

Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ
ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ & ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ : ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Α.Α.)

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ
ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ : ΦΥΛΑΚΤΟΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ : ΤΣΙΩΚΟΥ ΕΛΕΝΗ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2002

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ - ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

A. Γενικά για τα Χρηματιστήρια - Χ.Α.Α.

- (α) Ορισμός - Βασικές έννοιες
- (β) Ιστορική Αναδρομή
- (γ) Διακρίσεις των Χρηματιστηρίων
- (δ) Χρησιμοποιούμενοι ξένοι όροι
- (ε) Λόγοι δημιουργίας των χρηματιστηρίων
- (στ) Ο ρόλος και η σημασία του Χ.Α.Α.
- (ζ) Ο σκοπός και η σημασία του Χ.Α.Α.
- (η) Γενικά για την λειτουργία των Χρηματιστηρίων Αξιών
- (θ) Τα σημαντικότερα Χρηματιστήρια Αξιών του κόσμου

B. Χρηματιστήρια εμπορευμάτων, ναύλων, εργασίας και έργων τέχνης

- (α) Χρηματιστήρια εμπορευμάτων
- (β) Χρηματιστήρια ναύλων
- (γ) Χρηματιστήρια εργασίας
- (δ) Χρηματιστήρια έργων τέχνης

2. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ Η ΒΑΣΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΤΟΥ

A. Οργανωτική δομή και τρόπος λειτουργίας του Χρηματιστηρίου

B. Διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Γ. Νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας του Χ.Α.Α

Δ. Εποπτεία του Χ.Α.Α. και εποπτικές αρχές

E. Άνοδος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

3. ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

A. Κύριοι παράγοντες των εξελίξεων

- (α) Αλληλεξάρτηση παραγόντων
- (β) Άνοδος του βιοτικού επιπέδου
- (γ) Δημιουργία ενιαίων οικονομικών χώρων : ΟΝΕ
 - (1) Πορεία προς την Ο.Ν.Ε.
- (δ) Παγκοσμιοποίηση των Χρηματιστηρίων
- (ε) Αποκρατικοποιήσεις των ΔΕΚΟ
- (στ) Σύστημα επικοινωνίας και πληροφόρησης

4. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ - ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΙΤΛΩΝ

A. Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου

- (α) Εισαγωγή
- (β) Μορφές εταιρειών επενδύσεων
- (γ) Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου

B. Χαρτοφυλάκιο τίτλων

- (α) Έννοια
- (β) Αρχές σύνθεσης χαρτοφυλακίου
- (γ) Υπολογισμός της απόδοσης και του κινδύνου

5. ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

A. Μέλη του Χ.Α.Α.

- (α) Χρηματιστές
- (β) Αντικρυστές

B. Χρηματιστηριακοί φορείς

- (α) Ολική προσέγγιση
- (β) Επιχειρήσεις
- (γ) Χρηματιστηριακός επενδυτής
- (δ) Κράτος
- (ε) Θεσμικοί επενδυτές
- (στ) Μεσάζοντες φορείς
- (ζ) Επενδυτικοί Σύμβουλοι / Αναλυτές

Γ. Δείκτες του Χρηματιστηρίου

- (α) Δείκτες χρηματιστηριακής ανάλυσης

(β) Χρηματιστηριακοί Δείκτες

- (1) Χρησιμότητα
- (2) Γενικός Δείκτης ΧΑΑ
- (3) Κλαδικοί Δείκτες
- (4) Δείκτες Down Jones για το ΧΑΑ
- (5) Δείκτης από τους <<Financial Times>> για το ΧΑΑ

Δ. Χρηματιστηριακές Εταιρείες

- (α) Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ)
- (β) Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)
- (γ) Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΧΕΠΕΥ)
- (δ) Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΕΛΔΕ)

Ε. Έντυπα του ΧΑΑ

- (α) Ημερήσιο Δελτίο Τιμών
- (β) Χρηματιστηριακές εξελίξεις
- (γ) Γεγονότα και Αριθμοί
- (δ) Ετήσιο Στατικό Δελτίο
- (ε) Επετηρίδα

6. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Α. Αδυναμίες του ΧΑΑ και η ευαισθησία του

Β. Πρακτικά Οφέλη του ΧΑΑ

Γ. Νέες δυνατότητες και προοπτικές

Δ. Εκσυγχρονισμός του Χρηματιστηρίου

- (α) Απούλοποιηση των τίτλων
- (β) Ολοκληρωμένο Πληροφοριακό Σύστημα
- (γ) Χρηματιστήριο και Internet
 - (1) Χρηματιστηριακές συναλλαγές μέσω Internet
- (δ) Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών
 - (1) Η σχέση μεταξύ ΧΑΑ και ΧΠΑ
 - (2) Πως μειώνετε τους κινδύνους επενδύοντας σε παράγωγα

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το Χρηματιστήριο Αξιών ως θεσμός έχει βασικό αντικείμενο τη διεξαγωγή αγοραπωλησιών τίτλων κινητών αξιών και κυρίως χρεογράφων και μετοχών Α.Ε., κοινών προνομιούχων, ομολογιών δημοσίων δανείων, ομολόγων ή ομολογιακών δανείων και δικαιωμάτων οργανισμών και επιχειρήσεων.

Το χρηματιστηριακό περιβάλλον έχει τις εξής βασικές ιδιομορφίες και χαρακτηριστικά : (α) αποτελεί υποσύστημα στα πλαίσια του Χρηματοοικονομικού Συστήματος, με ιδιαιτερότητα σε όρους αλληλεξάρτησης, σταθερότητας, αποτελεσματικότητας κ.λ.π., (β) είναι συγκροτημένο σ' ένα οργανωμένο πλέγμα θεσμικών ρυθμίσεων που περιέχει τις πιο ανταγωνιστικές αγορές που υπάρχουν στον κόσμο, (γ) αποτελεί τμήμα της κοινωνικο-οικονομικής διαδικασίας και του μηχανισμού που επιτυγχάνει το μετασχηματισμό των αποταμιεύσεων σε εκτέλεση έργων πάγιων παραγωγικών επενδύσεων μέσω των χρηματιστηριακών αγορών και μπορεί να αποτελέσει <<μοχλό>> της διαδικασίας κατανομής των διαθέσιμων κεφαλαιακών πόρων σε ανεπάρκεια, με ανεπτυγμένο χρηματιστηριακό θεσμικό πλαίσιο που λειτουργεί αποτελεσματικά.

Ένα άρτια οργανωμένο χρηματιστήριο εξυπηρετεί, πρώτο, την επέκταση του παραγωγικού δυναμικού, επιτρέποντας την αύξηση της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών, τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας κ.λ.π. Δεύτερο, δίνει δυνατότητα στους επενδυτές για διαμόρφωση διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων, μέσω των οποίων επιτυγχάνουν υψηλότερο επίπεδο χρησιμότητας του πλούτου. Τρίτον, είναι δυνατόν να θεμελιώσει ένα σύστημα πιο ίσης κατανομής του εθνικού πλούτου, μέσω απόκτησης ελέγχου επί της ιδιοκτησίας των μέσων παραγωγής από το ευρύ επενδυτικό κοινό, εμποδώνοντας τη σύγχρονη έννοια του

λεγόμενου <<λαϊκού καπιταλισμού>> και της κοινωνικής συμμετοχικής δημοκρατίας.

Η τελευταία δεκαετία του '90 ήταν μια δυναμική περίοδος παγκοσμιοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών. Στη διάρκεια της 10ετίας αυτής σημειώθηκε ραγδαία επέκταση σε παγκόσμιο επίπεδο της απελευθέρωσης των αγορών, της κίνησης κεφαλαίου και της διαμόρφωσης της τιμής του συναλλάγματος, που είχε ακολουθήσει τα φαινόμενα του στασιμοπληθωρισμού, των πετρελαιοκρίσεων και της μεταρρύθμισης του διεθνούς νομισματικού συστήματος στη διάρκεια της 10ετίας του '70. Στα πλαίσια του διεθνούς οικονομικού κλίματος, των πολιτικών απελευθέρωσης των αγορών και των οικονομιών, της ραγδαίας τεχνολογικής προόδου στον τομέα των επικοινωνιών και του παραδείγματος των νέων βιομηχανικών χωρών της Ασίας κ.λ.π., υπήρξε μεγάλη ροή κεφαλαίων και επενδύσεων στις υπό ανάπτυξη Χώρες του Κόσμου και ένα κύμα αποκρατικοποίησης, που συνετέλεσαν στην εμφάνιση του φαινομένου των λεγόμενων <<αναδυόμενων χρηματιστηριακών αγορών>>, προωθώντας τα χρηματιστήρια σε κύριο μέσο επιχειρηματικής, τεχνολογικής και οικονομικής προόδου.

Στα τέλη της τελευταίας δεκαετίας του 20ου αιώνα υπήρξε μια σειρά από σημαντικά γεγονότα που δημιούργησαν προοπτικές για διατήρηση του χρηματιστηρίου στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος και περαιτέρω αύξηση της σπουδαιότητάς του τα προσεχή χρόνια. Πρώτον, η παρατεταμένη διεθνής χρηματιστηριακή κρίση που διήρκεσε από τα μέσα του 1997 μέχρι το τρίτο τρίμηνο του 1998, που όμοια της σ' ένταση και κύρια σε διάρκεια είχε να εμφανιστεί από την εποχή της μεγάλης διεθνούς οικονομικής κρίσης 1929-36. Το γεγονός ότι η κρίση αυτή φαίνεται να είχε ξεπεραστεί από τον Οκτώβριο του 1998, χωρίς να επηρεάσει σημαντικά τον πραγματικό τομέα των οικονομιών και να συντελέσει σε βαθιά οικονομική ύφεση, έχει εμπλουτίσει τις εμπειρίες

των επενδυτών και των λοιπών φορέων και συντελεστών του χρηματιστηρίου.

Ένα άλλο σημαντικό διεθνές γεγονός που πρόκειται ν' αποτελέσει σταθμό στην πορεία προς διαμόρφωση μιας νέας παγκόσμιας οικονομικής τάξης κατά τον επερχόμενο 21^ο αιώνα, είναι η ίδρυση το 1998 της ONE με κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα, το Ευρώ, από το 2002 που πρόκειται, ν' αποτελέσει ένα από τα τρία, ισχυρότερα παγκόσμια νομίσματα, παράλληλα με το \$ και το Γιέν. Πρόκειται για μια μεγάλη ενιαία χρηματιστηριακή και χρηματοπιστωτική αγορά και ζώνη ελεύθερων συναλλαγών με κοινό νόμισμα σε ολόκληρη την περιοχή της. Από την άποψη των επενδυτών, οι νέες προοπτικές που δημιουργεί η ίδρυση της ONE, σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια στον ευρύτερο χώρο της, είναι δυνατόν να συντελέσουν σε αφύπνιση των επενδυτών ιδιαίτερα σε χώρες Μέλη της ONE, όπου η πλειονότητα των επενδυτών είναι παραδοσιακά συνηθισμένη στο λεγόμενο ενδιάμεσο ηπειρωτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, κ.λ.π.) και να στραφούν προς το χρηματιστήριο, με σκοπό την αποκόμιση υψηλότερων αποδόσεων των επενδύσεών τους.

Η προοπτική ευρύτερης μεταστροφής του επενδυτικού ενδιαφέροντος στο χρηματιστήριο σε ευρωπαϊκό επίπεδο, έχει ιδιαίτερη σημασία για το ελληνικό χρηματιστήριο και για τους Έλληνες επενδυτές. Διότι, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι η τελευταία <<αναδυόμενη αγορά>> στο χώρο της ONE. Αυτό σε συνδυασμό με την πορεία επιτάχυνσης της σύγκλισης με σκοπό την πλήρη ένταξη της ελληνικής οικονομίας σ' αυτήν, ίσως ν' αποτελέσει καταλύτη για το ελληνικό χρηματιστήριο και παράλληλα τρόπο διεύρυνσης των επιλογών των επενδυτών και των χρηματοδοτικών δυνατοτήτων των ελληνικών επιχειρήσεων.

Η εργασία αυτή περιέχει δώδεκα κεφάλαια. Στο 1^ο κεφάλαιο γίνεται μια ιστορική αναφορά του Χ.Α.Α. Επίσης αναφέρονται οι λόγοι που συνετέλεσαν στο να δημιουργηθούν χρηματιστήρια καθώς και που διακρίνονται τα χρηματιστήρια αυτά.

Στο 2^ο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση της λειτουργίας του χρηματιστηρίου. Επίσης αναλύεται η διοίκηση, το νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας καθώς και η εποπτεία του.

Στο 3^ο κεφάλαιο ασχολείται με την σπουδαιότητα του χρηματιστηρίου και αναλύει τους κύριους παράγοντες των εξελίξεων.

Στο 4^ο κεφάλαιο γίνεται συνοπτική περιγραφή των εταιρειών χαρτοφυλακίου καθώς και του χαρτοφυλακίου τίτλων.

Στο 5^ο κεφάλαιο πραγματοποιείται μια λεπτομερής αναφορά στο χρηματιστηριακό περιβάλλον. Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα μέλη του Χ.Α.Α., οι χρηματιστηριακοί φορείς οι δείκτες του χρηματιστηρίου, οι διάφορες χρηματιστηριακές εταιρείες, όπως και τα έντυπα του Χ.Α.Α.

Στο 6^ο και τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας μου επισημαίνονται οι αδυναμίες του Χ.Α.Α. και τα πρακτικά του οφέλη. Επίσης παρουσιάζονται οι δυνατότητες του Χ.Α.Α. και γίνεται μια αναφορά στον εκσυγχρονισμό του χρηματιστηρίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΞΙΩΝ

Α. Γενικά για τα χρηματιστήρια – Χ.Α.Α

(α) Ορισμός – Βασικές Έννοιες

Το χρηματιστήριο αποτελεί ίσως την πιο ιδιόμορφη μορφή αγοράς, που, αν και υπάρχει εδώ και αιώνες, λίγοι είναι αυτοί που γνωρίζουν τον λόγο ύπαρξης του και τον τρόπο λειτουργίας του.

Έτσι με τον όρο Χρηματιστήριο Αξιών (Stock – Exchange, Bourse de Valeurs) ή αγορά κινητών αξιών εννοούμε το δημόσιο χώρο όπου συγκεντρώνονται καθημερινά, διαπραγματεύονται και ανταλλάσσουν τα «Χ α ρ τ ι ά» τους οι προσφέροντες και ζητούντες κινητές αξίες. Αυτό επιτρέπει το σχηματισμό των τιμών (χρηματιστηριακή τιμή) των ήδη εισηγμένων στο χρηματιστήριο αξιών. Παράλληλα διευκολύνει τη ρευστοποίησή τους.

Επιστημονικά “τα χρηματιστήρια θεωρούνται ως οργανωμένες αγορές, συνήθως επίσημα από τα κράτη αναγνωριζόμενες, όπου συναντούνται οι ενδιαφερόμενοι για τη διενέργεια αγοραπωλησιών κινητών αξιών ή εμπορευμάτων”.

Το χρηματιστήριο ως συνθετικό μέρος της κεφαλαιαγοράς αποτελεί πηγή άντλησης μακροχρόνιων κεφαλαίων. Η πρόταση αυτή πρέπει να μας δημιουργεί την εντύπωση ότι οι επιχειρήσεις ή το κράτος στην προσπάθειά τους να βρουν τα αναγκαία κεφάλαια εκδίδουν μετοχές ή ομολογίες ή ακόμα και κρατικά δάνεια και “πηγαίνουν στο

χρηματιστήριο να τα πουλήσουν”. Στην πραγματικότητα όμως υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ της έκδοσης τίτλων και της εισαγωγής και διαπραγματεύσεώς τους στο χρηματιστήριο.

Ας δούμε την περίπτωση πιο αναλυτικά :

Η ενδιαφερόμενη οικονομική μονάδα για να πετύχει τα κεφάλαια που της χρειάζονται (ιδρυτικά κεφάλαια ή κεφάλαια επέκτασης του ήδη υπάρχοντος δυναμικού τους) καταφεύγει στην αποταμίευση του κοινού. Δεν μπορεί όμως να την ακολουθήσει (πλην εξαιρέσεων) και να την χρησιμοποιήσει απ’ ευθείας. Το κανάλι μέσω του οποίου η αποταμίευση διοχετεύεται προς τους κάθε είδους επενδυτές είναι οι τράπεζες και οι εξειδικευμένοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί. Από εκεί αντλεί η επιχείρηση τα αναγκαία κεφάλαια για την ίδρυση, λειτουργία, και επέκτασή της. Έτσι απευθύνεται :

- α. είτε στην χρηματαγορά που είναι η βασική πηγή εξεύρεσης βραχυ-χρόνιων κεφαλαίων,
- β. είτε στην κεφαλαιαγορά, που αποτελεί πηγή άντλησης μακροχρόνιων κεφαλαίων. Τρόπος αύξησης των κεφαλαίων μεγάλης χρονικής διάρκειας είναι η έκδοση και η διάθεση μετοχών και ομολογιών στο κοινό.

Η αγορά αυτή διακρίνεται στην *πρωτογενή* και στη *δευτερογενή* αγορά. Στην πρώτη, οι νέο-εκδιδόμενοι τίτλοι περνούν στα χέρια του αποταμιευτή [επενδυτή σε κινητές αξίες που μέσω τραπεζών ή άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων, δρουν σαν μεσολαβητές, ανάδοχοι, (UNDER – WRITERS) ανάμεσα στην επιχείρηση και στο επενδυτικό κοινό]. Μέσω αυτών των παραγόντων η αποταμίευση (επένδυση) διοχετεύεται στις οικονομικές μονάδες που θέλουν να επενδύσουν σε παραγωγικά μέσα και υπηρεσίες.

Οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές που παρεμβαίνουντας, φέρνουν σε επαφή την οικονομική μονάδα – πωλητή πρωτοεκδιδόμενων χρεογράφων με τον αποταμιευτή – αγοραστή, αποβλέπουν όπως είναι φυσικό σε κάποιο κέρδος. Το κέρδος αυτό προέρχεται :

- i. από την προμήθεια (μεσιτικά) των τραπεζών
- ii. και από την διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης και της τιμής αγοράς του τίτλου.

Ο διαμεσολαβητής πιστωτικός οργανισμός αγοράζει τις νέες εκδόσεις των επιχειρήσεων, ή αλλιώς, εγγυάται την τιμή τους. Μετά προσπαθεί, με τις εξειδικευμένες υπηρεσίες και το προσωπικό που διαθέτει, να “πλασάρει” στο κοινό, στους επενδυτές, σε παλαιούς και νέους πελάτες, και στην τιμή που έχει συμφωνηθεί και η οποία είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική τους αξία. Αν το πετύχει, όπως συνήθως συμβαίνει, πράγμα που δεν εξαρτάται μόνο από την ικανότητα του οργανισμού – μεσολαβητή (ανάδοχο) αλλά και από το κύρος και την οικονομική ευρωστία και προοπτικές της επιχείρησης, *κερδίζει*, την συμφωνημένη αμοιβή.

Διαφορετικά, σε περίπτωση δηλαδή που τα νέα αξιόγραφα δεν απορροφούνται από το κοινό, τους επενδυτές, αναγκάζεται ή να τα κρατήσει στο δικό του χαρτοφυλάκιο τίτλων ή να τα διαθέσει αργότερα σε αυξημένη ή μειωμένη, ανάλογα με τις συνθήκες αγοράς, τιμή, οπότε και κερδίζει ή ζημιώνει με την διαφορά της τιμής. Η εξέλιξη αυτή δεν επηρεάζει τη χρηματοδότηση της επιχείρησης η οποία έτσι ή αλλιώς έχει αντλήσει τα κεφάλαιά της από την ανάδοχο τράπεζα ή τον οργανισμό που έχει αναλάβει να προωθήσει τους τίτλους της. Αυτή την έννοια του *underwriting* έχει η εγγύηση να παρέχει ο μεσολαβητής οργανισμός στη διάθεση των νεοεκδιδόμενων τίτλων.

Η *Δευτερογενής αγορά* είναι το χρηματιστήριο. Εδώ γίνεται η διαπραγματεύση και ανταλλαγή αξιογράφων (αγορά και πώληση) που ήδη βρίσκονται στα χέρια του κοινού, που αποκτήθηκαν δηλαδή στην πρωτογενή αγορά. Όπως σ' όλες τις αγορές, έτσι και στο χρηματιστήριο αξιών έρχονται σε "άμεση" επαφή πωλητές και αγοραστές τίτλων. Η συμφωνία των δύο μερών δίνει τους εισηγμένους τίτλους μια κοινώς αποδεκτή τιμή, την χρηματιστηριακή τιμή του τίτλου.

Το χρηματιστήριο αξιών, *Δευτερογενής κεφαλαιαγορά*, έμμεσα βοηθάει (υ π ο β ο η θ ά) τη χρηματοδότηση των μακροχρόνιων επενδυτικών αναγκών της επιχείρησης, από την άποψη ότι κάνει τον τίτλο της ελκυστικό αφού του εξασφαλίζει την εμπορευσιμότητα της επένδυσης, δηλαδή μια γενικώς παραδεκτή τιμή και άμεση ρευστοποίησή του.

Η επιχείρηση, όπως αναφέρθηκε, ήδη, εκδίδει τις μετοχές ή τις ομολογίες της και προσπαθεί να τις διαθέσει στο κοινό μέσω του τραπεζικού συστήματος ή μεγάλων χρηματιστηριακών εταιριών. Η επιτυχία του εγχειρήματος αυτού εξαρτάται από το κατά πόσο η μετοχή γίνεται ελκυστική και ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις των ενδιαφερόμενων αποταμιευτών. Κατά πόσο δηλαδή ο νέο-εκδιδόμενος τίτλος μπορεί να εξασφαλίσει αποδοτικότητα, ασφάλεια, εμπορευσιμότητα, δηλ., δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης ώστε ο αποταμιευτής (επενδυτής) να ξαναπάρει στην κατοχή του τις οικονομίες, τα κεφάλαια που δέσμευσε αγοράζοντάς τον.

Το τρίπτυχο : απόδοση, ασφάλεια, εμπορευσιμότητα (ρευστοποίηση) κάνει τη μετοχή ή ομολογία να παρουσιάζεται περισσότερο ή λιγότερο ελκυστική στα μάτια των ενδιαφερόμενων επενδυτών. Η επιχείρηση που την εκδίδει, το οικονομικό της κύρος, μπορεί να εγγυηθεί ή να βεβαιώσει την αποδοτικότητα και την ασφάλεια των δεσμευμένων σε τίτλους κεφαλαίων. Τη δυνατότητα για άμεση ρευστοποίηση (και άρα άμεσα στην

ασφάλεια) μόνο το χρηματιστήριο μπορεί να εγγυηθεί.

Σημαντικό ρόλο για τον επενδυτή παίζει η ευκολία με την οποία μπορεί να ξαναπάρει στην κατοχή του τις οικονομίες του, σε περίπτωση που δεν επαληθευτούν οι προβλέψεις του, “που κάτι δεν πάει καλά”, μεταπουλώντας τους τίτλους του. Για παράδειγμα, βλέποντας ότι οι μετοχές του δεν παρουσιάζουν την αναμενόμενη αποδοτικότητα, “ξεφορτώνεται” στην αγορά και ξαναπαίρνει έτσι τα χρήματά του, τα οποία μπορεί να τα επενδύσει ή να τα χρησιμοποιήσει αλλού.

Συμπερασματικά, θα λέγαμε ότι το χρηματιστήριο είναι μια αγορά αξιών “από δεύτερο χέρι”, αφού οι πρωτοεμφανιζόμενες εκδόσεις περνάνε κατ’ ευθείαν από την επιχείρηση στα χέρια του κοινού, με διαμεσολαβητές φυσικά τις τράπεζες ή άλλους ειδικούς οργανισμούς (αναδόχους). Το χρηματιστήριο συμβάλλει μεν αλλά άμεσα στη χρηματοδότηση των παραγωγικών μονάδων καθιστώντας τα “χαρτιά” τους περισσότερο ελκυστικά και άρα επιτρέποντας μεγαλύτερη και ευκολότερη πρόσβαση στα μακροχρόνια κεφάλαια.

(β) Ιστορική αναδρομή

Τα περισσότερα χρηματιστήρια στον κόσμο είχαν σαν πρόδρομους κάποιες άτυπες αγορές, έτσι και το Αθηναϊκό, λειτουργούσε πάνω από το παλιό καφενείο της “ΩΡΑΙΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ” στην διασταύρωση Αιόλου και Ερμού, όπου υπήρχε η εμπορική λέσχη “ΕΡΜΗΣ”.

Η λέσχη αυτή είχε την έννοια του τόπου συνάντησης επιφανών Αθηναίων που σχολίαζαν τα τρέχοντα οικονομικά και πολιτικά θέματα.

Αρχικά οι συναλλαγές αφορούσαν τις πρώτες εκδόσεις των εθνικών δανείων, αργότερα όμως αυξήθηκαν ραγδαία μαζί με την ίδρυση των εταιριών του Λαυρίου και της Τράπεζας Βιομηχανικής και Πίστεως. Οι Ιστορικοί της εποχής δικαιολογούν την αύξηση αυτή των τιμών με μια

κρίση κερδοσκοπίας που είχε καταλάβει τους Αθηναίους. Επίσης κάποια στιγμή πίστεψαν, ειδικά λόγω της ίδρυσης της Εταιρίας του Λαυρίου που θεωρήθηκε ότι έκρυβε αμύθητους θησαυρούς, ότι θα μπορούσαν να πλουτίσουν “εν μια νυκτί”. Έτσι ξεκίνησε μια κατά πολλούς ανεπιτυχής κίνηση για τη δημιουργία μεταλλευτικών εταιριών. Την περίοδο αυτή εντάθηκε επίσης και η δημιουργία και η ίδρυση τραπεζών. Οι λόγοι που συντέλεσαν στην ανάπτυξη αυτή είναι :

- α. λόγω του ατελούς νομικού πλαισίου, της ισχυρής επιρροής που απαιτούσαν οι τραπεζίτες και των υψηλών περιθωρίων κέρδους
- β. και της έλλειψης ασφάλειας για τους καταθέτες.

Λίγο αργότερα, σαν συνέπεια της μείωσης της δραστηριότητας καθώς και των ευνοϊκών επιχειρηματικών προοπτικών, πολλοί επιφανείς ομογενείς γύρισαν στην Ελλάδα, τονώνοντας την οικονομία με τη δημιουργία Ναυτιλιακών, Εμπορικών και Ασφαλιστικών Εταιριών.

Συνέπεια όλων αυτών των γεγονότων ήταν η ίδρυση του χρηματιστηρίου Πειραιώς στις 22 Μαρτίου 1875, και η ίδρυση, το 1876 του χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ήδη από το 1873 η Κυβέρνηση Γ. Δεληγιώργη μελετούσε τη δημιουργία χρηματιστηρίου για τον περιορισμό της κερδοσκοπίας και την ανάπτυξη της ελεύθερης αγοράς χρεογράφων. Τελικά, όμως, η πραγματοποίηση έγινε τρία χρόνια αργότερα από τη κυβέρνηση Α. Κουμουνδούρου. Ο κανονισμός Λειτουργίας δημοσιεύτηκε στο ΦΕΚ 53 της 12/11 1876, ενώ ο πιο εξελιγμένος επέτρεπε τις συναλλαγές σε χρεόγραφα, συνάλλαγμα και εμπορεύματα δημοσιεύτηκε στο ΦΕΚ 13 της 11/1/1880.

Μέχρι να σταθεροποιηθεί στην οδό Σοφοκλέους 10, σε ακίνητο ιδιοκτησίας της Εθνικής Τράπεζας, το 1943, το χρηματιστήριο άλλαξε αρκετούς “τόπους κατοικίας”.

Έτσι ξεκίνησε στις 21 Μαΐου 1880 στην οικία Μελά στην πλατεία Κοτζιά. Έπειτα μέχρι το 1890 στεγάστηκε στην οικία Νοταρά και από το 1891 έως το 1943 στην οδό Πεσματζίου, προτού αποκτήσει την μέχρι σήμερα μόνιμη κατοικία του.

Οι πρώτες συναλλαγές που έλαβαν χώρα στο νεοσύστατο χρηματιστήριο αφορούσαν ομολογίες δανείων και μετοχές εταιριών. Οι ομολογίες εθνικών δανείων αφορούσαν τα πρώτα ομολογιακά δάνεια που σύναψε το κράτος για την κάλυψη παλαιότερων χρεών του και ταμειακών αναγκών.

Στις μετοχές εταιριών οι κυριότερες αφορούσαν την Εθνική τράπεζα Ελλάδος, τη Ναυτική τράπεζα ο Αρχάγγελος (ασφαλιστική εταιρία), τη Γενική Πιστωτική τράπεζα, την τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως, την Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρία (Λαυρεωτικός Όλυμπος), την μεταλλευτική Εταιρία “Περικλής”, την Μεταλλευτική Εταιρία “η Κήρυσης”, την Μεταλλουργική του Λαυρίου, την Ασφαλιστική Εταιρία “ο Φοίνιξ” και την Εθνική Ατμοπλοΐα Ελλάδος.

(γ) Διακρίσεις των Χρηματιστηρίων

Ανάλογα με τα αντικείμενα των συναλλαγών που γίνονται σ’ αυτά, τα Χρηματιστήρια διακρίνονται σε Αξιών (όπου γίνονται αγοραπωλησίες κινητών αξιών και κυρίως, μετοχών Ανώνυμων Εταιριών, κοινών και προνομιούχων, ομολόγων και ομολογιών δημοσίων δανείων ή ομολογιακών δανείων οργανισμών και επιχειρήσεων), Εμπορευμάτων (και κυρίως, ορισμένων, όπως θα δούμε παρακάτω), Ναύλων (και κυρίως φορτηγών ποντοπόρων πλοίων μεταφοράς ξηρού και υγρού φορτίου) κ.α.

Ανάλογα με το φορέα τους (αν είναι ιδιωτικός ή δημόσιος) τα Χρηματιστήρια αποτελούν ιδιωτικούς οργανισμούς (με τη μορφή ειδικής

ανώνυμης Εταιρίας) ή δημόσιους οργανισμούς (Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου – Ν.Π.Δ.Δ. που το διέπει ειδική νομοθεσία). Στην Ελλάδα το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι Ν.Π.Δ.Δ. που λειτουργεί όμως ως Ν.Π.Ι.Δ.

(δ) Χρησιμοποιούμενοι ξένοι όροι

Στις ξένες χώρες επικράτησαν οι εξής όροι :

Στη Γαλλία τα Χρηματιστήρια γενικά λέγονται bourses (και σπάνια marchés = αγορές), τα Χρηματιστήρια Αξιών bourses de valeurs (mobilières) και τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων bourses de marchandises ή bourses de commerce.

Στη Μεγ. Βρετανία και στις Η.Π.Α. τα Χρηματιστήρια γενικά λέγονται exchanges, τα Χρηματιστήρια Αξιών stock (ή securities) exchanges ή και stock markets και τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων commodities exchanges.

Στη Γερμανία χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι όροι Börsen και Märkte, Fond-Effekt- και Aktienbörsen και Warenbörsen.

Στην Ιταλία οι όροι που αντιστοιχούν είναι borse και mercati, borse valori και borse merci ή borse di commercio.

Σημειώνουμε ότι, η λέξη “bourse” βγήκε από το όνομα ενός Ολλανδού μεγαλέμπορου Βαν Ντερ Μπούρς (Van de Būrse) που ήταν εγκαταστημένος στο Brügge της Βόρειας Θάλασσας και χρησιμοποιούσε ως έμβλημα τρία βαλάντια που ήταν τοποθετημένα έξω από το σπίτι του, όπου γίνονταν συναλλαγές με Ενετούς.

(ε) Λόγοι δημιουργίας των Χρηματιστηρίων

Τα Χρηματιστήρια είναι δημιουργήματα της κεφαλαιοκρατικής (καπιταλιστικής) οικονομικής οργάνωσης.

Τα δημιούργησε, αφενός η επιδίωξη εξεύρεσης (και βραχυ-μεσοπρόθεσμων αλλά κυρίως) μακροπρόθεσμων κεφαλαίων (κεφαλαιαγορά) ή η ανάγκη για σύναψη αγοραπωλησιών μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων που βρίσκονται πολύ μακριά από τον τόπο διαπραγμάτευσής τους, ενώ απαιτούνταν γι' αυτά σοβαρά κεφάλαια και αφετέρου η (θεωρούμενη ως θεμιτή στον καπιταλισμό) τάση για κερδοσκοπία (εκμετάλλευση των δυνατοτήτων της αγοράς για την πραγματοποίηση κερδών).

Αυτοί οι λόγοι αποτέλεσαν τη γενεσιουργό αιτία δημιουργίας των Χρηματιστηρίων. Αλλά, την οργανωμένη μορφή τους την επέβαλλαν :

- ✓ η ταχύτητα διενέργειας των συναλλαγών,
- ✓ η αμεσότητά τους,
- ✓ η δημοσιότητα τους και
- ✓ η καθαρότητα των συναλλαγών.

Πραγματικά μόνο σε μια οργανωμένη αγορά, με όργανα λειτουργίας (μεσάζοντες), εξουσίας (διοίκηση) και ελέγχου (εποπτεία) θα ήταν δυνατό να εξασφαλίζονται οι παράγοντες αυτοί που αποτελούν το θεμέλιο των Χρηματιστηρίων : η ταχύτητα στις συναλλαγές (κλείσιμο συμφωνιών μέσα σε ελάχιστο χρόνο), η αμεσότητα (συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησης με εντολοδόχους που παίρνουν κατ' ευθείαν εντολές από τους ενδιαφερόμενους, χωρίς άλλες παρεμβάσεις), η δημοσιότητα (όλα γίνονται υπό άπλετο φως, δεν υπάρχουν σκοτεινές πλευρές, οι προτάσεις είτε για προσφορά είτε για ζήτηση και οι αποδοχές γίνονται μεγαλοφώνως, «εις επήκοον» πάντων των παρισταμένων) και η καθαρότητα των συναλλαγών (που την επιφέρουν οι τρεις προηγούμενοι παράγοντες, οι οποίοι, αν δεν αποκλείουν, περιορίζουν σημαντικά τα «τυχόν» βρώμικα παιχνίδια). Χωρίς να μπορεί κανείς απόλυτα και κατηγορηματικά να εξαιρέσει ορισμένες παρασκηνιακές ή και κακόβουλες δραστηριότητες (γι' αυτό υπάρχουν και ποινικά αδικήματα και κυρώσεις που απειλούνται γι' αυτά) τα Χρηματιστήρια παρέχουν

σοβαρότατες εγγυήσεις για την καθαρότητα των συναλλαγών που γίνονται σ' αυτά.

