναλλαγών είναι χρηματοοικονομικοί τίτλοι, η πληροφορία για την αξιοπιστία τους αποτελεί βασικό στοιχείο για την τιμολόγησή τους στην αγορά. Είναι γεγονός ότι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί υπάρχουν γιατί το κόστος παραγωγής πολλών και διαφορετικών μεταξύ τους χρηματοπιστωτικών

<sup>5</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990



υπηρεσιών, σε μικρές ποσότητες, είναι τόσο υψηλό που αποτρέπει την είσοδο των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στην άμεση αγορά.

Τέσσερις είναι οι βασικές λειτουργίες που επιτελούν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί στην οικονομία.

- ♦ Είναι σε θέση να παράγουν ένα ευρύ φάσμα απαιτήσεων και διάφορες κλίμακες ονομαστικών αξιών. Συγκεντρώνοντας χρηματικούς πόρους από διάφορες πηγές μπορούν να επενδύουν άμεσα σε χρεόγραφα ποικίλων αξιών. Αυτή η λειτουργία είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους μικροαποταμιευτές, οι οποίοι δεν έχουν αρκετά χρήματα για να επενδύσουν απευθείας σε χρεόγραφα μεγάλων αξιών που συνήθως είναι διαπραγματεύσιμα στις άμεσες χρηματοπιστωτικές αγορές.
- ♦ Η ευχέρεια που έχουν σε σχέση με τη λήξη των απαιτήσεων. Είναι δηλαδή σε θέση να συλλέγουν πόρους βραχυπρόθεσμους λήξης και να τους μετατρέπουν σε μακροπρόθεσμους. Παραδείγματος χάριν ένας Οργανισμός Αποταμιεύσεων και Δανειών μπορεί να συγκεντρώνει πόρους εκδίδοντας λογαριασμούς όψεως ή βραχυπρόθεσμα πιστοποιητικά καταθέσεων και να τους επενδύει σε μακροπρόθεσμα στεγαστικά δάνεια.
- ♦ Η διαφοροποίηση όσον αφορά την ανάληψη κινδύνων καθίσταται μια άλλη σοβαρή υπηρεσία που παρέχουν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί. Είναι σε θέση να αγοράζουν χρεόγραφα που παρουσιάζουν διάφορους βαθμούς κινδύνου και αποδόσεων και κατόπιν να προσφέρουν στους αποταμιευτές απαιτήσεις που βασίζονται σ' ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Η παροχή μιας τέτοιας υπηρεσίας είναι ιδιαίτερα σημαντική, κυρίως για τις μικρές πλεονασματικές μονάδες που θα αντιμετώπιζαν ένα υψηλό κόστος για τη συγκέντρωση ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου. Τέλος προσφέρουν απαιτήσεις που μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν π.χ. λογαριασμού όψεως ή ταμιευτηρίου. Πίσω από αυτή την ικανότητα βρίσκεται η δυνατότητά τους να συγκεντρώνουν χρήματα από πολλές και ανεξάρτητες μεταξύ τους μονάδες.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

### **5.1. Οργανισμοί που δέχονται καταθέσεις**

Τα ιδρύματα αυτού του είδους εκδίδουν ένα μεγάλο αριθμό καταθέσεων όψεως και προθεσμίας και χρησιμοποιούν τους πόρους που συγκεντρώνουν μ' αυτόν τον τρόπο για την παροχή καταναλωτικών, επιχειρηματικών ή στεγαστικών δανείων. Συνήθως, οι προθεσμιακές καταθέσεις είναι εγγυημένες από κάποιο ασφαλιστικό ίδρυμα που επικορηγείται από το κράτος και είναι εύκολα ρευστοποιήσιμες

**Εμπορικές Τράπεζες:** Είναι οι μεγαλύτεροι και πλέον διαφοροποιημένοι οργανισμοί όσον αφορά στην ποικιλία των κεφαλαίων που διαθέτουν και των υποχρεώσεων που εκδίδουν. Οι υποχρεώσεις τους έχουν τη μορφή λογαριασμών όψεως και προθεσμίας, ενώ οι μεγάλες τράπεζες εκδίδουν υποχρεώσεις στην χρηματαγορά, όπως διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις σε ευρώδολάρια, και εμπορικά ομόλογα μέσω εταιρειών καρτοφυλακίου. Στα στοιχεία του ενεργητικού τους περιλαμβάνονται τα δάνεια που χορηγούν στους καταναλωτές, στις επιχειρήσεις ή στο δημόσιο. Συνήθως, οι ίδιες οι τράπεζες ή οι θυγατρικές τους προσφέρουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, πραγματοποιούν αντισφάλιση σε ορισμένες μορφές χρεογράφων, αναλαμβάνουν ασφάλειες ζωής και λειτουργούν ακόμη ως επιχειρήσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης. Παράλληλα, οι εμπορικές τράπεζες υπόκεινται στον έλεγχο των νομισματικών αρχών λόγω της σημασίας τους στην εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και στη σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος.

**Οργανισμοί Αποταμιεύσεων και Δανείων:** Είναι εξαιρετικά εξειδικευμένοι οργανισμοί που συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο μέρος των πόρων τους εκδίδοντας λογαριασμούς όψεως και προθεσμιακές καταθέσεις. Χορηγούν κυρίως στεγαστικά δάνεια σε καταναλωτές και μικρό αριθμό καταναλωτικών δανείων εξοφλητέων σε δόσεις και επιχειρηματικών δανείων. Στην ουσία οι οργανισμοί αποταμιεύσεων και δανείων είναι οργανισμοί που λειτουργούν κατ' εξοχήν ως «ενδιάμεσοι» στην οικονομία, στο βαθμό που δανείζονται βραχυχρόνια μικρά χρηματικά ποσά από τους καταναλωτές και δανείζουν σε μακροπρόθεσμη βάση.

**Τράπεζες Αμοιβαίων Αποταμιεύσεων:** Είναι οργανισμοί που για τον καταναλωτή διαφέρουν από τους Οργανισμούς Αποταμιεύσεων και Δανείων μόνο σε ορισμένες λεπτομέρειες. Συλλέγουν το μεγαλύτερο τμήμα των πόρων τους μέσω λογαριασμών όψεως και προθεσμιακών καταθέσεων και επενδύουν σε στεγαστικά δάνεια.

**Πιστωτικές Ευώσεις:** Είναι μικροί, μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί που ανήκουν ολοκληρωτικά στα μέλη τους και συνήθως οργανώνονται από καταναλωτές που έχουν ένα κοινό δεσμό, π.χ. από υπαλλήλους μιας επιχείρησης. Για να χρησιμοποιήσει κάποιος τις υπηρεσίες της ένωσης πρέπει να είναι μέλος της. Κυρίως εκδίδουν λογαριασμούς με δικαίωμα επιταγής και προθεσμίας. Λόγω του συνεταιριστικού τους χαρακτήρα το εισόδημα από αποδόσεις, δεν φορολογείται συνήθως.

## **5.2. Οργανισμοί που λειτουργούν στη βάση αμοιβαίων συμφωνιών**

Οι οργανισμοί αυτοί συγκεντρώνουν κεφάλαια μέσω συμβολαίων που συνάπτονται σε μια μακροχρόνια βάση και επενδύουν, συνήθως, στις κεφαλαιαγορές. Σ' αυτήν την κατηγορία ανήκουν οι Ασφαλιστικές Εταιρείες, Ζωής και Ατυχημάτων, καθώς και τα Ιδιωτικά Ταμεία Συντάξεων. Χαρακτηρίζονται από μια σχετικά σταθερή εισροή κεφαλαίων που προκύπτει από τις συμβατικές υποχρεώσεις των ασφαλισμένων και των συμμετεχόντων στα ταμεία. Έτσι, η ρευστότητα δεν αποτελεί ιδιαίτερο πρόβλημα γι' αυτά τα ιδρύματα και τους δίνει τη δυνατότητα να επενδύουν σε μακροπρόθεσμα χρεόγραφα, όπως ομολογίες και σε μερικές περιπτώσεις σε κοινές μετοχές.

**Εταιρείες Ασφάλισης Ζωής:** Συγκεντρώνουν κεφάλαια προσφέροντας ασφάλιση σε περιπτώσεις απώλειας εισοδήματος λόγω πρόωρου θανάτου. Επειδή έχουν μια προβλέψιμη εισροή κεφαλαίων και σχετικά προβλέψιμες εκροές, είναι σε θέση να επενδύουν σε μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις που είναι περισσότερο αποδοτικές. Οι κανόνες που διέπουν τη λειτουργία τους είναι λιγότερο αυστηροί από αυτούς άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ωστόσο παρουσιάζουν τους μικρότερους ρυθμούς επέκτασης τα τελευταία χρόνια.

**Εταιρείες Ασφάλισης Ατυχημάτων:** Παρέχουν προστασία σε περιπτώσεις απώλειας περιουσίας από φωτιά, κλοπή, ατυχήματα, αμέλεια κ.λ.π. Κύρια πηγή κεφαλαίων γι' αυτούς τους οργανισμούς είναι τα ασφαλιστρα που εξαρτώνται από το είδος της ασφάλισης. Επειδή οι εκροές δεν είναι εύκολο να προβλεφθούν, όπως στην περίπτωση των ασφαλειών ζωής, οι εταιρείες ασφάλισης ατυχημάτων επενδύουν ένα μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων τους σε βραχυπρόθεσμα, εύκολα ρευστοποιήσιμα, χρεόγραφα. Για ν' αντισταθμίζουν τη χαμηλότερη αποδοτικότητα αυτών των τίτλων, επενδύουν, επίσης, σε κοινές μετοχές.

**Ιδιωτικά Ταμεία Συντάξεων:** Συγκεντρώνουν εισφορές από τους εργοδότες από τους εργαζομένους και παρέχουν μηνιαίο εισόδημα στους τελευταίους κατά τα συνταξιοδοτήσή τους. Επειδή και εδώ οι εισροές είναι μακροπρόθεσμες, ενώ οι εκροές είναι εύκολα προβλέψιμες, υπάρχει η δυνατότητα επένδυσης σε μακροπρόθεσμα, πιο αποδοτικά χρεόγραφα, όπως ομολογίες κ.λ.π. Η ανάγκη για χρηματικούς πόρους μετά το τέλος της ενεργητικής απασχόλησης και η επιτυχία των συνδικάτων στη διαπραγμάτευση των αμοιβών, οδήγησε σε αξιοπρόσεκτη ανάπτυξη τόσο των ιδιωτικών, όσο και των κρατικών συνταξιοδοτικών ταμείων στη μεταπολεμική περίοδο.

### **5.3. Άλλες μορφές χρηματοπιστωτικών οργανισμών**

**Χρηματοδοτικές Εταιρείες:** Χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτών των εταιρειών είναι ότι δεν δέχονται καταθέσεις από καταναλωτές, αλλά συγκεντρώνουν κεφάλαια πουλώντας εμπορικά ομόλογα ή παίρνοντας δάνεια από τις εμπορικές τράπεζες. Παράλληλα, δανειοδοτούν καταναλωτές ή μικρές επιχειρήσεις, αν και οι πελάτες τους είναι συνήθως μικρότερης πιστωτικής επιφάνειας από τους τυπικούς πελάτες μιας τράπεζας. Λειτουργούν τρεις βασικές μορφές χρηματοδοτικών εταιρειών:

- *Εταιρείες Χρηματοδότησης Καταναλωτών* που ειδικεύονται στη χορήγηση καταναλωτικών δανείων εξοφλητέων σε δόσεις.

- *Εταιρείες Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων* που ειδικεύονται στην παροχή δανείων και χρηματοδοτικών μισθώσεων σε επιχειρήσεις και
- *Εταιρείες Χρηματοδότησης Πωλήσεων* που χρηματοδοτούν τη λαϊκή πώληση προϊόντων.

Η λειτουργία αυτών των εταιρειών διέπεται από αυστηρούς κανονισμούς που ρυθμίζουν τους όρους των συναλλαγών (τρόποι αποπληρωμής του δανείου, λήξη, τόκοι κ.λ.π.), με αποτέλεσμα να εμφανίζουν χαμηλούς ρυθμούς επέκτασης τα τελευταία χρόνια.

**Αμοιβαία κεφάλαια:** Η ανάπτυξή τους ακολούθησε την ανάπτυξη της αγοράς αξιών, αφού πουλούν κοινές μετοχές στους επενδυτές και χρησιμοποιούν αυτά τα κεφάλαια για την αγορά άλλων μετοχών, ομολογιών και χρεογράφων της χρηματαγοράς. Πλεονεκτούν σε σχέση με τις άμεσες επενδύσεις γιατί προσφέρουν στους μικροεπενδυτές μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας και εξειδικευμένη διαχείριση. Συνήθως, ειδικεύονται σε ιδιαίτερους τομείς της αγοράς.

**Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς:** Εμφανίστηκαν στη χρηματοπιστωτική σκηνή στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Σέβν ουσία αποτελούν Αμοιβαία Κεφάλαια που ειδικεύονται σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τα οποία παρουσιάζουν χαμηλό κίνδυνο αθέτησης, όπως τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων που εκδίδονται από τις μεγαλύτερες τράπεζες και τα υψηλόβαθμα commercial papers. Αυτά τα χρεόγραφα προσφέρονται συνήθως στην άμεση αγορά και σε ονομαστικές αξίες. Μέσω αυτών παρέχεται η δυνατότητα σε μικροεπενδυτές να κερδίζουν το επιτόκιο της αγοράς δίχως να αναλαμβάνουν μεγάλο κίνδυνο. Επίσης προσφέρουν προνομιούχους λογαριασμούς όψεως που λειτουργούν ως στενά υποκατάστατα των NOW & super NOW, οι οποίοι προσφέρονται από τις εμπορικές τράπεζες και τους αποταμιευτικούς οργανισμού.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

## 6. Χρηματοπιστωτικές αγορές

Για να συναντώνται εκείνοι που επιθυμούν να αγοράσουν τίτλους με εκείνους που επιθυμούν να εκδώσουν και διαθέσουν τίτλους, λειτουργούν αγορές καλούμενες χρηματοπιστωτικές ή αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Ως αγορές χρήματος και κεφαλαίου ορίζονται οι αγορές που προσφέρονται και ζητούνται χρηματοπιστωτικοί τίτλοι και διαμορφώνονται οι τιμές αυτών ως περιουσιακών στοιχείων που αποφέρουν εισόδημα. Η οργάνωση και η λειτουργία των εν λόγω αγορών και γενικώς όλοι οι μηχανισμοί που διευκολύνουν τις συναλλαγές σ' αυτές, καθορίζονται από νομικούς κανόνες που παρέχουν στους συναλλασσομένους εγγυήσεις για την καλή και πιστή εκτέλεση των συναλλαγών. Η οργάνωση και λειτουργία των αγορών αυτών είναι εκ των πραγμάτων αναγκαία. Συντελούν στην σημαντική μείωση του χρηματικού και μη χρηματικού κόστους που συνεπάγεται η αναζήτηση του αντισυμβαλλομένου. Συμβάλλουν στην αποφυγή των δυσχερειών, που ανακύπτουν, από το γεγονός ότι οι επιθυμίες των αγοραστών τίτλων, όσον αφορά τα χαρακτηριστικά αυτών (διάρκεια ζωής, αξία, ύψος αμοιβής κ.λ.π.) δεν συμπίπτουν με εκείνες των εκδοτών-πωλητών τίτλων. Γι' αυτό λειτουργούν διακεκριμένα τμήματα αγορών που αποβλέπουν στην καλύτερη εξυπηρέτηση των επιθυμιών των συναλλασσομένων. Έτσι λειτουργούν τμήματα, που διαφέρουν ως προς τη λήξη των τίτλων που αποτελούν το αντικείμενο της διαπραγμάτευσης. Οι οικονομικές μονάδες, που επιθυμούν να εκδώσουν τίτλους ή να αγοράσουν τίτλους που ενσωματώνουν βραχυχρόνιες απαιτήσεις απευθύνονται κυρίως στην καλούμενη Αγορά Χρήματος ενώ εκείνες που θέλουν να δανείσουν ή να δανεισθούν για πολύ μακρά χρονικά διαστήματα προσφεύγουν στην καλούμενη Αγορά Κεφαλαίου.

Επίσης η Αγορά Χρηματοπιστωτικών μέσων διακρίνεται σε «Πρωτογενή» και «Δευτερογενή». Στην Πρωτογενή Αγορά προσφέρονται και ζητούνται οι νεοεκδιδόμενοι τίτλοι δηλαδή σ' αυτή αντικείμενο διαπραγμάτευσης και συναλλαγής κάθε περίοδο, αποτελούν τίτλοι που εκδίδονται κατά την περίοδο αυτή. Αντίθετα στην Δευτερογενή αγορά, κάθε περίοδο, αντικείμενο διαπραγμάτευσης αποτελούν τίτλοι που εκδόθηκαν κατά το παρελθόν δηλαδή σε προηγούμενες περιόδους. Η λειτουργία δευτερογενούς αγοράς παρέχει στους κατόχους τίτλων την δυνατότητα και το πλεονέκτημα

να μπορούν να πωλήσουν τους τίτλους τους, όταν έχουν ανάγκη χρήματος. Στις συναλλαγές των αγορών χρήματος και κεφαλαίου δρουν και μεσολαβούν οι καλούμενοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί.<sup>8</sup>

### **6.1. Αγορά Χρήματος**

Η αγορά χρήματος είναι η αγορά όπου προσφέρονται και ζητούνται τίτλοι που αποτελούν στενά υποκατάστατα του χρήματος δηλ. τίτλοι που μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν χωρίς ουσιαστική απώλεια κεφαλαίου.

Οι τίτλοι που διαπραγματεύονται έχουν μεγάλες ονομαστικές αξίες, χαμηλό κίνδυνο αθέτησης και είναι πολύ εύκολα ρευστοποιήσιμοι. Οι κύριοι εκδότες τέτοιων «εργαλείων» της χρηματαγοράς είναι το θησαυροφυλάκιο των ΗΠΑ, οργανισμοί που χρηματοδοτούνται από το κράτος, μεγάλες εγχώριες και ξένες τράπεζες, μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις και πολιτειακές ή τοπικές κυβερνήσεις. Οι ίδιοι αυτοί οργανισμοί αποτελούν και τους κύριους επενδυτές στους οποίους πρέπει να προστεθούν και οι διάφοροι αποταμιευτικοί οργανισμοί, τα Ταμεία Συντάξεων, οι Ασφαλιστικές Εταιρείες, τα Αμοιβαία Κεφάλαια καθώς και οι πλούσιοι επενδυτές.

Η οικονομική λειτουργία της χρηματαγοράς είναι η παροχή στις οικονομικές μονάδες αποτελεσματικών μέσων, ώστε να ρυθμίζουν τη ρευστότητά τους.

Σημαντικό ρόλο στη λειτουργία της χρηματαγοράς έχουν οι έμποροι χρεογράφων και οι χρηματιστές που εξειδικεύονται σε ιδιαίτερους τίτλους. Σημαντικότεροι είναι οι έμποροι που αγοράζουν και πουλούν από τα αποθέματα των χρεογράφων τους και έτσι στην ουσία «δημιουργούν» την αγορά. Κι αυτό το πετυχαίνουν με το να είναι έτοιμοι σε κάθε στιγμή να πουλήσουν ή να αγοράσουν θεωρητικά οποιαδήποτε ποσότητα του χρεογράφου σε μια δοσμένη τιμή προσφορά. Αυτή η πράξη αυξάνει τη ρευστότητα των τίτλων της χρηματαγοράς, ενώ οι μεγάλοι έμποροι, που

---

<sup>8</sup> Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

συνήθως εμπορεύονται ένα μεγάλο αριθμό τίτλων, όχι μόνο στις χρηματαγορές αλλά και στις κεφαλαιαγορές, αποτελούν στην ουσία το συνδυαστικό κρίκο των δύο αυτών αγορών.

Αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην Αγορά Χρήματος αποτελούν τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, ομόλογα του Κράτους ή Δημοσίων Οργανισμών, Πιστοποιητικά Καταθέσεων Τραπεζών κ.α.

Τμήμα της Αγοράς Χρήματος αποτελεί η Διατραπεζική Αγορά, όπου συναντάται η προσφορά και η ζήτηση «Τραπεζικής Ρευστότητας», δηλαδή όπου προσφεύγουν οι Τράπεζες για να τοποθετήσουν τα ρευστά διαθέσιμα ή για να αντλήσουν ρευστά προς αντιμετώπιση των άμεσων υποχρεώσεων τους. Κατά βάση, οι συμμετέχουσες Τράπεζες συναλλάσσονται μέσω του τηλεφώνου. Οι συναλλαγές γίνονται «εν λευκώ» ή έναντι τίτλων, υπό μορφή οριστικών πράξεων πωλήσεων ή συμφωνιών επαναγοράς των τίτλων για διάρκεια μιας ημέρας ή για μεγαλύτερες προθεσμίες.

## **6.2. Αγορά Κεφαλαίου**

Αντικείμενο Διαπραγμάτευσης στην Αγορά Κεφαλαίου αποτελούν τίτλοι με σχετικώς μακρά διάρκεια ζωής. Οι τίτλοι αυτοί δεν είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος, καθ' όσον ενέχουν κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους κατά τη διάρκεια της ζωής τους. Τέτοιοι τίτλοι είναι κυρίως οι μετοχές και οι ομολογίες ανωνύμων εταιριών, οι οποίες εκδίδουν τους εν λόγω τίτλους για την άντληση κεφαλαίων αναγκαίων για την ανάπτυξή τους καθώς και τα στεγαστικά δάνεια και οι δημοτικές ομολογίες. Οι χρηματικοί πόροι που συγκεντρώνονται επενδύονται σε παραγωγικά κεφάλαια, απ' όπου και το όνομα «κεφαλαιαγορές».

*Στην Πρωτογενή Αγορά:* Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω στην πρωτογενή αγορά αντικείμενο διαπραγμάτευσης και συναλλαγής αποτελούν οι νεοεκδιδόμενοι τίτλοι, που επαυξάνουν κάθε φορά το απόθεμα των υπαρχόντων τίτλων. Η λειτουργία της επιτρέπει την διοχέτευση της αποταμίευσης από τα νοικοκυριά (πλεονασματικές μονάδες) προς τις



επιχειρήσεις (ελλειμματικές μονάδες, που τη χρησιμοποιούν κατά κανόνα για την αύξηση του πραγματικού κεφαλαίου της οικονομίας.

*Στην Δευτερογενή αγορά:* Η λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς – όπου γίνονται διαπραγματεύσεις και αγοραπωλησίες τίτλων που έχουν εκδοθεί κατά το παρελθόν – δεν συντελεί σ' αύξηση των χρηματοπιστωτικών πόρων των επιχειρήσεων (ελλειμματικών μονάδων), πλην όμως εξασφαλίζει την κινητικότητα της αποταμίευσης και συντελεί έτσι στην αποτελεσματική λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς. Χωρίς τη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς (χρηματιστήριο) δεν θα υπήρχε ικανοποιητική λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς. Και αυτό γιατί οι αποταμιευτές θα απέφευγαν να αγοράσουν κινητές αξίες, αν δεν μπορούσαν να τις ρευστοποιήσουν σε περίπτωση που θα το επιθυμούσαν.<sup>9</sup>

### **6.3. Τα εργαλεία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου**

Αντικείμενο των συναλλαγών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου αποτελούν οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι. Οι κυριότεροι και πλέον γνωστοί τίτλοι που διαπραγματεύονται κυρίως στην αγορά κεφαλαίου είναι η Ομολογία και η Μετοχή.

#### **6.3.1. Μετοχές**

Μετοχές εκδίδονται από τις εταιρίες Α.Ε. και είναι αξιόγραφα, τα οποία ενσωματώνουν δικαίωμα ιδιοκτησίας και εκφράζουν μετοχική σχέση. Δηλαδή οι κάτοχοι μετοχών μιας εταιρίας γίνονται μέτοχοι της εταιρίας αυτής και συμμετέχουν στα κέρδη ή στις ζημιές της επιχείρησης.

Το κεφάλαιο της εταιρίας διαιρείται σε μερίδια που αποτελούν τις μετοχές και το μερίδιο αυτό ή τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου που

<sup>9</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

αντιπροσωπεύει η μετοχή ονομάζεται ονομαστική αξία της μετοχής. Η τιμή των μετοχών των εταιρειών είναι πάντα μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία της μετοχής.

Ο κάτοχος μετοχών μιας εταιρίας έχει τα εξής δικαιώματα:

(α) Το δικαίωμα συμμετοχής με ψήφο στις Γενικές Συνελεύσεις της εταιρίας και το δικαίωμα πληροφόρησης σχετικά με τις δραστηριότητες και τα αποτελέσματα της εταιρείας.

(β) Το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και εισπραξη μερίσματος που εξαρτάται από το ύψος των κερδών και τις αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της εταιρίας περί διανομής κερδών.

(γ) Το δικαίωμα της ιδιοκτησίας επί του καθαρού ενεργητικού την εταιρείας.

(δ) Το δικαίωμα προτιμήσεως συμμετοχής στην αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας και

(ε) Το δικαίωμα του κατόχου της μετοχής να διαπραγματευτεί αυτή και να την μεταβιβάσει.

Οι μετοχές μπορούν να εκδοθούν ανώνυμες ή ονομαστικές. Κατά κύριο όμως λόγο εκδίδονται ανώνυμες (χωρίς το όνομα του κατόχου). Η ανώνυμη μετοχή μεταβιβάζεται όπως τα κινητά πράγματα με την παράδοση του τίτλου. Η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών γίνεται με ιδιόρρυθμο τρόπο, με καταγραφή του ονόματος στα βιβλία της Εταιρίας (Μητρώο Μετόχων της Εταιρείας). Οι μετοχές των Τραπεζών είναι στην Ελλάδα υποχρεωτικά ονομαστικές.

Η μεταβίβαση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο ονομαστικών μετοχών γίνεται υποχρεωτικά δια του υποθητηρίου εγγράφου. Το αποθετήριο έγγραφο εκδίδεται από συσταθείσα Α.Ε., που αποκαλείται Εταιρεία Αποθετηρίου. Η εν λόγω εταιρεία έχει επίσης ως έργο την εκκαθάριση των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών που γίνονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Έτσι, τα δικαιώματα του μετόχου αποδεικνύονται με το αποθετήριο έγγραφο που αποτελεί αξιόγραφο. Η Εταιρεία Αποθετηρίων εκδίδει

αποθετήριο έγγραφο και για ανώνυμες μετοχές κατόπιν αιτήσεως του κομιστή αυτών. Οι τίτλοι για τους οποίους εκδίδονται αποθετήρια δεν παραδίδονται στον αγοραστή-μέτοχο αλλά φυλάσσονται με ευθύνη της Εταιρείας Αποθετηρίων

### **6.3.2. Ομολογία**

Η ομολογία αποτελεί αξιόγραφο που εκφράζει δανειστική σχέση δηλ. αποτελεί τίτλο δανείου. Εκδίδεται σε περίπτωση συνάψεως ομολογιακού δανείου από μεγάλες επιχειρήσεις ή το Κράτος ή Κρατικούς Οργανισμούς. Ομολογιακό δάνειο εκδίδεται όταν το ποσό του δανείου, που έχει ανάγκη μια επιχείρηση ή το Κράτος, είναι πολύ μεγάλο και γι' αυτό είναι πολύ δύσκολο να βρεθεί ένας δανειστής ολόκληρου του ποσού. Στην περίπτωση αυτή το συνολικό αναγκαίο ποσό διαιρείται σε μεγάλο πλήθος μεριδίων, έκαστο των οποίων αντιπροσωπεύεται από τίτλο που ονομάζεται ομολογία. Ο αγοραστής της ομολογίας δανείζει στον εκδότη αυτής, το ποσό που αναγράφεται στον τίτλο, υπό τους όρους που επίσης αναγράφονται επ' αυτού.

Η ομολογία αποτελεί τίτλο που ενσωματώνει έντοκη απαίτηση του κομιστή κατά του εκδότη. Το ποσό που αναγράφεται επί του τίτλου, αντιπροσωπεύει το μερίδιο του συνολικού ποσού του ομολογιακού δανείου και ονομάζεται ονομαστική αξία της ομολογίας. Οι όροι εξόφλησης της ομολογίας δηλ. του χρέους και πληρωμής των τόκων καθορίζεται κατά την έκδοση - σύναψη του συμβολαίου του δανείου - και γενικώς αναγράφονται επ' αυτής. Προσαρτημένα στο έγγραφο της ομολογίας και γενικώς τα καλούμενα τοκομερίδια (κουπόνια), που αντιπροσωπεύουν απαίτηση τόκου. Το «κουπόνι» αποκόπεται από το κύριο σώμα του τίτλου κατά τη λήξη του (ημέρα πληρωμής του τόκου) και εξοφλείται παραδιδόμενο στον εκδότη της ομολογίας.

Η ομολογία είναι ανώνυμο χρεόγραφο στον κομιστή. Έχει ορισμένη διάρκεια ζωής (ορισμένη λήξη) και μεταβιβάζεται όπως τα κινητά πράγματα, με την παράδοση του σώματος του τίτλου. Η έκδοση ανωνύμων χρεογράφων, που ενσωματώνουν χρηματική απαίτηση, επιτρέπεται, εφ' όσον υπάρχει

νομοθετική πρόβλεψη. Οι ομολογίες είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο.

Η έκδοση της ομολογίας μπορεί να γίνει υπό ή υπέρ το άρτιο δηλ. σε τιμή μικρότερη ή μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία. Επίσης μπορεί η εξόφλησή της να έχει συμφωνηθεί να γίνει σε τιμή ανώτερη από την ονομαστική.

Δύναται επίσης να υπάρχει όρος που δίδει δικαίωμα στον εκδότη ή στον κομιστή να ζητήσει εξόφληση της ομολογίας «πριν από τη λήξη της».

Έτσι η ομολογία αποτελεί τίτλο, που δίδει στον κομιστή της το δικαίωμα:

- ✓ Να επανακτήσει το κεφάλαιο του σύμφωνα με τους όρους που καθορίστηκαν κατά την έκδοσή της,
- ✓ Να εισπράττει τους τόκους που αποτελούν την αμοιβή για τη στέρηση του κεφαλαίου του,
- ✓ Να την μεταβιβάσει ή πωλήσει ελεύθερα στην αγορά, όταν το θελήσει, πριν από τη λήξη της.

### **6.3.3. Ομόλογα**

Ομόλογο είναι ανώνυμο αξιόγραφο, που ενσωματώνει υπόσχεση του εκδότη ότι θα προβεί σε δεδομένη χρηματική παροχή προς τον κομιστή. Χαρακτηρίζεται ως υποχρέωση του εκδότη από Τραπεζική κατάθεση. Σ' αντίθεση με την έκδοση ομολογιακού δανείου, τα ομόλογα βρίσκονται σε συνεχή προσφορά μέχρι της καλύψεως του ποσού του δανείου, που έχει εγκριθεί. Είναι μεσοπρόθεσμος τίτλος διάρκειας συνήθως ενός έως τριών ετών. Ο εκδότης έχει υποχρέωση να προβαίνει στην εξαγορά των ομολόγων του υπό ορισμένους όρους.

#### **6.3.4. Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου**

Τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου αποτελούν έγγραφες υποσχέσεις του Δημοσίου για την πληρωμή ορισμένου ποσού σε ορισμένου τόπο και χρόνο. Η διαχείριση τους γίνεται από την Κεντρική Τράπεζα. Είναι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι, τριμήνου, εξαμήνου, εννεαμήνου ή το πολύ δωδεκαμήνου διάρκειας. Εκδίδονται με προεξόφληση δηλ. με έκπτωση από την ονομαστική αξία. Το ποσό της έκπτωσης αντιπροσωπεύει τον τόκο για το χρονικό διάστημα μέχρι της λήξεως του δανείου. Ο τόκος υπολογίζεται στην περίπτωση εσωτερικής προεξόφλησης επί της τιμής έκδοσης.

