

**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

Ιωάννης Π. Δήμας, LL.M. University of Kent

Διδακτορική Διατριβή

**«Η Διοίκηση και η Διαχείριση των Επενδυτικών Επιλογών
του Χρηματιστηρίου:
Η Συμβολή της Έγκυρης Οικονομικής Ενημέρωσης»**

Επιβλέπων Καθηγητής: Σταύρος Μ. Θεοφανίδης

ΑΘΗΝΑ, ΜΑΡΤΙΟΣ 2002

ΝΟ : ~~1336~~ 13363

ΝΟ : 13233

**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**



Ιωάννης Π. Δήμας, LL.M. University of Kent

09 ΣΕΠ. 2002

Διδακτορική Διατριβή

**«Η Διοίκηση και η Διαχείριση των Επενδυτικών Επιλογών
του Χρηματιστηρίου:
Η Συμβολή της Έγκυρης Οικονομικής Ενημέρωσης»**

Επιβλέπων Καθηγητής: Σταύρος Μ. Θεοφανίδης

ΑΘΗΝΑ, ΜΑΡΤΙΟΣ 2002

Αφιερώνεται στους γονείς μου
Παναγιώτη και Αυγή

Ευχαριστώ ιδιαίτερα τον καθηγητή κ. Σταύρο Θεοφανίδη για την ανεκτίμητη συμβολή του στη διεκπεραίωση της παρούσας διατριβής. Θερμές ευχαριστίες στην καθηγήτρια κα Β. Μαλινδρέτου και τον καθηγητή κ. Κ. Συριόπουλο για την ουσιαστική και πολύτιμη συνεισφορά τους.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ-ΠΡΩΤΟΤΥΠΗ ΣΥΜΒΟΛΗ	σελ. 5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	» 8
α) Διατύπωση και Εξήγηση του Προβλήματος	» 8
β) Θεωρητική Ανάλυση	» 12
γ) Εμπειρική Διερεύνηση	» 19
δ) Ερευνητικός Σκοπός - Μεθοδολογία - Πρωτότυπη Συμβολή	» 24
 Κεφάλαιο 1	
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ	» 27
α) Παράγοντες που αφορούν την Εταιρεία	» 28
β) Παράγοντες που δεν σχετίζονται με την Εταιρεία	» 59
γ) Κριτήρια συνολικής Αξιολόγησης της Αγοράς	» 80
 Κεφάλαιο 2	
Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	» 88
 Κεφάλαιο 3	
ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ: ΠΛΗΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ	» 97
 Κεφάλαιο 4	
Η ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	» 114
 Κεφάλαιο 5	
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΣΤΟ ΧΩΡΟ ΤΟΥ Χ.Α.Α.	» 156
 Κεφάλαιο 6	
ΟΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΜΕΛΩΝ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΑΥΤΩΝ	» 163

Κεφάλαιο 7

Η ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΟΧΗ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ	» 192
--	-------

Κεφάλαιο 8

Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	» 207
---	-------

Κεφάλαιο 9

ΤΟ ΖΗΤΗΜΑ ΤΗΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ	» 214
--	-------

Κεφάλαιο 10

ΜΟΝΤΕΛΟ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ	» 237
---	-------

Κεφάλαιο 11

ΤΑ ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	» 245
--	-------

Κεφάλαιο 12

ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ - ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ	» 256
--	-------

Κεφάλαιο 13

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	» 269
---------------------------------	-------

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

α) Ελληνική	» 292
β) Ξένη	» 297
γ) Νομοθεσία	» 305

ΠΙΝΑΚΕΣ

1. Παράγοντες επηρεασμού της συμπεριφοράς του κοινού που αφορούν τη συγκεκριμένη εταιρεία	» 157
2. Παράγοντες επηρεασμού της συμπεριφοράς του κοινού που δε σχετίζονται με τη συγκεκριμένη εταιρεία	» 159
3. Ο βαθμός επηρεασμού του επενδυτικού κοινού από τις επί μέρους πηγές πληροφόρησης	» 161

ΠΡΟΛΟΓΟΣ – ΠΡΩΤΟΤΥΠΗ ΣΥΜΒΟΛΗ

Αποτελεί κοινή πεποίθηση πλέον ότι τα τεκταινόμενα στο χώρο των κεφαλαιαγορών επηρεάζουν όχι μόνο τον τομέα της οικονομίας αλλά και το ευρύτερο κοινωνικοπολιτικό γίγνεσθαι. Για το λόγο αυτό η διερεύνηση και η ανάλυση των χρηματιστηριακών πραγμάτων παρουσιάζει ξεχωριστό και πολύπλευρο ενδιαφέρον. Η παρούσα διατριβή επιχειρεί τη διερεύνηση αφ' ενός μεν του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της αγοράς αφ' ετέρου δε της σύγχρονης χρηματιστηριακής πρακτικής με γνώμονα την οικονομική πληροφόρηση, δεδομένου ότι αυτή αποτελεί τον παράγοντα που ασκεί την πιο καταλυτική επίδραση στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Ειδικότερα, επιχειρείται η διερεύνηση του επιπέδου της οικονομικής πληροφόρησης που διέπει την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, ο εντοπισμός των αδυναμιών που παρατηρούνται στους κόλπους της και προτείνονται λύσεις για την ουσιαστική αναβάθμισή της.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στις κάθε είδους επίσημες και ανεπίσημες πηγές πληροφόρησης των επενδυτών, που ανάλογα με την εγκυρότητά τους διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην ευστοχία ή μη των επενδυτικών επιλογών του κοινού. Αντίστοιχα, αναλύονται οι επί μέρους παράγοντες επηρεασμού της συμπεριφοράς του επενδυτικού κοινού και σταθμίζεται ο συντελεστής βαρύτητας που τους διέπει. Η ποσοτικοποίηση των συμπερασμάτων που προέκυψαν από εμπειριστατωμένη έρευνα για τα ανωτέρω ζητήματα συνιστά σε σημαντικό βαθμό την πρωτοτυπία της παρούσας διατριβής.

Πιο συγκεκριμένα, η πρωτότυπη συμβολή έγκειται στην παρουσίαση για πρώτη φορά αναλυτικών πινάκων, στους οποίους απεικονίζεται ο βαθμός επίδρασης στη συμπεριφορά των επενδυτών διαφόρων παραγόντων με κριτήριο το συντελεστή βαρύτητάς τους. Ειδικότερα, παρουσιάζεται ο βαθμός επίδρασης των επι μέρους πηγών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού ανάλογα με τη βαρύτητά τους, καθώς επίσης ο βαθμός επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού τόσο από τους παράγοντες που σχετίζονται με μια μεμονωμένη εταιρεία, όσο και από τους παράγοντες που σχετίζονται με τη συνολικότερη πορεία της αγοράς. Στη δεύτερη περίπτωση γίνεται διάκριση μεταξύ ομαλών συνθηκών και μη, δεδομένου ότι σε περιόδους που χαρακτηρίζονται ως ανώμαλες ο συντελεστής βαρύτητας της επίδρασης των επί μέρους παραγόντων επηρεασμού διαφοροποιείται ουσιωδώς, αφού τα κριτήρια που ακολουθεί το επενδυτικό κοινό κάτω από τις εν λόγω συνθήκες δεν είναι τα συνήθη.

Ένα στοιχείο στο οποίο δίνεται ξεχωριστή βαρύτητα και δεν έχει αναλυθεί στη θεωρία στον αναμενόμενο βαθμό είναι η αλληλεπίδραση της οικονομικής επιστήμης με άλλες κοινωνικές επιστήμες και ιδιαίτερα με την ψυχολογία. Δε θα ήταν υπερβολή να λεχθεί ότι η ψυχολογία διαδραματίζει έναν ρόλο τόσο καθοριστικό στην χρηματιστηριακή αγορά, που έχει ως αποτέλεσμα να την επηρεάζει σε πολλές περιπτώσεις περισσότερο από κάθε άλλο κριτήριο. Η επιρροή που ασκεί μάλιστα σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές είναι τόσο έντονη και δραστική, ώστε να αναιρεί σχεδόν την επίδραση και τη σπουδαιότητα των υπολοίπων παραγόντων επηρεασμού της συμπεριφοράς των επενδυτών και να αποτελεί τη μοναδική οδό ερμηνείας ορισμένων φαινομένων, που παρατηρούνται συχνά στους κόλπους των χρηματιστηριακών αγορών.

Περαιτέρω, ένα ζήτημα, το οποίο έχει απασχολήσει έντονα τις διεθνείς αγορές και γίνεται αντικείμενο διεξοδικής ανάλυσης, είναι αυτό της εσωτερικής πληροφόρησης (insider trading), δηλαδή της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικής πληροφορίας προνομιακού χαρακτήρα στη χρηματιστηριακή αγορά. Η παραβατική αυτή συμπεριφορά θίγει άμεσα την αρχή των ίσων ευκαιριών, που οφείλει να διέπει κάθε ευνομούμενη χρηματιστηριακή αγορά και προσβάλλει άμεσα το κύρος και την αξιοπιστία της. Για το λόγο αυτό προτείνονται εφικτές λύσεις, που έχουν υιοθετηθεί από αλλοδαπές κεφαλαιαγορές, για τον περιορισμό του πεδίου δράσης των επίδοξων insiders..

Ευρύτερα, η διαπίστωση κάθε είδους αξιόποινης συμπεριφοράς στον ευαίσθητο χώρο του χρηματιστηρίου πλήττει την αρχή της διαφάνειας και της ασφάλειας των συναλλαγών, που αναντίρρητα αμφότερες διαδραματίζουν πρωταρχικό ρόλο στο πλαίσιο της εξασφάλισης κλίματος εμπιστοσύνης για το επενδυτικό κοινό. Η δημιουργία κλίματος ασφάλειας και αξιοπιστίας στο χώρο του χρηματιστηρίου είναι αναγκαίος και απαραίτητος όρος για την εύρυθμη λειτουργία και την πρόοδο της κεφαλαιαγοράς. Προς την κατεύθυνση αυτή άλλωστε, ενεργείται η όλη ανάλυση και διερεύνηση των τεκταινομένων στο χώρο του χρηματιστηρίου στο πλαίσιο της παρούσας διατριβής, με σκοπό την ουσιαστική συνεισφορά στην επίτευξη της ομαλής και απρόσκοπτης λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

α) Διατύπωση και Εξήγηση του Προβλήματος

Η νεώτερη ιστορία έχει αποδείξει ότι σχεδόν σε κάθε γενιά σημειώνεται κάποια μικρότερη ή μεγαλύτερη επανάσταση. Ιδιαίτερα όμως ορισμένες γενιές έχουν την τύχη να βιώνουν καινοτομίες που αλλάζουν ουσιαστικά την ίδια τη μορφή του κόσμου. Αυτό συμβαίνει στην εποχή μας στο χώρο της παγκόσμιας οικονομίας. Η διεθνοποίησή της σε τόσο ευρεία κλίμακα και η αλματώδης ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών μέσω της δημιουργίας νέων προϊόντων και της προσέλκυσης τεράστιων κεφαλαίων, με φυσική συνέπεια τη θέση κλειδί που κατέχουν σήμερα στη διεθνή σκηνή, συνιστούν μια επαναστατική εξέλιξη με ευρύτατες προεκτάσεις, όχι μόνο οικονομικού χαρακτήρα.

Είναι τόσο σημαντικό το μέγεθος των κεφαλαίων και κατ' επέκταση των συμφερόντων που διακυβεύονται στο πεδίο των διεθνών κεφαλαιαγορών, ώστε αυτές να ξεφεύγουν πλέον από τη στενά νοούμενη οικονομική τους λειτουργία και να συνιστούν βασικό παράγοντα επηρεασμού των διεθνών εξελίξεων. Είναι χαρακτηριστικό ότι η σύγκρουση των συμφερόντων αυτών παίρνει συχνά τη μορφή ενός «οικονομικού πολέμου». Για το λόγο αυτό επιπροσθέτως, η ενασχόληση και η διερεύνηση του χώρου του χρηματιστηρίου και της κεφαλαιαγοράς αποτελεί μια ενδιαφέρουσα και επίκαιρη πρόκληση.

Οι χρηματιστηριακές αγορές αποτελούν χώρους με κατ' εξοχήν δυναμικό χαρακτήρα. Ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια στο χώρο της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς έχουν συντελεστεί θεμελιακές μεταβολές και σημαντικά βήματα προόδου. Η σπουδαιότητα δε της

εύρυθμης λειτουργίας του ελληνικού χρηματιστηρίου αποτελεί πλέον αδιαμφισβήτητο σημείο αναφοράς του σύγχρονου κοινωνικοοικονομικού γίνεσθαι. Οι εξελίξεις αυτές αποκτούν ακόμη μεγαλύτερη σημασία καθώς το ελληνικό χρηματιστήριο κερδίζει έναν όλο και πιο ουσιαστικό ρόλο στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και γενικότερα στο χώρο της εθνικής οικονομίας. Η αλματώδης αύξηση του μέσου ημερησίου όγκου συναλλαγών, που παρατηρείται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά κατά την τελευταία δεκαετία, αποδεικνύει έμπρακτα την παραπάνω επισήμανση. Είναι κοινή διαπίστωση πλέον ότι το χρηματιστήριο έχει παύσει προ πολλού να αποτελεί χώρο απρόσιτο για τους πολλούς. Το ευρύ κοινό εξοικειώνεται σταδιακά με το χώρο της χρηματιστηριακής αγοράς και αναζητά σ' αυτήν εναλλακτικές λύσεις για υψηλότερες αποδόσεις στις επενδύσεις του.

Μέσα σε αυτήν τη νέα πραγματικότητα δημιουργείται η εύλογη και αυτονόητη προσδοκία για έγκυρη πληροφόρηση και επαρκή προστασία του επενδυτικού κοινού. Καθώς μάλιστα ακόμη και τα νέα χρηματιστηριακά προϊόντα εδραιώνονται σταδιακά στην ελληνική κεφαλαιαγορά μέσω του χρηματιστηρίου παραγώγων και σε συνδυασμό με το διαρκώς αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον γι' αυτά, η ανάγκη για πληρέστερη ενημέρωση των επενδυτών προβάλλει ακόμη πιο επιτακτική, καθώς ο ιδιαίτερα επιθετικός χαρακτήρας των νέων αυτών προϊόντων δημιουργεί πρόσθετους κινδύνους για το ενδεχόμενο σημαντικών περιουσιακών απωλειών.

Η σημασία άλλωστε που έχει αποκτήσει η έννοια της πληροφορίας σήμερα, καταδεικνύεται και από το γεγονός ότι όπως κάθε χρονική περίοδος προσδιορίζεται από το κυρίαρχο σε αυτήν αγαθό, η εποχή μας χαρακτηρίζεται ως η εποχή της πληροφορίας. Η πληροφορία έχει αναχθεί σε βασικότατο στοιχείο της οικονομικής ζωής και η ιδιαίτερη έμφαση που

δίδεται στη συλλογή και ανάλυση πληροφοριών είναι εύλογη και χαρακτηριστική. Κατά μείζονα λόγο το φαινόμενο αυτό παρατηρείται στο χώρο των κεφαλαιαγορών, όπου η κατοχή της πληροφορίας αλλά και το χρονικό προβάδισμα σε αυτήν αποκτά ανυπολόγιστη αξία με το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που εξασφαλίζει στον κάτοχό της.

Η πρόσφατη εμπειρία όμως στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς αποκαλύπτει έκδηλες αδυναμίες στον τομέα της παροχής οικονομικής πληροφόρησης. Ειδικότερα, παρατηρείται μια αισθητή έλλειψη της κατάλληλης επικοινωνιακής υποδομής, που θα επέτρεπε την άνετη πρόσβαση των επενδυτών στην έγκυρη και υπεύθυνη πληροφόρηση, καθώς επίσης και σοβαρά κενά στον τομέα της παροχής αξιόπιστων επενδυτικών υπηρεσιών με έμφαση στον αμφιλεγόμενο συμβουλευτικό ρόλο των αρμόδιων χρηματιστηριακών εταιρειών. Περαιτέρω, τα μέσα έννομης προστασίας των επενδυτών έχουν αποδειχθεί πολλές φορές ανεπαρκή και αμφίβολης αποτελεσματικότητας. Σκοπός της έρευνας είναι να καταδείξει τη σπουδαιότητα των οικονομικών πληροφοριών στη λειτουργία της αγοράς, να αναλύσει την επίδρασή τους στην οικονομική συμπεριφορά των επενδυτών και κυρίως να επισημάνει τις αδυναμίες που εμφανίζει η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά στον τομέα αυτό και να προτείνει λύσεις για τη διασφάλιση της εγκυρότερης ενημέρωσης και αποτελεσματικότερης προστασίας του επενδυτικού κοινού.

Η σημασία της ίσης μεταχείρισης απέναντι στο δικαίωμα των επενδυτών για οικονομική πληροφόρηση καταδεικνύεται επίσης μέσα από το έργο του βραβευμένου με το Νόμπελ οικονομικών για το έτος 2001 George Akerlof. Στο άρθρο του «The Market for “Lemons”», μελετά την επίδραση της «ασύμμετρης» πληροφόρησης σε μια αγορά, όταν δηλαδή ένα από τα δύο μέρη, ο αγοραστής ή ο πωλητής, έχει πληρέστερη πληροφόρηση από το άλλο. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα που

χρησιμοποιεί ο Akerlof, της αγοράς μεταχειρισμένων αυτοκινήτων (“lemons”), στα πλαίσια της οποίας ο πωλητής είναι σε θέση να γνωρίζει πολύ καλύτερα από τον αγοραστή την πραγματική κατάσταση και αξία του αντικειμένου της συναλλαγής.¹ Με το παράδειγμα αυτό θέλησε να δείξει ότι οι αγορές δε λειτουργούν ορθολογικά όταν υφίσταται ανισορροπία στο επίπεδο πληροφόρησης των δύο μερών. Κλασσική περίπτωση εφαρμογής της θεωρίας του αποτελεί ο χώρος της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η οικονομική πληροφόρηση είναι μια ευρεία έννοια, που εκτείνεται από τα επίσημα οικονομικά στοιχεία, τα οποία δημοσιεύονται στις εκθέσεις αποτελεσμάτων των εταιρειών, έως τις ανεπίσημες πληροφορίες, που διοχετεύονται με κάθε τρόπο στον οικονομικό τύπο και την χρηματιστηριακή αγορά. Η ποιότητα της πληροφόρησης έχει θεμελιακή σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, αφού είναι εκείνη που επηρεάζει και κατευθύνει σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις των επενδυτών. Εδώ παρατηρείται μια αισθητή αδυναμία της ελληνικής αγοράς, που συνιστά ταυτόχρονα ένα μείζον πρόβλημα και σε διεθνές επίπεδο.

Η πλειοψηφία των επενδυτών δεν είναι εξοικειωμένη με την επεξεργασία των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών, τα οποία περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις τους, με συνέπεια να αδυνατεί να τα κατανοήσει επαρκώς. Η υποχρέωση δημοσιότητας των οικονομικών πληροφοριών για να εκπληρώνει όχι μόνο τον τυπικό αλλά και τον ουσιαστικό της σκοπό θα έπρεπε να απευθύνεται πιο άμεσα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, που αποτελεί άλλωστε την πλειοψηφία των μετόχων των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών.