(στ) Ο ρόλος και η σημασία του Χ.Α.Α

Ο ρόλος και η σημασία του Χρηματιστηρίου (παρόλο που καλύπτουν πολλούς και διαφορετικούς τομείς), θα μπορούσαν να συνοψιστούν στους ακόλουθους τρεις :

- (α) κάνουν τις συναλλαγές ευκολότερες εφ' όσον οι ενδιαφερόμενοι για αγορά ή για πώληση αγαθών έχουν τη δυνατότητα να συγκεντρώνονται σε ορισμένο χώρο και χρόνο, ή να είναι συνδεδεμένοι στο ίδιο σύστημα συναλλαγών ή οι εντολές των συναντώνται κάτω από το ίδιο σύστημα όπου γίνεται η ταύτιση και η επιβεβαίωση.
- (β) Αποφεύγεται ο κίνδυνος δημιουργίας τεχνητών τιμών, εφ' όσον με βάση το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης επιτρέπεται η ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών.
- (γ) Συμβάλλουν στην τόνωση της παραγωγής και γενικότερα στην ανάπτυξη μιας χώρας, αφού από τη μια δίνουν την ευκαιρία στις εταιρίες "να βρουν τα κεφάλαια από την αποταμίευση" και από την άλλη βοηθούν "τους αποταμιευτές να επενδύσουν το προϊόν της αποταμίευσής τους σε τίτλους με την προσδοκία του κέρδους".

Οι ιδιομορφίες των χρηματιστηρίων προκαθορίζονται σε μεγάλο βαθμό από την "εκ γενετής" ιδιαιτερότητά τους.

Αναλυτικότερα :

- α) Τα προϊόντα των αγοραπωλησιών, είτε μιλάμε για κινητές αξίες, είτε

για εμπορεύματα είναι υλικώς απόντα, την ώρα της συναλλαγής. Είναι γνωστό το είδος των αγαθών της συναλλαγής αλλά όχι τα ίδια τα αγαθά.

- β) Οι αγορές και οι πωλήσεις αφορούν “αντικαταστατά πράγματα”.
- γ) Οι τιμές των αγαθών, οι οποίες κατευθύνουν όχι μόνο τους ενδιαφερόμενους στο χρηματιστήριο αλλά γενικά κάθε ενδιαφερόμενο με οποιοδήποτε τρόπο στο αυτόματο σύστημα συναλλαγών, αξιών και εμπορευμάτων.
- δ) Στο πλαίσιο της ιδιότητας της δημοσιότητας, εκδίδονται καθημερινά Δελτία Τιμών (ανώτατη, κατώτατη, τιμή κλεισίματος στις ώρες λειτουργίας του χρηματιστηρίου), και ακόμα με αναφορά στον αριθμό των καθημερινών αγοραπωλησιών σε κομμάτια μετοχών καθώς και τα ποσά που δαπανήθηκαν γι’ αυτές.

(ζ) Ο σκοπός και η σημασία του ΧΑΑ

- α) Στο ΧΑΑ και μέσω αυτού στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό καταφεύγουν οι επιχειρήσεις με την έκδοση μετοχών η ομολογιών (ομολογιακών δανείων) για την άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων (επέκταση δραστηριότητας και εκσυγχρονισμού εξοπλισμού και εγκαταστάσεων κλπ).

Έτσι, αποφεύγεται η προσφυγή των επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό που είναι δαπανηρότερος και πολλές φορές πολύ πιεστικός διότι πρέπει να καταβληθούν οι τόκοι και να επιστραφεί ένα μέρος του δανειζόμενου κεφαλαίου (τοκοχρεωλύσιο) σε τακτά χρονικά διαστήματα ανεξάρτητα από την πραγματοποίηση κερδών από τις δανειζόμενες επιχειρήσεις.

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

Οι αγοραπωλησίες των χρεογράφων εκφράζουν μια συγκεκριμένη κρίση για την αξία και τις προοπτικές των διαφόρων εταιριών. Οι εταιρίες, οι προοπτικές των οποίων έχουν κριθεί ευνοϊκά από τους επενδυτές, πράγμα που διευκολύνει τις χρηματοδοτήσεις νέων επενδύσεων και τη δυναμική ανάπτυξή τους, για να γίνουν ανταγωνιστικές στο διεθνή χώρο.

Συνεπώς στο ΧΑΑ επιτυγχάνεται η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και η διάδοση των κινητών αξιών στο ευρύ αποταμιευτικό και γενικότερο επενδυτικό κοινό, πράγμα που συμβάλλει στην γρήγορη ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας και στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του λαού της.

Ορθά έχει υποστηριχθεί από πολλούς ότι η υγιής ανάπτυξη του ΧΑΑ αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την οικονομική ανάπτυξη της Χώρας και αποτελεί ένα δείκτη τόσο της οικονομικής ανάπτυξης όσο και της κοινωνικής προόδου μιας Χώρας.

(η) Γενικά για την λειτουργία των Χρηματιστηρίων Αξιών

Η λειτουργία όλων των Χρηματιστηρίων Αξιών στηρίζεται σε μία διαδικασία στην οποία οι κύριοι παράγοντες είναι (1) οι χρηματιστές, που (πρέπει να) έχουν ειδική μόρφωση και πείρα και που μεσολαβούν στην κατάρτιση συμβάσεων αγοραπωλησιών για λογαριασμό των πελατών τους, τις οποίες (συμβάσεις) καταρτίζουν στο όνομά τους, (2) οι πελάτες που δίνουν εντολές στους χρηματιστές να προβούν σε αγορές ή πωλήσεις κινητών αξιών, και (3) η διοίκηση του οργανισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών που σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία ή και τον κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών εποπτεύει για την εύρυθμη λειτουργία του. Εκεί που τα Χρηματιστήρια Αξιών ανήκουν στο δημόσιο τομέα, υπάρχει και 4^{ος} παράγοντας, που αντιστοιχεί στην κρατική παρέμβαση και εποπτεία επί του Χρηματιστηρίου Αξιών. Η παρέμβαση αυτή και εποπτεία δικαιολογείται από το γεγονός ότι ένα από τα σοβαρότερα κίνητρα των χρηματ/κών συναλλαγών είναι η κερδοσκοπία, η οποία πρέπει να βρίσκεται σε ορισμένα πλαίσια και να μην φτάνει σε παρανομίες, που είναι πιθανό να τις πληρώνουν με ζημιές, ανυποψίαστα και από την πρόθεση της τοποθέτηση χρημάτων, με προσδοκίες, κινούμενα άτομα. Γι' αυτό το λόγο και οι νομοθεσίες των κρατών όπου λειτουργούν Χρηματιστήρια Αξιών προνοούν για την πρόληψη δυσάρεστων καταστάσεων, όπως και για τον ποινικό και πειθαρχικό κολασμό ορισμένων πράξεων. Αλλά και τα ειδικά όργανα του δημοσίου που ορίζονται για να παραλαμβάνουν τέτοιες καταστάσεις έχουν στραμμένη την προσοχή τους στην προσπάθεια για την ομαλή λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών και την εξασφάλιση των συναλλασσομένων σ' αυτό.

Αναφέραμε ότι οι αγοραπωλησίες επί κινητών αξιών γίνονται στο όνομα των χρηματιστών που μεσολαβούν και είναι φορείς εντολών

πελατών τους, για την αγορά ή την πώληση τίτλων. Αυτό δικαιολογείται γιατί οι πελάτες και πολλοί είναι και άγνωστοι μεταξύ τους και δύσκολα θα μπορούσαν να συνεννοηθούν.

Τα αντικείμενα των χρηματ/κών συναλλαγών ορίζονται από την κείμενη σχετική νομοθεσία ή από τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών. Αυτά πρέπει να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις για να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών και να είναι αντικείμενα συναλλαγών. Εισαγωγή μιας αξίας στο χρηματιστήριο Αξιών σημαίνει ότι αυτή παίρνει την ιδιότητα του χρηματιστηριακού πράγματος. Η απόφαση για την εισαγωγή ανήκει στην διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών. Αυτό κρίνει αν πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής, με την έννοια ότι εξετάζει τους λόγους εισαγωγής, το φορέα της κινητής αξίας, το ενδιαφέρον για την εισαγωγή, τις προοπτικές κ.α. Συνήθως τίθενται όροι που αφορούν τους εκδότες των κινητών αξιών, ομολογιών και μετοχών.

Η κείμενη νομοθεσία ή το καταστατικό του Χρηματιστηρίου Αξιών ορίζει και τις επιτρεπόμενες μορφές χρηματ/κών συμβάσεων. Οι πιο συνηθισμένες μορφές είναι :

- (1) Η αγοραπωλησία τοις μετρητοίς. Είναι η πιο απλή και γρήγορη, γιατί από τη σύναψη ως την εκτέλεση της σύμβασης το χρονικό διάστημα είναι μικρό.
- (2) Η αγοραπωλησία «επί προθεσμία». Σ' αυτή, ο χρόνος σύναψης της σύμβασης και ο χρόνος εκτέλεσής της απέχουν αρκετά. Μ' αυτή πετυχαίνονται δύο στόχοι : αφενός ο αγοραστής δεν καταβάλλει αμέσως το τίμημα των κινητών αξιών που «κλείνει» και αφετέρου γεννιέται η προσδοκία ότι στο μεταξύ χρονικό διάστημα θα υπάρξει ευνοϊκή διαμόρφωση της τιμής .
- (3) Η (εξ)ασφαλιστική σύμβαση πρόκειται για επιμέρους μορφή αγοραπωλησίας με προθεσμία, με τη διαφορά ότι αυτή δεν είναι υποχρεωτική από την αρχή και γίνεται υποχρεωτική όταν ο ένας από

τους συμβαλλόμενους, ο οποίος έχει δικαίωμα επιλογής (optio) έναντι κάποιου ανταλλάγματος που παραχώρησε στον άλλο συμβαλλόμενο, δηλώνει ότι επιθυμεί την εκτέλεση της σύμβασης.

Ειδικότερες μορφές ασφαλιστικών συμβάσεων είναι οι εξής τρεις :

(1) Η αγοραπωλησία «επί δώρω». Ο αγοραστής ή πωλητής που έχει optio για να γίνει υποχρεωτική η σύμβαση, δίνει ως αντάλλαγμα (δώρο) στον άλλο συμβαλλόμενο ένα χρηματικό ποσό. (2) Η αγοραπωλησία «επί διπλασιασμού ή πολλαπλασιασμού». Αυτή είναι από την αρχή υποχρεωτική για το υπόλοιπο, όταν ο αγοραστής ή πωλητής που έχει optio, κάνει σχετική δήλωση. Ο διπλασιασμός ή πολλαπλασιασμός σημαίνει ότι ο αγοραστής θα έχει δικαίωμα ν' αγοράσει διπλάσιο ή πολλαπλάσιο αριθμό κινητών αξιών ή ο πωλητής να πουλήσει το διπλάσιο ή πολλαπλάσιο αριθμό κινητών αξιών. Το αντάλλαγμα που παρέχει στον άλλο συμβαλλόμενο ο αγοραστής ή πωλητής που έχει την optio έγκειται στην ευνοϊκότερη τιμή αγοράς ή πώλησης σε σχέση με την τρέχουσα τιμή. (3) Το Stollage πρόκειται για ιδιόμορφη, αντίστροφη προθεσμιακή, διττή αγοραπωλησία, κατά την οποία ο αγοραστής στη μία είναι πωλητής στην άλλη, με τους ίδιους ακριβώς όρους ως προς την ποσότητα και την αξία των τίτλων και την προθεσμία εκτέλεσης των πράξεων. Στη σύμβαση, που δεν έχει υποχρεωτικό χαρακτήρα ούτε για τον ένα ούτε για τον άλλο συμβαλλόμενο, δίνεται optio στον ένα από τους δύο να την κάνει υποχρεωτική με σχετική δήλωσή του, προσφέροντας ως αντάλλαγμα (δώρο) στον άλλο συμβαλλόμενο ένα χρηματικό ποσό.

(4) Σύμβαση μεταφοράς. Σ' αυτή, ο ένας συμβαλλόμενος παραδίδει στον άλλο μία ποσότητα κινητών αξιών, εισπράττοντας το τίμημά τους στην τρέχουσα τιμή τους. Μετά από ένα χρονικό διάστημα, ο πρώτος συμβαλλόμενος επιστρέφει στο δεύτερο τα χρήματα, τα οποία ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς ως προς την προσφορά και την

ζήτηση τίτλων για συναλλαγές αυτής της μορφής, είτε είναι ίσα μ' αυτά που είχε εισπράξει, είτε είναι περισσότερα από κείνα, είτε είναι λιγότερα και παίρνει πίσω τις κινητές αξίες. Η μορφή αυτή συναλλαγής πλησιάζει προς αυτή του δανείου με ενέχυρο κινητών αξιών ή της αγοραπωλησίας με «εξώνηση» και γίνεται, είτε για να εξυπηρετηθεί κάποιος που έχει ανάγκη από ρευστό, είτε για να δανείσει χρήματα για ένα χρονικό διάστημα.

Οι χρηματ/κές συναλλαγές γίνονται σε «συνεδριάσεις του χρηματιστηρίου» που πραγματοποιούνται στις εργάσιμες ημέρες και σε καθορισμένες ώρες μέσα στην αίθουσα των συναλλαγών είναι κατασκευασμένο ένα κυκλικό κιγκλίδωμα γύρω από το οποίο συγκεντρώνονται οι χρηματιστές ήτοι (νόμιμα και δικαιούμενα) απ' αυτούς εξουσιοδοτημένα πρόσωπα. Η σύναψη των συμβάσεων γίνεται με εκφώνηση και αντιφώνηση. Μ' αυτό τον τρόπο γίνεται δημοσίως ο ανταγωνισμός και διαμορφώνονται σε γνώση όλων οι τιμές. Στην αίθουσα συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών είναι τοποθετημένος ένας τεράστιος πίνακας στον οποίο, σταθερά μεν αναγράφονται οι κινητές αξίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών και αποτελούν αντικείμενα συναλλαγών, σε ειδική δε στήλη, παραπλεύρως της κάθε αξίας σημειώνεται η τιμή τους όπως διαμορφώνεται στη διάρκεια των ωρών λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών. Έτσι, όχι μόνο ακουστικά, αλλά και οπτικά γίνονται γνωστές οι διακυμάνσεις τιμών.

Οι τιμές των κινητών αξιών του Χρηματιστηρίου Αξιών διακρίνονται ως εξής : (1) Τιμή ανοίγματος. Είναι η πρώτη τιμή στην οποία γίνεται συναλλαγή για κάθε κινητή αξία, σε μία συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου Αξιών. (2) Τιμή «τοις μετρητοίς». Είναι η τιμή για συναλλαγές τοις μετρητοίς. (3) Τιμές «επί προθεσμία» ή προθεσμιακές. Είναι οι τιμές για προθεσμιακές συναλλαγές. (4) Τιμές συμψηφισμού. Είναι συμβατικές τιμές που καθορίζονται από τη διοίκηση του Χρηματι-

στηρίου Αξιών για να γίνει βάσει αυτών ένας συμψηφισμός. Κάθε μέρα, μετά τη λήξη της συνεδρίασης, τα Χρηματιστήρια Αξιών εκδίδουν επίσημο Δελτίο Τιμών, στο οποίο δίνεται μεγάλη δημοσιότητα.

Ως προς τη χρονική εκτέλεση των χρηματ/κών συμβάσεων ισχύουν τα εξής : Οι αγοραπωλησίες τοις μετρητοίς διακανονίζονται αμέσως και η εκκαθάριση των λογαριασμών (πρέπει να) γίνεται την επόμενη εργάσιμη ημέρα από τη συμφωνία και πριν την έναρξη της συνεδρίασης. Οι αγοραπωλησίες «επί προθεσμία» εκτελούνται στο τέλος της τρέχουσας 15θήμερης περιόδου, ανεξάρτητα από την ημέρα κατά την οποία γίνονται οι πράξεις μέσα στην περίοδο αυτή.

Περιορισμός των κινδύνων που απειλούν τις συναλλαγές : επειδή οι αυξομειώσεις των τιμών των κινητών αξιών στα Χρηματιστήρια Αξιών δημιουργούν κάποια προβλήματα και κινδύνους ως προς την ολοκλήρωση των συμβάσεων, σε ορισμένα Χρηματιστήρια Αξιών παίρνοντας μέτρα για την αποτροπή ή τον περιορισμό αυτών των κινδύνων.

Τέτοια μέτρα είναι (1) η παράδοση ενός χρηματικού ποσού ή μιας ποσότητας τίτλων στο χρηματιστή που μεσολαβεί στη συναλλαγή, ως περιθώριο ασφαλείας για την κανονική εκτέλεση της σύμβασης, (2) η κατάθεση της διαφοράς που προέκυψε από μία συναλλαγή, λόγω διαφοροποίησης των τιμών και (3) η κατάθεση χρηματικής εγγύησης από το χρηματιστή, που χρησιμοποιείται αν και όταν αυτός βρεθεί σε αδυναμία να εκπληρώσει την υποχρέωσή του.

Η εκκαθάριση των συναπτόμενων χρηματιστηριακών συμβάσεων μεταξύ των χρηματιστών γίνεται συνήθως μέσω «Γραφείων Εκκαθαρίσεων» που λειτουργούν στα Χρηματιστήρια Αξιών με συμψηφισμό χαρακτήρα. Έτσι εξασφαλίζεται η απλότητα και η ταχύτητα στις εκκαθαρίσεις μεταξύ των χρηματιστών που έχουν αμοιβαίες οφειλές και απαιτήσεις.

(θ) Τα σημαντικότερα Χρηματιστήρια Αξιών του κόσμου

Αυτά είναι κατά σειρά (με βάση τον όγκο των συναλλαγών) τα Χρηματιστήρια Αξιών της Νέας Υόρκης, του Τόκιο, του Λονδίνου, της Φρανκφούρτης, της Ζυρίχης, του Παρισιού, των Βρυξελλών, του Μιλάνου και του Άμστερνταμ.

Οι κυριότεροι δείκτες τιμών χρηματιστηριακών αξιών είναι ο Down Jones της Ν. Υόρκης, των Financial Times Stock Exchange 100 του Λονδίνου, ο Nikkei A.Y.G του Τόκιο και FAZ Aktien της Φρανκφούρτης.

Το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου άρχισε να λειτουργεί από το 1773, όταν στα καφενεία της Βρετανικής πρωτεύουσας γίνονταν άτυπες και ανεπίσημες συναλλαγές. Ο πλήρης τίτλος του σήμερα είναι International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland. (Διεθνές Χρηματιστήριο Αξιών του Ηνωμένου Βασιλείου και της Δημοκρατίας της Ιρλανδίας). Είναι ιδιωτικός οργανισμός, διέπεται από Κανονισμό, διοικείται από Συμβούλιο και λειτουργεί με computers. Απ' αυτό εκδίδεται αυτοματοποιημένο Δελτίο Τιμών Κινητών Αξιών (Stock Exchange Automated Quotation - S.E.A.Q.). Μέχρι τον Οκτώβριο του 1986 τα μέλη του διαιρούνταν σε jobbers ή dealers, που ήταν έμποροι τίτλων, αλλά δεν είχαν το δικαίωμα να συναλλάσσονται απ' ευθείας με το κοινό και σε stockbrokers (μεσίτες χρηματιστηρίου). Από τότε κάθε μέλος μπορεί να συναλλάσσεται ελεύθερα με το κοινό. Στις 31-12-86 οι αξίες που ήταν εισηγμένες στο κύριο Χρηματιστήριο Αξιών Λονδίνου ανέρχονταν σε 6.744. και ο κύκλος εργασιών του Χρηματιστηρίου Αξιών στο 570.310.400 εκατομ. λιρών Αγγλίας.

Το χρηματιστήριο Αξιών Ν. Υόρκης από την ίδρυσή του, το 1972, είναι εγκαταστημένο στη Wall Street, αποτελεί ιδιωτικό οργανισμό, τα μέλη του οποίου έχουν το αποκλειστικό προνόμιο διενέργειας χρηματ/κών πράξεων. Τη λειτουργία του ρυθμίζει η Securities and Exchange

Commission (S.E.C.). Τα μέλη τους διακρίνονται σε dealers ή traders που εμπορεύονται τίτλους ενεργώντας για λογαριασμό τους και σε brokers (μεσίτες). Στις Η.Π.Α., μετά το 1982, παρουσιάζει αύξηση συναλλαγών το Χρηματιστήριο του Σικάγου.

Στο Χρηματιστήριο Αξιών του Παρισιού, οι χρηματιστές του Παρισιού, του Μπορντώ, της Λυών, της Λιλ, της Μασσαλίας, της Ναντ και της Τουλούζ έχουν το αποκλειστικό δικαίωμα διενέργειας συναλλαγών.

B. Χρηματιστήρια εμπορευμάτων, ναύλων, εργασίας και έργων τέχνης.

(α) Χρηματιστήρια εμπορευμάτων

Πρόκειται για οργανωμένες αγορές, στις οποίες με όρους σαφείς γίνονται συναλλαγές επί ορισμένων εμπορευμάτων. Διακρίνονται σε «Γενικά Χρηματιστήρια» στα οποία γίνονται αγοραπωλησίες διάφορων εμπορευμάτων και «Ειδικά Χρηματιστήρια» όπου γίνονται συναλλαγές σε μόνο ένα είδος (σιτηρά, ζάχαρη, πετρέλαιο, καφές, κ.λ.π.). Σήμερα τα περισσότερα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων έχουν εξειδικευθεί σε ένα ή σε περιορισμένο αριθμό εμπορευμάτων.

Τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων σε άλλες χώρες (όπως στην Ελλάδα) λειτουργούν υπό την άμεση κρατική ρύθμιση και εποπτεία, ως Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου - Ν.Π.Δ.Δ. και σε άλλες χώρες (Μεγ. Βρετανία, Η.Π.Α.) ως ελεύθεροι ιδιωτικοί οργανισμοί.

Τα *σημαντικότερα* Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων στον κόσμο, κατά κατηγορία εμπορευμάτων είναι τα εξής :

Για τα αποικιακά (ζάχαρη, καφέ, κακάο), της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου.

Για τα δημητριακά : για τα σιτάρια, του Σικάγου και του Λονδίνου, για τα κριθάρια του Λονδίνου, για το καλαμπόκι, τη βρώμη και τη σόγια, του Σικάγου και για τη σίκαλη του Winnipeg.

Για τις υφαντικές ύλες : για το βαμβάκι του Λίβερπουλ και της Νέας Υόρκης, για το μαλλί του Σίδνεϋ και του Μπράντφορντ.

Για το μετάξι, της Γιοκοχάμα.

Για το ρύζι, της Μπανγκόκ.

Για τις πατάτες, του Λονδίνου

Για το ελαστικό, του Λονδίνου, της Σγκαπούρης και του Τόκιο.

Για την ξυλεία, του Σικάγου.

Για το πετρέλαιο, του Λονδίνου και του Ντουμπάι.

Για τα έλαια : Για το σογιέλαιο, του Σικάγου και του Λονδίνου. Για τα ιχθυέλαια, του Λονδίνου. Για το λινέλαιο, ηλιέλαιο και αραχιδέλαιο, του Ρότερνταμ. Για το βαμβακέλαιο και το καλαμποκέλαιο, της Νέας Υόρκης.

Για τα μέταλλα : Γενικά για τα μέταλλα τα σημαντικότερα Χρηματιστήρια θεωρούνται του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και του Χονγκ-Κονγκ. Για το χρυσό, του Λονδίνου, του Παρισιού, της Νέας Υόρκης, της Ζυρίχης και του Χονγκ-Κονγκ. Για τα βασικά μέταλλα (χαλκός, μόλυβδος, ψευδάργυρος, αλουμίνιο, νικέλιο, κασσίτερος), του Λονδίνου.

Τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων, παρόλο ότι στο εξωτερικό (και σε ορισμένα εμπορεύματα, ιδιαίτερα) παίζουν ένα σημαντικό ρόλο (στη χώρα μας ο ρόλος αυτός είναι πολύ περιορισμένος) δεν φτάνουν στη σημασία τα Χρηματιστήρια Αξιών. Θεσπίστηκαν για τη διευκόλυνση των

αγοραπωλησιών, ανεξαρτήτως τόπου όπου βρίσκονται τα αγαθά, για την κατοχύρωση των συναλλαγών και την ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών τους με βάση το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης.

Στη χώρα μας, με το Ν.Δ. της 2/10-11-1923 «περί Χρηματιστηρίων Εμπορευμάτων» παρασχέθηκε η δυνατότητα ίδρυσης Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων σε πόλεις που έχουν πληθυσμό ανώτερο των 50.000 κατοίκων και που αποτελούν έδρα Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου.

Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, στις 3-12-1924 ιδρύθηκε στον Πειραιά το πρώτο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων και το 1925, ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων Θεσσαλονίκης.

Στα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων την άμεση εποπτεία ασκούν τα αντίστοιχα Εμπορικά και Βιομηχανικά Επιμελητήρια και την ανώτερη εποπτεία το Υπουργείο Εμπορίου.

Τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων διοικούνται από 9μελή Επιτροπεία, με 2ετή θητεία, (τα 5 μέλη είναι τακτικά και τα 4 αναπληρωματικά) ανάμεσα στα μέλη της οποίας εκλέγεται ο Πρόεδρος, ο Αντιπρόεδρος και ο Γραμματέας της.

Μέλη των Χρηματιστηρίων Εμπορευμάτων είναι οι έμποροι και βιομήχανοι (φυσικά και νομικά πρόσωπα, δηλ. εταιρίες) που είναι και μέλη των αντίστοιχων Ε.Β.Ε. και οι μεσίτες του Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων. Τα μέλη του Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων απαρτίζουν τη Γενική Συνέλευση που εκλέγει τους 2 μεσίτες – τακτικά μέλη της Επιτροπείας (τα 3 άλλα τακτικά μέλη υποδεικνύονται από τα Ε.Β.Ε.).

Οι μεσίτες του Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων διορίζονται με υπουργική απόφαση, μετά από πρόταση της Επιτροπείας. Γι να διοριστεί κάποιος μεσίτης πρέπει να είναι έλληνας πολίτης, να έχει πλήρη αστικά και πολιτικά δικαιώματα, να έχει συμπληρώσει το 25^ο έτος της ηλικίας του και να έχει εργαστεί επί 2ετία τουλάχιστον ως μεσίτης στην αγορά

των Αθηνών, του Πειραιά ή της Θεσσαλονίκης ή ως βοηθός μεσίτη Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων επί 1 έτος. Ο μεσίτης υποχρεούται σε κατάθεση εγγύησης. Ο συνολικός αριθμός των μεσιτών ορίζεται με τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου. Ο μεσίτης μπορεί να απολυθεί επίσης με υπουργική πράξη, αν υποπέσει σε ορισμένα ποινικά ή πειθαρχικά αδικήματα, αν πτωχεύσει ή αν τεθεί υπό απαγόρευση. Ο μεσίτης τηρεί υποχρεωτικά ορισμένα βιβλία (ημερολόγιο, σημειωματάριο, βιβλίο απογραφής) που έχουν αποδεικτική δύναμη. Ο μεσίτης απαγορεύεται να ενεργεί εμπορικές πράξεις για δικό του λογαριασμό (αμέσως ή εμμέσως) και να είναι υπάλληλος σε οποιαδήποτε επιχείρηση. Τα μεσιτικά δικαιώματα καθορίζονται με υπουργική πράξη.

Τα εμπορεύματα που αποτελούν «χρηματιστηριακά πράγματα» ορίζονται με Π.Δ. που εκδίδεται μετά από γνωμοδότηση του οικείου Ε.Β.Ε. Με το Διάταγμα που εκδόθηκε ορίστηκαν τα εμπορεύματα αυτά (δημητριακά, λίπη, μεταλλεύματα, πετρέλαια, έλαια-σπορέλαια, αποικιακά, χημικά προϊόντα, υφάσματα, ξυλεία, ξηροί καρποί, οينوπνευματώδη κ.α.) και τα αντίστοιχα μεσιτικά δικαιώματα (που κυμαίνονται αρχικά από 0,50-1%) τα οποία καταβάλλονται μισά-μισά από τους συμβαλλόμενους.

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές διακρίνονται αφενός σε χωρίς και αφετέρου με χρηματιστηριακή προθεσμία.

Στις πρώτες ανήκουν οι συναλλαγές, (1) με άμεση παράδοση του εμπορεύματος, (2) για φορτίο που βρίσκεται σε πλοίο, «εν πλω», (3) για φορτίο φορτωμένο, (4) με μελλοντική παράδοση.

Οι συναλλαγές με χρηματιστηριακή προθεσμία και με δώρο διέπονται από ειδικό κανονισμό.

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές είναι δυνατό να καταρτίζονται απ' ευθείας από τους συμβαλλόμενους ή με μεσίτες. Αυτές

καταχωρούνται σε ειδικό βιβλίο συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων.

Το Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων εκδίδει ημερήσιο Δελτίο Τιμών (που καταρτίζεται από 5 μεσίτες του) το οποίο δημοσιεύεται στον ημερήσιο οικονομικό τύπο (και σε ορισμένες ημερήσιες πολιτικές εφημερίδες).

Με το Π.Δ. 637/77 συστήθηκαν μόνιμες επιτροπές διαιτησίας στα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων Πειραιά και Θεσσαλονίκης.

(β) Χρηματιστήρια Ναύλων

Συνήθως τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων είναι και Χρηματιστήρια Ναύλων (ή ακόμα και ασφαλίσεων και αποθηκεύσεων). Και στη χώρα μας, το Διάταγμα που καθόρισε τα εμπορεύματα που αποτελούν «χρηματιστηριακά πράγματα» περιλάμβανε τόσο τις ναυλώσεις, όσο και τις ασφαλίσεις.

Στον κόσμο υπάρχει ένα σημαντικότατο (και αναγνωριζόμενο ως μέγιστο) Χρηματιστήριο Ναύλων. Πρόκειται για το Baltic Mercantile and Shipping Exchange (συνήθως αποκαλούμενο «Μπόλτικ») του Λονδίνου, το οποίο αποτελεί τη βασική παγκόσμια οργανωμένη αγορά ναύλων, με τόσο διεθνές κύρος, ώστε συγκεντρώνει πάνω από 80% (για ορισμένους το 90%) των συμφωνιών για θαλάσσιες μεταφορές (ξηρών και υγρών) φορτίων, δηλ. για ναυλώσεις.

Το Baltic Mercantile and Shipping Exchange ιδρύθηκε το 1903 και έχει περίπου 2.500 ναυλομεσίτες (ship - και freight - brokers) που έχουν ως έμβλημά τους μια αρχή : “our word is our bond” (ο λόγος μας είναι συμβόλαιο). Στη μεγάλη αίθουσα στο «πάτωμα» (floor) ενός τεράστιου κτιρίου στο Σίτυ, που λειτουργεί από Δευτέρα ως Παρασκευή και στις

ώρες 10.00-16.30 συναντώνται μεσίτες που εκπροσωπούν τους φορτωτές-ναυλωτές από τη μια που έχουν φορτία για μεταφορά και πλοιοκτήτες ή εφοπλιστές (εκναυλωτές) που διαθέτουν χωρητικότητα πλοίων για την πραγματοποίηση θαλάσσιων μεταφορών από την άλλη · η δε διαδικασία της διαπραγμάτευσης των ναυλώσεων είναι απλή και γρήγορη. Το «Μπώλτικ» διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο, τα μέλη του Μπώλτικ είναι άτομα με ιθαγένεια ενός από τα κράτη της Κοινοπολιτείας ή ξένοι μετά από συνεχή παραμονή 3 ετών στο Ηνωμένο Βασίλειο και εταιρίες εγκατεστημένες σ' αυτό. Τα μέλη διακρίνονται σε ενεργά, επίτιμα, σε σύνταξη, δόκιμα και πρόσεδρα (με ξένη υπηκοότητα).

Εδώ και 20 χρόνια γίνονται συζητήσεις για τη δημιουργία ενός Χρηματιστηρίου Ναύλων στον Πειραιά, για ναυλώσεις Μεσογειακών Φορτηγών Πλοίων (πλοίων από 3-6.000 τόνους που εκτελούν μεταφορές μεταξύ λιμένων της Μεσογείου). Δυστυχώς μέχρι τον Ιούλιο 1990, οι συζητήσεις αυτές (αν και είχαν προηγηθεί και σχετικές μελέτες) δεν απέδωσαν καρπούς.

(γ) Χρηματιστήρια εργασίας (*bourses de travail*)

Το 1845 ο διευθυντής της γαλλικής έκδοσης «Εφημερίδα των οικονομολόγων» Γουστ. Μυλινάρι (1819 – 1911) διατύπωσε την άποψη της δημιουργίας ενός ιδρύματος όπου άνεργοι που θα έψαχναν για απασχόληση από τη μια και εργοδότες που θα αναζητούσαν εργατικά χέρια, από την άλλη, θα μπορούσαν να συναντώνται και συνάπτουν συμβάσεις εργασίας.