#### **6.3.5. Πιστοποιητικό Καταθέσεων**

Χρηματοπιστωτικά μέσα της Αγοράς Χρήματος αποτελούν επίσης τα πιστοποιητικά καταθέσεων. Το πιστοποιητικό καταθέσεων βεβαιώνει κατάθεση δεδομένου ποσού σε τράπεζα. Διακρίνεται από την προθεσμιακή κατάθεση κατά το ότι είναι διαπραγματεύσιμο στην Αγορά. Το γεγονός ότι το Πιστοποιητικό Καταθέσεως είναι εμπορεύσιμο και ευκόλως ρευστοποιήσιμο αποτελεί το πλεονέκτημα του. Το πιστοποιητικό εκδίδεται στην ονομαστική αξία του και αποφέρει τόκο μέχρι της λήξεώς του, που υπολογίζεται επί της ονομαστικής αξίας, βάσει δεδομένου ονομαστικού επιτοκίου.

#### **6.3.6. Συμφωνίες Επαναγοράς**

Η συμφωνία επαναγοράς αποτελεί συμβόλαιο μεταξύ δύο μερών, βάσει του οποίου το ένα μέρος, πωλητής (ή δανειζόμενος) πωλεί κινητές αξίες (έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου) στο άλλο μέρος που είναι αγοραστής (δανειστής), υπό τον όρο να τις επαναγοράσει, μετά από ορισμένο χρόνο και στη προσυμφωνηθείσα τιμή.

#### **6.3.7. Παράγωγα Χρηματοπιστωτικά Μέσα**

Τα παράγωγα Χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν καινοτομίες στο Χρηματοπιστωτικό σύστημα. Εμφανίστηκαν κυρίως το έτος 1970 στις ΗΠΑ

και έκτοτε έλαβαν μεγάλη ανάπτυξη και στις άλλες αναπτυγμένες χώρες. Αποβλέπουν κυρίως να καλύψουν τους επενδυτές έναντι χρηματοπιστωτικού κινδύνου. Χρησιμοποιούνται επίσης σε κερδοσκοπικές πράξεις.

Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι κυρίως τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και τα Χρηματοπιστωτικά Συμβόλαια.

Ένα χρηματοπιστωτικό μέσο είναι παράγωγο, εάν η αξία του αποτελεί συνάρτηση ορισμένων βασικών μεταβλητών. Βασικές μεταβλητές από τις οποίες εξαρτάται η αξία ενός παραγώγου χρηματοπιστωτικού τίτλου, είναι κατά κανόνα διαπραγματεύσιμοι τίτλοι όπως ομολογίες ή μετοχές.

### **6.3.8. Αμοιβαίο Κεφάλαιο**

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι σύνολο περιουσιακών στοιχείων, που απαρτίζεται από κινητές αξίες και μετρητά και ανήκει εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης από Α.Ε. Διαχειρίσεως η οποία ιδρύεται κατόπιν ειδικής αδείας και παρέχεται αρμοδίως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας Διαχείρισεως πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστον στο ύψος των 50.000.000 δρχ., και τα 2/5 τουλάχιστον αυτού να ανήκουν σε Α.Ε. με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 500.000.000 δρχ. Η εταιρεία Διαχείρισεως εκπροσωπεί δικαστικώς και εξωδικώς τους μεριδιούχους του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Το «Αμοιβαίο Κεφάλαιο» δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο.

Η περιουσία του Αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας. Η συμμετοχή στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο γίνεται με την αγορά και αποδεικνύεται με την κατοχή ονομαστικού τίτλου, που εκδίδεται από την Α.Ε. Διαχείρισεως. Οι τίτλοι εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου. Οι επενδυτές επενδύουν αγοράζοντας μερίδια. Με τους πόρους που εισφέρουν, ο διαχειριστής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αγοράζει χρηματοπιστωτικούς τίτλους και επαυξάνει την περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Διαχειρίζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο με σκοπό την επίτευξη για τους επενδυτές του υψηλότερου δυνατού εισοδήματος από τόκους, μερίδια,

υπεραξία. Η συμβατική μεταβίβαση των τίτλων είναι απολύτως άκυρη. Ο μεριδιούχος έχει δικαίωμα να ζητήσει την εξαγορά των μεριδίων του. Προς τούτο υποβάλλει γραπτή αίτηση και παραδίδει προς ακύρωση τους τίτλους του. Τα μερίδια εξαγοράζονται στην τιμή εξαγοράς της ημέρας υποβολής της αίτησης του μεριδιούχου προς εξαγορά. Η τιμή αυτή προσδιορίζεται με βάση την καθαρή αξία του μεριδίου της ίδιας ημέρας. Η αξία των μεριδίων, που εξαγοράζονται, καταβάλλεται σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες από την ημέρα υποβολής της αίτησης εξαγοράς μεριδίων.

Τα περιουσιακά στοιχεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατατίθενται υποχρεωτικά σε Τράπεζα που λειτουργεί στην Ελλάδα και δέχεται να ασκεί τα καθήκοντα του Θεματοφύλακα. Ο θεματοφύλακας έχει στη φύλαξη του το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και εκτελεί καθήκοντα ταμιά σύμφωνα με τις εντολή της Α.Ε. Διαχειρίσεως.

Η φύλαξη αλλοδαπών κινητών αξιών και ελληνικών κινητών αξιών εισηγμένων σε ξένα χρηματιστήρια επιτρέπεται να ανατίθεται σε Τράπεζα του εξωτερικού.

Η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου γίνεται σύμφωνα με το νόμο. Η αξία των εισηγμένων σε χρηματιστήριο κινητών αξιών αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μεριητοίς της ίδιας ημέρας. Η αποτίμηση της αξίας των κινητών αξιών, που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, γίνεται με τους κανόνες που ορίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η καθαρή αξία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου προκύπτει από την αξία αυτού, που αποτιμάται σύμφωνα με τα αμέσως πιο πάνω εκτεθέντα, αφού αφαιρεθούν οι αμοιβές ή οι προμήθειες της Α.Ε. Διαχειρίσεως, του Θεματοφύλακα και των μελών του Χρηματιστηρίου, οι δαπάνες του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που το βαρύνουν καθώς και τα κατά την αποτίμηση της 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους διανεμόμενα στους μεριδιούχους κέρδη.

Η καθαρή αξία κάθε μεριδίου προκύπτει από τη διαίρεση της συνολικής καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου δια του αριθμού των μεριδίων.

Η τιμή διάθεσης του μεριδίου υπερβαίνει και η τιμή εξαγοράς υπολείπεται από την καθαρή αξία του μεριδίου κατά το ποσό της προμήθειας που κρατάει η Α.Ε. Διαχειρίσεως.

Η καθαρή αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο αριθμός των μεριδίων του, η αξία του μεριδίου, η τιμή διαθέσεως και η τιμή εξαγοράς υπολογίζονται κάθε εργάσιμη ημέρα και δημοσιεύονται στον ημερήσιο τύπο της επόμενης ημέρας με την φροντίδα της Α.Ε. Διαχειρίσεως.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια, ανάλογα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθούν και το είδος των τίτλων στους οποίους επενδύουν, διακρίνονται σε περισσότερα είδη.

Οι πρόσοδοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τους τόκους, μερίσματα και κέρδη που προκύπτουν από κλήρωση ομολογιών υπέρ το άρτιο, διανέμονται ετησίως στους μεριδιούχους αφού αφαιρεθεί το σύνολο των δαπανών. Τα κέρδη από πώληση κινητών αξιών διανέμονται στους μεριδιούχους κατά την κρίση της Α.Ε. Διαχειρίσεως κατά το μέτρο που αυτά δεν εξουδετερώνονται από τυχόν πραγματοποιηθείσες μέχρι τέλους της χρήσεως κεφαλαιακές ζημιές.

### **6.3.9. Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου**

Η Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου αποτελεί ανώνυμη εταιρεία η οποία έχει το κεφάλαιο της επενδεδυμένο σε κινητές αξίες. Έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών. Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας Επενδύσεων έχει ελάχιστο ύψος 500.000 δρχ., το οποίο καταβάλλεται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Το κεφάλαιο της εν λόγω εταιρείας δύναται να αυξάνεται κατόπιν αποφάσεως της γενικής συνέλευσης των μετόχων και κατόπιν εγκρίσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Είναι διαιρεμένο σε μετοχές οι οποίες είναι υποχρεωτικά εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Ο Νόμος θέτει ορισμένους περιορισμούς στην κατανομή και επένδυση του κεφαλαίου της δηλ. στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, που διαχειρίζεται η εταιρεία.



Οι κινητές αξίες, που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο το οποίο διαχειρίζεται η Α.Ε. Διαχειρίσεως, κατατίθενται και φυλάσσονται σε Τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Αλλοδαπές κινητές αξίες και ελληνικές κινητές αξίες εισηγμένες σε ξένα χρηματιστήρια επιτρέπεται να φυλάσσονται σε τράπεζα της αλλοδαπής.

Επιτρέπεται ο δανεισμός των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου μέχρι 10% των ίδιων κεφαλαίων τους για την πραγματοποίηση τοποθετήσεων σε κινητές αξίες και για την απόκτηση ακινήτων.

Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου διανέμουν κάθε διαχειριστική περίοδο στους μετόχους τους υπό μορφή μερίσματος το σύνολο των καθαρών κερδών, που πραγματοποιούν. Αυτά προέρχονται από μερίσματα, τόκους και υπεραξίες από τις αγοραπωλησίες κινητών αξιών στις οποίες προβαίνει η Εταιρεία Διαχειρίσεως. Με απόφαση της Γενικής Συνελεύσεως, κέρδη κεφαλαίου μπορούν να φέρονται σε πίστωση ειδικού αποθεματικού για την αντιμετώπιση ζημιών από την πώληση κινητών αξιών σε τιμή κατώτερη από την τιμή κτήσεως. Με απόφαση της γενικής συνελεύσεως επιτρέπεται επίσης η δημιουργία τακτικού αποθεματικού.

Συνήθως στις Εταιρείες Επενδύσεων χαρτοφυλακίου παρατηρείται ότι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της Εταιρείας διαφέρει από την αντίστοιχη εσωτερική τιμή. Η τελευταία προκύπτει από τη διαίρεση της συνολικής καθαρής αξίας του χαρτοφυλακίου των κινητών αξιών, που έχει η εταιρεία, δια του συνολικού αριθμού των μετοχών στις οποίες είναι διαιρεμένη το κεφάλαιο της. Η αποτίμηση των κινητών αξιών που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο γίνεται βάσει των τρεχουσών τιμών τους στο χρηματιστήριο. Η καθαρή αξία προκύπτει μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων από τη συνολική τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής δύναται να είναι ανώτερη ή κατώτερη από την εσωτερική αξία αυτής. Κανονικά αναμένεται οι δύο τιμές να είναι σχεδόν ίσες, δεδομένου ότι η μετοχή αντιπροσωπεύει μερίδιο της αξίας του χαρτοφυλακίου. Παρά ταύτα παρατηρούνται αποκλίσεις ακόμη και της τάξεως του 20-30%.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

**Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 2<sup>ο</sup>****ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ****1. Έννοια και λειτουργία της Αγοράς Χρήματος**

Η Αγορά Χρήματος είναι η Αγορά όπου γίνεται διαπραγμάτευση τίτλων που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος. Στενά υποκατάστατα του χρήματος αποτελούν τίτλοι που δεν διατρέχουν κίνδυνο αφερεγγυότητας του εκδότη, είναι άμεσα διαπραγματεύσιμοι και δύνανται να μετασχηματισθούν σε χρήμα χωρίς σημαντικό κίνδυνο απώλειας αξίας. Συνιστούν γενικώς αυτό που αποκαλείται ρευστότητα της οικονομίας, καθ' όσον πολλοί απ' αυτούς αποτελούν συστατικό στοιχείο της συνολικής προσφοράς χρήματος (καταθέσεις, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, τραπεζικά ομόλογα κ.α.). Επειδή οι βραχυχρόνιοι τίτλοι, μετασχηματιζόμενοι σε χρήμα, δεν διατρέχουν γενικώς σημαντικό κίνδυνο απώλειας αξίας, λέγεται ότι στην Αγορά Χρήματος γίνεται διαπραγμάτευση βραχυχρόνιων τίτλων (τίτλων με διάρκεια ζωής ίση ή μικρότερη του έτους).<sup>11</sup>

---

3) Τσιμπλής Μιχάλης: «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 1998

4) Δημήτριος Καραπιστόλης: «Διαχείριση χαρτοφυλακίων και αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων», Θεσσαλονίκη 1998

<sup>11</sup> Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Πανίσης, Σταύρος Θωμαδάκης, Μανώλης Ξανθάκης: «Απελευθέρωση αγορών και μετασχηματισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», εκδ. Παπαζήση,

Το μεγαλύτερο μέρος της Αγοράς Χρήματος είναι η «Διατραπεζική Αγορά». Σ' αυτήν συμμετέχουν κατά κύριο λόγο Τράπεζες (Πιστωτικά Ιδρύματα) οι οποίες μεσολαβούν μεταξύ των αποταμιευτών (πρωτογενών πηγών πόρων) και των τελικών χρηστών των εν λόγω πόρων. Τα Πιστωτικά Ιδρύματα συλλέγουν πόρους εκδίδοντας ενδιάμεσους τίτλους και με τους πόρους που συλλέγουν χρηματοδοτούν τους τελικούς χρήστες, αγοράζοντας πρωτογενείς τίτλους. Προσαρμόζοντας τα χαρακτηριστικά των τίτλων προς τις επιθυμίες των εμπλεκομένων μερών εξυπηρετούν και διευκολύνουν τη χρηματοδότηση. Συγχρόνως όμως θέτουν σε κυκλοφορία μέσα πληρωμής.

Η λειτουργία των Τραπεζών συνίσταται στο να θέτουν σε κυκλοφορία μέσα πληρωμής. Πράγματι η παροχή πιστώσεως, από δεδομένη Τράπεζα, αποτελεί έκδοση τίτλου, που ενσωματώνει υπέρ του δικαιούχου κομιστή, απαίτηση του προς την εν λόγω Τράπεζα-εκδότη του τίτλου. Ο τίτλος που εκδίδει η Τράπεζα γίνεται δεκτός στις συναλλαγές ως μέσο πληρωμής. (Ο δανειολήπτης δηλ. ο πελάτης της Τράπεζας στο όνομα του οποίου η Τράπεζα άνοιξε πίστωση, έχει δικαίωμα να υπογράψει επιταγή προς την Τράπεζα εκτέλωνιάς την να προβεί σε ορισμένη πληρωμή). Η αποδοχή της ως μέσου πληρωμής προσδίδει στην επιταγή την ιδιότητα του χρήματος. Χρειάζεται όμως να υπάρχουν δύο αναγκαίοι όροι. Πρώτον ότι η απαίτηση κατά της Τράπεζας γίνεται δεκτή ως μέσο πληρωμής. Δεύτερο ότι η Τράπεζα οφείλει να είναι σε θέση να πληρώσει (να εξοφλήσει την απαίτηση) σ' ένα άλλο νόμισμα (π.χ. στο νόμισμα της Κεντρικής Τράπεζας). Επιπλέον, ας σημειωθεί ότι οι Τράπεζες δεν μπορούν να χορηγούν πιστώσεις, εάν δεν υπάρχει ζήτηση πιστώσεων. Η τελευταία εξαρτάται από τις ανάγκες της παραγωγής.

**Οργάνωση της Αγοράς Χρήματος:** Η αγορά χρήματος περιλαμβάνει ως κύριο τμήμα της, τη Διατραπεζική Αγορά στην οποία γίνεται διαπραγμάτευση τραπεζικής ρευστότητας.

**Διατραπεζική Αγορά:** Η διατραπεζική αγορά δεν αποτελεί ορισμένη τοποθεσία αλλά αποτελεί δίκτυο διασυνδέσεως πιστωτικών μονάδων, διαμέσου του οποίου συναντάται η προσφορά και η ζήτηση τραπεζικής ρευστότητας. Στη διατραπεζική αγορά συμμετέχουν μόνον τράπεζες και ορισμένες κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών, που συνδέονται τηλεφωνικώς και είναι σε συνεχή επαφή. Οι πράξεις γίνονται «εν λευκώ» ή έναντι τίτλων (με ενεχυρίαση

γραμματίων). Γενικώς έχουν τη μορφή οριστικών συμφωνιών ή πράξεων με συμφωνίες επαναγοράς και αφορούν διάρκειες μιας ημέρας ή μεγαλύτερες. Πράξεις «εν λευκώ» σημαίνει ότι ο δανειστής δεν λαμβάνει ως εγγύηση κάποιο τίτλο. Τούτο συμβαίνει, διότι ο δανειολήπτης είναι φερέγγυος (μεγάλη Τράπεζα που διαθέτει μεγάλη πίστη). Πάντως, η ύπαρξη κινδύνου συνεπάγεται επιτόκιο υψηλότερο από εκείνο που ισχύει για πράξεις που γίνονται με ενεχυρίαση τίτλων, που αποτελούν εγγύηση. Οι τίτλοι, που γίνονται δεκτοί ως εγγύηση, είναι κατά κύριο λόγο έντοκα γραμμάτια ή ομόλογα του Δημοσίου ή τραπεζικά ομόλογα ή άλλοι τίτλοι διαπραγματευσιμοι στην Αγορά Χρήματος.

Η Διατραπεζική Αγορά είναι κατ' εξοχήν βραχυχρόνια αγορά. Ο μεγαλύτερος όγκος πράξεων αφορά δάνεια διάρκειας μιας ημέρας. Είναι σχεδόν εξ ολοκλήρου δάνεια εν λευκώ ή και με συμφωνία επαναγοράς τίτλων. Η λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς παρακολουθείται στενά από την Κεντρική Τράπεζα η οποία είναι πάντοτε παρούσα και παρεμβαίνει όταν το κρίνει σκόπιμο με τα μέσα που διαθέτει.

Η αγορά χρήματος αποτελεί έννοια ευρύτερη από τη διατραπεζική αγορά. Είναι η αγορά όπου γίνεται διαπραγμάτευση τίτλων, που αποτελούν υποκατάστατα του χρήματος. Τέτοιοι τίτλοι είναι κατά κανόνα βραχυχρόνιοι τίτλοι, που εκδίδονται από φερέγγυους οργανισμούς (Κράτος, Τράπεζες, μεγάλες φερέγγυες επιχειρήσεις). Εκτός από τους εν λόγω οργανισμούς, οι οποίοι συμμετέχουν, όχι μόνον ως εκδότες, αλλά και ως επενδυτές, στην αγορά χρήματος συμμετέχουν επίσης Επενδυτικές Εταιρίες, Αμοιβαία Κεφάλαια, Χρηματοστηριακές Εταιρίες, Ασφαλιστικές Εταιρείες, Ταμεία Συντάξεων και άτομα που διαθέτουν μεγάλα ποσά προς επένδυση<sup>12</sup>.

## **2. Διατραπεζική Αγορά – Διατραπεζική ρευστότητα**

Σύμφωνα με τα αμέσως πιο πάνω η δραστηριότητα δημιουργίας χρήματος από κάθε τράπεζα περιορίζεται από την υποχρέωση της να είναι, κάθε στιγμή, σε θέση να ικανοποιεί τη ζήτηση της πελατείας της, σε ένα άλλο

<sup>12</sup> Φίλιος Βασίλειος: «Η οικονομική των Τραπεζικών επιχειρήσεων», εκδ. INTERBOOK, Αθήνα 1994

αποδεκτό νόμισμα δηλ. να μετασχηματίζει τις υποχρεώσεις της σε χρήμα υπό μορφή κατάθεσης σε λογαριασμό σε μια άλλη Τράπεζα ή υπό μορφή χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας ή ακόμη υπό μορφή συναλλάγματος. Τούτο σημαίνει ότι η κάθε Τράπεζα οφείλει να διαθέτει ρευστότητα υπό μορφή κατάθεσης στη Κεντρική Τράπεζα και υπό μορφή τίτλων που γίνονται δεκτοί από την Κεντρική Τράπεζα προς μετασχηματισμό σε χρήμα της. (Για το λόγο αυτό οι Τράπεζες έχουν τρεχούμενο λογαριασμό στην Κεντρική Τράπεζα).

Διατραπεζική Αγορά είναι η αγορά όπου γίνεται διαπραγμάτευση τραπεζικής ρευστότητας. Η διατραπεζική ρευστότητα επηρεάζεται από την πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας και γενικώς των νομισματικών αρχών.

### **3. Ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας**

Η έκδοση χρήματος αποτελεί προνόμιο του Κράτους. Έτσι το Κράτος παρεμβαίνει στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος με σκοπό να εξασφαλίζει, στο μέγιστο δυνατό βαθμό, αφ' ενός την ασφάλεια των συναλλασσομένων με το τραπεζικό σύστημα και αφ' ετέρου την ισορροπία των μακροοικονομικών μεγεθών, στην οποία το χρήμα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο (π.χ. τη σταθερότητα της αγοραστικής δύναμης). Για να διατηρεί το χρήμα την ιδιότητα της άμεσης εξόφλησης των χρεών, χρειάζεται η διαχείριση του να γίνεται από τραπεζικό σύστημα που παρέχει σοβαρές εγγυήσεις. Γι αυτό έχει καθιερωθεί ένα ιεραρχημένο τραπεζικό σύστημα στο οποίο δεσπύζουσα θέση κατέχει η Κεντρική Τράπεζα ή Εκδοτικό Ίδρυμα.

Η δεσπύζουσα θέση της Κεντρικής Τράπεζας θέτει όρια στη δημιουργία χρήματος εκ μέρους των Τραπεζών. Περιορισμούς στη δημιουργία τραπεζικού χρήματος θέτουν:

- ✓ Το προνόμιο της Κεντρικής Τράπεζας να εκδίδει χρήμα το οποίο έχει νόμιμη υποχρεωτική κυκλοφορία (τραπεζογραμμάτια και κέρματα). Τούτο συνεπάγεται αντίστοιχα υποχρέωση των Τραπεζών να πραγματοποιούν μέρος των πληρωμών τους σε χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας, ανταποκρινόμενες στη ζήτηση των πελατών τους.

- ✓ Η κανονιστική υποχρέωση των Τραπεζών να διατηρούν υποχρεωτικώς δεσμευμένες καταθέσεις στην Κεντρική Τράπεζα. Οι υποχρεωτικές καταθέσεις καθιερώθηκαν αρχικά ως μια εγγύηση εξόφλησης των απαιτήσεων των πελατών του Τραπεζικού συστήματος. Εκτός τούτου αποτελούν επίσης μέσο της νομισματικής πολιτικής.

Οι δύο ως άνω περιορισμοί υποχρεώνουν τις Τράπεζες να διατηρούν ως στοιχεία του ενεργητικού τους στοιχεία του παθητικού της Κεντρικής Τράπεζας.

Τα τραπεζογραμμάτια και οι καταθέσεις των Τραπεζών στην Κεντρική Τράπεζα αποτελούν το χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας ή την καλούμενη νομισματική βάση.

**Νομισματική Βάση.** Οι μεταβολές των στοιχείων του ενεργητικού της Κεντρικής Τράπεζας αποτελούν τις αιτίες των μεταβολών της νομισματικής βάσεως. Με άλλα λόγια, αιτίες των μεταβολών της νομισματικής βάσεως αποτελούν:

- ✓ Η αγορά ή η πώληση από την Κεντρική Τράπεζα χρυσού ή συναλλαγμάτων. Οι Τράπεζες προμηθεύονται χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας εκχωρώντας σ' αυτήν συνάλλαγμα, που προέρχεται από τις συναλλαγές με το εξωτερικό των μη χρηματοπιστωτικών οικονομικών μονάδων (δηλ. εκ μέρους νοικοκυριών, επιχειρήσεων, κράτους). Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί επίσης να αποκτήσει συνάλλαγμα, σε συνάρτηση με τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής προσφεύγουσα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.
- ✓ Οι πιστώσεις της Κεντρικής Τράπεζας προς το Δημόσιο. Εξαρτώνται από το ισχύον θεσμικό καθεστώς. Πρέπει να διακρίνονται από την αγορά τίτλων του Δημοσίου, στην οποία προβαίνει η Κεντρική Τράπεζα.
- ✓ Η απόκτηση ή η εκχώρηση τίτλων του Δημοσίου. Οι Κεντρικές Τράπεζες διακρατούν γενικώς σημαντικό χαρτοφυλάκιο τίτλων του Δημοσίου, το οποίο χρησιμοποιούν ως μέσο της νομισματικής πολιτικής. Αγοράζοντας από ή πωλώντας προς τις Τράπεζες τίτλους του δημοσίου αυξάνουν ή μειώνουν τη ρευστότητα των Τραπεζών.

- ✓ Η απόκτηση ή η εκχώρηση από την Κεντρική Τράπεζα τίτλων ιδιωτών. Πρόκειται γενικώς περί βραχυχρόνιων τίτλων, που εκδίδονται από ιδιωτικές οικονομικές μονάδες υψηλής φερεγγυότητας. Μαζί με τους τίτλους του Δημοσίου αποτελούν μέσα με τα οποία οι Τράπεζες μπορούν να τροφοδοτούν το λογαριασμό τους στην Κεντρική Τράπεζα.

**Ποσότητα Χρήματος:** Η ποσότητα του χρήματος περιλαμβάνει ως γνωστόν τα μέσα πληρωμής -τραπεζογραμμάτια και καταθέσεις στις Τράπεζες- τα οποία διακρατούν οι μη χρηματοπιστωτικές οικονομικές μονάδες, κατά κύριο λόγο οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (στην ποσότητα του χρήματος περιλαμβάνονται γενικώς ενεργητικά στοιχεία που μπορούν να μετασχηματισθούν αμέσως σε χρήμα χωρίς κίνδυνο απώλειας αξίας). Η ποσότητα του χρήματος προσδιορίζεται ανάλογα με την μεγαλύτερη ή μικρότερη ευκολία μετασχηματισμού των συνιστωσών αυτής σε χρήμα. Η ποσότητα του χρήματος περιλαμβάνει τα τραπεζογραμμάτια, τα κέρματα και τις καταθέσεις όψεως, τις ιδιωτικές καταθέσεις ταμειυτηρίου και προθεσμίας, τα τραπεζικά ομόλογα και τις τοποθετήσεις σε τίτλους του δημοσίου με σύμφωνο επαναγοράς.

Αθροίζοντας τους ισολογισμούς όλων των Τραπεζών και της Κεντρικής Τράπεζας και απαλείφοντας τις διπλές εγγραφές προκύπτει η ισότητα, μεταξύ της ποσότητας του χρήματος και του αθροίσματος των μεγεθών που την προσδιορίζουν.<sup>13</sup>

#### 4. Δραστηριότητες των Τραπεζών

Οι Τράπεζες ασκούν γενικώς τέσσαρις τύπους δραστηριοτήτων, τους ακόλουθους:

**Χορηγήσεις Πιστώσεων.** Οι χορηγήσεις πιστώσεων εξαρτώνται από τη ζήτηση, που προέρχεται γενικά εκ μέρους των επιχειρήσεων, των νοικοκυριών, των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Η Τράπεζα ανταποκρίνεται

<sup>13</sup> Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ.

στη ζήτηση, που εκδηλώνεται, αφού προηγουμένως προβεί σε ανάλυση της ελπιζόμενης απόδοσης και του κινδύνου. Εν τούτοις, η κάθε Τράπεζα ασκεί ορισμένη πολιτική προσφοράς πιστώσεων με την οποία επιδιώκει να προκαλέσει ζήτηση. Αντικειμενικός σκοπός της εν λόγω δραστηριότητας είναι η αποδοτικότητα και η διατήρηση ή η μεγέθυνση του μεριδίου της αγοράς που κατέχει.

**Συλλογή Αποταμιεύσεων.** Η συλλογή αποταμιευτικών πόρων γίνεται κυρίως υπό μορφήν καταθέσεων. Ο έντονος ανταγωνισμός που αναπτύσσεται μεταξύ των Τραπεζών και άλλων οργανισμών (π.χ. Ταμιευτηρίου) οδήγησε στην προσφορά νέων διαφοροποιημένων μορφών και μέσων τοποθέτησης των αποταμιευτικών πόρων.

**Διαχείριση Χαρτοφυλακίου:** Οι τράπεζες επιδιώκουν να επιτυγχάνουν βέλτιστη δομή του Ισολογισμού υπό την έννοια επιλογής συνδυασμού στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, που μεγιστοποιεί την απόδοση για δεδομένο κίνδυνο. Στα πλαίσια αυτά επιλέγουν και διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια τίτλων. Οι διάφοροι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι επιλέγονται και ως μέσο διαφοροποίησης του ενεργητικού, η οποία περιορίζει τον κίνδυνο.

**Δραστηριότητες που αποβλέπουν στην εξασφάλιση ταμιακής ισορροπίας.** Οι αποκλίσεις που παρατηρούνται μεταξύ των χρηματικών εισροών και χρηματικών εκροών, συνεπάγονται «ανοίγματα» και οδηγούν σε πράξεις δανεισμού, που αποβλέπουν στην εξασφάλιση ταμιακής ισορροπίας και στη διατήρηση των υποχρεωτικών καταθέσεων στην Κεντρική Τράπεζα. Οι αναγκαίοι πόροι επιτυγχάνονται με πράξεις επί τίτλων ή με πράξεις «εν λευκώ» μεταξύ Τραπεζών στην Αγορά Χρήματος. Οι εν λόγω πράξεις «αναχρηματοδότησης» προϋποθέτουν ότι ορισμένες Τράπεζες διαθέτουν πλεονάσματα πόρων τους οποίους δανείζουν σε εκείνες που τους έχουν ανάγκη (Διατραπεζική Αγορά).

Τα έσοδα από τις πιο πάνω δραστηριότητες είναι κατά κύριο λόγο τόκοι και εξομοιούμενα προς αυτούς έσοδα, προμήθειες και έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις. Τα έσοδα συνίστανται κατά κύριο λόγο σε



τόκους πληρωτέους και εξομοιούμενα προς αυτούς έξοδα, σε προμήθειες, σε γενικά έξοδα.

## **5. Η τραπεζική ρευστότητα και οι προσδιοριστικοί της παράγοντες**

Κατ' αρχήν, η τραπεζική ρευστότητα καλύπτει τα διαθέσιμα των Τραπεζών σε χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας δηλ. περιλαμβάνει τα πιστωτικά υπόλοιπα στους τρεχούμενους λογαριασμούς των Τραπεζών στη Κεντρική Τράπεζα, τα ταμιακά τους διαθέσιμα σε τραπεζογραμμάτια και γενικώς τα μέσα που διαθέτουν οι τράπεζες και τα οποία μετασχηματίζονται σε χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας. Το σύνολο των εν λόγω στοιχείων δεν περιλαμβάνεται προφανώς στην ποσότητα του χρήματος καθ' όσον χρησιμεύουν όχι για την διεξαγωγή των συναλλαγών στην οικονομία αλλά για την εξασφάλιση της μετατροπής του συνήθους τραπεζικού χρήματος σε άλλες μορφές χρήματος.

Μια Τράπεζα, που δεν διαθέτει αρκετή ποσότητα χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας, για να προβεί στον διακανονισμό του αρνητικού υπολοίπου, που εμφανίζεται μετά από συμψηφισμό των απαιτήσεων και υποχρεώσεων μεταξύ Τραπεζών, είναι υποχρεωμένη να δανεισθεί τα ρευστά που έχει ανάγκη. Εφ' όσον δεν δύναται να εξεύρει την αναγκαία ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά, προσφεύγει στην Κεντρική Τράπεζα. Γενικώς, κάθε πρόσθετη ανάγκη ρευστότητας υποχρεώνει τις Τράπεζες, που δεν διαθέτουν πλεονάσματα στους λογαριασμούς που έχουν στην Κεντρική Τράπεζα, να προσφεύγουν σ' αυτήν για να αγοράσουν ή να δανεισθούν χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας (νομισματική βάση).