¹ Akerlof G. (1970) *The Market for “Lemons”, Quarterly Journal of Economics.*

Παράλληλα, η πρακτική φανερώνει ότι οι περισσότεροι επενδυτές καταφεύγουν στις ανεπίσημες πηγές πληροφόρησης με τους κινδύνους που η τακτική αυτή συνεπάγεται. Η μη συνεπής τήρηση του κώδικα δεοντολογίας από την πλευρά των χρηματιστηριακών εταιρειών, καθώς επίσης η ανεπαρκής λειτουργία των μηχανισμών ελέγχου και εποπτείας της χρηματιστηριακής αγοράς επιτείνουν την κατάσταση αυτή και σε συνδυασμό με τα νομικά κενά στην προστασία των επενδυτών αφήνουν σε σημαντικό βαθμό απροστάτευτο το επενδυτικό κοινό απέναντι στο ενδεχόμενο περιουσιακών απωλειών, γεγονός που πλήττει σε τελική ανάλυση το ίδιο το κύρος της χρηματιστηριακής αγοράς.

β) Θεωρητική Ανάλυση

Η διερεύνηση της σύγχρονης οικονομικής πραγματικότητας σε διεθνές επίπεδο αποκαλύπτει την ισχυρή τάση της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας. Ταυτόχρονα παρατηρείται μια αξιοπρόσεκτη κινητικότητα στο χώρο των διεθνών κεφαλαιαγορών, με κύριο χαρακτηριστικό τη διεύρυνση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στα υπόλοιπα τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο χώρο του χρηματιστηρίου. Στο νέο αυτό οικονομικό περιβάλλον που δημιουργείται το χρηματιστήριο καλείται να διαδραματίσει ένα σημαντικό αλλά και σύνθετο ρόλο. Η ουσιαστική κατάργηση των οικονομικών συνόρων και η άμεση αλληλεπίδραση των αγορών θα είναι στο μέλλον ακόμη πιο αισθητή. Πέρα από τη γενική αυτή τάση, στον ευρωπαϊκό χώρο υπάρχει η νέα πραγματικότητα της ενιαίας αγοράς, που επιταχύνει τις εξελίξεις προς την κατεύθυνση αυτή και δημιουργεί παράλληλα πρόσθετες απαιτήσεις για την ελληνική κεφαλαιαγορά. Μπροστά στα δεδομένα αυτά η



εξασφάλιση της ανταγωνιστικότητας και της αξιοπιστίας του ελληνικού χρηματιστηρίου χωρίς αμφιβολία αποτελεί μονόδρομο.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο ζήτημα της παγκοσμιοποίησης, που τόσες συζητήσεις και αναλύσεις έχει προκαλέσει. Εκτός από ένθερμους υποστηρικτές έχει και φανατικούς πολέμιους, οι οποίοι της καταλογίζουν πολλά από τα δεινά της εποχής μας. Η σωστή σύλληψη της έννοιας της παγκοσμιοποίησης και των πραγματικών της διαστάσεων συμβάλλει αποφασιστικά και στην καλύτερη κατανόηση των τεκταινομένων στο χώρο των κεφαλαιαγορών, οι οποίες αποτελούν άλλωστε τον κατεξοχήν χώρο της πιο έντονης εκδήλωσης του φαινομένου αυτού με τις απεριόριστες δυνατότητες ελεύθερης διακίνησης των κεφαλαίων που υφίστανται πλέον. Μια από τις βασικές αιτιάσεις των αντιτιθέμενων στην παγκοσμιοποίηση αποτελεί άλλωστε η διόγκωση του χρηματιστικού κεφαλαίου εις βάρος του παραγωγικού.

Κάθε κεφαλαιαγορά αποτελεί βασικό μηχανισμό συγκέντρωσης κεφαλαίων, μέσα από τον οποίο δημιουργούνται τα απαραίτητα χρηματοπιστωτικά μέσα μεταφοράς κεφαλαίων και κινδύνων. Οι θεμελιακές μεταβολές όμως, που έχουν σημειωθεί σε διεθνές επίπεδο κατά τα τελευταία χρόνια είχαν ως αποτέλεσμα την δημιουργία αυξημένης αβεβαιότητας σε κάθε επίπεδο επιχειρηματικών συναλλαγών και επενδύσεων. Παρουσιάστηκε λοιπόν η ανάγκη δημιουργίας νέων μηχανισμών για την προστασία των επενδύσεων απέναντι στους κινδύνους αυτούς. Την ανάγκη αυτή της αγοράς ικανοποίησαν σε μεγάλο βαθμό τα χρηματιστηριακά παράγωγα (derivatives). Οι μηχανισμοί αυτοί εξελίσσονται και εμπλουτίζονται συνεχώς δημιουργώντας, λόγω του επιθετικού χαρακτήρα τους, μια αυξανόμενη ανάγκη αρτιότερης οργάνωσης και αξιοπιστίας των κεφαλαιαγορών.

Στη νέα αυτή πραγματικότητα καλείται να προσαρμοσθεί άμεσα και η ελληνική κεφαλαιαγορά. Είναι αναμφίβολα εντυπωσιακές οι εξελίξεις, που έχουν σημειωθεί κατά τα τελευταία χρόνια στο χώρο του ελληνικού χρηματιστηρίου, όπως άλλωστε και στο ευρύτερο πεδίο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αποτέλεσμα αυτών είναι η αλλαγή όχι μόνο επιφανειακά του τρόπου λειτουργίας του, καθώς και του αριθμού των ενεργά ασχολουμένων με αυτό, αλλά και ουσιαστικότερα η μεταβολή του ρόλου, που διαδραματίζει σήμερα το χρηματιστήριο στο χώρο τόσο της ελληνικής οικονομίας όσο και ευρύτερα στο πεδίο του κοινωνικοοικονομικού γίγνεσθαι.

Όλο και περισσότερες εταιρείες επιλέγουν το χρηματιστήριο για την άντληση κεφαλαίων, που παλαιότερα μόνο μέσω του τραπεζικού δανεισμού θα μπορούσαν να εξασφαλίσουν. Αυτό συμβαίνει όχι μόνο γιατί το χρηματιστήριο προσφέρει τη δυνατότητα άντλησης φθηνών κεφαλαίων, αλλά και γιατί η χρηματοδότηση από το επενδυτικό κοινό ικανοποιεί την ανάγκη για μεγέθυνση της επιχείρησης πετυχαίνοντας ταυτόχρονα τη διασπορά των μετοχών της στο ευρύ κοινό και την επιδιωκόμενη δημοσιότητά της, με τα θετικά αποτελέσματα που το γεγονός αυτό συνεπάγεται. Ένας ακόμη λόγος που ιδίως τα τελευταία χρόνια πολλές εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο είναι και το ότι ενώ η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παλαιότερα χαρακτηριζόταν ως «ρηχή» και δεν παρείχε τη δυνατότητα άντλησης σημαντικών κεφαλαίων, η κατάσταση αυτή έχει πλήρως αντιστραφεί με αποτέλεσμα οι τιμές εισαγωγής των μετοχών των νεοεισαγομένων εταιρειών να είναι συμφέρουσες για τους ιδιοκτήτες τους, οι οποίοι μόνο θετικά μπορεί να αντιμετωπίζουν πλέον τη χρηματιστηριακή πρόκληση για τις εταιρείες τους.

Παράλληλα, εντυπωσιακή είναι η αύξηση του αριθμού των ιδιωτών επενδυτών, που επιλέγουν την τοποθέτηση σε μετοχές έναντι άλλων παραδοσιακών μορφών επένδυσης. Η τακτική μάλιστα της δωρεάν (ή με προνομιακούς όρους) διανομής μετοχών στους εργαζόμενους των εισηγμένων εταιρειών, ως τρόπου συμμετοχής στα κέρδη τους, συμβάλλει προς αυτήν την κατεύθυνση δημιουργώντας μια νέα και πολυάριθμη κατηγορία μετόχων. Με τον τρόπο αυτό, όπως χαρακτηριστικά έχει λεχθεί, το χρηματιστήριο συμβάλλει σε μια μορφή «εκδημοκρατισμού» της επιχειρηματικής οικονομίας.

Η εισαγωγή μάλιστα μεγάλων οργανισμών κοινής ωφέλειας στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και σταδιακά και στο ελληνικό αποτελεί, λόγω της ιδιαίτερης βαρύτητας και στρατηγικής σημασίας που περιβάλλει τις εταιρείες αυτές, ένα ακόμη βήμα προς την ίδια κατεύθυνση. Είναι φανερό λοιπόν και στην ελληνική κεφαλαιαγορά τώρα πια, ότι και το ίδιο το κράτος αντιμετωπίζει με άλλη οπτική το χρηματιστήριο, βλέποντάς το ως πηγή άντλησης φθινών κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις και παράγοντα σταθερότητας και ανάπτυξης για την οικονομία.

Μπροστά στη νέα αυτή πραγματικότητα, η θέση που κατέχει το χρηματιστήριο στο χώρο της οικονομίας καθίσταται ακόμη πιο βαρύνουσα. Όπως χαρακτηριστικά λέγεται, αποτελεί τον «καθρέφτη» της οικονομίας και ίσως να μην είναι υπερβολικός αυτός ο χαρακτηρισμός, καθώς το χρηματιστήριο αντικατοπτρίζει απόλυτα την οικονομική πραγματικότητα, αφού επηρεάζεται άμεσα από αυτήν. Για το λόγο αυτό η ανάγκη της επαρκούς εποπτείας και άρτιας οργάνωσής του προβάλλει επιτακτική. Οι θεσμικές και διαρθρωτικές διαφοροποιήσεις, που έχουν ήδη συντελεστεί είναι χρήσιμες μεν, αλλά δεν θα έχουν τα επιθυμητά αποτελέσματα αν δεν συνοδευτούν από την βελτίωση και ενίσχυση των

κατάλληλων μηχανισμών εποπτείας και ελέγχου της ομαλής λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς.

Μόνο η αποτελεσματική λειτουργία αυτών των μηχανισμών μπορεί να εγγυηθεί την επιδιωκόμενη προστασία του επενδυτικού κοινού και την εξασφάλιση της αρχής των ίσων ευκαιριών για τους επενδυτές, που αποτελεί τη βασικότερη αρχή λειτουργίας κάθε σωστά οργανωμένης αγοράς. Αναμφίβολα η πιο σημαντική παράμετρος της απαιτούμενης προστασίας είναι η εξασφάλιση έγκυρης και επαρκούς πληροφόρησης, που αποτελεί το γνώμονα για κάθε σωστή και αποδοτική τοποθέτηση. Στο σημείο αυτό εντοπίζεται μια βασική αδυναμία της ελληνικής αγοράς, η οποία παρά το μέγεθος των κεφαλαίων και το μεγάλο αριθμό των επενδυτών που κατάφερε να προσελκύσει δεν έχει κατορθώσει να δημιουργήσει την κατάλληλη επικοινωνιακή υποδομή για την ικανοποίηση αυτής της ανάγκης. Αποτέλεσμα είναι η συχνή δημιουργία κλίματος αβεβαιότητας και αναξιοπιστίας, που λειτουργεί ανασταλτικά για την πρόοδο και την υγιή ανάπτυξη του χρηματιστηρίου.

Ειδικότερα, ενώ ικανοποιείται επαρκώς η ανάγκη ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού κατά τη διαδικασία εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, δε συμβαίνει το ίδιο μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας εισαγωγής και την έναρξη διαπραγμάτευσής της. Συγκεκριμένα, κάθε νεοεισαγόμενη εταιρεία υποχρεούται να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο στο οποίο αναφέρονται όλες οι απαιτούμενες πληροφορίες σχετικά με τις μετοχές, τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας καθώς και τη διοίκηση και τις δραστηριότητές της. Κάθε υπό εισαγωγή εταιρεία στα πλαίσια της επιδιωκόμενης προβολής της ανταποκρίνεται απρόσκοπτα στις απαιτήσεις αυτές.

Μετά την εισαγωγή τους οι εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιεύουν τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις τους, που περιλαμβάνουν τον

ισολογισμό, τον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων και το προσάρτημα. Η πλειοψηφία των επενδυτών όμως δεν διαθέτει τις απαραίτητες γνώσεις, ώστε να είναι σε θέση να αναλύσει τα οικονομικά στοιχεία που δημοσιεύονται, με αποτέλεσμα να καταφεύγει στις «ανεπίσημες» πηγές πληροφόρησης, που φαίνονται πιο «οικείες» και κατανοητές. Για το λόγο αυτό, έχει υποστηριχθεί ότι η παρεχόμενη ενημέρωση πρέπει να προσαρμοσθεί κατάλληλα, ούτως ώστε να απευθύνεται στο μέτρο του δυνατού και στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Περαιτέρω, θα έπρεπε να εμπλουτισθεί η παρεχόμενη ενημέρωση από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών με τη μορφή ανακοινώσεων προς τους μετόχους τους σχετικά με σημαντικές αποφάσεις και δραστηριότητές τους. Η έγκαιρη και πληρέστερη ενημέρωση από την πλευρά της εταιρείας περιορίζει παράλληλα και το εν δυνάμει πεδίο δράσεως των επίδοξων παραβατών των διατάξεων περί εσωτερικής πληροφόρησης.

Ζήτημα προστασίας από την ανακριβή πληροφόρηση δημιουργείται και μέσω των παραπλανητικών διαφημίσεων, που κατακλύζουν τη χρηματιστηριακή αγορά υποσχόμενες εντυπωσιακές αποδόσεις σε σύντομο χρονικό διάστημα. Είναι άξιο προσοχής και έρευνας ποιό είναι το όριο πέρα από το οποίο στοιχειοθετείται ο αθέμιτος χαρακτήρας των διαφημίσεων αυτών, που είναι εύλογο να βρίσκουν πρόσφορο έδαφος σε χώρους, όπου η επιθυμία του γρήγορου κέρδους συναγωνίζεται την άγνοια των κινδύνων που ελλοχεύουν. Στην παραπάνω περίπτωση τίθεται ακόμη και το ζήτημα της προστασίας των επενδυτών ως καταναλωτών, θέμα που θα αναλυθεί διεξοδικά στη συνέχεια.

Σοβαρές αδυναμίες παρατηρούνται επίσης στον τομέα της παροχής επενδυτικών συμβουλών και υπηρεσιών. Παρά την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο των Οδηγιών του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης

για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, δεν έχει σημειωθεί η αναμενόμενη και απαραίτητη πρόοδος. Η πρακτική έχει αποδείξει ότι τα σχετικά συμβουλευτικά καθήκοντα (investment consulting) ασκούνται από τις τράπεζες και τις χρηματιστηριακές εταιρείες με παρεμπύπτοντα τρόπο. Η τακτική αυτή έχει σαν αναπόφευκτο αποτέλεσμα τον αποπροσανατολισμό και την ενίσχυση του αισθήματος ανασφάλειας των επενδυτών.

Ένα θέμα επίσης, που έχει απασχολήσει έντονα τις διεθνείς αγορές, είναι αυτό της εσωτερικής πληροφόρησης (insider trading). Με τον όρο αυτό νοείται η καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας προνομιακού χαρακτήρα στη χρηματιστηριακή αγορά. Η παράνομη συμπεριφορά έγκειται στο γεγονός ότι ο δράστης λόγω της θέσης που κατέχει στην εταιρεία, έχει χρονικό προβάδισμα γνώσης ή κατοχής της πληροφορίας. Παρά τη σχετική νομοθετική πρόβλεψη, αυτό το τυπικό οικονομικό αδίκημα εμφανίζεται πολύ συχνά στην ελληνική αγορά, πλήττοντας καίρια το κύρος και την αξιοπιστία της.

Ο προνομιακός χαρακτήρας της εμπιστευτικής πληροφορίας στοιχειοθετείται καταρχήν από το ότι αυτή δεν έχει δημοσιευθεί ούτε με άλλον τρόπο θα μπορούσε να έχει γίνει γνωστή στο ευρύ κοινό. Περαιτέρω, απαιτείται να έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα, ώστε να διακρίνεται από την ανεύθυνη παραπληροφόρηση, για την οποία η ευθύνη βαρύνει αποκλειστικά τους επενδυτές που την ακολουθούν. Τέλος η εμπιστευτική πληροφορία πρέπει να είναι σε θέση να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των αξιών στις οποίες αναφέρεται, να είναι δηλαδή οικονομικά κρίσιμη.

Η διερεύνηση και ανάλυση του τομέα της οικονομικής πληροφόρησης από την παρούσα διατριβή επιβάλλει την επισήμανση των βασικών σημείων της θεωρίας της αποτελεσματικότητας των αγορών,

καθώς είναι αυτή που καλείται να ερμηνεύσει τον τρόπο με τον οποίο αποτυπώνονται και αντικατοπτρίζονται οι οικονομικές πληροφορίες στις τιμές των μετοχών. Η αναφορά στην έννοια της αποτελεσματικότητας των αγορών παραπέμπει στην τάση των τιμών των κινητών αξιών να αντανακλούν και να ενσωματώνουν το σύνολο των οικονομικών πληροφοριών που υφίστανται κάθε στιγμή σε μια χρηματιστηριακή αγορά. Πρέπει ωστόσο να υπογραμμιστεί ότι η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς συνιστά ένα από τα αμφιλεγόμενα ζητήματα στο χώρο των επενδύσεων.

Η αποτελεσματική αντιμετώπιση των παραπάνω ενδεικτικά αναφερόμενων αδυναμιών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς μπορεί να συμβάλλει καθοριστικά στην αποκατάσταση της αξιοπιστίας και την άνοδο του κύρους του θεσμού του χρηματιστηρίου. Συνέπεια αυτού θα είναι αναμφίβολα η προσέλκυση περισσότερων επενδυτών και η έλευση σημαντικών κεφαλαίων, προϋποθέσεις αναγκαίες για την πρόοδο και την ανάπτυξη του. Σε μια τέτοια περίπτωση τα θετικά αποτελέσματα για την εθνική οικονομία είναι περισσότερο από αυτονόητα, ιδίως μπροστά στην πρόκληση της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης.

γ) Εμπειρική Διερεύνηση

Βασικό αντικείμενο της έρευνας είναι το πώς εμφανίζονται τα σχετικά δεδομένα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά κατά την τελευταία δεκαετία. Πρόκειται άλλωστε για το χρονικό διάστημα κατά το οποίο σημειώθηκαν οι σπουδαιότερες εξελίξεις στο χώρο αυτό. Πολλές ήταν οι εταιρείες, που επέλεξαν το χρηματιστήριο για την άντληση επιχειρηματικών κεφαλαίων, προκρίνοντας εύλογα αυτήν την οδό αντί

του τραπεζικού δανεισμού. Ταυτόχρονα σημειώθηκε αλματώδης αύξηση τόσο του αριθμού των ιδιωτών-επενδυτών όσο και των επενδεδυμένων κεφαλαίων από την πλευρά των θεσμικών επενδυτών.

Η ανάπτυξη του ελληνικού χρηματιστηρίου είχε ως αποτέλεσμα και την προσέλκυση ξένων επενδυτών, οι οποίοι με τον σημαντικό όγκο των κεφαλαίων που διοχέτευσαν στην ελληνική αγορά, της έδωσαν μια ακόμη μεγαλύτερη ώθηση, ειδικά κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Αποτέλεσμα όλων αυτών είναι η θέση του χρηματιστηρίου στην αγορά να έχει ενισχυθεί σημαντικά και ο ρόλος του στα οικονομικά δρώμενα να έχει γίνει πιο αποφασιστικός από κάθε άλλη φορά. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, η πρόοδος αυτή θα έπρεπε να έχει συνοδευτεί από την εξασφάλιση των μηχανισμών εκείνων, που θα μπορούσαν να εγγυηθούν την εύρυθμη και αξιόπιστη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Η συστηματική όμως ανάλυση του τρόπου και της φιλοσοφίας λειτουργίας της ελληνικής αγοράς φανερώνει ότι κάτι τέτοιο δεν έχει συμβεί στο βαθμό που θα έπρεπε.