Το 1875 το Δημοτικό Συμβούλιο του Παρισιού υιοθέτησε ένα κείμενο για την ίδρυση Χρηματιστηρίου Εργασίας, το οποίο όμως συστήθηκε το 1887. Ακολούθησε η σύσταση και άλλων τέτοιων

Χρηματιστηρίων τα οποία είχαν ως αντικείμενο διαπραγμάτευσης τους όρους εργασίας (πρόσληψη, εκπαίδευση, τεκμηρίωση, απεργίες και κινητοποιήσεις). Αυτά τα χρηματιστήρια ποτέ δε λειτούργησαν ολοκληρωμένα και κατέληξαν να είναι «γραφεία εύρεσης εργασίας» ελεγχόμενα από τα εργατικά συνδικάτα.

(δ) Χρηματιστήρια έργων τέχνης

Πρόκειται για ιδιωτικούς οργανισμούς οι οποίοι λειτουργούν με βάση ένα Καταστατικό που καθορίζει τα δικαιώματα, τις υποχρεώσεις και τους όρους των συναλλαγών, των σχετικών με έργα τέχνης. Ορισμένα λειτουργούν και άτυπα (ως χώροι διενέργειας δημόσιων δημοπρασιών έργων τέχνης). Η ιδιομορφία τους έγκειται αφενός στη μορφή της οργάνωσής τους και αφετέρου στο ότι για κάθε έργο τέχνης διαμορφώνεται μια ξεχωριστή τιμή, που εξαρτάται από τη φήμη και το καλλιτεχνικό επίπεδο του δημιουργού και από την υποκειμενική εκτίμηση που κάνουν για το έργο οι αγοραστές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ. Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ Η ΒΑΣΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΤΟΥ

Α. Οργανωτική Δομή και Τρόπος Λειτουργίας του Χρηματιστηρίου.

Οι οργανωτικές δομές για τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διέπονται από διάφορους νόμους και διατάγματα. Σύμφωνα με το κεφάλαιο Δ' (Άρθρο 18) του Νόμου 1806 (ΦΕΚ 207), το Χρηματιστήριο συνίσταται με προεδρικό διάταγμα ύστερα από πρόταση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Κατόπιν καταρτίζεται ο κανονισμός του χρηματιστηρίου και καθορίζεται η άσκηση της εποπτείας σχετικά με το χρηματιστήριο, καθώς και κάθε ειδικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια. Ο κανονισμός του χρηματιστηρίου τροποποιείται με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη του διοικητικού συμβουλίου του χρηματιστηρίου και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες και οι χρηματιστές μπορούν να ζητήσουν την εγγραφή τους σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια. Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Λειτουργεί με ιδιωτικά κριτήρια αλλά βρίσκεται υπό τον έλεγχο της πολιτείας και συγκεκριμένα του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας μέσω του διορισμένου κυβερνητικού επόπτη:

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει σημαντικές αρμοδιότητες. Αποφασίζει για τη διαγραφή αξιών από τους πίνακες του χρηματιστηρίου, δίνει τη σύμφωνη γνώμη της για την αναστολή διαπραγμάτευσης μετοχών, γνωμοδοτεί σε θέματα οργάνωσης και λειτουργίας του χρηματιστηρίου, παρέχει την άδεια για την έκδοση ομολόγων στις επιχειρήσεις που θέλουν, γνωμοδοτεί για την έκδοση τραπεζικών ομολόγων και για την εισαγωγή ή όχι νέων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο.

Ως προς το οικονομικό μέρος το χρηματιστήριο έχει ίδιους πόρους που προέρχονται από τις εισφορές των επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σ' αυτό, καθώς και απ' τους συνδρομητές.

Το χρηματιστήριο είναι ο χώρος όπου συγκεντρώνονται, διαπραγματεύονται και ανταλλάσσονται τίτλοι που αγοράστηκαν στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά και βρίσκονται ήδη στα χέρια του κοινού. Οι αγοραστές και πωλητές τίτλων δεν ανταλλάσσουν απευθείας μεταξύ τους στην αίθουσα του χρηματιστηρίου. Τη δουλειά αυτή κάνουν για λογαριασμό των αγοραστών – πωλητών ειδικοί υπάλληλοι, μέλη του χρηματιστηρίου. Είναι οι γνωστοί χρηματιστές (τακτικά μέλη) και αντικριστές (έκτακτα μέλη του χρηματιστηρίου), βοηθοί των χρηματιστών.

Οι Χρηματιστές και οι Χρηματιστηριακοί Εκπρόσωποι είναι τα φυσικά πρόσωπα που δέχονται έναντι αμοιβής να διεκπεραιώσουν εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων των πελατών τους. Παρά την ιδιότητα του μεσάζοντα (εμπόρου), οι χρηματιστές ασκούν δημόσιο λειτούργημα.

Δεν είναι εύκολο να διοριστεί κάποιος χρηματιστής ή χρηματιστηριακός εκπρόσωπος. Απαιτούνται τα ακόλουθα προσόντα.

- (1) Να έχει ηλικία τουλάχιστον 25 ετών.
- (2) Να είναι πτυχιούχος Τ.Ε.Ι. ή Α.Ε.Ι.

- (3) Να έχει εκπληρώσει τις στρατιωτικές του υποχρεώσεις.
- (4) Να μην έχει καταδικαστεί για αδικήματα που επηρεάζουν επικείμενο διορισμό σε θέση δημοσίου υπαλλήλου.
- (5) Να έχει ασχοληθεί επαγγελματικά με πλήρη απασχόληση για μια τριετία τουλάχιστον με χρηματιστηριακό αντικείμενο.

Επιπλέον ο υποψήφιος θα υποβληθεί σε εξετάσεις και, αφού πετύχει, θα πρέπει ο διορισμός του να εγκριθεί από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με την απόφαση της 65^{ης} (19/1/90) συνεδρίασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η ύλη των εξετάσεων για τους υποψήφιους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους περιλαμβάνει :

- (α) Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας Χρηματιστηριακών Αξιών και Κεφαλαιαγοράς.
- (β) Οδηγίες Ε.Ο.Κ. περί Χρηματιστηρίων Αξιών
- (γ) Στοιχεία Νομοθεσίας Ανωνύμων Εταιριών
- (δ) Στοιχεία Χρηματοοικονομικής.

Για να εκδοθεί άδεια σύστασης Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας, η εταιρία που θα πρέπει να πληρεί τις διατάξεις για Α.Ε., πρέπει να καταθέσει σε ειδικό λογαριασμό σε τράπεζα το μετοχικό κεφάλαιο και να πάρει την έγκριση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς για να είναι σίγουρη για την καταλληλότητα της εταιρίας πριν δώσει την άδεια συνεκτιμά την οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, την αξιοπιστία και την πείρα των προσώπων που πρόκειται να την διοικήσουν, καθώς και την καταλληλότητα των μετοχών. Για τις συναλλαγές της στο χρηματιστήριο η εταιρία διορίζει εκπροσώπους που ονομάζονται χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι, οι οποίοι πρέπει να ικανοποιούν τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για το διορισμό χρηματιστών.

Τα αναφερόμενα προσόντα είναι μάλλον τυπικά, οι υποψήφιοι χρηματιστές και χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι πρέπει να διαθέτουν και ουσιαστικές ικανότητες και προσόντα. Θα πρέπει να είναι γνωστές όχι μόνο της χρηματιστηριακής αγοράς αλλά να έχουν ασχοληθεί σε αυτή και να έχουν τη σχετική εμπειρία. Ο χρηματιστής πρέπει να σκέπτεται οικονομικά και να μπορεί να παρακολουθεί, να αξιολογεί, να αναλύει και να προβλέπει τις εξελίξεις. Θα πρέπει επίσης να έχει τη δυνατότητα να αναλύει με επιστημονικό τρόπο τα ειδικά στοιχεία και να συντάσσει μελέτες με το κατάλληλο υλικό, που θα βοηθήσει τους ενδιαφερόμενους να αποφασίσουν πως θα κινηθούν στο χρηματιστηριακό χώρο. Συμπερασματικά, ο χρηματιστής, ή ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος πρέπει να είναι πρόσωπα με επιστημονικές γνώσεις και με ακέραιο ήθος για να μπορεί ο θεσμός να λειτουργεί σωστά.

Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία πριν την έναρξη των επαγγελματικών της εργασιών πρέπει να καταβάλει και να καταθέσει σαν εγγύηση την ατομική της ημερίδα, δηλ. συμμετοχή στο συνεγγυητικό κεφάλαιο.

Εκτός των τακτικών μελών υπάρχουν επίσης και τα έκτακτα μέλη του χρηματιστηρίου, που είναι οι αντικριστές και που βοηθούν τους χρηματιστές στο έργο τους. Κάποτε ήταν όρθιοι γύρω από ένα κυκλίδωμα και φώναζαν. Σήμερα κάθονται μπροστά από μια οθόνη, παίρνουν τις εντολές αγοραπωλησίας από τους χρηματιστές και τις πληκτρολογούν απλά στην κεντρική μονάδα του χρηματιστηρίου.

Η λειτουργία του χρηματιστηρίου ρυθμίζεται από την κείμενη νομοθεσία και πρακτική. Στην αρχή γίνεται προσδιορισμός των χρηματιστηριακών συναλλαγών, που είναι δικαιπραξίες που συνάπτονται χρηματιστηριακά. Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές έχουν αντικείμενο τα χρηματιστηριακά πράγματα τα οποία είναι κινητές αξίες. Κινητές αξίες είναι τίτλοι που εκδίδουν το κράτος, τράπεζες, Δημόσιοι Οργανισμοί, Α.Ε.

και που προσφέρουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης των ακινητοποιηθέντων κεφαλαίων μέσω μιας νόμιμης μεταβίβασής τους.

Στο χρηματιστήριο, κινητές αξίες εννοούμε κυρίως τις μετοχές, τις ομολογίες και τα ομόλογα, τις οποίες ονομάζουμε χρεόγραφα. Αυτές είναι

1. Τα Ανώνυμα Δημόσια Χρεόγραφα
2. Τα Ανώνυμα Ελληνικά Χρεόγραφα κάθε Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου
3. Οι Μετοχές και οι Ομολογίες Ελληνικών Α.Ε. με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 500.000.000
4. Οι Μετοχές και οι Ομολογίες Α.Ε. κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις
5. Τα Τραπεζικά Ομόλογα
6. Τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου

Β. Διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου που προβλέπεται από το Ν. 1892/21-7-1990 είναι εννεαμελές και αποτελείται από δύο εκπροσώπους των μελών του Χρηματιστηρίου, από ένα εκπρόσωπο των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιριών, έναν εκπρόσωπο των εργαζομένων στο Χρηματιστήριο, έναν εκπρόσωπο των Εταίρων Επενδύσεων και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έναν εκπρόσωπο της Τράπεζας της Ελλάδος και τρία μέλη με ειδικές γνώσεις και πείρα σε θέματα κεφαλαιαγοράς, που προτείνονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.

Η Οργάνωση του χρηματιστηρίου αφορά κυρίως το ελληνικό χρηματιστήριο. Στη γενική τους μορφή τα χρηματιστήρια, ανάλογα με τον τρόπο οργάνωσης και τα πρότυπα που ακολουθούν, διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες :

α. Τα Δημόσια Χρηματιστήρια ή Χρηματιστήρια Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου. Αντιγράφουν το γαλλικό μοντέλο που δημιουργήθηκε για πρώτη φορά από τον Μ. Ναπολέοντα.

Ελέγχονται από το κράτος, το οποίο ορίζει τους χρηματιστές σαν τους μοναδικούς διαπραγματευτές των τίτλων και εκτελεστές για λογαριασμό όλων των οικονομικών μονάδων των χρηματιστηριακών πράξεων. Στην κατηγορία αυτή ανήκει το Χρηματιστήριο του Παρισιού, το Ελληνικό Χρηματιστήριο, το Χρηματιστήριο του Βελγίου, της Ισπανίας, της Ιταλίας, μερικά γαλλόφωνων χωρών της Αφρικής ή χωρών της Ν. Αμερικής.

β. Τα Ιδιωτικά Χρηματιστήρια ή Χρηματιστήρια Νομικά Πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου. Είναι οργανωμένα ελεύθερα (μη κρατική ίδρυση, λειτουργία, έλεγχος) και σύμφωνα με τους κανόνες που διέπουν τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Σε κανέναν δεν ανατίθεται ο ρόλος του μονοπωλίου της διαπραγμάτευσης των τίτλων, δουλειά την οποία μπορεί να κάνει ο καθένας.

Τέτοιας μορφής Χρηματιστήρια είναι όλα τα αγγλοσαξονικά : ΗΠΑ και Καναδά, City του Λονδίνου, Ιαπωνίας, Νοτ. Αφρικής, Αυστραλίας.

γ. Το Χρηματιστήριο των τραπεζιτών. Είναι το Χρηματιστήριο στο οποίο συμμετέχουν κατά κύριο λόγο οι Τράπεζες. Κάποια θέση αφήνεται και στους μεσίτες μετοχών (dealers), οι οποίοι σε συνεργασία με τις τράπεζες πραγματοποιούν όλες τις συναλλαγές τίτλων. Είναι το γερμανικό μοντέλο. Χρηματιστήρια εμπνευσμένα από αυτά : της Γερμανίας, της Αυστρίας, της Ελβετίας, των Σκανδιναβικών Χωρών και σε κάποιο βαθμό του Άμστερνταμ και της Δανίας.

Γ. Νομοθετικό Πλαίσιο λειτουργίας του Χ.Α.Α.

Οι κυριότεροι νόμοι που διέπουν τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι οι εξής :

α. Νόμος της 3/9/1876

Ίδρυση του Χ.Α.Α

β. Νόμος 3632/17-7-1928

Βασικοί κανόνες λειτουργίας του Χ.Α.Α

γ. Νόμος 1806/20-9-1988

Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών.

Εισάγεται ο θεσμός της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας καθώς και ο θεσμός του κεντρικού αποθετηρίου τίτλων στο Χρηματιστήριο.

Ίδρύεται η Παράλληλη Αγορά στο Χ.Α.Α.

δ. Νόμος 1892/31-7-1990

Σύσταση Ανώνυμης Εταιρίας Αποθετήριων Τίτλων.

Διεύρυνση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α.

ε. Νόμος 1914/7-12-1990

Ορίζεται ότι η εκκαθάριση των συναλλαγών γίνεται σε δύο εργάσιμες ημέρες.

στ. Νόμος 1969/30-10-1991

Ρυθμίζονται θέματα σχετικά με τη διόρθωση και λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Εισάγονται διατάξεις με σκοπό τον εκσυγχρονισμό και την εξυγίανση της Κεφαλαιαγοράς. Ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αναβαθμίζεται ώστε να συμβάλλει περισσότερο στην προστασία του επενδυτικού κοινού και την επιφύλαξη διαφάνειας στις συναλλαγές.

ζ. Νόμος 2166/24-8-1993.

Αλλαγή θεσμικού πλαισίου της Επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Δ. Εποπτεία του Χ.Α.Α. και Εποπτικές Αρχές

Η Εποπτεία του Χρηματιστηρίου και των μελών του καθώς και η προστασία των επενδυτών ασκείται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας μέσω:

- α. Της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και
- β. Της Διεύθυνσης Δημοσιονομικών και Πιστωτικών Υποθέσεων, Τμήμα Χρηματιστηρίων Αξιών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μια ανεξάρτητη διοικητική αρχή που ιδρύθηκε το 1967, αλλά οι αρμοδιότητες και η μορφή λειτουργίας της διευρύνθηκαν σημαντικά με τους νόμους 1969/91 και 2166/93.

Η βασική της αποστολή είναι η εποπτεία του Χρηματιστηρίου, των χρημ/κών εταιριών, των εταιριών επενδύσεων, των αμοιβαίων κεφαλαίων, των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών και γενικά η εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς.

Οι αρμοδιότητές της, σύμφωνα με το νόμο, είναι αποφασιστικές, γνωμοδοτικές και ελεγκτικές. Δικαιούται επίσης να επιβάλλει αυστηρά πρόστιμα σε όσους παραβαίνουν τη χρηματιστηριακή νομοθεσία.

Το Τμήμα Εποπτείας Χρηματιστηρίων με επικεφαλής τον Κυβερνητικό Επόπτη, έχει αρμοδιότητα να παρακολουθεί την καθημερινή νόμιμη διεξαγωγή των χρημ/κών συναλλαγών στο χώρο του Χρηματιστηρίου και να ασκεί οποιοδήποτε έλεγχο κρίνει σκόπιμο στα μέλη του Χρηματιστηρίου για την προστασία του επενδυτικού κοινού και του χρηματιστηρίου γενικότερα.

Ε. Η Άνοδος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Μεταπολεμικά το επενδυτικό ενδιαφέρον για τη χρηματιστηριακή αγορά άρχισε να εκδηλώνεται κυρίως από το 1973 όπου ο δείκτης τιμών των μετοχών διαμορφώθηκε στις 1.660 μονάδες από 164 που ήταν το 1968.

Αυξήθηκε δηλαδή στην πενταετία κατά 1.000% περίπου. Η άνοδος αυτή των τιμών ήταν αποτέλεσμα της ανελαστικότητας της προσφοράς νέων τίτλων στο χρηματιστήριο, λόγω κυρίως της μεγάλης ρευστότητας της οικονομίας. Η συνεχής άνοδος των τιμών, λόγω της έντονης ζήτησης χρηματιστηριακών τίτλων, συνέβαλε συνεχώς στην προσέλκυση του κοινού, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ζήτηση και να διαμορφώνονται νέα επίπεδα τιμών.

Τα μέτρα που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση της ζήτησης ήταν εκτός των άλλων (πωλήσεις μετοχών από το χαρτοφυλάκιο των τραπεζών), και η εισαγωγή εταιριών στο χρηματιστήριο, που σε πολλές περιπτώσεις δεν κάλυπταν τις αντικειμενικές προϋποθέσεις για την εισαγωγή τους και οι οποίες στη συνέχεια μετατράπηκαν σε απλά όργανα κερδοσκοπίας σε βάρος των επενδυτών. Η εισαγωγή αυτών των εταιριών γινόταν με πωλήσεις υφισταμένων πακέτων μετοχών και όχι με αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων που θα βελτίωναν και την κεφαλαιακή συγκρότηση των εταιριών.

Σήμερα το Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών θεωρείται σαν μια αναδύομενη αγορά παγκοσμίως. Το μεικτό πλαίσιο λειτουργίας του που διαμορφώθηκε με το Ν. 1806/88 έχει θέσει τα θεμέλια για την πληρέστερη εκπλήρωση της σημαντικής του αποστολής, που είναι η κατανομή των αποταμιεύσεων της οικονομίας στους πλέον παραγωγικούς τομείς αυτής.

Στα πλαίσια αυτά το χρηματιστήριο μπορεί να αποτελέσει σημαντική πηγή αντλήσεως κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση επενδύσεων που θα

έχουν σκοπό την επέκταση και τον εκσυγχρονισμό της βιομηχανίας και του εμπορίου.

Μέχρι τώρα το χρηματιστήριο Αθηνών δεν έχει εκπληρώσει στο βαθμό που θα έπρεπε την αποστολή του. Μόνο τα τελευταία χρόνια και περισσότερο πρόσφατα παρατηρείται μια σημαντική δραστηριότητα με την εισαγωγή νέων εταιριών στο χρηματιστήριο. Οι κυριότερες αιτίες αναφέρθηκαν παραπάνω. Αποτέλεσμα ήταν να παραμείνει μικρό, σε έκταση και βάθος και αυτό παρά την ανάπτυξη που έχει σημειώσει τα τελευταία χρόνια και η οποία θα έπρεπε κυρίως να συνδεθεί με την διεθνοποίηση των συναλλαγών που επήλθαν μετά την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων για επενδύσεις σε χρηματιστηριακούς τίτλους.

Σήμερα όμως, τα πράγματα διαγράφονται περισσότερο ευοίωνα. Πολλοί επιχειρηματίες έχουν στρέψει την προσοχή τους προς το χρηματιστήριο για την άντληση νέων κεφαλαίων.

Αυτό συμβαίνει επειδή τα υψηλά τραπεζικά επιτόκια έχουν καταστήσει ασύμφορη την προσφυγή των επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό. Έχει γίνει κατανοητό περισσότερο παρά ποτέ ότι, για να μπορέσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις να επιβιώσουν και να γίνουν ανταγωνιστικές μέσα στην ενιαία Ευρωπαϊκή αγορά, θα πρέπει να διευρυνθούν με έργα βελτίωσης, επέκτασης και εκσυγχρονισμού.

Η πραγματοποίηση των προγραμμάτων αυτών απαιτεί κεφάλαια τα οποία δεν μπορούν να βρεθούν ούτε από το στενό κύκλο της οικογενείας, ούτε από τραπεζικό δανεισμό, δεδομένων των υψηλών τραπεζικών επιτοκίων. Αντίθετα, τα κεφάλαια μπορούν να βρεθούν μόνο μέσω της κεφαλαιαγοράς, δηλαδή του χρηματιστηρίου, με την έκδοση νέων τίτλων, που αποτελεί την μόνη εναλλακτική πηγή αντλήσεως φτηνών κεφαλαίων. Μ' αυτόν τον τρόπο οι επιχειρήσεις μπορούν να γίνουν πολυμετοχικές, χωρίς οι αρχικοί ιδιοκτήτες και ιδρυτές να φοβούνται ότι θα χάσουν τον έλεγχο της επιχείρησής τους.

Από την άλλη πλευρά, η επιχείρηση που αντλεί κεφάλαια από το χρηματιστήριο για τη χρηματοδότησή της συμπεριφέρεται εντελώς διαφορετικά από την επιχείρηση που χρηματοδοτείται μέσω των τραπεζικών πιστώσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί η άντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο με έκδοση νέων τίτλων βοηθά τις επιχειρήσεις να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων τους. Επιπλέον το κόστος του τραπεζικού δανεισμού αποτελεί κρίσιμο στοιχείο του κόστους παραγωγής και διακινήσεως των προϊόντων της εταιρίας.

Το χρηματιστήριο σε καμιά περίπτωση δεν αποτελεί ανταγωνιστικό θεσμό των τραπεζών, αφού η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια μέσω της εξωτραπεζικής κεφαλαιαγοράς τις καθιστά υγιέστερες και τις εξασφαλίζει ομαλή αναπτυξιακή πορεία. Αυτό όμως οδηγεί σε αύξηση των αναγκών για κεφάλαια κινήσεως, οπότε φυσιολογικά οι επιχειρήσεις στρέφονται προς τις τράπεζες. Είναι δε γενικά παραδεκτό ότι είναι προτιμότερο οι τράπεζες να συναλλάσσονται με υγιείς και εξελισσόμενες επιχειρήσεις, παρά με εκείνες που αντιμετωπίζουν προβλήματα λόγω υψηλών ταμειακών επιβαρύνσεων.

Σήμερα είναι ενθαρρυντική η διαπίστωση ότι, εν' όψει της δημιουργίας της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς, η συμπεριφορά των Ελλήνων επιχειρηματιών έχει αρχίσει να μεταβάλλεται και υπάρχει σαφής στροφή προς άλλες πηγές κεφαλαίων. Τούτο φαίνεται και από το γεγονός ότι τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, μαζί με τις νέες εταιρίες που εισήγαγαν τις μετοχές τους σ' αυτό, αυξήθηκαν σημαντικά την τελευταία τετραετία και από 4,9 δις. δραχμές το 1986, ανέβηκαν στο ποσό των 24,4 δις. δρχ. το 1988. Βέβαια το διάστημα Ιανουαρίου – Οκτωβρίου 1989, λόγω των αλλεπάλληλων εκλογικών αναμετρήσεων, τα αντληθέντα κεφάλαια κινήθηκαν σε όχι υψηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να φτάσουν στο ποσό των 3 δις. δραχμών.

Εκτός από αυτό, παρατηρείται τους τελευταίους μήνες και έντονο ενδιαφέρον από τις επιχειρήσεις να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο. Με την αύξηση αγοράς τίτλων η χρηματιστηριακή αγορά θα μπορέσει να αποκτήσει μεγαλύτερη ρευστότητα και δυνατότητα ευρύτερης επιλογής από μέρους των επενδυτών. Είναι χαρακτηριστικό ότι υπάρχουν πολλά περιθώρια για την αύξηση της προσφοράς νέων τίτλων, δεδομένου ότι μόνο το 25% των 200 μεγαλύτερων επιχειρήσεων έχουν τις μετοχές τους εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Σημαντική ώθηση στην κατεύθυνση αυτή θα μπορούσε να δώσει η διαφοροποίηση στη Φορολογική μεταχείριση μεταξύ των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων έναντι των μη εισηγμένων.

Η άντληση κεφαλαίων από τη Χρηματιστηριακή Αγορά θα βελτιώσει τη δυσμενή σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, που χαρακτηρίζει πολλές Ελληνικές Επιχειρήσεις και έχει δημιουργήσει μεγάλο αριθμό προβληματικών επιχειρήσεων. Είναι ενθαρρυντική η διαπίστωση ότι όλο και περισσότερες επιχειρήσεις έχουν στραφεί προς το χρηματιστήριο ζητώντας να εισαχθούν σ' αυτό. Το γεγονός αυτό αποτελεί σαφή ένδειξη ότι έχει γίνει κατανοητή η ανάγκη της δομής της Ελληνικής Επιχειρήσεως από οικογενειακή σε πολυμετοχική, αναζητώντας έτσι ευέλικτα κεφάλαια για εκσυγχρονισμό και επέκταση.

Η άντληση κεφαλαίων δεν είναι το μοναδικό πλεονέκτημα που απορρέει από την εισαγωγή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο. Σημαντικές είναι και οι φορολογικές ελαφρύνσεις που δίδονται στους μετόχους και στην εταιρία για όλο το διάστημα της χρηματιστηριακής παρουσίας. Ειδικότερα η εταιρία έχει φορολογικό συντελεστή για τα παρακρατούμενα κέρδη χαμηλότερο κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες έναντι των μη εισηγμένων.

Μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια εκτός από την έκδοση των μετοχών (κοινών ή

προνομιούχων), με έκδοση απλών ομολογιακών δανείων, ή μετατρέψιμων, με ευνοϊκούς όρους για την εταιρία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Α. Κύριοι παράγοντες των εξελίξεων

(α) Αλληλεξάρτηση παραγόντων

Η σύγχρονη διεθνής τάση αύξησης της σπουδαιότητας των Χρηματιστηρίων, ως δεξαμενής άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών έργων αναδιάρθρωσης και προσαρμογής και τοποθετήσεων των επενδυτών, έχει συντελεστεί με τη συνεπίδραση μιας σειράς παραγόντων σε αλληλεξάρτηση, στα πλαίσια μιας δυναμικής σωρευτικής διαδικασίας ανατροφοδότησης. Οι παράγοντες αυτοί είναι διαρθρωτικού, τεχνολογικού και θεσμικού χαρακτήρα και παράγοντες προσφοράς και ζήτησης χρηματιστηριακών τίτλων. Λόγω του έντονου βαθμού αλληλεξάρτησης μεταξύ των παραγόντων αυτών και για αποφυγή τεχνικής πολυπλοκότητας της ανάλυσης, εδώ παρουσιάζονται συνοπτικά οι κυριότεροι από τους οποίους, με μια σειρά που δεν υποδηλώνει σειρά σπουδαιότητας, διότι όλοι έχουν ασκήσει κάποια επίδραση στη δυναμική εξελικτική πορεία του Χρηματιστηριακού θεσμού σε διεθνές επίπεδο.

Ο διαχωρισμός των επιδράσεων των επί μέρους παραγόντων και η ποσοτικοποίηση της επίδρασης του καθενός στις εξελίξεις δεν είναι τόσο εύκολος, όπως ίσως νομίζεται. Παρέχουν ενίοτε μεροληψία σε ένα παράγοντα και υποβάθμιση σε άλλους, π.χ. άλλοτε τονίζονται παράγοντες

της προσφοράς, άλλοτε της ζήτησης και άλλοτε υποβαθμίζονται άλλοι, όπως παράγοντες διαρθρωτικού χαρακτήρα ή πολιτικές που ήταν ή όχι επαρκώς φιλικές στην ανάπτυξη των αγορών και ιδιαίτερα της κεφαλαιαγοράς και της χρηματιστηριακής αγοράς.

(β) Άνοδος του βιοτικού επιπέδου

Η μακρά και παρατεταμένη οικονομική πρόοδος σε επίπεδο διεθνούς οικονομίας στη διάρκεια της δεύτερης 50ετίας του 20ού αιώνα, υπήρξε ισχυρός προωθητικός παράγων στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος και ιδιαίτερα των χρηματιστηριακών αγορών. Αρκεί να επισημανθεί, ότι ένας μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης 3% επί μια 50ετία, σημαίνει αύξηση κατά 4,4 φορές του επιπέδου του εισοδήματος και κάπως μικρότερη αύξηση του κατά κεφαλήν εισοδήματος. Αν ληφθεί υπόψη μια αύξηση του πληθυσμού γύρω στο 1%, τότε έχουμε περίπου τριπλασιασμό του βιοτικού επιπέδου. Αυτό ερμηνεύεται σε περίπου τριπλασιασμό του επιπέδου της ετήσιας αποταμίευσης, ακόμη και αν παραμείνει σταθερό το ποσοστό του εισοδήματος που αποταμιεύεται, που πιθανόν και αυτό να αυξηθεί.

Με τη σωρευτική αυτή αύξηση του πλούτου των αποταμιευτών, εύλογο είναι να αναζητούν ευκαιρίες για αύξηση της συνολικής απόδοσης με ορισμένη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους, με σκοπό την επίτευξη ανώτερου επιπέδου αναμενόμενης χρησιμότητας. Εξ' άλλου, με την προσφορά χρηματιστηριακών τίτλων δίνονται δυνατότητες διαμόρφωσης χαρτοφυλακίων και παράλληλα γίνεται αναβάθμιση του ρόλου του ΧΑ στις οικονομίες των οικονομικά ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων Χωρών του Πλανήτη.

(γ) Δημιουργία ενιαίων οικονομικών χωρών : ONE

Ένας αυτοτελής παράγων προαγωγής του ΧΑ υπήρξε η τάση για δημιουργία ευρύτερων εμπορικών χώρων και οικονομικών ενώσεων. Πιο αξιοσημείωτη στην περίπτωση αυτή υπήρξε η επιτάχυνση της ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, για να φτάσουμε από τη Συνθήκη της Ρώμης του 1956, στην Ευρωπαϊκή Ένωση με τη Συνθήκη του Μάαστριχ το 1992 και στην ίδρυση της ONE το 1998. Παράλληλα με την έναρξη της λειτουργίας της, η ONE έχει θέσει σε εφαρμογή μια μακροπρόθεσμη στρατηγική βαθμιαίας διεύρυνσης για τη δημιουργία ενός ευρύτερου ενιαίου Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου με τη συμπερίληψη των υπόλοιπων Ευρωπαϊκών Χωρών, που αναμένει να υλοποιηθεί με την είσοδο στον 21^ο αιώνα.

Ειδικότερα, το καθεστώς ελεύθερης κίνησης κεφαλαίου ανάμεσα στις Χώρες – Μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της ONE διέπεται από τα άρθρα 67-73 της συνθήκης της Ρώμης, ιδρυτικής της Ευρωπαϊκής οικονομικής Κοινότητας, σε συνδυασμό με τα άρθρα 52-66 αυτής, που αφορούν το δικαίωμα εγκατάστασης τραπεζικών ιδρυμάτων (άρθρα 52-58) και υπηρεσιών (άρθρα 59-66). Σε σχέση με τα άρθρα 67-73, έχουν εκδοθεί μια σειρά από Οδηγίες που συγκεφαλαιώθηκαν με την οδηγία 88/361, η οποία πρόβλεψε την πλήρη ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων στο χώρο των 15 Κρατών – Μελών της Κοινότητας. Κατ' εξαίρεση, για την Ελληνική Δημοκρατία και την Ιρλανδία, στο άρθρο 3 της Οδηγίας αυτής προβλεπόταν η παροχή «ρητρών διασφάλισης» με παράταση των προθεσμιών διατήρησης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, με σκοπό την «ενίσχυση της προσαρμοστικότητας του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος στις απαιτήσεις της ολοκληρωμένης κεφαλαιαγοράς της Κοινότητας». Κατόπιν αυτού, με την Απόφαση της Επιτροπής των ΕΚ (89/644) παρατάθηκε μέχρι 30.06.1990 η δυνατότητα διατήρησης των

περιορισμών απόκτησης από τους κατοίκους της Ελλάδος ακινήτων και ξένων τίτλων ή εθνικών τίτλων που εκδίδονται σε ξένες αγορές. Λίγο προ της εκπνοής της προθεσμίας αυτής η Ελληνική Κυβέρνηση ζήτησε παράταση για ένα ακόμη χρόνο, με αύξηση από 1.9.1990 των ορίων του τουριστικού συναλλάγματος σε 1.200 ECU ανά άτομο και ανά ταξίδι από 300 ECU ανά άτομο και ανά έτος, με περαιτέρω αύξηση σε 1.380 ECU των δαπανών με κάρτες από 1.3.1991.

Οι κινήσεις κεφαλαίων, για τις οποίες η Χώρα μας διατήρησε προσωρινά περιορισμούς, περιλαμβάνονται στους καταλόγους III και IV του παραρτήματος IV της εν λόγω Οδηγίας και αφορούν :

- πράξεις επί χρηματιστηριακών τίτλων
- πράξεις επί μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων
- πράξεις επί τίτλων στη χρηματαγορά, επί τρεχούμενων λογαριασμών και καταθέσεων σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα
- μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια και χρηματοδοτικές πιστώσεις
- βραχυπρόθεσμα δάνεια και χρηματοδοτικές πιστώσεις
- κινήσεις κεφαλαίου προσωπικού χαρακτήρα (χορηγούμενα δάνεια) εισαγωγές και εξαγωγές αξιόγραφων (τίτλοι χρηματαγοράς, μέσα πληρωμής)
- άλλες κινήσεις κεφαλαίων.