Υπάρχουν πολυάριθμοι παράγοντες που επηρεάζουν καθημερινώς την τραπεζική ρευστότητα. Οι παράγοντες αυτοί είναι:

***Η απόσυρση ή η κατάθεση τραπεζογραμματίων στην οποία προβαίνει η πελατεία των Τραπεζών:*** Όταν οι καταθέσεις τραπεζογραμματίων υπερβαίνουν τις αποσύρσεις, η Τράπεζα φέρει το πλεόνασμα στην Κεντρική Τράπεζα, η οποία πιστώνει τον τρεχούμενο

λογαριασμό της. Έτσι βελτιώνεται η ρευστότητα. Αντίθετα, όταν οι αποσύρσεις υπερβαίνουν τις καταθέσεις, η Τράπεζα προμηθεύεται, με χρέωση του λογαριασμού της στην Κεντρική Τράπεζα, την ποσότητα των τραπεζογραμματίων που έχει ανάγκη για την ικανοποίηση της ζήτησης της πελατείας.

**Οι πράξεις επί συναλλάγματος:** Οι πωλήσεις και οι αγορές συναλλάγματος στις οποίες προβαίνουν οι Τράπεζες με την Κεντρικής Τράπεζα, συνεπάγονται, κατά τον ίδιο τρόπο, όπως οι αποσύρσεις και οι καταθέσεις τραπεζογραμματίων, μεταβολή της τραπεζικής ρευστότητας.

**Οι Πράξεις και οι Συναλλαγές του Δημοσίου:** Η τραπεζική ρευστότητα επηρεάζεται από την δημοσιονομική πολιτική και την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών. Εξαρτάται επίσης από τον τρόπο χρηματοδότησης που επιλέγεται για την ικανοποίηση των αναγκών του Δημοσίου. Εάν το Δημόσιο δαπανά περισσότερα από όσα εισπράττει, προς κάλυψη του ελλείμματος, δανείζεται είτε απ' ευθείας από την Κεντρική Τράπεζα και υπό διάφορες μορφές, είτε από τις Τράπεζες μέσω εκδόσεως και δημοπρασιών τίτλων που οργανώνει περιοδικά η Κεντρική Τράπεζα. Οι Τράπεζες εξευρίσκουν το χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας, που έχουν ανάγκη για την αγορά τίτλων του δημοσίου, από τους πελάτες τους, που είναι προμηθευτές του δημοσίου και έχουν απαιτήσεις έναντι αυτού. Το Δημόσιο δανειζόμενο ικανοποιεί τις εν λόγω απαιτήσεις πληρώνοντας τους προμηθευτές του, οι οποίοι με τη σειρά καταθέτουν τις εισπράξεις τους στις Τράπεζες.

**Οι Υποχρεωτικές Καταθέσεις (Δεσμεύσεις):** Η Κεντρική Τράπεζα και οι νομισματικές αρχές έχουν καθιερώσει τη δέσμευση των πιστωτικών ιδρυμάτων να διατηρούν υποχρεωτικά ορισμένο ποσό καταθέσεων στην Κεντρική Τράπεζα. Πράττουν τούτο με σκοπό να επηρεάζουν την Τραπεζική ρευστότητα. Οι υποχρεωτικές καταθέσεις υπολογίζονται γενικώς ως ποσοστό των καταθέσεων στις Τράπεζες. Δεδομένου ότι οι τραπεζικές πιστώσεις τροφοδοτούν τελικώς του λογαριασμούς καταθέσεων στις Τράπεζες στο σύνολό τους, το σύστημα των υποχρεωτικών καταθέσεων υποχρεώνει της Τράπεζες κάθε φορά που δημιουργούν τραπεζικό χρήμα, να εφοδιάζουν τους τρεχούμενους λογαριασμούς, που τηρούν στην Κεντρική Τράπεζα. Έτσι, το σύστημα των υποχρεωτικών καταθέσεων ενισχύει τη κυριαρχία της Κεντρικής

Τράπεζας στο τραπεζικό σύστημα, αφού τούτο οφείλει να δανείζεται από την Κεντρική Τράπεζα την αναγκαία ρευστότητα για να σχηματίζει το επιβαλλόμενο εκάστοτε ποσό των υποχρεωτικών καταθέσεων.

Από την πιο πάνω σύντομη ανάλυση των παραγόντων, που επηρεάζουν την τραπεζική ρευστότητα, προκύπτει ότι οι Τράπεζες δεν διαθέτουν πλήρη ανεξαρτησία και ελευθερία στη δημιουργία τραπεζικού χρήματος. Στο σύνολό τους, οι Τράπεζες δεν εξευρίσκουν ολοσχερώς υπό μορφή καταθέσεων το χρήμα που δημιουργούν. Με άλλα λόγια, κάθε νέα πίστωση από τη στιγμή που αναλαμβάνεται και χρησιμοποιείται, συνεπάγεται κατ' αρχήν μεταφορά, εκτός του τραπεζικού συστήματος χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας. Κάθε φορά που η Τράπεζα χορηγεί πίστωση ικανοποιώντας κάποια ζήτηση, εκδηλώνει συγχρόνως ζήτηση χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας. Έτσι, η ταμιακή ισορροπία των Τραπεζών εξαρτάται είτε από πράξεις αυτόνομες, δηλ. ανεξάρτητες από τη θέληση των Τραπεζών(αποσύρσεις εκ μέρους της πελατείας, πράξεις με το Δημόσιο, συναλλαγές με το εξωτερικό) είτε από την πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας. Η Κεντρική Τράπεζα είναι η μόνη σε θέση να εφοδιάζει κάθε στιγμή και υπό τους όρους που η ίδια καθορίζει, το τραπεζικό σύστημα με χρήμα της, που αυτό έχει ανάγκη για την εξασφάλιση της ισορροπίας του.<sup>14</sup>

## **6. Η πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας**

Για να ικανοποιεί τις ανάγκες της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, η Κεντρική Τράπεζα διαθέτει και χρησιμοποιεί περισσότερες μεθόδους, που ομαδοποιούνται σε δύο βασικές κατηγορίες. Άμεση χρηματοδότηση των Τραπεζών μέσω της προεξόφλησης, βάσει δεδομένου σταθερού επιτοκίου, εμπορικών γραμματίων ή γραμματίων του Δημοσίου. Έμμεση χρηματοδότηση υπό μορφή παρεμβάσεων στην αγορά χρήματος, βάσει μεταβλητού επιτοκίου.

---

<sup>14</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

Η Κεντρική Τράπεζα δέχεται προς προεξόφληση, βάσει δεδομένου επιτοκίου, εμπορικά γραμμάτια συνήθως βραχυχρονίου λήξεως που παρέχουν εγγυήσεις (π.χ. φέρουν περισσότερες φερέγγυες υπογραφές). Η απαίτηση «ποιότητας» των γραμματίων που γίνονται δεκτά για προεξόφληση, αναγκάζει τις Τράπεζες, να επιλέγουν τους πελάτες τους και να μην χορηγούν υπερβολικές πιστώσεις, εκτός εάν δέχονται, να αναλάβουν τον κίνδυνο να βρεθούν σε αδυναμία αναχρηματοδότησης τους από την Κεντρική Τράπεζα. Εκτός από τα εμπορικά γραμμάτια γίνονται προφανώς δεκτά γραμμάτια του Δημοσίου, που αντιπροσωπεύουν απαιτήσεις έναντι του Κράτους και είναι συνεπώς ασφαλή και φερέγγυα. Όταν η Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να αποθαρρύνει τη χορήγηση πιστώσεων από το τραπεζικό σύστημα υψώνει το επιτόκιο προεξόφλησης. Επίσης, συνήθως προσδιορίζει και επιβάλλει για κάθε Τράπεζα ένα ανώτατο ποσό αποδεκτών προς προεξόφληση γραμματίων, καθώς επίσης την υποχρεωτική διατήρηση στο χαρτοφυλάκιο της σε ορισμένη αναλογία ενεργητικών στοιχείων μετασχηματίσιμων σε χρήμα.

Η μέθοδος της αναπροεξόφλησης γραμματίων, παρουσιάζει το μειονέκτημα ότι δεν επιτρέπει στην Κεντρική Τράπεζα να ενεργεί γρήγορα και να παρεμβαίνει έγκαιρα στη διαμόρφωση του κόστους χρηματοδότησης των Τραπεζών και σε τελική ανάλυση, στο ύψος του επιτοκίου των πιστώσεων που αυτές χορηγούν στην πελατεία τους. Πράγματι, η αναπροεξόφληση γραμματίων από την Κεντρική Τράπεζα προς όφελος δεδομένης Τράπεζας, εκφράζεται ως δάνειο που γίνεται απ' αυτήν προς την δεδομένη Τράπεζα για το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της ημέρας αναπροεξόφλησης των γραμματίων και της ημέρας λήξεως αυτών, που είναι σχετικώς μακρά περίοδος για τα μεσοχρόνια γραμμάτια.

Η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει επίσης προς ειτηρεασμό της Τραπεζικής ρευστότητας παρέχοντας στις Τράπεζες τη δυνατότητα να απευθύνονται σ' αυτήν και να ζητούν βραχυχρόνιο δανεισμό, με ενεχυρίαση τίτλων του Δημοσίου και σε δεδομένο επιτόκιο.

Ομοίως, η Κεντρική Τράπεζα παρέχει στις Τράπεζες τη διευκόλυνση να προβαίνουν σε υπέρβαση του τρεχούμενου λογαριασμού τους, που τηρούν στην Κεντρική Τράπεζα δηλ. να προβαίνουν σε υπεραναλήψεις από την Κεντρική Τράπεζα. Γενικώς όμως το επιτόκιο των υπεραναλήψεων, που

χρεώνει η Κεντρική Τράπεζα στα χρεωστικά υπόλοιπα των Τραπεζών στο τρεχούμενο λογαριασμό, είναι γενικώς πολύ υψηλό. Γι' αυτό οι Τράπεζες αποφεύγουν να χρησιμοποιούν το εν λόγω μέσο.

Η Κεντρική Τράπεζα, με σκοπό να μεταβάλει τη τραπεζική ρευστότητα προβαίνει επίσης σε πωλήσεις ή αγορές τίτλων μέσω δημοπρασιών (κυρίως διαπραγματευσίμων τίτλων, εντόκων γραμματίων, ομολόγων κ.α.) και βάσει επιτοκίου που διαμορφώνεται σε συνάρτηση με τις επικρατούσες συνθήκες ανταγωνισμού.

Κατά τακτά χρονικά διαστήματα η Κεντρική Τράπεζα προσκαλεί τις Τράπεζες να υποβάλουν, σε συνάρτηση με το επιτόκιο που επιθυμούν και προσδοκούν, προσφορές αγοράς ή πώλησης δεδομένων διαπραγματευσίμων τίτλων. Οι αγορές ή πωλήσεις δύνανται να είναι οριστικές ή να συνοδεύονται από συμφωνίες επαναγοράς ή επαναπώλησης (πώληση τοις μετρητοίς συνοδευόμενη από την υποχρέωση επαναγοράς σε δεδομένη μελλοντική ημερομηνία και σε προσυμφωνηθείσα τιμή).

Η Κεντρική Τράπεζα ανακοινώνει το ποσό των δημοσίων ή ιδιωτικών τίτλων, που προτίθεται ν' αγοράσει (ή πωλήσει) και που διακρατούν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι οποίοι τίτλοι λήγουν εντός μιας δεδομένης περιόδου. Την προκαθορισθείσα ημέρα και ώρα τα πιστωτικά ιδρύματα υποβάλλουν τις προσφορές τους π.χ. τις ποσότητες χρήματος της Κεντρικής Τράπεζας που ζητούν να προμηθευθούν για κάθε ύψος επιτοκίου που προτείνουν. Οι δημοπρασίες γίνονται «αλά γαλλικά ή αλά ολλανδικά». Όταν η δημοπρασία γίνεται «αλά ολλανδικά» όπως κατά την έκδοση εντόκων γραμματίων του δημοσίου, οι εντολές αγοράς ικανοποιούνται στις τιμές που προσφέρουν οι πλειοδότες, πλην όμως κατά προτεραιότητα δηλ. ικανοποιούνται με τη σειρά αυτοί που προσφέρουν τις καλλίτερες τιμές και μέχρι εξαντλήσεως του ποσού του δανείου.

Κατά τη δημοπρασία «αλά γαλλικά», μετά το πέρας της υποβολής προσφορών από τις Τράπεζες, η Κεντρική Τράπεζα γνωστοποιεί το ύψος του επιτοκίου και το ποσό της πράξεως και προσδιορίζει το ποσό κατά το οποίο θα ικανοποιήσει κάθε Τράπεζα. Το επιτόκιο στη δημοπρασία «αλά γαλλικά» είναι το ίδιο για όλους που έχουν υποβάλει προσφορά.

Οι διαδικασίες χρηματοδότησης του Τραπεζικού συστήματος μέσω δημοπρασιών έχουν τα εξής πλεονεκτήματα.

Επιτρέπουν στην Κεντρική Τράπεζα να μην παρεμβαίνει καθημερινά στην Αγορά. Το γεγονός αυτό ενισχύει τον κίνδυνο που διατρέχουν οι Τράπεζες να βρεθούν σε δυσκολίες εξασφάλισης της ταμιακής τους ισορροπίας και να επιβαρυνθούν με υψηλά επιτόκια για το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ δύο δημοπρασιών. Με άλλα λόγια υποχρεώνει τις Τράπεζες να είναι προσεκτικές, να προβαίνουν σε προβλέψεις των ταμιακών αναγκών τους και συνεπώς να συνδέουν την πολιτική πιστώσεων που ακολουθούν με τις μελλοντικές χρηματικές ανάγκες τους.

Επιτρέπουν στην Κεντρική Τράπεζα να παρέχει ενδείξεις και να εκπέμπει μηνύματα στην αγορά σχετικά με τον προσανατολισμό της πολιτικής, που θα ακολουθήσει και σχετικά με το ύψος του επιτοκίου ή τον εφοδιασμό της αγοράς με χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας. Τούτο επιτυγχάνεται κυρίως όταν η Κεντρική Τράπεζα κατατάσσει τις προσφορές σε συνάρτηση με το ύψος του επιτοκίου και με τη λήξη των τίτλων (δηλ. την υπόλοιπη διάρκεια ζωής) και επιλέγει να παρέμβει για τη διαμόρφωση διαφορετικών επιτοκίων για κάθε λήξη. Έτσι, κατά τον τρόπο αυτό, κάνει γνωστές στις Τράπεζες τις προθέσεις της σχετικά με τα μελλοντικά επιτόκια.

Τέλος, υπενθυμίζεται ότι η Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποιεί ως μέσο της πολιτικής της υποχρεωτικές δεσμεύσεις καταθέσεων, που επιβάλλει στα πιστωτικά ιδρύματα. Οι υποχρεωτικές καταθέσεις στην Κεντρική Τράπεζα υπολογίζονται ως ποσοστό επί του υπολοίπου των τραπεζικών καταθέσεων.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

## 7. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα της Αγοράς Χρήματος

Οι κύριοι τίτλοι, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην Αγορά Χρήματος είναι: Τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, τα Πιστοποιητικά Καταθέσεων, τα Εμπορικά Ομόλογα, οι Επιταγές, Αποδοχής Τράπεζας.

### 7.1 Τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου

Τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ενσωματώνουν έγγραφη υποχρέωση του Δημοσίου περί πληρωμής δεδομένου ονομαστικού ποσού σε δεδομένη λήξη. Δεν διατρέχουν κίνδυνο αφερεγγυότητας, αφού εκδότης τους είναι το Κράτος. Είναι γενικώς τρίμηνης, εξάμηνης, εννεάμηνης ή ετήσιας διάρκειας.

Η τιμή αγοράς των εντόκων γραμματίων προκύπτει μετά την αφαίρεση των τόκων, που υπολογίζονται επί της ονομαστικής αξίας, για το χρονικό διάστημα που αρχίζει από τη χρονική στιγμή της αγοράς μέχρι της λήξεως του τίτλου. Συμβατικά το έτος θεωρείται ότι έχει 360 ημέρες. Έτσι η τιμή αγοράς γραμματίου ονομαστικής αξίας 1.000.000 και λήξεως μετά τρεις μήνες (90 ημέρες) από σήμερα υπολογίζεται ως εξής, εάν το επιτόκιο είναι 15%.

$$\text{Τιμή Αγοράς} = 1.000.000 [1 - (0,15) 90/360] = 962.500$$

ή όπως λέγεται σε τιμή 96,25% της ονομαστικής.

Η έκδοση εντόκων γραμματίων γίνεται σήμερα με δημοπρασία, που οργανώνει η Κεντρική Τράπεζα. Η δημοπρασία γίνεται «αλά ολλανδικά» δηλ. οι εντολές αγοράς ικανοποιούνται στην αντίστοιχη τιμή, που προτείνει ο πλειοδότης, πλην όμως κατά σειρά προτεραιότητας, με την έννοια ότι πρώτες ικανοποιούνται οι εντολές που γίνονται στις υψηλότερες τιμές και μέχρι εξοφλήσεως του ποσού του δανείου που έχει ανάγκη το Δημόσιο.

## **7.2 Τα Πιστοποιητικά Καταθέσεων**

Πιστοποιητικά Καταθέσεων εκδίδουν τα πιστωτικά ιδρύματα, που δέχονται καταθέσεις και υπόκεινται στις δεσμεύσεις καταθέσεων που επιβάλλει η Κεντρική Τράπεζα. Πιστοποιούν προθεσμιακή Κατάθεση σε Τράπεζα. Διαφέρουν από τη προθεσμιακή κατάθεση κατά το ότι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η δυνατότητα διαπραγμάτευσης και η εμπορευσιμότητα τους αποτελεί το πλεονέκτημα τους έναντι μιας προθεσμιακής κατάθεσης.

Οι τόκοι υπολογίζονται βάσει δεδομένου ονομαστικού επιτοκίου, επί του ονομαστικού ποσού της κατάθεσης για τον ακριβή αριθμό των ημερών και πληρώνονται κατά τη λήξη του πιστοποιητικού.

Ο κομιστής ενός πιστοποιητικού καταθέσεως, όπως εκείνος ενός διαπραγματεύσιμου εντόκου γραμματίου του δημοσίου, διατρέχει κίνδυνο απώλειας κεφαλαίου στην περίπτωση μεταβολής των επιτοκίων.<sup>16</sup>

## **8. Τα επιτόκια στη Διατραπεζική και γενικώς στην Αγορά Χρήματος**

Ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση δανείων που παρουσιάζονται, διαμορφώνονται στη διατραπεζική αγορά κατά τη διάρκεια της ημέρας περισσότερα επιτόκια, που διαφέρουν κυρίως σε συνάρτηση με τη διάρκεια του δανείου. Απ' όλα αυτά τα επιτόκια, εκείνα που έχουν ιδιαίτερη σημασία διότι παρέχουν ενδείξεις των τάσεων της αγοράς και αποτελούν τη βάση υπολογισμού της αμοιβής διαφόρων κατηγοριών τίτλων, είναι το επιτόκιο διάρκειας μιας ημέρας καθώς και η δομή των λοιπών επιτοκίων δηλ. η ιεράρχηση αυτών σε συνάρτηση με τη διάρκεια του δανείου. Η εξέλιξη των επιτοκίων εξαρτάται από τις προσδοκίες και τις πράξεις «arbitrage» στις

<sup>16</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996



οποίες προβαίνουν οι συμμετέχοντες στην αγορά και από τις παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας.

Το επιτόκιο διάρκειας μιας ημέρας (*over night*) διακυμαίνεται κατά τη διάρκεια της ημέρας και παρακολουθείται στενά από την Κεντρική Τράπεζα. Στην Ελλάδα υπολογίζεται και λαμβάνεται ως επιτόκιο αναφοράς το καλούμενο ATHIBOR (*Athens Interbank offered Rate*). Το ATHIBOR υπολογίζεται κάθε ημέρα ως μέσος όρος των επιτοκίων που προσφέρουν ορισμένες Τράπεζες που συμμετέχουν στη διατραπεζική αγορά.

Γενικώς, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά διακυμαίνονται μεταξύ του επιτοκίου των δημοπρασιών της Κεντρικής Τράπεζας και του επιτοκίου των συμφωνιών επαναγοράς (*repos*). Το επιτόκιο των δημοπρασιών αποτελεί το κατώτερο επίπεδο των επιτοκίων της δια τραπεζικής για το χρονικό διάστημα μέχρι της ημέρας της προσεχούς δημοπρασίας και το επιτόκιο των *repos* αποτελεί το ανώτερο επίπεδο.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

## **Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 3 °**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

#### **1. Κεφαλαιαγορά**

Κεφαλαιαγορά, όπως προείπαμε, με τη στενότερη έννοια είναι η προσφορά και ζήτηση μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων πιστώσεων και επιχειρηματικής συμμετοχής μεταξύ εμπορικών τραπεζών. Αυτή διακρίνεται σε:

- (α) *κλειστή κεφαλαιαγορά*, που λειτουργεί με τηλεφωνικές συνεννοήσεις, και
- (β) *ανοικτή κεφαλαιαγορά*, που λειτουργεί στο χρηματιστήριο αξιών (κεφαλαιαγορά με τη στενότερη έννοια).

Οργανωμένη κεφαλαιαγορά με την ευρύτερη έννοια του όρου είναι η προσφορά και ζήτηση μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων πιστώσεων και συμμετοχών μεταξύ εμπορικών τραπεζών και μη τραπεζών.

Μη οργανωμένη (ελεύθερη) κεφαλαιαγορά είναι η προσφορά και ζήτηση μεσοπρόθεσμων ή μακροπρόθεσμων πιστώσεων και επιχειρηματικών συμμετοχών υπό μη τραπεζών μεταξύ τους.

Στην οργανωμένη κεφαλαιαγορά, με τη στενότερη έννοια, γίνονται δεκτά στο χρηματιστήριο ως αντικείμενα διαπραγματεύσεων μόνο αξιόγραφα (επίσημες αξίες και αξίες ελεύθερης συναλλαγής). Επιπλέον, εδώ ανήκουν τα

χρεόγραφα και τα έγγραφα συμμετοχής σε επιχειρήσεις ή συνεταιρικές επενδύσεις (π.χ. μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων).

Η αγορά του χρήματος διαφέρει, λοιπόν, από την αγορά των κεφαλαίων:

( 1) Η μεν αγορά του χρήματος αποτελεί την πηγή χρηματοδότησης για την ικανοποίηση οικονομικών αναγκών της βιομηχανίας (κυρίως), που είναι τρέχουσας φύσης, ενώ η αγορά των κεφαλαίων συνιστά κέντρο ικανοποίησης μονιμότερων οικονομικών αναγκών της βιομηχανίας.

(2) Η αγορά των κεφαλαίων συντελεί στην εξεύρεση παγίων μέσων για την τεχνική οργάνωση και λειτουργία της βιομηχανίας, ενώ η αγορά χρήματος είναι προσωρινή χρηματοδότηση και γι' αυτό δεν μπορεί να συντελέσει στη μονιμότερη επένδυση σε μέσα παραγωγής των βιομηχανιών.

(3) Η αγορά του χρήματος ικανοποιεί παροδικές ανάγκες, ενώ η αγορά του κεφαλαίου διαρκεί.

Η κεφαλαιαγορά στην ευρύτερή της μορφή συντελεί σε μία ορθολογικότερη συλλογή και κατανομή των διαθέσιμων κεφαλαίων μεταξύ των διαφόρων εναλλακτικών χρήσεων, που διαμορφώνονται μέσα από την υπάρχουσα τεχνικοοικονομική υποδομή μιας χώρας.

Η κεφαλαιαγορά συνδέει, λοιπόν, μια χώρα με το μέλλον της, αφού συμβάλλει στην κατανομή και επένδυση των κεφαλαίων, από τη μορφή και την έκταση της οποίας καθορίζεται στην ουσία η μορφή και το μέγεθος του αυριανού εθνικού εισοδήματος της χώρας αυτής.

Η σπουδαιότερη θα λέγαμε κεφαλαιαγορά και σ' αυτή που γενικά διενεργούνται όλες οι κεφαλαιακές συναλλαγές είναι το χρηματιστήριο.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Τσιμπλής Μιχάλης: «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 1998

## 2. Γενικά περί του θεσμού του Χρηματιστηρίου

Τα βασικά στοιχεία που συνθέτουν την έννοια του Χρηματιστηρίου είναι τρία:

(α) Ο προσδιορισμός ενός τόπου στον οποίο, όταν προσέρχεται ένας για συναλλαγή θα γνωρίζει ότι θα βρει έναν αντισυμβαλλόμενο.

(β) Η ύπαρξη ενδιαμέσων προσώπων -των χρηματιστών και των μεσιτών-, που διευκολύνει την άμεση επαφή των συναλλασσομένων, κατά κανόνα αγνώστων μεταξύ τους.

(γ) Ο τρόπος εκλογής των παραπάνω προσώπων, τα προσόντα τους, η ευθύνη τους απέναντι σε αυτούς, που τους δίνουν εντολές και, γενικά, ο ρόλος τους για την εύρυθμη σύναψη και εκτέλεση των συναλλαγών. Όλα

αυτά προδιαγράφονται από ένα σύνολο κανόνων, που συνιστούν την οργάνωση του Χρηματιστηρίου.

Το πλήθος των προς διαπραγμάτευση αντικειμένων επέφερε στα μεταγενέστερα χρόνια το διαχωρισμό των Χρηματιστηρίων σε διάφορες κατηγορίες, όπως:

- Χρηματιστήρια Αξιών
- Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων
- Χρηματιστήρια Πολυτίμων Μετάλλων
- Χρηματιστήρια Συναλλάγματος
- Χρηματιστήρια Ασφαλειών κ.λπ.

Στην Ελλάδα λειτουργούν, ένα Χρηματιστήριο Αξιών στην Αθήνα, δύο Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων - ένα στον Πειραιά και το άλλο στη Θεσσαλονίκη - και ένα «είδος» Χρηματιστηρίου Συναλλάγματος στην Αθήνα σε αίθουσα της Τράπεζας της Ελλάδας.

Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών διαπραγματεύονται μετοχές, ομολογίες, ομόλογα Τραπεζών και ο χρυσός σε ράβδους, (δηλ. οι κινητές αξίες).

Οι πρώτοι χρηματιστές - με τη σύγχρονη σημασία του όρου - προήλθαν από τους κολλυβιστές, δηλαδή τους ασχολούμενους με την ανταλλαγή.

Το Μάιο του 1875 ιδρύθηκε Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων στον Πειραιά, που όμως ποτέ δε λειτούργησε. Το Σεπτέμβριο του 1876 δημοσιεύθηκε Β. Διάταγμα με το οποίο εγκρινόταν η σύσταση Χρηματιστηρίου και στην Αθήνα στο οποίο είχαν δικαίωμα να συναθροίζονται μόνο οι έμποροι, οι πλοίαρχοι, οι κολλυβιστές και οι μεσίτες. Τα έτη 1924 και 1925 συστήθηκαν στον Πειραιά και τη Θεσσαλονίκη δύο Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων που και σήμερα λειτουργούν.

Τα χρηματιστήρια όπου διαπραγματεύονται ένα είδος μόνον ή μία κατηγορία ειδών μόνο (π.χ. μέταλλα), καλούνται "Ειδικά Χρηματιστήρια".

Εκεί δε όπου διαπραγματεύονται περισσότερα από ένα ή από μία κατηγορία πράγματος καλούνται «Γενικά Χρηματιστήρια». Τα είδη που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια, λέγονται συνήθως «χρηματιστηριακά πράγματα». Η σπουδαιότερη από τις εμπορικές πράξεις των χρηματιστηρίων είναι η χρηματιστηριακή αγοραπωλησία.

Στα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων μπορούν να διαπραγματεύονται, «τοις μετρητοίς» και «επί προθεσμία», ένα ή περισσότερα είδη εμπορευμάτων, πολύτιμα μέταλλα και πολύτιμες πέτρες, ακόμα δε θαλασσοασφάλειες και ναυλώσεις πλοίων.

Τα χρηματιστήρια διαιρούνται:

(α) στα επίσημα (reglementees), των οποίων η σύσταση και ο οργανισμός εγκρίνονται από την πολιτεία και λειτουργούν με κρατική εποπτεία, και

(β) στα ελεύθερα χρηματιστήρια (libres), που είναι ιδιωτικές οργανώσεις

χωρίς κρατική παρέμβαση ή εποπτεία, εκτός από την απλή έγκριση από την πολιτεία του καταστατικού τους.

Τα ελληνικά χρηματιστήρια, σύμφωνα με το νόμο, είναι πρόσωπα νομικά δημοσίου δικαίου, που τελούν κάτω από την άμεση εποπτεία του

Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου της έδρας του Χρηματιστηρίου και την ανώτερη εποπτεία του Υπουργείου Εμπορίου.

Με το σχετικό Νομοθετικό Διάταγμα της 2 Νοεμβρίου 1923, όπως τροποποιήθηκε μεταγενέστερα, προβλέπεται ότι μετά από απόφαση του υπουργικού Συμβουλίου, είναι δυνατή η ίδρυση στην Ελλάδα Χρηματιστηρίων Εμπορευμάτων σε πόλεις, που έχουν πληθυσμό πάνω από 50.000 κατοίκους και αποτελούν έδρα Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου, καθοριζομένης συνάμα και της περιφέρειάς τους.

Η οικονομική σημασία του Χρηματιστηρίου είναι πολύ μεγάλη, επειδή φέρει σε επαφή τους αγοραστές και πωλητές τίτλων, καθιστώντας πολύ ευχερή τη ρευστοποίησή τους. Δίχως χρηματιστήριο, που να εξασφαλίζει τη γρήγορη και ομαλή ρευστοποίηση δύσκολα οι αποταμιευτές θα αγόραζαν τίτλους.<sup>19</sup>

### **3. Ο χρηματοδοτικός ρόλος του Χρηματιστηρίου**

*Πρωτογενής χρηματοδότηση* είναι όταν οι επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια απ' ευθείας από το επενδυτικό κοινό με την έκδοση νέων μετοχών ή ομολογιακών δανείων.

Τα οικονομικά συστήματα των δυτικών κρατών, προκειμένου να διευρύνουν τις δυνατότητες τοποθέτησης κεφαλαίων - πέρα από τις ταμειευτικές καταθέσεις, που συνεπάγονται εξάρτηση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, αποκλειστική ή κύρια από τις τράπεζες - ενίσχυσαν τα χρηματιστήρια. Στο χρηματιστήριο γίνεται η πρωτογενής χρηματοδότηση των βιομηχανικών και άλλων επιχειρήσεων, με την έκδοση μετοχών ή και μακροπρόθεσμων ομολογιακών δανείων. Με την καθημερινή και με συνθήκες πλήρους δημοσιότητας και ανταγωνισμού προσφορά και ζήτηση κεφαλαίων το χρηματιστήριο συνιστά μία καλά οργανωμένη κεφαλαιαγορά.

<sup>19</sup> 1) Τσιμπλής Μιχάλης: «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 1998

2) Δημήτριος Καραπιστόλης: «Διαχείριση χαρτοφυλακίων και αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων», Θεσσαλονίκη 1998

Τα ασφαλιστικά ταμεία, οι τράπεζες καταθέσεων (π.χ. ταμειυτήρια), οι ασφαλιστικές εταιρίες και άλλοι παρόμοιοι οργανισμοί επενδύουν μέρος των αποθεματικών τους κεφαλαίων σε χρηματιστηριακές αξίες. Έτσι, άμεσα ή έμμεσα το Χρηματιστήριο εξυπηρετεί το σύνολο σχεδόν του πληθυσμού της χώρας.