Αναμφίβολα, κάθε σοβαρή χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται από τη διαμόρφωση των τιμών βάσει της γνήσιας προσφοράς και ζήτησης. Η διερεύνηση όμως της ελληνικής χρηματιστηριακής πραγματικότητας αποκαλύπτει ότι υπάρχουν σε μεγάλο βαθμό ακόμη και σήμερα σημαντικά περιθώρια αθέμιτου επηρεασμού των τιμών. Μια τακτική καταστρατήγησης των τιμών που ακολουθείται είναι η έντεχνη διαμόρφωση του κατάλληλου κλίματος, μέσω φυσικά των μηχανισμών παραπληροφόρησης, για την πραγματοποίηση αθέμιτων κερδών. Από την ελληνική αγορά δε λείπουν και τα λεγόμενα «παιχνίδια», που αποτελούν μορφή κερδοσκοπίας στηριζόμενη στη συγκέντρωση αρχικά μεγάλου αριθμού μετοχών μιας εταιρείας, με σκοπό τη μετέπειτα τεχνητή άνοδο της τιμής της μέσω της διασποράς ψευδών ειδήσεων και τον προσπορισμό

κερδών εις βάρος του ανυποψίαστου επενδυτικού κοινού, που θα αγοράσει υπερτιμημένες τις μετοχές αυτές.

Αποκαλυπτική είναι η διερεύνηση των περιπτώσεων εκείνων κατά τις οποίες επενδυτές έχουν υποστεί σοβαρές περιουσιακές ζημιές εξαιτίας όχι μόνο της κακής πληροφόρησης αλλά και της ανεπάρκειας των προβλεπόμενων μέσων άμυνας. Η παρεχόμενη προστασία έχει αποδειχθεί στην πράξη πολλές φορές ότι είναι αναποτελεσματική αφήνοντας συχνά εκτεθειμένους τους επενδυτές σε κινδύνους που δε γνωρίζουν και δε συνειδητοποιούν εκ των προτέρων. Επιπροσθέτως, είναι προφανές ότι πολλοί μικροεπενδυτές αδυνατούν να ανταπεξέλθουν οικονομικά σε έναν πολυέξοδο και αμφίβολης αποτελεσματικότητας ενδεχόμενο δικαστικό αγώνα. Η μελέτη αυτών των περιπτώσεων αποδεικνύει ότι ο επιθυμητός στόχος της ομαλής και αξιόπιστης λειτουργίας της αγοράς δεν ικανοποιείται στο βαθμό που θα έπρεπε.

Ένα ακόμη στοιχείο που επιβεβαιώνει την παραπάνω διαπίστωση είναι το ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν την επενδυτική συμπεριφορά δεν είναι μόνο αυτοί που σχετίζονται με την οικονομική υγεία της εταιρείας και τους σχετικούς οικονομικούς της δείκτες ή τα βασικά μεγέθη και τις τάσεις της οικονομίας, όπως αυτές προκύπτουν από σειρά επίσημων και έγκυρων στοιχείων και δημοσιεύσεων. Αντίθετα πρωταρχικό ρόλο παίζουν οι «ανεπίσημες» πηγές πληροφόρησης που εκτείνονται από ορισμένα ελεγχόμενης αξιοπιστίας δημοσιεύματα του οικονομικού τύπου έως τα κρούσματα καταχρηστικής εκμετάλλευσης εσωτερικής πληροφόρησης. Οι κάθε είδους ανεπίσημες πηγές κυριαρχούν στην αγορά και βρίσκουν εύκολα πρόσφορο έδαφος στο ευρύ κοινό, που αδυνατεί να εκτιμήσει έγκαιρα και σωστά τους κινδύνους που αυτές συνεπάγονται.

Ξεχωριστή μνεία γίνεται αφ' ενός στο σύνολο των παραγόντων επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού και αφ' ετέρου στις πηγές πληροφόρησης στις οποίες προσφεύγουν οι επενδυτές και ποικίλουν σε μεγάλο βαθμό. Χαρακτηριστικός είναι ο ρόλος που διαδραματίζει ο παράγων της οικονομικής ψυχολογίας, στον οποίο δίνεται ιδιαίτερη έμφαση καθώς δεν έχει τύχει της απαιτούμενης προσοχής και ανάλυσης, αν και η προσεκτική του διερεύνηση θα έδινε απαντήσεις σε πολλά κρίσιμα ερωτήματα για την πορεία του χρηματιστηρίου και την εν γένει συμπεριφορά των επενδυτών.

Η αλήθεια είναι ότι κάθε κεφαλαιαγορά εμφανίζει ορισμένες ιδιαιτερότητες ανάλογα με τα επί μέρους χαρακτηριστικά της και το επίπεδο ανάπτυξης της οικονομίας στα πλαίσια της οποίας λειτουργεί. Για το λόγο αυτό μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει η συγκριτική επισκόπηση των δεδομένων της ελληνικής κεφαλαιαγοράς με τα αντίστοιχα στοιχεία αγορών του εξωτερικού. Ιδιαίτερα χρήσιμη είναι η διερεύνηση του αμερικανικού χρηματιστηρίου, καθώς αυτό αποτελεί μια αγορά πρότυπο, με διεθνές κύρος και εμβέλεια.

Ασφαλώς δε μπορεί να γίνει απ' ευθείας σύγκριση των δύο αγορών τόσο λόγω των διαφορετικών μεγεθών τους όσο και λόγω του μεγαλύτερου βαθμού ανάπτυξης του αμερικανικού χρηματιστηρίου, το οποίο κατέχει εξέχουσα θέση στη διεθνή οικονομική σκηνή και πρωτοστατεί στις διεθνείς οικονομικές εξελίξεις. Η ομοσπονδιακή αμερικανική νομοθεσία άλλωστε, διεκδικεί την χρονική πρωτοπορία ως προς την αντιμετώπιση των περισσοτέρων οικονομικών εγκλημάτων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η έρευνα που ακολούθησε την μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 και κατέδειξε, μεταξύ άλλων, ως βασική αιτία της κρίσης την καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικής θέσης από στελέχη επιχειρήσεων με σκοπό την επίτευξη παράνομων

περιουσιακών ωφελημάτων. Αποτέλεσμα της διαπίστωσης αυτής ήταν να προβλεφθεί δεόντως αυτή η αξιόποινη συμπεριφορά στα νομοθετήματα που ακολούθησαν την κρίση του 1929 και να αντιμετωπισθεί το πρόβλημα αυτό ικανοποιητικά και νωρίτερα από κάθε άλλη αντίστοιχη νομοθεσία.

Αλλά και στις μέρες μας ένα παράδειγμα που φανερώνει τη διαφορετική φιλοσοφία και λειτουργία των ανεπτυγμένων αγορών, είναι η αυτεπάγγελτη και χωρίς επιβάρυνση του επενδυτή εξέταση κάθε περίπτωσης, κατά την οποία ένας μέτοχος υφίσταται περιουσιακή ζημιά εξαιτίας δόλιας παραπληροφόρησης. Δυστυχώς δεν υπάρχει αντίστοιχη πρόβλεψη στην ελληνική νομοθεσία με αποτέλεσμα οι μικροεπενδυτές να μένουν συχνά απροστάτευτοι. Αναμφίβολα υπάρχουν πολλά ενδιαφέροντα σημεία στην μελέτη των θεσμικών πλαισίων λειτουργίας των προηγμένων χρηματιστηριακών αγορών, από τα οποία μπορούν να αντληθούν χρήσιμα στοιχεία για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που παρατηρούνται και στην ελληνική αγορά. Πολύτιμη είναι εξάλλου η συμβολή του ευρωπαϊκού δικαίου στην κατεύθυνση της προστασίας των επενδυτών μέσα από ένδεκα συνολικά σχετικές οδηγίες, οι οποίες έχουν ενσωματωθεί ήδη στην εγχώρια νομοθεσία.

Στις οδηγίες αυτές προβλέπεται σειρά ουσιωδών διατάξεων για την εξασφάλιση της πληρέστερης ενημέρωσης των επενδυτών σε σχέση με την αγορά κινητών αξιών. Μεταξύ άλλων καθορίζονται οι όροι εισαγωγής νέων εταιρειών στο χρηματιστήριο, καθώς επίσης ο τρόπος κατάρτισης και ελέγχου του ενημερωτικού δελτίου, το οποίο οι νεοεισαγόμενες εταιρείες υποχρεούνται να εκδώσουν. Προβλέπεται η περιοδική πληροφόρηση που πρέπει να παρέχουν οι εταιρείες με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο και οι πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται στις περιπτώσεις μεταβίβασης πακέτων μετοχών. Ιδιαίτερη μνεία γίνεται στην

απαγόρευση των συναλλαγών από πρόσωπα που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading).

Είναι αλήθεια όμως ότι τις περισσότερες φορές ο νομοθέτης δεν προλαβαίνει τα γεγονότα, αλλά αντιθέτως έπεται των αναγκών. Για το λόγο αυτό άλλωστε οι νομοθετικές ρυθμίσεις αποτελούν συχνά καρπό κοινωνικών ή οικονομικών μεταβολών. Αυτό συνέβη και στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, όπου η ανάγκη αφ' ενός της θεσμικής θωράκισης της εύρυθμης λειτουργίας της και αφ' ετέρου της αρτιότερης προστασίας του επενδυτικού κοινού εκφράστηκε νομοθετικά μετά τη μεγάλη κρίση που βίωσε το ελληνικό χρηματιστήριο τη διετία 1999-2000.

δ) Ερευνητικός Σκοπός - Μεθοδολογία - Πρωτότυπη Συμβολή

Στόχος της διατριβής είναι η διερεύνηση του χώρου της οικονομικής πληροφόρησης και μέσα από αυτήν η ανάλυση της οικονομικής συμπεριφοράς των επενδυτών του χρηματιστηρίου. Η ποιότητα και η εγκυρότητα των οικονομικών πληροφοριών που διοχετεύονται στο επενδυτικό κοινό αποτελούν θεμελιακό παράγοντα της εύρυθμης λειτουργίας κάθε ανεπτυγμένης αγοράς και θα πρέπει σύντομα να διασφαλιστούν επαρκώς και για το ελληνικό χρηματιστήριο. Μπροστά στη νέα πραγματικότητα που δημιουργείται επιβάλλεται η βελτίωση της υπάρχουσας επικοινωνιακής υποδομής και των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών, ούτως ώστε οι ελληνικές εταιρείες να καταστούν πραγματικά ανταγωνιστικές και να ανταπεξέλθουν με επιτυχία στις αυξημένες απαιτήσεις της διεθνούς αγοράς.

Ιδιαίτερη έμφαση απαιτείται να δοθεί στο θέμα της προστασίας των επενδυτών, καθώς το καθεστώς που τη διέπει δεν φαίνεται να ικανοποιεί

επαρκώς την ανάγκη αυτή με συνέπεια οι επενδυτές να μένουν συχνά εκτεθειμένοι σε σοβαρούς κινδύνους. Η πρακτική αποδεικνύει ότι τα παρεχόμενα ένδικα βοηθήματα δεν είναι πρόσφορα να εξασφαλίσουν την αρτιότερη έννομη προστασία, τόσο στο χώρο του αστικού δικαίου αναφορικά με την αιτούμενη αποζημίωση, όσο και σε αυτόν του ποινικού δικαίου σε σχέση με τις διατάξεις περί απάτης. Ενδιαφέρον παρουσιάζει επίσης το ζήτημα των παραπλανητικών διαφημίσεων που υπόσχονται εντυπωσιακές αποδόσεις σε βραχύτατα χρονικά διαστήματα και ενδεχομένως είναι δυνατό να ενεργοποιούν διατάξεις από το δίκαιο προστασίας του καταναλωτή. Περαιτέρω, μείζον θέμα για κάθε χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί το πρόβλημα της εσωτερικής πληροφόρησης (insider trading), η αποτελεσματική αντιμετώπισή του οποίου αποτελεί αναγκαίο όρο για την αξιόπιστη λειτουργία της.

Όσον αφορά στην ακολουθούμενη μεθοδολογία της έρευνας, αυτή ξεκινά από τη συστηματική επισκόπησή της σχετικής βιβλιογραφίας καθώς και τον εντοπισμό σειράς τίτλων έγκυρων επιστημονικών περιοδικών. Παράλληλα γίνεται χρήση των βάσεων δεδομένων του Εθνικού Ιδρύματος Ερευνών, που καλύπτουν όλες τις σχετικές δημοσιεύσεις σε διεθνές επίπεδο κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Ακολουθείται ο περιγραφικός ερευνητικός στοχασμός και η αξιολόγηση στατιστικών και εμπειρικών δεδομένων. Με βάση τα στοιχεία της εμπειρικής έρευνας θα επιχειρηθεί η διερεύνηση των προτάσεων και των λύσεων που μπορούν να εφαρμοστούν για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που παρατηρούνται στην εγχώρια οικονομική πραγματικότητα. Εκεί έγκειται άλλωστε και η κύρια συμβολή της διατριβής, δεδομένου ότι τα περιθώρια βελτίωσης για την εύρυθμη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι πράγματι σημαντικά.

Γίνεται επίσης συγκριτική ανάλυση των ευρημάτων που έχουν προκύψει από άλλες επιστημονικές εργασίες, με σκοπό τον εντοπισμό των κενών που παρουσιάζει η προηγηθείσα ερευνητική προσπάθεια, καθώς το ζήτημα αυτό καθ' εαυτό δεν έχει αποτελέσει έως τώρα αντικείμενο αντίστοιχης έρευνας. Τέλος, θα πραγματοποιηθεί συγκριτική επισκόπηση με τα ισχύοντα σε άλλες χώρες, δεδομένου ότι παρεμφερή προβλήματα έχουν αντιμετωπισθεί με επιτυχία από τις κεφαλαιαγορές όλων των ανεπτυγμένων χωρών και είναι δυνατό μέσα από τη μελέτη αυτών να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα και για την ελληνική αγορά.

Επιπροσθέτως, η πρωτότυπη συμβολή της παρούσας διατριβής έγκειται στην παρουσίαση για πρώτη φορά αναλυτικών πινάκων, στους οποίους απεικονίζεται ο βαθμός επίδρασης στη συμπεριφορά των επενδυτών διαφόρων παραγόντων με κριτήριο το συντελεστή βαρύτητάς τους. Ειδικότερα, παρουσιάζεται ο βαθμός επίδρασης των επι μέρους πηγών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού ανάλογα με τη βαρύτητά τους, καθώς επίσης ο βαθμός επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού τόσο από τους παράγοντες που σχετίζονται με μια μεμονωμένη εταιρεία, όσο και από τους παράγοντες που σχετίζονται με τη συνολικότερη πορεία της αγοράς. Στη δεύτερη περίπτωση γίνεται διάκριση μεταξύ ομαλών συνθηκών και μη, δεδομένου ότι σε περιόδους που χαρακτηρίζονται ως ανώμαλες ο συντελεστής βαρύτητας της επίδρασης των επί μέρους παραγόντων επηρεασμού διαφοροποιείται ουσιαστικά, αφού τα κριτήρια που ακολουθεί το επενδυτικό κοινό κάτω από τις εν λόγω συνθήκες δεν είναι τα συνήθη.

Κεφάλαιο 1

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ

Η διερεύνηση και ανάλυση της συμπεριφοράς των επενδυτών προϋποθέτει την εξέταση των παραγόντων εκείνων που επηρεάζουν την κρίση τους κατά τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων. Οι επενδυτές σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά καθοδηγούνται όσον αφορά στις επιλογές τους από ένα πλήθος παραγόντων, που σε ορισμένες περιπτώσεις μάλιστα δε σχετίζονται άμεσα με την κεφαλαιαγορά καθεαυτή. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι το χρηματιστήριο είναι ιδιαίτερα ευαίσθητο σε πλήθος ανομοιογενών ή ακόμη και εξωγενών ερεθισμάτων.

Για το λόγο αυτό, εκτός από την προφανή σπουδαιότητα των στατιστικών και μαθηματικών μεθόδων και δεικτών, ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δίνεται σε παράγοντες, οι οποίοι δεν υπολογίζονται βάσει μετρήσεων, αλλά μπορεί να έχουν καταλυτική επίδραση στην πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, όπως είναι για παράδειγμα η οικονομική ψυχολογία ή το ευρύτερο πολιτικοοικονομικό περιβάλλον. Οι παράγοντες επηρεασμού του επενδυτικού κοινού μπορούν να διακριθούν αφ' ενός σε αυτούς που συνδέονται με την συγκεκριμένη εταιρεία, που επιλέγει ο επενδυτής για να τοποθετηθεί και αφ' ετέρου σε όσους σχετίζονται με τη συνολικότερη πορεία της αγοράς και της εθνικής οικονομίας, που μοιραία επηρεάζουν και την κάθε επί μέρους εταιρεία.

1.1. Παράγοντες που αφορούν την Εταιρεία

1.1.1. Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις

Οι ετήσιοι λογαριασμοί αποτελούν την πιο παραδοσιακή και αξιόπιστη μορφή επικοινωνίας μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών και των επενδυτών-μετόχων τους, καθώς εμφανίζουν την πραγματική εικόνα της εταιρείας με στοιχεία, η ακρίβεια των οποίων έχει ελεγχθεί πλήρως από εξειδικευμένα όργανα, που λογοδοτούν σε περίπτωση ανακρίβειών ή παραλείψεων. Οι ετήσιοι λογαριασμοί περιλαμβάνουν τον ισολογισμό, το λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, το προσάρτημα και τον πίνακα διαθεσης αποτελεσμάτων. Οι οικονομικές αυτές καταστάσεις βοηθούν αποτελεσματικά τους επενδυτές να κατανοήσουν τη συνολική επίδοση της εταιρείας. Ειδικότερα διαφαίνονται σε αυτές η ποιότητα της διοίκησης, η χρηματοοικονομική κατάσταση, η ρευστότητα, οι υποχρεώσεις, οι προοπτικές της εταιρείας, στοιχεία δηλαδή που βοηθούν αφ' ενός την αντιπαραβολή με τους στόχους που είχε θέσει η εταιρεία εκ των προτέρων και αφ' ετέρου τη σύγκριση με άλλες ομοειδείς εταιρείες του κλάδου. Παρέχουν δηλαδή την απαραίτητη ενημέρωση, η οποία επιτρέπει την πραγματοποίηση συγκρίσεων και την εξαγωγή συμπερασμάτων με σκοπό την εξασφάλιση των καλύτερων δυνατών επενδυτικών επιλογών.