Με την ίδρυση της ΟΝΕ επέρχεται η κατάργηση όλων των «τειχών» και των φραγμών της νομοθεσίας και διασφαλίζεται η απόλυτα ελεύθερη διακίνηση ανθρώπων, κεφαλαίων κλπ υπηρεσιών και η εντεύθεν ενοποίηση των ΧΑ, με βάση τη θεμελιακή αρχή των «ίσων όρων ανταγωνισμού» εντός του ενιαίου πλέον Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου της ΟΝΕ. Αυτή, παράλληλα με την εισαγωγή ενιαίου νομίσματος, του Ευρώ, από την ελληνική λέξη Ευρώπη, διευρύνει κάθετα τις δυνατότητες των Ευρωπαίων Πολιτών να κάνουν ως επενδυτές,

τοποθετήσεις σε όλες τις Χώρες πλέον της ΟΝΕ. Αφετέρου διευρύνονται οι δυνατότητες των ελληνικών επιχειρήσεων να δανείζονται από τις τραπεζικές αγορές, τις κεφαλαιαγορές και τα ΧΑ του ενιαίου χώρου της ΟΝΕ και ίσως το κυριότερο, χωρίς πλέον συναλλαγματικό κίνδυνο, εφόσον γίνει η πλήρης ένταξη, στα πλαίσια του ενιαίου νομίσματος που έχει ήδη θεσπιστεί στις Χώρες – Μέλη της.

Ήδη, με την ίδρυση της ΟΝΕ εισήλθαμε σε μια διαδικασία προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας στις συνθήκες των άλλων Χωρών – Μελών και στις απαιτήσεις της ΟΝΕ. Σε επίπεδο ΟΝΕ, όλοι οι λογαριασμοί θα μετατραπούν από 1-1-1999 σε Ευρώ και οι συναλλαγές, περιλαμβανομένων και των χρηματιστηριακών συναλλαγών, θα γίνονται σε Ευρώ. Αυτό θα αρχίσει να κυκλοφορεί από το 2002 και θα εκδίδεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, που ήδη άρχισε τη λειτουργία της από τον Ιούλιο του 1998. Μέχρι το 2002 θα κυκλοφορούν τα εγχώρια νομίσματα στις Χώρες που υπήρξαν ιδρυτικά Μέλη και κατόπιν σε ένα εξάμηνο θα γίνει ανταλλαγή όλων των εθνικών νομισμάτων με Ευρώ. Κατά το διάστημα αυτό οι ανταλλαγές εθνικών νομισμάτων με Ευρώ θα γίνονται χωρίς προμήθεια. Εξ' άλλου, η πολιτική σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας περιέχει τρεις άξονες : τη δραστική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης των αγορών και την αποκρατικοποίηση των ΔΕΚΟ, συμπεριλαμβανομένων των κρατικών τραπεζών. Σε επιχειρηματικό επίπεδο, προχωρεί η εφαρμογή προγραμμάτων ριζικής αναδιάρθρωσης και προσαρμογής των ελληνικών επιχειρήσεων και των ήδη ιδιωτικών τραπεζών με εξαγορές άλλων κρατικών τραπεζών και δημιουργία ευρύτερων χρηματοπιστωτικών ομίλων προς αποκόμιση ωφελειών από οικονομίες κλίμακας, μείωση του λειτουργικού κόστους, κτλ, για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού σε επίπεδο παγκόσμιας οικονομίας.

Ευρύτερα, επιταχύνθηκε η μεταπολεμική τάση απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίου και διεθνοποίησης των κεφαλαιαγορών και των Χρηματιστηρίων σε παγκόσμιο πλέον επίπεδο, μέσω των περιφερειακών ενώσεων τελωνιακού και οικονομικού χαρακτήρα που δοκιμάστηκαν. Π.χ. η ΕΟΚ και κατόπιν ΕΕ και στο εξής ΟΝΕ, επικράτησε της ΕΖΕΣ (Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών) που αποτελούσε μια τελωνιακή ένωση σαν εναλλακτική λύση του προβλήματος της στενότερης οικονομικής και πολιτικής συνεργασίας στην Ευρώπη, από την οποία είχαν προέλθει οι δύο παγκόσμιοι πόλεμοι στο παρελθόν. Παρόμοια, στην Αμερικανική Ήπειρο υπήρξε η ίδρυση της NAFTA (North American Free Trade Association) με συμμετοχή των ΗΠΑ, του Καναδά και του Μεξικού, η χαλαρότερη τελωνιακή ένωση MERCOSUR στη Λατινική Αμερική από την Αργεντινή, Βραζιλία, Ουρουγουάη, Παραγουάη και Χιλή κτλ.

(1) Πορεία προς την ΟΝΕ

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έδωσε στη δημοσιότητα την ετήσια οικονομική έκθεση, με τις προβλέψεις της για τους βασικούς οικονομικούς δείκτες των κρατών – μελών κατά την περίοδο 1999 – 2001. Για την Ελλάδα, η έκθεση περιλαμβάνει τα στοιχεία που αποκάλυψε η «Εξπρές» από τις 12 Νοεμβρίου.

Για πρώτη φορά, λοιπόν, η χώρα μας πληρεί όλα τα κριτήρια που προβλέπει η Συνθήκη του Μάαστριχ για την ένταξη στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ). Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, το κριτήριο του οποίου δεν είχε ακόμη πληρωθεί από ελληνικής πλευράς, θα είναι της τάξης του 2,1% το 1999 και 1,9% το 2000. Έστω και οριακά, αυτή τη φορά πληρώνεται το κριτήριο το οποίο είναι 2% (οι τρεις

καλύτερες επιδόσεις, δηλαδή Αυστρίας 0,4%, Γερμανίας 0,5% και Σουηδίας – Γαλλίας 0,6% συν 1,5%). Υψηλότερο πληθωρισμό από την Ελλάδα το 1999 έχουν η Ισπανία (2,3%), η Ιρλανδία (2,3%) και η Πορτογαλία (2,2%).

Όσον αφορά το δημόσιο έλλειμμα, επιβεβαιώνεται ότι δεν υπάρχει πλέον πρόβλημα, με -1,9% του ΑΕΠ το 1999 και 1,6% το 2000, όταν το ανώτατο όριο που προβλέπει η Συνθήκη είναι 3%. Επίσης, στο δημόσιο χρέος συνεχίζεται η τάση μείωσης, όπως απαιτείται από τη Συνθήκη.

Σχετικά με τους δείκτες που δεν λαμβάνονται υπόψη για την ένταξη στην ΟΝΕ, ο ρυθμός ανάπτυξης θα κυμανθεί στο ικανοποιητικό επίπεδο του 0,4% το 1999 (μέσος όρος Ευρώπης των «15» : 2,1%) και 3,8% το 2000. Η ανεργία θα είναι της τάξης του 9,4% το 1999 (Ευρώπη των «15» : 9,2%) αλλά θα μειωθεί στο 9% το 2000 και στο 8,6% το 2001. Οι επενδύσεις στον τομέα του εξοπλισμού θα βρεθούν στο επίπεδο του 8,5%. Πρόκειται για το τρίτο κατά σειρά καλύτερο ποσοστό στην Ευρώπη των «15», μετά την Ιρλανδία (15,9%) και την Ισπανία (10,4%), ενώ ο μέσος κοινοτικός όρος είναι 6%.

Ο αρμόδιος επίτροπος Πέντρο Σόλμπες έπλεξε το εγκώμιο της ελληνικής κυβέρνησης για την πολιτική της στο θέμα των επιτοκίων και εξέφρασε την πεποίθησή του ότι θα επιβεβαιωθούν οι θετικές προβλέψεις της Επιτροπής, όσον αφορά τον πληθωρισμό. Ερωτηθείς για τις πληθωριστικές επιπτώσεις της αύξησης των πετρελαϊκών τιμών, ο Ισπανός επίτροπος απάντησε ότι η εν λόγω αύξηση έχει απορροφηθεί από τις οικονομίες των «15» και εξέφρασε την αισιοδοξία του για το μέλλον.

Γενικά στην Ε.Ε., από την έκθεση της Επιτροπής προκύπτει ότι η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να βελτιωθεί από 2,1% το 1999 σε 3% (2,9% για τη ζώνη ευρώ) το 2000 και το 2001. Ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει κάτω από το 2%, τόσο το 2000, όσο και το 2001, παρά τις αρνητικές επιπτώσεις από την υψηλή τιμή του

πετρελαίου. Επίσης, η θετική εξέλιξη για τη συνολική απασχόληση (αύξηση κατά 1,2% το 1999, 1,2% το 2000 και 1,1% το 2001) αναμένεται να οδηγήσει σε μείωση του ποσοστού ανεργίας από 9,9% κατά μέσο όρο το 1998, σε 9,2% το 1999 και 8% το 2001.

ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΟΝΕ	1999	2000	2001
1. ΑΕΠ ΣΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΤΙΜΕΣ (ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟ ΕΤΟΣ)	3,4	3,8	3,9
2. ΕΝΑΡΜΟΝΙΣΜΕΝΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΕΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΝΕ	2,1	1,9	1,9
3. ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΑΝΑΓΚΕΣ Ή ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ (ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ % ΤΟΥ ΑΕΠ)	-1,9	-1,6	-1,2
4. ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ (ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ % ΤΟΥ ΑΕΠ)	104,5	103,0	100,3
5. ΑΝΕΡΓΙΑ, ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ % ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΟΥ ΠΛΗΘΥΣΜΟΥ	9,4	9,0	8,6
6. ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ (ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ % ΜΕΤΑΒΟΛΗ)	1,2	1,3	1,4
7. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ ΣΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΤΙΜΕΣ (ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟ ΕΤΟΣ)	8,5	8,7	9,2
8. ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ (ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ % ΜΕΤΑΒΟΛΗ)	2,6	3,0	3,0
9. ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΓΧΩΡΙΑ ΖΗΤΗΣΗ (ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ % ΜΕΤΑΒΟΛΗ)	3,6	4,1	4,3
10. ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΑΓΑΘΩΝ (ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ % ΜΕΤΑΒΟΛΗ)	5,4	6,6	6,8
11. ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΑΓΑΘΩΝ (ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ % ΜΕΤΑΒΟΛΗ)	5,2	5,9	6,3

(δ) Παγκοσμιοποίηση των Χρηματιστηρίων

Ο διεθνής χαρακτήρας του Χρηματιστηρίου ενισχύθηκε με την ταχύτατη επέκταση του χρηματιστηριακού θεσμού στη διάρκεια της δεκαετίας του '90, με το λεγόμενο «φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης», ο όρος που πολυχρησιμοποιήθηκε στη διάρκεια της τελευταίας 10ετίας του 20ού αιώνα. Σε ιστορικό περισκόπιο, επισημαίνεται ότι το φαινόμενο αυτό διαδέχθηκε τη μεταπολεμική τάση διεθνοποίησης των κεφαλαιαγορών και των Χρηματιστηρίων και εμφανίστηκε μετά την κατάρρευση του συστήματος κεντρικού σχεδιασμού της οικονομίας στην Ευρωπαϊκή Ήπειρο στα τέλη της 10ετίας του '80.

Για την κατανόηση σε βάθος και τη σωστή αξιολόγηση της συμβολής του «φαινομένου της παγκοσμιοποίησης» στην πορεία ολοκλήρωσης της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς, θα πρέπει να αναλυθούν : πρώτον, τα βασικά χαρακτηριστικά του, δεύτερον, μια σειρά από παράγοντες που συνεπέδρασαν σε αλληλεξάρτηση σ' αυτό και τρίτον, οι μελλοντικές ποιοτικές συνέπειες στο επενδυτικό περιβάλλον. Πρώτο βασικό χαρακτηριστικό της «παγκοσμιοποίησης» είναι ο κεντρικός ρόλος του Χρηματιστηρίου. Επιγραμματικά αναφέρουμε ότι διακινούνται ημερησίως μέσω Χρηματιστηρίων σε παγκόσμιο επίπεδο συναλλαγές ύψους άνω των 1.000 δις. δολαρίων, που είναι 50 φορές περίπου το ύψος των συναλλαγών βιομηχανικών κλπ. Υλικών αγαθών και υπηρεσιών. Δεύτερον, στο «φαινόμενο» της παγκοσμιοποίησης έχουν συντελέσει οι ακόλουθες κύριες εξελίξεις : - Η μεταπολεμική τάση διεθνοποίησης της κεφαλαιαγοράς, στην οποία αναφερθήκαμε ήδη. - Το φαινόμενο της διεθνούς οικονομικής κρίσης στασιμοπληθωρισμού και της πολιτικής απορύθμισης και απελευθέρωσης των αγορών και των οικονομιών που ακολούθησε. - Η πολιτική που εφαρμόστηκε με σκοπό την «ανακύκλωση» των πλεονασμάτων των Χωρών του OPEC (1974), η οποία αποτέλεσε ιστορικό σταθμό στην απελευθέρωση της διεθνούς κινητικότητας του κεφαλαίου με αφετηρία τη χρηματοδότηση των μη πετρελαιοπαραγωγών υπό ανάπτυξη Χωρών. - Η μεταρρύθμιση του διεθνούς νομισματικού συστήματος με θέσπιση την ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών συναλλάγματος και τη διεθνή κίνηση κεφαλαίων (1973). - Η πολιτική επιλογή διεύρυνσης της Ευρωπαϊκής Οικονομικής κοινότητας (από 6 ιδρυτικά το 1956 σε 15 μέλη μέχρι σήμερα) και παράλληλα η επιτάχυνση της ενοποίησής της, η οποία κατέληξε πλέον στην ΟΝΕ. - Η εφαρμογή της οικονομικής πολιτικής της προσφοράς η οποία στηρίζεται στη συλλογιστική της ανταγωνιστικής αγοράς και στην προτεραιότητα στις επενδύσεις και στη χρηματοδότησή τους. - Η τάση

μεταβιομηχάνισης και μετασχηματισμού προς τη λεγόμενη «οικονομία των υπηρεσιών», με αναβάθμιση των παραγόντων της τεχνογνωσίας, της υψηλής εξειδίκευσης και της ποιότητας για την απόκτηση συγκριτικών πλεονεκτημάτων στο νέο «τοπίο» διεθνούς ανταγωνιστικού περιβάλλοντος.

Τρίτον, σε σχέση με τις συνέπειες του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης των αγορών και των οικονομιών επισημαίνεται εδώ η άποψη ότι το αποκεντρωτικό σύστημα της οικονομίας της αγοράς αφενός προωθεί την τεχνολογική και οικονομική ανάπτυξη και αφετέρου μέσω του ανταγωνισμού και ειδικότερα της βελτίωσης της ποιότητας και της μείωσης του κόστους και των τιμών, θα αποβεί προς όφελος των τελικών καταναλωτών.

Καταλύτης στο φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης υπήρξε η ειρηνική κατάρρευση του συστήματος κεντρικού σχεδιασμού της οικονομίας στις Χώρες της πρώην Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Ύστερα απ' αυτό, οι οικονομίες των Χωρών αυτών εισήλθαν στη φάση της προσαρμογής στο σύστημα της μικτής οικονομίας της αγοράς, στα πλαίσια της παγκόσμιας πλέον οικονομίας. Άρχισε λοιπόν να γίνεται λόγος ότι με συνθήκες πλέον παγκοσμιοποίησης, πορευόμαστε σε μια «νέα διεθνή οικονομική τάξη» και ένα νέο παγκόσμιο καταμερισμό των έργων, με οικονομικά κριτήρια. Επισημαίνεται πάντως ότι οι εξελίξεις που θα ακολουθήσουν εξαρτώνται από τις πραγματικές συνθήκες αφετηρίας που υπάρχουν στις διάφορες χώρες και περιοχές του κόσμου. Διότι, όπως γνωρίζουμε, ανταγωνιστική αγορά σημαίνει «ίσους όρους ανταγωνισμού» και ακόμη ίσες ευκαιρίες στη δημιουργία ίσως όρων ανταγωνισμού. Ποιες λοιπόν ήταν οι πραγματικές συνθήκες σε όρους πειθαρχίας στην απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών κλπ υπηρεσιών και προϊόντων και της εγκατάστασης επιχειρήσεων ; Οι απόψεις διαφοροποιούνται ανάμεσα σε δύο ακραίες θέσεις : ότι η παγκοσμιοποίηση θα

αποβεί καταστροφική για τις οικονομίες των χωρών με χαμηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης και ότι μέσω της σημερινής διεθνούς οικονομικής οργάνωσης και συνεργασίας θα υπάρξει σύμμετρη κατανομή των ωφελειών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η κεφαλαιαγορά και το Χρηματιστήριο πάντως αποτέλεσαν «μοχλό» στο σύγχρονο φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης, με κύριο αποτέλεσμα την κάθετη αύξηση της επικοινωνία και της αλληλεξάρτησης μεταξύ των Χρηματιστηρίων σε διεθνές επίπεδο. Πρόκειται για μια τάση που έχει ιστορικό χαρακτήρα, αφενός από άποψη διαδικασίας διάχυσης της οικονομικής και τεχνολογικής ανάπτυξης και αφετέρου από άποψη επενδυτικών δυνατοτήτων και επιχειρηματικών ευκαιριών που διανοίγονται σε παγκόσμιο επίπεδο. Έτσι, τα οφέλη της διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων αυξάνονται με τις μεγαλύτερες δυνατότητες που προσφέρονται στους επενδυτές να αξιοποιήσουν θετικές επενδυτικές ευκαιρίες σε διάφορες κεφαλαιαγορές και Χρηματιστήρια του Κόσμου. Παρόμοια, οι μεταποιητικές και εμπορικές επιχειρήσεις διευκολύνονται να επεκταθούν σε νέες αγορές με κατάλληλες συνεργασίες και να επωφεληθούν έγκαιρα από διεθνή γεγονότα, όπως μεταβολές στην τεχνολογία, στη φορολογική νομοθεσία, στους δασμούς, σε έκτακτα γεγονότα σε κάποιο άλλο μέρος, κλπ.

Βαθμιαία αυξανόμενος αριθμός εταιριών δεν περιορίζεται στην άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά της Χώρας εγκατάστασής τους. Π.χ. το 50% των αποκρατικοποιήσεων περιείχαν διάθεση τμήματος των μετοχικών τίτλων σε διεθνείς επενδυτές το 1995. Σήμερα το 50% των επιχειρήσεων που αποτελούν μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου, είναι ξένης ιδιοκτησίας. Η γερμανική Telekom διέθεσε τμήμα των μετοχικών τίτλων που εξέδωσε στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, πολλές ινδικές εταιρίες αναζητούν κεφάλαια για χρηματοδότηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά, κλπ.

Ακόμη ο ελληνικός ΟΤΕ εισήλθε πρόσφατα στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στην εποχή των παγκόσμιων επικοινωνιών και της «τεχνολογίας αιχμής», επενδυτές, επιχειρήσεις και προσφέροντες επενδυτικές και χρηματοδοτικές υπηρεσίες για χρηματοδότηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων, καταφεύγουν στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά, κλπ.

Όπωςδήποτε, οι δυνατότητες για μεγαλύτερα οφέλη με συμπερίληψη επενδύσεων από ξένες Χώρες, αντιμετωπίζουν πιο πολύπλοκα προβλήματα. Ο συνετός επενδυτής δεν σπεύδει να δώσει εντολή αγοράς 100 μετοχών σε ένα χρυσωρυχείο που πρόκειται να ξεκινήσει π.χ. στη Γουατεμάλα ή στην Τανζανία, αν δεν μελετήσει πρώτα τη σταθερότητα του νομίσματος της Χώρας, τις γενικές οικονομικές και πολιτικές συνθήκες στη Χώρα αυτή, τη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς και τις δυνατότητες άμεσης ρευστοποίησης στην περίπτωση που παραστεί ανάγκη, κτλ. Διότι, επενδύσεις που υπόσχονται υψηλές αποδόσεις έχουν ένα «κοινό μυστικό», ότι συχνά συνδέονται με κίνδυνο απώλειας και του κεφαλαίου που θα επενδυθεί. Κι αυτό δεν αφορά μόνο τις επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους επιχειρήσεων αλλά και τις επενδύσεις σε τίτλους σταθερής απόδοσης (ομολογιακοί τίτλοι Δημοσίου ή / και επιχειρήσεων) ή ακόμη και σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία (ακίνητα) σε μια ξένη Χώρα, εφόσον επιτρέπεται σ' αυτήν η ξένη ιδιοκτησία και υπάρχει σταθερό δημοκρατικό πολιτικό καθεστώς.

(ε) Αποκρατικοποιήσεις των ΔΕΚΟ

Ένας ισχυρός αυτοτελής προωθητικός παράγων στη διεύρυνση και αναβάθμιση του ρόλου των Χρηματιστηρίων στη διάρκεια του τελευταίου τετάρτου του 20ού αιώνα, ήταν η διεθνής τάση αποκρατικοποιήσεων των ΔΕΚΟ αντίθετα με την τάση κρατικοποιήσεων, που είχε σημειωθεί την πρώτη 25ετία μετά το τέλος του Πολέμου. Η νέα αυτή τάση εντάσσεται

στα πλαίσια της νέας πολιτικής της προσφοράς, με επικέντρωση στις επενδύσεις, στη ραγδαία τεχνολογική πρόοδο και στο νέο «τοπίο» ανταγωνιστικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος σε διεθνές επίπεδο. Ειδικότερα, στην περίπτωση των πρώην Χωρών κεντρικού σχεδιασμού της οικονομίας, οι αποκρατικοποιήσεις αποτελούν τον καθοριστικό παράγοντα της πορείας μετασχηματισμού στο σύστημα της μικτής οικονομίας της αγοράς.

Οι αποκρατικοποιούμενες δημόσιες επιχειρήσεις, λόγω συνήθως του μεγάλου μεγέθους τους, έχουν αποτελέσει ισχυρό παράγοντα προσφοράς μετοχικών τίτλων, τους οποίους απερρόφησαν τα τοπικά Χρηματιστήρια και τα Χρηματιστήρια του εξωτερικού από το επενδυτικό κοινό, ατομικούς και θεσμικούς επενδυτές, που εμπιστεύτηκαν τις νέες διοικήσεις τους. Πράγματι, παρότι υπάρχει μεγάλη ποικιλία στους τρόπους που έγιναν οι αποκρατικοποιήσεις, στη διαδικασία της διάθεσης των τίτλων που εξέδιδαν, κτλ., η αποδοχή τους από τους επενδυτές κατά κανόνα επιβεβαιώθηκε από την επιτυχή πορεία τους, μέσα στα πλαίσια του νέου καθεστώτος διοικητικής και οικονομικής αυτοτέλειας που απόκτησαν. Ταυτόχρονα το κοινωνικό σύνολο απαλλάγει από την επιβάρυνση των επιχορηγήσεων προς τις ΔΕΚΟ, πράγμα που συνετέλεσε στη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων (δημοσιονομική πειθαρχία), στη χαλάρωση του πληθωρισμού, στην αποκλιμάκωση των επιτοκίων, στην προστασία των πραγματικών εισοδημάτων, στην προαγωγή των επιχειρηματικών επενδύσεων, κτλ.

(στ) Σύστημα επικοινωνίας και πληροφόρησης

Η ταχεία ανάπτυξη της τεχνολογίας της επικοινωνίας λειτούργησε ως καταλύτης στην ανάπτυξη και στην διεθνοποίηση του χρηματιστηριακού θεσμού στη διάρκεια της τελευταίας 20ετίας.

Σημειωτέον, ότι η επικοινωνία και η πληροφόρηση των επενδυτών για τις δυνατότητες τοποθετήσεων και των επιχειρήσεων για τα επιτόκια κλπ όρους χρηματοδότησής τους, αποτελούν ακρογωνιαίο λίθο για την ομαλή λειτουργία και την ανάπτυξη του χρηματιστηριακού θεσμού. Πάντως σήμερα, ένας τεράστιος όγκος χρηματιστηριακών συναλλαγών διεξάγεται εντός και εκτός του κυρίου Χρηματιστηρίου, με εντολές που δίνονται με τα σύγχρονα επικοινωνιακά μέσα (όπως η ενσύρματη και μη και η κινητή τηλεφωνία, FAX, E-MAIL), με τάση μάλιστα ταχύτερης αύξησης των εκτός συνεδριάσεων του Χρηματιστηρίου συναλλαγών, που διεξάγονται καθόλη τη διάρκεια του 24ώρου και αξιοποιούν και γεφυρώνουν τις διαφορές τιμών ανάμεσα στα τοπικά, εθνικά και διεθνή Χρηματιστήρια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ – ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΙΤΛΩΝ

Α. Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου

(α) Εισαγωγή

Αντικείμενο των εταιριών επενδύσεων που η ζωή τους ξεπερνά τα 100 χρόνια, είναι η συγκέντρωση κεφαλαίων και η επένδυσή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους με βάση την αρχή της διασποράς του κινδύνου με επιδιωκόμενο σκοπό τόσο την επίτευξη μιας ικανοποιητικής απόδοσης όσο και μιας αύξησης της αξίας των επενδύμενων κεφαλαίων.

(β) Μορφές Εταιριών Επενδύσεων

Στη σύγχρονη πρακτική διακρίνουμε δύο μορφές Εταιριών Επενδύσεων :

α. τις κλειστές και

β. τις ανοικτές ή μεταβλητού κεφαλαίου.

Το Ν.Δ. 608/70 ασχολείται και με τις δύο αυτές μορφές και τις μεν κλειστές ονομάζει Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, ενώ τις ανοικτές τις αναφέρει σαν Αμοιβαία Κεφάλαια κατά πιστή μετάφραση που επικράτησε στην Αμερική (Mutual Funds).

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των δύο μορφών που διακρίνουν τη μια από την άλλη είναι :

1. Η Νομική Μορφή
2. Το Μεταβλητό ή όχι του κεφαλαίου τους.

(γ) Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Οι εταιρίες αυτές έχουν σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών.

Είναι νομικά πρόσωπα με τη μορφή της ανώνυμης εταιρίας. Οι μετοχές της Εταιρίας Επενδύσεων διατίθενται στο κοινό και εισάγονται υποχρεωτικά στο Χρηματιστήριο.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας παραμένει σταθερό και μπορεί να μεταβληθεί μετά από απόφαση της γενικής Συνέλευσης των μετόχων της εταιρίας, ενώ οι παλιοί μέτοχοι έχουν δικαίωμα προτίμησης στη διάθεση των νέων τίτλων.

Σύμφωνα με το νόμο 1696, για να εκδοθεί άδεια σύστασης της εταιρίας επενδύσεων χαρτοφυλακίου απαιτείται να έχει χορηγηθεί από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς άδεια λειτουργίας της εταιρίας. Για τη χορήγηση αυτής της άδειας εκτιμώνται η οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν και η καταλληλότητα των ιδρυτών για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρίας. Η εταιρία επενδύσεων έχει την υποχρέωση να υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χ.Α.Α. εντός εξαμήνου από τη σύστασή της. Εάν αυτό δεν συμβεί, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια λειτουργίας και η εταιρία τίθεται υπό εκκαθάριση.

Το μετοχικό κεφάλαιο επενδύεται σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους με τους περιορισμούς που θέτει ο νόμος και που είναι σχεδόν ίδιοι και για τα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Η τιμή της μετοχής της Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση και όχι βάση του ακριβούς υπολογισμού της τιμής κάθε μετοχής που περιλαμβάνει στο χαρτοφυλάκιο της. Βέβαια η εξέλιξη των τιμών

αυτών επηρεάζει έμμεσα την τιμή της μετοχής της Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου στο Χρηματιστήριο.

Τα έσοδά της προέρχονται κατά κύριο λόγο από την είσπραξη των μερισμάτων και των τόκων των μετοχών και ομολογιών που συνιστούν το χαρτοφυλάκιο καθώς και από κεφαλαιακά κέρδη που πραγματοποιούνται κατά τις αγοραπωλησίες τίτλων.

Ο δανεισμός των εταιριών επενδύσεων επιτρέπεται μόνο για την κάλυψη έκτακτων λειτουργικών αναγκών τους, καθώς και για την απόκτηση ακινήτων.

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχουν την ικανότητα να επιλέγουν αποτελεσματικά τους τίτλους που θα αγοράσουν και τους τίτλους που θα πουλήσουν, ώστε να επιτυγχάνουν ικανοποίηση των επιδιώξεων των μετοχών τους. Το πλεονέκτημά τους αυτό, οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου το μεταβιβάζουν στους μετόχους τους.

Οι Εταιρίες Επενδύσεων χαρτοφυλακίου διανέμουν στους μετόχους τους κάθε διαχειριστική περίοδο το σύνολο των καθαρών κερδών που πραγματοποιούν.

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου παρέχουν στους μετόχους τους και ένα άλλο πολύ σοβαρό και σπουδαίο πλεονέκτημα, τη διασπορά και τη μείωση του κινδύνου. Είναι προφανές ότι η τοποθέτηση των κεφαλαίων σε μεγαλύτερο αριθμό διαφορετικών τίτλων συνεπάγεται μείωση του κινδύνου. Λόγω ελλείψεως μεγάλων κεφαλαίων και επαρκών γνώσεων ο μεγαλύτερος αριθμός των αποταμιευτών δεν είναι σε θέση να καταρτίσει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που να περιλαμβάνει τίτλους με προσδοκίες αρνητικά συσχετιζόμενες ώστε να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος.

Ο θεσμός παρέχει επίσης διαφάνεια και ασφάλεια, καθώς επίσης απολαμβάνει και ορισμένων φορολογικών απαλλαγών.

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου θέτουν στη διάθεση του κοινού ανά τρίμηνο πίνακα όλων των επενδύσεών τους, που αναγράφει το μέσο κόστος και την αγοραία αξία κάθε επένδυσης.

Οι επιδιώξεις της εταιρίας επενδύσεων χαρτοφυλακίου συνίστανται γενικώς στη :

- (α) Διανομή στους μετόχους της υπό μορφή μερίσματος, μερισμάτων και τόκων και εισπράττει ως αμοιβή του χαρτοφυλακίου της και των κερδών κεφαλαίων που πραγματοποιεί.
- (β) Αύξηση της τιμής της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά. Σήμερα στην Ελλάδα οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι οι εξής :

1. Αιολική
2. ΔΙΑΣ
3. ΕΔΕΧ
4. Εθνική Χαρτοφυλακίου
5. Εμπορική Επενδυτική
6. Εξέλιξη
7. Επενδύσεις Αναπτύξεως
8. Επενδύσεις εργασίας
9. Άλφα Επενδύσεων
10. Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου
11. Ιδιωτική Επενδυτική (Πειραιώς)
12. Ιονική Επενδύσεων
13. Interinvest
14. Μεσογειακή Επενδυτική
15. Πρόοδος Ελλ. Επενδύσεων
16. Ωρίων
17. Ασπίς ΑΕΕΧ

Στη διαχείριση και διοίκηση των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου απαιτείται πλήρης διαφάνεια. Όποιος προβαίνει σε

ανακριβείς ή παραπλανητικές δηλώσεις, και γνωστοποιήσεις ή χρησιμοποιεί οποιαδήποτε μέθοδο, για να δημιουργήσει στο κοινό την εσφαλμένη εντύπωση ότι επιχείρηση αποτελεί Εταιρία Επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τιμωρείται με φυλάκιση και υψηλή χρηματική ποινή.

Όποιος, επίσης, εν γνώσει του προβαίνει σε ψευδείς δηλώσεις, σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, με σκοπό να επηρεάσει τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών της εταιρίας αυτής, τιμωρείται κατόπιν αιτήσεως της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι 100 εκατομμύρια δραχμές.

Β. Χαρτοφυλάκιο τίτλων

(α) Έννοια

Χαρτοφυλάκιο τίτλων είναι το σύνολο των χρεογράφων (ομολόγων, ομολογιών, μετοχών, μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων) τα οποία έχει στην κατοχή του ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο.

Οι επενδυτές οι οποίοι συστηματικά ασχολούνται με το Χρηματιστήριο Αξιών ποτέ ή πολύ σπάνια περιορίζονται σε ένα μόνο χρεόγραφο, γιατί δεν επιθυμούν να συνδέσουν την περιουσιακή τους τύχη ιδιαίτερα με μια τέτοια μετοχή (γιατί η μετοχή μεταβάλλεται σε αξία και απόδοση και υπόκειται σε χρηματιστηριακές διακυμάνσεις). Συνήθως διαθέτουν μια μεγάλη ποικιλία τίτλων που περιλαμβάνουν ένα χαμηλό ποσοστό χρεογράφων σταθερής απόδοσης, όπως τα ομόλογα και οι ομολογίες για περισσότερη ασφάλεια και ένα σημαντικό ποσοστό μετοχών και μάλιστα διάφορων Ανώνυμων Εταιριών, ώστε να διευρύνονται οι προσδοκίες και να μειώνονται οι κίνδυνοι.

Το ερώτημα είναι ποια είναι η σύνθεση του χαρτοφυλακίου τίτλων, ώστε να προκύπτει για τον επενδυτή η μεγαλύτερη δυνατή ωφέλεια. Το πρόβλημα αυτό αντιμετωπίζεται με πρακτικούς τρόπους και λύσεις από τη μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών, και με αλγεβρικούς τύπους και μοντέλα (υποδείγματα) από τους ειδικούς.

(β) Αρχές σύνθεσης χαρτοφυλακίου

Δύο είναι οι βασικές αρχές που διέπουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τίτλων : Της μέγιστης δυνατής απόδοσης και του ελάχιστου δυνατού κινδύνου.