Η χρηματαγορά μαζί με την κεφαλαιαγορά αποτελούν τις δύο κατηγορίες της "αγοράς πίστεως" (Kreditmarkt). Με τον όρο "πίστις" δε νοούνται μόνον τα κεφάλαια των πιστωτών (ξένα χρηματοδοτικά μέσα για τις επιχειρήσεις), αλλά επίσης και το κεφάλαιο συμμετοχής στην επιχείρηση (ίδια χρηματοδοτικά μέσα των επιχειρήσεων).

Τόσο στη χρηματαγορά, όσο και στην «αγορά κεφαλαίων», αντικείμενο των αγοραπωλησιών είναι η αγοραστική δύναμη. Χρηματαγορά όμως καλείται η διαπραγμάτευση βραχυπρόθεσμων πιστώσεων (που δεν υπερβαίνουν τις 360 μέρες), ενώ αγορά κεφαλαίων (κεφαλαιαγορά) ονομάζεται η διαπραγμάτευση μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων πιστώσεων (πέραν του έτους).<sup>20</sup>

#### 4. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποτελεί Ανώνυμη Εταιρεία της οποίας το κεφάλαιο ανήκει στο Ελληνικό Δημόσιο. Διοικείται από εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο. Ανώτατο εκτελεστικό όργανο είναι ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου, που εκλέγεται από τα μέλη του, και έχει τη γενική εποπτεία των εργασιών του Χρηματιστηρίου.

Τα μέλη του Χρηματιστηρίου διακρίνονται σε τακτικά και έκτακτα. Τακτικά μέλη είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Έκτακτα είναι οι αντικριστές. Η χρηματιστηριακή εταιρία είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών. Οι μετοχές της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας είναι ονομαστικές. Η μεταβίβασή τους για οποιαδήποτε αιτία, με εξαίρεση κληρονομική διαδοχή, είναι άκυρη χωρίς προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

<sup>20</sup> Χολέβας Γιάννης : «Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο» εκδ. INTERBOOK, 1998

Για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, η ανώνυμος χρηματιστηριακή εταιρεία διορίζει εκπροσώπους της, που ονομάζονται χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι. Χρηματιστηριακός εκπρόσωπος είναι χρηματιστής ή άτομο που έχει τα απαιτούμενα προσόντα και επέτυχε σε

ειδικές εξετάσεις.

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές, που προβλέπονται από τον ισχύοντα νόμο, είναι:

1) Η πώληση τοις μετρητοίς.

2) Η πώληση με ειδικές συμφωνίες (τέτοιες είναι οι πράξεις υπό προθεσμία, options κ.α.). Προς το παρόν στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν γίνονται πράξεις με ειδικές συμφωνίες. Για να αρχίσουν να γίνονται απαιτείται απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι χρηματιστηριακές πράξεις μπορούν να γίνονται:

(α) εντός κύκλου, (β) εκτός κύκλου ή (γ) με συμπηφιστική εγγραφή.

Χρηματιστηριακή σύμβαση εντός κύκλου είναι εκείνη που συνάπτεται κατά την καθορισμένη χρονική περίοδο της συνεδριάσεως του Χρηματιστηρίου, εντός της αιθούσης αυτού με δήλωση προσφοράς ή ζήτησης από ένα μέλος του χρηματιστηρίου και αποδοχή αυτής από το άλλο. Οι δηλώσεις αυτές γίνονται με εκφώνηση και αντιφώνηση ή με άλλον τρόπο που έχει καθορίσει το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου αφού έλαβε υπ' όψη του τις τεχνικές δυνατότητες. Απαιτείται να εξασφαλιζεται η δημοσιότητα των δηλώσεων προσφοράς και ζήτησης προς όλους που συμμετέχουν στη συνεδρίαση.

Πράξεις εντός κύκλου ενεργούν όλα τα μέλη του Χρηματιστηρίου

(χρηματιστές, χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι, αντικριστές).

Πράξεις εκτός κύκλου μπορούν να ενεργούν οι χρηματιστηριακές εταιρείες, που συγκεντρώνουν τις εξής προϋποθέσεις:

✓ Έχουν μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ίσο προς 200 εκατ. δρχ.



- ✓ Έχουν υποβάλει εγγράφως προς το Χρηματιστήριο κατάλογο των χρεογράφων επί των οποίων θα συνάπτουν συμβάσεις εκτός κύκλου.
- ✓ Έχουν αναρτήσει στα γραφεία τους και στο χώρο του Χρηματιστηρίου πίνακα που περιλαμβάνει το χρεόγραφο, τις τιμές στις οποίες αγοράζουν και τις τιμές στις οποίες πωλούν αυτά καθώς και το κατώτατο και ανώτατο όριο ποσότητας που αναλαμβάνουν να καλύψουν κατά εντολέα.
- ✓ Ο εντολέας πρέπει να έχει δηλώσει στην Χρηματιστηριακή Εταιρεία ότι επιθυμεί να γίνει η συναλλαγή εκτός κύκλου.

Η συναλλαγή εκτός κύκλου επιτρέπεται να γίνεται μόνον για λογαριασμό της Χρηματιστηριακής Εταιρείας που προβαίνει σ' αυτήν.

Οι συμπηφιστικές συναλλαγές απαγορεύονται με σκοπό τον αποκλεισμό εικονικών συναλλαγών. Επιτρέπονται μόνον όταν αφορούν ονομαστικές μετοχές και εάν ο αγοραστής των μετοχών αυτών αποκτά ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας μεγαλύτερο από το 10% αυτού. Για τη σύναψη συμπηφιστικών συναλλαγών απαιτείται άδεια του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η εξωχρηματιστηριακή πώληση εντόκων γραμματίων ή ομολόγων του Δημοσίου ή Ομολογιών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο, η οποία γίνεται με οποιοσδήποτε ειδικές συμφωνίες όπως π.χ. συμφωνίες επαναγοράς, ή συμφωνίες υπό προθεσμία, είναι έγκυρη, εφ' όσον τουλάχιστον ο ένας από τους συμβαλλομένους είναι Τράπεζα ή μέλος του Χρηματιστηρίου.

Για να εξασφαλίζεται στο Χρηματιστήριο η διαφάνεια των συναλλαγών ισχύει μια σειρά μέτρων όπως:

- ✓ Οι εντολές πράξεως και οι χρηματιστηριακές συμβάσεις καταγράφονται με πλήρη στοιχεία ώστε τα αρμόδια όργανα του Χρηματιστηρίου να μπορούν να ελέγχουν εάν γίνονται σεβαστές οι ισχύουσες διατάξεις.
- ✓ Καθημερινά εκδίδεται δελτίο τιμών στο οποίο καταγράφονται υποχρεωτικά οι τιμές και οι ποσότητες των χρεογράφων επί των οποίων έγιναν πράξεις και χωριστά οι τιμές και οι ποσότητες των χρεογράφων για τα οποία εκδηλώθηκε προσφορά ή ζήτηση χωρίς να πραγματοποιηθεί συναλλαγή.

- ✓ Τιμωρείται με φυλάκιση και με υψηλό πρόστιμο (μέχρι 10 εκατ. δρχ.) όποιος διαδίδει ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν με οποιονδήποτε τρόπο τις τιμές των μετοχών. Ομοίως τιμωρείται ο χρηματιστής, ο οποίος κατά τη διάρκεια της συνεδριάσεως, χρησιμοποιεί παραπλανητικά μέσα με σκοπό να ωφεληθεί ο ίδιος ή τρίτο πρόσωπο.<sup>21</sup>

## 5. Εποπτεία των Αγορών. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Δια νόμου δημιουργήθηκε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου με την επωνυμία «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς». Το εν λόγω Ν.Π.Δ.Δ. εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Η Επιτροπή είναι επταμελής. Τα μέλη της διορίζονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.

Έργο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η εποπτεία και ο έλεγχος της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου και ειδικότερα:

- ✓ Χορηγεί και ανακαλεί τις άδειες ιδρύσεως και λειτουργίας Ανωνύμων Χρηματιστηριακών Εταιρειών, Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Α.Ε Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- ✓ Αποφασίζει για την εισαγωγή, τη διαγραφή ή την αναστολή διαπραγματεύσεως τίτλων στο Χρηματιστήριο.
- ✓ Παρακολουθεί και εξετάζει τις περιπτώσεις χρήσεως και εκμετάλλευσης εμπιστευτικών και εσωτερικών πληροφοριών.
- ✓ Ρυθμίζει όλα τα θέματα, που συνδέονται με την αποτελεσματική λειτουργία της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Μαλινδρέτου Βασιλική: «Χρηματοοικονομική ανάλυση, Χρηματιστήριο», εκ. Παπαζήση, 1998

<sup>22</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

3) Τσιμπλής Μιχάλης: «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 1998

4) Δημήτριος Καραπιστόλης: «Διαχείριση χαρτοφυλακίων και αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων», Θεσσαλονίκη 1998

## 6. Εισαγωγή Μετοχών στο Χ.Α.Α.

Υπό την εποπεία του Χ.Α.Α λειτουργούν δύο αγορές. Η Κύρια Αγορά και η Παράλληλη Αγορά. Η παράλληλη αγορά λειτουργεί για τις σχετικώς μικρότερες Α.Ε και οι προϋποθέσεις εισαγωγής σ' αυτήν είναι λιγότερο αυστηρές.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια Αγορά είναι σε γενικές

γραμμές οι ακόλουθες:

- (α) Το κεφάλαιο της υποψήφιας εταιρείας να είναι ανώτερο από ορισμένο ποσό (τουλάχιστον ίσο προς 500 εκατ. δρχ.).
- (β) Τα κέρδη που επέτυχε η υποψήφια εταιρεία κατά την προηγούμενη πενταετία, να μπορούν να θεωρηθούν ικανοποιητικά.
- (γ) Να προηγηθεί Γενική Συνέλευση των μετόχων και απόφαση αυτής περί αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας τουλάχιστον κατά το 25% αυτού και οι νέες μετοχές να διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή.
- (δ) Να προηγηθεί έλεγχος από ορκωτούς λογιστές των λογιστικών καταστάσεων της Α.Ε των δύο τελευταίων χρήσεων.
- (ε) Οι μετοχές της εταιρείας να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.
- (στ) Επιλογή αναδόχου, ο οποίος είναι υπεύθυνος για την οργάνωση της εγγραφής, τον προσδιορισμό της τιμής των νέων μετοχών και τη διάθεση αυτών (ή την αγορά τους από τον ίδιο εάν οι μετοχές δεν αγοραστούν από το κοινό).
- (ζ) Έκδοση ενημερωτικού φυλλαδίου, που θα συνταχθεί από τον ανάδοχο σε συνεργασία με την Εταιρεία και θα εγκριθεί από το Δ.Σ. αυτής.
- (η) υποβολή αίτησης στο Χρηματιστήριο που να συνοδεύεται από όλα τα απαιτούμενα δικαιολογητικά.

(θ) Έγκριση από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δημοσίευση της απόφασης του Δ.Σ. στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.<sup>23</sup>

## 7. Χρηματιστηριακές Εντολές

Η εντολή στο χρηματιστή για σύναψη χρηματιστηριακής συναλλαγής δύναται να δίδεται εγγράφως, ή προφορικώς ή τηλεφωνικώς (εξαρτάται μάλλον από τις συνήθειες του χρηματιστή). Η εντολή μόλις λαμβάνεται από το χρηματιστή, καταχωρείται σε ειδικό έντυπο αγοράς ή πώλησης στο οποίο καταχωρούνται το όνομα και λοιπά στοιχεία του εντολέα, η ακριβής ονομασία και το είδος του τίτλου (προνομιούχος μετοχή της Α.Ε.Χ.), ο αριθμός των τίτλων που αφορά η συναλλαγή. Ομοίως η εντολή πρέπει να περιλαμβάνει ένδειξη σχετική με την τιμή. Η ένδειξη που αφορά την τιμή δύναται να δοθεί κατά διάφορους τρόπους:

**(α) Στο καλύτερο.** Με την εντολή αυτή ο χρηματιστής αφήνεται ελεύθερος να ενεργήσει κατά την κρίση του, δηλ. κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο προς το συμφέρον του πελάτη. Μια τέτοια εντολή πρέπει κατ' αρχήν να εκτελεσθεί κατά την ημέρα για την οποία δόθηκε. Συνεπώς η εντολή εκτελείται στην «καλύτερη τιμή» της ίδιας ημέρας, και μπορεί να είναι διαφορετική από εκείνη που προσδοκούσε ο εντολέας.

**(β) Σε δεδομένη, συγκεκριμένη, τιμή.** Ο εντολέας προσδιορίζει την τιμή και ο χρηματιστής είναι υποχρεωμένος να συνάψει τη συναλλαγή στην εν λόγω τιμή ή σε τιμή καλύτερη.

**(γ) Στην «τάδε» τιμή περίπου.** Η εντολή αυτή ευρίσκεται μεταξύ των δύο πιο πάνω διατυπώσεων. Δίδεται κάποια τιμή και ο χρηματιστής μπορεί να συνάψει σε τιμή αποκλίνουσα κάπως από τη δοθείσα ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς.

---

<sup>23</sup> Τσιμπλής Μιχάλης: «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 1998

**(δ) Στην τιμή του ανοίγματος.** Κατά την εντολή αυτή, η συναλλαγή πρέπει να συναφθεί στην πρώτη τιμή που θα σημειωθεί στο «ταμπλώ» του Χρηματιστηρίου.

**(ε) Στην τιμή του κλεισίματος.** Δεδομένου ότι ο χρηματιστής δεν γνωρίζει την τιμή του κλεισίματος, θα προσπαθήσει να συνάψει τη συναλλαγή τη τελευταία στιγμή.

**(στ) Στην τιμή που ισχύει κατά τη στιγμή που δίδεται η εντολή.** Η εντολή αυτή δίδεται γενικώς από άτομα που παρακολουθούν τη συνεδρίαση του χρηματιστηρίου. Η συναλλαγή συνάπτεται στην τιμή που επικρατεί κατά τη χρονική στιγμή που δίδεται η εντολή.

**(ζ) Εντολή Stop.** Η εντολή αυτή δίδεται συνήθως από εκείνους που δεν έχουν τη δυνατότητα να παρακολουθούν καθημερινά τη κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς. Με την εντολή αυτή, ο επενδυτής προσδιορίζει την καλούμενη τιμή-stop. Εάν πρόκειται για εντολή πώλησης, η τιμή-stop είναι κατώτερη από την τιμή που ισχύει στην αγορά κατά τη χρονική στιγμή που δίδεται η εντολή. Αντίστοιχα, εάν πρόκειται για αγορά τίτλου, η τιμή stop είναι ανώτερη από την τιμή της αγοράς κατά την στιγμή που δίδεται η εντολή. Όταν αργότερα η μετοχή διαπραγματεύεται σε τιμή που τείνει να ξεπεράσει αντίστοιχα προς τα κάτω ή προς τα άνω την τιμή stop, η αρχικώς δοθείσα εντολή stop καθίσταται ενεργός εντολή στο καλύτερο. π.χ. εντολή-πώλησης stop σε τιμή-stop 800 δρχ. σημαίνει ότι, ο χρηματιστής εντέλλεται να προβεί σε πώληση στο καλλίτερον μόλις η τιμή της μετοχής κατέλθει στο επίπεδο των 800 δρχ. Τέτοια εντολή δίδεται όταν ο επενδυτής θεωρεί ότι πτώση της τιμής της μετοχής και η προσέγγιση αυτής στο επίπεδο των 800 δρχ. αποτελεί σοβαρή ένδειξη μεγάλων οικονομικών και άλλων δυσκολιών της εταιρείας, που μπορούν να παρασύρουν την τιμή της μετοχής σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα. Αντίθετα, εντολή αγοράς stop σε τιμή-stop 1.000 εκτελείται μόλις στην Αγορά πραγματοποιηθεί πράξη από άλλους, σε τιμή ίση ή ανώτερη από 1.000 δρχ. Εφ' όσον ουδεμία πράξη έχει γίνει στην τιμή-stop, η εντολή stop δεν εκτελείται.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Χ.Α.Α. «Ο μηχανισμός τιμών στα χρηματιστήρια αξιών», εκδ. Παπαζήση, 1998

## **8. Πράξεις επί Κινητών Αξιών**

### **8.1 Έκδοση Τίτλων**

Η κυριότερη πράξη, που αφορά κινητές αξίες, είναι η δημιουργία τους που γίνεται με την έκδοσή τους. Η έκδοση ομολογιών γίνεται με τη σύναψη δανείου. Η έκδοση μετοχών γίνεται κατά τη σύσταση της εταιρείας και κάθε φορά που αυξάνεται το κεφάλαιό της. Η αύξηση του κεφαλαίου επιτυγχάνεται τόσο με την καταβολή νέων εισφορών, δηλαδή με την πληρωμή της αξίας των νέων μετοχών όσο με την ενσωμάτωση των αποθεματικών ή με τη μετατροπή ομολογιών σε μετοχές. Όταν η αύξηση του κεφαλαίου επιτυγχάνεται με ενσωμάτωση αποθεματικών (δηλαδή μη διανεμηθέντων κατά το παρελθόν κερδών), γίνεται δωρεάν διανομή νέων μετοχών στους παλαιούς μετόχους κατ' αναλογία του αριθμού των μετοχών που κατείχαν προ της αυξήσεως του κεφαλαίου.

Η πληρωμή της αξίας των μετοχών μπορεί να γίνει και σε είδος, δηλαδή η εισφορά να συνίσταται στη μεταβίβαση αντικειμένων ή δικαιωμάτων τα οποία όμως αποτιμώνται σε χρήμα (ακίνητα, μηχανήματα, πλοία, κ.ά.). Η πληρωμή των μετοχών σε είδος γίνεται κυρίως κατά την απορρόφηση ή συγχώνευση εταιρειών. Οι εν λόγω μετοχές δίδονται σε αντάλλαγμα στους μετόχους της απορροφημένης εταιρείας.

Η έκδοση νέων χρηματιστηριακών τίτλων (μετοχών ή ομολογιών), γίνεται συνήθως μέσω τραπεζών, οι οποίες κατά κανόνα δημιουργούν έναν όμιλο («συνδικάτο») ο οποίος αναλαμβάνει τη διάθεση των τίτλων στο κοινό.

### **8.2. Εξόφληση Τίτλων**

Η εξόφληση των ομολογιών κατά τη λήξη τους αποτελεί κανονική πράξη που προβλέπεται από τη σύμβαση του δανείου και καθορίζεται κατά την έκδοση. Είναι ενδεχόμενο να προβλέπεται εξόφληση προ της λήξεως ή με αγορά των ομολογιών στο χρηματιστήριο.

Λόγος περί εξοφλήσεως γίνεται και προκειμένου περί μετοχών, όταν αποφασίζεται μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

### **8.3. Κατάτμηση-Ενοποίηση Τίτλων**

Είναι ενδεχόμενο να προβλέπεται δυνατότητα κατατμήσεως των μετοχών μιας εταιρείας, δηλαδή η αντικατάσταση μιας μετοχής από περισσότερες μετοχές χωρίς να θίγεται το μετοχικό κεφάλαιο (π.χ. αντικατάσταση 100.000 μετοχών των 500 δρχ. από 500.000 μετοχές των 100 δρχ.). Η ενοποίηση αποτελεί πράξη αντίθετη της κατατμήσεως.

### **8.4. Διαπραγμάτευση Τίτλων**

Οι κινητές αξίες είναι μεταβιβάσιμες από ένα κάτοχο σε άλλο. Ο μεγαλύτερος αριθμός μεταβιβάσεων γίνεται με αγοραπωλησία. Προφανώς είναι δυνατή μεταβίβαση δια κληρονομικής διαδοχής ή δια δωρεάς. Η διαπραγμάτευση των τίτλων γίνεται σε αγορές που ονομάζονται χρηματιστήρια. Πάντως, στο χρηματιστήριο δεν γίνονται δεκτοί όλοι οι τίτλοι. Η αποδοχή των τίτλων στο χρηματιστήριο παρέχει στο νομικό πρόσωπο της εταιρείας τη δυνατότητα να προσφεύγει δημόσια στην εθνική αποταμίευση. Σε αντάλλαγμα της δυνατότητας αυτής απαιτείται από το νομικό πρόσωπο της Εταιρείας να παρέχει ορισμένα εκέγγυα. Γι' αυτό η είσοδος μετοχών στο χρηματιστήριο αποτελεί πράξη που υπόκειται σε προηγούμενη εξέταση των εκέγγυων που παρέχει η εταιρεία.

### **8.5 Μετατροπή Τίτλων**

Το νομικό πρόσωπο, που έχει εκδώσει τίτλους, μπορεί σε δεδομένη στιγμή να προτείνει στους μετόχους του την αντικατάσταση των τίτλων με άλλους που υπάρχουν ή θα εκδοθούν. Στην πρώτη περίπτωση της αντικαταστάσεως με υπάρχοντες τίτλους πρόκειται περί πράξεως ανταλλαγής

ενώ στη δεύτερη περίπτωση της αντικατάστασής με νέους τίτλους, πρόκειται περί πράξεως μετατροπής (μετατροπή ομολογιών σε μετοχές).

## **9. Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου**

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί πράξη πολύπλοκη με ιδιαίτερη σπουδαιότητα. Η πρακτική εφαρμογή θέτει νομικά, φορολογικά και χρηματοοικονομικά προβλήματα. Εδώ δεν γίνεται αναφορά στη φορολογική και στη νομική πλευρά του θέματος, που αφορά τους όρους που πρέπει να πληρούνται ώστε να είναι επιτρεπτή η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να γίνει (α) με την έκδοση νέων μετοχών και την πώλησή τους τοις μετρητοίς, σε χρήμα ή σε είδος δηλαδή δια καταβολής νέων εισφορών των μετόχων, (β) δια της κεφαλαιοποιήσεως αποθεματικών (ή της υπεραξίας των παγίων στοιχείων της εταιρείας).

Κατά κανόνα κάθε πράξη, που αφορά το κεφάλαιο της εταιρείας, επηρεάζει την αξία της μετοχής. Κυρίως για το λόγο αυτό, στις περιπτώσεις αυτές, επιφυλάσσεται νομοθετικώς δικαίωμα προτιμήσεως υπέρ των παλαιών μετόχων. Η έκδοση νέων μετοχών (ως και μετατρέψιμων ομολογιών) γίνεται υπέρ των παλαιών μετόχων της εταιρείας. Προφανώς, όσοι δεν επιθυμούν να ασκήσουν το εν λόγω δικαίωμα, δηλαδή να εγγραφούν για την αύξηση του κεφαλαίου, μπορούν να το μεταβιβάσουν σε τρίτους.

Τα κύρια χρηματοοικονομικά προβλήματα που χρειάζεται να μελετηθούν για να εξασφαλισθεί η επιτυχία της πράξεως αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου αφορούν την επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής και τον προσδιορισμό της τιμής εκδόσεως των νέων μετοχών. Με το πρόβλημα του προσδιορισμού της τιμής εκδόσεως συνδέεται το πρόβλημα του προσδιορισμού της «θεωρητικής» αξίας του «προτιμησιακού δικαιώματος», που παρέχεται με σκοπό την προστασία των συμφερόντων των παλαιών μετόχων. Εδώ, περιγράφεται μόνον υπολογισμός της θεωρητικής τιμής της μετοχής μετά την αύξηση του κεφαλαίου και της θεωρητικής αξίας του δικαιώματος προτιμήσεως των παλαιών μετόχων.



Σχετικά με το χρόνο προσφοράς των νέων τίτλων στην αγορά και με το ύψος της τιμής εκδόσεως, αναφέρεται εδώ μόνο το γεγονός ότι η εταιρεία βρίσκεται ενώπιον ορισμένων στρατηγικών επιλογών που προϋποθέτουν ανάλυση της καταστάσεως του χρηματιστηρίου και της διαμορφώσεως της χρηματιστηριακής αξίας των τίτλων της. Η τιμή μιας μετοχής αντανakλά την «παρούσα αξία» των προσδοκωμένων μερισμάτων, δηλαδή αντανakλά τα ελπιζόμενα μελλοντικά μερίσματα (ανοιγμένα-προεξοφλημένα) στο παρόν με το επιτόκιο που επιθυμεί η χρηματιστηριακή αγορά. Εάν πράγματι οι εκτιμήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς είναι ορθές, δηλαδή εάν η τιμή της μετοχής είναι ίση με την παρούσα αξία των μερισμάτων, που θα καταβάλλει η εταιρεία, τότε η εταιρεία που θα εκδώσει νέες μετοχές σε τιμή που δεν θα διαφέρει σημαντικά από τη χρηματιστηριακή τιμή, οφείλει και με τις νέες επενδύσεις που θα χρηματοδοτήσει με την αύξηση του κεφαλαίου, να παρέχει απόδοση τουλάχιστον ίση προς την προσδοκώμενη και απαιτούμενη από τους μετόχους της. Αντίθετα, εάν η χρηματιστηριακή αγορά υπερτιμά τις μετοχές της εταιρείας, που σημαίνει ότι πληρώνει για τη μετοχή τιμή ανώτερη από την παρούσα αξία των μερισμάτων που σχεδιάζει να καταβάλει η εταιρεία, η αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας μπορεί να γίνει με σχετικώς χαμηλότερο κόστος γι' αυτήν. Εν τούτοις, στην περίπτωση αυτή οι νέοι μέτοχοι, που θα έχουν αγοράσει τις μετοχές σε σχετικώς υπερτιμημένη τιμή, διατρέχουν τον κίνδυνο ζημιάς, όταν θα αποκαλυφθούν, στη χρηματιστηριακή αγορά, οι εσφαλμένες προβλέψεις και εκτιμήσεις και γίνει προσαρμογή της τιμής της μετοχής προς τα κάτω.

Η εταιρεία, ενδιαφερόμενη να επιτύχει αύξηση του κεφαλαίου με το χαμηλότερο κόστος, οφείλει να προσφύγει στη χρηματιστηριακή αγορά κατά την πιο κατάλληλη στιγμή και υπό την πιο κατάλληλη μορφή. Τούτο απαιτεί προφανώς ότι η εταιρεία γνωρίζει τη διαμόρφωση της τιμής της στο χρηματιστήριο και ότι έχει αρκετή εμπιστοσύνη στις προβλέψεις της τις σχετικές με την εξέλιξη της εν λόγω τιμής. Εν τούτοις, η εν λόγω εξέλιξη εξαρτάται από πλήθος παραγόντων μεταξύ των οποίων είναι και οι αμέσως πιο κάτω :

- ✓ Το μέγεθος των εκδόσεων που ασκεί γενικώς πτωτική τάση.

- ✓ Το επίπεδο των τιμών των τίτλων και η συνολική απόδοση των μετοχών, όπως αξιολογούνται σε σχέση προς τους άλλους τίτλους.<sup>25</sup>

## 10. Χρηματιστηριακές Πράξεις

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές -πράξεις τοις μετρητοίς ή με ειδικές συμφωνίες- έχουν ως αντικείμενο την αγορά και πώληση χρηματιστηριακών τίτλων. Είναι γενικώς έγκυρες εάν συνάπτονται χρηματιστηριακώς σύμφωνα με τον Νόμο και ειδικότερα στον κύκλο της αίθουσας των συναλλαγών, με εκφώνηση και αντιφώνηση από χρηματιστή ή με άλλο τρόπο που ώρισε το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου και κατά τις ώρες που συνεδριάζει επίσημα και δημόσια το Χρηματιστήριο, υπό την επίβλεψη του Κυβερνητικού Επόπτη.

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές είναι: (α) Η αγορά και η πώληση τοις μετρητοίς, (β) Η αγορά και η πώληση επί προθεσμία, (γ) Η σύμβαση μεταφοράς. (δ) Η αγορά και πώληση επί δώρω και άλλες όπως πράξεις επί παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων. Σήμερα, και προς το παρόν, στο Χρηματιστήριο Αθηνών γίνονται μόνον πράξεις τοις μετρητοίς.

## 11. Σύναψη συναλλαγών. Μηχανισμός διαμορφώσεως των τιμών

Οι τιμές στο Χρηματιστήριο διαμορφώνονται αλλά και διακυμαίνονται ελεύθερα σε συνάρτηση με την προσφορά και τη ζήτηση που εμφανίζονται. Οι χρηματιστές συγκεντρώνουν όλες τις εντολές αγοράς και πώλησης και τις προσκομίζουν στο Χρηματιστήριο. Η αντιπαράσταση των εντολών αγοράς και πώλησης συντελεί στον προσδιορισμό τιμών που εξισορροπούν τη ζήτηση και την προσφορά και επιτρέπουν το κλείσιμο των αγοραπωλησιών. Η συναλλαγή κλείνει με την εγγραφή της στα σημειωματάρια των χρηματιστών. Με το κλείσιμο της συμφωνίας οι τιμές στις οποίες συνάπτονται οι συναλλαγές αναγράφονται σε ειδικό πίνακα που υπάρχει στην αίθουσα των συνεδριάσεων. Στον πίνακα αυτόν αναγράφονται επίσης και οι τιμές στις οποίες έχει

<sup>25</sup> Τσιμπλής Μιχάλης: «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 1998

εκδηλωθεί ζήτηση ή προσφορά χωρίς να υπάρξει αντισυμβαλλόμενος. Μετά τη λήξη της συνεδρίασης οι χρηματιστές στα γραφεία τους με βάση τα σημειωματάρια τους εκδίδουν τα σχετικά πινακίδια, αντίγραφο των οποίων δίδεται στον πελάτη.

Σήμερα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών οι συναλλαγές γίνονται με Αυτόματο Ηλεκτρονικό Σύστημα. Κατά την προβλεπόμενη προσυνοδριακή περίοδο (μισή ώρα πριν από την επίσημη έναρξη της συνεδρίασης) οι χρηματιστές εισάγουν στο ηλεκτρονικό σύστημα τις εντολές αγορών και πωλήσεων που έλαβαν μέχρι τη στιγμή εκείνη από τους πελάτες τους. Εισάγουν κατ' αρχήν τις εντολές που δόθηκαν με ορισμένο όριο τιμής (εντολές αγοράς σε τιμή ίση ή κατώτερη από  $x$  ή εντολές πώλησης σε τιμή ίση ή ανώτερη από  $\psi$ ). Χρειάζεται να εισαχθούν εντολές με ορισμένο όριο τιμής για να μπορέσει το σύστημα να προσδιορίσει την «τιμή ανοίγματος». Το ηλεκτρονικό σύστημα προσδιορίζει την τιμή ανοίγματος στο επίπεδο που επιτρέπει να πραγματοποιηθεί ο μέγιστος όγκος συναλλαγής.

## 12. Λειτουργίες της Δευτερογενούς Αγοράς

Η χρηματιστηριακή ή δευτερογενής αγορά (Χρηματιστήριο) εξασφαλίζει τη ρευστότητα των τοποθετήσεων, την οποία επιθυμούν να έχουν οι αποταμιευτές. Αυτοί επενδύουν τόσο περισσότερο όσο περισσότερο είναι ασφαλές ότι, όταν το επιθυμήσουν, θα προβούν στην πώληση των τίτλων τους και θα επανακτήσουν το κεφάλαιό τους αυξημένο κατά την προσδοκώμενη για το εν τω μεταξύ χρονικό διάστημα, απόδοση. Η εν λόγω δυνατότητα μεταβίβασης των τίτλων ιδιοκτησίας, - η οποία δεν επηρεάζει το κεφάλαιο της εταιρείας που εξακολουθεί να παραμένει δεσμευμένο όσο διαρκεί η ζωή της επιχείρησης -, επιτρέπει σε μεγάλο αριθμό προσώπων να συμμετέχουν στη μακροχρόνια χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων. Έτσι, η λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς επαυξάνει τις δυνατότητες των επιχειρήσεων να εξευρίσκουν μακροχρόνια κεφάλαια και να τα δεσμεύουν στον εκσυγχρονισμό και τη μεγέθυνση της παραγωγικής ικανότητας ή την αναδιάρθρωσή τους.