Η ποιότητα της παρεχόμενης πληροφόρησης μέσω των οικονομικών καταστάσεων έχει θεμελιώδη σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς αφού είναι εκείνη που επηρεάζει και κατευθύνει τις αποφάσεις των επενδυτών. Στο σημείο αυτό παρατηρείται μια αισθητή αδυναμία της ελληνικής αγοράς, που αποτελεί ταυτόχρονα

ένα μείζον πρόβλημα και σε διεθνές επίπεδο, καθώς τα περιθώρια παραληροφόρησης του κοινού είναι σημαντικά. Πιο συγκεκριμένα, η πλειοψηφία των επενδυτών δεν είναι εξοικειωμένη με την επεξεργασία των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών, που περιλαμβάνονται στις λογιστικές καταστάσεις ή στον ετήσιο απολογισμό χρήσης, με συνέπεια να αδυνατεί να τα κατανοήσει επαρκώς.

Η υποχρέωση δημοσιότητας των οικονομικών πληροφοριών για να εκπληρώνει όχι μόνο τον τυπικό αλλά και τον ουσιαστικό της σκοπό θα έπρεπε να απευθύνεται πιο άμεσα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, που αποτελεί άλλωστε την πλειοψηφία των μετόχων των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί με τον εμπλουτισμό της υποχρεωτικής από την πλευρά των εταιρειών ενημέρωσης, με ανακοινώσεις για την πορεία της εταιρείας, που θα απευθύνονται πιο άμεσα στο ευρύ κοινό, το οποίο δεν διαθέτει εξειδικευμένες οικονομικές γνώσεις. Με τον τρόπο αυτό θα δινόταν έγκαιρα και υπεύθυνα απάντηση σε όσες ανυπόστατες ειδήσεις βλέπουν κατά καιρούς το φως της δημοσιότητας παρασύροντας τους επενδυτές. Η τακτική αυτή του εμπλουτισμού της παρεχόμενης πληροφόρησης κρίνεται αναγκαία δεδομένου ότι η πρακτική φανερώνει πως οι περισσότεροι επενδυτές καταφεύγουν στις ανεπίσημες πηγές πληροφόρησης με τους κινδύνους που η τακτική αυτή συνεπάγεται. Η μη συνεπής τήρηση του κώδικα δεοντολογίας και η ανεπαρκής λειτουργία των μηχανισμών ελέγχου της αγοράς επιτείνουν την κατάσταση αυτή και σε συνδυασμό με τα νομικά κενά στην προστασία των επενδυτών αφήνουν σε μεγάλο βαθμό απροστάτευτο το επενδυτικό κοινό.

1.1.2. Οι Ανακοινώσεις των Εταιρειών

Πέρα από την τυπική υποχρέωση ενημέρωσης που ικανοποιείται με τη σύνταξη και δημοσίευση των ετήσιων λογαριασμών κατά τις διατάξεις του Ν 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών, κάθε εταιρεία δικαιούται να προβαίνει οικειοθελώς σε ανακοινώσεις σχετικά με την πορεία των εργασιών της με σκοπό την πληρέστερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Η τακτική αυτή κρίνεται αναγκαία, ώστε να αντιμετωπίζονται φαινόμενα παραπληροφόρησης των επενδυτών από τη διάδοση ανυπόστατων φημών μέσω κυρίως του οικονομικού τύπου. Η δημιουργία ενός σωστού δίαυλου επικοινωνίας της εταιρείας με τους επενδυτές είναι σε θέση να αποτρέψει ακόμη και φαινόμενα εσωτερικής πληροφόρησης, περιορίζοντας με την έγκαιρη ενημέρωση του κοινού το ενδεχόμενο πεδίο δράσης των επίδοξων insiders.

Εκτός από τις ανακοινώσεις και τις εκθέσεις των εισηγμένων εταιρειών, πρόσθετη πηγή ενημέρωσης του κοινού αποτελούν οι δηλώσεις στις οποίες προβαίνουν τα υψηλόβαθμα στελέχη και οι εκπρόσωποι κάθε εισηγμένης εταιρείας. Οι δηλώσεις αυτές επηρεάζουν σε κάποιο βαθμό τους επενδυτές, οι οποίοι όμως είναι κατά κανόνα επιφυλακτικοί ή ακόμη και δύσπιστοι απέναντι σε αυτές. Τόσο οι ανακοινώσεις μιας εισηγμένης εταιρείας, όσο και οι δηλώσεις των στελεχών της αντιμετωπίζονται με αυξημένο βαθμό δυσπιστίας λόγω της πηγής προέλευσής τους, αφού ενδέχεται να υποκρύπτεται μια μορφή σύγκρουσης συμφερόντων.

1.1.3. Ενημερωτικά Δελτία

Κάθε εταιρεία που εισάγεται για πρώτη φορά στη χρηματιστηριακή αγορά ή που είναι ήδη εισηγμένη και πραγματοποιεί αύξηση κεφαλαίου, υποχρεούται να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο, που περιέχει αφ' ενός τις απαραίτητες πληροφορίες για αυτήν και αφ' ετέρου τους όρους της αύξησης κεφαλαίου.² Τα ενημερωτικά αυτά δελτία συνιστούν μια τυπική πηγή πληροφόρησης για το επενδυτικό κοινό, χωρίς όμως να αποτελούν πανάκεια αφού και στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές είναι σε θέση να μελετήσουν και να κατανοήσουν το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου με γνώμονα το προσωπικό επίπεδο γνώσεων που διαθέτουν.

Επίσης, παρά το γεγονός ότι τα δελτία αυτά εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, είναι πιθανό να παραμένουν κάποια περιθώρια παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού, δεδομένου ότι οι αρμόδιες αρχές ελέγχουν το περιεχόμενο των δελτίων αυτών κατά το τυπικό σκέλος, δηλαδή μόνον όσον αφορά την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του κοινού, όπως αυτές καθορίζονται από τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985, αφήνοντας στην πράξη περιθώρια έντεχνης παρουσίασης ορισμένων σημείων κατά τρόπο τέτοιο, ώστε να προκύπτουν πλασματικά συμπεράσματα για τις προοπτικές της εταιρείας.³

² ΠΔ 52/1992 «Καθορισμός των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/298/ΕΟΚ».

³ ΠΔ 348/1985 «Καθορισμός των όρων κατάρτισης ελέγχου και διάδοσης του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Κεφ. 3-7.

1.1.4. Λογιστικά Στοιχεία

Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις παρέχουν στους επενδυτές το σύνολο των λογιστικών δεδομένων που είναι αναγκαία για την εκτίμηση της πορείας της εταιρείας. Ένα ζήτημα που προκύπτει στην πράξη, πέρα από τη δυνατότητα ή μη κατανόησης των στοιχείων αυτών, είναι ο βαθμός κατά τον οποίο επηρεάζουν τα στοιχεία αυτά το επενδυτικό κοινό. Η πρακτική αποδεικνύει ότι στο σύνολό τους οι επενδυτές υιοθετούν κριτήρια που δε στηρίζονται κατά κύριο λόγο στα λογιστικά δεδομένα, αλλά συνδέονται με ειδήσεις ή φήμες για τις εισηγμένες εταιρείες, η αξιοπιστία των οποίων είναι τις περισσότερες φορές επισφαλής.

Τίθεται δηλαδή ζήτημα έλλειψης επαρκούς επενδυτικής παιδείας, το οποίο θα αναλυθεί στη συνέχεια και έχει ως αποτέλεσμα τα λογιστικά στοιχεία να μην τυγχάνουν της δέουσας αντιμετώπισης περνώντας πολλές φορές σε δεύτερη μοίρα. Ορισμένα δεδομένα μάλιστα, χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής και θα έπρεπε να επηρεάζουν πιο αποφασιστικά την κρίση των επενδυτών. Μεταξύ αυτών χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας, οι πηγές και η χρήση των κεφαλαίων της, ο κύκλος εργασιών της, οι προβλέψεις, οι επί μέρους δείκτες απόδοσης, τα χρηματοοικονομικά έξοδα, η τυχόν εκποίηση κάποιου περιουσιακού στοιχείου της εταιρείας σε συμφέρουσα τιμή κ.λπ.

1.1.5. Μερισματική Πολιτική

Σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από έντονη χρηματιστηριακή δραστηριότητα και σημαντικές διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, όπως υπήρξε η διετία 1999-2000 για το ελληνικό χρηματιστήριο, το κριτήριο της μερισματικής απόδοσης περνά σε δεύτερη μοίρα στη

συνείδηση του επενδυτικού κοινού. Αυτό είναι αναμενόμενο, καθώς η προσδοκία επίτευξης σημαντικών υπεραξιών σε βραχύ χρονικό διάστημα συγκινεί τους επενδυτές σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από μια ικανοποιητική ετήσια μερισματική απόδοση σε σταθερή μακροπρόθεσμη βάση. Για όσους όμως έχουν πραγματικό επενδυτικό ορίζοντα και όχι κερδοσκοπική διάθεση, το κριτήριο της μερισματικής απόδοσης διαδραματίζει βαρύνοντα ρόλο, ειδικά για τους κλάδους των εταιρειών επενδύσεων και των τραπεζών που παραδοσιακά χαρακτηρίζονται ως οι πιο «συντηρητικοί». Η σημαντική πτώση των επιτοκίων και στην ελληνική αγορά καταδεικνύει την σημασία του κριτηρίου αυτού, δεδομένου ότι η μερισματική απόδοση των ανωτέρω κλάδων και ιδιαίτερα του επενδυτικού είναι αισθητά υψηλότερη συγκριτικά με οποιαδήποτε άλλη μορφή επένδυσης σταθερού εισοδήματος.

Όμως η πλειοψηφία του επενδυτικού κοινού έχοντας βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα με στόχο την αποκόμιση υπεραξιών από αγοραπωλησίες μετοχών δεν έχει δώσει την απαιτούμενη έμφαση στο κριτήριο αυτό. Όταν κάποιο σημαντικό τμήμα των ελλήνων επενδυτών αποκτήσει επενδυτική παιδεία σε ικανοποιητικό βαθμό, συνειδητοποιώντας παράλληλα τη δυσκολία επίτευξης βραχυπρόθεσμων υπεραξιών και υιοθετήσει μακροπρόθεσμη επενδυτική στρατηγική, θα εκτιμηθεί σε μεγαλύτερο βαθμό ο ρόλος της μερισματικής απόδοσης. Άλλωστε μια μετοχή με υψηλή μερισματική απόδοση είναι συνήθως ελκυστική για αγορά, καθώς κατά τεκμήριο ενέχει μικρό σχετικά κίνδυνο περαιτέρω πτώσης, αφού χαρακτηρίζεται ως «φθηνή» συγκριτικά με άλλες μετοχές που εμφανίζουν την αντίθετη εικόνα.

1.1.6. Τεχνική Ανάλυση

Η τεχνική ανάλυση αποτελεί τη μελέτη της κίνησης της αγοράς, η οποία πραγματοποιείται με τη συνδρομή της στατιστικής μέσω γραφικών παραστάσεων και αποσκοπεί στην πρόβλεψη των μελλοντικών επιπέδων τιμών των μετοχών. Με τον όρο «κίνηση της αγοράς» νοούνται στην τεχνική ανάλυση η τάση των τιμών των μετοχών, ο όγκος των συναλλαγών και ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων.⁴ Η τεχνική ανάλυση μελετά την κίνηση της αγοράς χωρίς να εστιάζει την προσοχή στα αίτια που την προκαλούν, σε αντίθεση με την θεμελιώδη ανάλυση. Περαιτέρω, υφίστανται τρεις υποθέσεις επί των οποίων στηρίζεται η λογική και η φιλοσοφία της τεχνικής ανάλυσης.

Καταρχήν ισχύει η αρχή ότι οτιδήποτε επηρεάζει το επίπεδο της αγοράς αντικατοπτρίζεται στις τιμές της. Με άλλα λόγια το σύνολο των παραγόντων, πολιτικών, οικονομικών και ψυχολογικών, που επηρεάζουν την αγορά, αποτυπώνεται στις τιμές και για το λόγο αυτό πρωτίστως πρέπει να μελετηθεί η ίδια η πορεία των τιμών των μετοχών. Η δεύτερη βασική υπόθεση των τεχνικών αναλυτών πρεσβεύει το ότι οι τιμές των μετοχών ακολουθούν την τάση τους, δηλαδή κινούνται προς ορισμένη κατεύθυνση, έως ότου συμβεί κάτι το οποίο θα μεταβάλλει την τάση αυτή. Με άλλα λόγια υποστηρίζουν ότι μια τάση η οποία βρίσκεται σε κίνηση είναι περισσότερο πιθανό να συνεχιστεί παρά να αντιστραφεί, εκτός εάν κάποιο εξωτερικό γεγονός παρεμβληθεί. Τέλος, οι τεχνικοί αναλυτές ισχυρίζονται ότι η ιστορία στα χρηματιστήρια επαναλαμβάνεται

⁴ Συριόπουλος Κ. – Μωραϊτάκης Αλ. (1990) *Τεχνική Ανάλυση, μια Μέθοδος για την Πρόβλεψη των Χρηματιστηριακών Τιμών*, Οικονομικός 21/6/1990, σελ.117.

και για την κατανόηση του μέλλοντος απαραίτητη κρίνεται η προσεκτική μελέτη του παρελθόντος.⁵

Ένα εργαλείο που προσφέρει η τεχνική ανάλυση και έχει ιδιαίτερη χρησιμότητα είναι οι κινητοί μέσοι όροι (ΚΜΟ), οι οποίοι σκοπό έχουν να εξομαλύνουν την τάση της σειράς των τιμών σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Οι αναλυτές χρησιμοποιούν δύο είδη κινητών μέσων όρων, τον βραχυχρόνιο και τον μακροχρόνιο. Η συσχέτιση της πορείας τους και το σημείο στο οποίο αυτοί τέμνονται σηματοδοτεί για τους τεχνικούς αναλυτές την τάση της τιμής μιας μετοχής, εάν δηλαδή αυτή είναι ανοδική ή πτωτική.⁶

Η τεχνική ανάλυση συμβάλλει στην έγκαιρη πρόβλεψη της κατεύθυνσης της αγοράς, με την εύλογη προσδοκία επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων βάσει της πρόγνωσης αυτής. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στα έως τώρα στοιχεία της αγοράς τα οποία επιχειρεί να ερμηνεύσει, προβλέποντας τη μελλοντική πορεία των τιμών. Η τεχνική ανάλυση χρησιμεύει κυρίως σε όσους κατά κανόνα κινούνται με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα αφού επιδιώκει να επιτύχει την πρόγνωση της άμεσης πορείας της αγοράς. Άλλωστε, εάν θεωρήσουμε ότι η αγορά αντικατοπτρίζει πλήρως και ταχύτατα κάθε διαθέσιμη πληροφορία, οι επενδυτές δε θα είχαν ενδιαφέρον να συλλέγουν πληροφορίες με το κόστος μάλιστα που αυτές συνεπάγονται. Με την παράλειψη όμως της υπόθεσης της ταχύτητας ενσωμάτωσης των πληροφοριών στις τιμές των μετοχών, η συλλογή στοιχείων αποκτά υπόσταση, αφού εξασφαλίζει το

⁵ Συριόπουλος Κ. – Μωραϊτάκης Αλ. (1990) *Τεχνική Ανάλυση μια Μέθοδος για την Πρόβλεψη των Χρηματιστηριακών Τιμών*, Οικονομικός 21/6/1990, σελ.117.

⁶ Συριόπουλος Κ. (1990) *Ένα Εργαλείο για την Πρόβλεψη Κερδών*, Κεφάλαιο: Νοέμβριος 1990, σελ. 34-39.

αναγκαίο χρονικό προβάδισμα για την επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών.⁷

Οι προβλέψεις των τεχνικών αναλυτών λαμβάνονται υπόψη από το επενδυτικό κοινό, το οποίο θεωρεί στην πλειοψηφία του κάθε πρόβλεψη που στηρίζεται σε επιστημονικά αναγνωρισμένες μεθόδους ως ασφαλές καταφύγιο πρόγνωσης της πορείας της αγοράς. Αυτό συμβαίνει καθώς πολλοί επενδυτές μην έχοντας τις κατάλληλες εξειδικευμένες γνώσεις, αδυνατούν να πραγματοποιήσουν επιτυχείς προβλέψεις για την πορεία της αγοράς και με δεδομένη την αβεβαιότητα αυτή καταφεύγουν στα ασφαλέστερα συμπεράσματα των επιστημονικών μεθόδων. Η αλήθεια όμως είναι ότι οι επενδυτές μη όντας εξοικειωμένοι στο σύνολό τους με τη λογική των αναλύσεων, δεν υιοθετούν στον απαιτούμενο βαθμό τα πορίσματα των αναλυτών.

Πολύς λόγος έχει γίνει για το βαθμό επαλήθευσης των συμπερασμάτων που προκύπτουν από την τεχνική ανάλυση. Είναι γεγονός ότι πολλές φορές διαψεύδονται στην πράξη και η αγορά ακολουθεί αντίστροφη πορεία από την προβλεπόμενη, καθώς υπάρχουν παράγοντες αστάθμητοι που εμφανίζονται απρόοπτα και ανατρέπουν την προσδοκώμενη πορεία των πραγμάτων. Χαρακτηριστικός είναι επίσης ο ρόλος της επενδυτικής ψυχολογίας, η οποία συχνά επιδρά τόσο έντονα ώστε να αναιρεί κάθε λογικά και επιστημονικά αναμενόμενη εξέλιξη στην χρηματιστηριακή αγορά. Είναι γεγονός αναμφισβήτητο άλλωστε, ότι κάθε χρηματιστηριακή αγορά έχει δυναμικό χαρακτήρα, είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη στις εξελίξεις και επηρεάζεται από πλήθος παραγόντων που είναι σχεδόν αδύνατο να σταθμιστούν και να προβλεφθούν με ακρίβεια από οποιαδήποτε επιστημονική μέθοδο.

⁷ Συριόπουλος Κ. (1996) *Προβλέψεις Χρηματιστηριακών Τιμών, Οδηγός Επενδυτών*: Globus Invest, σελ. 24-25.

1.1.7. Θεμελιώδης Ανάλυση

Η θεμελιώδης ανάλυση συνιστά την απ' ευθείας εφαρμογή της οικονομικής θεωρίας στην πρόβλεψη των τιμών των μετοχών, καθώς χρησιμοποιεί ευρέως τις αρχές της οικονομετρίας σε συνδυασμό με μαθηματικές και στατιστικές τεχνικές. Σκοπός της είναι ο ποσοτικός προσδιορισμός των συναρτήσεων προσφοράς και ζήτησης και η εκτίμηση της τιμής ισορροπίας με το συνδυασμό των συναρτήσεων αυτών. Η θεμελιώδης ανάλυση πρεσβεύει ότι κάθε μετοχή διαθέτει μια εσωτερική αξία που στην χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται ως δίκαιη τιμή αγοράς. Η πρακτική όμως αποδεικνύει ότι κατά κανόνα οι δυνάμεις της αγοράς ενεργούν με τέτοιο τρόπο επί των τιμών των μετοχών, ώστε να μεταβάλλεται ουσιαστικά η αξία τους προς τη μια ή την άλλη κατεύθυνση.

Όταν η χρηματιστηριακή τιμή είναι υψηλότερη από την εσωτερική αξία μιας μετοχής, η υπό εξέταση μετοχή κρίνεται ως υπερτιμημένη και αναμένεται εύλογα μια πτωτική κίνησή της. Εάν αντίθετα η τρέχουσα τιμή είναι χαμηλότερη από την εσωτερική αξία, η μετοχή χαρακτηρίζεται υποτιμημένη και αναμένεται άνοδος της τιμής της. Αντίστοιχα οι επενδυτές στις ανωτέρω περιπτώσεις λαμβάνουν σήμα πώλησης ή αγοράς.⁸ Είναι άλλο το ζήτημα της επαλήθευσης ή μη της ανωτέρω διαπίστωσης, αφού όπως ελέχθη και παραπάνω υπάρχει πλήθος παραγόντων που είναι πιθανό να ανατρέψουν την προβλεπόμενη κίνηση της αγοράς.