(1). Η αρχή της μέγιστης δυνατής απόδοσης. Σύμφωνα με την αρχή αυτή, ο επενδυτής επιδιώκει τη μεγαλύτερη ωφέλεια που μπορεί να αποκομίσει από την επένδυση κεφαλαίων του σε τίτλους. Η ωφέλεια αυτή έχει δύο όψεις :

Ευνοϊκότερη δυνατή διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας του τίτλου. Μεγαλύτερη δυνατή απόδοση του τίτλου (υψηλότερος τόκος σε ομολογίες, υψηλότερο μέρισμα της μετοχής).

(2). Η αρχή του ελάχιστου δυνατού κινδύνου. Ο κίνδυνος αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα στην απόφαση του επενδυτή να αγοράσει τίτλους και στην προτίμηση προς τον Α τίτλο έναντι του Β. Γενικά ο κίνδυνος απομακρύνει τους επενδυτές.

(3). Συνδυασμός των δύο αρχών. Θεωρητικά ο επενδυτής διαμορφώνει το χαρτοφυλάκιό του, επιδιώκοντας να επενδύσει τα κεφάλαιά του σε χρεόγραφα που έχουν τη μεγαλύτερη απόδοση και το χαμηλότερο κίνδυνο ή αν αυτό είναι αδύνατο, εκείνοι που έχουν ικανοποιητική απόδοση και περιορισμένο κίνδυνο.

Κατ' επέκταση αυτής της αρχής ο επενδυτής επιδιώκει με ορισμένη απόδοση του τίτλου να έχει λιγότερο κίνδυνο και με ορισμένο βαθμό κινδύνου να έχει μεγαλύτερη απόδοση.

Τι είναι εκείνο που βαραίνει περισσότερο στην απόφαση του επενδυτή, η απόδοση ή ο κίνδυνος. Αυτό είναι θέμα που συνδέεται με την ιδιοσυγκρασία και το χαρακτήρα του, την προέλευση των χρημάτων και άλλους παράγοντες, όταν και για τα δύο, απόδοση και κίνδυνο, υπάρχει αβεβαιότητα. Ορισμένοι επενδυτές μπροστά στην υψηλή απόδοση υποτιμούν τον κίνδυνο. Άλλοι, οι πλέον συντηρητικοί, υπολογίζουν περισσότερο τον κίνδυνο, την ασφάλεια των κεφαλαίων τους και λιγότερο την απόδοση. Ίσως εδώ και η ηλικία των επενδυτών να παίζει σοβαρό ρόλο.

Η συμπεριφορά όμως των επενδυτών κατευθύνεται, προκειμένου για δύο μετοχές που εμφανίζουν τους ίδιους κινδύνους, προς εκείνη που παρέχει τη μεγαλύτερη απόδοση και, προκειμένου για δύο μετοχές που παρέχουν την ίδια απόδοση, προς εκείνη που εμφανίζει το μικρότερο κίνδυνο.

Το πρόβλημα όμως παραμένει και είναι δύσκολο όταν η επιλογή της επένδυσης πρέπει να γίνει μεταξύ τίτλων με διαφορετικές αποδόσεις και διαφορετικούς κινδύνους, που είναι η συνηθέστερη περίπτωση. Όσο περισσότερα στοιχεία και πληροφορίες διαθέτουμε τόσο η ανάλυση και η απόφαση γίνεται πιο αντικειμενική. Με δεδομένο ότι ο υπολογισμός τόσο της απόδοσης όσο και του κινδύνου είναι δυσχερής, οι εκτιμήσεις αποτελούν αντικείμενο υποκειμενικής κρίσης και βασίζεται στη μελέτη των συνθηκών, όπως στις τάσεις της αγοράς, στην εμπειρία από το παρελθόν, στο ατομικό αισθητήριο, στη διαίσθηση και κάποτε στην τύχη.

(γ) Υπολογισμός της απόδοσης και του κινδύνου

Οι θεωρητικοί του χαρτοφυλακίου τίτλων αποφαινόμενοι ότι ο αναμενόμενος βαθμός απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου είναι ο σταθμικός μέσος όρος των αναμενόμενων αποδόσεων από τους επιμέρους τίτλους που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο και ότι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου

εξαρτάται από τους κινδύνους των επιμέρους τίτλων και επιπλέον από την αλληλεπίδραση των κινδύνων τους οποίους προκαλεί η «συνδιακύμανση» των τίτλων του χαρτοφυλακίου (η συνδιακύμανση προσδιορίζει το βαθμό αλληλεπίδρασης των τίτλων του χαρτοφυλακίου).

Έτσι, ως προς τη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου πρέπει να υπολογιστεί η απόδοση των επιμέρους τίτλων, κυρίως των μετοχών, που το αποτελούν. Όσον αφορά τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου πρέπει να υπολογιστούν οι κίνδυνοι των τίτλων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο σε συνάρτηση με το ποσοστό που κάθε κατηγορία απ' αυτούς (π.χ. μετοχές Α εταιρίας 20%, Β 30%, Γ 50%) συμμετέχει στο χαρτοφυλάκιο, όπως και η συνδιακύμανση των αποδόσεων των διαφόρων τίτλων του χαρτοφυλακίου.

Όλοι αυτοί οι υπολογισμοί είναι δύσκολοι όταν γίνονται εκ των προτέρων, δηλ. πριν καταρτιστεί το χαρτοφυλάκιο τίτλων. Είναι όμως εύκολοι όταν γίνονται εκ των υστέρων σε κάποιο μεταγενέστερο χρονικό σημείο μετά την κατάρτιση του χαρτοφυλακίου, γιατί τότε υπάρχουν στοιχεία τόσο για την απόδοση της μετοχής, όσο και για τον κίνδυνο με τον οποίο αυτή συνδέεται.

Μερικές πρακτικές οδηγίες ως προς την απόδοση και τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου ίσως είναι χρήσιμες για τους επενδυτές σε τίτλους :

- Ένα μέρος του κεφαλαίου, για λόγους ασφάλειας, πρέπει να επενδύεται σε τίτλους σταθερής απόδοσης (ομόλογα, ομολογίες).
- Ως προς τις μετοχές πρέπει να προτιμούνται αυτές που συνδυάζουν ικανοποιητική απόδοση με πολύ χαμηλό ή ανύπαρκτο σχεδόν κίνδυνο πολύ ισχυρών εταιριών (όπως οι τράπεζες).
- Οι μετοχές θα πρέπει να έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα για εύκολη ρευστότητα.
- Ένα μέρος μετοχών να είναι Ανώνυμων Βιομηχανικών και Εμπορικών

Εταιριών σε αναπτυσσόμενους κλάδους, που συνδυάζουν ισχυρή κεφαλαιακή συγκρότηση με καλές προοπτικές.

- Πρέπει να προτιμάται η επένδυση σε μετοχές που είναι διεσπαρμένες σε μεγάλο αριθμό μετόχων, ώστε να μην υπάρχουν συγκροτημένες πλειοψηφίες που μπορούν να ρυθμίζουν, όχι μόνο το μέρισμα αλλά και αυτή τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής.
- Ως προς τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών μετοχές, χρήσιμο είναι ο επενδυτής να λαμβάνει γνώση της πορείας τους κατά τα προηγούμενα χρόνια. Ως προς τις νεοεισαγόμενες μετοχές, πρέπει ο επενδυτής να μελετά τα στοιχεία του ενημερωτικού δελτίου που το εκδίδουν υποχρεωτικά οι Α.Ε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Α. Μέλη του Χ.Α.Α

Τα μέλη του Χ.Α.Α. διακρίνονται σε :

- Τακτικά Μέλη, που είναι οι χρηματιστές και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ) και
- Έκτακτα Μέλη που είναι οι αντικριστές.

(α) Χρηματιστές

Οι χρηματιστές είναι ο παλαιότερος «μηχανισμός» για τη μεταφορά των εντολών των επενδυτών στη χρηματιστηριακή αγορά (χρηματιστήριο).

Για τον διορισμό ενός χρηματιστή απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία χορηγείται μετά από επιτυχία σε ειδικές εξετάσεις και αφού πληρούν τα εξής προσόντα :

- (1) Ηλικία τουλάχιστον 25 ετών και εκπλήρωση των στρατιωτικών υποχρεώσεων ή είναι νόμιμα απαλλαγμένος.
- (2) Πτυχίο Α.Ε.Ι. ή Τ.Ε.Ι.
- (3) Τριετή επαγγελματική εμπειρία στα χρηματιστηριακά θέματα η οποία αποδεικνύεται με βεβαίωση του ασφαλιστικού τομέα ή της φορολογικής αρχής και με επιστολή του εργοδότη.
- (4) Να μην έχει καταδικαστεί για αδικήματα από εκείνα που αποτελούν κώλυμα για διορισμό σε θέση του δημοσίου υπαλλήλου.

Ο χρηματιστής είναι έμπορος, υπόκειται σε κατάσταση πτώχευσης και είναι υποχρεωμένος να τηρεί τα εξής βιβλία, τα οποία θεωρούνται από το Τμήμα Χρηματιστηριακών Αξιών της Διεύθυνσης Κεφαλαιαγοράς :

- Το Σημειωματάριο, στο οποίο καταχωρούνται οι συναλλαγές που γίνονται από τον Χρηματιστή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.
- Το Βιβλιάριο τριπλοτύπων πινακιδίων, στο οποίο μεταφέρονται από το Σημειωματάριο οι πράξεις, που έχουν διενεργηθεί χωριστά για κάθε πελάτη.

Το ένα αντίτυπο παραδίνεται αυθημερόν στο Τμήμα Χρηματιστηριακών Αξιών της Διεύθυνσης Κεφαλαιαγοράς, το άλλο στον πελάτη και το τρίτο παραμένει στο στέλεχος του χρηματιστή.

- Βιβλίο κατάθεσης εγγυήσεων πελατών και
- Βιβλίο Ταμεία.

Ο χρηματιστής είναι υποχρεωμένος να μην ανακοινώνει το όνομα του πελάτη, εκτός αν ο πελάτης ρητώς το επιτρέπει.

Απαγορεύεται επίσης στον χρηματιστή να διενεργεί για δικό του λογαριασμό άμεσα ή έμμεσα χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Οι χρηματιστές αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα (μετοχές, ομολογίες κλπ) για λογαριασμό των πελατών τους. Οι χρηματιστές προσπαθούν να αγοράσουν όσο το δυνατόν φθηνότερα και να πουλήσουν όσο το δυνατόν ακριβότερα προς το συμφέρον των πελατών τους. Για την υπηρεσία τους αυτή εισπράττουν προμήθεια από 1% έως 5% της αξίας των συναλλαγών που εκτελούν.

(β) Αντικριστές

Αυτοί είναι βοηθοί των χρηματιστών, κάθε χρηματιστής μπορεί να προσλάβει ένα ως δύο το πολύ αντικριστές. Για τον διορισμό στη θέση του αντικριστού απαιτούνται τα εξής :

- (1) Συμπλήρωση του 21^{ου} έτους της ηλικίας
- (2) Ελληνική Υπηκοότητα
- (3) Απολυτήριο Λυκείου
- (4) Πλήρης δικαιοπρακτική και δικαιοκτητική ικανότητα.

Ο αντικριστής διορίζεται με πράξη του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου, έπειτα από αίτηση του μέλους του και το κυριότερο δικαιολογητικό που απαιτείται είναι η συμβολαιογραφική πράξη πληρεξουσιοδότησης του μέλους με την οποία παρέχεται στον υποψήφιο αντικριστή το δικαίωμα εκφώνησης και αντιφώνησης.

Ο αντικριστής δεν πρέπει να παρέχει τις υπηρεσίες του σε περισσότερα από ένα μέλη.

Για κάθε πράξη ή παράλειψη του αντικριστή υπεύθυνος είναι ο χρηματιστής για λογαριασμό και εντολή του οποίου ενεργεί ο αντικριστής.

B. Χρηματιστηριακοί φορείς

(α) Ολική προσέγγιση

Η πιο συνήθης ταξινόμηση των φορέων που συμμετέχουν ενεργώς στο χρηματιστηριακό χώρο είναι : τα νοικοκυριά, ο επιχειρηματικός τομέας, ο κρατικός ή δημόσιος τομέας και οι μεσάζοντες φορείς. Ωστόσο, σημαντική παρουσία έχουν επίσης σήμερα και διάφοροι οργανισμοί, όπως ασφατικά ταμεία, κτλ, που αποκαλούνται «θεσμικοί επενδυτές». Με τη διεθνοποίηση σήμερα του χρηματιστηρίου, έχουν σημειωθεί δραστικές αλλαγές στις συνθήκες ανταγωνισμού και στους φορείς άσκησης επαγγελμάτων που ασχολούνται με το χρηματιστηριακό θεσμό

(επιχειρηματικοί φορείς, χρηματιστές, επενδυτικοί σύμβουλοι, κτλ.) ώστε να χρειάζεται μια ολική προσέγγιση του θέματος των χρηματιστηριακών φορέων και του συστήματος των αμοιβών αυτών (ποσοστό αξίας συναλλαγών, χρονοχρέωση, επίσκεψη κτλ.).

Υπάρχει λοιπόν σήμερα μεγάλος και αυξανόμενος αριθμός φορέων και επενδυτών που αναμιγνύονται με το Χρηματιστήριο, στην πλειονότητα «μικροαποταμιευτές», «μικροεπενδυτές» και «μικρο-επιχειρήσεις», που επενδύουν «μικροποσά» σε τίτλους που έχουν εκδοθεί και διαπραγματεύονται σ' αυτό. Από την άλλη μεριά, το Κράτος, οργανισμοί και σοβαρές και δυναμικές επιχειρήσεις, με την έκδοση και κυκλοφορία τίτλων που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, ανευρίσκουν κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων, για δημιουργία υποδομής, διεύρυνση της άμεσης παραγωγικής βάσης της οικονομίας, δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης κλπ.

(β) Επιχειρήσεις

Ο επιχειρηματικός τομέας (corporate sector) ενδιαφέρεται βασικά για την άντληση μέσω του Χρηματιστηρίου, χρηματοδοτικών πόρων για την πραγματοποίηση έργων επενδύσεων σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία, οικόπεδα κτίσματα, κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, τεχνογνωσία, κτλ., για την εγκατάσταση, λειτουργία, επέκταση και εκσυγχρονισμό των επιχειρηματικών μονάδων. Βαθμιαία και περισσότερες επιχειρηματικές μονάδες μέσου και μεγάλου μεγέθους, στρέφονται στο Χρηματιστήριο για τη χρηματοδότηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων, σε διεθνές επίπεδο. Εκτός απ' αυτό οι επιχειρηματικές μονάδες κρατούν κατά μέρος ένα λογαριασμό «επενδύσεις» στο κυκλοφοριακό κεφάλαιο, στα πλαίσια της διαχείρισης της επιχειρηματικής ρευστότητας.

Οι μετοχικές ή κεφαλαιουχικές εταιρίες περιλαμβάνουν καταρχήν τις *Ανώνυμες Εταιρίες* (ΑΕ) και τις *Εταιρίες Περιορισμένης Ευθύνης* (ΕΠΕ). Κύρια διαφοροποιά χαρακτηριστικά των εταιριών αυτών είναι ότι η εταιρική περιουσία ανήκει τυπικά τουλάχιστον σε μεγάλο αριθμό συνιδιοκτητών (μετόχων) και ότι η ευθύνη αυτών και της εταιρίας έναντι τρίτων περιορίζεται στο ποσό του μετοχικού κεφαλαίου. Αυτά εκλαμβάνονται κατά κανόνα ως πλεονεκτήματα, καθότι δίνουν δυνατότητες οικονομιών κλίμακας, ανεξαρτοποίησης της διοίκησης από την ιδιοκτησία και άντλησης μεγάλων ποσών για τη χρηματοδότηση των επιχειρηματικών σχεδίων επέκτασης, αναδιάρθρωσης και προσαρμογής στις μεταβολές της τεχνολογίας και του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Ιδιαίτερα στην περίπτωση των ΑΕ, οι μετοχικοί τίτλοι είναι εύκολα μεταβιβάσιμοι, όπως είναι και οι ομολογιακοί τίτλοι που εκδίδουν για δανεισμό και ανταλλάσσονται στο Χρηματιστήριο Αξιών. Έναντι των πλεονεκτημάτων των εταιριών αυτών, υπάρχουν ορισμένα μειονεκτήματα (όπως δυσκαμψία, βαθμός συγκέντρωσης, κτλ.), τα οποία έχουν δυνητικό χαρακτήρα που εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα της διοίκησης και την οικονομική πολιτική.

Άλλες συνήθεις μορφές επιχειρηματικής οργάνωσης είναι οι μικτές επιχειρήσεις και οι αμιγείς εταιρίες προσωπικού χαρακτήρα, που περιλαμβάνουν τις *Ετερόρρυθμες Εταιρίες* (ΕΕ), τις *Ομόρρυθμες Εταιρίες* (ΟΕ) και τις *Ατομικές Επιχειρήσεις*. Στην περίπτωση των ΕΕ, υπάρχουν δύο είδη εταίρων, οι ετερόρρυθμοι εταίροι που ευθύνονται μέχρι του ποσού της εισφοράς τους, ενώ οι ομόρρυθμοι εταίροι ευθύνονται, όπως και στην περίπτωση της ΟΕ. Στην περίπτωση της ΟΕ, η ιδιοκτησία ανήκει σε περισσότερα του ενός άτομα και οι εταίροι ευθύνονται «εις ολόκληρον» για τις υποχρεώσεις της εταιρίας προς τρίτους. Στην περίπτωση των Ατομικών Επιχειρήσεων η ιδιοκτησία ανήκει σε ένα άτομο, που ευθύνεται «εις ολόκληρον» για τα χρέη προς τρίτους. Οι

μορφές αυτές αντιπροσωπεύουν συνήθως επιχειρηματικές μονάδες μικρο – μεσαίου μεγέθους, για τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των οποίων υπάρχει μεγάλη δυσαρμονία απόψεων. Ωστόσο, το θέμα είναι κατά πόσον τα μειονεκτήματα μετατρέπονται, μέσω αποτελεσματικής διοίκησης, σε πλεονεκτήματα (π.χ. κατά πόσον η ιδιοκτησία μπορεί να διασφαλίσει αποτελεσματική διοίκηση), σε τρόπον ώστε να αξιοποιηθεί το πλεονέκτημα της ευελιξίας λόγω μεγέθους, να βελτιωθεί η θέση στην αγορά, να αυξηθεί η πιστοληπτική ικανότητα, κ.ο.κ. Πάντως, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι υπαρκτό γεγονός σε όλες τις οικονομίες, αποτελούν τη μέγιστη πλειονότητα των ελληνικών επιχειρήσεων (άνω του 99% του συνολικού αριθμού, εξαρτώμενου από τον ορισμό των μικρο – μεσαίων επιχειρήσεων), παρότι πτωχεύουν ή κλείνουν και δημιουργούνται νέες, με σχετικά υψηλούς ρυθμούς.

Άλλες ακόμη μορφές επιχειρηματικής οργάνωσης είναι τα ΝΠΙΔ και τα ΝΠΔΔ, που περιλαμβάνουν συνεταιρισμούς, σωματεία, αστικές εταιρίες και λοιπά νομικά πρόσωπα. Ειδικότερα, οι συνεταιρισμοί αποτελούν εταιρίες με διάφορους σκοπούς, που διέπονται από διαφορετικό νομικό καθεστώς από τις αστικές εταιρίες κερδοσκοπικού ή μη κερδοσκοπικού σκοπού, όπως διαφορετικό νομικό καθεστώς ισχύει για τα σωματεία και για τα ΝΠΔΔ και τα ΝΠΙΔ που κατατάσσονται περαιτέρω σε άμεσα ελεγχόμενα και επιδοτούμενα από το Κράτος και σε μη άμεσα ελεγχόμενα από το Κράτος.

Οι επιχειρηματικές αποφάσεις για τη μορφή της χρηματοδότησης συνδέονται με την αναμενόμενη απόδοση και το χρηματοδοτικό κίνδυνο των μετόχων, σε τρόπον ώστε το πρόβλημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης να θεωρείται κρίσιμο, ιδιαίτερα με συνθήκες ατελών και μη επαρκώς αποτελεσματικών αγορών.

(γ) Χρηματιστηριακός επενδυτής

Ο κυριότερος χρηματιστηριακός φορέας είναι οι «επενδυτές». Αυτοί αποτελούν ανεξάρτητες διοικητικά και αυτοτελείς οικονομικές μονάδες, που έχουν νόμιμο δικαίωμα και δυνατότητες να κάνουν επενδυτικές επιλογές και υπεύθυνη διαχείριση των επενδύσεων και ευρύτερα των οικονομικών τους. Οι επενδυτές δρουν υπεύθυνα εντός του αποκεντρωτικού συστήματος της μικτής οικονομίας της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, ο Πολίτης αποφασίζει να εισέλθει στο χρηματιστηριακό χώρο και να διαμορφώσει ένα χαρτοφυλάκιο, ασκώντας το νόμιμο δικαίωμα ελεύθερης επιλογής, με βάση το αίσθημα ασφαλείας και εμπιστοσύνη στη διαφάνεια και στη σταθερότητα των «κανόνων του παιχνιδιού» κατά τη διάρκεια των επενδύσεών του.

Ο σύγχρονος έμπειρος χρηματιστηριακός επενδυτής είναι σε θέση να αντιλαμβάνεται επαρκώς και να παρακολουθεί συστηματικά τις εξελίξεις που σχετίζονται με τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών επενδύσεων. Ειδικότερα, αυτός έχει οργανώσει την πληροφόρηση και την επεξεργασία της σε ότι αφορά στις γενικές οικονομικές συνθήκες και τις προοπτικές τους, τις ειδικές πληροφορίες και τα στοιχεία της απόδοσης και του κινδύνου ενός συγκεκριμένου τίτλου και τις προοπτικές αυτού και του φορέα της έκδοσης.

Οι αποτιμήσεις του επενδυτή (investor's preferences), ως προς τη στάση του απέναντι στους παράγοντες της απόδοσης και του κινδύνου, θεωρούνται δεδομένες, ως αναφαίρετο δικαίωμα του Πολίτη και είναι θέμα νοοτροπίας, χαρακτήρα, προσωπικότητας, κτλ. Η χρηματιστηριακή αγορά δίνει δυνατότητες αποκόμισης ωφελειών και για το «συντηρητικό» και για τον «επιθετικό» τύπο επενδυτή ανάλογα με τη συστηματική ή όχι ενασχόλησή του με τις επενδύσεις.

Οι επενδυτικοί στόχοι (investment targets) διαφοροποιούνται με την ηλικία, την εργασιακή κατάσταση, την οικογενειακή σύνθεση (ανατροφή, επαγγελματική αποκατάσταση και δημιουργία ιδίων οικογενειών από τα τέκνα, κτλ). Με βάση τους επενδυτικούς του στόχους, ο επενδυτής επιλέγει μια συγκεκριμένη στρατηγική (investment strategy), για την αποτελεσματική επίτευξη των στόχων του. Με τον τρόπο αυτό αισθάνεται διαφοροποίηση και αποκτά εμπιστοσύνη στον εαυτό του και αυτενέργεια, ανεξάρτητα από τη συμπεριφορά και τις ενέργειες των άλλων (εκτός και αν πρόκειται για ειδικούς στο είδος).

Οι ατομικοί επενδυτές έχουν ταυτόχρονα την ιδιότητα των αρχηγών νοικοκυριών. Τα νοικοκυριά (households) έχουν ενιαία διαχείριση και συνδέουν την απόφασή τους να εισέλθουν στο Χρηματιστήριο με διάφορες άλλες επιλογές τους που αφορούν στην εργασία, την εκπαίδευση και επαγγελματική κατάρτιση των τέκνων, την αποταμίευση ή κατανάλωση, το σχεδιασμό των γηρατειών, κτλ. Παρά την αλληλεξάρτηση ανάμεσα σε όλο το φάσμα των αποφάσεων ενός νοικοκυριού, είμαστε υποχρεωμένοι εδώ να επικεντρωθούμε ιδιαίτερα στα χρηματιστηριακά περιουσιακά στοιχεία, λαμβάνοντας τις περισσότερες από τις αποφάσεις που προαναφέρθηκαν, ως δεδομένες.

Η εισοδηματική κατάσταση ενός νοικοκυριού καθορίζει τα βιοτικά όρια, πέρα από τα οποία στρέφεται το ενδιαφέρον του στις χρηματιστηριακές επενδύσεις. Κατά συνέπεια, οι αποφάσεις αυτές αφορούν νοικοκυριά που έχουν υπερβεί το ελάχιστο όριο συντήρησης και μπορούν να θέσουν επενδυτικούς στόχους για το μέλλον και να κάνουν επενδυτικό σχεδιασμό για την επίτευξή τους. Οι μετοχικοί χρηματιστηριακοί τίτλοι, που διακρατούνται από τα νοικοκυριά, ισοδυναμούν με το 100% του ετήσιου διαθέσιμου εισοδήματος στις ΗΠΑ, 65% στη Βρετανία και 20% στη Γερμανία και στη Γαλλία. Μεταξύ των

μέσων της 10ετίας του '80 και σήμερα σχεδόν διπλάσιος αριθμός νοικοκυριών κατέχουν μετοχικούς τίτλους.

Οι επενδυτές δείχνουν συνέπεια της τακτικής με τη στρατηγική και τους στόχους που έχει επιλέξει ο καθένας. Εντελώς διαφορετική είναι η στρατηγική που εφαρμόζουν οι μακροπρόθεσμοι από τους βραχυπρόθεσμους επενδυτές. Οι τελευταίοι (κοινώς λεγόμενοι «κερδοσκόποι») έχουν βραχύ χρονικό ορίζοντα, ασχολούνται συστηματικά ως δεύτερο ή κύριο επάγγελμα με τις καθημερινές μεταβολές των τιμών και «παίζουν» με αυτές, κρατώντας το Χρηματιστήριο σε συνεχή λειτουργία.

Το γεγονός ότι οι χρηματιστηριακοί επενδυτές κατέχουν σήμερα πολλαπλάσιο «πλούτο» από ότι μερικές 10ετίες πριν, ίσως δεν αφήνει ανεπηρέαστη την καταναλωτική και επενδυτική τους συμπεριφορά από το ύψος και τις μεταβολές της αξίας αυτού.

Οι επενδυτές, ανάλογα με την τοποθέτηση σε τίτλους του Χρηματιστηρίου Αξιών κατατάσσονται συνήθως σε τέσσερις κατηγορίες :

- (1) Οι επενδυτές που κάνουν μακροπρόθεσμη τοποθέτηση σε χρηματιστηριακούς τίτλους. Οι επενδυτές αυτοί αποτελούν μια ακραία περίπτωση, έχουν μακροπρόθεσμους επενδυτικούς στόχους και δεν επηρεάζονται ως ένα σημείο από βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των τιμών των χρηματιστηριακών τίτλων. Σχετικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με μελέτες που έχουν γίνει, οι μακροχρόνιες αποδόσεις χρηματιστηριακών τίτλων είναι γενικά υψηλότερες από τις βραχυπρόθεσμες.
- (2) Οι επενδυτές που παρακολουθούν σε καθημερινή βάση και ώρα με την ώρα τις εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι επενδυτές αυτοί αποτελούν την άλλη ακραία περίπτωση των «επαγγελματιών κερδοσκόπων», που ασχολείται επαγγελματικά με αγοραπωλησίες

χρηματιστηριακών τίτλων και αποτελούν βασικό συντελεστή της διατήρησης συνέχειας στις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζουν όλοι οι επενδυτές τη δυνατότητα της ρευστοποίησης του χαρτοφυλακίου τους οιοδήποτε στιγμή, έστω και όχι σε τιμές που μπορούν να προβλέψουν εκ των προτέρων ή στις τιμές που θα επιθυμούσαν. Η δυνατότητα αυτή αποτελεί παράγοντα προσέλκυσης και διατήρησης του ενδιαφέροντος των επενδυτών σε τίτλους που διακινούνται στο Χρηματιστήριο.

- (3) Οι επενδυτές που επικεντρώνονται στην αξιοποίηση των διακυμάνσεων των τιμών των χρηματιστηριακών τίτλων σε χρονικό ορίζοντα ορισμένων μηνών ή ορισμένων ετών. Οι επενδυτές αυτοί υπάγονται ανάμεσα στις δύο παραπάνω ακραίες περιπτώσεις και εισέρχονται στη χρηματιστηριακή αγορά με πρόθεση «εύκολου πλουτισμού». Υπάρχουν δύο περαιτέρω ομάδες επενδυτών στην κατηγορία αυτή. Πρώτον, οι «ερασιτέχνες» οι οποίοι δεν κάνουν συστηματική παρακολούθηση των εξελίξεων, με συνέπεια να είναι επιρρεπείς σε συναισθηματική φόρτιση και στην υπερβολή και να κάνουν πράξεις αγορών και πωλήσεων, συνήθως όταν είναι πλέον αργά. Δεύτερο, η άλλη παραλλαγή επενδυτών έχουν επίσης βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, αλλά ασχολούνται κάπως συστηματικότερα από τους προηγούμενους. Κατά συνέπεια, είναι πιο έμπειροι και προβαίνουν σε αγορές, όταν έχουν ενδείξεις για συνέχιση της ανόδου των τιμών των μετοχικών τίτλων και επαναπωλούν έγκαιρα, όταν επίκειται πτώση των τιμών. Με τον τρόπο αυτό δηλαδή, προμηθευόμενοι μετοχικούς τίτλους, σε περιόδους ανόδου των τιμών και διαθέτοντάς τους σε περιόδους μείωσης των τιμών, η συμπεριφορά των επενδυτών αυτών είναι ενίοτε συχνά αποσταθεροποιητική. Η συμπεριφορά τους έχει κατά

μέρος κερδοσκοπικό χαρακτήρα με την έννοια της ευκαιριακής συμπεριφοράς. Εν τούτοις, οι επενδυτές αυτοί αντιμετωπίζουν κινδύνους ζημιών λόγω «υπερβολικής δόσης» και δυσκολιών έγκαιρης εκτίμησης των σημείων που αλλάζει φορά η κίνηση των τιμών. Οι δύο αυτές ομάδες επενδυτών έχουν χαρακτηριστικά του «κερδοσκόπου», με την έννοια όμως όχι του επαγγελματία κερδοσκόπου που κάνει μελετημένες και συχνά σωστές εκτιμήσεις και μπορεί να ενεργήσει σταθεροποιητικά στην αγορά, αλλά του λίγο-πολύ έρασιτέχνη που ενεργεί αποσταθεροποιητικά και μπορεί να αποκομίσει κέρδος περισσότερο ή λιγότερο από τύχη.

- (4) Οι επενδυτές, οι οποίοι μελετούν και αξιοποιούν ειδικές καταστάσεις. Οι επενδυτές της κατηγορίας αυτής είναι έμπειροι και στηρίζονται σε δημοσιευόμενα στοιχεία ή σε εμπιστευτικές πηγές, σε τρόπον ώστε με τη συστηματική παρακολούθηση και τεχνική μελέτη των στοιχείων να είναι σε θέση να πληροφορούνται έγκαιρα τις μεταβολές της περιουσιακής κατάστασης συγκεκριμένων εταιριών και να προβαίνουν σε διατύπωση επαρκώς θεμελιωμένων προβλέψεων για τις περιπτώσεις τους. Παρόμοιες μεταβολές μπορεί να αφορούν φημολογούμενη χρεοκοπία, διανομή ειδικών μερισμάτων, συγχωνεύσεις, αναγγελίες πιθανών κερδών, αλλαγή διοίκησης επιχειρήσεων κλπ.

(δ) Κράτος

Το Κράτος (state) στο σύστημα της «μικτής οικονομίας της αγοράς», πέρα από τις άλλες λειτουργίες του, αποτελεί σήμερα βασικό συντελεστή προσφοράς ομολογιακών τίτλων για τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του. Διότι αυτό, σε διαφοροποίηση από τις επιχειρήσεις, λόγω των αμιγών κοινωνικών και εθνικών λειτουργιών του, μπορεί να

προβεί σε διάθεση της δημόσιας περιουσίας με έκδοση μετοχικών τίτλων.

Η δανειολήπτική περιουσία του Κράτους μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς διέπεται με τους ίδιους ακριβώς όρους, όπως και κάθε επιχείρηση και επενδυτής. Κι αυτό διότι, όπως είπαμε, η χρηματιστηριακή αγορά είναι κατά βάση απρόσωπη πέρα από συμβατικές ταξινομήσεις και διακρίσεις, όπως σε δημόσιους και ιδιωτικούς φορείς, κ.ο.κ.

Η σύνθεση του Δημοσίου Χρέους που έχει συσσωρευτεί από το παρελθόν είναι κατά κανόνα ανάμεσα σε 2/3 και 90% σε κρατικά ομόλογα και λοιπές υποχρεώσεις.

Η αρχή των ίσων όρων που διέπει την άντληση χρηματοδοτικών πόρων για τη χρηματοδότηση του δημοσιονομικού ελλείμματος μιας χρονικής περιόδου (π.χ. έτους) μέσω της κεφαλαιαγοράς και της χρηματαγοράς, είναι επίσης ισχυρή σε ότι αφορά στη διαχείριση του Δημοσίου Χρέους. Επί πλέον όμως το Κράτος επιμελείται και φροντίζει για τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας και της περαιτέρω ανάπτυξης του χρηματιστηριακού θεσμού. Έτσι, το Κράτος δεν δίνει αναγκαία πρώτη προτεραιότητα στην ελαχιστοποίηση της επιβάρυνσης των δαπανών εξυπηρέτησης του Δημοσίου Χρέους, όπως πράττουν οι ιδιωτικές επιχειρήσεις στα πλαίσια των ανταγωνιστικών συνθηκών που λειτουργούν.

Η διαχείριση του Δημοσίου Χρέους θα πρέπει να είναι ουσιαστικά ανεξάρτητη προκειμένου να αποφεύγονται άμεσες διοικητικές παρεμβάσεις στρεβλωτικού χαρακτήρα, προς εξυπηρέτηση διαφόρων σκοπιμοτήτων και μειονοτικών συμφερόντων. Το Κράτος, κατά συνέπεια, ασκεί συνολικό εποπτικό έλεγχο στη διαχείριση του Δημοσίου Χρέους.