Άλλη βασική λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί ο προσδιορισμός της αξίας των τίτλων και κατ' επέκταση της αξίας των

επιχειρήσεων που τους έχουν εκδώσει. Στη χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώνεται κάθε μέρα για κάθε τίτλο μια τιμή, που αντανakλά τις αξιολογήσεις, εκτιμήσεις και προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις της αντίστοιχης εταιρείας. Εφ' όσον η αγορά είναι αποτελεσματική, η διαμορφούμενη σ' αυτή τιμή μιας μετοχής εκφράζει την ορθότερη εκτίμηση στην οποία προβαίνουν οι επενδυτές σε συνάρτηση με την προσδοκώμενη απόδοση της επιχείρησης και με τον κίνδυνο που αυτή συνεπάγεται.

Ανερχόμενες τιμές μετοχών σημαίνουν νέες δικαιολογημένες προσδοκίες μεγαλύτερων αποδόσεων. Δεδομένου ότι οι αποταμιευτές προσελκύονται από τίτλους με καλές προσδοκίες και ανερχόμενες τιμές, επιτυγχάνεται χάρη στη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς κατανομή και διοχέτευση των χρηματοδοτικών πόρων προς τις πλέον παραγωγικές και αποδοτικές επιχειρήσεις. Προφανώς, οι εταιρείες των οποίων οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο ανέρχονται, έχουν κατ' αρχήν κάθε συμφέρον να εκδώσουν νέες μετοχές και να επαυξήσουν το κεφάλαιό τους. Έτσι, η αποτελεσματική λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς συντελεί στην αποτελεσματική λειτουργία της πρωτογενούς και στη βέλτιστη κατανομή των εθνικών χρηματοδοτικών πόρων.

Από την προηγηθείσα σύντομη ανάλυση των λειτουργιών της χρηματιστηριακής αγοράς προκύπτουν σαφώς οι προϋποθέσεις και τα χαρακτηριστικά που πρέπει να πληρούνται ώστε το χρηματιστήριο να εκπληρεί αποτελεσματικά την αποστολή του. Τα χαρακτηριστικά αυτά, που αποτελούν επίσης κριτήριο επιλογής εκ μέρους των επενδυτών της αγοράς όπου θα τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους, είναι η ρευστότητα, η αποτελεσματικότητα, η διαφάνεια, η ασφάλεια.

(1) **Ρευστότητα:** Θεωρείται ότι υπάρχει ρευστότητα, στη χρηματιστηριακή αγορά, όταν ο κάθε συναλλασσόμενος σ' αυτή έχει τη δυνατότητα να προβαίνει σε πράξεις (αγορές ή πωλήσεις) επί σημαντικής ποσότητας δεδομένου τίτλου χωρίς με την πράξη του να προκαλεί σημαντική μεταβολή της αξίας του τίτλου.

Την ανάγκη εξασφάλισης ρευστότητας αποβλέπει να καλύψει ο νόμος 1806/88 για το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Ο εν λόγω νόμος προβλέπει την λειτουργία ανωνύμων χρηματιστηριακών εταιρειών με μέγεθος μετοχικού κεφαλαίου, αρκετό ώστε να χρηματοδοτούν τη δημιουργία «αποθεμάτων» τίτλων. Οι εταιρείες αυτές καλούμενες και «Δημιουργοί Αγοράς» (Market Makers) ασκούν το ρόλο του αντισυμβαλλόμενου δηλ. του πωλητή και αγοραστή τίτλων για ορισμένη τιμή και για ορισμένο εκ των προτέρων καθορισθέντα αριθμό τίτλων. Μια τέτοια εταιρεία υποχρεούται να ικανοποιεί την προσφορά ή τη ζήτηση, που παρουσιάζεται, στην τιμή που είναι γραμμένη κατά τη στιγμή υποβολής του αιτήματος σε πίνακα που η εταιρεία έχει αναρτήσει και εντός των ορίων ποσότητας που έχει εκ των προτέρων προκαθορίσει να καλύψει κατ' εντολέα. Προφανώς, η εξασφάλιση ρευστότητας προϋποθέτει ότι τα προκαθοριζόμενα όρια ποσότητας δεν είναι σχετικώς μικρά και ότι οι εν λόγω εταιρείες προβαίνουν σε προσφορά κατά τρόπο μόνιμο.

**(2) Αποτελεσματικότητα και Διαφάνεια:** Η χρηματιστηριακή αγορά θεωρείται αποτελεσματική όταν οι τιμές των τίτλων, που διαμορφώνονται σ' αυτήν, αντανakλούν κάθε στιγμή τις συνέπειες όλων των γεγονότων που συνέβησαν μέχρι τη στιγμή αυτή και όλων των προσδοκώμενων μελλοντικών γεγονότων. Όταν η αγορά είναι αποτελεσματική, οι ειδήσεις περί επελεύσεως γεγονότων, που ήσαν απροσδόκητα, περιέρχονται αμέσως σε γνώση όλων των επενδυτών και συναλλασσομένων. Οι τελευταίοι αντιδρούν αμέσως, με συνέπεια να επέρχεται άμεση μεταβολή των τιμών και έτσι το ύψος αυτών να αντανakλά όλα τα γεγονότα που επηρεάζουν τις αποδόσεις των τίτλων. Εφ' όσον δεν υπάρχουν νέες ειδήσεις, η τιμή του κάθε τίτλου στην αποτελεσματική αγορά εκφράζει την πραγματική αξία αυτού, που είναι ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών εισοδημάτων που προσδοκούνται από τους άριστα πληροφορημένους περί αυτών επενδυτές. Τυχαίες αποκλίσεις των τιμών από τις αντίστοιχες πραγματικές αξίες συνοδεύονται από άμεσες αντιδράσεις των επενδυτών, οι οποίοι σπεύδουν ανάλογα να αγοράσουν ή να πωλήσουν για να επιτύχουν υπερκανονικές αποδόσεις. Η σπουδή τους όμως αυτή επαναφέρει αμέσως την τιμή στο επίπεδο της πραγματικής αξίας. Έτσι οι επενδυτές δεν προλαβαίνουν γενικώς να επιτύχουν υπερκανονικά κέρδη. Η πραγματική αξία ισορροπίας αλλάζει μόνον, εάν επέλθουν απροσδόκητα γεγονότα ικανά να επηρεάσουν τη ροή των αναμενομένων εισοδημάτων (π.χ.

μία απροσδόκητη τεχνολογική πρόοδος ικανή να επιφέρει αύξηση των κερδών). Η αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς κρίνεται επίσης από το κόστος που συνεπάγονται οι συναλλαγές, ο διακανονισμός αυτών και η παράδοση και φύλαξη των τίτλων.

Η αποτελεσματικότητα της Χρηματιστηριακής Αγοράς και κυρίως το κόστος και ο κίνδυνος που χαρακτηρίζουν τις συναλλαγές σ' αυτήν, εξαρτάται από το «πλάτος», το «βάθος» και από την «ελαστικότητα» της Αγοράς. Λέγεται ότι η αγορά, για ένα δεδομένο τίτλο, έχει «πλάτος», εάν στην τιμή ισορροπίας υπάρχει μεγάλος αριθμός αγοραστών και πωλητών και μεγάλος όγκος εντολών αγοράς και πώλησης. Μια αγορά με «πλάτος» επιτρέπει, χάρη στον μεγάλο όγκο, οι συναλλαγές να γίνονται με χαμηλότερο σχετικά κόστος. Λέγεται ότι η αγορά δεδομένου τίτλου έχει «βάθος», εάν υπάρχει συνεχής ροή εντολών αγοράς και πώλησης, για τιμές κείμενες γύρω από την τιμή ισορροπίας. Με άλλα λόγια, οι καμπύλες προσφοράς και ζήτησης του τίτλου, σε σχέση με την τιμή αυτού, είναι συνεχείς, για τιμές ανώτερες και κατώτερες από την τιμή ισορροπίας. Αυτό σημαίνει ότι εάν συμβούν απρόοπτες ανισορροπίες μεταξύ εντολών αγοράς και πώλησης, αρκούν μικρές μεταβολές στην τιμή του τίτλου για την αποκατάσταση ισορροπίας. Τέλος, λέγεται ότι η αγορά είναι «ελαστική», εάν η ροή των εντολών αγοράς και πώλησης δεν «στερεύει» για οποιοσδήποτε μεταβολές στη τιμή του τίτλου.

Η αποτελεσματικότητα του χρηματιστηρίου προϋποθέτει λοιπόν διαφάνεια, και αξιόπιστη και προσιτή σ' όλους πληροφόρηση. Η ευρύτατη και άμεση γνωστοποίηση και διάδοση όλων των πληροφοριών που αφορούν την αγορά και τις εταιρείες και η δημοσίευση των τιμών που διαμορφώνονται κάθε φορά στην αγορά και των ποσοτήτων που ζητούνται και προσφέρονται, είναι αναγκαία για την ύπαρξη και την ενίσχυση του ανταγωνισμού και για την κατά τρόπο συνεχή ορθολογική επανεκτίμηση των επιδόσεων των επιχειρήσεων και την πληρέστερη και ορθή λήψη αποφάσεων εκ μέρους των επενδυτών. Η ποιότητα, η έκταση, η αξιοπιστία και η ταχύτητα κυκλοφορίας των πληροφοριών που αφορούν την Οικονομία και την Αγορά γενικώς και τις εταιρείες, καθώς και το κόστος των συναλλαγών αποτελούν κύρια κριτήρια της αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς.

**(3) Ασφάλεια:** Η εκπλήρωση της αποστολής του χρηματιστηρίου και η προσέλευση σ' αυτό επενδυτών εξαρτάται από τις εγγυήσεις που παρέχονται στους συναλλασσομένους ότι τα συμφέροντά τους προστατεύονται και από την εμπιστοσύνη που οι μηχανισμοί του εμπνέουν στους επενδυτές ότι η εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους γίνεται με έντιμο τρόπο.

Η ύπαρξη και λειτουργία χρηματιστηριακών εταιρειών που να έχουν μεγάλη οικονομική επιφάνεια αποβλέπει στην εξυπηρέτηση του σκοπού της παροχής εγγυήσεων προς τους πελάτες. Επιπλέον, η προβλεπόμενη μεγάλη οικονομική επιφάνεια χρειάζεται στα μέλη του χρηματιστηρίου για να μπορούν να αποκτούν τα τεχνικά μέσα και τους εξειδικευμένους ανθρώπους που απαιτούνται για να αναπτύσσουν νέες δραστηριότητες αναγκαίες για τη λειτουργία της σύγχρονης χρηματιστηριακής αγοράς.

Εκτός από την ύπαρξη αποτελεσματικού σύγχρονου συστήματος αξιόπιστης και προσιτής πληροφόρησης των επενδυτών, ο σεβασμός εκ μέρους των μελών του χρηματιστηρίου σαφών και αυστηρών δεοντολογικών κανόνων είναι αναγκαίος για να εμπνέεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών. Τα ευρωπαϊκά και αμερικάνικα χρηματιστήρια έχουν επεξεργασθεί δεοντολογικούς κανόνες συμπεριφοράς των χρηματιστών καθώς και αυστηρούς κανόνες και μέτρα επίβλεψης, ελέγχου και ασφάλειας των συναλλαγών.

Προέχει η πιστή εφαρμογή των μέτρων που αποβλέπουν στην προστασία των επενδυτών από τη διάδοση ψευδών πληροφοριών καθώς και η αυστηρή απαγόρευση κοινοποιήσεως εμπιστευτικών πληροφοριών.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

### 13. Οι συμμετέχοντες στις Χρηματοπιστωτικές Αγορές

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές συμμετέχουν, σύμφωνα προς όσα αναφέρθηκαν, πλεονασματικές και ελλειμματικές μονάδες και χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, που διαδραματίζουν κυρίως ρόλο μεσολαβητή. Ειδικότερα συμμετέχουν Εκδότες τίτλων και Επενδυτές τίτλων. Εκδότες είναι κυρίως το Κράτος, Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης, Επιχειρήσεις, Τράπεζες. Επενδυτές τίτλων είναι κυρίως νοικοκυριά, θεσμικοί επενδυτές (Ασφαλιστικές Εταιρείες, Ταμεία Συντάξεων, Αμοιβαία Κεφάλαια), Τράπεζες, Επιχειρήσεις κ.α. Μεσολαβητές είναι κυρίως Τράπεζες και Χρηματιστηριακές Εταιρείες.

Μεταξύ των «ειδικών» που δραστηριοποιούνται στη χρηματιστηριακή αγορά είναι οι «κερδοσκόποι». Αυτοί προσπαθούν να κάνουν κέρδη, αποδεχόμενοι μια ορισμένη άποψη όσον αφορά την κίνηση της αγοράς. Ενδιαφέρονται να προβλέψουν την επόμενη κίνηση των τιμών. Εάν πιστεύουν ότι οι τιμές ορισμένων τίτλων θα υψωθούν, παίρνουν θέση αγοραστή. Εάν περιμένουν πώση τιμών παίρνουν θέση πωλητή. Κατά βάση «στοιχηματίζουν», σχετικά με την κίνηση των τιμών. Παίζουν «με τα άνω» ή «με τα κάτω» και σε περίπτωση επιτυχίας πραγματοποιούν γρήγορα κέρδη ή σε περίπτωση αποτυχίας του στοιχήματος πραγματοποιούν γρήγορα ζημιές. Επειδή κάνουν το μεγαλύτερο μέρος της δραστηριότητας τους με δανεικά, οι κερδοσκόποι αλλάζουν θέση από αγοραστή σε πωλητή και τανάπαλιν δηλ. «μπαίνουν και βγαίνουν» σε πολύ σύντομα χρονικά διαστήματα, ακόμη και πολλές φορές κατά τη διάρκεια της ίδιας συνεδρίας.

Εν τούτοις, παρ' όλο που θεωρούνται ως «παίκτες τυχερών παιγνιδιών» οι κερδοσκόποι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών. Η δραστηριότητα των κερδοσκόπων εξασφαλίζει στην αγορά ρευστότητα. Όταν υπάρχει μία συνεχής ροή εντολών αγορών και πωλήσεων από τους κερδοσκόπους, κατά τη λειτουργία της αγοράς, η αγορά αυτή έχει ρευστότητα. Τούτο βεβαίως προϋποθέτει ότι οι απόψεις των κερδοσκόπων διαφέρουν, ότι υπάρχει μια ισοκατανομή μεταξύ των κερδοσκόπων που πιστεύουν ότι οι τιμές θα υψωθούν και των κερδοσκόπων που πιστεύουν το αντίθετο, ότι οι τιμές θα πέσουν. Εν τούτοις, συμπτωματικά



μπορεί να συμβεί οι απόψεις των περισσότερων κερδοσκόπων να συμφωνούν προς μια δεδομένη κατεύθυνση (π.χ. μπορεί να συμβεί οι περισσότεροι να πιστεύουν ότι οι τιμές θα πέσουν). Στην περίπτωση αυτή η ρευστότητα της αγοράς είναι μονόπλευρη. Παραμένει πολύ εύκολο να αγοραστούν τίτλοι και δύσκολο να πωληθούν. Υπό τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς οι γνώμες των κερδοσκόπων διαφέρουν. Οι κερδοσκόποι κατανέμονται τυχαίως μεταξύ των διαφόρων γνώμων και έτσι συμβάλλουν στη ρευστότητα της αγοράς.

Η δραστηριότητα των κερδοσκόπων διευκολύνει επίσης τους επενδυτές, που επιζητούν να καλυφθούν έναντι κινδύνων που συνεπάγονται οι επενδύσεις τους. Για να επιτύχουν την κάλυψη τους, οι εν λόγω επενδυτές, ζητούν να βρουν άλλους που επιθυμούν να πάρουν θέση, αντίθετη προς τη δική τους. Το ρόλο αυτό παίζει ο κερδοσκόπος, αρκεί να ανταμείβεται προς τούτο.

Μεταξύ των ειδικών της Αγοράς, υπάρχουν επίσης οι αναλυτές - επενδυτές οι οποίοι μελετούν την κίνηση των τιμών και την εξέλιξη των θεμελιωδών παραγόντων που προσδιορίζουν την «αληθή» ή πραγματική αξία του τίτλου.

Η πραγματική ή αληθής ή κανονική τιμή μιας μετοχής εκφράζει την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που προσδοκούν, σε μία ανταγωνιστική αγορά, οι επενδυτές, που είναι τέλεια πληροφορημένοι εφ' όλων των δυνατών ενδεχομένων, που μπορούν να επηρεάσουν τη ροή των μερισμάτων και την κατάσταση της αγοράς και που είναι ορθολογικοί και ικανοί να αξιολογούν ορθά και να εκτιμούν χωρίς συστηματικό σφάλμα, τις επιπτώσεις όλων των εν λόγω δυνατών ενδεχομένων. Βάσει των προσδοκιών των επενδυτών, υπό τελείως ανταγωνιστικές συνθήκες, διαμορφώνεται η πραγματική τιμή της μετοχής ως τιμή ισορροπίας δηλαδή ως τιμή που έχει τη συναίνεση όλων των επενδυτών. Εφ' όσον δεν επέρχονται απροσδόκητα γεγονότα, που αφορούν θεμελιώδεις προσδιοριστικούς παράγοντες του ύψους της πραγματικής τιμής -π.χ. μια νέα απροσδόκητη τεχνική ανακάλυψη κ.α.- ουδείς επενδυτής επιθυμεί να αποχωρισθεί από τη μετοχή που αποτιμάται στην πραγματική αξία της, εκτός εάν έχει ανάγκη ρευστότητας ή άλλαξαν οι προτιμήσεις ως προς τον κίνδυνο που αναλαμβάνει κ.α. Στις τελευταίες αυτές περιπτώσεις, οι μετοχές αλλάζουν απλώς χέρια σε τιμή ίση με την

πραγματική. Εν τούτοις, τυχαίες αποκλίσεις της τρέχουσας τιμής από την πραγματική είναι δυνατές. Οι αναλυτές παρακολουθούν και συγκρίνουν την τρέχουσα τιμή του τίτλου με την πραγματική τιμή και μελετούν τις προοπτικές. Δεν ενδιαφέρονται για το απόλυτο ύψος της τιμής αλλά για το μέγεθος της απόκλισης μεταξύ τρέχουσας και πραγματικής τιμής. Θεωρητικά σε μια αποτελεσματική αγορά δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών και η τρέχουσα τιμή δεν αποκλίνει από την πραγματική αξία. Στον πραγματικό κόσμο όμως η τρέχουσα τιμή δύναται να αποκλίνει τυχαίως από την πραγματική της αξία και υπάρχει κόστος συναλλαγών. Ενδιαφέρει η διαπίστωση των αποκλίσεων. Εάν οι αποκλίσεις είναι μικρότερες από το κόστος των συναλλαγών, οι επενδυτές δεν έχουν συμφέρον να προβούν σε συναλλαγές. Μόλις όμως η απόκλιση υπερβεί το κόστος της συναλλαγής, ο αναλυτής-επενδυτής προβαίνει, ανάλογα, σε πράξη αγοράς ή πώλησης, για να επιτύχει υπερκανονικό κέρδος. Εάν π.χ. η τιμή πέσει κάτω από την πραγματική αξία του τίτλου κατά ποσό που υπερβαίνει το κόστος της συναλλαγής, ο επενδυτής έχει συμφέρον να προβεί αμέσως σε αγορά, διότι ο τίτλος είναι υποεκτιμημένος. Δεν έχει παρά να περιμένει η τιμή να αποκατασταθεί στο επίπεδο της πραγματικής αξίας. Τη στιγμή αυτή, προβαίνει σε πώληση και επιτυγχάνει κέρδος.

Τέλος στις αγορές δρουν και οι καλούμενοι «arbitrageurs». Αυτοί αναλύουν και συγκρίνουν τις τιμές του ίδιου τίτλου που διαμορφώνονται και ισχύουν σε διαφορετικές αγορές. Μόλις διαπιστώσουν ότι υπάρχουν κανοποιητικές (λαμβάνοντας υπ' όψη τα έξοδα συναλλαγών) αποκλίσεις μεταξύ διαφόρων αγορών, σπεύδουν και αγοράζουν εκεί όπου η τιμή είναι χαμηλότερη και συγχρόνως πωλούν εκεί όπου η τιμή είναι υψηλότερη και έτσι επιτυγχάνουν ακινδύνως κέρδη.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

2) Θωμαδάκης Σταύρος – Ξανθάκης Μανώλης: «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκ. Σάκκουλα 1990

3) Τσιμπλής Μιχάλης: «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 1998

## 14. Βαθμοί Αποτελεσματικότητας της Αγοράς

Κατά κανόνα δεν εξετάζεται εάν η Αγορά είναι τελείως ανταγωνιστική δηλ. εάν συντρέχουν οι προϋποθέσεις του τέλειου ανταγωνισμού αλλά εάν είναι αποτελεσματική. Η αποτελεσματικότητα της Αγοράς κρίνεται από τη δυνατότητα που υπάρχει σ' αυτήν, κάθε νέα πληροφορία και είδηση απροσδόκητων γεγονότων, να περιέρχεται αμέσως και πλήρως χωρίς παραμορφώσεις και χωρίς κόστος (ή τουλάχιστον με ασήμαντο κόστος), σ' όλους, έτσι ώστε να διαμορφώνεται στην αγορά για κάθε τίτλο η «αληθής» τιμή ισορροπίας.

Η λειτουργία της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς είναι αποτελεσματική, εάν επιτρέπει τη διαμόρφωση, για κάθε τίτλο, της τιμής η οποία αποτελεί ορθή και αμερόληπτη εκτίμηση της αληθούς ή πραγματικής αξίας του τίτλου. Η εν λόγω τιμή διαμορφώνεται, εάν υπάρχει μέγα πλήθος τέλεια πληροφορημένων και ορθολογικών επενδυτών, που είναι ικανοί να αξιολογούν ορθά όλες τις υπάρχουσες πληροφορίες, που αφορούν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των μελλοντικών εισοδημάτων, και να εκτιμούν, χωρίς συστηματικό σφάλμα, την πραγματική αξία του τίτλου. Η τελευταία αντανακλά την μέση ελπιζόμενη ροή των εισοδημάτων ανοιγμένη στο παρόν. Ο επενδύων σ' αυτή την τιμή επιτυγχάνει το κανονικό εισόδημα ή κέρδος (κανονικό υπό την έννοια ότι είναι ίσο προς εκείνο που θα επιτύχανε με βεβαιότητα από δεδομένη εναλλακτική τοποθέτηση, αυξημένο, σε περίπτωση κινδύνου, κατά ένα ασφάλιστρο που συμψηφίζει τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Απόκλιση της τρέχουσας τιμής από την πραγματική τιμή ισορροπίας εκφράζεται ως ευκαιρία πραγματοποίησης «υπερκανονικού κέρδους». Σε μια αποτελεσματική αγορά, η πληροφόρηση και η διαπίστωση των αποκλίσεων είναι άμεση απ' όλους τους επενδυτές, οι οποίοι, σπεύδοντες να πραγματοποιήσουν υπερκανονικό κέρδος, οδηγούν στην αποκατάσταση ισορροπίας στο επίπεδο της πραγματικής αξίας του τίτλου.

Σε μια τέλεια αποτελεσματική αγορά, όλα τα γεγονότα, που δεν ήσαν μέχρι στιγμής προσδοκώμενα, αλλά καθίστανται τώρα πιθανά να επηρεάσουν τις μελλοντικές ροές, περιέρχονται αμέσως και πλήρως σε γνώση όλων των επενδυτών, οι οποίοι αντιδρούν ακαριαία έτσι ώστε επέρχονται άμεσες

προσαρμογές των τιμών και αποκατάσταση ισορροπίας. Υπ' αυτές τις συνθήκες οι επενδυτές δεν προλαβαίνουν γενικώς να επιτύχουν υπερκανονικά κέρδη.

Ανάλογα με τη φύση και την κατηγορία των πληροφοριών, των ειδήσεων και των ενδείξεων, που οι αναλυτές επενδυτές χρησιμοποιούν κατά την ανάλυση και μελέτη των χρηματοπιστωτικών αγορών με σκοπό την επιλογή και λήψη των ορθών αποφάσεων αγοράς και πώλησης τίτλων, διακρίνονται τρεις βαθμοί Αποτελεσματικότητας: Αποτελεσματικότητα Ασθενούς ή Χαμηλής Ισχύος, Αποτελεσματικότητα Μέσης Ισχύος και Αποτελεσματικότητα Υψηλής ισχύος.

**Αποτελεσματικότητα Χαμηλής Ισχύος:** Η αγορά λειτουργεί με

αποτελεσματικότητα χαμηλής ισχύος, όταν είναι αδύνατη η πραγματοποίηση υπερκανονικών κερδών με θεμελίωση των αποφάσεων, περί αγοράς ή πώλησης τίτλων, στη μελέτη της εξέλιξης που παρουσίασαν οι τιμές κατά το παρελθόν. Με άλλα λόγια δεν είναι δυνατόν, χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα της μελέτης της κίνησης των τιμών, κατά το παρελθόν, να γίνουν προβλέψεις και να ληφθούν αποφάσεις που οδηγούν σε υπερκανονικά κέρδη.

**Αποτελεσματικότητα Μέσης Ισχύος:** Η αγορά λειτουργεί με αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος, όταν είναι αδύνατη η πραγμάτωση υπερκανονικών κερδών με θεμελίωση των αποφάσεων περί αγοράς ή πώλησης τίτλων, σε πληροφορίες και ειδήσεις που τυγχάνουν το φως της δημοσιότητας. Με άλλα λόγια υπάρχει αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος, όταν κάθε απρόβλεπτο και απροσδόκητο γεγονός, που δύναται να επηρεάσει τις τιμές, δημοσιοποιούμενο, συνοδεύεται αμέσως και ακαριαία από άμεση και πλήρη προσαρμογή των τιμών.

Έτσι, κανείς δεν έχει το χρόνο να επωφεληθεί από την δημοσιοποίηση της σχετικής πληροφορίας. Οι τιμές των τίτλων ενσωματώνουν και αντανakλούν αμέσως με την ανακοίνωση τις καθιστάμενες δημοσίως διαθέσιμες πληροφορίες, που αφορούν γεγονότα ικανά να επηρεάσουν τις τιμές προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση.

**Αποτελεσματικότητα Υψηλής Ισχύος:** Η αγορά λειτουργεί με αποτελεσματικότητα υψηλής ισχύος, όταν είναι αδύνατη η πραγματοποίηση υπερκανονικών κερδών, ακόμη και από εκείνους που έχουν προνομιακή πρόσβαση στην εταιρεία και διαθέτουν ιδιαίτερη ιδιωτική μυστική πληροφόρηση (π.χ. από μεγάλο μέτοχο, διευθύνοντα την εταιρεία).

Επιχειρούνται γενικώς στατιστικές αναλύσεις και έλεγχοι των αγορών με σκοπό να διαπιστωθεί εάν η λειτουργία αυτών είναι ή όχι αποτελεσματική. Πολλοί στατιστικοί έλεγχοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ορισμένες μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές αναπτυγμένων χωρών λειτουργούν γενικώς με αποτελεσματικότητα χαμηλής ισχύος. Οι έλεγχοι δεν κατέληξαν σε ασφαλή συμπεράσματα, εάν πράγματι επικρατεί επίσης αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος. Τα αποτελέσματα είναι μάλλον αρνητικά όσον αφορά την αποτελεσματικότητα υψηλής ισχύος. Το είδος αυτό αποτελεσματικότητας δεν φαίνεται να επικρατεί ούτε στις καλά οργανωμένες αγορές των πλέον αναπτυγμένων χωρών. Γι' αυτό υπάρχουν νόμοι που τιμωρούν αυστηρά όσους χρησιμοποιούν ιδιωτικές, εμπιστευτικές, πληροφορίες για να επιτύχουν υπερκανονικά κέρδη. Προφανώς η διαπίστωση των παραβάσεων του νόμου είναι δυσχερέστατη.

Η διαπίστωση εάν και κατά πόσο μια χρηματοπιστωτική αγορά είναι αποτελεσματική έχει ιδιαίτερη σημασία. Προσδιορίζει τις δυνατότητες πραγματοποίησης υπερκανονικών κερδών και τη μεθοδολογία αναλύσεως που θα χρησιμοποιηθεί για τη διατύπωση προβλέψεων της εξέλιξης των τιμών και για την επιλογή των σχετικών αποφάσεων.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> 1) Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

## 15. Μη Αποτελεσματική Λειτουργία των Αγορών

Παρά τη γενική αποδοχή της θεωρίας της αποτελεσματικότητας των Αγορών Χρήματος και Κεφαλαίου, παρατηρούνται πολλές φορές ακόμη και στα χρηματιστήρια ανεπτυγμένων οικονομιών, συστηματικά αυξανόμενες αποκλίσεις των τιμών των τίτλων από τις αντίστοιχες πραγματικές ή «αληθείς» αξίες, χωρίς οι αποκλίσεις αυτές να οφείλονται σε μεταβολές των βασικών και θεμελιωδών παραγόντων που προσδιορίζουν τις πραγματικές αξίες. Παρατηρείται ότι οι πράξεις που σημειώνονται, επί των τίτλων δεν επαναφέρουν αμέσως τις τιμές στα επίπεδα των πραγματικών αξιών. Αντίθετα μάλιστα οδηγούν σ' αυξανόμενες αποκλίσεις. Οι εν λόγω αποκλίσεις συνεχίζονται μέχρις ότου γίνει αντιληπτό ότι είναι αδύνατο να πραγματοποιηθούν οι προσδοκίες, οπότε η κίνηση αναστρέφεται και πολλοί υφίστανται ζημιές.

Ενδιαφέρει να τονισθεί ότι το χρηματιστήριο κάθε ημέρα αντανακλά τις προσδοκίες που έχει για το άμεσο μέλλον η πλειονότητα των συναλλασσομένων. Σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση των προσδοκιών και της συμπεριφοράς των επενδυτών παίζουν η μίμηση και η εμπιστοσύνη την οποία επιδεικνύει μεγάλος αριθμός επενδυτών, στις εκτιμήσεις ορισμένων άλλων επενδυτών. Η μίμηση εκδηλώνεται με το ότι ολοένα και μεγαλύτερος αριθμός επενδυτών εμπιστεύεται δεδομένη γνώμη και προβαίνει σύμφωνα μ' αυτήν σε πράξεις αγορών ή πωλήσεων. Επίσης το ίδιο συμβαίνει όταν ολοένα και περισσότερο εξαγουν τα ίδια συμπεράσματα από την παρατήρηση της κίνησης των τιμών και προβαίνουν αντίστοιχα σε πράξεις αγορών ή πωλήσεων χωρίς να εξετάζουν εάν πράγματι αυτές δικαιολογούνται από τη διαμόρφωση των βασικών παραγόντων, που προσδιορίζουν τις επιδόσεις της κάθε εταιρείας.

Έτσι, μια εσωτερική, ενδογενής δυναμική προκαλείται στην αγορά από αλληλεξαρτήσεις και αλληλεπιδράσεις μεταξύ των παρεμβάσεων σ' αυτήν. Οι αλληλεπιδράσεις, που ασκούνται, είναι είτε ο άμεσες, όταν πολλοί επενδυτές παρακολουθούν και συμμορφώνονται με τη συμπεριφορά ορισμένων άλλων, που τους θεωρούν ότι είναι γνώστες και διαθέτουν μυστικές πληροφορίες, είτε έμμεσες, όταν προκαλούνται από το γεγονός ότι εφαρμόζουν

τις ίδιες μεθόδους δηλ. παρακολουθούν και εξάγουν τα ίδια συμπεράσματα από την κίνηση των τιμών.