⁸ Συριώπουλος Κ. (1990) Μέθοδοι Πρόβλεψης Χρηματιστηριακών Τιμών, Οικονομικός: 13/9/1990, σελ.86.

1.1.8. Δείκτες Αξιολόγησης Μετοχών

Ο δείκτης της χρηματιστηριακής τιμής προς τα κέρδη προ φόρων ανά μετοχή (P/E) είναι ο πιο διαδεδομένος και οικείος στο επενδυτικό κοινό και αποτελεί την περισσότερο προτιμώμενη μέθοδο αποτίμησης μετοχών. Όπως είναι φανερό, όσο πιο χαμηλός είναι ο δείκτης αυτός, τόσο πιο ασφαλής τεκμαίρεται η τοποθέτηση στην εν λόγω μετοχή. Βασική αδυναμία όμως του δείκτη P/E είναι το γεγονός ότι τα κέρδη ανά μετοχή αναφέρονται στην παρελθούσα χρήση και η πορεία τους κατά το τρέχον έτος δεν αποτυπώνεται σ' αυτόν. Επίσης, ο ανωτέρω δείκτης αδυνατεί να αξιολογήσει μετοχές που αναμένεται να σημειώσουν σημαντική αύξηση της κερδοφορίας τους και επίσης δε μπορεί να αποτελέσει ορθό μέτρο σύγκρισης στις περιπτώσεις κατά τις οποίες ακολουθούνται διαφορετικές λογιστικές μέθοδοι.⁹

Ένας ακόμη σημαντικός δείκτης είναι αυτός της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας προς τη λογιστική της αξία, η οποία προκύπτει από το λόγο των ιδίων κεφαλαίων της προς τον αριθμό των μετοχών της. Όσο μικρότερη δηλαδή είναι η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη τόσο ελκυστικότερη θεωρείται η τιμή μιας μετοχής. Μειονέκτημα του δείκτη αυτού είναι, όπως και στην περίπτωση του δείκτη P/E, η στατικότητα που τον χαρακτηρίζει, η οποία συνεπάγεται την αδυναμία εκτίμησης των προοπτικών της εταιρείας.¹⁰ Ο τρίτος πιο γνωστός δείκτης είναι ο συντελεστής βήτα, ο οποίος μετρά το συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής, δηλαδή μετρά την ευαισθησία της τιμής της συγκεκριμένης μετοχής στις

⁹ Παπούλιας Γ. (1997) *Επενδύσεις Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Παπούλιας, σελ. 368.

¹⁰ Κοτζαμάνης Στ. (1995) *Ο Κόσμος των Επενδύσεων*, Αθήνα: Εκδόσεις Finance Invest, σελ.130.

κινήσεις της αγοράς. Το μέτρο του κινδύνου ισούται με τη μονάδα, πράγμα που σημαίνει ότι μια μετοχή με δείκτη βήτα 1,5 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 1,5% για κάθε μεταβολή 1% της αγοράς προς την αυτή κατεύθυνση.

Η χρησιμότητα του εν λόγω δείκτη έγκειται στο ότι ενώ η πλειοψηφία των επενδυτών πιστεύει πως έχει ικανοποιητική γνώση για το ποιές μετοχές εμπεριέχουν υψηλό κίνδυνο, στην πραγματικότητα αντιλαμβάνεται μόνο το συνολικό κίνδυνο της διακύμανσης των μετοχών που αναλύει καθεαυτό. Δε δύναται να σταθμίσει το ποσοστό κινδύνου το οποίο συνδέεται τεχνικά με την αγορά (συντελεστής βήτα), με συνέπεια να μη μπορεί να πετύχει την επιτυχή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του σύμφωνα με το κριτήριο αυτό, δηλαδή τη διασπορά σε μετοχές με διαφορετικό δείκτη βήτα, ούτως ώστε να αποφευχθεί ο υπέρμετρος βαθμός στατικότητας (στην περίπτωση χαμηλού δείκτη βήτα) ή επιθετικότητας του χαρτοφυλακίου (εάν ο δείκτης βήτα είναι ιδιαίτερα υψηλός).¹¹

1.1.9. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Η οικονομική θεωρία έχει δημιουργήσει μια σειρά δεικτών που σκοπό έχουν να αξιολογήσουν τις επιδόσεις των εταιρειών με τρόπο σαφή και ομοιόμορφο διευκολύνοντας με τον τρόπο αυτό την πραγματοποίηση εποικοδομητικών συγκρίσεων. Η επεξεργασία των στοιχείων που περιέχονται στους δείκτες αυτούς όμως είναι δυσχερής για όσους δεν έχουν τις κατάλληλες εξειδικευμένες γνώσεις, με αποτέλεσμα να

¹¹ Ε.Τ.Β.Α. *Συντελεστές Κινδύνου για τις Εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Μετοχές*, Οκτώβριος 1994, σελ. 8-10.

απευθύνονται κυρίως στους επαγγελματίες της αγοράς και λιγότερο στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Οι σημαντικότεροι από τους δείκτες αυτούς είναι οι ακόλουθοι:

α) Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, που είναι ο λόγος των κερδών της εταιρείας επί εκατό προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της. Ο δείκτης αυτός φανερώνει την αποδοτικότητα της χρήσης των κεφαλαίων της εταιρείας.

β) Ο δείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων, που προκύπτει από τη διαίρεση των κερδών της εταιρείας και των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων επί εκατό προς τα συνολικά κεφάλαια της εταιρείας. Αντίστοιχα ο εν λόγω δείκτης εκφράζει το βαθμό αποδοτικότητας της χρήσης του συνόλου των κεφαλαίων της εταιρείας.

γ) Το καθαρό περιθώριο κέρδους, που είναι ο λόγος των καθαρών κερδών της εταιρείας επί εκατό προς το ύψος των πωλήσεων. Ο δείκτης αυτός φανερώνει το ποσοστό κέρδους που εμφανίζει η εταιρεία κάθε φορά που πωλεί προϊόντα μιας αξίας.

δ) Ο δείκτης φερεγγυότητας, ο οποίος εκφράζεται συνήθως με το λόγο των ιδίων προς τα συνολικά κεφάλαια της εταιρείας ή με το λόγο των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια της εταιρείας. Είναι προφανής όμως η αδυναμία να αποτυπωθεί η δανειοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας με τη χρησιμοποίηση κάποιου δείκτη, δεδομένου ότι υπάρχει πλήθος πρόσθετων παραγόντων που την επηρεάζουν.

ε) Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας προκύπτει από το λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το βραχυπρόθεσμο παθητικό και αφορά την ικανότητα ανταπόκρισης μιας επιχείρησης στις υποχρεώσεις της σε χρονικό ορίζοντα ενός περιόδου έτους, ούτως ώστε να μην υφίσταται κίνδυνος παύσης πληρωμών.

στ) Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας αναφέρεται στην ικανότητα της εταιρείας να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της για χρονική περίοδο μικρότερη του έτους και προκύπτει από τη διαίρεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού μείον τα αποθεματικά προς το βραχυπρόθεσμο παθητικό.

ζ) Ο δείκτης ικανότητας εξυπηρέτησης χρέους, που προκύπτει από τη διαίρεση του αθροίσματος των κερδών μετά φόρων, των αποσβέσεων και των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων της εταιρείας προς τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματά της.

η) Ο δείκτης συμμετοχής των χρηματοοικονομικών εξόδων επί του κύκλου εργασιών, ο οποίος ισούται με το λόγο των χρηματοοικονομικών εξόδων προς τον κύκλο εργασιών της εταιρείας.¹²

1.1.10. Η Ανταγωνιστική Θέση της Εταιρείας

Η ανταγωνιστική θέση της εταιρείας προσδιορίζεται με τον υπολογισμό: α) του μεγέθους των πωλήσεων και του μεριδίου της αγοράς, β) της σταθερότητας των πωλήσεων και γ) της μέσης αύξησης των

¹² Κοτζαμάνης Στ. (1995) *Ο Κόσμος των Επενδύσεων*, Αθήνα: Εκδόσεις Finance Invest, σελ. 98-101.

πωλήσεων. Βάσει του πρώτου κριτηρίου προτιμητέες είναι οι εταιρείες που κατέχουν δεσπόζουσα θέση στον κλάδο τους καθώς το μέγεθός τους τις προστατεύει από τις διακυμάνσεις της οικονομίας και το ρίσκο μειώνεται αισθητά. Το δεύτερο κριτήριο της σταθερότητας των πωλήσεων σχετίζεται με τον αντίκτυπο που έχουν οι διακυμάνσεις στις πωλήσεις επί των κερδών.

Περαιτέρω, η βεβαιότητα για σταθερότητα των πωλήσεων διευκολύνει τη διοίκηση στην εξασφάλιση σταθερού μερίσματος για τους μετόχους ακόμη και σε μη ευνοϊκές χρήσεις. Τέλος, βάσει του τρίτου κριτηρίου, ο υπολογισμός της μέσης αύξησης των πωλήσεων μιας εταιρείας καταδεικνύει το εάν η εταιρεία αυτή αναπτύσσεται ταχύτερα από άλλες ομοειδείς με την αντιπαραβολή του ρυθμού αύξησης των εσόδων της προς τον αντίστοιχο ρυθμό του συγκεκριμένου κλάδου.¹³

1.1.11. Ποιότητα Διοίκησης

Είναι αναμενόμενο η κρίση του επενδυτικού κοινού για μια εταιρεία να επηρεάζεται καθοριστικά από τις ικανότητες και την αποτελεσματικότητα της διοίκησής της, αφού από αυτήν εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό η πραγματοποίηση των στόχων που έχουν τεθεί, καθώς και η προσδοκώμενη βελτίωση των μεγεθών της. Η επιτυχής ή όχι δράση της διοίκησης κρίνεται με γνώμονα τις επιδόσεις των ομοειδών εταιρειών του κλάδου, των οποίων τα αποτελέσματα προσφέρονται για άμεση σύγκριση, καθώς αναφέρονται στο ίδιο επιχειρηματικό πεδίο κατά την ίδια χρονική περίοδο.

¹³ Παπούλιας Γ. (1997) *Επενδύσεις - Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Γ. Παπούλιας, σελ. 281.

Η ποιότητα της διοίκησης κρίνεται καταρχήν από τη φιλοσοφία που αυτή υιοθετεί και την στρατηγική που εφαρμόζει κατά την άσκηση των καθηκόντων της. Η διερεύνηση των στοιχείων αυτών επιτρέπει να διαφανούν ο βαθμός προσαρμοστικότητας στα νέα δεδομένα της αγοράς, η ύπαρξη ανοικτών οριζόντων για εποικοδομητικές συνεργασίες, οι πραγματικές δυνατότητες επέκτασης της εταιρείας που διανοίγονται, το καθεστώς των εργασιακών σχέσεων που επικρατεί και πλήθος άλλων σημείων που συνθέτουν το σύνολο των δραστηριοτήτων της διοίκησης και από τα οποία εξαρτάται άμεσα η επίτευξη των στόχων της εταιρείας.

1.1.12. Η γενικότερη Πολιτική της Εταιρείας

Η φιλοσοφία που χαρακτηρίζει κάθε εταιρεία κατά τη χάραξη της στρατηγικής της συνιστά ουσιαστικό κριτήριο επιλογής για το επενδυτικό κοινό. Μέσα από τη μελέτη της φιλοσοφίας της εταιρείας διαφαίνεται η υιοθέτηση ή μη της κατάλληλης στρατηγικής, η διάθεσή της να προχωρεί σε επιχειρηματικές συνεργασίες, η ύπαρξη ή μη επιθετικής πολιτικής που μπορεί για παράδειγμα να οδηγήσει σε πιθανή επιθετική εξαγορά άλλης εταιρείας του κλάδου κ.λπ. Επίσης προκύπτουν χρήσιμα συμπεράσματα για τη δυνατότητα επέκτασης της εταιρείας, εμπλουτισμού των δραστηριοτήτων της, διεύρυνσης του δικτύου διάθεσής της, καθώς και για την ποιότητα του management που ακολουθείται. Η επιτυχής διερεύνηση και ερμηνεία της πολιτικής που ακολουθείται από μια εισηγμένη εταιρεία μπορεί να αποβεί ιδιαίτερα χρήσιμη για τους επενδυτές που τη διενεργούν, καθώς η επιτυχής ανάλυση των ανωτέρω σημείων της στρατηγικής της εταιρείας διασφαλίζει σε μεγάλο βαθμό την εύστοχη πρόβλεψη της εξέλιξης της τιμής της μετοχής της.

Στο ίδιο πλαίσιο διερεύνησης της πολιτικής μιας εταιρείας, θα πρέπει να δίνεται έμφαση στο κατά πόσο η εταιρεία ακολουθεί τη νέα τεχνολογία και εάν αφιερώνει τα αναγκαία κονδύλια για την έρευνα. Ιδιαίτερη βαρύτητα επίσης έχει το know how που διαθέτει η εταιρεία και ο βαθμός του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που αυτό της προσφέρει. Η αλήθεια είναι όμως ότι μια μικρή μόνο μερίδα επενδυτών έχει την πρόνοια αλλά και τις απαιτούμενες γνώσεις ώστε να αξιοποιήσει τα πορίσματα τέτοιου είδους αναλύσεων. Συνήθως τα στοιχεία αυτά αξιοποιούνται από μια μικρή μερίδα επενδυτών και δεν αποτελούν τα βασικότερα κριτήρια επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του ευρέως κοινού.

Ένα ακόμη σημείο της πολιτικής μιας εταιρείας από το οποίο προκύπτουν χρήσιμα συμπεράσματα είναι οι εργασιακές σχέσεις που επικρατούν στους κόλπους της. Μια εταιρεία η οποία αμοίβει ικανοποιητικά τους εργαζομένους σε αυτήν και τους παρέχει πρόσθετα κίνητρα παραγωγικότητας, εξασφαλίζει όχι μόνο την απαραίτητη και επιθυμητή σε κάθε εταιρεία εργασιακή ειρήνη, αλλά και το maximum της απόδοσής των εργαζομένων. Παράλληλα, η ποιότητα των στελεχών που πλαισιώνουν μια εταιρεία, κατά κύριο λόγο στα ανώτερα κλιμάκιά της, παίζει αποφασιστικό ρόλο στην ευόδωση της στρατηγικής και τη βελτίωση των αποτελεσμάτων της. Η παρουσία έμπειρων και καταξιωμένων στελεχών διασφαλίζει τα ανωτέρω αποτελέσματα για την εταιρεία και εκτιμάται θετικά όπως είναι φυσικό από τους μετόχους-επενδυτές της.

1.1.13. Ιστορική Εξέλιξη Μετοχής

Η μελέτη της πορείας της τιμής μιας μετοχής κατά το παρελθόν αποτελεί ένα πρόσθετο κριτήριο για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων, χωρίς όμως και αυτό να μπορεί να χαρακτηριστεί ως απόλυτα αξιόπιστο. Η συμπεριφορά μιας μετοχής είναι αλήθεια ότι συχνά εμφανίζει αξιοσημείωτη ομοιομορφία, αναφορικά κυρίως με το βαθμό αντίδρασής της στις μεταβολές του δείκτη και τη συναλλακτική της δραστηριότητα και έχουν επινοηθεί στο πλαίσιο αυτό συγκεκριμένοι δείκτες για την αξιοποίηση των παρατηρήσεων αυτών, όπως αναφέρεται ανωτέρω.

Πέραν αυτού όμως, τα επίπεδα τιμών που έχει προσεγγίσει κατά το παρελθόν μια μετοχή αντιμετωπίζονται από πλειάδα επενδυτών ως βασικό κριτήριο πρόγνωσης της μελλοντικής πορείας της εν λόγω μετοχής. Οι επενδυτές αυτοί ακολουθώντας μία άκρως επιφανειακή αλλά και επικίνδυνη τακτική, θεωρούν ότι οι τιμές που έχει ήδη καταγράψει μια μετοχή συνιστούν αξιόπιστο κριτήριο πρόβλεψης. Η τακτική αυτή αγνοεί το δυναμικό χαρακτήρα που διέπει από τη φύση της κάθε χρηματιστηριακή αγορά. Αναμφίβολα τα δεδομένα αλλάζουν με γοργούς ρυθμούς και οι λόγοι για τους οποίους μια μετοχή σημείωσε έντονη άνοδο ή πτώση κατά το παρελθόν μπορεί να έχουν παντελώς εκλείψει ή και αντιστραφεί και η τιμή που είχε καταγραφεί σε δεδομένη στιγμή να απαιτηθεί η πάροδος ετών για να επαναληφθεί.

Η τακτική αυτή αποτελεί ένα από τα πιο συχνά σφάλματα στα οποία υποπίπτει το επενδυτικό κοινό. Η συστηματική εξέταση της πορείας των τιμών των μετοχών καταδεικνύει ότι οι ακραίες τιμές (ανωτάτη – κατωτάτη) που κατά το παρελθόν σημείωσε μια εταιρεία, διαμορφώνονται κάτω από ιδιαίτερες συνθήκες, εξαιτίας για παράδειγμα έντονων

ανοδικών ή πτωτικών τάσεων που επικρατούσαν στην αγορά και συμπαρέσυραν το σύνολο των μετοχών και σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να αποτελέσουν καθ' εαυτές γνώμονα για τη μελλοντική πορεία μιας μετοχής. Η προσδοκία δηλαδή ότι η τιμή μιας μετοχής δύναται να φθάσει σε ορισμένα επίπεδα αποκλειστικά και μόνο επειδή είχε κατακτήσει τα επίπεδα αυτά κατά το παρελθόν, είναι παντελώς αβάσιμη και λανθασμένη.

1.1.14. Στατιστικά Οικονομικά Στοιχεία

Η στατιστική θεωρία παρέχει πλήθος χρήσιμων στοιχείων που μπορούν να αξιοποιηθούν από τους επενδυτές στην αξιολόγηση των μετοχών τις οποίες επιλέγουν για να τοποθετηθούν. Οι στατιστικές παραγωγής, απασχόλησης καθώς και το πλήθος των επίσημων στατιστικών οικονομικών πληροφοριών που σε τακτά διαστήματα δημοσιεύονται βοηθούν αποφασιστικά την πιο ορθή εκτίμηση των επιδόσεων μιας εταιρείας τόσο σε σύγκριση με τις παλαιότερες επιδόσεις της όσο και σε σχέση με άλλες εταιρείες του κλάδου στον οποίο ανήκει η υπό εξέταση εταιρεία. Είναι αλήθεια όμως ότι το κριτήριο αυτό, όπως και ορισμένα από τα προαναφερθέντα, δε μπορεί να απευθυνθεί στο ευρύ κοινό, αλλά προορίζεται κατά κανόνα για τους επαγγελματίες της αγοράς, που είναι βάσει των ειδικών γνώσεων που διαθέτουν σε θέση να επεξεργαστούν τα στοιχεία αυτά πιο αποτελεσματικά.