Η διαχείριση του Δημοσίου Χρέους συνδέεται με τον εποπτικό και συντονιστικό ρόλο που έχει το Κράτος στο Χρηματιστήριο, με τον οποίο θα ασχοληθούμε διεξοδικά παρακάτω, καθώς επίσης αυτό καθορίζει τη

φορολογία των εισοδημάτων από τις χρηματιστηριακές επενδύσεις, ασκεί την μακροοικονομική πολιτική, κτλ.

(ε) Θεσμικοί επενδυτές

Θεσμικοί επενδυτές (institutional investors), όπως αναφέραμε ήδη, είναι μια ευρεία γκάμα δημοσίων και ιδιωτικών οργανισμών και εταιριών, όπως είναι τα κοινωνικά και ιδιωτικά ασφαλιστικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρίες, τα ιδρύματα κλπ δημόσιοι και ιδιωτικοί οργανισμοί, αμοιβαία κεφάλαια, επενδυτικές εταιρίες, κτλ, η περιουσία των οποίων ανέρχεται σε μεγάλα ποσά. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν σήμερα ισχυρή παρουσία και παίζουν σημαντικό ρόλο στις εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές και στις χρηματιστηριακές αγορές ιδιαίτερα στις αγορές ομολογιακών τίτλων. Αποτελούν άμεση ή έμμεση αντιπροσώπευση των ατομικών επενδυτών (π.χ. τα ασφαλιστικά ταμεία έχουν φυσικούς μετόχους τους ασφαλιζόμενους, δεν ισχύει όμως το ίδιο με τις ασφαλιστικές εταιρίες, τα διάφορα ευαγή ιδρύματα, τον οργανισμό διαχείρισης της εκκλησιαστικής περιουσίας, κτλ).

Ανάμεσα στους θεσμικούς και στους ατομικούς επενδυτές υπάρχει μια ιδιότυπη δυαδική σχέση. Οι ατομικοί επενδυτές ενδιαφέρονται για την τύχη π.χ. των ασφαλιστικών τους ταμείων και των ασφαλιστικών εταιριών στις οποίες έχουν κάνει ασφάλειες ζωής, αυτοκινήτου, κατοικιών κτλ. Παράλληλα όμως οι συναλλαγές των θεσμικών επενδυτών που συχνά είναι μαζικές, ίσως επηρεάζουν τις τιμές και κατ' επέκταση και τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων των ατομικών επενδυτών και συνεπώς διαφοροποιούνται σε κάποια έκταση τα συμφέροντά τους.

Με τη διεθνή τάση απόκτησης διοικητικής αυτοτέλειας των ασφαλιστικών ταμείων, κλπ και με τις γενικότερες χρηματιστηριακές εξελίξεις, η διαχείριση αυτών και γενικότερα των θεσμικών επενδυτών

στηρίζεται σε άρτια τεχνολογική οργάνωση, πρόσληψη σύγχρονων διοικητικών και επενδυτικών στελεχών και χρησιμοποίηση υψηλής τεχνολογίας και άρτιων μεθόδων διαχείρισης χαρτοφυλακίου, κτλ.

(στ) Μεσάζοντες Φορείς

Το γεγονός ότι η βασική διαφορά ανάμεσα στο άμεσο και στο ενδιάμεσο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι οι άμεσες επενδύσεις σε χρηματιστηριακούς τίτλους που επικρατούν στο πρώτο, δημιουργεί την εντύπωση ότι στο σύστημα αυτό δεν χρειάζονται μεσάζοντες φορείς. Αντίθετα, με τη διεθνοποίηση των κεφαλαιαγορών και την αύξηση των επενδυτικών δυνατοτήτων, πολυπλοκοποιούνται οι συνθήκες και στις χρηματιστηριακά προηγμένες αγορές, λειτουργεί σήμερα ένα ευρύ φάσμα ενδιάμεσων φορέων (intermediaries), που προσφέρουν μια μεγάλη ποικιλία από συναλλακτικές, συμβουλευτικές και χρηματοδοτικές διευκολύνσεις στους επενδυτές στη διαμόρφωση ή αναπροσαρμογή των χαρτοφυλακίων τους, κτλ.

- ◆ Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές διεξάγονται κατά βάση από τους χρηματιστές (brokers), που ενεργούν ως μεσολαβητές ή πράκτορες (agents), δηλαδή αναλαμβάνουν και εκτελούν εντολές των πελατών τους με ορισμένη προμήθεια.
- ◆ Υπάρχουν και χρηματιστές που εκτελούν χρηματιστηριακές πράξεις, ως κύριοι συμμετέχοντες (principals) για ίδιο λογαριασμό, οι λεγόμενοι jobbers στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου και dealers στις ΗΠΑ. Είναι εγγεγραμμένοι έμποροι (registered traders) και συντελούν στη ρευστότητα της χρηματιστηριακής αγοράς. Ενεργούν υπό ορισμένες δεσμεύσεις, σε τρόπον ώστε να αποφεύγεται η μεροληπτική συμπεριφορά σε βάρος των επενδυτών και της ομαλής λειτουργίας του ΧΑ.

- ◆ Μια άλλη κατηγορία ενδιαμέσων, εκτελεί ταυτόχρονα πράξεις για ίδιο λογαριασμό, εκτός από εντολές για λογαριασμό των πελατών. Πρόκειται για τους λεγόμενους «εμπορευόμενους» (που συχνά αποδίδονται με τον ίδιο διεθνή όρο : dealers). Αυτοί κάνουν σύγχρονη διαχείριση ενός αποθεματικού χαρτοφυλακίου για τις συναλλαγές τους και αποτελούν βασικό συντελεστή της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας στα προηγμένα Χρηματιστήρια. Ορισμένοι από αυτούς κρατούν μια θέση στις συνεδριάσεις του Χρηματιστηρίου και στον καθένα έχει γίνει ανάθεση της εποπτείας της κίνησης ενός ή μικρού αριθμού τίτλων, στους οποίους ειδικεύεται. Πρόκειται για τους λεγόμενους ειδικούς (specialists) στις ΗΠΑ. Αυτοί λειτουργούν ως αυτοτελείς επιχειρηματικές μονάδες, με κύρια σταθεροποιητική αποστολή την ομαλή λειτουργία του Χρηματιστηρίου. Ειδικότερα, εάν δοθεί μια εντολή αγοράς ενός τίτλου για τον οποίο δεν υπάρχει εντολή αντίστοιχης πώλησης, είναι δυνατόν να παρέμβει μέσα στη συνεδρίαση ο «ειδικός», προσφέροντας από το απόθεμά του τους τίτλους που ζητήθηκαν. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται η συνέχεια, η εύρυθμη λειτουργία και η σταθερότητα των χρηματιστηριακών συναλλαγών, ώστε να μην υπάρχουν προσφέροντες χωρίς ζήτηση και ζητούντες χωρίς προσφορά. Αυτοί αποτελούν κατά μέρος *διαμορφωτές* της αγοράς (market makers), όπως λέγονται στην Αγγλία, και γενικότερα dealers που πραγματοποιούν κατά κύριο λόγο συναλλαγές στις εκτός – κύκλου αγορές.
- ◆ Οι *Χρηματιστηριακές Εταιρίες* ή χρηματιστηριακά γραφεία αποτελούν ενώσεις χρηματιστών, οι οποίοι είναι τα φυσικά πρόσωπα που συγκροτούν μια ΧΕ. Σ' αυτές συμμετέχουν, εφόσον επιτρέπεται από τη νομοθεσία, και νομικά πρόσωπα, όπως τράπεζες, που εναλλακτικά προβαίνουν σε μερική ή ολική εξαγορά ΧΕ.

◆ Οι επενδυτικοί τραπεζίτες (investment bankers) έχουν καταρχήν έργο αναδόχων στη διάθεση των νέων εκδόσεων τίτλων στο επενδυτικό κοινό. Αυτοί είναι εξοπλισμένοι με ερευνητικό στελεχιακό δυναμικό υψηλής εξειδίκευσης, παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες στις επιχειρήσεις και αποτελούν στα προηγμένα Χρηματιστήρια τον ισχυρότερο παράγοντα στη «βιομηχανία τίτλων». Αυτοί δεν πρέπει να συγχέονται με τις λεγόμενες επενδυτικές εταιρίες (investment companies), οι οποίες αποτελούν θεσμικούς επενδυτές, περιλαμβανομένων και των αμοιβαίων κεφαλαίων, που συγκεντρώνουν χρηματικά ποσά από ατομικούς επενδυτές και τα επανεπενδύουν σε διάφορα χαρτοφυλάκια τίτλων επιχειρήσεων.

Οι επενδυτικοί τραπεζίτες αποτελούν κύριο φορέα της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς, σε πλαίσια προηγμένων χρηματιστηριακών αγορών. Η ανάληψη του έργου των αναδόχων φορέων για ίδιο λογαριασμό σημαίνει ότι αναλαμβάνουν τον κίνδυνο διακύμανσης της αγοραίας τιμής μέχρι την ολοκλήρωση της διάθεσης μιας νέας έκδοσης, που είναι δυνατόν να έχει διάρκεια από λίγες ημέρες μέχρι μερικούς μήνες. Ο κίνδυνος αυτός δεν αποκλείεται να αποδειχθεί εξαιρετικά υψηλός. Ουσιαστικά πρόκειται για ασφάλιση του κινδύνου της εκδότριας εταιρείας, μέχρις ότου οι τίτλοι διατεθούν στους επενδυτές και γι' αυτό αυτοί ονομάζονται και αντασφαλιστές. Ως εκ τούτου, κατ' ανάγκη ο μεσολαβών φορέας διαθέτει την απαιτούμενη πείρα, τα κατάλληλα εξειδικευμένα στελέχη, την οργάνωση και τη φήμη, που διευκολύνουν το marketing και τη διάθεση των νέων τίτλων, με πολύ πιο αποτελεσματικό και οικονομικό τρόπο από μια εκδότρια ανώνυμη εταιρία. Με τον τρόπο αυτό και με τις συμβουλές και τη καθοδήγηση που προσφέρουν οι μεσολαβούντες φορείς στην εκδότρια εταιρεία και την αμεσότερη επαφή τους με τους επενδυτές, συντελούν καθοριστικά στην τελική έκβαση των χρηματιστηριακών εκδόσεων. Για το σκοπό αυτό οι ανάδοχοι δεν έχουν

συνήθως αυστηρούς περιορισμούς ως προς τον τρόπο της διάθεσης και των παρεμβάσεων τους στη χρηματιστηριακή αγορά για τη διαμόρφωση της τιμής, κατά τη διάρκεια της διάθεσης μιας έκδοσης.

Ιστορικά, στην πρώτη μεταπολεμική περίοδο ακολουθήθηκε η διεθνής πρακτική ότι η μεγάλη οικονομική κρίση 1929-36 δεν ήταν άσχετη με την υπερανάμιξη των τραπεζών στο χρηματιστηριακό επενδυτικό τομέα, που συντέλεσε σε εξαιρετικά μεγάλη υπερτίμηση των χρηματιστηριακών τίτλων και στο «κραχ» που επήλθε. Κατά συνέπεια, μετά το τέλος του πολέμου επικράτησε η αντίληψη ότι η μη ανάμιξη της τραπεζικής με την επενδυτική δραστηριότητα των εμπορικών τραπεζών αποτελούσε προϋπόθεση για την θέσπιση «ίσων όρων ανταγωνισμού» στο χρηματιστηριακό τομέα. Ειδικότερα στις ΗΠΑ, με το «Νόμο των Τραπεζών» του 1933, γνωστό και σαν «Νόμο του Glass – Steagal», απαγορεύτηκε στις εμπορικές τράπεζες η άσκηση χρηματιστηριακών επενδυτικών εργασιών. Παρόμοια πολιτική ακολουθήθηκε σε διεθνές επίπεδο κατά την περίοδο εκείνη.

Από την 10ετία του '70 θεωρήθηκε ότι λόγω της διεθνοποίησης της κεφαλαιαγοράς, το κύριο στοιχείο του επιχειρηματικού περιβάλλοντος είναι ο διεθνής ανταγωνισμός. Κατά συνέπεια, οι χρηματοπιστωτικοί φορείς μπορούν να μείνουν ελεύθεροι να καθορίσουν το αντικείμενο δραστηριότητας και το μέγεθός τους, σε τρόπον ώστε να επιτύχουν μείωση του λειτουργικού κόστους, μέσω οικονομιών κλίμακας, και να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά το διεθνή πλέον ανταγωνισμό.

(ζ) Επενδυτικοί Σύμβουλοι / Αναλυτές

Τα Χρηματιστήρια Αξιών είναι εξ αντικειμένου αγορές στις οποίες οι τιμές διαμορφώνονται με βάση τη διαφοροποίηση των προοπτικών των επιχειρήσεων που προβαίνουν στην έκδοση χρηματιστηριακών τίτλων που

πρόμηθεύονται οι επενδυτές. Ειδικότερα, τα Χρηματιστήρια αποτελούν σήμερα συγκροτημένες αγορές που λειτουργούν με σύγχρονη τεχνολογία και σε διεθνές επιχειρηματικό περιβάλλον, με διαφοροποίηση τιμών η οποία αξιοποιείται με αναπροσαρμογές των χαρτοφυλακίων των επενδυτών προς κάρπωση των διαφορών των αποδόσεων στις εθνικές και τοπικές αγορές. Με την αύξηση των δυνατοτήτων των επενδυτών για επενδύσεις παράλληλα αυξάνονται και πολυπλοκοποιούνται και τα προβλήματα για τη σωστή αξιοποίηση των νέων δυνατοτήτων που δημιουργούνται.

Στα πλαίσια αυτά, οι διάφοροι μεσολαβητικοί επενδυτικοί και χρηματοδοτικοί φορείς που υπάρχουν σήμερα (όπως ειδικοί επενδυτικοί αναλυτές και γραφεία επενδυτικών συμβούλων, τράπεζες, χρηματιστηριακά γραφεία, αμοιβαία κεφάλαια, κτλ), εκτός από τις άμεσες συναλλακτικές, επενδυτικές ή χρηματοδοτικές υπηρεσίες, προσφέρουν βαθμιαία και περισσότερο συμβουλευτικές υπηρεσίες κατευθείαν σε επενδυτές. Παράλληλα, υπάρχουν αυτοτελείς ειδικοί επενδυτικοί αναλυτές / σύμβουλοι, που προσφέρουν αποκλειστικά συμβουλευτικές υπηρεσίες σε επενδυτές ή σε συνεργασία με χρηματοδοτικούς και συναλλακτικούς φορείς, με σκοπό να ικανοποιούνται καλύτερα οι ανάγκες των επενδυτών με το χαμηλότερο δυνατό κόστος (π.χ. συνεργασία επενδυτικών συμβούλων με τράπεζες, χρηματιστηριακά γραφεία, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρίες κτλ). Επίσης, το έργο της αποτίμησης και της διαδικασίας ιδιωτικοποιήσεων κρατικών τραπεζών κλπ ΔΕΚΟ, αναθέτεται συχνά σε επενδυτικούς συμβούλους ανεγνωρισμένου κύρους, κ.ο.κ.

Χρήσιμο είναι να επισημανθεί ότι η ιδιότητα του χρηματοδοτικού αναλυτή και επενδυτικού συμβούλου αποκτάται με συγκεκριμένες ρυθμίσεις σε διάφορες Χώρες, με σκοπό τη διασφάλιση των χρηματιστηριακών επενδυτών. Π.χ. στις ΗΠΑ προϋποτίθεται η συμμετοχή

στην Ένωση Επενδυτικής Διοίκησης και Ανάλυσης (Association for Investment Management and Research : AIMR). Υπό την εποπτεία της AIMR είναι το Ινστιτούτο των Χρηματοδοτικών Αναλυτών (Institute of Chartered Financial Analysts : ICFA). Οι σκοποί του ICFA είναι : (1) να καθορίζει τους κανόνες, τους ορισμούς και τις σύγχρονες τεχνικές, που συνδέονται με τη διαδικασία επενδυτικών και χρηματοδοτικών επιλογών, (2) να καθορίζει τον κώδικα συμπεριφοράς των επαγγελματικά ασχολούμενων με επενδυτικό αναλυτικό και συμβουλευτικό έργο και (3) να εποπτεύει και να διασφαλίζει ότι οι αναγνωριζόμενοι επενδυτικοί αναλυτές και σύμβουλοι συνεχίζουν να έχουν επάρκεια τεχνογνωσίας και να τηρούν τον κώδικα ηθικής συμπεριφοράς. Είναι φανερό ότι κύριος σκοπός του σχήματος αυτού είναι η διασφάλιση των επενδυτών και όχι η επαγγελματική κατοχύρωση των αναλυτών, επενδυτικών και χρηματοδοτικών συμβούλων.

Η προσφυγή των ατομικών επενδυτών στις υπηρεσίες ειδικών επενδυτικών αναλυτών και συμβούλων με επαρκή τεχνογνωσία και εμπειρία είναι αυτονόητη. Ωστόσο, αυτό προϋποθέτει αξιοπιστία του συμβουλευτικού επενδυτικού φορέα, ώστε να υπάρξει προστασία των επενδυτών από εξαπάτησή τους, εγκυρότητα των χρηματιστηριακών συναλλαγών και διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου. Για τους λόγους αυτούς, η ρύθμιση του επαγγέλματος του επενδυτικού συμβούλου στα προηγμένα Χρηματιστήρια άρχισε από τη 10ετία του '40, σε διεθνές επίπεδο. Η ρύθμιση αυτή που περιλαμβάνει την εγγραφή σε μητρώο επενδυτικών αναλυτών που τηρείται στα Χρηματιστήρια, την υποχρέωση αποκάλυψης οιασδήποτε δυνητικής αντίθεσης συμφερόντων κτλ.

Η πλήρωση των προϋποθέσεων και η εγγραφή στο Μητρώο των επενδυτικών συμβούλων είναι υποχρεωτική στην περίπτωση ορισμένων κατ' ελάχιστο πελατών (συνήθως 15-20). Οι επενδυτικοί σύμβουλοι

υποχρεούνται να υποβάλλουν στις Χρηματιστηριακές αρχές, εξαμηνιαίες εκθέσεις.

Ινστιτούτα ή ενώσεις ανεγνωρισμένων χρηματοπιστωτικών συμβούλων καθορίζουν τους κώδικες ηθικής και επαγγελματικής διαγωγής τους.

Γ. Δείκτες του Χρηματιστηρίου

(α) Δείκτες Χρηματιστηριακής Ανάλυσης

Η σωστή επιλογή μετοχών για επενδύσεις στο Χρηματιστήριο προϋποθέτει τη μελέτη ορισμένων χρηματιστηριακών δεικτών, οι οποίοι ουσιαστικά παρουσιάζουν την οικονομική κατάσταση, στην οποία βρίσκεται η εταιρεία που επιθυμεί κάποιος να επενδύσει τα χρήματά του.

Χρηματιστηριακοί δείκτες χρησιμοποιούνται, όμως για να αξιολογηθεί η πορεία είτε ολόκληρου του Χρηματιστηρίου, είτε επί μέρους κλάδων εταιριών, που έχουν εισηγμένες μετοχές στο Χρηματιστήριο.

Οι κυριότεροι δείκτες που χρησιμοποιούνται για την χρηματιστηριακή ανάλυση είναι οι εξής :

(1) Κέρδη ανά Μετοχή

Παρουσιάζει κομμάτι των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή.

(2) Λόγος Τιμής του Κέρδους ανά Μετοχή (P/E)

Πρόκειται για το πηλίκον της διαίρεσης της τρέχουσας αξίας της μετοχής προς το ύψος του κέρδους ανά μετοχή, και ουσιαστικά, παρουσιάζει τη δυναμικότητα της μετοχής. Ο δείκτης υπολογίζεται είτε με βάση τα κέρδη της τελευταίας οικονομικής χρήσης είτε ορθότερα, με βάση τα προσδοκώμενα κέρδη, χρησιμοποιείται σε

μοντέλα πρόβλεψης της μελλοντικής τιμής της μετοχής.

(3) Δείκτης «ΒΕΤΑ» ή «ΒΗΤΑ»

Δείχνει τη διακύμανση της τιμής της μετοχής σε σύγκριση με τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς.

Με άλλα λόγια, δείχνει πόσο ευαίσθητη είναι μια μετοχή στις διακυμάνσεις της αγοράς.

Οι δύο παραπάνω ειδικόι δείκτες «P/E» και «ΒΗΤΑ» χρησιμοποιούνται για την ανάλυση της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας.

Έτσι αποτελεί στοιχείο οικονομικής υγείας της εταιρείας, αν ο δείκτης «P/E» είναι χαμηλότερος από τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου, καθώς επίσης και στην περίπτωση που ο συντελεστής «ΒΗΤΑ» είναι μεγαλύτερος ή ίσος με τη μονάδα.

(4) Μέρισμα ανά Μετοχή

Δείχνει το ποσό από τα κέρδη που διανέμεται ανά μετοχή κάθε χρόνο και εξαρτάται από το ύψος των κερδών και την μερισματική πολιτική που ακολουθεί η κάθε εταιρεία.

(5) Γενικός δείκτης Τιμών των Μετοχών

Είναι ο δείκτης από τι διακυμάνσεις του οποίου καταγράφεται το κλίμα στην χρηματιστηριακή αγορά.

Όταν ο «γενικός δείκτης τιμών» ανεβαίνει, σημαίνει ότι στην αγορά επικρατούν θετικές προσδοκίες και η ζήτηση υπερिशύει της προσφοράς και το αντίθετο. Για την κατάρτιση του «γενικού δείκτη τιμών» λαμβάνονται υπόψη οι τιμές των μετοχών εταιριών με την μεγαλύτερη αξία και εμπορευσιμότητα.

(6) Κλασικοί Δείκτες Τιμών

Απεικονίζουν τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών εταιριών, που ανήκουν σε συγκεκριμένους κλάδους. Για την κατάρτισή του

λαμβάνονται υπόψη οι μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου που έχουν εισηγμένες μετοχές στο Χρηματιστήριο.

(7) Απόδοση Κεφαλαίου

Δείχνει την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου του επενδυτή και προκύπτει από τη διαίρεση των κερδών ανά μετοχή προς την λογιστική αξία.

(8) Σχέση Ιδίων προς Ξένα Κεφάλαια

Δείχνει το ύψος του δανεισμού που έχει η εταιρεία και την τυχόν υποχρέωσή της.

(β) *Χρηματιστηριακοί δείκτες*

(1) Χρησιμότητα

Η ανάπτυξη της χρήσης των χρηματιστηριακών δεικτών οφείλεται σε πολλούς λόγους. Ο κυριότερος απ' αυτούς τους λόγους είναι ότι η διαδικασία της επενδυτικής επιλογής γίνεται πιο πολύπλοκη παράλληλα με την διεύρυνση των διαθέσιμων επενδύσεων και την αύξηση των δυνατοτήτων των επενδυτών για επιτυχία υψηλότερων αποδόσεων. Επί πλέον οι δείκτες που καταγράφουν τις μεταβολές των τιμών, αποτελούν μέτρο σύγκρισης των αποδόσεων που επιτυγχάνει ένας επενδυτής. Βαθμιαία οι χρηματιστηριακοί δείκτες χρησιμοποιούνται ως πακέτα επενδυτικών προγραμμάτων που προσφέρονται στους επενδυτές από αμοιβαία κεφάλαια κλπ επενδυτικούς φορείς.

Κοντολογίς, οι δείκτες βοηθούν την παρακολούθηση των χρηματιστηριακών εξελίξεων και την επιλογή του χαρτοφυλακίου από τον επενδυτή καθώς και την αξιολόγηση των αποδόσεων που έχει επιτύχει. Ειδικότερα, το ΧΑΑ έχει καταρτίσει, παρακολουθεί και εκδίδει ένα Γενικό Δείκτη Τιμών και οκτώ ειδικούς δείκτες τιμών για επί μέρους

κλάδους. Επί πλέον έχουν καταρτιστεί διάφορα πακέτα χαρτοφυλακίων χρηματιστηριακών τίτλων που ανταποκρίνονται σε διάφορους επενδυτικούς στόχους και προτιμήσεις των επενδυτών και «πωλούνται» σήμερα στους επενδυτές. Εδώ αναφερόμαστε κυρίως γενικά στους χρηματιστηριακούς δείκτες και ειδικότερα στους κυριότερους δείκτες που αποτελούν χαρτοφυλάκια που διαθέτονται στους επενδυτές.

(2) Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ

Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ περιλαμβάνει 60 μετοχές που έχουν τη μεγαλύτερη ρευστότητα. Υπολογίζεται ως το πηλίκο της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών αυτών προς τη χρηματιστηριακή αξία του έτους βάσης του δείκτη, δηλαδή κατά το έτος από το οποίο άρχισε ο υπολογισμός του. Ο νέος αναθεωρημένος δείκτης της Στατιστικής Υπηρεσίας θεωρείται σχετικά πιο αξιόπιστος. Αυτός περιλαμβάνει τις περισσότερες «εισηγμένες» εταιρείες, με κριτήριο το βαθμό εμπορευσιμότητάς τους και σταθμίζεται με την αγοραία αξία τους, είναι προσαρμοσμένος στην περίπτωση διασπάσεων (splits) μετοχών, δεν περιλαμβάνει τα μερίσματα που έχουν διανεμηθεί και είναι διαθέσιμος σε ημερήσια βάση από 01.01.1988.

Το βασικό κριτήριο για τη σύνθεση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) έχει χρησιμοποιηθεί η εμπορευσιμότητα των μετοχών. Έτσι, έχουν αποκλειστεί οι μετοχές που κινούνται σπανίως, διότι αλλάζουν το αποτέλεσμα του δείκτη. Επίσης για τις μετοχές που εισήλθαν στο Χρηματιστήριο μετά την 01.01.1988, σαν βάση θεωρείται η ημερομηνία εισόδου.

$$\text{Γενικός Δείκτης} = \frac{\text{Αξία συναλλαγών τη ημέρα}}{\text{Σύνολο Χρηματιστηριακής Αξίας}}$$

(3) Κλαδικά δείκτες

Οι κλαδικοί δείκτες απεικονίζουν τη συμπεριφορά των μεταβολών των τιμών των μετοχών των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο μετοχών ενός συγκεκριμένου κλάδου επιχειρήσεων, όπως τραπεζών, εμπορικών εταιρειών, βιομηχανικών μονάδων, κ.α. Η Στατιστική Υπηρεσία του ΧΑΑ, εκτός από το ΓΔΤ καταρτίζει και τους παρακάτω κλαδικούς δείκτες που βασίζονται στους αντίστοιχους αριθμούς επιχειρήσεων, όπως :

- Δείκτης Τραπεζών (9 Τράπεζες)
- Δείκτης Ασφαλειών (2 Ασφαλιστικές Εταιρείες)
- Δείκτης Εταιρειών Leasing (2 Εταιρείες Leasing)
- Δείκτης Εταιρειών Επενδύσεων (5 Εταιρείες Επενδύσεων)
- Δείκτης Βιομηχανικών Εταιρειών (22 Εταιρείες)
- Δείκτης κατασκευαστικών Εταιρειών (10 Εταιρείες)
- Δείκτης Συμμετοχών (5 Εταιρείες)
- Δείκτης Εμπορικών και Λοιπών υπηρεσιών (5 Εταιρείες)

Σημειωτέον ότι Δείκτες Τιμών του ΧΑΑ καταρτίζονται επίσης παρημίν και από την Εμπορική Τράπεζα, την Ιονική Τράπεζα και την τράπεζα Πίστεως.

(4) Δείκτης Down Jones για το ΧΑΑ

Νέο Χρηματιστηριακό δείκτη για το ΧΑΑ δημιούργησε ο Down Jones. Στο νέο δείκτη περιλαμβάνονται 29 εταιρείες. Ο νέος δείκτης μαζί με τον πορτογαλικό, που περιλαμβάνει 19 μετοχές, προστέθηκε από την 1^η Οκτωβρίου 1997 στην οικογένεια δεικτών Down Jones Global Indexes, οι οποίοι καλύπτουν πλέον περισσότερες από 29.000 μετοχές σε 31 χώρες και χρησιμοποιούνται από ξένους ιδίως θεσμικούς και μεγάλους ατομικούς επενδυτές.

ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΟΥ ΝΕΟΥ ΔΕΙΚΤΗ DOWN JONES

- | | |
|--------------------------|----------------------|
| 1. Ακτωρ | 16. Ελλ. Τεχνοδομική |
| 2. Αλουμίνιο της Ελλάδος | 17. Εμπορική Τράπεζα |
| 3. Α. Finance | 18. Επ. Αττικής |
| 4. Τρ. Πίστεως | 19. ΕΤΕΒΑ |
| 5. Αργ. & Βαρυτίνης | 20. Hellas Can |
| 6. Ασπίς πρόνοια | 21. Ηρακλής |
| 7. Βιοχάλκο | 22. Ιατρικό Κέντρο |
| 8. Goody's | 23. Ιντρακόμ |
| 9. Δέλτα | 24. Ιονική Τράπεζα |
| 10. ΕΚΤΕ | 25. Μηχανική |
| 11. Εθνική Τράπεζα | 26. ΟΤΕ |
| 12. Ελαΐς | 27. Παπαστράτος |
| 13. ΕΛΒΑΛ | 28. Τιτάν |
| 14. 3Ε | 29. Τράπεζα Εργασίας |
| 15. Ε.Β.Ζ. | |
-

[5] Δείκτης από τους «Financial Times» για το ΧΑΑ

Ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE 20 του ΧΑΑ άρχισε να εκδίδεται από τις 24 Σεπτεμβρίου 1997. Αυτός αποτελείται από τις 20 μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση και εμπορευσιμότητα μετοχές του ΧΑΑ.

Ο νέος αυτός δείκτης έχει σχεδιαστεί κατά τρόπο που απεικονίζει τις τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, ακόμα και μετά την εισαγωγή των παραγώγων χρηματιστηριακών προϊόντων.

Η ευθύνη για τον υπολογισμό του νέου δείκτη έχει ανατεθεί στο ΧΑΑ, ενώ παράλληλα υπάρχει και ειδική συμβουλευτική επιτροπή η οποία αποτελείται από τον πρόεδρο του ΧΑΑ, ένα μέλος του ΔΣ του ΧΑΑ, ένα μέλος των FTSE International και αντιπροσώπους από διεθνείς οίκους θεσμικών επενδυτών. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται επίσης κύρια από μεγάλους ξένους θεσμικούς επενδυτές και από Αμοιβαία Κεφάλαια ως μέτρο σύγκρισης της απόδοσής τους.

 ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΣΥΝΘΕΤΟΥΝ ΤΟΝ FTSE/ASE 20

1. Τράπεζα Πίστεως	11. Τράπεζα Πειραιώς
2. ΟΤΕ	12. Ελληνικά Πετρέλαια
3. Εθνική Τράπεζα	13. Μινωϊκές Γραμμές
4. Τράπεζα Εργασίας	14. Τράπεζα Μακεδονίας - Θράκης
5. Εμπορική Τράπεζα	15. Ιντρακόμ
6. Τιτάν	16. ΕΛΒΑΛ ΑΕ
7. 3E	17. Goody' s
8. ΑΓΕΤ Ηρακλής	18. Panafon ΑΕ
9. Ιονική Τράπεζα	19. ΕΠΙΧ. ΑΤΤΙΚΗΣ
10. Τράπεζα Χίου ΑΕ	20. Βιοχάλκο

Δ. Χρηματιστηριακές Εταιρείες

(α) Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ)

Οι χρηματιστηριακές Εταιρείες είναι ένας νέος θεσμός για τη χώρα μας (Ν. 1086/1988).

Η Χρηματιστηριακή Εταιρεία πρέπει να είναι Ανώνυμος Εταιρεία (ΑΧΕ), με αποκλειστικό σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Το μετοχικό της κεφάλαιο καταβάλλεται σε μετρητά και το ελάχιστο ύψος του είναι συνάρτηση του είδους των εργασιών που η κάθε μία εταιρεία επιδιώκει να πραγματοποιήσει.

Συγκεκριμένα ο Νόμος προβλέπει τρεις κατηγορίες Α.Χ.Ε

- (1) Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100 εκατ. δραχμές, που έχουν το δικαίωμα να κάνουν χρηματιστηριακές συναλλαγές μόνο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου και μόνο για λογαριασμό των πελατών τους (συναλλαγές εντός κύκλου).

- (2) Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 200 εκατ. δραχμές, που έχουν το δικαίωμα να κάνουν χρηματιστηριακές συναλλαγές εντός και εκτός της διάρκειας της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου (συναλλαγές εντός και εκτός κύκλου) για λογαριασμό πελατών τους καθώς και για ίδιο λογαριασμό.
- (3) Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 1 δισεκατομμύριο δραχμές, που έχουν όλα τα δικαιώματα της δεύτερης κατηγορίας χρηματιστηριακής εταιρείας και επιπλέον μπορούν ν' αναλάβουν την κάλυψη εκδόσεων νέων μετοχών και ομολόγων, σαν ανάδοχος (underwriter) της εκδότριας εταιρείας ή του Δημοσίου.

Οι μετοχές της χρηματιστηριακής εταιρείας είναι ονομαστικές και μεταβιβάζονται έπειτα από προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με εξαίρεση την κληρονομική διαδοχή και γονική παροχή.

Ούτε ο χρηματιστής, ούτε ο αντικριστής μπορούν να είναι μέτοχοι της Α.Χ.Ε.

Για την ίδρυση της Χρηματιστηριακής Εταιρείας απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές η Χρηματιστηριακή Εταιρεία διορίζει χρηματιστηριακό εκπρόσωπο, ο οποίος μπορεί να είναι χρηματιστής, όποτε αναστέλλεται η άσκηση του επαγγέλματός του. Ο ανώτερος αριθμός χρηματιστηριακών εκπροσώπων για κάθε Χρηματιστηριακή Εταιρεία καθορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και κάθε χρηματιστηριακός εκπρόσωπος αντιπροσωπεύει μία μόνο Χρηματιστηριακή Εταιρεία.