Έτσι, παρ' όλο που δεν συνδέονται με μεταβολές στους θεμελιώδεις ή βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες των τιμών, δημιουργούνται προσδοκίες οι οποίες, μπορεί να επαληθεύονται πράγματι στην αγορά από τη στιγμή που γίνονται πεποίθηση όλων. Εάν ολοένα και μεγαλύτερος αριθμός επενδυτών προβλέπει ότι η τιμή ενός τίτλου θα υψωθεί, όλοι αυτοί θα δώσουν εντολές αγορών, οπότε, υπό ορισμένους όρους, η προσδοκώμενη ύψωση θα πραγματοποιηθεί και οι αρχικές προσδοκίες θα επαληθευθούν εκ των υστέρων για πολλούς και θα προκαλέσουν νέες προσδοκίες και για τους άλλους.

Έτσι, παρ' όλο που οι προσδοκίες, εξεταζόμενες από την άποψη της ανάλυσης των βασικών προσδιοριστικών παραγόντων, κρίνονται αδικαιολόγητες και εσφαλμένες, επαληθεύονται πράγματι εκ των υστέρων. Τούτο οφείλεται στο ό,τι αυτές καθ' εαυτές οι προσδοκίες προκαλούν συμπεριφορά αγορών (ή πωλήσεων) τίτλων, η οποία συνεπάγεται ύψωση (πώση) της τιμής στο προσδοκώμενο επίπεδο. Με άλλα λόγια, δημιουργείται ένας μηχανισμός αυτοεπαλήθευσης των προσδοκιών. Ο Keynes έγραψε ότι αυτό που απασχολεί τους επενδυτές δεν είναι η αληθής αξία της επένδυσης, αλλά η αξία την οποία η αγορά, υπό την επίδραση της ψυχολογίας του πλήθους, θα προσδιορίσει σε μια ημέρα, μια εβδομάδα, ένα μήνα ή ένα έτος αργότερα. Η χρηματιστηριακή τιμή ενός τίτλου εξαρτάται από τη συλλογική γνώμη των παρεμβαινόντων στην αγορά.

Διαπιστώνεται επίσης ότι πολλές φορές η αγορά υπερβάλλει τα νέα δεδομένα και τις νέες πληροφορίες. Έτσι, παρατηρείται ακόμη και σε περιόδους, κατά τις οποίες οι μεταβολές των τιμών προκαλούνται πράγματι από μεταβολές στους θεμελιώδεις προσδιοριστικούς παράγοντες των κερδών, να σημειώνονται μεταβολές στις χρηματιστηριακές τιμές των τίτλων κατά πολύ μεγαλύτερες από τις μεταβολές των πραγματικών αξιών. Στις περιπτώσεις αυτές γίνεται λόγος για «κερδοσκοπικές διακυμάνσεις», το μέγεθος των οποίων εκφράζεται με την απόκλιση μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και πραγματικής αξίας του τίτλου.

Τα αμέσως ως άνω φαινόμενα οφείλονται επίσης και στο γεγονός ότι η προσφορά και η ζήτηση είναι ανελαστικές σε σχέση με τις τιμές. Ένας λόγος που δικαιολογεί τη δυσκαμψία αυτή είναι ότι οι επενδυτές δεν προβαίνουν σε πωλήσεις, όταν οι τιμές ανέρχονται, διότι ελπίζουν να κερδίσουν περισσότερα και δεν αγοράζουν, όταν οι τιμές πέφτουν, διότι φοβούνται ότι θα ζημιωθούν.

Εάν ο αριθμός των επενδυτών (που παρεμβαίνουν στην αγορά, για συναλλαγές επί υπάρχοντος μεγάλου αριθμού εμπορεύσιμων τίτλων) είναι πολύ μεγάλος και δρουν ανεξάρτητα, χωρίς κανένα μεταξύ τους αλληλεπηρεασμό, τότε η κατανομή αυτών μεταξύ των διαφόρων δυνατών προσδοκιών και γνώμων, που αφορούν τις επιδόσεις κάθε τίτλου, είναι συμμετρική και σύμφωνη με τον Κανονικό Νόμο των Πιθανοτήτων. Εάν τούτο συμβαίνει, δεν διαμορφώνεται συστηματική κίνηση των τιμών προς ορισμένη κατεύθυνση και τα ύψη αυτών διακυμαίνονται τυχαία γύρω από τα αντίστοιχα επίπεδα ισορροπίας, που διαμορφώνονται υπό την επίδραση των συστηματικών θεμελιωδών παραγόντων, που προσδιορίζουν την προσφορά και τη ζήτηση.

Αντίθετα, εάν το μέγεθος της αγοράς - αριθμός τίτλων και αριθμός παρεμβαινόντων επενδυτών- είναι μικρό, εάν δεν υπάρχει μεγάλο πλήθος ικανών, δραστήριων, καλά πληροφορημένων και ανεξάρτητων αναλυτών, αλλά αντίθετα οι περισσότεροι επενδυτές παρατηρούν και ακολουθούν τη συμπεριφορά ορισμένων και προσφεύγουν στη γνώμη αυτών, τότε η κατανομή των προσδοκιών και γνώμων δεν είναι συμμετρική και δημιουργούνται φαινόμενα μίμησης που παίρνουν την μορφή μηχανισμού αυτοσυντήρησης και ενίσχυσης των προσδοκιών και ωθούν συστηματικά τις τιμές προς ορισμένη κατεύθυνση.

Πάντως, εάν τα φαινόμενα μίμησης δεν είναι πολύ έντονα παρατηρείται γενικώς ότι η κατανομή των επενδυτών μεταξύ των διάφορων δυνατών προσδοκιών και γνώμων δεν απέχει σημαντικά από το να είναι συμμετρική. Στην περίπτωση αυτή οι αποκλίσεις χρηματιστηριακών τιμών από τα «αληθή» επίπεδα ισορροπίας αυτών, είναι μάλλον ελαφρώς μεγαλύτερες από τις αποκλίσεις που συμβαίνουν εντελώς τυχαία. Η ισορροπία των τιμών των τίτλων αποκαθίσταται μάλλον σύντομα στο επίπεδο των



πραγματικών αξιών και οι αποκλίσεις εκλείπουν. Με άλλα λόγια, εάν τούτο συμβαίνει, η αγορά είναι μάλλον αποτελεσματική.<sup>29</sup>

## 16. Η έννοια της Ανάλυσης Χαρτοφυλακίου-Τα στάδια αυτής

Το σύνολο των κινητών αξιών και γενικώς των ενεργητικών ή περιουσιακών στοιχείων που κατέχει ο επενδυτής αποτελεί το Χαρτοφυλάκιο αυτού. Η ανάλυση χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τις διαδικασίες και μεθόδους που οδηγούν στην επιλογή του πλέον επιθυμητού χαρτοφυλακίου δηλ. του συνδυασμού των τίτλων που ικανοποιούν, ανά πάσα στιγμή, κατά τον καλλίτερο δυνατό τρόπο, τις επιδιώξεις του επενδυτή, λαμβάνοντας υπ' όψη τους περιορισμούς υπό τους οποίους τελεί. Η ανάλυση χαρτοφυλακίου ακολουθεί τα εξής στάδια:

**(α) Προσδιορισμός των επιδιώξεων του επενδυτή.** Γενικώς κύρια επιδίωξη του επενδυτή είναι η μέγιστη δυνατή απόδοση σε δεδομένο χρονικό διάστημα. Εν τούτοις λαμβάνει υπόψη του ότι, υπό συνθήκες αβεβαιότητας των μελλοντικών εξελίξεων, είναι πιθανόν να συμβούν μη αναμενόμενα και μη επιθυμητά αποτελέσματα, δηλ. ότι υπάρχει κίνδυνος να μην πραγματοποιηθούν τα προσδοκώμενα επιθυμητά αποτελέσματα. Υπό συνθήκες υπάρξεως κινδύνου, η επιδίωξη επίτευξης της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης εξαρτάται από το βαθμό που ο επενδυτής αποστρέφεται τον κίνδυνο. Υπάρχουν επενδυτές, που αρκούνται σε σχετικά χαμηλότερες αποδόσεις, αρκεί ο κίνδυνος που τις χαρακτηρίζει να είναι μικρότερος. Έτσι, η επιδίωξη του επενδυτή προσδιορίζεται σε συνάρτηση με το βαθμό της αποστροφής του προς τον κίνδυνο. Με άλλα λόγια προσδιορίζεται ως επιδίωξη της μέγιστης δυνατής απόδοσης για δεδομένο κίνδυνο, που δέχεται να αναλάβει ή αντίστροφα ως επιδίωξη του ελάχιστου κινδύνου για δεδομένη επιθυμητή απόδοση. Με άλλα λόγια εδώ καλείται ο επενδυτής να καθορίσει κατά βάση τον κίνδυνο που δέχεται να αναλάβει.

<sup>29</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

Κατά το πρώτο στάδιο της ανάλυσης καθορίζεται επίσης το συνολικό ποσό, που ο επενδυτής επιθυμεί να επενδύσει και επισημαίνονται όλοι οι δυνατοί τίτλοι, που θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο μελέτης, να επιλεγούν και να αποτελέσουν το χαρτοφυλάκιο. Προφανώς κατά την εν λόγω επισημάνση εξετάζονται και λαμβάνονται υπόψη και άλλες επιδιώξεις ή περιορισμοί του επενδυτή όπως π.χ. η ρευστότητα κάθε τίτλου, το φορολογικό καθεστώς που τον διέπει, η φορολογική κλίμακα στην οποία ανήκει ο επενδυτής κ.ά.

(β) *Έρευνα και Εκτίμηση των Χαρακτηριστικών των Τίτλων.* Η έρευνα αυτή αποβλέπει στην εκτίμηση της αξίας των τίτλων που αποτέλεσαν κατά το πρώτο στάδιο αντικείμενο μιας πρώτης επιλογής προς εξέταση. Εφ' όσον η επιδίωξη υπερκανονικών κερδών είναι έντονη η ανάλυση αποβλέπει να προσδιορίσει τους τίτλους των οποίων οι τιμές αποκλίνουν από τις πραγματικές αξίες τους και να προβλέψει έγκαιρα τις μεταβολές που θα επέλθουν στις τιμές και που θα αποτελέσουν την ευκαιρία κέρδους ή την αιτία ζημιάς.

Προς τούτο χρησιμοποιούνται διάφορες μέθοδοι, που γενικώς κατατάσσονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες, γνωστές ως «Τεχνική Ανάλυση» και «Βασική ή Θεμελιώδης Ανάλυση».

Η *Τεχνική Ανάλυση*, υπό την απλουστευμένη μορφή της, συνίσταται, κατά κύριο λόγο, στη μελέτη διαγραμμάτων, που παρουσιάζουν τις κινήσεις των τιμών των τίτλων και του όγκου των συναλλαγών που σημειώθηκαν κατά το παρελθόν. Βασίζεται στη σύγκριση των διαφόρων μορφών, που παρουσιάζουν οι κινήσεις των τιμών, και στη γενική παραδοχή ότι αυτές επαναλαμβάνονται και ότι κάθε φορά που επαναλαμβάνονται ακολουθούνται από εξελίξεις όμοιες με εκείνες που είχαν επακολουθήσει κατά το παρελθόν. Έτσι, γίνεται δεκτό ότι η εμφάνιση μιας γνωστής μορφής κίνησης των τιμών και του όγκου των συναλλαγών εκπέμπει σήμα ότι θα ακολουθήσει μεταβολή η οποία θα εκδηλωθεί με τη δυνατότητα πραγματοποίησης κέρδους ή ζημιάς. Το μήνυμα συλλαμβάνεται και οι επενδυτές ενεργούν αναλόγως.

Αναφέρθηκε ήδη ότι σε μια ανταγωνιστική και αποτελεσματική αγορά, δεν είναι δυνατόν ο επενδυτής να επιτύχει υπερκανονικά κέρδη

χρησιμοποιώντας την Τεχνική Ανάλυση (Αποτελεσματικότητα Χαμηλής Ισχύος). Διότι η τιμή κάθε τίτλου ενσωματώνει ανά πάσα στιγμή όλες τις επιδράσεις που ασκούν οι γνωστοί και ο προσδοκώμενοι μέχρι της στιγμής αυτής προσδιοριστικοί παράγοντες. Αντανακλά την παρούσα αξία των κερδών που προσδοκούνται βάσει όλων των γνωστών παραγόντων που προσδιορίζουν τις προοπτικές του εκδότη του τίτλου. Εάν υπάρξουν νέες μεταβολές στους εν λόγω παράγοντες που θα διαμορφώσουν νέες προσδοκίες, αυτές θα περιέλθουν αμέσως σε γνώση των επενδυτών και οι επιπτώσεις τους θα εκδηλωθούν με μεταβολές στις τιμές, δηλ. θα ενσωματωθούν αμέσως και εξολοκλήρου στις τιμές, πριν ο αναλυτής διαγνώσει και πεισθεί από τη μελέτη των διαγραμμάτων και αναλύσεων της κίνησης των τιμών, ότι θα επέλθουν μεταβολές. Θα μπορούσε να επιτύχει υπερκανονικά κέρδη εάν από τη μελέτη της κίνησης των τιμών επείθετο έγκαιρα πριν από την επέλευση της μεταβολής και αντιδρούσε επίσης άμεσα πριν η πληροφορία περί της εν λόγω μεταβολής ενσωματωθεί πλήρως στο ύψος της τιμής του τίτλου. Όμως σε μια αποτελεσματική αγορά τούτο δεν επιτυγχάνεται.

Κάθε νέο που συμβαίνει δεν έχει σχέση με το παρελθόν εάν είχε

θα ήταν ενσωματωμένο στην τιμή και δεν θα ήταν νέο. Έτσι, η επίπτωση κάθε νέου στην τιμή της μετοχής είναι ανεξάρτητη από ότι έχει συμβεί μέχρι της στιγμής της επέλευσης του.

*Η Βασική ή Θεμελιώδης Ανάλυση* αποβλέπει να προσδιορίσει την «πραγματική» ή «αληθή» τιμή του τίτλου. στη συνέχεια συγκρίνει αυτήν με τη τιμή που παρατηρείται στην αγορά με σκοπό να διαπιστώσει εάν και κατά πόσο η τρέχουσα τιμή ή διαφέρει από την «πραγματική» αξία, δηλαδή εάν ο τίτλος είναι υπερεκτιμημένος ή υποεκτιμημένος.

*Η Θεμελιώδης Ανάλυση* βασίζεται στην έρευνα και αξιολόγηση των παραγόντων που προσδιορίζουν την αξία του τίτλου δηλ. στην ανάλυση των δραστηριοτήτων της εταιρείας και των γενικών οικονομικών καταστάσεων, που την επηρεάζουν και στη διατύπωση προβλέψεων περί των μελλοντικών κερδών και μερισμάτων. Η αναγωγή στο παρόν των προσδοκωμένων μελλοντικών μερισμάτων, με επιτόκιο καταλλήλως επιλεγέν, δίδει την «αληθή» ή πραγματική τιμή του τίτλου.

Δεδομένου ότι οι προσδιοριστικοί παράγοντες των επιδόσεων κάθε εταιρείας αλλάζουν από στιγμή σε στιγμή και νέες σχετικές πληροφορίες καταφθάνουν, οι υπολογισμοί της αληθούς τιμής αναθεωρούνται.

Η σύγκριση της τρέχουσας τιμής με την πραγματική αξία του τίτλου και η έγκαιρη επισήμανση της διαφοράς μεταξύ αυτών υποδεικνύει την πώληση, εάν ο τίτλος είναι υπερεκτιμημένος, ή την αγορά, εάν είναι υποεκτιμημένος, με σκοπό την επίτευξη υπερκανονικού κέρδους.

Κατά τη βασική ανάλυση γίνεται παραδεκτό ότι οι αποκλίσεις των τιμών από τις αντίστοιχες πραγματικές αξίες είναι προσωρινές. Υπό την πίεση του ανταγωνισμού οι τιμές θα διορθωθούν, δηλ. θα σημειωθούν κινήσεις διορθωτικές των τιμών (πώση των υπερτιμημένων, ύψωση των υποεκτιμημένων) στο επίπεδο της πραγματικής αξίας. Μόνον εκείνοι που έγκαιρα επισήμαναν τις αποκλίσεις και έσπευσαν αμέσως να προβούν στις ενδεικνυόμενες πράξεις, πώλησης ή αγοράς, μπόρεσαν να επιτύχουν υπερκανονικά κέρδη. Εάν όμως η αγορά είναι αποτελεσματική, οι πληροφορίες διαχέονται με ταχύτητα σε όλους του επενδυτές, οι τιμές προσαρμόζονται αμέσως και κανείς δεν έχει το χρόνο να επιτύχει υπερκανονικά κέρδη.

**(γ) Επιλογή της Συνθέσεως του Χαρτοφυλακίου.** Κατά το στάδιο αυτό επιλέγονται οι τίτλοι που θα αποτελέσουν το χαρτοφυλάκιο, καθώς και η μεταξύ αυτών κατανομή του συνολικού ποσού που είναι διαθέσιμο προς επένδυση. Προφανώς, η επιλογή ανταποκρίνεται στις επιδιώξεις του επενδυτή, τις σχετικές με το ύψος της απόδοσης, τη διαχρονική κατανομή αυτής και με τον κίνδυνο που δέχεται να αναλάβει. Η επιλογή βασίζεται κυρίως στην εκτίμηση των δυνατών αποδόσεων που προσδοκούνται εντός ενός επιθυμητού χρονικού διαστήματος και των πιθανοτήτων που αυτές έχουν να επιτευχθούν.

Γίνεται κατά τρόπο ώστε να επιτευχθεί διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, που «εγγυάται» την ελαχιστοποίηση του κινδύνου για τη δεδομένη επιθυμητή απόδοση.

**(δ) Αναθεώρηση της Συνθέσεως του Χαρτοφυλακίου.** Η περιοδική αναθεώρηση, δηλ. η επανάληψη των εργασιών όλων των ως άνω

σταδίων κρίνεται αναγκαία. Πρώτον διότι είναι ενδεχόμενο οι επιδιώξεις του επενδυτή να αλλάξουν. Δεύτερον επέρχονται γεγονότα που ανατρέπουν τις προηγούμενες προβλέψεις και εκτιμήσεις και επιβάλλουν την αναθεώρηση της συνθέσεως του χαρτοφυλακίου. Έτσι, δυνατόν να κρίνεται σκόπιμη η πώληση ορισμένων τίτλων και η αγορά άλλων.

(ε) *Αξιολόγηση των Αποτελεσμάτων.* Τέλος ενδιαφέρει να εξετάζεται κατά πόσο οι επιδιώξεις έχουν επιτευχθεί δηλ. κατά πόσο τα επιτευχθέντα αποτελέσματα είναι ικανοποιητικά. Η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων προϋποθέτει σύγκριση. Προς το σκοπό αυτόν επιλέγεται ένα δυνατό χαρτοφυλάκιο που μπορεί να αποτελέσει τη βάση αναφοράς και σύγκρισης.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> Δημήτριος Καραπιστόλης: «Διαχείριση χαρτοφυλακίων και αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων», Θεσσαλονίκη 1998

## Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 4<sup>ο</sup>

### ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΖΗΤΗΣΗ & ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

#### 1. Έννοια και ρόλος του επιτοκίου

Το επιτόκιο είναι ο τόκος, που καταβάλλεται για τη δέσμευση κεφαλαίου μιας νομισματικής μονάδας επί χρονικό διάστημα ίσο με τη μονάδα του χρόνου (έτος).

Η ύπαρξη επιτοκίου οφείλεται κατά κύριο λόγο:

(α) Στην προτίμηση που τα οικονομούντα άτομα επιδεικνύουν υπέρ της παρούσας κατανάλωσης έναντι της μελλοντικής. Δεν δέχονται να περιορίσουν την παρούσα κατανάλωση σε επίπεδο κατώτερο των καταναλωτικών δυνατοτήτων τους, εάν η θυσία περιορισμού της παρούσας κατανάλωσης κατά μία μονάδα δεν αντισταθμίζεται από την πραγμάτωση μελλοντικής κατανάλωσης ανώτερης της μονάδας. Επί πλέον τα οικονομούντα άτομα δεν δέχονται να περιορίσουν την ρευστότητά τους, παραχωρώντας τα ρευστά διαθέσιμα τους σε τρίτους, εάν έναντι αυτής της παραχώρησης, δεν έχουν σ' αντάλλαγμα όφελος ικανό να συμψηφίσει τη στέρηση της ρευστότητάς τους.

(β) Στο γεγονός ότι το κεφάλαιο είναι παραγωγικό με την έννοια ότι μια μονάδα κεφαλαίου επενδυόμενη στην παραγωγή αποδίδει στο τέλος της παραγωγικής περιόδου ποσό ανώτερο της μονάδας. Κατά συνέπεια ο

παραγωγός, για να αποκτήσει μια πρόσθετη μονάδα κεφαλαίου δέχεται να καταβάλει στον αποταμιευτή αμοιβή ικανή να αντισταθμίσει τη θυσία του τελευταίου, που συνίσταται στο περιορισμό της παρούσας κατανάλωσης του.

Λόγω της θυσίας που χαρακτηρίζει την αποταμίευση, υπάρχει γενική ανεπάρκεια κεφαλαίων σε σχέση με τις παραγωγικές ανάγκες και τις δυνατότητες αποδοτικών επενδύσεων. Η σχετική ανεπάρκεια κεφαλαίων αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα του ύψους του επιτοκίου. Οι πιο πάνω λόγοι συνεπάγονται την ύπαρξη επιτοκίου και στις περιπτώσεις που κανένας κίνδυνος δεν χαρακτηρίζει την παραχώρηση και δέσμευση των κεφαλαίων.

Ως γνωστόν, η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει ως αποστολή την αποτελεσματική κατανομή των διαθέσιμων αποταμιευτικών πόρων μεταξύ των παραγωγικών δραστηριοτήτων. Η κατανομή αυτή επιτυγχάνεται μέσω του μηχανισμού διαμορφώσεως του επιτοκίου. Το επιτόκιο είναι εκείνο που προσδιορίζεται ως τιμή ισορροπίας μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς κεφαλαίων.

Κατά κύριο λόγο η ζήτηση κεφαλαίων προέρχεται από τις επιχειρήσεις, που επενδύουν για να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους και η προσφορά κεφαλαίων πηγάζει από τα νοικοκυριά, που αποταμιεύουν για να βελτιστοποιήσουν την ικανοποίηση των αναγκών τους διαχρονικά κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής.

Η προσφορά και η ζήτηση κεφαλαίων επηρεάζεται από σύνολο μακροοικονομικών παραγόντων, όπως ο πληθωρισμός, η ποσότητα του χρήματος, η οικονομική συγκυρία, η κατάσταση των διεθνών συναλλαγών της χώρας, η ασκούμενη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική κ.α.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

## 2. Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση κεφαλαίων

Η ζήτηση κεφαλαίων προέρχεται κατά κύριο λόγο από τις επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη κεφαλαίων για να χρηματοδοτήσουν το κύκλο παραγωγής και τις επενδύσεις τους. Κάθε επιχείρηση επενδύει μέχρι του ποσού που η οριακή αποδοτικότητα είναι ίση με το ύψος του επιτοκίου.

Η ζήτηση κεφαλαίων κατά κύριο λόγο επηρεάζεται αρχικά από το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας και το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης. Ένα υψηλό επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας ή ταχείας μεγέθυνσης της οικονομίας, δημιουργεί αισιοδοξία και ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να αυξήσουν την παραγωγή τους. Εξαρτάται επίσης από τον ρυθμό της τεχνολογικής προόδου και των καινοτομιών. Η ενσωμάτωση της τεχνολογικής προόδου σε παραγωγικό εξοπλισμό επιτυγχάνεται με τις επενδύσεις. Έτσι, ενθαρρύνουσα νέες επενδύσεις δημιουργεί νέα ζήτηση κεφαλαίων και *ceteris paribus* ωθεί το επιτόκιο προς τα άνω.

## 3. Παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά κεφαλαίων

Η προσφορά κεφαλαίων αποτελεί κατά κύριο λόγο, έργο των νοικοκυριών, που αποταμιεύουν και τοποθετούν το κεφάλαιό τους στην αγορά.

Τα νοικοκυριά αποταμιεύουν γενικώς τόσο περισσότερο όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο και τοποθετούν τις αποταμιεύσεις τους στην αγορά τίτλων.

Σύμφωνα με την Κευνσιική θεωρία, το μέγεθος της αποταμίευσης δεν εξαρτάται άμεσα από το ύψος του επιτοκίου αλλά από το επίπεδο του εισοδήματος και από την οριακή ροπή προς αποταμίευση (δηλ. από το ποσοστό του πρόσθετου εισοδήματος που τα νοικοκυριά επιθυμούν, για ορισμένους λόγους να μην καταναλώσουν). Όσο υψηλότερο είναι το εισόδημα τόσο υψηλότερο είναι το ποσοστό αποταμίευσης. Από το ύψος του επιτοκίου εξαρτάται η κατανομή του ποσού της αποταμίευσης μεταξύ διακράτησης



ρευστών διαθεσίμων και αγοράς τίτλων. Έτσι, η προσφορά κεφαλαίων δεν συμπίπτει με το ποσό της αποταμίευσης.

Τα άτομα διακρατούν ρευστά διαθέσιμα για τρεις λόγους. Για λόγους συναλλαγών, πρόνοιας και κερδοσκοπίας. Το ποσό, που διακρατείται για λόγους πρόνοιας εξαρτάται από το κόστος ευκαιρίας δηλ. από το ύψος του επιτοκίου. Όσον υψηλότερο είναι το επιτόκιο τόσο μικρότερο ποσό είναι διατεθειμένα τα άτομα να διακρατούν, υπό μορφή μη αμειβομένων ρευστών διαθεσίμων.

Ομοίως το ποσό που διακρατείται για λόγους κερδοσκοπίας εξαρτάται από το ύψος του επιτοκίου. Έτσι, όταν το επιτόκιο είναι χαμηλό, οι οικονομικές μονάδες εκτιμούν γενικώς ότι είναι πιθανή προσεχής ύψωσή του. Κατ' ακολουθία διακρατούν χρηματικά διαθέσιμα επιδιώκοντας έτσι να αποφύγουν απώλεια κεφαλαίου, που θα συμβεί ότι το επιτόκιο υψωθεί και συνοδευτεί από μείωση της αξίας των τίτλων. Αντίθετα, εάν το επιτόκιο είναι υψηλό και δημιουργεί προσδοκίες πτώσεως του, η ζήτηση και διακράτηση χρηματικών διαθεσίμων είναι χαμηλή. Στην περίπτωση αυτή εκδηλώνεται ζήτηση τίτλων δηλ. αυξάνεται η προσφορά κεφαλαίων. Το επιτόκιο δηλαδή αποτελεί αμοιβή για τη μη διακράτηση χρήματος, δηλαδή για την απάρνηση ρευστότητας.

Σύμφωνα με το πιο πάνω, μπορεί να λεχθεί ότι, για δεδομένο ποσό συνολικής αποταμίευσης, το μέρος αυτής, που δεν διακρατείται υπό μορφή ρευστών διαθεσίμων είναι τόσο χαμηλότερο και το μέρος αυτής που στρέφεται στην αγορά τίτλων (εκδηλώνεται ως προσφορά κεφαλαίων) τόσο μεγαλύτερο, όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο.

Ανεξάρτητα από τη θεωρητική ερμηνεία της διαμόρφωσης της προσφοράς και της ζήτησης κεφαλαίων, υπάρχουν μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως είναι η αύξηση του εθνικού εισοδήματος και του πλούτου, η διανομή τους, οι δημογραφικές εξελίξεις κ.α. που επηρεάζουν την προσφορά και τη ζήτηση κεφαλαίου. Ομοίως παρόμοια επίπτωση έχει μια σχετικά ταχύτερη αύξηση των υψηλότερων εισοδημάτων, διότι τα υψηλότερα εισοδήματα χαρακτηρίζονται από υψηλότερη ροπή προς αποταμίευση.

Αύξηση της αναλογίας του ενεργού απασχολούμενου πληθυσμού συνοδεύεται επίσης από αύξηση της αποταμίευσης.<sup>32</sup>

#### **4. Ισορροπία προσφοράς και ζήτησης**

Το επιτόκιο διαμορφώνεται ως τιμή που εξασφαλίζει την ισορροπία μεταξύ των σχεδίων επένδυσης και των σχεδίων αποταμίευσης. Κάθε παράγοντας που επηρεάζει τη ζήτηση ή την προσφορά κεφαλαίων, επιδρά επί του ύψους του επιτοκίου. Μια τεχνολογική πρόοδος π.χ. συνεπάγεται αύξηση ζήτησεως και τείνει να προκαλέσει ύψωση του πραγματικού επιτοκίου. Αντίθετα μια αύξηση της αναλογίας του απασχολούμενου πληθυσμού συνοδεύεται γενικών με μείωση της προσφοράς και τείνει να προκαλέσει πτώση του επιτοκίου. Γενικώς όμως οι παράγοντες αυτοί επιδρούν βραδέως επί της ζήτησης και της προσφοράς και έτσι οι επιπτώσεις επί του πραγματικού επιτοκίου απαιτούν πολύ χρόνο μέχρι να εκδηλωθούν. Γι' αυτό το πραγματικό επιτόκιο παρουσιάζει μακροχρονίως σχετική σταθερότητα.<sup>33</sup>

#### **5. Επιδράσεις Δημοσιονομικής και Νομισματικής Πολιτικής**

Όταν ακολουθείται πολιτική ελλειμματικού προϋπολογισμού, το κράτος για την κάλυψη του ελλείμματος χρησιμοποιεί γενικώς δύο πηγές χρηματοδότησης: (α) Προσφεύγει απ' ευθείας στην Κεντρική Τράπεζα. Πλην όμως στην περίπτωση αυτή αυξάνεται η προσφορά χρήματος και ο κίνδυνος πληθωρισμού. Γι' αυτό η πολιτική αυτή αποφεύγεται. (β) Προσφεύγει στην Αγορά Κεφαλαίου δηλ. εκδίδει και προσφέρει τίτλους προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Πλην όμως έτσι, όταν το κράτος προσφεύγει στην αγορά, επαυξάνει τη ζήτηση κεφαλαίων και προκαλεί ύψωση του πραγματικού επιτοκίου.

---

<sup>32</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

<sup>33</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

Συνέπεια της ύψωσης του πραγματικού επιτοκίου είναι ο αποκλεισμός πραγματοποίησης μέρους ιδιωτικών επενδύσεων. Κατά την κλασική άποψη η ύψωση του πραγματικού επιτοκίου μειώνει τις δαπάνες ιδιωτικής κατανάλωσης και επένδυσης κατά ποσό ίσο με την αύξηση των δημόσιων δαπανών. Έτσι το εισόδημα δεν μεταβάλλεται. Κατά την Κευνσιανή άποψη, η αύξηση του ελλείμματος συνεπάγεται ύψωση του πραγματικού επιτοκίου και μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων πλην όμως το τελικό καθαρό αποτέλεσμα είναι θετικό και το επίπεδο του εισοδήματος αυξάνεται.

Όσον αφορά τις επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής ενδιαφέρει να σημειωθεί ότι υπάρχει σύγκρουση μεταξύ κλασικών και Κευνσιανών απόψεων.

Κατά την κλασική άποψη, κάθε μεταβολή του ρυθμού αύξησης της ποσότητας του χρήματος εκφράζεται μακροχρονίως με ισοδύναμη μεταβολή του ρυθμού πληθωρισμού. Η νομισματική πολιτική επηρεάζει έτσι, το ονομαστικό επιτόκιο πλην όμως, αφήνει ανεπηρέαστα το ύψος του πραγματικού επιτοκίου και το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας. Η μεταβολή της ποσότητας του χρήματος εκδηλώνεται με αγορά τίτλων εκ μέρους της Κεντρικής Τράπεζας. Η ζήτηση τίτλων εκ μέρους της Κεντρικής Τράπεζας συνοδεύεται από ύψωση της τιμής τους και συνεπώς από πτώση του πραγματικού επιτοκίου. Η πτώση του επιτοκίου ενθαρρύνει την πραγματοποίηση επενδύσεων και την αύξηση του εισοδήματος.