1.1.15. Βαθμός Διασποράς των Μετοχών

Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει παράλληλα ο βαθμός διασποράς των μετοχών μιας εισηγμένης εταιρείας. Υπάρχουν παραδείγματα

εταιρειών ακόμη και σήμερα με πολύ υψηλό βαθμό συγκέντρωσης των μετοχών τους στα χέρια ελαχίστων μεγαλομετόχων, οι οποίοι μέσω συνήθως εταιρειών συμφερόντων τους ελέγχουν το σύνολο σχεδόν των μετοχών των εν λόγω εταιρειών. Το φαινόμενο αυτό, όπως είναι προφανές, αφ' ενός αντίκειται στην αρχή της διασποράς των μετοχών των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών και αφ' ετέρου δημιουργεί τις προϋποθέσεις για αθέμιτο επηρεασμό της τιμής της μετοχής, δεδομένου ότι ο έλεγχος ενός τόσο σημαντικού ποσοστού των μετοχών μιας εταιρείας επιτρέπει την ευχερή χειραγώγηση της μετοχής.

Στην αντίθετη ακριβώς περίπτωση, έχουν παρατηρηθεί φαινόμενα εταιρειών των οποίων οι βασικότεροι μέτοχοι ελέγχουν ένα πολύ μικρό μέρος των μετοχών με αποτέλεσμα να προκύπτουν δυσχέρειες ειδικά στις περιπτώσεις κατά τις οποίες απαιτείται αυξημένη πλειοψηφία κατά τη γενική συνέλευση για τη λήψη μιας απόφασης κρίσιμης για την εταιρεία. Για το λόγο αυτό ενδείκνυται ένας ικανοποιητικός βαθμός διασποράς που να διασφαλίζει αφ' ενός την εύρυθμη λειτουργία της εταιρείας και αφ' ετέρου τη δίκαιη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής της. Οι εταιρείες αυτής της κατηγορίας θα πρέπει να είναι κατά τεκμήριο οι πιο προτιμητέες από το επενδυτικό κοινό.

Η έννοια της διασποράς έχει κοινοτική προέλευση¹⁴ και συνδέει τη διασπορά των μετοχών μιας εταιρείας με την εμπορευσιμότητά τους. Η υψηλή διασπορά συνεπάγεται κατά την αντίληψη του κοινοτικού νομοθέτη και υψηλή εμπορευσιμότητα με αποτέλεσμα την τεκμαρτή σκοπιμότητα διαπραγμάτευσης της μετοχής σε περιβάλλον οργανωμένης αγοράς. Η ελληνική νομοθεσία αρχικά ενσωμάτωσε την προϋπόθεση της ύπαρξης επαρκούς διασποράς συνδέοντάς την με την αύξηση μετοχικού

¹⁴ Οδηγία 79/279/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 5^{ης} Μαρτίου 1979, «Για το συντονισμό των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε Χρηματιστήριο Αξιών».

κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή, στην οποία η υπό εισαγωγή εταιρεία θα διέθετε μετοχές, που θα προέρχονταν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, που θα έπρεπε να αντιπροσωπεύουν το 25% τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.¹⁵

Επιχειρώντας όμως ο έλληνας νομοθέτης την ικανοποίηση όχι μόνο του γράμματος αλλά και του πνεύματος της κοινοτικής διάταξης, με νέα ρύθμιση ορίζει ότι η διασπορά είναι επαρκής, όταν λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό διασφαλίζεται και με μικρότερο ποσοστό, που όμως δεν μπορεί να είναι μικρότερο του 5%, η ομαλή λειτουργία της αγοράς. Για την εκτίμηση της επαρκούς ή μη διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών σε δύο χιλιάδες τουλάχιστον πρόσωπα, χωρίς να συνυπολογίζονται όσοι κατέχουν άνω του 2% των μετοχών της εταιρείας.¹⁶

Με άλλα λόγια το ελληνικό νομικό σύστημα ξεφεύγοντας από τον κανόνα της δημόσιας εγγραφής, δίνει έμφαση στην πραγματική ύπαρξη της απαιτούμενης διασποράς, ανεξαρτήτως του τρόπου με τον οποίο αυτή επιτυγχάνεται, καθώς αρκεί η ύπαρξη δύο χιλιάδων προσώπων που πρέπει να κατέχουν κάτω του 2% των μετοχών της εταιρείας, για την επίτευξή της. Ταυτόχρονα, γίνεται δεκτό ως ποσοστό επαρκούς διασποράς μόλις το 5% του συνολικού αριθμού των μετοχών, σε περιπτώσεις εταιρειών που λόγω μεγέθους αυτό κρίνεται εύλογο. Στην πράξη όμως η τακτική αυτή ακολουθήθηκε σε δύο μόνο περιπτώσεις κατά το έτος 2000.

Ακόμη πιο ουσιώδης είναι η καινοτόμος πρόβλεψη της διαρκούς υποχρέωσης κάθε εισηγμένης εταιρείας για την ύπαρξη επαρκούς

¹⁵ ΠΔ 350/1985 «Καθορισμός των προϋποθέσεων εισαγωγής κινητών αξιών στο Χ.Α.Α.».

¹⁶ Ν 2651/1998 «Ρυθμίσεις θεμάτων της χρηματιστηριακής αγοράς».

διασποράς. Η χρονική αυτή επέκταση της υποχρέωσης διασποράς και πέραν του σταδίου εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, ικανοποιεί το πνεύμα του νόμου, που αποσκοπεί στην ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Τα κριτήρια μάλιστα διασποράς διαφοροποιούνται και είναι αφ' ενός το ποσοστό των μετοχών που είναι κατανεμημένο στο επενδυτικό κοινό και αφ' ετέρου ο αριθμός των προσώπων στα οποία κατανέμονται οι μετοχές. Εφόσον το Δ.Σ. του χρηματιστηρίου κρίνει ότι δεν ικανοποιείται κάποιο από τα δύο παραπάνω κριτήρια, ορίζει στην εταιρεία προθεσμία μέσα στην οποία πρέπει να επιτευχθεί η απαιτούμενη διασπορά, ενώ σε αντίθετη περίπτωση επιβάλλει την αναστολή διαπραγμάτευσης της μετοχής της εν λόγω εταιρείας.¹⁷

1.1.16. Συναλλακτική Δραστηριότητα

Ένα κριτήριο με καθοριστική σημασία για την πορεία της τιμής μιας μετοχής είναι αυτό του όγκου συναλλαγών που καθημερινά πραγματοποιεί. Έχει υποστηριχθεί η άποψη, σε μια προσπάθεια ερμηνείας του πραγματοποιούμενου όγκου συναλλαγών, ότι ο υψηλός όγκος συναλλαγών εάν συμπίσει με ανοδική αγορά ερμηνεύεται ως αισιοδοξία των επενδυτών, ενώ όταν συμπίσει με καθοδική σηματοδοτεί την αντίστροφη τάση και αναμένεται να οδηγήσει σε πτωτική τροχιά τις τιμές των μετοχών.¹⁸ Είναι πάντως τέτοιο το πλήθος των κριτηρίων

¹⁷ Αυγητίδης Δ. (1999), «Η δημόσια εγγραφή και η επαρκής διασπορά ως προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στο χρηματιστήριο», Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικολόγων, Νοέμβριος 1999.

¹⁸ Παπούλιας Γ. (1997) *Επενδύσεις - Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Παπούλιας, σελ.398.

επηρεασμού των τιμών που κανένας κανόνας δε θα μπορούσε να θεωρηθεί πανάκεια.

Σε πολλές περιπτώσεις μετοχές εταιρειών με ικανοποιητικά αποτελέσματα, δεν έχουν την αναμενόμενη πορεία καθώς ο χαμηλός όγκος συναλλαγών λειτουργεί αποτρεπτικά για τους επενδυτές. Το φαινόμενο αυτό είναι εύλογο, καθώς η μικρή συναλλακτική δραστηριότητα δημιουργεί καταρχήν ανησυχία για εύκολη χειραγώγηση της τιμής της μετοχής, καθώς με ένα μικρό σχετικά όγκο τεμαχίων μπορεί η τιμή να οδηγηθεί έντεχνα προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση, μη βρίσκοντας την αναμενόμενη αντίδραση από την αγορά.

Επίσης, μετοχές με μικρό όγκο συναλλαγών είναι επίφοβες για δημιουργία προϋποθέσεων εγκλωβισμού ενός επενδυτή, αφού δεν υπάρχει το απαιτούμενο συναλλακτικό ενδιαφέρον που θα απορροφήσει τυχόν δυναμική κίνηση στη μετοχή. Ούτως ή άλλως οι μετοχές της κατηγορίας αυτής δεν έχουν υψηλό δείκτη διασποράς και εκεί οφείλεται άλλωστε και ο χαμηλός όγκος συναλλαγών που πραγματοποιούν, γεγονός που αντίκειται σε κάποιο βαθμό και στους νόμους της ελεύθερης αγοράς, δίνοντας τη δυνατότητα σε ολιγάριθμα πρόσωπα, που ελέγχουν το σύνολο των μετοχών, να κατευθύνουν αθέμιτα την τιμή τους.

Περαιτέρω, η συσχέτιση του όγκου συναλλαγών και των τιμών των μετοχών μιας εταιρείας εμπεριέχει «πληροφορία» για την πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας της εν λόγω μετοχής. Συμβάλλει παράλληλα στην κατανόηση της δομής μιας αγοράς αναφορικά με τη ροή των πληροφοριών σε αυτήν αλλά και τη διασπορά αυτών των πληροφοριών. Στο πλαίσιο αυτό παρουσιάζει ενδιαφέρον η μελέτη της προσαρμογής των τιμών με τη βαθμιαία διασπορά των ειδήσεων, καθώς έχει υποστηριχθεί το ταυτόχρονο της μεταβολής του όγκου και των τιμών. Επίσης, η

διερεύνηση της σχέσης όγκου συναλλαγών και τιμών βοηθά στον έλεγχο τυχόν κερδοσκοπικών κινήσεων.¹⁹

Τα εμπειρικά αποτελέσματα συστηματικής έρευνας που πραγματοποιήθηκε αναφορικά με τη σχέση όγκου συναλλαγών και τιμών των μετοχών για τις 14 εισηγμένες μετοχές του τραπεζικού κλάδου κατά την περίοδο 1989-1996²⁰, αποκαλύπτουν τη θετική συσχέτιση μεταξύ του όγκου συναλλαγών και των απολύτων αποδόσεων των τιμών. Μάλιστα η διαπίστωση αυτή ισχύει κατά μείζονα λόγο στις ανοδικές αγορές. Περαιτέρω, διαπιστώθηκε ότι ο αναμενόμενος και ο μη αναμενόμενος όγκος συναλλαγών εμπεριέχουν διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο, αφού ο μη αναμενόμενος όγκος εμφανίζει υψηλότερο πληροφοριακό ενδιαφέρον.

Το ζητούμενο για τους επαγγελματίες της αγοράς είναι ασφαλώς η εξαγωγή συμπερασμάτων για τη μελλοντική πορεία των μετοχών με βάση τη συναλλακτική δραστηριότητα που παρουσιάζουν. Η εμπειρική τεχνική ανάλυση πρεσβεύει το ότι υφίσταται δυνατότητα πρόβλεψης. Ειδικότερα χρησιμοποιούνται οι στατιστικοί δείκτες όπως η αθροιστική καμπύλη του όγκου συναλλαγών ή ο δείκτης της τάσης τιμής – όγκου.²¹ Οι ανωτέρω αναλύσεις όμως έχουν εμπειρικό χαρακτήρα και δεν αποδεικνύουν τη στατιστική σχέση των δύο υπό εξέταση μεγεθών.

¹⁹ Συριόπουλος Κ. (1997) *Υπάρχει πληροφορία στον όγκο συναλλαγών*; Αθήνα: Εμπορική Τράπεζα Οικονομική Επιθεώρηση, σελ. 4.

²⁰ Ibid. σελ. 12.

²¹ Παπούλιας Γ. (1997) *Επενδύσεις Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Παπούλιας, σελ. 394.

1.1.17. Χρηματιστηριακά Δεδομένα

Οι επενδυτές δύνανται να αξιοποιήσουν μια σειρά από δεδομένα αμιγώς χρηματιστηριακού χαρακτήρα, που μπορεί να αποδειχθούν χρήσιμα κατά την αξιολόγηση της μετοχής μιας εταιρείας. Μεταξύ άλλων, κρίσιμο στοιχείο αποτελεί ο αριθμός των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση μετοχών μιας εταιρείας. Ο «πληθωρισμός» μετοχών που παρατηρείται σε πολλές περιπτώσεις δεν είναι επιθυμητός και συχνά αποβαίνει ζημιογόνος για την πορεία της τιμής μιας μετοχής. Για το λόγο αυτό άλλωστε, ορισμένες εταιρείες ακολουθούν την τακτική του αντίστροφου split (reverse split), κατά την οποία μειώνουν τον αριθμό των μετοχών αυξάνοντας αναλογικά την ονομαστική τους αξία.

Η εφαρμογή της τακτικής του split των μετοχών κατέστη ο κανόνας στο χώρο της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά την περίοδο 1998-1999, χρονικό διάστημα κατά το οποίο οι τιμές των μετοχών είχαν προσεγγίσει υψηλά επίπεδα σε απόλυτους αριθμούς, με συνέπεια να δυσχεραίνεται η συναλλακτική κίνηση μιας μετοχής, η μονάδα διαπραγμάτευσης της οποίας, (κατά κανόνα τίτλος 10 μετοχών) χαρακτηριζόταν ως ακριβή. Εάν για παράδειγμα μια μετοχή τιμάται 40.000 δρχ., η μονάδα διαπραγμάτευσης ανέρχεται στις 400.000 δρχ., ποσό που μειώνει την επιθυμητή ευελιξία και εμπορευσιμότητα της μετοχής μιας εισηγμένης εταιρείας.

Με την εφαρμογή του split ο αριθμός των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση μετοχών μιας εταιρείας αυξανόταν με αντίστοιχη αναλογική μείωση της χρηματιστηριακής τιμής και της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Η τακτική αυτή διευκόλυνε πραγματικά τη διενέργεια των συναλλαγών, δεδομένου ότι οι μονάδες διαπραγμάτευσης προσέγγιζαν λογικά επίπεδα. Εξάλλου ικανοποιείτο και μια ψυχολογικού χαρακτήρα

παράμετρος, καθώς οι τιμές πριν το split φαίνονταν ακριβές στους επενδυτές ενώ μετά όχι. Ασφαλώς το κριτήριο αυτό δε διαθέτει καμία λογιστική υπόσταση και εντάσσεται απλά στο πνεύμα της επιφανειακής αντιμετώπισης των πραγμάτων από το ευρύ κοινό. Όμως και στην περίπτωση αυτή, όπως και σε πλείστες άλλες, κυριάρχησε το στοιχείο της υπερβολής. Πολλές εταιρείες προχώρησαν σε διαδοχικά split, τα οποία ορισμένες φορές υπερδεκαπλασίαζαν τον αριθμό των εισηγμένων μετοχών της εταιρείας. Αναπόφευκτη συνέπεια ο “υπερπληθωρισμός” μετοχών στην αγορά με τις αρνητικές επιπτώσεις που το φαινόμενο αυτό συνεπάγεται.

Περαιτέρω, ενδιαφέρον παρουσιάζει και το εάν στη μετοχική σύνθεση μιας εισηγμένης εταιρείας μετέχουν θεσμικοί επενδυτές και σε ποιο βαθμό. Το γεγονός ότι μια εταιρεία επιλέγεται από θεσμικά χαρτοφυλάκια για τοποθέτηση, αποτελεί θετική ένδειξη για την αξιοπιστία, το κύρος και τις προοπτικές της, με δεδομένο ότι τα κριτήρια επιλογής των θεσμικών επενδυτών είναι κατά κανόνα αυστηρά και η επιλογή αυτή δεν είναι σε καμία περίπτωση αυθαίρετη ή προσωρινού χαρακτήρα.

Ένα ακόμη σημείο, το οποίο βοηθά τους επενδυτές να αποκομίσουν χρήσιμα συμπεράσματα για μια εταιρεία, είναι οι συναλλαγές τις οποίες πραγματοποιούν οι βασικοί μέτοχοι και τα ανώτατα στελέχη των εισηγμένων εταιρειών, τις οποίες υποχρεούνται από το νόμο να δημοσιοποιούν.²² Αν και μεμονωμένες κινήσεις είναι πιθανό να μην αποδίδουν τις πραγματικές προθέσεις των παραπάνω προσώπων και αντιθέτως να παραπλανούν το κοινό, η συνολική εικόνα των

²² ΠΔ 51/1992 «Για τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.».

συγκεκριμένων κινήσεων και οι μεταβολές των ποσοστών των μετοχών που κατέχονται από τα πρόσωπα αυτά, όταν μελετάται σε βάθος χρόνου μπορεί να είναι στοιχεία διαφωτιστικά.

1.1.18. Οικονομικός Τύπος

Η παροχή συμβουλών στον τομέα των επενδύσεων με αντικείμενο κινητές αξίες προβλέπεται ως παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) σύμφωνα με το Ν 2396/1996 περί Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών. Ειδικότερα, κατά την τρίτη αρχή του Κώδικα Δεοντολογίας των Ε.Π.Ε.Υ.²³ η εταιρεία οφείλει να ενημερώνεται για την οικονομική κατάσταση, τους στόχους και την εμπειρία των πελατών της, ώστε να τους παρέχει τις κατάλληλες γι' αυτούς επενδυτικές συμβουλές.

Η γενικόλογη αναφορά στην παροχή των κατάλληλων συμβουλών από τις Ε.Π.Ε.Υ. επιβεβαιώνει την ασάφεια που υπάρχει στο χώρο της ελληνικής νομοθεσίας γύρω από τα πλαίσια στα οποία οφείλει να κινείται η οικονομική πληροφόρηση. Είναι πρακτικά δυσχερές να προσδιορισθούν επακριβώς τα όρια της κατάλληλης ενημέρωσης, εξαιτίας του δυναμικού και ευμετάβλητου χαρακτήρα των χρηματιστηριακών αγορών σε συνδυασμό με τον αυξημένο βαθμό επικινδυνότητας που αυτές από τη φύση τους εμπεριέχουν. Επίσης δε γίνεται ρητή θέσπιση της κατ' επάγγελμα παροχής οικονομικών συμβουλών και ο νομοθέτης αρκείται στο συμβουλευτικό ρόλο των Ε.Π.Ε.Υ., έστω και εάν αυτός έχει παρεπόμενο χαρακτήρα.

²³ Υ.Α. 122/1997 Κώδικας Δεοντολογίας Ε.Π.Ε.Υ.

Μια από τις αναπόφευκτες συνέπειες του κενού που εμφανίζει η ελληνική νομοθεσία αναφορικά με το ζήτημα αυτό είναι το ότι η πλειονότητα των επενδυτών αναγκάζεται να βασισθεί σε πληροφορίες και συμβουλές, τις οποίες συγκεντρώνει από πηγές που από τη φύση τους δε μπορούν παρά να χαρακτηριστούν ως επισφαλείς. Στην κατηγορία αυτή αναμφίβολα εμπίπτει και ο οικονομικός τύπος, ο οποίος από τη φύση του επιτελεί ενημερωτικό έργο και δε μπορεί να διαδραματίσει το ρόλο του επενδυτικού συμβούλου. Η πρακτική όμως κατά το πρόσφατο παρελθόν στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς απέδειξε ότι πολλοί επενδυτές στηρίζονταν αποκλειστικά σε δημοσιεύματα του οικονομικού τύπου προκειμένου να προβούν σε επενδυτικές κινήσεις.