Κάθε Χρηματιστηριακή Εταιρεία μπορεί να ορίζει και αντικριστές με την ίδια διαδικασία και τις ίδιες προϋποθέσεις όπως του χρηματιστές.

Ο έλεγχος (τακτικός και έκτακτος) στις Χρηματιστηριακές Εταιρείες διενεργείται από ορκωτούς ελεγκτές μέλη του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών.

(β) Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.)

Δραστηριοποιούνται κυρίως στην παροχή υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου και στην παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών. Επίσης, εφόσον διαθέτουν τα απαραίτητα κεφάλαια, παρέχουν υπηρεσίες αναδοχής. Δεν έχουν δυνατότητα διενέργειας απευθείας συναλλαγών στο Χρηματιστήριο. Έτσι, τις εντολές αγοράς ή πώλησης μετοχών για λογαριασμό των πελατών τους τις διαβιβάζουν για εκτέλεση στις Α.Χ.Ε. με τις οποίες συνεργάζονται. Σύμφωνα με τον νόμο, ΕΠΕΥ είναι και όλες οι Τράπεζες.

(γ) Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.)

Συνδυάζουν τις δραστηριότητες τόσο των ΑΧΕ όσο και των ΕΠΕΥ. Έτσι, δραστηριοποιούνται στην εκτέλεση χρηματιστηριακών συναλλαγών και στην παροχή υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Έτσι, παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες και, εφόσον έχουν τα απαραίτητα κεφάλαια παρέχουν υπηρεσίες αναδοχής. Τέλος ορισμένες ΑΧΕΠΕΥ έχουν άδεια να διενεργούν συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.

(δ) Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (Ε.Λ.Δ.Ε)

Έχουν ως μόνη και αποκλειστική δραστηριότητα τη λήψη και διαβίβαση εντολών για αγοραπωλησίες μετοχών και μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων για λογαριασμό επενδυτών. Δεν εκτελούν οι ίδιες αγοραπωλησίες μετοχών και δεν επιτρέπεται να κατέχουν ή να διακινούν

(παραλαμβάνουν ή παραδίδουν) τίτλους και χρήματα που ανήκουν σε πελάτες τους.

Επομένως, οι ΕΛΔΕ δεν μπορούν να παρέχουν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες. Οι ΕΛΔΕ συνεργάζονται απαραίτητα με μια ή περισσότερες ΑΧΕ, ΕΠΕΥ, ή ΑΧΕΠΕΥ καθώς και ΔΕΔΑΚ, τις οποίες οφείλουν να κάνουν γνωστές στους πελάτες τους, αναρτώντας σχετικές ανακοινώσεις σε εμφανή σημεία των γραφείων τους.

Ε. Έντυπα του ΧΑΑ

Τα έντυπα που εκδίδονται από το ΧΑΑ είναι τα εξής :

(α) Ημερήσιο Δελτίο Τιμών

Στο δελτίο αυτό δημοσιεύονται οι τιμές των χρηματιστηριακών τίτλων, οι οποίες διαμορφώνονται σε κάθε συνεδρίαση ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση.

(β) Χρηματιστηριακές Εξελίξεις

Είναι μηνιαίο στατικό δελτίο στο οποίο γίνεται μια ανασκόπηση των χρηματιστηριακών εξελίξεων κάθε μήνα.

Συγκεκριμένα στο δελτίο αυτό παρουσιάζονται οι συναλλαγές του μήνα για κάθε μετοχή και ομολογία χωριστά, και τα αντίστοιχα μερίσματα και τοκομερίδια. Επίσης παρουσιάζεται η διακύμανση των τιμών όλων των χρηματιστηριακών αξιών καθώς και η ποσοστιαία απόδοσή τους.

(γ) Γεγονότα και Αριθμοί

Είναι φυλλάδιο που εκδίδεται κάθε εξάμηνο, στο οποίο παρουσιάζονται οι χρηματιστηριακές εξελίξεις του πρώτου εξαμήνου και στο δεύτερο εξάμηνο οι εξελίξεις του έτους.

Παρέχει τις εξής πληροφορίες :

- Το κόστος των συναλλαγών
- Τις προϋποθέσεις εισαγωγής των τίτλων στο ΧΑΑ και
- Το ισχύο φορολογικό καθεστώς.

(δ) Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο

Παρέχει μια γενική ετήσια ανασκόπηση των χρηματιστηριακών εξελίξεων και της ελληνικής οικονομίας.

(ε) Επετηρίδα

Εκδίδεται κάθε χρόνο και παρέχει σημαντικές πληροφορίες για τις Ανώνυμες Εταιρείες, τα χρηματιστηριακά χρεόγραφα.

Συγκεκριμένα δίδονται πλήθος πληροφοριών :

- α) Για τις Ανώνυμες Εταιρείες
- β) Για τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου
- γ) Για τα Τραπεζικά ομόλογα.
- δ) Για τα ομολογιακά δάνεια κλπ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Α. Οι αδυναμίες του ΧΑΑ και η ευαισθησία του

(α) Αδυναμίες του ΧΑΑ

- Παρατηρείται μεγάλη καθυστέρηση στη διαδικασία από τη χορήγηση των εντολών αγοράς μέχρι την ολοκλήρωσή τους, με την παραλαβή των τίτλων.
- Υπάρχει μεγάλος κίνδυνος να χαθεί ο έλεγχος των μετοχών όταν η εταιρία στην οποία ανήκουν δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.
- Δεν διευκολύνονται οι συγχωνεύσεις, οι συνεργασίες καθώς και οι μεταβιβάσεις..
- Τέλος η πιστοληπτική ευχέρεια των μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών δεν είναι σε τόσο καλή κατάσταση και έτσι οι επενδυτές και οι διάφοροι χρηματοπιστωτικοί φορείς Δε έχουν μεγάλη εμπιστοσύνη απέναντί τους.

(β) Η ευαισθησία του Χ.Α.Α.

Σε όλα τα Χρηματιστήρια Αξιών του κόσμου παρατηρούνται περίοδοι ευημερίας, περίοδοι ύφεσης, έκρηξης τιμών, κατακυλίσματα τιμών. Είναι όλα αυτά φυσιολογικά φαινόμενα που συνδέονται με το θεσμό του Χρηματιστηρίου Αξιών, ένα θεσμό μοναδικό όπου λειτουργεί, όπως είπαμε, ανόθευτα αλλά και στυγνά ο αδυσώπητος καπιταλιστικός νόμος της προσφοράς και της ζήτησης, που είναι ακρογωνιαίος λίθος του ελεύθερου ανταγωνισμού. Στην περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών δε

νοείται (πέρα από μια διακριτική κρατική εποπτεία ως προς τη λειτουργία τους, αν και όταν υπάρχει) άλλη κρατική παρέμβαση. Δεν πρόκειται για ειδη πρώτης ανάγκης ώστε να προστατευτεί η κατανάλωση. Πρόκειται για μια δραστηριότητα που έχει ως στόχο το κέρδος και όποιος τον επιδιώκει, έχει και το σχετικό κίνδυνο που είναι η ζημία.

Παράλληλα με το γενικό αυτό κανόνα, υπάρχει κι ένας άλλος εξίσου σημαντικός : η ευαισθησία της χρηματιστηριακής αγοράς ενός τόπου είναι η προέκταση της ευαισθησίας του λαού που ζει σ' αυτόν τον τόπο.

Η ευαισθησία του Χ.Α.Α. δεν είναι παρά ο καθρέπτης της ευαισθησίας του λαού μας.

Τι εννοούμε ευαισθησία ; Τον εύκολο επηρεασμό και προς το καλό και προς το κακό. Τη γρήγορη μεταπήδηση από ένα συναίσθημα σ' ένα άλλο, τελείως διαφορετικό, με τη μεσολάβηση κάποιου παράγοντα. Εύκολος ο ενθουσιασμός – εξίσου εύκολη η απογοήτευση. Απληστη τάση για άνετο κέρδος – πανικός μπρος στην ενδεχόμενη ζημία. Απουσία ισορροπίας, έλλειψη ψυχραιμης και αντικειμενικής εξέτασης των πραγμάτων.

Τη χρηματιστηριακή ευφορία των αρχών του καλοκαιριού του '90 ήρθε να ταράξει μια φήμη : ότι θα υπάρξει πτώση των τιμών με παρέμβαση της κυβέρνησης που δεν επιθυμεί άλλη άνοδό τους (αβάσιμη φήμη γιατί η κυβέρνηση της Νέας Δημοκρατίας χρησιμοποιούσε ως απόδειξη καλής απήχησης της οικονομικής της πολιτικής, την καλή πορεία του Χ.Α.Α.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αντί να πάρει σοβαρά και δυναμικά μέτρα κατά των διαδόσεων, περιορίστηκε να εκδόσει ανακοίνωση, συνιστώντας στο επενδυτικό κοινό να μην πέφτει θύμα παραπληροφόρησης και να εμπιστεύεται μόνο τις επίσημες ανακοινώσεις. Είναι ευτύχημα, ότι η ανωμαλία κράτησε για λίγες μόνο μέρες. Αναφέραμε το παραπάνω περιστατικό γιατί είναι πολύ χαρακτηριστικό της ευαισθησίας

που εμφανίζει το Χ.Α.Α. (δηλ. της ευαισθησίας όλων μας που επηρεαζόμαστε εύκολα από φήμες και διαδόσεις, σκόπιμες ή μη).

Πολλά τέτοια έχουν συμβεί στο παρελθόν και θα συμβαίνουν και στο μέλλον. Γιατί μας λείπουν τρία βασικά στοιχεία : Η ψύχραιμη αντιμετώπιση των καταστάσεων – ο ορθολογισμός – και η ορθή επιλογή και εκτίμηση των πληροφοριών.

Η έλλειψη ψυχραιμίας είναι χαρακτηριστικό μας. Ούτε στην άνοδο των τιμών έχουμε όριο, ούτε στην πτώση έχουμε φραγμούς. Μανία αγορών, ανεξέλεγκτων κατά το πλείστο, στη μία φάση. Πανικός και άτακτη φυγή στη δεύτερη. Μέτρο κανένα.

Ο ορθολογισμός είναι ιδιότητα που σπάνια μιας διέπει. Η βαθιά σκέψη, η μελέτη των δεδομένων, η στάθμευση των πραγμάτων δε μας είναι οικεία.

Εξετάσαμε μήπως (στην πλειονότητά μας) ποιοι παράγοντες ουσιαστικοί ωθούν τις τιμές των μετοχών προς τα πάνω ; Σκεφτήκαμε ότι ένα σύνολο παραγόντων πρέπει να συνεκτιμηθούν για το σχηματισμό ορθής κρίσης ; (όπως, η γενική οικονομική κατάσταση, η εξέλιξη του πληθωρισμού, το ύψος των επιτοκίων των διάφορων μορφών καταθέσεων, το ύψος των επιτοκίων των χρεογράφων σταθερής απόδοσης όπως τα ομόλογα και οι ομολογίες, η συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών, η ύπαρξη ενδιαφέροντος από ξένους επενδυτές, οι γενικές τάσεις της αγοράς). Δε χρειάζεται να είναι όλοι επιστήμονες οικονομολόγοι (αυτοί κάποτε κάνουν τα μεγαλύτερα λάθη) ή μαθηματικοί. Κοινός νους χρειάζεται και εντατική χρησιμοποίησή του.

Το τρίτο ή ουσιώδες στοιχείο είναι η επιλογή των πληροφοριών, η σωστή πληροφόρησή μας. Πρέπει να δίνουμε προσοχή και να βασιζόμαστε μόνο σε επίσημα και υπεύθυνα δεδομένα του ΥΠΕΘΟ, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, της Διοίκησης του Χρηματιστηρίου και των σοβαρών Α.Ε. που έχουν εισηγμένες μετοχές σ' αυτό.

Σημείωση 1. Στη διεθνή κρίση που ξέσπασε στις αρχές Αυγούστου 1990 στον Περσικό Κόλπο, με την επίθεση και κατάληψη του Κουβέιτ από το Ιράκ (Σαντάμ Χουσεΐν), η οποία σε πρώτη φάση είχε δυσμενέστερες επιπτώσεις στα μεγάλα Χρηματιστήρια του κόσμου (Ν. Υόρκης, Λονδίνου και κυρίως του Τόκιο), το Χ.Α.Α. στην αρχή αντέδρασε θετικά και φάνηκε να μην επηρεάζεται (μέχρι 16-8-90 παρουσίαζε ο γενικός δείκτης τιμών άνοδο), αργότερα όμως και ειδικά από 17-8-90 και έπειτα, παρουσίασε σημαντική κάμψη, με συνέπεια στις 21-8-90 ο γενικός δείκτης τιμών (1980:100) να είναι 1.366,85. (Στις 6-7-90 ήταν 1.684,31, στις 13-7-90:1.598,65, ΣΤΙΣ 2-8-90:1.500 και στις 9-8-90:1.412,22). Ανάκαμψη τιμών παρουσιάστηκε προς το τέλος Αυγούστου.

Σημείωση 2. Με την προσδοκία και την προοπτική ότι η Ελλάδα θα αναλάμβανε τη τέλεση των Ολυμπιακών Αγώνων του 1996 οπότε θα είχαν πολλές και καλές εργασίες οι ελληνικές τεχνικο-κατασκευαστικές εταιρίες, οι μετοχές των εταιριών αυτών που ήταν εισηγμένες στο Χ.Α.Α. παρουσίασαν μέσα στον Αύγουστο '90 σημαντική άνοδο.

B. Πρακτικά οφέλη του Χ.Α.Α.

Τα βασικότερα οφέλη από την υγιή λειτουργία του χρηματιστηρίου είναι :

(α) Το χρηματιστήριο συμβάλλει στην υγιή ανάπτυξη και χρηματοδότηση των επιχειρήσεων λόγω του ότι διαθέτουν στο κοινό χρεόγραφα νέοεισηχθέντων εταιριών επειδή ακριβώς δίνουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησής τους.

(β) Το γεγονός ότι στο χρηματιστήριο οι τίτλοι είναι συνέχεια υπό διαπραγμάτευση, διαμορφώνει τις τιμές τους ώστε να αντικατοπτρίζουν καλύτερα την αξία και τις προοπτικές τους.

(γ) Η λειτουργία του χρηματιστηρίου συμβάλλει στη σταθεροποίηση των τιμών των εισηγμένων χρεογράφων, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται βέβαια συχνότερες μεταβολές που είναι όμως μικρότερης κλίμακας.

(δ) Χάρη στην οργανωμένη αγορά χρεογράφων, οι συναλλαγές γίνονται με σχετικά χαμηλό κόστος.

(ε) Η αυξημένη ρευστότητα της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για τους επενδυτές, το οποίο δικαιολογεί μια χαμηλότερη απόδοση. Το γεγονός αυτό μειώνει το κόστος των κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις των οποίων τα χρεόγραφα είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο.

(στ) Οι επιχειρήσεις που εισάγονται στο χρηματιστήριο χαίρουν κάποιων ιδιαίτερων προνομίων όπως φορολογικά, μεγαλύτερη δημοσιότητα και διευκολύνονται στη λήψη δανείων εφ' όσον τα χρεόγραφά τους γίνονται εύκολα αποδεκτά ως εγγύηση.

Τα παραπάνω πλεονεκτήματα καθιστούν τη χρηματιστηριακή οργανωμένη αγορά έναν από τους πιο πετυχημένους οικονομικούς θεσμούς, ανεξάρτητα από τα οικονομικά σκάνδαλα που έχουν κατά καιρούς ξεσπάσει και έχουν κυρίως να κάνουν με την λειτουργία του Χρηματιστηρίου και τις δυνατότητες για εύκολο και γρήγορο πλουτισμό.

Τα παραπάνω πλεονεκτήματα το Χρηματιστηρίου παρέχουν συνολικά κινητικότητα, ευελιξία και δυνατότητες αλλαγής ρόλων των κοινωνικών εταίρων, μέσα από μια δυναμική διαδικασία αλληλεξάρτησης, κοινωνικής σύγκλισης και συνοχής.

Παράλληλα δίνεται η δυνατότητα στις μεν επιχειρήσεις να χρηματοδοτούνται μα άντληση σχετικά φθηνών κεφαλαίων, στους δε αποταμιευτές να επενδύουν το προϊόν της αποταμίευσής τους σε χρηματιστηριακούς τίτλους, επιτυγχάνοντας μέσω της διασποράς του χαρτοφυλακίου τους σχετικά υψηλές αποδόσεις και συμβάλλοντας έτσι

στην τόνωση της παραγωγής και γενικότερα της οικονομικής προόδου της χώρας, όπου λειτουργεί ο χρηματιστηριακός θεσμός.

Παρακάτω παρατίθεται ένας πίνακας με τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Χ.Α.Α.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ
<ul style="list-style-type: none"> • Πρόσβαση σε κεφάλαια χρηματοδότησης έργων επιχειρησιακής προόδου • Βελτίωση του δημόσιου προφίλ της εταιρίας και αναγνώρισής της από τους καταναλωτές • Ρευστότητα στους μετόχους / επενδυτές • Πειθαρχία της διοίκησης για επιδόσεις • Δυνατότητα εξαγορών επιχειρήσεων • Δυνατότητα ιδρυτών για διαφοροποίηση • Διευκόλυνση και χαμηλό κόστος δανεισμού • Προσέλκυση ικανών διοικητικών στελεχών • Διαφάνεια και ακρίβεια της διαχείρισης • Διευκόλυνση στο σχεδιασμό της διαδοχής • Αγορά μετοχών από τοπικούς επενδυτές • Ενίσχυση ανταγωνισμού των αγορών 	<ul style="list-style-type: none"> • Χρόνος και κόστος συναλλαγών • Βραχυπρόθεσμη προοπτική • Παρακώλυση δημιουργικότητας • Μεγάλο βάρος στην απόδοση του κεφαλαίου • Υποτίμηση επιχειρηματικής συμβολής • Κίνδυνος απώλειας ελέγχου ιδρυτικών μελών (μετόχων) • Αποφυγή υπερτίμησης και συνεπειών της • Επικέντρωση στην αξία των μετοχών • Δυσκολίες αύξησης μεριδίου αγοράς με χαμηλό ποσοστό κέρδους • Κόστος διατήρησης της εγγραφής

Πηγή : Arnold Glen, 1998 (B), σελ 422

Γ. Νέες δυνατότητες και προοπτικές

Από την αντικειμενική αξιολόγηση των νέων συνθηκών και των διαγραφομένων προοπτικών, το ελληνικό Χρηματιστήριο έχει μεσοπρόθεσμα θετικές προοπτικές για τους επενδυτές. Αυτό μπορεί να φανεί με μια απλή παράθεση των κυριότερων λόγων που οδηγούν στην προοπτική αυτή, όπως :

(α). Η ελληνική οικονομία και η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί την τελευταία «αναδυόμενη αγορά» στον ευρύτερο χώρο της ΟΝΕ που αρχίζει την λειτουργία της την 1-1-1999. Κατά συνέπεια, θα υπάρξει έντονο ενδιαφέρον για την αγορά αυτή και από ξένους Ευρωπαίους και μη, ατομικούς και θεσμικούς επενδυτές, με την προοπτική ότι με την πλήρη ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ το 2001, δεν θα έχουν πλέον κανένα συναλλαγματικό κίνδυνο, λόγω της κυκλοφορίας του Ευρώ σε ολόκληρο τον ευρωπαϊκό οικονομικό χώρο.

(β). Στην ενδιάμεση περίοδο, σύμφωνα με το πρόγραμμα σύγκλισης, σημειώνεται αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων. Μάλιστα δε, στα πλαίσια της πορείας εκσυγχρονισμού και εισόδου των ελληνικών τραπεζών σε καθεστώς έντονου ανταγωνισμού με τις ευρωπαϊκές τράπεζες, η μείωση των επιτοκίων θα πρέπει να είναι ακόμη πιο ταχύτερη, λόγω μείωσης της διαφοράς (spread) μεταξύ των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων. Όπως είναι γνωστό, με τη μείωση των επιτοκίων αυξάνονται οι τιμές και οι αποδόσεις των χρηματιστηριακών τίτλων, μειώνεται το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων, των νέων νοικοκυριών για την απόκτηση στέγης, κτλ.

(γ). Σύμφωνα με το κυβερνητικό πρόγραμμα, πρόκειται να υπάρξει επιτάχυνση της πορείας αποκρατικοποιήσεων των ΔΕΚΟ, που θα απελευθερώσει πόρους για επενδύσεις, θα συντελέσει σε προσφορά νέων χρηματιστηριακών τίτλων, κ.ο.κ.

(δ). Αναμένεται η εκτέλεση μιας σειράς έργων για τους Ολυμπιακούς αγώνες του 2004, με παράλληλη υψηλότερη απορρόφηση πόρων από το ΚΠΣ.

(ε). Η ελληνική οικονομία έχει εισέλθει στην τροχιά της σύγκλισης, με εξυγίανση της δημοσιονομικής διαχείρισης και εκτέλεσε επιχειρηματικών σχεδίων επενδύσεων προσαρμογής των επιχειρηματικών μονάδων στο νέο ευρωπαϊκό επιχειρηματικό περιβάλλον, με ενδεχόμενη συνέπεια την αύξηση του ρυθμού του ΑΕΠ, της απασχόλησης, των εισοδημάτων, κτλ.

(στ). Οι Έλληνες επενδυτές, με την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίου και του συναλλάγματος, έχουν αποκτήσει ίσα δικαιώματα με τους κατοίκους των υπόλοιπων Χωρών – Μελών της ΟΝΕ, στην επιλογή και συμπερίληψη στο χαρτοφυλάκιό τους, επενδύσεις από όλες αυτές και από άλλες Χώρες.

Ο κατάλογος των παραγόντων που θεμελιώνουν θετικές προοπτικές για το ελληνικό χρηματιστήριο μπορεί να γίνει ακόμη πιο μακρύς. Εδώ όμως ακριβώς είναι το πρόβλημα για τους μικροεπενδυτές. Ότι δηλαδή, το Χρηματιστήριο μπορεί αν αποφέρει υψηλότερες αποδόσεις, υπό τον όρο ότι όσοι εισέρχονται σ' αυτό αναλαμβάνουν και σχετικούς κινδύνους, διότι όπως είπαμε οι υψηλότερες αποδόσεις αποτελούν αμοιβή για τον πρόσθετο κίνδυνο που εμπεριέχουν. Με άλλα λόγια, το Χρηματιστήριο δεν αποτελεί πεδίο εύκολου πλουτισμού, τζόγου, τυχερό παιχνίδι, κτλ.

Δ. Εκσυγχρονισμός του Χρηματιστηρίου

(α) Αποϋλοποίηση των τίτλων

Η εισαγωγή του θεσμού της αποϋλοποίησης των τίτλων (Ν. 2396/96), όπως τροποποιήθηκε από τον Ν.2533/97 και το Ν.2651/1998) έχει ανατεθεί στην Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων, για την οργάνωση της

ηλεκτρονικής καταχώρησης και παρακολούθησης των άυλων μετοχών. Σύμφωνα με τελευταίες επίσημες ανακοινώσεις το έργο αυτό προβλέπεται να έχει ολοκληρωθεί μέχρι τον Απρίλιο του 1999, με τη δημιουργία ενός Συστήματος Άυλων Τίτλων (ΣΤΑ), παρότι αυτό δεν φαίνεται τεχνικά εφικτό πριν από τα μέσα του έτους.

Όπως προαναφέραμε, από τα τέλη του 1997 άρχισε η λειτουργία αποϋλοποίησης των κρατικών ομολόγων του Δημοσίου, με ευθύνη της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι συναλλαγές παρακολουθούνται μέσω λογιστικών εγγραφών στις εμπορικές τράπεζες, δηλαδή εφαρμόζοντας το σύστημα της λογιστικής παρακολούθησης των συναλλαγών, οι τράπεζες αναγγέλλουν στην Τράπεζα της Ελλάδος τις ημερήσιες συναλλαγές τους για λογιστική ενημέρωση και ηλεκτρονικούς συμψηφισμούς. Οι συναλλασσόμενοι απαλλάσσονται από τα «χαρτιά» τα οποία αντικαθιστούνται με ηλεκτρονικές εγγραφές, με συνέπεια τη μεγαλύτερη ασφάλεια, ταχύτητα και οικονομία στις συναλλαγές, η δε εποπτεία γίνεται ευχερέστερη. Με το σύστημα αυτό διευκολύνεται η ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς τίτλων του Δημοσίου, στην οποία υστερεί ακόμη το ελληνικό χρηματιστηριακό σύστημα.

Τα πλεονεκτήματα του συστήματος αυτού συνοψίζονται για την καλύτερη ενημέρωση των επενδυτών, ως εξής :

- (1) Μηδενίζεται ο κίνδυνος απώλειας, κλοπής, καταστροφής, πλαστογράφησης, κτλ των φυσικών τίτλων.
- (2) Μηδενίζεται το κόστος φύλαξης, έκδοσης, μεταφοράς και ασφάλισης που είναι ιδιαίτερα υψηλό για τους φυσικούς τίτλους.
- (3) Η άμεση ηλεκτρονική μεταφορά των τίτλων λύνει αποτελεσματικά το πρόβλημα των καθυστερήσεων στη μεταφορά των φυσικών τίτλων από τον πωλητή στον αγοραστή και εξαφανίζει τα προβλήματα που δημιουργούσαν οι καθυστερήσεις και η εκμετάλλευσή τους για κερδοσκοπικούς λόγους.

- (4) Λύνεται πλέον οριστικά το πρόβλημα των «συναλλαγών αέρα».
- (5) Ο επενδυτής θα έχει τη δυνατότητα ανά πάσα στιγμή να έχει αναλυτική εικόνα της κίνησης και των υπολοίπων του λογαριασμού του, που θα παρακολουθούνται ανελλιπώς από την ΑΕΑΤ.
- (6) Διευκολύνεται σε μεγάλο βαθμό ο εποπτικός έλεγχος, καθώς και οι εποπτικές αρχές θα έχουν άμεση δυνατότητα πρόσβασης στο σύστημα
- (7) Προωθείται η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην ελληνική περιφέρεια, καθώς εκλείπει πλέον το μεγάλο πρόβλημα της διακίνησης τίτλων.
- (8) Δημιουργεί μεγάλες δυνατότητες προσέλκυσης ξένων επενδυτών και λύνεται το θέμα σχετικά με την εκκαθάριση των συναλλαγών των ξένων επενδυτών.
- (9) Δημιουργείται μεγαλύτερη ρευστότητα στην αγορά, καθώς δεν θα υπάρχει πλέον δυσκαμψία αλλά διαφάνεια και αξιοπιστία στο σύστημα

Πρόσβαση στο σύστημα αυτό θα έχουν :

- (1) Οι εισηγμένες εταιρίες για τη διεκπεραίωση των διάφορων εταιρικών πράξεων όπως π.χ. γενικές συνελεύσεις και καταβολές μερισμάτων.
- (2) Η Εταιρία Αποθετηρίου Τίτλων, η οποία θα πραγματοποιεί την εκκαθάριση μέσω εξουσιοδοτημένων υπαλλήλων. Οι υπάλληλοι αυτοί δεν θα έχουν πρόσβαση στη βάση δεδομένων με τις μετοχές και τα ονόματα των επενδυτών.
- (3) Οι χρηματιστηριακές εταιρίες για την εκκαθάριση των συναλλαγών τους. Από τους λογαριασμούς των πωλητών μεταβιβάζουν στην ΑΕΑΤ τους πωληθέντες τίτλους, ενώ αντίστροφα μεταβιβάζουν στους λογαριασμούς των επενδυτών τους τίτλους που έχουν αγοραστεί από την ΑΕΑΤ. Το ίδιο πράττουν και οι θεματοφύλακες για λογαριασμό των μεγάλων Ελλήνων και θεσμικών επενδυτών.

Η διαδικασία για την αποϋλοποίηση των μετοχών ξεκινά από το Αποθετήριο, το οποίο ορίζει μια ημερομηνία μετατροπής για κάθε εισηγμένη εταιρεία. Από την ημερομηνία αυτή θα διαπραγματεύονται μόνο άυλες μετοχές της εταιρείας. Τα φυσικά σώματα των μετοχών και τα αποθετήρια έγγραφα θα παύσουν να ενσωματώνουν μετοχικά δικαιώματα.

Η διαδικασία θα ακολουθήσει ορισμένα στάδια ως εξής :

Η διαδικασία της αποϋλοποίησης άρχισε από την ΑΕ Αποθετηρίου Τίτλων, ως εφαρμογή του ΣΤΑ, σε πιλοτική μορφή με 15 μικρές εισηγμένες εταιρίες το Μάρτιο 1998. Οι επενδυτές θα πρέπει να εξουσιοδοτήσουν μια χρηματιστηριακή εταιρία να χειρίζεται το λογαριασμό τους (χειριστής) και η εξουσιοδότηση αυτή κοινοποιείται στο Αποθετήριο (στο εξής «Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών» : ΚΑΑ). Ο λογαριασμός ενεργοποιείται και απενεργοποιείται με εντολές του επενδυτή, που μπορεί να αλλάξει τον «χειριστή» που είχε δηλώσει αρχικά ή / και ορίσει περισσότερους από ανά «χειριστή» του λογαριασμού του για αγορές που είχαν κάνει για λογαριασμό του. Στην περίπτωση αυτή, το σύνολο των λογαριασμών που κατέχει ένας επενδυτής ονομάζεται μερίδα του επενδυτή. Η μερίδα παρακολουθείται με έναν Λογαριασμό Αξιών, που περιέχει το σύνολο των λογαριασμών χειριστών της μερίδας του επενδυτή.

Μετά από το άνοιγμα του λογαριασμού ακολουθεί η παράδοση των υλικών μετοχών στις εκδότριες εταιρίες σύμφωνα με το πλήρες μετοχολόγιο που καταρτίζεται από το ΚΑΑ και την πρόσκληση στους μετόχους για εμπρόθεσμη παράδοση. Με τον τρόπο αυτό ο επενδυτής εισέρχεται στο ΣΑΤ και μπορεί κάνει πλέον συναλλαγές και μάλιστα σε άυλους τίτλους.

Στους «χειριστές» ΑΧΕ, στις τράπεζες και στις εταιρίες έχει δοθεί το απαραίτητο λογισμικό πρόγραμμα, σε τρόπον ώστε να γίνει σύνδεση των δικτύων τους με το ΣΤΑ, με προοπτική να έχει προχωρήσει η εφαρμογή

της λεγόμενης «έξυπνης κάρτας» (smart card) από τις ΑΧΕ και τις τράπεζες, που περιλήφθηκε στο πιλοτικό πρόγραμμα. Παράλληλα έχει προχωρήσει και κατάρτιση κανονισμού λειτουργίας του ΣΑΤ, για την ορθή λειτουργία του και διευκόλυνση της ολοκλήρωσης της διαδικασίας αποϋλοποίησης (άρθρο 9 Ν. 2651/1998 και άρθρο 10Ν. 2198/1994 για τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου).

(β) Ολοκληρωμένο Πληροφοριακό Σύστημα

Το έργο της πλήρους μηχανογράφησης και της ανάπτυξης του Ολοκληρωμένου Πληροφοριακού Συστήματος του ΧΑΑ έχει ενταχθεί στο επιχειρησιακό Πρόγραμμα Κλεισθένης για τον εκσυγχρονισμό της Δημόσιας Διοίκησης, και σύμφωνα με τελευταίες ανακοινώσεις προβλέπεται να είναι έτοιμο να παραδοθεί σε δοκιμαστικά τεστ στις αρχές Μαρτίου 1999. Το εν λόγω έργο έχει συνολικό προϋπολογισμό 4,5 δισ. δραχμές και η εκτέλεσή του βασίζεται στο Επιχειρησιακό Σχέδιο (Master Plan) του Ινστιτούτου Τεχνολογίας Υπολογιστών σε συνεργασία με την Επιτροπή Παρακολούθησης του Κλεισθένη. Οι βασικοί στόχοι του Ολοκληρωμένου Πληροφοριακού Συστήματος του ΧΑΑ είναι :

- ✓ Πλήρης αυτοματοποίηση όλων των φάσεων των χρηματιστηριακών συναλλαγών στις διάφορες αγορές του Χρηματιστηρίου.
- ✓ Δυνατότητα άμεσης παρακολούθησης της κίνησης των συναλλαγών από τα αρμόδια εποπτικά όργανα.
- ✓ Άμεση και έγκυρη πληροφόρηση των μελών του ΧΑΑ και των επενδυτών.
- ✓ Διευκόλυνση και εκσυγχρονισμός των διαδικασιών εκκαθάρισης των συναλλαγών, σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα.
- ✓ Άμεση παροχή όλων των απαραίτητων πιστοποιητικών συναλλαγών.

- ✓ Διευκόλυνση της έκδοσης των σχετικών Χρηματιστηριακών Εντύπων Ενημέρωσης.
- ✓ Διάθεση πληροφοριών και στατιστικών στοιχείων σχετικά με την ιστορική εξέλιξη των χρεογράφων, των εταιριών και άλλων οικονομικών αξιών.
- ✓ Μεγαλύτερη ευελιξία προσαρμογής στις δυναμικές απαιτήσεις των χρηματιστηριακών αγορών, προσέλκυση μεγαλύτερου αριθμού επενδυτών, σωστή παρακολούθηση και έλεγχος των αγορών, ικανότητα πραγματοποίησης υπερδιπλάσιου αριθμού συναλλαγών, σύγχρονες δυνατότητες ανάπτυξης των χρηματιστηριακών εταιριών και διασφάλιση της ακεραιότητας και διαφάνειας στις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Το έργο της Πληροφορικής Ανάπτυξης του ΧΑΑ περιλαμβάνει έξι (6) βασικά στάδια [αναβάθμιση του υπάρχοντος συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών, επέκταση στη Θεσσαλονίκη, ανάπτυξη δικτύου χρηματιστηριακών συναλλαγών, ανάπτυξη συστήματος πληροφόρησης και στατιστικής, επανορθωτικό κέντρο λειτουργίας και ανάπτυξη του Ολοκληρωμένου Αυτόματους Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.).