Υπό συνθήκες ανοικτής οικονομίας σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα του ύψους του επιτοκίου αποτελούν οι εξωτερικές συναλλαγές της χώρας, οι μετακινήσεις κεφαλαίων και η άσκηση νομισματικής πολιτικής, που αποβλέπει στη σταθερότητα της τιμής του συναλλάγματος. Το επιτόκιο στο εσωτερικό μιας μικρής χώρας, η οποία χαρακτηρίζεται από κίνδυνο υποτίμησης του εθνικού νομίσματος, ενώ επιθυμεί τη σταθερότητα του, πρέπει να είναι αρκούντως υψηλότερο από το επιτόκιο στο εξωτερικό ώστε να αποθαρρύνεται η φυγή κεφαλαίων και να προσελκύονται κεφάλαια από το εξωτερικό.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

## 6. Πληθωρισμός και Επιτόκιο.

Είναι προφανές ότι ο πληθωρισμός, εκφραζόμενος με μείωση της αγοραστικής δύναμης του χρήματος στο μέλλον σε σχέση με το παρόν, επηρεάζει τόσο τη ζήτηση όσο και τη προσφορά δανεικών κεφαλαίων.

Όταν προσδοκείται αύξηση γενικού επιπέδου των τιμών από το παρόν στο τέλος της περιόδου σε κάποιο ποσοστό  $x$ , οι αποταμιευτές, προκειμένου να χορηγήσουν τα κεφάλαιά τους, ζητούν για να καλυφθούν υψηλότερο επιτόκιο. Οι επενδυτές δέχονται να πληρώσουν υψηλότερο επιτόκιο δεδομένου ότι θα εξοφλήσουν σε χρηματικές μονάδες χαμηλότερης αγοραστικής δύναμης. Προφανώς οι αποταμιευτές και οι επενδυτές δεν γνωρίζουν κατά το παρόν το ποσοστό κατά το οποίο πράγματι θα αυξηθεί το γενικό επίπεδο των τιμών στο τέλος της περιόδου. Εν τούτοις, διατυπώνουν εκτιμήσεις και προσδοκίες όσον αφορά το ύψος αυτού. Εάν υποθεθεί ότι όλοι έχουν τις ίδιες προσδοκίες, γίνεται δεκτό ότι η ζήτηση και η προσφορά κεφαλαίων αποτελούν συναρτήσεις του ίδιου προσδοκώμενου ρυθμού πληθωρισμού.

Σπουδαίο παράγοντα που προσδιορίζει την επίπτωση των πληθωριστικών προσδοκιών στο επιτόκιο αποτελούν οι χρονικές υστερήσεις προσαρμογής στις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής. Η αρχική άμεση επίπτωση μιας αύξησης της προσφοράς χρήματος είναι να επιφέρει πτώση του επιτοκίου. Η κάμψη αυτή του επιτοκίου είναι γνωστή ως «αποτέλεσμα ρευστότητας». Είναι αναγκαία για να προκαλέσει αύξηση της ζήτησης ρευστότητας και εξίσωση αυτής με την προσφορά. Μακροχρόνια όμως, οι οικονομικές μονάδες με τα πλεονασματικά χρηματικά διαθέσιμα τους προβαίνουν σε πρόσθετες αγορές ενεργητικών στοιχείων. Το χαμηλότερο επίπεδο του επιτοκίου ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να προβούν σε δαπάνες κεφαλαίου. Η επίπτωση αυτή την οποία έχει η άμεση πρώτη του επιτοκίου είναι γνωστή «ως αποτέλεσμα εισοδήματος».

Μακροχρόνια η αύξηση της ζήτησης ενεργητικών στοιχείων προκαλεί ταυτοχρόνως ύψωση του εισοδήματος και των τιμών. Εν τούτοις, ενώ το πραγματικό εισόδημα αρχικά αυξάνεται με ρυθμό ανώτερο του κανονικού, τελικώς ο ρυθμός αύξησής του επανέρχεται στο θεωρούμενο ως κανονικό

επίπεδο αυτού. Έτσι, τελικώς, η αύξηση της ποσότητας του χρήματος αντανακλάται πλήρως σε αύξηση των τιμών.

Με την ύψωση των τιμών, το ασφάλιστρο κατά του πληθωρισμού αυξάνεται και προκαλεί ύψωση του επιτοκίου. Σε τελική ισορροπία το επιτόκιο είναι αυξημένο ακριβώς κατά το ποσοστό του πληθωρισμού.<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Δελής Κ. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», εκδ. Σάκκουλα, 1996

**Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 5<sup>ο</sup>****ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ  
ΑΓΟΡΩΝ****1. Γενικά**

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αντιμετωπίζει σήμερα προβλήματα τα οποία απορρέουν από την εξέλιξη της διάρθρωσής του και από την πιστωτική πολιτική που ακολουθήθηκε στην Ελλάδα. Επιπροσθέτως, σχετίζονται με τον ανταγωνισμό άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στο πλαίσιο της επερχόμενης ενιαίας ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς, αλλά και με την παγκοσμιοποίηση του διεθνούς πιστωτικού συστήματος.

Η ανάλυση της εξέλιξης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να λάβει υπόψη συγκεκριμένους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την εξέλιξη αυτή και ταυτόχρονα προσδιορίζουν τα κριτήρια τα οποία αξιολογούν τη δυναμική του συστήματος. Έτσι, οι εσωτερικές, οι κοινοτικές και οι άλλες διεθνείς εξελίξεις είναι εκείνες οι οποίες επιδρούν και οδηγούν στην αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος και στη λειτουργία του κάτω από ανταγωνιστικές συνθήκες.<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Γιαννίστης, Σταύρος Θωμαδάκης: «Απελευθέρωση αγορών και μετασχηματισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», εκδόσεις Παπαζήση

## **2. Τα χαρακτηριστικά του ελληνικού πιστωτικού συστήματος και οι τελευταίες εξελίξεις**

Το ελληνικό πιστωτικό σύστημα παρουσίαζε βασικές διαρθρωτικές ιδιορρυθμίες υποκείμενο σε σημαντικούς εξωγενείς περιορισμούς. Κατ' αυτόν τον τρόπο διαμορφώθηκε ένα δύσκαμπτο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας, μέσα από εκτεταμένες διοικητικές ρυθμίσεις σχετικά με το κόστος, τον όγκο και την κατανομή των πιστωτικών πόρων της οικονομίας. Οι θεσμικές του αδυναμίες εξακολουθούσαν να παραμένουν και περιόριζαν σημαντικά τις δυνατότητες και την αποτελεσματικότητά του.

Βασικά χαρακτηριστικά από τα οποία απόρρεαν οι περισσότεροι περιορισμοί και τα μειονεκτήματα του συστήματος αναφέρονταν στην κυριαρχία των τραπεζικών ιδρυμάτων, στον εξωγενή καθορισμό των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων και στην, λόγω της ιδιορρυθμίας στην κατανομή των αποταμιεύσεων, χρηματοδότηση των κρατικών ελλειμμάτων μέσω των υποχρεωτικών δεσμεύσεων των τραπεζικών διαθεσίμων. Αναφέρονταν, επίσης, στον έλεγχο των τραπεζικών πιστώσεων από τις αρχές μέσω της επιβολής υποχρεωτικών δεσμεύσεων στα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών και του καθορισμού ορίων πιστωτικής επέκτασης για τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς. Σχετιζόνταν και με την εφαρμογή μιας επιλεκτικής πιστωτικής πολιτικής για την κατανομή των πιστώσεων σε παραγωγικές δραστηριότητες με μέσα όπως ο διαφορισμός των όρων δανεισμού αλλά και η διαμόρφωση συχνά χαμηλών επιπέδων ονομαστικών επιτοκίων.

Η επίδραση των πιο πάνω αυτοτροφοδοτούσε τις διαρθρωτικές αδυναμίες του πιστωτικού συστήματος, ενώ περιόριζε το βαθμό ευελιξίας του σε ότι αφορά βασικά θέματα, - διάρθρωσης του ενεργητικού, αποδοτικότητας - αυξανόταν το κόστος λειτουργίας του, γινόταν δύσκαμπτη η πολιτική των επιτοκίων, ενώ ταυτόχρονα αμβλύνονταν η πίεση για την τόνωση του ανταγωνισμού και τη βελτίωση της αποδοτικότητας των τραπεζών. Πέντε βασικά μειονεκτήματα απόρρεαν από τον τρόπο λειτουργίας του ελληνικού πιστωτικού συστήματος. Συγκεκριμένα, η περιορισμένη ανάπτυξη κεφαλαιαγοράς, η ανελαστικότητα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, ο περιορισμός της ευελιξίας του τραπεζικού συστήματος, οι πιστωτικές διαρροές

και η ενθάρρυνση αρνητικών φαινομένων, όπως ο υπερδανεισμός και στη συνέχεια η αδρανοποίηση τραπεζικών κεφαλαίων και η μη ορθολογική κατανομή των πόρων που δημιουργούνταν από το διοικητικό καθορισμό των επιτοκίων.

Η επερχόμενη ένταξη της χώρας στις Ε.Κ. και οι συνέπειές της για το πιστωτικό σύστημα το οποίο έπασχε από διαρθρωτικές στρεβλώσεις και αδυναμίες, οδήγησε σε συστηματικές μελέτες αλλά και στη λήψη μέτρων για τον εκσυγχρονισμό και την εκλογίκευση του συστήματος - συναλλαγματικά μέτρα, Ν. 1266/82. Ωστόσο, η ανάγκη για παραπέρα ενέργειες παρέμενε διαρκής. Η Έκθεση της Επιτροπής Καρατζά (1987) σηματοδότησε τη διαδικασία νέων σταδιακών μεταβολών - μέσα σε τρεις φάσεις - στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα προς την κατεύθυνση του εκσυγχρονισμού του. Οι βασικές προτάσεις της έκθεσης αυτής αναφέρονταν στη μείωση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων με την κατάργηση του διοικητικού καθορισμού των επιτοκίων, την άρση των πιστωτικών κανόνων και των περιορισμών, την απλοποίηση και βελτίωση της λειτουργίας των πιστωτικών μηχανισμών, την εξυπηρέτηση των μακροχρόνιων αναπτυξιακών στόχων από τον κρατικό προϋπολογισμό, τον εμπλουτισμό του πιστωτικού συστήματος με νέα χρηματοδοτικά προϊόντα και χρηματοοικονομικές τεχνικές, την αυτοδύναμη λειτουργία όλων των πιστωτικών ιδρυμάτων και τέλος την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς μέσω της εφαρμογής μέτρων αναφορικά με την προσφορά και τη ζήτηση τίτλων καθώς και την οργάνωσή της.

Ένας ακόμα παράγοντας που έκανε αναπόφευκτη τη μεταρρύθμιση του ελληνικού πιστωτικού συστήματος υπήρξε η προώθηση της ενιαίας εσωτερικής αγοράς και της νομισματικής ολοκλήρωσης στο χώρο των Ε.Κ. Οι τελευταίες οδηγούν στην ανάγκη απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων μέσα στις Ε.Κ. Η κινητικότητα στα κεφάλαια δεν μπορεί παρά να συνδυάζεται με τη μείωση των εθνικών ρυθμιστικών κανόνων και το άνοιγμα του συστήματος σε μεγαλύτερο, κοινοτικό τώρα, ανταγωνισμό. Η ελευθερία στις κινήσεις κεφαλαίων δημιουργεί την προϋπόθεση αλλά και οδηγεί στην αναγκαιότητα της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος σε κοινοτική κλίμακα, αλλά και στην ανάγκη τραπεζικής εναρμόνισης, την οποία προωθούν οι Ε.Κ. Έτσι, τα πιστωτικά ιδρύματα, πρέπει να αναδιαρθρώσουν τη διαχείρισή τους, τη



λειτουργία και τις υπηρεσίες που παρέχουν σύμφωνα με τους νέους, κοινούς για όλα τα κοινοτικά χρηματοδοτικά ιδρύματα, όρους που δημιουργούνται, ώστε να συνεχίσουν να εργάζονται σε ανταγωνιστικότερες τώρα συνθήκες και να εξασφαλίζουν ικανοποιητικό ρυθμό απόδοσης στους πόρους - κεφάλαια, προσωπικό, γνώση - που κατέχουν και χρησιμοποιούν. Η Δεύτερη Συντονιστική Τραπεζική Οδηγία, και οι απαιτούμενες προσαρμογές μέχρι το τέλος του 1992, αποσκοπεί στην ολοκλήρωση της ενιαίας τραπεζικής αγοράς, σύμφωνα με τους στόχους και τις μεθόδους που έχουν τεθεί. Συνδέεται με την ενιαία τραπεζική άδεια και την αμοιβαία αναγνώριση των κανόνων τραπεζικής εποπτείας, καθώς και με μία σειρά από κοινοτικά μέτρα για την ενίσχυση της τραπεζικής εποπτείας για τα ίδια κεφάλαια των ιδρυμάτων, για το συντελεστή φερεγγυότητας, για τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα και για τα συστήματα εγγύησης των καταθέσεων, που συνιστούν τις αναγκαίες και επαρκείς συνθήκες για την ολοκλήρωση της ενιαίας τραπεζικής αγοράς .

Τέλος, ορισμένες διεθνείς τάσεις, που εκτείνονται πέρα από τους εθνικούς και κοινοτικούς παράγοντες, ενισχύουν την ανάγκη για τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Κατά τα τελευταία χρόνια έχουν παρατηρηθεί διεθνώς σημαντικές μεταβολές σχετικά με το ανταγωνιστικό κλίμα που περιβάλλει τις τραπεζικές δραστηριότητες. Οι μεταβολές, που αναφέρονται στη μείωση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων, στις τεχνολογίες, στη διάρθρωση της αγοράς, στις ροές των κεφαλαίων και στην προληπτική τραπεζική εποπτεία, οδηγούν στη δημιουργία νέων χρηματοδοτικών μέσων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, ενώ επιδρούν στη διοίκηση των τραπεζικών επιχειρήσεων σε ότι αφορά την αγορά που δραστηριοποιούνται, τις δραστηριότητες που επιλέγουν, τις επενδύσεις που αναλαμβάνουν και τον τρόπο προώθησης των προϊόντων τους. Γενικά, οι τραπεζικές δραστηριότητες μεταβάλλονται από πράξεις θεσμικού χαρακτήρα, σε διαρθρώσεις εμπορικού και επιχειρηματικού τύπου. Η τραπεζική γίνεται μία τελείως ανταγωνιστική δραστηριότητα, επιτελείται σε παγκόσμια κλίμακα, ενώ η συμπεριφορά που διαμορφώνεται μοιάζει με αυτή των επιχειρήσεων άλλων οικονομικών τομέων στους οποίους η διοικητική παρέμβαση ήταν παραδοσιακά χαμηλή. Όπως συμβαίνει με όλες τις επιχειρήσεις, ορισμένες τράπεζες ίσως δεν αντέξουν στον ανταγωνισμό και ίσως, μειώσουν ή εξειδικεύσουν τις δραστηριότητές τους, σύμφωνα με το μέγεθος των πόρων

που διαθέτουν, σταματήσουν να λειτουργούν, συγχωνευθούν ή εξαγοραστούν από άλλες.

Οι τρεις πιο πάνω παράγοντες - οι εσωτερικές, οι κοινοτικές και οι άλλες διεθνείς εξελίξεις - τείνουν να οδηγούν το ελληνικό πιστωτικό σύστημα προς την ίδια μάλλον κατεύθυνση σε ότι αφορά τις μεταβολές που υπονοούνται από την πλευρά της προσαρμογής του, ενώ τα θεσμικά μέτρα που υλοποιούνται δημιουργούν τις προϋποθέσεις αλλά και ωθούν τα πιστωτικά ιδρύματα να λειτουργήσουν σε ανταγωνιστική βάση.

Προκύπτουν λοιπόν σημαντικά θέματα για τη θέση και τις στρατηγικές επιλογές των ελληνικών τραπεζών. Αναφέρονται στη βελτίωση της αποδοτικότητάς τους, στην επάρκεια των κεφαλαίων τους, στις συμμετοχές τους σε άλλες επιχειρήσεις, στα χρηματοδοτικά τους ανοίγματα, στην ορθολογικότερη οργάνωσή τους, στην υιοθέτηση νέων οργανωτικών σχημάτων εσωτερικής λειτουργίας και παρέμβασης στις αγορές που να ανταποκρίνονται στις νέες συνθήκες, οι οποίες απαιτούν από τις τράπεζες μία ενεργητική και ευέλικτη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού τους. Σημαντικό είναι το θέμα της βελτίωσης της ποιότητας των υπηρεσιών που προσφέρουν, σε τομείς όπως η ταχύτητα της εξυπηρέτησης και οι καλές συμβουλευτικές υπηρεσίες, ανάμεσα σε άλλα. Είναι επίσης ανάγκη να δοθεί έμφαση στον εντοπισμό και στην ικανοποίηση των αναγκών της πελατείας, να διευθετηθούν ειδικότερα θέματα, όπως η σχέση τραπεζών με άλλες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, όπως είναι οι ασφαλιστικές, ώστε να υπάρξει επικερδής συνεργασία, μέχρι το ενδεχόμενο για συγχωνεύσεις, εξαγορές, κοινές επιχειρήσεις και άλλες φιλικές συνεργασίες. Ακόμα, αναφέρονται η παροχή νέων προϊόντων και βελτιωμένου φάσματος υπηρεσιών, ή η καλλίτερη εξειδίκευσή τους σε ορισμένα μόνο προϊόντα και η δημιουργία αποτελεσματικού δικτύου καταστημάτων. Η συνεργασία ανάμεσα στις ελληνικές και ξένες τράπεζες, η οποία πραγματοποιείται στον τομέα των πιστωτικών καρτών, είναι ιδιαίτερα σημαντική για τον τομέα των νέων τεχνολογιών, των συστημάτων πληρωμών και της έρευνας, για τη δημιουργία νέων ελκυστικών προϊόντων και χρηματοοικονομικών τεχνικών. Απαιτούνται ακόμα επαρκής στελέχωση των τραπεζών με εξειδικευμένο προσωπικό, και πραγματοποίηση τεχνολογικών επενδύσεων, μία απόφαση υψηλού κόστους,

από τις οποίες θα εξαρτηθεί το εύρος, η ποιότητα και η τιμή των υπηρεσιών που προσφέρουν. Η πίεση είναι μεγαλύτερη καθώς θα πρέπει να αναμένεται άμβλυση του σημερινού ολιγοπωλιακού χαρακτήρα του ελληνικού πιστωτικού συστήματος, κάτω από την επίδραση παραγόντων, όπως η λειτουργία όλων των ελληνικών τραπεζών σε αυτόνομη βάση, η ελευθερία στην κίνηση κεφαλαίων, η διεύδυση αλλοδαπών τραπεζών στην ελληνική αγορά, οι οποίες υπερτερούν σε στελέχη και τεχνολογικές επενδύσεις, ή, τέλος, ο ανταγωνισμός που μπορεί να προέλθει από μη τραπεζικά ιδρύματα, όπως είναι οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις.<sup>37</sup>

### **3. Θεσμικά μέτρα απελευθέρωσης της ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς**

Η αποδοχή της Έκθεσης της Επιτροπής Καρατζά (1987) σηματοδότησε νέες και ουσιαστικότερες θεσμικές εξελίξεις. Πριν την υλοποίηση των προτάσεων αυτής της έκθεσης μέτρα που εισήχθησαν από τις αρχές της δεκαετίας του '80 ήσαν η ανάπτυξη της αγοράς συναλλάγματος, η απευθείας προσφυγή των επιχειρήσεων σε κοινοτικούς χρηματοδοτικούς οργανισμούς, η κατάργηση των χαμηλότοκων εξαγωγικών πιστώσεων, η βαθμιαία προσαρμογή των επιτοκίων σε ορθολογικότερα επίπεδα και η απευθείας διάθεση εντόκων γραμματίων στο κοινό.

Από το 1987 προωθήθηκαν και άλλα μέτρα προς την ίδια κατεύθυνση με σπουδαιότερα εκείνα για την πλήρη απελευθέρωση των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων, ενώ έχει σχεδόν ολοκληρωθεί η κατάργηση του συστήματος των εξειδικευμένων πιστωτικών κανόνων δίνοντας στις τράπεζες τη δυνατότητα να χρηματοδοτούν ελεύθερα σχεδόν όλους τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας και να καθορίζουν τους όρους χρηματοδοτήσεών τους προς τις επιχειρήσεις. Περιορισμοί ίσχυαν ακόμα στην άσκηση καταναλωτικής πίστης, καθώς επίσης και στην κατανομή μέρους των

<sup>37</sup> Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Γιαννίστης, Σταύρος Θωμαδάκης: «Απελευθέρωση αγορών και μετασχηματισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», εκδόσεις Παπαζήση

καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών για χορηγήσεις προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Το ποσοστό αυτό μειώθηκε στο 7% τον Ιούλιο του 1992.

Ακόμα επιτράπησαν οι επενδύσεις των ΝΠΙΔ και των ΝΠΙΔ σε τίτλους κεφαλαιαγοράς, η επένδυση εισαγομένων από το εξωτερικό κεφαλαίων σε τίτλους της κεφαλαιαγοράς και η μεταφορά των αποτελεσμάτων τους στο εξωτερικό, ενώ λήφθηκαν αποφάσεις οι οποίες εξομοίωναν, σε ότι αφορά τη ρευστότητα και τις δραστηριότητες, τα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα με τις εμπορικές τράπεζες. Επίσης, η Τράπεζα της Ελλάδος για πρώτη φορά από το 1992 δεν έθεσε ανώτατα πιστωτικά όρια για τα ιδρύματα αυτά και θα ήλεγχε πλέον την πιστωτική τους επέκταση μέσω του ελέγχου της ρευστότητάς τους, όπως συμβαίνει με τις εμπορικές τράπεζες. Η πολιτική αυτή κατέστη αναγκαία καθώς, με την εξάλειψη των επιδοτήσεων επιτοκίου τα ιδρύματα αυτά αύξησαν τα επιτόκια χορηγήσεών τους. Επιτράπησαν οι αγοραπωλησίες εντόκων γραμματίων μεταξύ τραπεζών, ενώ δημιουργήθηκε θεσμικό πλαίσιο για νέα χρηματοπιστωτικά προϊόντα χρηματοδοτική μίσθωση, ανάληψη απαιτήσεων τρίτων. Οι επιχειρήσεις μπορούσαν να προβούν στη σύναψη δανείων σε συνάλλαγμα, και στην τήρηση στις τράπεζες λογαριασμών σε συνάλλαγμα, στην επένδυση σε ομόλογα του δημοσίου και σε ομόλογα με ρήτρα ECU, τα οποία στο μεταξύ εισήχθησαν στην ελληνική οικονομία. Ακόμα οι τράπεζες μπορούσαν να χορηγούν δάνεια με ενέχυρο ομόλογα του δημοσίου, ενώ καθιερώθηκαν και οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις με ελεύθερα διαπραγματεύσιμο επιτόκιο.

Σταδιακά καταργήθηκαν τα ποσοστά δεσμεύσεων - αποδεσμεύσεων επί τραπεζικών χορηγήσεων, ενώ στο πλαίσιο της εξυγίανσης των εξαγωγικών επιδοτήσεων έπαυσε να καταβάλλεται η διαφορά τόκων πάνω στο δραχμοποιούμενο συνάλλαγμα. Καταργήθηκαν ορισμένοι προληπτικοί συναλλαγματικοί έλεγχοι για συγκεκριμένες εργασίες των επιχειρήσεων, ενώ επιτράπηκε η ελεύθερη ανάληψη υπηρεσιών αντισφάλισης - *under-writing* - από τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες. Ακόμα από 1.1.1992 λειτούργησε η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος, απελευθερώνοντας περισσότερο τις εξωτερικές συναλλαγές και εντείνοντας τον ανταγωνισμό ανάμεσα στα τραπεζικά ιδρύματα.

Ας σημειωθεί ωστόσο ότι ο ανταγωνισμός στις τιμές - επιτόκια - παραμένει ακόμα αδύναμος, λόγω της ολιγοπωλιακής διάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Η έλλειψη αυτής της μορφής ανταγωνισμού συνεχίζεται παρά τις σημαντικές διαφορές στη διάρθρωση των τραπεζικών χαρτοφυλακίων, των λόγων ρευστότητας και του κόστους των κεφαλαίων, συνθηκών οι οποίες σε μία πιο ανταγωνιστική αγορά θα είχαν οδηγήσει σε εντονότερη πολιτική επιτοκίων (Τράπεζα της Ελλάδος, 1992).

Για τον εκσυγχρονισμό και την αντιμετώπιση βασικών αδυναμιών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, ψηφίστηκε το 1988 ο νόμος 1806 για την αναμόρφωση και το λειτουργικό εκσυγχρονισμό της. Με το νόμο αυτόν αναμορφώθηκαν υφιστάμενοι θεσμοί - νέοι όροι λειτουργίας και ανασύνθεση οργάνων διοίκησης - του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, με πρότυπο τα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια. Παράλληλα, δημιουργήθηκαν νέοι θεσμοί, κυριότεροι από τους οποίους είναι οι ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες, η παράλληλη χρηματιστηριακή αγορά και το αποθετήριο τίτλων. Με τον τρόπο αυτό, διευρύνεται το πεδίο ανταγωνισμού όσον αφορά την προσέλκυση αποταμιευτικών πόρων, ενισχύοντας τη ροή αποταμιεύσεων προς την κεφαλαιαγορά, εξέλιξη που βοηθά στην παραγωγικότερη αξιοποίηση των αποταμιεύσεων της οικονομίας. Ο νόμος δίνει τη δυνατότητα και στα τραπεζικά ιδρύματα να μετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο χρηματιστηριακών εταιριών και έτσι να αποφύγουν τυχόν μείωση του κύκλου εργασιών τους, να αυξήσουν και να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους σε τομείς, όπως η αντισφάλιση και οι υπηρεσίες χρηματομεσίτη.

Ο θεσμικός εκσυγχρονισμός του ελληνικού τραπεζικού και χρηματιστηριακού συστήματος και η προσαρμογή τους προς τα ευρωπαϊκά πρότυπα υλοποιείται με τη σταδιακή ενσωμάτωση στο εσωτερικό δίκαιο των κοινοτικών οδηγιών που αναφέρονται στην ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά. Ήδη, η Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία (89/646/ΕΟΚ) αποτελεί τμήμα της ελληνικής τραπεζικής νομοθεσίας (νόμος 2076/92), ενώ με πράξεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος έχει εναρμονιστεί η νομοθεσία με το περιεχόμενο των οδηγιών για τα ίδια κεφάλαια, το συντελεστή φερεγγυότητας, τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα και την εποπτεία του κινδύνου από ανοικτές συναλλαγματικές θέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων. Επίσης, η

Επιτροπή Ζαββού για τον εκσυγχρονισμό του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος προώθησε την έκδοση των Προεδρικών Διαταγμάτων σχετικά με την εποπτεία και τη διαφάνεια της χρηματιστηριακής αγοράς και την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading).

Ταυτόχρονα, το 1993 εκδόθηκε ο νόμος για τη σύσταση και λειτουργία ενός συστήματος εγγύησης των καταθέσεων στην Ελλάδα: Η διαχείριση του συστήματος εγγύησης καταθέσεων ανατίθεται στο Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων.

Επίσης, το 1994 άρχισε η εφαρμογή της οδηγίας για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ενοποιημένη βάση, η οποία ενσωματώθηκε με Προεδρικό Διάταγμα. Θεμελιώδους σημασίας είναι, τέλος, και οι οδηγίες για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, με τις οποίες εγκαθιδρύεται η ενιαία κοινοτική χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και για την εποπτεία της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ως προς την κάλυψη των κινδύνων της αγοράς.

Κατά τη διάρκεια του 1993 πραγματοποιήθηκαν σημαντικά βήματα στην πορεία για την πλήρη απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Έτσι, καταργήθηκαν οι υποχρεωτικές δεσμεύσεις των τραπεζών επί των μεταβολών των καταθέσεών τους για επενδύσεις σε τίτλους του Δημοσίου και τη δανειοδότηση βιοτεχνικών επιχειρήσεων. Από τον Ιούνιο του 1994 αποδεσμεύτηκαν μάλιστα και οι τυχόν υφιστάμενες τοποθετήσεις σε τίτλους του Δημοσίου που είχαν σωρευτεί κατά την περίοδο ισχύος των δεσμεύσεων. Επίσης, καταργήθηκαν και οι τελευταίοι περιορισμοί στη βραχυχρόνια κίνηση κεφαλαίων από και προς το εξωτερικό καθώς και οι προληπτικοί συναλλαγματικοί έλεγχοι. Κατ' αυτόν τον τρόπο διερευνήθηκαν οι επιλογές των τραπεζών για επένδυση των διαθέσιμων τους σε χρηματοπιστωτικά στοιχεία που συντελούν στη μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου τους.

Συμπερασματικά, οι σημαντικές θεσμικές μεταβολές για την αναμόρφωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος που προαναφέρθηκαν έχουν θέσει σε κίνηση τους μηχανισμούς ανταγωνισμού τιμών των πιστωτικών

ιδρυμάτων στην Ελλάδα. Τα περιθώρια των τραπεζών για αυτόνομη βελτίωση της απόδοσής τους - επιλογή τιμών, εργασιών - έχουν επίσης διερευνηθεί. Ωστόσο, το ασταθές μακροοικονομικό περιβάλλον με τα σημαντικά δημοσιονομικά ελλείμματα, σε συνδυασμό με την μη λειτουργική δομή του συστήματος των τιμών, τα φορολογικά προνόμια ορισμένων δραστηριοτήτων και τη δυνατότητα εκτεταμένης φοροδιαφυγής επιδρούν ακόμα ανασταλτικά στην προσπάθεια πλήρους εκσυγχρονισμού του τραπεζικού συστήματος.<sup>38</sup>

#### 4. Οι εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά

Η κεφαλαιαγορά κατά τα τελευταία χρόνια αποσπτά ένα αυξανόμενο μέρος των πόρων τόσο σε ότι αφορά την άντληση αποταμιευτικών πόρων όσο και την παροχή τους στις ελλειμματικές μονάδες. Επομένως, οι τράπεζες για να αποφύγουν μία μείωση του κύκλου εργασιών τους, πέρα από τη βελτίωση των καθαρά τραπεζικών λειτουργιών, προωθούν και δραστηριότητες που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά - χρηματιστηριακές, διαμεσολαβητικές, διαχειριστικές - αποκτώντας εισόδημα και από αυτόν τον τομέα. Η νομοθεσία περιέχει πλέον και τις χρηματιστηριακές υπηρεσίες, στο σύνολο των υπηρεσιών που προσφέρει ένα τραπεζικό ίδρυμα.