Το φαινόμενο αυτό εντάσσεται στα πλαίσια της υπερβολής και του παράλογου που χαρακτήρισε για ένα διάστημα την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Πλήθος εντύπων πρωτοεμφανίστηκαν κατά το χρονικό αυτό διάστημα στην αγορά επιχειρώντας στην πλειοψηφία τους να επηρεάσουν ευθέως τη συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού προς ορισμένη κατεύθυνση, παρασύροντας συχνά τους επενδυτές σε λανθασμένες επιλογές. Η ευθύνη προφανώς βαρύνει τους τελευταίους, οι οποίοι λόγω της έλλειψης επενδυτικής παιδείας που τους διέκρινε δεν ήταν σε θέση να εκτιμήσουν σωστά το βαθμό αξιοπιστίας των πηγών πληροφόρησης που εμπιστεύονταν.

Οι συνέπειες του φαινομένου αυτού είναι γνωστές. Το μέγεθος της επιρροής μάλιστα που είναι σε θέση να ασκήσει ο οικονομικός τύπος στη συμπεριφορά του κοινού μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα ακόμη και «κατά παραγγελία» δημοσιεύματα υπέρ ή σε βάρος μιας εταιρείας, με σκοπό τον αθέμιτο επηρεασμό της τιμής της μετοχής της. Η χρησιμότητα και η προσφορά του οικονομικού τύπου στην προσπάθεια ενημέρωσης του κοινού δε μπορεί να αμφισβητηθεί. Η εκπλήρωση της αποστολής του

όμως προϋποθέτει τη δέουσα αντιμετώπισή του από τους επενδυτές, ώστε να μην υπάρχουν περιθώρια αλλοίωσης του ενημερωτικού του χαρακτήρα και αναγωγής του σε συμβουλευτικό όργανο, κάτι που αναμφίβολα αποβαίνει σε βάρος όσων υποπίπτουν στο σφάλμα αυτό.

1.1.19. Ανεπίσημη Οικονομική Πληροφόρηση

Με τον όρο αυτό νοούνται οι κάθε είδους φήμες και πληροφορίες που διοχετεύονται με οποιοδήποτε τρόπο στη χρηματιστηριακή αγορά από μη εξουσιοδοτημένα πρόσωπα. Οι πληροφορίες αυτές αναφέρονται κατά κανόνα σε επιδόσεις μεμονωμένων εταιρειών, με φυσική συνέπεια να συνιστούν βασικό παράγοντα επηρεασμού των επενδυτών. Η ποσότητα των πληροφοριών που εντάσσονται στην κατηγορία αυτή είναι πράγματι εντυπωσιακή. Το γεγονός αυτό είναι αναμενόμενο, δεδομένου ότι η ζήτηση από την πλευρά του επενδυτικού κοινού για οικονομική πληροφόρηση σε κάθε επίπεδο είναι μεγάλη και δεν ικανοποιείται σε καμία περίπτωση από την τυπική πληροφόρηση που παρέχεται από τις εταιρείες βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας.

Η αξιοπιστία που περιβάλλει τις ανεπίσημες πηγές πληροφόρησης είναι εξορισμού περιορισμένη και επισφαλής. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές θα ήταν φυσικό να τις αντιμετωπίζουν με ιδιαίτερη επιφυλακτικότητα και μεγάλη σύνεση. Η αλήθεια είναι όμως, ότι και στην περίπτωση αυτή η πλειοψηφία των ελλήνων επενδυτών δεν πράττει τα δέοντα. Οι κάθε είδους φήμες που διοχετεύονται έντεχνα στους κόλπους της χρηματιστηριακής αγοράς βρίσκουν πρόσφορο έδαφος στο πρόσωπο πλήθους επενδυτών που επιθυμούν να έχουν το επιδιωκόμενο χρονικό

προβάδισμα αξιοποίησης μιας οικονομικής πληροφορίας, η οποία κατά κανόνα αποδεικνύεται αναληθής και ζημιογόνος.

1.1.20. Σύμβουλοι Επενδύσεων

Η διερεύνηση της πρακτικής που ακολουθείται φανερώνει ότι πολλοί επενδυτές καταφεύγουν σε ειδικούς οικονομικούς συμβούλους καθώς και σε χρηματιστηριακές εταιρείες προκειμένου να αντλήσουν πληροφορίες και επενδυτικές συμβουλές τόσο για τη συνολική πορεία της αγοράς, όσο και για τη συμπεριφορά επί μέρους μετοχών. Ως εκ τούτου, οι επενδυτικοί σύμβουλοι καθίστανται σημαντικός παράγοντας επηρεασμού του επενδυτικού κοινού.

Το επενδυτικό κοινό οφείλει να συμβουλευέται τους ειδικούς πριν προβεί σε κάποια επενδυτική κίνηση. Η πρακτική όμως έχει αποδείξει ότι πολλοί επενδυτές παραγνωρίζοντας τους προφανείς κινδύνους που ελλοχεύουν, στηρίζονται σχεδόν αποκλειστικά στις ανεπίσημες πηγές οικονομικής πληροφόρησης. Ένας βασικός λόγος που οδηγεί σ' αυτήν τη συμπεριφορά είναι η έλλειψη ικανοποιητικού επιπέδου επενδυτικής παιδείας, αλλά αναμφίβολα δεν είναι ο μόνος. Συνηγορεί παράλληλα και το ότι απουσιάζει η κατάλληλη θεσμική θωράκιση του καθεστώτος λειτουργίας των υπηρεσιών συμβούλων. Παράλληλα, το θεσμικό πλαίσιο της παροχής συμβουλών στον τομέα των επενδύσεων με αντικείμενο κινητές αξίες, που προβλέπεται ως παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) σύμφωνα με το Ν 2396/1996 περί παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, εμφανίζει ορισμένα κενά, τα οποία αναλύονται κατωτέρω στο κεφάλαιο «Πηγές πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού».

1.1.21. Εκθέσεις που αφορούν την Εταιρεία

Την ανάγκη για επαρκέστερη ενημέρωση των επενδυτών καλύπτουν επίσης οι ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών, οι οποίες λειτουργούν επικουρικά ως προς τους ετήσιους λογαριασμούς. Αυτές περιλαμβάνουν επιπρόσθετα στοιχεία, πέρα από τα υποχρεωτικά αναγραφόμενα στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, σχετικά με την πορεία της εταιρείας, τις δραστηριότητές της, καθώς και το στρατηγικό της σχεδιασμό και συνιστούν ένα βασικό μέσο επικοινωνίας των επιχειρήσεων με το επενδυτικό κοινό.

Η πρακτική που ακολουθείται από τις ελληνικές εταιρείες όμως, φανερώνει μια γενική απροθυμία στον τομέα της μη υποχρεωτικής ενημέρωσης και μια εμφανή απουσία από την απαιτούμενη προσπάθεια περαιτέρω διαφώτισης των επενδυτών. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην έκθεση του προέδρου του Δ.Σ., καθώς και στην έκθεση των ελεγκτών της εταιρείας. Το επενδυτικό κοινό, όπως είναι αναμενόμενο επηρεάζεται σε κάποιο βαθμό κατά την κρίση του για μια εισηγμένη εταιρεία από τις εκθέσεις που βλέπουν το φως της δημοσιότητας και την αφορούν, χωρίς όμως αυτές να συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον και τη βαρύτητα που θα έπρεπε.

Αντίθετα με τις παραπάνω εκθέσεις που έχουν ως πηγή προέλευσης την ίδια την εταιρεία και για το λόγο αυτό αντιμετωπίζονται με σχετική δυσπιστία, ιδιαίτερη βαρύτητα έχουν οι εκθέσεις που δημοσιεύονται σε περιοδικά διαστήματα από άλλες πηγές και αφορούν τις εισηγμένες εταιρείες. Οι συντάκτες των εκθέσεων αυτών μπορεί να είναι επενδυτικοί οίκοι, θεσμικοί παράγοντες, εταιρείες συμβούλων, χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ή χρηματιστηριακές εταιρείες είτε εγχώριας είτε αλλοδαπής προέλευσης. Το κύρος που περιβάλλει τους συντάκτες των εκθέσεων

αυτών έχει ως συνέπεια το επενδυτικό κοινό να τις αντιμετωπίζει ως βασική πηγή ενημέρωσης και σε τελική ανάλυση ένα σημαντικό παράγοντα επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του.

Έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο όμως οι εκθέσεις αυτές συχνά να διαδραματίζουν αμφιλεγόμενο ρόλο, καθώς είναι δυνατό να υποκρίπτονται στο περιεχόμενό τους συμφέροντα επηρεασμού των τιμών προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση. Με δεδομένη την ξεχωριστή βαρύτητα που τους δίνει η πλειοψηφία των επενδυτών, είναι αλήθεια ότι ιδιαίτερα σε περιόδους ευαίσθητες για την αγορά δόθηκε μεγαλύτερη έμφαση από την δέουσα στις εν λόγω εκθέσεις και αναλύσεις και δημιουργήθηκε το έδαφος για παρόμοια φαινόμενα αθέμιτου επηρεασμού της επενδυτικής στρατηγικής του κοινού.

Εμπεριστατωμένη έρευνα σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα, παράλληλη άντληση προσωπικών απόψεων ειδικών εμπειρογνομόνων του χώρου και ταυτόχρονη εξέταση έγκυρων επιστημονικών περιοδικών, οδήγησαν σε χρήσιμα και αξιοπρόσεκτα συμπεράσματα, όσον αφορά στο βαθμό επηρεασμού του επενδυτικού κοινού από τους παραπάνω επί μέρους παράγοντες. Η ανωτέρω έρευνα έλαβε χώρα κατά το χρονικό διάστημα 1998-2001 και οδήγησε στην κατάρτιση του πίνακα υπ' αριθμ. 1 στο κεφάλαιο 5 κατωτέρω.

1.2. Παράγοντες που δεν σχετίζονται με την Εταιρεία

Εκτός από τους παράγοντες επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού που συνδέονται αυτοτελώς και αποκλειστικά με

μια επί μέρους εταιρεία, οι επενδυτές επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από κριτήρια γενικότερου χαρακτήρα, που σχετίζονται με την συνολική κατάσταση της οικονομίας και ειδικότερα της χρηματιστηριακής αγοράς. Τα πιο σημαντικά από αυτά είναι τα εξής:

1.2.1. Η Συνολική Κατάσταση της Εθνικής Οικονομίας

Ο καθοριστικότερος παράγων επηρεασμού της πορείας της χρηματιστηριακής αγοράς είναι χωρίς αμφιβολία η γενική εικόνα της εθνικής οικονομίας. Εύλογα το χρηματιστήριο χαρακτηρίζεται ως ο καθρέπτης μιας οικονομίας, αφού οι κάθε είδους εξελίξεις που λαμβάνουν χώρα σε αυτήν αντανακλώνται άμεσα στην πορεία του χρηματιστηρίου. Όταν η οικονομία είναι εύρωστη, τα δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας, η εισοδηματική πολιτική και οι δαπάνες βρίσκονται σε ικανοποιητικό επίπεδο και το δημόσιο έλλειμμα είναι χαμηλό, η χρηματιστηριακή αγορά διέπεται από αίσθημα ασφάλειας, γεγονός που συμβάλλει αποφασιστικά στη θετική πορεία των τιμών των μετοχών. Αντιστρόφως, σε περιόδους αναταραχής για την οικονομία το κλίμα αβεβαιότητας διαχέεται στη χρηματιστηριακή αγορά οδηγώντας τις τιμές των μετοχών σε πτώση.

Παράλληλα, η πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών της χώρας συνιστά έναν από τους πιο σημαντικούς παράγοντες επηρεασμού της κατεύθυνσης της χρηματιστηριακής αγοράς. Ένα από τα ουσιαστικότερα μεγέθη που επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές εξελίξεις είναι η πορεία του πληθωρισμού και τυχόν άνοδος του προκαλεί πτωτικές τάσεις στην αγορά. Επίσης το εθνικό εισόδημα, το επίπεδο της απασχόλησης, η σχέση μεταξύ συνολικής κατανάλωσης ή συνολικής αποταμίευσης και

συνολικού εισοδήματος αποτελούν μεγέθη που χρήζουν προσοχής και επηρεάζουν έστω και έμμεσα την πορεία της αγοράς.

Περαιτέρω, το ύψος των επιτοκίων διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση του κλίματος της αγοράς και οι επιτοκιακές αυξομειώσεις αποτελούν έναν από τους βασικότερους παράγοντες ανόδου ή πτώσεως των τιμών των μετοχών, λειτουργώντας όπως είναι φυσικό με τη λογική των αντιστρόφως αναλόγων μεγεθών. Τα υψηλά επιτόκια αποτελούν έναν από τους αρνητικότερους παράγοντες επηρεασμού των τιμών του χρηματιστηρίου και οι παρενέργειες που προκαλούν διαχέονται σε ολόκληρο το φάσμα της οικονομίας καθώς οι δανειακές υποχρεώσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων καθίστανται πιο επαχθείς, ενώ παράλληλα αποδυναμώνεται η αγοραστική ισχύς των καταναλωτών μέσω της μείωσης σε πραγματικές τιμές του εισοδήματός τους κ.ο.κ.

Σημαντικό ρόλο ταυτόχρονα διαδραματίζει το καθεστώς των επενδύσεων και το επιχειρηματικό κλίμα που επικρατεί σε μια οικονομία. Όταν τα παρεχόμενα κίνητρα επενδύσεων είναι επαρκή και κρίνονται ικανοποιητικά, υπάρχει έντονη επενδυτική δραστηριότητα, η οικονομία οδηγείται σε βελτίωση των ρυθμών ανάπτυξής της με τις αυτονόητες θετικές επιπτώσεις για όλο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας.

Το καθεστώς φορολόγησης των κινητών αξιών επίσης, επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό, όπως είναι φυσικό, την κατεύθυνση της χρηματιστηριακής αγοράς, αφού είναι σε θέση να καταστήσει πιο ελκυστικές τις μετοχές σε σχέση με άλλες μορφές επένδυσης. Αξιοπρόσεκτη είναι και η σημασία του φόρου που επιβάλλεται κατά την πώληση στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, η μείωση του οποίου αποτέλεσε ευμενή ρύθμιση για την αγορά μετοχών. Περαιτέρω, οι εισηγμένες εταιρείες υπόκεινται σε καθεστώς ειδικής φορολογικής μεταχείρισης, σε σχέση με τις μη εισηγμένες.

Αξιοπρόσεκτη είναι η διαφορά που εμφανίζει ο βαθμός της επίδρασης που ασκεί η συνολική κατάσταση της εθνικής οικονομίας στην επενδυτική συμπεριφορά του κοινού υπό ομαλές και μη συνθήκες. Πιο συγκεκριμένα, όπως φαίνεται και από τον σχετικό πίνακα (βλ. σελ.159), η κατάσταση της οικονομίας αποτελεί το βασικότερο παράγοντα επηρεασμού υπό ομαλές συνθήκες. Το αντίθετο παρατηρείται σε συνθήκες ανώμαλες, όπως άλλωστε είναι αναμενόμενο, δεδομένου ότι σε τέτοιες περιόδους υπερισχύουν κριτήρια όπως η ψυχολογία της αγοράς και η πολιτική σταθερότητα, των οποίων η επίδραση αποκτά ξεχωριστή σημασία.

1.2.2. Η Πολιτική Σταθερότητα

Η κατάσταση στην οποία βρίσκονται τα πολιτικά πράγματα της χώρας διαδραματίζει ένα ρόλο με καταλυτική βαρύτητα στις χρηματιστηριακές εξελίξεις. Το ζητούμενο είναι η πολιτική σταθερότητα, η οποία όταν απουσιάζει οδηγεί όπως είναι αναμενόμενο σε αναταραχή την αγορά. Οι χρονικές στιγμές που χαρακτηρίζονται από αβεβαιότητα στις πολιτικές εξελίξεις, όπως είναι οι προεκλογικές περίοδοι ή οι περίοδοι κυβερνητικής αστάθειας, προκαλούν έντονη νευρικότητα στο χρηματιστήριο, το οποίο επιδεικνύει ιδιαίτερη ευαισθησία σε τέτοιου είδους εξελίξεις. Αλλά και επί μέρους εστίες αναταραχής, όπως είναι τυχόν μαζικές απεργιακές κινητοποιήσεις, είναι πιθανό να προκαλέσουν κλίμα αστάθειας.

Οι εσωτερικές πολιτικές εξελίξεις διαδραματίζουν σημαίνοντα ρόλο στη χρηματιστηριακή αγορά και κάτω από ένα διαφορετικό πρίσμα. Είναι άξιο προσοχής το γεγονός ότι η ελληνική οικονομική

πραγματικότητα χαρακτηρίζεται ακόμη και σήμερα, παρά την τάση προς την αντίθετη κατεύθυνση, από την αισθητή παρουσία του κράτους σε καίριους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας. Σημαντικό ποσοστό του τραπεζικού και ασφαλιστικού συστήματος, καθώς επίσης επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας βρίσκονται υπό τον έλεγχο του δημοσίου. Το ελληνικό δημόσιο για το λόγο αυτό έχει εύλογα χαρακτηριστεί ως “ο μεγαλύτερος εργοδότης, καταναλωτής και επιχειρηματίας στη χώρα”. Το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια οι πολιτικές αποφάσεις που λαμβάνονται σε σχέση με το χώρο της οικονομίας να έχουν ακόμη μεγαλύτερη βαρύτητα, εξαιτίας του ιδιαίτερου ρόλου του κράτους στα οικονομικά δρώμενα.²⁴ Φυσικό επακόλουθο είναι οι κυβερνητικές αποφάσεις και επιδόσεις να έχουν ακόμη μεγαλύτερη βαρύτητα για τις οικονομικές εξελίξεις με βάση το δεδομένο αυτό.

Πέρα από την αυτονόητη επίδραση των εσωτερικών πολιτικών εξελίξεων στην πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, τα τεκταινόμενα στο χώρο της εξωτερικής πολιτικής διαδραματίζουν έναν εξίσου σημαίνοντα ρόλο. Αυτό ισχύει κατά μείζονα λόγο στις περιπτώσεις χωρών όπως η Ελλάδα, που λόγω της γεωγραφικής της θέσης βρίσκεται κοντά σε εστίες, οι οποίες επί σειρά πολλών ετών προκαλούν συχνές εντάσεις με σοβαρές και πολύπλευρες συνέπειες. Αναπόφευκτο είναι λοιπόν το ελληνικό χρηματιστήριο να επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τις εξελίξεις που λαμβάνουν χώρα στις γείτονες χώρες, οι οποίες μοιραία, εξαιτίας της γεωγραφικής γειτνίασης έχουν αντίκτυπο στην ομαλότητα και την ηρεμία της ελληνικής αγοράς.

Η πορεία των πολιτικών πραγμάτων στο εξωτερικό αποκτά μια πρόσθετη βαρύτητα στη λογική της παγκοσμιοποίησης, για την οποία

²⁴ Παπούλιας Γ. (1997) *Επενδύσεις - Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Γ. Παπούλιας, σελ 231.