Στο πρόγραμμα πληροφοριακού εκσυγχρονισμού του ΧΑΑ έχει ενταχθεί η δημιουργία Τράπεζας Πληροφοριών (Data Bank) με ειδικότερο αντικείμενο τη συλλογή, καταχώρηση, επεξεργασία και παροχή στατιστικών και ιστορικών πληροφοριών για τη χρηματιστηριακή αγορά. Βασικές λειτουργίες του συστήματος θα είναι η πλήρης αυτοματοποίηση της παραγωγής όλων των εντύπων του ΧΑΑ, η παροχή προς τους χρήστες πλήρων και αξιόπιστων ενημερωτικών πληροφοριών, η ολοκληρωμένη κάλυψη ενημέρωσης των Χρηματιστηρίων του εξωτερικού, κλπ.

Σε πρώτη φάση προβλέπεται σύνδεση όλων των Χρηματιστηριακών

Εταιριών με το ΧΑΑ, το Αποθετήριο Τίτλων καθώς επίσης και το Κέντρο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών Θεσσαλονίκης. Το δίκτυο αυτό αποτελεί τμήμα του συνολικού Ο.Α.Σ.Η.Σ., το οποίο θα επιτρέψει τον εκσυγχρονισμό των υπάρχουσών υπηρεσιών του ΧΑΑ, την επέκτασή του σε βάθος με την εισαγωγή νέων προϊόντων, καθώς και την ανάπτυξή του σε πλάτος με την παράλληλη περιφερειακή του επέκταση.

(γ) Χρηματιστήριο και Internet

Όπως έχει αναφερθεί, οι επενδυτικές συναλλαγές έχουν διεθνοποιηθεί σε βαθμό που οι αρχές της κεφαλαιαγοράς αντιλαμβάνονται πλέον ότι δεν μπορεί να λειτουργούν μεμονωμένα και πρέπει να συνεργάζονται. Στο πλαίσιο του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) έχουν ήδη διαμορφωθεί προχωρημένα σχήματα συνεργασίας, αλληλοενημέρωσης και άμεσου συντονισμού σε περιπτώσεις κρίσεων.

Το μεγάλο θέμα που απασχολεί τις χρηματιστηριακές αρχές είναι οι επιπτώσεις της «τεχνολογικής επανάστασης», που καταργεί τα εθνικά σύνορα και τους φυσικούς τίτλους, παραμερίζει τις χρηματιστηριακές εταιρείες και εξουδετερώνει τον έλεγχο των χρηματιστηριακών αρχών : καθότι μέσω του Internet, δεν μπορεί εύκολα και μονομερώς να υπάρξει εποπτεία και ρυθμιστικός έλεγχος των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Χρηματιστηριακοί τίτλοι μπορεί να πωλούνται από κάποιον κάτοικο π.χ. της Βραζιλίας, σε έναν επενδυτή οπουδήποτε αλλού στον κόσμο. Αυτές οι αγορές μέχρι τώρα δεν υπόκεινται ακόμη σε καμία εποπτεία. Σύμφωνα με συγκλίνουσες απόψεις, η μόνη διέξοδος στην κατάσταση που απειλείται να διαμορφωθεί είναι μια νέα παγκόσμια συμφωνία.

Παραδοσιακά, η εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών γίνεται υπεύθυνα μέσω των χρηματιστηριακών εταιριών και η υψηλή

εποπτεία από τις χρηματιστηριακές αρχές. Αν φανταστούμε έναν κόσμο, όπου καταργείται η χρηματιστηριακή εταιρεία και ο καθένας με το πληκτρολόγιό του μπαίνει σε ένα σύστημα όπου κυκλοφορούν εκατομμύρια μετοχές, όπου ο κάθε εκδότης βάζει τις νέες μετοχές που εκδίδει στο Internet και ο κάθε επενδυτής επίσης μπαίνει στο Internet χωρίς τη μεσολάβηση κανενός (με μόνη πιθανή εξαίρεση κάποια τράπεζα που θα εγγυάται την παράδοση των τίτλων), ανακύπτει ουσιαστικό πρόβλημα των επενδυτών και των συναλλαγών. Αν εκλείψουν οι χρηματιστηριακές εταιρείες και τα οργανωμένα Χρηματιστήρια και φτάσουμε σε μια αγορά άτυπη και εξωχρηματιστηριακή, το μεγάλο ερώτημα θα είναι η εποπτεία των συναλλαγών για την προστασία των επενδυτών.

Σε μια πρώτη προσπάθεια παρέμβασης, ορισμένες εποπτικές αρχές εισέρχονται και αυτές «δίκην αστυνόμου» στο Internet ! Καταχωρούνται σε μια σελίδα στο Internet και κάνουν κάποιες παρεμβάσεις, όπως π.χ. συμβουλές για την προστασία των επενδυτών. Αποδεικνύεται, εν τούτοις, ότι με τέτοιους τρόπους «ήπιας παρέμβασης», δεν προστατεύεται αποτελεσματικά ο επενδυτής.

(1) Χρηματιστηριακές συναλλαγές μέσω Internet

Μια νέα πρωτοποριακή υπηρεσία, με την οποία θα δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να πραγματοποιούν τις χρηματιστηριακές συναλλαγές τους μέσω του Internet, θέλει σύντομα σε λειτουργία η «Πουλιάδης».

Η υπηρεσία θα παρέχεται από τη Stock trade ΑΕ που ανήκει σε βασικούς μετόχους του ομίλου Πουλιάδη και θα επιτρέπει στον συνδρομητή να επικοινωνεί μέσω internet με τη χρηματιστηριακή του εταιρία, διαβιβάζοντας εντολές αγοράς και πώλησης μετοχών και άλλα

δεδομένα on line. Η Stock Trade διαθέτει στο internet ένα κόμβο διαμέσου του οποίου ένας ιδιώτης επενδυτής μπορεί να συνδεθεί και να υποβάλλει εντολές αγοράς ή πώλησης μετοχών απ' ευθείας στις χρηματιστηριακές εταιρίες, οι οποίες συνεργάζονται με την Stock Trade και παρέχει υπηρεσίες :

- Παρακολούθηση της συνεδρίασης του ΧΑΑ ζωντανά,
- Ανάλυση και ιστορικό μετοχών,
- Νέα για τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρίες,
- On line υποβολή εντολών αγοράς πώλησης,
- Άμεση ενημέρωση για τη τύχη των εντολών αγοράς / πώλησης,
- Πινακίδια εντολών αγοράς / πώλησης,
- Ενημέρωση για το πραγματικό χαρτοφυλάκιο του πελάτη,
- Παρακολούθηση πολλών Εικονικών Χαρτοφυλακίων με ζωντανή ενημέρωση,
- Ειδοποιήσεις σε κινητό τηλέφωνο, email, fax, τηλέφωνο με ζωντανή ενημέρωση,
- Διαχείριση συνδρομητών, επιλογή υπηρεσιών ανά πελάτη.

Για τις ΑΧΕ / ΕΛΔΕ / ΕΠΕΥ που επιθυμούν να λειτουργούν το δικό τους κόμβο στο internet, η Stock Trade έχει έτοιμο προϊόν (εξοπλισμό και λογισμικό) για να στήσει και να οργανώσει τις παρακάτω λειτουργίες σε μία ΑΧΕ ή ΕΛΔΕ ή ΕΠΕΥ. Με το προϊόν αυτό η ΑΧΕ / ΕΛΔΕ / ΕΠΕΥ μπορεί να προσφέρει άμεσα στους δικούς της πελάτες τη δυνατότητα να κάνουν όλα τα παραπάνω μέσω internet και φυσικά να αναπτύξουν περαιτέρω υπηρεσίες προς το πελατολόγιό τους.

(δ) Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών σύμφωνα με τελευταία επίσημη αναγγελία, βρίσκεται ήδη σε φάση προχωρημένης προετοιμασίας και πρόκειται ν' αρχίσει τη λειτουργία του τον Απρίλιο του 1999 πιλοτικά.

με ευνοϊκές συναλλαγές και έπειτα από ένα περίπου μήνα θα κάνει τα πρώτα βήματα της πλήρους λειτουργίας. Ήδη προχωρεί η σύνταξη κανονιστικού σχεδίου, η πρόσληψη και εκπαίδευση στελεχών, η εκπαίδευση χρηστών, κτλ. Στην πρώτη φάση προβλέπεται ότι θα συναλλάσσονται σ' αυτό οι κατηγορίες των Futures και των Options.

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων ως μέσο συμπλήρωσης των επιλογών των Ελλήνων Επενδυτών (Ν. 2533/1997), πρόκειται να αρχίσει τη λειτουργία του με τη διαπραγμάτευση συμβολαίων επί του δείκτη FTSE / ASE-20, που έχει καταρτιστεί με την συνδρομή της FTSE International. Τα Index options είναι χρηματιστηριακοί τίτλοι – συμβόλαια, των οποίων η τιμή και η επενδυτική απόδοση είναι αποκλειστικά εξαρτημένη από την πορεία ενός δείκτη μετοχών, με άλλες παραμέτρους (όπως τα επιτόκια) να παίζουν ένα μικρότερο ρόλο. Τα συμβόλαια αυτά δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα (αλλά όχι και την υποχρέωση) να αποκτήσει ή να παραχωρήσει την αξία ενός καλαθιού μετοχών, που αντιπροσωπεύεται από το δείκτη, σύμφωνα με προκαθορισμένους όρους που αφορούν στο χρόνο και στην τιμή που θα πραγματοποιηθεί η συναλλαγή.

Υπάρχουν δύο τύποι συμβολαίων index options. Το συμβόλαιο call δίνει στον κάτοχο το δικαίωμα αγοράς της αξίας ενός δείκτη, ενώ το συμβόλαιο put παρέχει το δικαίωμα πώλησης της αξίας του δείκτη. Τα index options διακανονίζονται με τη μεταβίβαση μετρητών, καθώς το «υποκείμενο χρηματιστηριακό προϊόν», ο δείκτης, δεν έχει φυσική υπόσταση αλλά είναι απλά ένας αριθμός που αντιστοιχεί σε κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο τιμών μετοχών. Στις διεθνείς αγορές παραγώγων, οι επενδυτικές θέσεις σε index options «κλείνουν» με την πραγματοποίηση μιας αντίθετης πράξης στο ίδιο συμβόλαιο, έτσι ώστε να υπάρχει απλά ένα συμψηφισμός χρήματος από τους ίδιους τους επενδυτές.

Τα συμβόλαια μελλοντικής προτίμησης (futures) αφορούν μια συγκεκριμένη συμφωνία αγοράς ή πώλησης μιας ποσότητας της

υποκείμενης χρηματοοικονομικής αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία με προσυμφωνημένη τιμή. Το δεύτερο βασικό προϊόν, τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options) αποτελούν συμβόλαια που δίνουν το δικαίωμα αλλά όχι και την υποχρέωση στον κάτοχό τους να αγοράσει (call) ή να πουλήσει (put) στον εκδότη (writer) κάποιο συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό προϊόν σε μια προκαθορισμένη τιμή.

Τα πρώτα παράγωγα προϊόντα τα οποία θα εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών είναι συμβόλαια futures και options επί του δείκτη FTSE/ASE-20 και δικαιώματα σε επιλεγμένες μετοχές του ελληνικό Χρηματιστηρίου. Θα εισαχθούν επίσης και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί των δεκαετών ομολόγων, καθώς υπάρχει η άποψη ότι μετά την απόφαση της κυβέρνησης για σταδιακή μετατροπή του δημόσιου χρέους από μεσοπρόθεσμο σε μακροπρόθεσμο ο κλάδος αυτός θα αποκτήσει μεγάλο ενδιαφέρον. Επίσης θα εισαχθούν συμβόλαια futures επί του μηνιαίου διατραπεζικού επιτοκίου Athibor, καθώς και προϊόντα δανεισμού τίτλων, τα οποία θα καταστήσουν δυνατή την «ανοικτή πώληση».

Το σύστημα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Παραγώγων επελέγη να είναι ηλεκτρονική διαπραγμάτευση on screen, θα γίνεται δηλαδή η συνεδρίαση από τα γραφεία των χρηματιστηριακών εταιριών μέσω ηλεκτρονικών υπολογιστών που θα λειτουργούν σε περιβάλλον «Windows NT». Οι μέθοδοι διαπραγμάτευσης, εκτός του αυτόματου συμψηφισμού που λειτουργεί και στο Χρηματιστήριο Αξιών, θα είναι η μέθοδος συμψηφισμού με επιλογή από το μέλος και η μέθοδος προσυμφωνημένων συμψηφιστικών συναλλαγών.

Στη λειτουργία του ΧΠΑ πρόκειται να συμβάλει και η απούλοποίηση των μετοχών, στα πλαίσια του εκσυγχρονισμού της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η τοποθέτηση των ατομικών όσο και θεσμικών επενδυτών σε index options τους απαλλάσσει από τη συνεχή

παρακολούθηση μίας προς μία τις εισηγμένες εταιρίες και τους απελευθερώνει περισσότερο χρόνο για να διαμορφώσουν άποψη για τη γενική πορεία του Χρηματιστηρίου σε βραχυχρόνιο και μακροχρόνια επίπεδο.

(1) Η Σχέση μεταξύ ΧΑΑ και ΧΠΑ

Είναι προφανές ότι το ΧΑΑ επηρεάζει το ΧΠΑ ιδιαίτερα όταν αναφερόμαστε σε ΣΜΕ (Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης) με υποκείμενο το δείκτη FTSE. Ωστόσο, είναι δυνατόν ειδικά όταν αναφερόμαστε σε options (δικαιώματα πάνω σε μετοχές) να ισχύει το αντίθετο. Για παράδειγμα έστω ότι μια μετοχή τελειώνει στη 1.30, ενώ στο ΧΠΑ στις 2.00. Αν και μετά το τέλος της συνεδρίασης στο ΧΑΑ συνεχίζεται η ζήτηση για δικαιώματα αγοράς (call options) στο ΧΠΑ αυτό είναι ενδεικτικό της προσδοκίας για αύξηση της τιμής της εν λόγω μετοχής και τη επόμενη ημέρα. Λόγω αυτών των προσδοκιών είναι δυνατό τελικά η τιμή της μετοχής να οδηγηθεί την επόμενη μέρα σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα ... Το τι δηλαδή συμβαίνει στην αγορά παραγωγών είναι δυνατό ν' αποτελέσει ένδειξη για την μελλοντική πορεία μιας μετοχής.

(2) Πως μειώνετε τους κινδύνους επενδύοντας σε παράγωγα

Η πρόσφατη κρίση που ξέσπασε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) φανέρωσε με τον καλύτερο τρόπο το ρόλο που μπορεί να διαδραματίσει το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) σε περιόδους αναταράξεων, ως ισχυρό όπλο για την *αντιστάθμιση* άστοχων επενδυτικών κινήσεων ή για «ανώδυνη» έξοδο από μια αγορά που ταλανίζεται από συνεχή λίμιτ ντάουν.

Τι θα μπορούσε να κάνει ένας επενδυτής – γνώστης της αγοράς των παραγώγων ; Κατ' αρχάς, θα μπορούσε να τοποθετηθεί άμεσα σε ένα παράγωγο με μια *θέση πώλησης* στο δείκτη FTSE/ASE-20 και να κρατήσει ανέπαφο το χαρτοφυλάκιό του στο ΧΑΑ, έτσι ώστε η συνολική απόδοση της επένδυσης (στο ΧΑΑ και ΧΠΑ) να διατηρηθεί στα επίπεδα πριν από την πτώση.

Ουσιαστικά, υπήρχαν δύο περιπτώσεις στις οποίες ένας επενδυτής θα μπορούσε να αντιδράσει απέναντι στην κρίση και να κερδίσει από αυτήν :

Αντιστάθμιση

Ένας επενδυτής έχει χαρτοφυλάκιο αξίας 40 εκατ. δρχ. σε μετοχές του ΧΑΑ. Η χρηματιστηριακή κρίση οδηγεί σε έντονη ρευστοποίηση, η οποία ρίχνει τις τιμές. Ο επενδυτής αναγκάζεται να πουλήσει, αλλά οι εντολές του μένουν ανεκτέλεστες και κινδυνεύει να σημειώσει μεγάλες ζημιές.

Η προτεινόμενη λύση είναι η εξής : ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να αγοράσει τόσα futures (λαμβάνοντας θέση πώλησης) στο δείκτη FTSE/ASE-20 όσα και η αξία του χαρτοφυλακίου του, ώστε να αντισταθμίσει πλήρως την πτώση των μετοχών του στο ΧΑΑ με το κέρδος από την τοποθέτησή του στο ΧΠΑ.

Για να υπολογίσει πόσα futures πρέπει να αγοράσει, διαιρεί την αξία του χαρτοφυλακίου του με την τιμή (μονάδες του δείκτη) που προσφέρεται το συμβόλαιο (τιμή Οκτωβρίου), δια την αξία του future (20 εκατ. δρχ. : 2.870 μονάδες : 2.000 δρχ.), δηλαδή 7 futures στο δείκτη FTSE/ASE-20.

Το συνολικό κόστος της κίνησης αυτής ανέρχεται στα 28 εκατ. δρχ. Από αυτά τα 20 εκατ. αποτελούν το απαιτούμενο από το ΧΠΑ περιθώριο ασφάλισης και για όσο διάστημα παραμένουν σε τραπεζικό λογαριασμό

δεσμευμένα τοκίζονται με το τρέχον επιτόκιο, ενώ τα υπόλοιπα 8 εκατ. καταβάλλονται για την αγορά των συμβολαίων, καθώς υπάρχει η δυνατότητα να πληρωθεί μόνο το 20% της αξίας τους.

Έτσι, ο επενδυτής θα τοποθετούνταν στις 2.870 μονάδες σε ένα future πώλησης του δείκτη FTSE/ASE-20 και με δεδομένη την πτώση της αγοράς θα μπορούσε να το κρατήσει έως ότου λήξει η κρίση. Εάν ο δείκτης έπεφτε το αμέσως επόμενο διάστημα στις 2.770 μονάδες ο επενδυτής θα αποκόμιζε κέρδος 1.400.000 (100x7x2.000), το οποίο βέβαια θα χρησιμοποιούσε για να καλύψει μέρος ή ολόκληρες τις απώλειές του από την πτώση των μετοχών στο ΧΑΑ. Ανάλογα με την διάρκεια της κρίσης ο επενδυτής θα αποφάσιζε πότε θα έκλεινε τη θέση του στο ΧΠΑ.

Κέρδος από την πτώση

Παρατηρώντας τη μεγάλη άνοδο της αγοράς ένας επενδυτής θεωρεί ότι δεν έχει άλλα περιθώρια ανόδου και ότι σύντομα θα γίνει μεγάλη *διόρθωση*. Τοποθετείται στο ΧΠΑ αγοράζοντας futures Οκτωβρίου, λαμβάνοντας θέση πωλητή στη λήξη τους, στις 2.870 μονάδες στις οποίες γίνεται η διαπραγμάτευσή τους.

Αγοράζει λοιπόν 10 futures (συμβόλαια πώλησης του δείκτη FTSE/ASE-20 σε δεδομένη ημερομηνία) προσδοκώντας πτώση της αγοράς. Τα futures θα κοστίσουν – πλέον των 20 εκατ. δρχ. που κατατίθενται ως περιθώριο ασφάλισης και τα οποία τοκίζονται – 57.400.000 δρχ., μπορεί όμως να καταβάλει μόνο το 20% δηλαδή 11.480.000 δρχ.

Κάθε μονάδα πτώσης του δείκτη FTSE/ASE-20 σημαίνει και κέρδος για το συγκεκριμένο επενδυτή. Σε περίπτωση που μία εβδομάδα μετά ο δείκτης βρίσκεται στις 2.800 μονάδες, ο επενδυτής έχει κέρδος 80 μονάδων που αντιστοιχεί σε 1.600.000 δρχ.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Επί αρκετά χρόνια το ελληνικό Χρηματιστήριο ζούσε σε <<χειμέρια νάρκη>> και όπως είναι φυσικό δεν ακολούθησε τη διεθνή τάση αύξησης της σπουδαιότητας και τον εκσυγχρονισμό που συντελέστηκε στο διεθνές χρηματιστηριακό περιβάλλον στην διάρκεια της τελευταίας 20ετίας. Μπορεί επομένως να μην έχει σήμερα την οργάνωση και την τεχνολογία που έχει το χρηματιστήριο του Λονδίνου ή της Νέας Υόρκης, όμως σήμερα συντελούνται διεργασίες προσαρμογής του ελληνικού χρηματιστηριακού τομέα στο σύγχρονο ευρωπαϊκό χρηματιστηριακό περιβάλλον. Υπάρχει το Χ.Α.Α. και πέριξ αυτού είναι συγκροτημένοι και λειτουργούν σειρά από χρηματιστηριακούς θεσμούς το βέβαιον είναι ότι οι εξελίξεις που συμβαίνουν σήμερα στην οικονομία ή στο χρηματιστήριο μιας χώρας ή μιας οικονομικής περιοχής μεταδίδονται πολύ ταχύτερα από ότι στο παρελθόν, λόγω εντονότερης κεφαλαιακής αλληλεξάρτησης.

Χρήσιμο είναι να τονιστεί ότι ο χρηματιστηριακός θεσμός προσφέρει, όπως προαναφέραμε, ασφάλεια στους επενδυτές, ως δυνατότητα έγκαιρης ρευστοποίησης των χρηματιστηριακών τίτλων. Αυτή η δυνατότητα δίνει αίσθημα ασφάλειας στους επενδυτές και κατά συνέπεια, ενεργεί ως καταλύτης απορρόφησης εστιών ανασφάλειας και αποτροπής δημιουργίας κλίματος ευρύτερου πανικού από διάφορες εξωχρηματιστηριακές εξελίξεις. Έτσι, η δυνατότητα ρευστοποίησης των χρηματιστηριακών τίτλων που κατέχουν οι υπερβολικά φοβούμενοι επενδυτές, αποτρέπει προσωρινά τη γενίκευση των ρευστοποιήσεων και ακόμη περισσότερο τη δημιουργία πανικού και τη μαζική στροφή στις αγορές καταναλωτικών αγαθών, ως μέσου υψίστης διασφάλισης της αγοραστικής αξίας των επενδυτών. Άρα, ο μηχανισμός του Χρηματιστηρίου λειτουργεί ως <<φρένο>> στην άμεση επέλευση γενικής

αποσταθεροποίησης των αγορών καταναλωτικών αγαθών και του πραγματικού τομέα της οικονομίας.

Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι ιδιαίτερα σήμερα υπάρχει ένα πλέγμα αυτοδιόρθωσης και συνοχής των χρηματιστηρίων σε παγκόσμιο επίπεδο. Σήμερα δεν συντρέχουν λόγοι ιδιαίτερης άμεσης ανησυχίας για βαθιά οικονομική ύφεση από επενδυτές με μέσο-μεσομακροπρόθεσμους επενδυτικούς στόχους, εφόσον οι οικονομικές αρχές λαμβάνουν έγκαιρα τα μηνύματα και παίρνουν τα κατάλληλα μέτρα.

Από όλα τα παραπάνω συνάγεται το συμπέρασμα ότι οι διακυμάνσεις των τιμών στο Χρηματιστήριο δεν θα πρέπει να εκλαμβάνονται, χωρίς διερεύνηση ως <<χρηματιστηριακή κρίση>>. Διότι, σε πολλές περιπτώσεις αποτελούν υγιείς εκδηλώσεις και έχουν σταθεροποιητικό χαρακτήρα, συντελώντας σε εξυγίανση μη οικονομικά υγιών τομέων ή επιχειρηματικών μονάδων και διευκολύνουν την είσοδο της οικονομίας σε φάση οικονομικής ανάκαμψης και προόδου αύξησης του επιπέδου απασχόλησης, κ.λ.π.

Η κερδοσκοπία τέλος, είναι στοιχείο του χρηματιστηρίου. Όποιος όμως κινείται κερδοσκοπικά, αναλαμβάνει και το ρίσκο αυτής της κίνησης. Δεν πρέπει ποτέ να ξεχνά ο επενδυτής, μικρός ή <<θεσμικός>>, ότι <<ελπίς κέρδους, κίνδυνος ζημίας είναι>>.

Ένας ακόμη λόγος για τον οποίο οι προοπτικές της Σοφοκλέους είναι - πάντοτε μακροχρόνια - θετικές, είναι γιατί και η πορεία των εισηγμένων προδιαγράφεται παραγωγική. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις άντλησαν τεράστια κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τα νέα επενδυτικά τους σχέδια την επέκταση τους στην εγχώρια αγορά και στο εξωτερικό, τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις που υπολογίζουν ότι τους συμφέρουν.

Μελετώντας πολύ προσεκτικά όλα τα στοιχεία που συγκεντρώσαμε γι' αυτήν την εργασία προκύπτει ότι οι προοπτικές του χρηματιστηρίου είναι θετικές. Διότι, ένα άρτια οργανωμένο χρηματιστήριο εξυπηρετεί την

αύξηση της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών και την δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Επίσης δίνει δυνατότητες στους επενδυτές για διαμόρφωση διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων. Και τέλος είναι δυνατόν να θεμελιώσει ένα σύστημα πιο ίσης κατανομής του εθνικού πλούτου, μέσω απόκτησης ελέγχου επί της ιδιοκτησίας των μέσων παραγωγής από το ευρύ επενδυτικό κοινό, εμπεδώνοντας τη σύγχρονη έννοια του λεγόμενου <<λαϊκού καπιταλισμού>> και της κοινωνικής συμμετοχικής δημοκρατίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ΑΛΕΞΑΚΗΣ Π. - ΠΕΤΡΑΚΗΣ Π., Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα κάτω από τις εσωτερικές, τις κοινοτικές και τις άλλες διεθνείς εξελίξεις. Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα, 1990.
- ΑΛΕΞΑΚΗΣ Π., ΓΙΑΝΝΙΤΣΗΣ Τ., ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ ΣΤ., ΞΑΝΘΑΚΗΣ Μ., ΧΑΤΖΗΓΙΑΝΝΗ ΜΙΝ., Απελευθέρωση Αγορών και Μετασχηματισμοί στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα, ΕΤΒΑ, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα 1995.
- ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ, Οι Αναδυόμενες Οικονομίες στη δίνη της κρίσεως, Οικονομικό Δελτίο, 1998.
- ΒΑΡΕΛΑΣ Ε., ΚΑΣΚΑΡΕΛΗΣ Ι., Κυκλικές Διακυμάνσεις και Οικονομική Πολιτική, Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., Αθήνα 1996.
- ΒΟΥΛΓΑΡΗΣ- ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ Ε., Χρηματιστήριο Αξιών, Οργάνωση - Λειτουργία, Χρηματιστηριακές Επενδύσεις, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα 1994.
- ΓΑΛΙΑΤΣΟΣ ΚΩΣΤΑΣ, Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα - Κομοτηνή, 1994.
- ΓΕΝΝΗΜΑΤΑΣ Π., Κατάργηση περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, Περίληψη διάλεξης, Bank Tech & Finance, 1994.
- ΔΕΛΗΣ ΚΩΝ/ΝΟΣ, Αξιολόγηση της Αποτελεσματικότητας των Ελληνικών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.
- ΔΗΜΟΠΟΥΛΟΣ ΔΗΜ., Τεχνική Ανάλυση, Ένα Πρακτικό Εγχειρίδιο, Πώς να κερδίζετε στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, Εκδόσεις Euro Capital.
- ΔΡΑΚΑΤΟΣ Κ.Γ., Ο Μεγάλος Κύκλος της Ελληνικής Οικονομίας (1945-1995), Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, 1997.
- ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, Οικονομική Επιθεώρηση, Διάφορες Εκδόσεις.
- ΚΑΖΑΚΟΣ Π.Β., Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα, 1978.
- ΚΑΡΑΓΕΩΡΓΑΣ Δ.Π., Οι Οικονομικές Λειτουργίες του Κράτους, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα 1979.
- ΚΑΡΑΓΕΩΡΓΑΣ Δ., Θ. ΠΑΠΑΜΑΡΓΑΡΗΣ, Samuelson Οικονομική, Μετάφραση, Βιβλιοθήκη Συγχρόνου Οικονομικής Αναλύσεως, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα 1975.
- ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ Α., Αξιολόγηση Επενδύσεων, Χρηματοδοτήσεις και Χρηματιστηριακές Αγορές, Α,Β,Γ Τόμοι, Εκδόσεις <<Το Οικονομικό>>, Αθήνα 1994.
- ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗΣ Γ.Α., Μ. ΓΚΛΕΖΑΚΟΣ και άλλοι, Ο Μηχανισμός των τιμών στα Χρηματιστήρια Αξιών : Εμπειρικές Έρευνες με αναφορά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα 1997.
- ΚΑΤΣΕΛΗ ΛΟΥΚΑ, Ή να μάθουμε να ζούμε με τις κρατήσεις ή θα παρέμβουμε, Καθημερινή 25-10-1998.
- ΚΑΤΣΟΥΛΑΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ, Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Αθήνα, Ιούνιος 1994.
- ΜΑΛΙΝΔΡΕΤΟΥ Β.Π., Χρηματοδότηση των ΔΕΚΟ : Διοίκηση Ολικής Ποιότητας, Τετράδια Εργασίας, Αριθμός 19, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Αθήνα 1998 (Α).
- ΜΑΛΙΝΔΡΕΤΟΥ Β.Π., Χρηματοοικονομική Ανάλυση : ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα 1998 (Β).
- ΝΙΑΡΧΟΣ ΝΙΚΗΤΑΣ, Η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά-Εξελίξεις και Προοπτικές, Επιμ. Γ. Προβόπουλος, IOBE Αθήνα 1995.

- ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης και Ιστορίας, Παγκοσμιοποίηση και Κοινωνίες Διακινδύνευσης, Διεθνές Επιστημονικό Συνέδριο, 22-24 Οκτωβρίου 1998.
- ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ Ι.Μ., Χρήμα και Οικονομική Δραστηριότητα, Ινστιτούτο Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών, Ειδικά Μελέται, Νο. 5, Αθήναι 1979.
- ΠΑΠΑΝΔΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΘ. Χ., Χρειάζεται ένας Φρόντ για το Χρηματιστήριο ; Οικονομικός Ταχυδρόμος 03-09-1998.
- ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ Π.Α., Η Ευθύνη της Τράπεζας ως Αναδόχου Εκδόσεως Κινητών Αξιών, Εκδόσεις Α.Ν. Σάκκουλα 1998.
- ΠΑΠΑΣΠΗΛΙΟΠΟΥΛΟΣ ΣΠΗΛΙΟΣ, Ο νέος Μαρξ είναι εδώ και περιμένει ρύθμιση, Καθημερινή 25-10-1998.
- ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ, Εγχειρίδιο Χρηματιστηριακής Αγοράς, Market Making, Εκδότης Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών, Αθήνα, 1995.
- ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ, Επενδύσεις, Διοίκηση και Ανάλυση, Εκδότης Γ. Παπούλιας, Αθήνα 1997.
- ΣΑΛΑΒΡΑΚΟΣ Ι. - Δ., Κραχ Χρηματιστηρίου και επίπεδο αποτελεσματικότητας Χρηματιστηρίου. Μια ανάλυση του κραχ του 1987, Ευρωπαϊκό Δελτίο Διοικήσεως Επιχειρήσεων Ιαν-Φεβρ 1998 Τεύχ. 308, Τόμ 37^{ος}
- ΣΑΡΑΝΤΙΔΗΣ ΡΩΜΑΝΟΣ Π., Οικονομική Διερεύνηση των Κυκλικών Διακυμάνσεων, Αθήναι 1970.
- ΣΙΑΦΑΚΑΣ Α.Γ., Τι είναι το Χρηματιστήριο Αξιών, Εκδόσεις Σμπίλιας ΑΕΒΕ, Αθήνα 1996.
- ΣΙΑΦΑΚΑΣ Α.Γ., Οι κρίσεις δημιουργούν και ευκαιρίες, Ημερήσια, 20-06-1998.
- ΣΠΕΝΤΖΑΣ Ι., Η ελληνική κεφαλαιαγορά και οι υπό διαμόρφωση κανόνες λειτουργίας των αγορών κεφαλαίων στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, Επιτροπή για τη Μελέτη του τραπεζικού συστήματος, Περίληψεις Εισηγήσεων, παράρτημα VIII, Αθήνα 1981.
- ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ Κ., Ανάλυση της Συμπεριφοράς και των χαρακτηριστικών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, Δελτίο, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Ιούνιος 1996.
- ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ Κ.Ι., Ι. ΚΑΣΚΑΡΕΛΗΣ, Υπάρχουν κερδοσκοπικές τάσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Ευρωπαϊκό Δελτίο Διοικήσεως Επιχειρήσεων, 289(33), Νοέμβριος-Δεκέμβριος 1994.
- ΤΣΟΥΚΑΛΗΣ Λ., Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση, Μετάφραση Δ. Βογάσαρη, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα 1980.
- ΧΑΡΑΜΗΣ ΓΙΩΡΓΟΣ, Επενδυτικές επιλογές του Μέσου Έλληνα, Εκδόσεις Anubis, Comrupress ΑΕ, Αθήνα 1998.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ, Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο, Διάφορα Έτη.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ, Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο, Διάφορες Εκδόσεις.
- ΧΡΥΣΟΒΙΤΣΙΩΤΗΣ Ι.-Ι. ΣΤΑΥΡΑΚΟΠΟΥΛΟΣ, Λεξικόν Αγγλοελληνικών & Ελληνοαγγλικών Εμπορικών - Τραπεζικών και Οικονομικών Όρων, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Τέταρτη Έκδοση, Αθήνα 1995.