Έτσι, μετά την Ψήφιση του Ν. 1806/88 ακολούθησαν ορισμένα σημαντικά γεγονότα. Πρώτο, υπήρξε μία δραματική αύξηση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά - σε συνδυασμό και με την είσοδο αρκετών, 28, νέων επιχειρήσεων - που έφθασαν κατά το 1990 το ποσό των 133 δισ. δρχ., σχεδόν το 30% της συνολικής ιδιωτικής χρηματοδότησης. Ενώ αυτή η τάση δεν συνεκίστηκε, δείχνει τις νέες δυνατότητες, και προοπτικές της κεφαλαιαγοράς. Δεύτερο, δημιουργήθηκε η παράλληλη αγορά, Ιούνιος 1990, ανοίγοντας το δρόμο για την είσοδο στο χρηματιστήριο μεσαίου μεγέθους υγιών επιχειρήσεων. Έτσι, κατά το 1991 εισήλθαν 14 επιχειρήσεις στην κύρια αγορά και άντλησαν 52 δισ. δρχ. καθώς και 3 επιχειρήσεις στην παράλληλη που άντλησαν 1,3 δισ. δρχ. Το 1992 ωστόσο η αγορά σημείωσε

---

<sup>38</sup> Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Παννίστης, Σταύρος Θωμαδάκης: «Απελευθέρωση αγορών και μετασχημαρισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», εκδόσεις Παπαζήση

σημαντική πτώση αφού εισήλθαν 2 μόνο επιχειρήσεις στην κύρια αγορά. Από το 1993 όμως η τάση μετατράπηκε σε ισχυρά αυξητική. Τρίτο, αυξήθηκε ο αριθμός των μελών του χρηματιστηρίου, με παράλληλη υποχρέωσή τους για δομή ανώνυμης εταιρίας. Αυτό επέτρεψε τη δημιουργία χρηματιστηριακών εταιριών, οι οποίες, ανάλογα με το ύψος του μετοχικού τους κεφαλαίου, παρέχουν χρηματιστηριακές εργασίες αγοράς και πώλησης τίτλων, υπηρεσίες φύλαξης και εξυπηρέτησης των χρεογράφων, χρηματιστηριακού ή επενδυτικού συμβούλου, διαχείρισης καρτοφυλακίου πελατών, επενδύσεων και νέων εκδόσεων, καθώς και υπηρεσιών αναδόχου εκδόσεων. Παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση στον αριθμό των χρηματιστηριακών εταιριών που έφθασαν τις 46 τον Μάρτιο 1992, ενώ μειωνόταν συνεχώς ο αριθμός των παραδοσιακών χρηματιστών που είχαν απομείνει μόνο 7. Τον Ιούλιο 1994 υπήρχαν 52 χρηματιστηριακές εταιρίες και 6 γραφεία χρηματιστών. Ορισμένες από αυτές τις εταιρίες - ΑΛΦΑ Χρηματιστηριακή, Χρηματιστηριακή Εργασίας, Εμπορική Χρηματιστηριακή, Εθνική Χρηματιστηριακή, ΑΣΠΣ Χρηματιστηριακή και η Χρηματιστηριακή Εταιρία της Μακεδονίας-Θράκης - έχουν ιδρυθεί από τράπεζες. Τέταρτο, από το τέλος 1991 λειτουργεί αποθετήριο ονομαστικών χρεογράφων, που μειώνει τη γραφειοκρατία και τον όγκο των μεταβιβαζομένων τίτλων. Παράλληλα, βοηθά να γίνονται οι συναλλαγές αυτόματα μέσω των τραπεζών. Πέμπτο, το χρηματιστήριο αποδεσμεύτηκε από το δημόσιο τομέα και έτσι απέκτησε μεγαλύτερη ευελιξία. Αυτό που απομένει είναι η μηχανοργάνωση του χρηματιστηρίου και η θεσμοθέτηση ενός πλαισίου λειτουργίας που θα εξασφαλίζει την μεγαλύτερη διαφάνεια των συναλλαγών. Το τελευταίο προωθείται με προεδρικά διατάγματα όπως σημειώθηκε πιο πάνω.

Τα προϊόντα του χρηματιστηρίου αναφέρονται σε μετοχές, ομολογίες, μετατρέψιμες ομολογίες, τραπεζικά ομόλογα, κρατικά ομόλογα με ρήτρα ECU καθώς και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου.

Αλλά, για την περίπτωση της κεφαλαιαγοράς, η συλλογή κεφαλαίων των επενδυτών και η διαχείρισή τους στη συνέχεια προς απόκτηση εισοδήματος, μπορεί να γίνει και μέσω εταιριών επενδύσεων. Αυτές συγκεντρώνουν τις αποταμιεύσεις πολλών επενδυτών, με σκοπό την επένδυσή τους έτσι ώστε να επιτευχθεί ο καλύτερος συνδυασμός κινδύνου - απόδοσης,



κάτι που είναι ιδιαίτερα επιθυμητό για τους αποταμιευτές - επενδυτές, οι οποίοι συνήθως δεν διαθέτουν επαρκή πληροφόρηση και σχετική γνώση, διαχείρισης τέτοιων επενδύσεων ή δεν διαθέτουν τον απαιτούμενο χρόνο. Οι εταιρίες επενδύσεων συναντώνται σε δύο μορφές: Πρώτο, σε αμοιβαία κεφάλαια, όπου κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο είναι σύνολο ενεργητικού που αποτελείται από μετρητά και χρεόγραφα, και διαιρείται σε ισόποσα μικρά μερίδια (ονοματικοί τίτλοι). Το ενεργητικό κατατίθεται σε θεματοφύλακα, ενώ η διαχείριση ανατίθεται σε Α.Ε. Διαχειρίσεως. Δεύτερο, σε εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, όπου κάθε μία αντλεί τα κεφάλαιά της εκδίδοντας μετοχές, ο αριθμός των οποίων είναι καθορισμένος και μπορεί να αλλάξει μόνο με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Τα κεφάλαια που αντλεί η εταιρία τα επενδύει στη συνέχεια σε χρεόγραφα, από τα οποία αποκτά εισόδημα.

Έτσι, σε ότι αφορά τις εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων το θεσμικό πλαίσιο τέθηκε με το Ν.Δ 608/70. Το 1972 ξεκίνησαν τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια ΔΗΛΟΣ του ομίλου της Εθνικής και ΕΡΜΗΣ του ομίλου της Εμπορικής, αντίστοιχα. Η κατάσταση δεν μεταβλήθηκε έως το 1989 όπου ιδρύθηκε το μικτό αμοιβαίο κεφάλαιο INTERTRUST του ομίλου της INTEKAMERICAN. Από το σημείο αυτό και στη συνέχεια η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων επεκτάθηκε με μεγάλους αριθμούς. Το 1990 η Τράπεζα Πίστεως ίδρυσε δύο αμοιβαία κεφάλαια, το ΑΛΦΑ Αξιών Σταθερού Εισοδήματος, με επενδύσεις σε αξίες σταθερού επιτοκίου και το ΑΛΦΑ Αναπτυξιακό, με επενδύσεις και σε μετοχές και σε αξίες σταθερής απόδοσης. Κατά το 1990 λειτούργησε και το μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Πίστης του ομίλου της Ευρωπαϊκής Πίστεως, καθώς και το μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασπίς Πρόνοια του ομώνυμου ασφαλιστικού ομίλου. Στη συνέχεια λειτούργησαν τα Generali Life αναπτυξιακό (Μάρτιος 1991), και ΑΛΦΑ Διαχειρίσεως Διαθεσίμων χαμηλού κινδύνου και απόδοσης (Απρίλιος 1991), του ομίλου της Τράπεζας Πίστεως, το Nationale Nederlanden μικτό (Μάρτιος 1991), το Intertrust δυναμικό (Μάιος 1991), και το Intrust σταθερό, το Ασπίς Πρόνοια σταθερό, τα Schweizfund μικτό και το Ελληνοβρετανικό μικτό, τον Αύγουστο 1991. Λειτούργησαν ακόμα κατά το 1991 το ΧΙΟΣINVEST κοινοτικό της Τράπεζας Χίου, το ΔΕΛΦΟΙ μικτό της Κτηματικής, το ΔΗΛΟΣ μικτό και το ΔΗΛΟΣ υψηλού κινδύνου και απόδοσης. Τον Μάρτιο 1992 λειτούργησε και το αμοιβαίο κεφάλαιο της Εθνικής Ασφαλιστικής και η ανοδική τάση στην αγορά

αμοιβαίων κεφαλαίων συνεχίστηκε. Έτσι, από τρία αμοιβαία κεφάλαια το 1989 με 3 Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) τα αμοιβαία κεφάλαια έγιναν 7 το 1990, 19 το 1991, 41 το 1992, 69 το 1993 και 86 τον Ιούνιο του 1994. Ο αριθμός των ΑΕΔΑΚ είναι τώρα 24 έναντι 6 το 1990, 10 το 1991, 18 το 1992 και 22 το 1993. Το μέγεθος της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων από 20 δισ. δρχ. το 1990 έφθασε στα 147 δισ. δρχ. το 1990, στα 170 δισ. δρχ. το 1991, στα 212 δισ. δρχ. το 1992, στα 820 δισ. δρχ. το 1993 και στα 1500 δισ. δρχ. τον Ιούνιο του 1994. Οι προοπτικές αγοράς είναι ανοδικές αν ληφθεί υπόψη ότι τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα απορροφούν το 8% της ιδιωτικής αποταμίευσης έναντι 28% για την αγορά των ΗΠΑ.

Η Εθνική, η Εμπορική, η Πίστεως, η Κτηματική, η Αγροτική, η Δωρική, η Εργασίας, η Εγνατία, η Ιονική, η Μακεδονίας-Θράκης, η Midland, η Citibank, η Τράπεζα Χίου και η Πειραιώς καθώς και Ορισμένες ασφαλιστικές εταιρίες 29 είναι εκείνες οι οποίες έχουν μέχρι τώρα εισέλθει ενεργώς στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων μέσω της ίδρυσης ανώνυμων εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).

Σε ότι αφορά τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι περισσότερες δημιουργήθηκαν κατά τη δεκαετία του '80. Στο τέλος του 1993 λειτουργούσαν 15 τέτοιες επιχειρήσεις. Από την πλευρά των Τραπεζών αναφέρονται η «Ελληνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου» της ΕΤΒΑ, η «Εθνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου» της Εθνικής, η «Επενδύσεις Πίστεως» της Πίστεως, οι «Επενδύσεις Εργασίας» και «Πρόοδος» της Εργασίας, η «Εταιρία Διεθνών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου» της ΕΤΕΒΑ, η «Επενδύσεις Αναπτύξεως» της Κρήτης, και η «Interinvest Διεθνής Επενδυτική», με συμμετοχή της Τράπεζας ABN.

Από τα πιο πάνω γίνεται αντιληπτή η ουσιαστική αλλά και δυναμική συμμετοχή των τραπεζών στην κεφαλαιαγορά μέσω των χρηματιστηριακών εταιριών, των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Έτσι, θα μπορέσουν να εκμεταλλευτούν τις νέες δυνατότητες

που δημιουργούνται στην αγορά αυτή, να διαφοροποιήσουν τις εργασίες τους, να ανταπεξέλθουν στον ανταγωνισμό και να αποκομίσουν οικονομικά οφέλη.<sup>39</sup>

## 5. Η διαμόρφωση πολιτικών προσαρμογής των τραπεζών

Οι ελληνικές τράπεζες βρίσκονται σήμερα σε μια περίοδο που μπορεί να χαρακτηριστεί ως μεταβατική, καθώς συνδέεται με πολλές μεταβολές στον τρόπο λειτουργίας του πιστωτικού συστήματος, με νέες στρατηγικές, με συνεχείς καινοτομίες στα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, που δημιουργούν νέου τύπου πιέσεις. Ο μεταβατικός χαρακτήρας της σημερινής περιόδου διευκολύνει, αλλά και βάζει όρια στην εφαρμογή πολιτικών προσαρμογής στις τράπεζες. Διευκολύνει, καθώς η τάση προς ενίσχυση του τύπου των τραπεζών πολλαπλών εργασιών (universal bank) δημιουργεί γενικότερα ζητήματα προσδιορισμού της ταυτότητας των ειδικών πιστωτικών οργανισμών, όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και στις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, που ακόμα δεν φαίνεται να έχει οδηγήσει σε αποκρυσταλλωμένες κατευθύνσεις. Διευκολύνει επίσης στο μέτρο που η περίοδος αυτή είναι φάση ανακατατάξεων, όπου η αναζήτηση ανταγωνιστικών στηριγμάτων και θέσεων χαρακτηρίζει όλες τις τράπεζες.

Από την άλλη πλευρά, τίθενται όρια, καθώς θεσμικοί ή άλλοι παράγοντες, που περιορίζουν την προώθηση στρατηγικών εξυγίανσης και χάραξης νέων όρων συμμετοχής στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, συνεπάγονται διογκούμενες δυσκολίες στην είσοδο στην αγορά για όσους καθυστερούν να προωθήσουν τη θέση τους. Οι πρώτοι στην αγορά θα τείνουν να εδραιώσουν θέσεις, ειδικές σχέσεις με την πελατεία, image, θα συσσωρεύσουν εμπειρίες και γνώσεις, που θα δημιουργούν εμπόδια εισόδου και αυξημένο κόστος σε όσους αποφασίζουν να μπουν καθυστερημένα.

Το ζητούμενο στην περίπτωση αρκετών τραπεζών οριοθετείται από τα εξής στοιχεία:

<sup>39</sup> Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Γιαννίστης, Σταύρος Θωμαδάκης: «Απελευθέρωση αγορών και μετασχηματισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», εκδόσεις Παπαζήση

α) Στην ανάγκη απεγκλωβισμού τους από χρηματοδοτήσεις και συμμετοχές του παρελθόντος με αρνητικές ή μηδενικές προοπτικές απόδοσης.

β) Στον προσδιορισμό των προϊόντων και των υπηρεσιών που θα αναπτύξουν, θα βελτιώσουν ή θα «συνθέσουν», δηλαδή το «πακέτο» εκείνο υπηρεσιών στο οποίο θα ρίξουν το κέντρο βάρους, και με το οποίο θα απευθυνθούν στην αγορά, και με βάση το οποίο θα διαφοροποιούνται από άλλους οργανισμούς σε ανταγωνιστική βάση, και το οποίο θα προσαρμόζεται δυναμικά στις ανάγκες της αγοράς.

Ο ανταγωνισμός σήμερα διεξάγεται έντονα μέσα από νέα προϊόντα, νέες υπηρεσίες και χρηματοοικονομικές καινοτομίες. Επιπλέον, σημαντικό ρόλο παίζει η ικανότητα ειδίκευσης μιας τράπεζας στην παροχή σύνθετων πακέτων υπηρεσιών προς την πελατεία, άλλες από τις οποίες είναι πιο αποδοτικές για την τράπεζα, και άλλες λιγότερο, αλλά που συνολικά διαφοροποιούν τη θέση της και διαμορφώνουν το image της στην αγορά. Σημαντικοί περιορισμοί στην παροχή συγκεκριμένων νέων ή και κλασικών υπηρεσιών επιδρούν (αρνητικά) πολλαπλασιαστικά στην ευελιξία και στην ανταγωνιστική θέση.

γ) Στη διαμόρφωση συνθηκών κατάλληλων, μέσα στις οποίες στο νέο τραπεζικό περιβάλλον, ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί θα εξακολουθήσουν, όπως και σε άλλες χώρες της ΕΚ, να αποτελούν αναπτυξιακό εργαλείο για τη στήριξη πολιτικών που αφετηρία τους έχουν κρατικές επιλογές ή / και την Ευρωπαϊκή Κοινότητα, αλλά σε ένα πλαίσιο μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας (οικονομικής ή κοινωνικής) απ' ό,τι στο παρελθόν.

Η ανάληψη ευρύτερων οικονομικών λειτουργιών από ορισμένες ειδικές τράπεζες δεν βρίσκεται καταρχήν σε σύγκρουση με όσα αναφέρθηκαν πιο πάνω. Βάζει ωστόσο επιτακτικότερα την ανάγκη εξορθολογισμού των τραπεζικών λειτουργιών, δεδομένου ότι μόνο μέσα από μια αποτελεσματική προσαρμογή στις νέες πιέσεις της αγοράς, θα είναι δυνατόν να εξασφαλιστούν οι πόροι (κεφάλαια αλλά και κέρδη) για τη στήριξη (μέσω crosssubsidization) αφενός υπηρεσιών με χαμηλό ή και μηδενικό κέρδος, αλλά αναγκαίων για τη γενικότερη ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, και αφετέρου της ίδιας της

βιωσιμότητας και του δυναμισμού τους, προκειμένου να μην αποσταθεροποιηθούν σε βαθμό επικίνδυνο για την ίδια τους την υπόσταση.

Στη φάση που ακολουθεί ορισμένοι από τους ειδικότερους πιστωτικούς οργανισμούς θα αντιμετωπίσουν πιο έντονα το διεθνή ανταγωνισμό, καθώς οι ξένες τράπεζες και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα τείνουν να δραστηριοποιούνται σε εργασίες που δεν προϋποθέτουν την ανάπτυξη τραπεζικού δικτύου, στο οποίο οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες της χώρας διαθέτουν ισχυρά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Το κεντρικό ερώτημα συνεπώς συνδέεται με τη χάραξη μιας πορείας που θα συνδυάζει την εξειδίκευση, αλλά και τον εμπλουτισμό των εργασιών, έτσι ώστε να μην παγιδευτούν σε ένα τόσο στενό φάσμα δραστηριότητας, με το οποίο δεν θα μπορούν να καλύψουν ένα σύνολο εργασιών που θα ανταποκρίνεται ανταγωνιστικά στις επιχειρησιακές ανάγκες της ζήτησης.

Γενικά, σε αντίθεση με το παρελθόν, όπου οι τραπεζικές δραστηριότητες στηρίζονταν σε σχετικά απλές λειτουργίες, χαρακτηριστικό των σύγχρονων τάσεων είναι η μετάβαση σε πολύπλοκες δράσεις, σε πιο σύνθετες απαιτήσεις. Συνεπώς, εσωτερικές δομές, τραπεζικές εργασίες και σχέσεις με το κράτος και το παραγωγικό σύστημα, που αναπτύχθηκαν για διάφορους λόγους σε προγενέστερες φάσεις, θα πρέπει να μετεξελιχθούν ώστε να ανταποκρίνονται στους νέους όρους που επιβάλλει η ολοκλήρωση των αγορών και το ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Η αποκανονικοποίηση τείνει να εξαλείψει τους θεσμικούς φραγμούς στην προσφορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, με αποτέλεσμα να εισέρχονται στην αγορά πολλοί νέοι φορείς και να προσφέρονται πολλά νέα προϊόντα. Επίσης, η ενοποίηση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου θα τείνει να ομογενοποιήσει τους όρους λειτουργίας του όλου συστήματος, και θα κάνει εφικτή την παροχή υπηρεσιών και από όλο το φάσμα των φορέων των άλλων χωρών της ΕΚ. Κατά συνέπεια, είναι επιτακτική η αναθεώρηση όλου του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των τραπεζών, και ειδικότερα των εξειδικευμένων, προκειμένου να αναπροσαρμοστούν συνθήκες, που διαφορετικά μπλοκάρουν τη μετεξέλιξή τους και τη διαμόρφωση μιας στρατηγικής προσαρμογής.

Στα πλαίσια μιας πολιτικής ανάπτυξης και προσαρμογής τους, οι ελληνικές τράπεζες μπορούν, παράλληλα με τις κλασικές εργασίες, να στραφούν στην ανάπτυξη καινοτομικών προϊόντων, μερικά παραδείγματα από τα οποία κινούνται προς τις ακόλουθες κατευθύνσεις:

α) **Υπηρεσίες συμβούλου σε θέματα κεφαλαιαγοράς**, με δραστηριότητες υποστήριξης εκδόσεων τίτλων (underwriting), συγκρότησης και διαχείρισης καρτοφυλακίου τίτλων μακροπρόθεσμης ή βραχυπρόθεσμης διάρκειας (portfolio and money market fund management), στήριξης δραστηριοτήτων εξαγορών συγχωνεύσεων, διαχείρισης διαθεσίμων επιχειρήσεων, ανταλλαγές νομισμάτων, εργασίες σε futures, options, κ.ά. Η απελευθέρωση των αγορών, στην Ελλάδα, αλλά και μεταξύ της χώρας και της ΕΚ, θα πολλαπλασιάσει τις ευκαιρίες για εργασίες στο χώρο της κεφαλαιαγοράς.

β) **Ανάπτυξη διαφοροποιημένων πηγών κεφαλαίου** με την προώθηση στην αγορά τίτλων σε ευρύτερη ποικιλία, από πλευράς ρευστότητας, διάρκειας ή άλλων στοιχείων (ρήτρες, δικαιώματα κ.λπ.).

γ) **Ανάπτυξη του καινοτομικού κεφαλαίου (venture capital)** ως κεντρικού εργαλείου άσκησης αναπτυξιακής πολιτικής στην περίοδο που ακολουθεί. Το καινοτομικό κεφάλαιο, είτε για την χρηματοδότηση επενδυτικών ευκαιριών υψηλού κινδύνου, αλλά και υψηλά κερδοφόρων ευκαιριών, είτε για τη στήριξη και την έναρξη λειτουργίας μικρών μονάδων που ειδικεύονται σε νέες ιδέες ή τεχνολογίες, είναι μια σύνθετη μορφή τραπεζικής υπηρεσίας, που δεν εξαντλείται στην παροχή χρηματικών μέσων. Η μορφή αυτή έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα στις άλλες χώρες της ΕΚ στο πρόσφατο παρελθόν, και χωρίς να είναι δυνατόν να διεκδικήσει πρωτεύοντα ρόλο στην όλη τραπεζική δραστηριότητα, ωστόσο αποτελεί ένα κρίσιμο εργαλείο στήριξης επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που μπορούν να εμπλουτίσουν την οικονομία της χώρας και να εκσυγχρονίσουν το παραγωγικό σύστημα.

Γενικότερα, στη φάση αυτή είναι σκόπιμη η χάραξη μιας πολιτικής συμμετοχών, στη βάση επιχειρησιακών κριτηρίων, που θα εντάσσεται σε μια συνολικότερη πολιτική στήριξης νέων επιχειρήσεων, με εκέγγυα δυναμικής

εξέλιξης, αλλά και με δυνατότητα κάλυψης από το πιστωτικό σύστημα, με μεθόδους και εργαλεία που δεν θα οδηγούν σε αναπαραγωγή προβληματικών.

**δ) Προετοιμασία και μεγαλύτερη ενεργοποίηση στη διατραπεζική αγορά.** Η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος θα τείνει να μειώσει το κόστος άντλησης κεφαλαίων από την αγορά αυτή, και η ικανότητα αξιοποίησης του στοιχείου αυτού θα εξασφαλίσει οφέλη στους φορείς εκείνους που θα είναι σε θέση να μεσολαβούν για λογαριασμό τρίτων ή για ίδιο λογαριασμό στην πηγή αυτή.

**ε) Προετοιμασία και εντεινόμενη συμμετοχή στις εργασίες συναλλάγματος.** Η απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων και οι παράλληλες εξελίξεις στον ευρωπαϊκό χώρο θα τείνουν να αυξάνουν τη ζήτηση των οικονομικών μονάδων σε εργασίες του τύπου αυτού, όχι μόνο για θέματα εισαγωγών, εξαγωγών κ.λπ., αλλά και για διαχείριση διαθεσίμων, περιουσιακών στοιχείων κ.ά. Οι πιο ισχυρές και διεθνοποιημένες μονάδες θα έχουν ουσιαστικές ανάγκες κάλυψης σε θέματα συναλλαγματικών εργασιών, και η δυνατότητα κάλυψής τους από τον τραπεζικό οργανισμό με τον οποίο συναλλάσσονται θα είναι κρίσιμο κριτήριο επιλογής.<sup>40</sup>

## 6. Μερικές βασικές προϋποθέσεις επιτυχίας

Η αποτελεσματική κάλυψη των παραπάνω δυνατών στόχων ή συνδυασμών τους στηρίζεται σε ορισμένες βασικές προϋποθέσεις, και κυρίως:

**α) Τη σημαντική ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης.** Η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης θα προκύψει και μέσα από την εκκαθάριση του χαρτοφυλακίου χορηγήσεων και των συμμετοχών, και μέσα από τη διαφοροποίηση των πηγών κεφαλαίων. Ωστόσο, η ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί βασικό στοιχείο στρατηγικής για την αύξηση της αντοχής ενός ιδρύματος στις εντεινόμενες ανταγωνιστικές πιέσεις, στοιχείο που χαρακτηρίζει και την πολιτική των ευρωπαϊκών τραπεζών.

<sup>40</sup> Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Γιαννίστης, Σταύρος Θωμαδάκης: «Απελευθέρωση αγορών και μετασχημαρισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», εκδόσεις Παπαζήση

**β) Τη διατήρηση αποτελεσματικών σχέσεων εργασίας.** Σε κάθε περίπτωση ο βαθμός έντασης εργασίας των τραπεζικών δραστηριοτήτων κάνει αναγκαίο το στοιχείο αυτό. Ακόμα περισσότερο όμως, οι εργασιακές σχέσεις αποτελούν σημείο κλειδί για τον εκσυγχρονισμό και την αναδιάρθρωση των τραπεζών. Οι εργασιακές σχέσεις περιλαμβάνουν πολλές πτυχές που από τη μια αναφέρονται σε θέματα κόστους για την τράπεζα, και από την άλλη σε θέματα αποτελεσματικής και δυναμικής λειτουργίας.

**γ) Άμεσα συνδεδεμένο με το θέμα αυτό είναι και το πρόβλημα της παρέμβασης του κρατικού μηχανισμού** σε θέματα λειτουργίας των τραπεζών, και ιδιαίτερα σε θέματα προσωπικού. Λειτουργία σε αγορές με υψηλές ανταγωνιστικές πιέσεις και κρατικές παρεμβάσεις στο manage ment και στις εσωτερικές λειτουργίες μιας τράπεζας θα βρίσκονται σε όλο και πιο έντονη αντίθεση, με αποτέλεσμα να επηρεάζονται αρνητικά οι επιδόσεις και η θέση στην αγορά των κρατικών τραπεζών.

**δ) Την εφαρμογή πολιτικών βελτίωσης των γνώσεων και ικανοτήτων του προσωπικού, παράλληλα με τον εμπλουτισμό σε στελέχη υψηλής ειδίκευσης.** Προγράμματα επιμόρφωσης σε συστηματική βάση με εθνικές και διεθνείς συνεργασίες, αποτελούν σημαντικό παράγοντα προς την κατεύθυνση αυτή.

**ε) Την ανάπτυξη μηχανισμών τακτής ενημέρωσης** για τις διεθνείς τραπεζικές τεχνικές και εργασίες, τις τραπεζικές καινοτομίες, τις τάσεις στα μερίδια αγοράς στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά, τις πολιτικές προσαρμογής και εκσυγχρονισμού άλλων τραπεζών, και γενικά την κριτική αξιολόγηση των στοιχείων εκείνων που θα ήταν χρήσιμα

για τη διαμόρφωση πολιτικών.

**στ) Την προώθηση συνεργασιών** με άλλους τραπεζικούς ή γενικότερα χρηματοπιστωτικούς φορείς, ανάλογα με το βάρος και το χαρακτήρα της κάθε τράπεζας. Στη σημερινή φάση οι τάσεις συγκεντροποίησης ή η σύναψη στρατηγικών συνεργασιών είναι έκδηλες στο χώρο των τραπεζών. Μέσα από τέτοιες συνεργασίες οι τράπεζες μπορούν να αξιοποιήσουν το δίκτυο καταστημάτων, την εξειδικευμένη εμπειρία, την



ανάπτυξη του image ή άλλων στοιχείων που διαθέτει ο πιθανός εταίρος (ή εταίροι, ανάλογα με το είδος των στόχων), και να καλύψουν σε συμπληρωματική βάση δικά τους κενά.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Πανίστης, Σταύρος Θωμαδάκης: «Απελευθέρωση αγορών και μετασχηματισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», εκδόσεις Παπαζήση

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

---

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΒΙΒΛΙΑ

- [1] «Εισαγωγή στο στρατηγικό σχεδιασμό», Αθανασίου Αθανάσιος, εκδ. Παπαζήση, Αθήνα 1997
- [2] «Εξελίξεις στην ελληνική αγορά κεφαλαίου», Αλεξάκη Παναγιώτη, έκδοση ΕΝΩΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ, Ιούλιος 1995
- [3] «Χρηματιστήριο αξιών και Χρηματιστήριο παραγώγων», Βούλγαρη Ε. - Παπαγεωργίου, εκδ. Παπαζήση, 1998
- [4] «Τεχνική Ανάλυση», Δημόπουλος Δημ., 2 εκδ., Αθήνα 1887
- [5] «Συγκέντρωση κεφαλαίου, τραπεζικοί και ασφαλιστικοί όμιλοι στην ελληνική κοινωνία», Τόλιος Γιάννης, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα 1997
- [6] «Τραπεζικές εργασίες», Χολέβας Γιάννης, εκδ. INTERBOOK, Αθήνα 1996
- [7] «Χρήμα και Διεθνές Τραπεζικό Σύστημα», Στεριώτης Κίμωνας, εκδ. Παπαζήση, Αθήνα 1995
- [8] «Οικονομική των τραπεζικών επιχειρήσεων», Φίλιος Βασίλειος, INTERBOOK, Αθήνα 1994
- [9] «Νομισματικές σχέσεις, διεθνείς τραπεζική και χρηματοδότηση» Καπόπουλος Π - Λαζαρέτος Σ, εκδόσεις INTERBOOK, 1995
- [10] «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Δελής Κων/νος, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Κομοτηνή 1996.
- [11] «Διαχείριση χαρτοφυλακίων και αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων», Καραπιστόλης Δημήτριος, Θεσσαλονίκη 1998
- [12] «Χρηματοοικονομική ανάλυση, Χρηματιστήριο», Μαλινδρέτου Βασιλική, εκδόσεις Παπαζήση, 1998
- [13] «Απελευθέρωση αγορών και μετασχηματισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Παναγιώτης Αλεξάκης, Τάσος Γιαννίτσας, Σταύρος Θωμαδάκης, Μανώλης Ξανθάκης, Νινέττα Χατζηγιάνη, εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ

- [14] «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Σταύρος Θωμαδάκης, Μανώλης Ξανθάκης: εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα 1990
- [15] «Οι ξένες τράπεζες στην Ελλάδα», Τάσος Γιαννίτσας, εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα 1982
- [16] «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», Τσαμπής Μιχάλης, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα 1998
- [17] «Αρχές χρηματοδοτήσεως επιχειρήσεων», Τσιακλαγκάνος Ιωάννης, Αθήνα 1986
- [18] «Ο μηχανισμός τιμών στα χρηματιστήρια αξιών», Χ.Α.Α., εκδόσεις Παπαζήση, 98
- [19] «Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το χρηματιστήριο», Χολέβας Γιάννης, εκδόσεις INTERBOOK, 1998
- [20] «Η οικονομική των Τραπεζικών επιχειρήσεων», Φίλιος Βασιλείος, εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 1994

#### ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

- [1] Οικονομικός Ταχυδρόμος: 1 Απριλίου 1999
- [2] Οικονομικός Ταχυδρόμος: Φ. 10 (2340) 11 Μαρτίου 1999
- [3] Οικονομικός Ταχυδρόμος: Φ. 13 (2343) 1 Απριλίου 1999
- [4] Οικονομικός Ταχυδρόμος: Φ. 17 23 Απριλίου 1998
- [5] Οικονομικός Ταχυδρόμος: Φ. 53 (2330) 31 Δεκεμβρίου 1998
- [6] Οικονομικός Ταχυδρόμος: Φ. 7 (2337) 18 Φεβρουαρίου 1999
- [7] Οικονομικός Ταχυδρόμος: Φ.6 (2336) 11 Φεβρουαρίου 1999
- [8] FORUM – Απρίλιος 2000
- [9] Χρήμα – Νοέμβριος 1999
- [10] Χρήμα και Αγορά, τεύχος 141, Νοέμβριος 1999
- [11] Αγορά – Δεκέμβριος 1999
- [12] ΕΕ, τεύχος 16, Νοέμβριος-Δεκέμβριος 1999
- [13] ΕΕ, τεύχος 18, Μάρτιος-Απρίλιος 2000