τόσος λόγος έχει γίνει σε κάθε επίπεδο ανάλυσης. Στα πλαίσια της νέας αυτής πραγματικότητας τα “οικονομικά σύνορα” φαίνεται να έχουν σχεδόν καταργηθεί. Καταλυτικός είναι και στην περίπτωση αυτή ο ρόλος της νέας τεχνολογίας, που έχει φέρει πιο κοντά από ποτέ τις κατά τόπους αγορές. Φυσικό επακόλουθο είναι ο αυξημένος βαθμός αλληλεπίδρασης που υφίσταται μεταξύ των επί μέρους αγορών, γεγονός που καθιστά αξιοπρόσεκτες για την ελληνική αγορά τις πολιτικοοικονομικές εξελίξεις, οι οποίες λαμβάνουν χώρα σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της κοινωνικοπολιτικής αστάθειας και της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς έχει αποτελέσει αντικείμενο πλήθους μελετών, τα συμπεράσματα των οποίων συγκλίνουν στο ότι υφίσταται αρνητική σχέση ανάμεσα στον πολιτικό κίνδυνο και την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Οι πρώτοι που απέδειξαν την ύπαρξη της εν λόγω αρνητικής σχέσης ήταν οι Venieris και Gupta το 1986, επινοώντας ένα δείκτη κοινωνικοπολιτικής αστάθειας για ένα δείγμα 49 χωρών. Παρόμοιες μελέτες στη συνέχεια, όπως αυτές των Barro (1991), Mauro (1993) και Alesina (1996), χρησιμοποιώντας διάφορες τεχνικές μεθόδους, καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα.²⁵

Έχει επιχειρηθεί μέσα από σειρά μελετών ο προσδιορισμός ενός δείκτη πολιτικής σταθερότητας, ο οποίος βάσει αντικειμενικοποιημένων κριτηρίων θα μπορούσε να αποτυπώσει με ακρίβεια και αξιοπιστία το βαθμό πολιτικής ομαλότητας σε ένα κράτος. Μεταξύ των κριτηρίων που υιοθετήθηκαν είναι η εξέταση σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο του αριθμού των αλλαγών κυβερνήσεως ή του αριθμού των πολιτικών δολοφονιών που σημειώθηκαν. Ακόμη και τα κριτήρια αυτά όμως κρίνονται ως επισφαλή, καθώς ενώ φαίνονται αντικειμενικά είναι πιθανόν

²⁵ Συριόπουλος Κ., Αστερίου Δ. (1997) *Πολιτικός Κίνδυνος και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: 1960-1995*, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1997, σελ. 2.

να παραπλανούν, με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα την περίπτωση της Ιταλίας, η οποία αν και άλλαξε πάνω από πενήντα κυβερνήσεις από το 1945, δεν αντιμετώπισε ιδιαίτερο πρόβλημα πολιτικής αστάθειας και αβεβαιότητας σε σχέση με άλλες χώρες.

Με δεδομένη την ιδιαίτερη δυσκολία ακριβούς προσδιορισμού της μεταβλητής της κοινωνικοπολιτικής αστάθειας έχουν υιοθετηθεί δύο μέθοδοι προσέγγισης του ζητήματος. Η πρώτη μέθοδος επικεντρώνει το ενδιαφέρον της στην τάση για αλλαγή κυβερνήσεων, είτε αυτή είναι θεσμική στα πλαίσια της ισχύουσας νομοθεσίας, είτε εξωθεσμική με τη διενέργεια πραξικοπήματος. Το πνεύμα της υπό εξέταση μεθόδου είναι ότι η σαφής τάση για κυβερνητικές μεταβολές υποδηλώνει την ύπαρξη πολιτικής αστάθειας. Η δεύτερη μέθοδος προσέγγισης στηρίζεται στην κατασκευή ενός δείκτη, ο οποίος ενσωματώνει ποικίλες παραμέτρους που συνδέονται με πολιτικοοικονομικές αναταραχές. Η πρώτη μελέτη που πραγματοποιήθηκε με την υιοθέτηση της ανωτέρω μεθόδου, υπήρξε αυτή του Hibbs το 1973.²⁶

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των Συριόπουλου-Αστερίου για το Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 1960-1995, η οποία ακολουθεί τη δεύτερη μέθοδο προσέγγισης του ζητήματος της μέτρησης της κοινωνικοπολιτικής αστάθειας. Ο δείκτης που επινοήθηκε βάσει της μεθόδου αυτής στηρίζεται στην εκτίμηση μιας εξίσωσης που περιλαμβάνει τις εξής μεταβλητές: α) τον αριθμό των πολιτικών δολοφονιών, β) τον αριθμό των τρομοκρατικών ενεργειών, γ) τον αριθμό των απεργειακών κινητοποιήσεων που προκλήθηκαν από πολιτικά αίτια, δ) τον αριθμό των εκλογικών αναμετρήσεων και ε) την εν γένει ποιότητα

²⁶ Siriopoulos C., Asteriou D. (1997) *Political uncertainty and stock market fluctuations*, The European Association of Management and Business Economics, VI International Conference, Sept. 1997, p. 182.

του δημοκρατικού πολιτεύματος για κάθε χρονική περίοδο. Ο αριθμός των πολιτικών δολοφονιών και των τρομοκρατικών ενεργειών εκφράζει φαινόμενα μαζικής βίας, οι απεργιακές κινητοποιήσεις υποδηλώνουν το βαθμό της λαϊκής δυσαρέσκειας, ενώ οι εκλογικές αναμετρήσεις και το επίπεδο της δημοκρατίας χαρακτηρίζουν την τρέχουσα πολιτική κατάσταση.²⁷

Στα πλαίσια της παραπάνω μελέτης, εκτός από τον προαναφερθέντα δείκτη υπολογισμού της κοινωνικοπολιτικής αστάθειας, χρησιμοποιούνται παράλληλα οι δείκτες του μεγέθους της αγοράς, της ρευστότητάς της και του βάθους της. Το βασικό πόρισμα της μελέτης αυτής είναι ότι η πολιτική και κοινωνική αστάθεια επηρεάζει αρνητικά τόσο την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς όσο και την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας συνολικά. Το συμπέρασμα αυτό αφ' ενός συνάδει με το σύνολο της οικονομικής θεωρίας και αφ' ετέρου καταδεικνύει ότι παρά τις υπόνοιες για τον κερδοσκοπικό χαρακτήρα των αναπτυσσόμενων αγορών, ο δρόμος για την οικονομική τους ανάπτυξη περνά μέσα από τις κεφαλαιαγορές και συναρτάται άμεσα με την ανάπτυξή τους.²⁸

Η πρώτη εμπειρική έρευνα για τις επιδράσεις της κοινωνικοπολιτικής αστάθειας στην ελληνική κεφαλαιαγορά ήταν αυτή των Αλεξάκη και Πετράκη (1991). Στα πλαίσια της έρευνας αυτής χρησιμοποιήθηκαν δύο μεταβλητές, αφ' ενός ο αριθμός των χαμένων ωρών εργασίας εξαιτίας απεργιακών κινητοποιήσεων και αφ' ετέρου ο βαθμός της συμμετοχής εκπροσώπων της αριστεράς στο ελληνικό κοινοβούλιο. Η ανάλυση αυτή όμως χαρακτηρίζεται ως αμφίβολης

²⁷ Siriopoulos C., Asteriou D. (1997) *Political uncertainty and stock market fluctuations*, The European Association of Management and Business Economics, VI International Conference, Sept. 1997, p.184.

²⁸ Συριόπουλος Κ., Αστερίου Δ. (1997) *Πολιτικός Κίνδυνος και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: 1960-1995*, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1997, σελ. 5.

αξιοπιστίας, καθώς αγνοεί πλήθος άλλων σημαντικών κοινωνικοπολιτικών παραγόντων, όπως είναι τα πέντε κριτήρια που περιγράφονται ανωτέρω σύμφωνα με τη δεύτερη μέθοδο υπολογισμού της κοινωνικοπολιτικής αστάθειας.

Η εκτίμηση του βαθμού επικινδυνότητας κάθε επί μέρους αγοράς αποτελεί αναμφίβολα ένα από τα πιο δύσκολα καθήκοντα των διαχειριστών κεφαλαίων σε διεθνές επίπεδο. Αν και αναγνωρίζεται ευρέως η κρισιμότητα της κοινωνικοπολιτικής παραμέτρου για την πορεία μιας κεφαλαιαγοράς, αναλογικά είναι μικρό το βάθος της έρευνας που έχει πραγματοποιηθεί σχετικά με το ζήτημα αυτό. Όσον αφορά ειδικότερα στις αναπτυσσόμενες αγορές, η επίδραση του παράγοντα των πολιτικών εξελίξεων είναι ακόμη πιο καθοριστική. Χαρακτηριστικά ο Diamonte (1996) είχε υποστηρίξει εύλογα ότι εάν σε μια αναπτυσσόμενη αγορά μπορεί κάποιος να προβλέψει εύστοχα τις πολιτικές εξελίξεις, είναι σαν να προβλέπει τις μελλοντικές τιμές των μετοχών.²⁹

Τέλος, η ούτως ή άλλως σημαντική επίδραση του παράγοντα της πολιτικής σταθερότητας στη διαμόρφωση της επενδυτικής στρατηγικής του κοινού εντείνεται στη διάρκεια περιόδων που χαρακτηρίζονται ως μη ομαλές. Όπως είναι αναμενόμενο, σε αυτές τις περιόδους τα κριτήρια αμιγώς οικονομικού χαρακτήρα περνούν σε δεύτερη μοίρα, δεδομένου ότι το ζητούμενο είναι η σταθερότητα στο πολιτικό πεδίο, η οποία όταν επιτυγχάνεται συνήθως οδηγεί σταδιακά σε βελτίωση και των οικονομικών μεγεθών. Για το λόγο αυτό, όπως φαίνεται και στο σχετικό πίνακα (βλ. σελ.159), το ποσοστό επίδρασης του εν λόγω παράγοντα υπό μη ομαλές συνθήκες αυξάνεται αισθητά. Χαρακτηριστικό παράδειγμα

²⁹ Siriopoulos C., Asteriou D. (1997) *Political uncertainty and stock market fluctuations*, The European Association of Management and Business Economics, VI International Conference, Sept. 1997, p.184.

αποτελεί το χρονικό διάστημα που ακολούθησε το τρομοκρατικό χτύπημα εναντίον του παγκόσμιου κέντρου εμπορίου στη Νέα Υόρκη. Η αστάθεια και η αβεβαιότητα που επικράτησε μετά τη συγκεκριμένη επίθεση στάθηκε ικανή να προκαλέσει διεθνή οικονομική αναταραχή, η οποία έλαβε πολύ σημαντικές διαστάσεις και αποτέλεσε για κάποιο διάστημα τον αποκλειστικό σχεδόν παράγοντα επηρεασμού της πορείας των διεθνών αγορών.

1.2.3. Η Οικονομική Ψυχολογία

Ένας από τους βασικότερους παράγοντες επηρεασμού της πορείας των χρηματιστηριακών αγορών, στον οποίο δεν είχε δοθεί έως πρόσφατα η απαιτούμενη έμφαση στο χώρο της οικονομικής θεωρίας, είναι αυτός της «οικονομικής ψυχολογίας». Όσο και αν αυτό φαίνεται παράδοξο η ψυχολογία διαδραματίζει έναν ρόλο τόσο καθοριστικό στην χρηματιστηριακή αγορά, που έχει ως αποτέλεσμα να την επηρεάζει σε πολλές περιπτώσεις περισσότερο από κάθε άλλο κριτήριο. Η επιρροή που ασκεί μάλιστα σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές είναι τόσο δραστική, ώστε να αναιρεί την επίδραση και τη σπουδαιότητα των υπολοίπων παραγόντων επηρεασμού των επενδυτών.

Αναμφίβολα προκαλεί εντύπωση σε κάποιον παρατηρητή η ευκολία με την οποία όχι μόνο οι ιδιώτες επενδυτές αλλά και οι θεσμικοί αρκετές φορές, μετά από περιόδους έντονα ανοδικές και αφού οι τιμές έχουν διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, προβαίνουν σε τοποθετήσεις στη χρηματιστηριακή αγορά τη στιγμή ακριβώς που κάθε άλλο κριτήριο θα υπαγόρευε την αντίθετη ακριβώς επενδυτική συμπεριφορά. Αντιστρόφως, σε περιόδους κατά τις οποίες οι τιμές των

μετοχών διαμορφώνονται σε πραγματικά ελκυστικά επίπεδα, ακολουθώντας μια έντονα πτωτική και διορθωτική κίνηση της αγοράς, είναι αξιοσημείωτη η απροθυμία των επενδυτών να προβούν σε αγορές παρά το ότι ο βαθμός του κινδύνου για περαιτέρω πτώση των τιμών έχει περιοριστεί σημαντικά.

Είναι λοιπόν φανερό ότι το κριτήριο που επηρεάζει καθοριστικότερα από οποιοδήποτε άλλο την επενδυτική συμπεριφορά του κοινού και το κατευθύνει προς επιλογές που αντίκεινται συχνά όχι μόνο στα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς αλλά και τις υπαγορεύσεις της λογικής, είναι αυτό της οικονομικής ψυχολογίας. Η βαρύτητά του δε είναι τέτοια, ώστε να περνούν σε δεύτερη μοίρα οι εκτιμήσεις που προκύπτουν από τους οικονομικούς δείκτες, την τεχνική ανάλυση και τα υπόλοιπα επιστημονικά αναγνωρισμένα κριτήρια επενδυτικών επιλογών. Όπως είναι γνωστό το φαινόμενο αυτό βίωσε η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά σε έντονο βαθμό κατά το πρόσφατο παρελθόν.

Τέλος, η επίδραση που ασκεί ο ψυχολογικός παράγων μεταβάλλεται πιο εντυπωσιακά από οποιονδήποτε άλλον σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από έλλειψη ομαλότητας. Ενώ σε ομαλές περιόδους η επιρροή που ασκεί είναι ανάλογη με αυτήν των υπολοίπων παραδοσιακών παραγόντων επηρεασμού της συμπεριφοράς των επενδυτών, υπό ανώμαλες συνθήκες αποκτά καταλυτική σημασία, όπως φαίνεται χαρακτηριστικά και από τον σχετικό πίνακα (βλ. σελ.159). Μαζί με την πολιτική σταθερότητα αποτελούν τους δύο παράγοντες που κατ' εξοχήν κατευθύνουν τις επενδυτικές κινήσεις κατά τις περιόδους αυτές. Λόγω της ξεχωριστής βαρύτητας του παράγοντα της οικονομικής ψυχολογίας, γίνεται αναλυτική μνεία σε αυτόν στο επόμενο κεφάλαιο.

1.2.4. Η Αξιοπιστία του Χρηματιστηρίου

Αναμφίβολα η συνολική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς επιδρά καταλυτικά στην πορεία των επί μέρους μετοχών σε βαθμό πολλές φορές ιδιαίτερα υψηλό και αδικαιολόγητο. Στα πλαίσια αυτά έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο σε περιόδους χρηματιστηριακής ευφορίας να σημειώνουν υπέρμετρη άνοδο οι τιμές μετοχών εταιρειών που παρουσιάζουν σημαντικά προβλήματα και αντίστροφα κατά τη διάρκεια περιόδων που χαρακτηρίζονται από την ύφεση των τιμών να καταγράφεται υπερβολική πτώση της τιμής μετοχών εταιρειών με ικανοποιητικά αποτελέσματα, που βάσει των οικονομικών τους δεικτών και μεγεθών κρίνονται ως ιδιαίτερος ελκυστικές.

Η συμπεριφορά των εισηγμένων μετοχών σε μια χρηματιστηριακή αγορά είναι αλήθεια ότι χαρακτηρίζεται από έναν αξιοπρόσεκτο βαθμό ομοιομορφίας. Στην περίπτωση όμως της ελληνικής αγοράς το φαινόμενο αυτό παρατηρείται ακόμη πιο έντονα. Έχει αναφερθεί χαρακτηριστικά ότι στην Ελλάδα δεν υπάρχει χρηματιστήριο μετοχών, με την έννοια ότι οι επί μέρους μετοχές δε δύνανται να ακολουθήσουν τη δική τους αυτοτελή πορεία, αλλά κατευθύνονται σε καθοριστικό βαθμό από τη συνολική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Περαιτέρω, είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι ενώ σε ομαλές περιόδους το κριτήριο της αξιοπιστίας του χρηματιστηρίου διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού, δεν παρατηρείται το ίδιο υπό ανώμαλες συνθήκες, όπως συνάγεται χαρακτηριστικά από τον σχετικό πίνακα (βλ. σελ.159). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όταν δεν υπάρχει ομαλότητα στη χρηματιστηριακή αγορά το ενδιαφέρον και η έμφαση εστιάζεται στους παράγοντες εκείνους που

συνδέονται άμεσα με την κατάσταση αυτή, με πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα την πολιτική σταθερότητα και την ψυχολογία της αγοράς. Υπό τις συνθήκες αυτές είναι φυσικό η αξιοπιστία του χρηματιστηρίου να περνά σε δεύτερη μοίρα και εύλογα να κυριαρχούν άλλα κριτήρια.

1.2.5. Εκθέσεις Πιστωτικών και άλλων Οργανισμών

Βασικό παράγοντα επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού συνιστούν οι εκθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επενδυτικών οίκων τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού, που αναφέρονται στην προβλεπόμενη πορεία της αγοράς και σε τακτά διαστήματα βλέπουν το φως της δημοσιότητας. Το κύρος με το οποίο περιβάλλονται λόγω της πηγής προέλευσής τους, προσδίδει στο ρόλο τους στην αγορά μια ξεχωριστή βαρύτητα και συνιστούν κριτήριο θεμελιώδους σημασίας για πολλούς επενδυτές. Ορισμένες φορές μάλιστα διαδραματίζουν ένα κατευθυντήριο ρόλο, ειδικά σε αγορές που χαρακτηρίζονται ως «ρηχές», γεγονός που δε συνάδει απόλυτα με τη λογική και το πνεύμα της ελεύθερης και ανεπηρέαστης αγοράς.

Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε έντονα και στο χώρο του ελληνικού χρηματιστηρίου ιδίως κατά τα τέλη του έτους 2000, χρονική περίοδο κατά την οποία λόγω της ιδιαίτερης νευρικότητας που χαρακτήριζε την αγορά και σε ένα κλίμα αναζήτησης κατεύθυνσης, οι εν λόγω εκθέσεις επενδυτικών οίκων, αλλοδαπής κατά κανόνα προελεύσεως, λειτούργησαν ως μοχλός επηρεασμού των τιμών. Είναι προφανής η σημασία κάθε εκτίμησης και πρόβλεψης για την αγορά, ειδικά όταν προέρχεται από αξιόπιστες πηγές. Σε καμία περίπτωση όμως δεν είναι δυνατό αυτές να αποτελούν πανάκεια, γιατί μια τέτοια αντιμετώπιση θα

οδηγούσε στην αλλοίωση της αποστολής τους και θα δημιουργούσε υπόνοιες για προσπάθεια μέσω αυτών αθέμιτου επηρεασμού των τιμών των μετοχών.

1.2.6. Η Πορεία του Κλάδου της Επιχείρησης

Κάθε εισηγμένη εταιρεία επηρεάζεται όχι μόνο από τη συνολική πορεία της αγοράς αλλά κατά μείζονα λόγο από την πορεία του κλάδου των εταιρειών στον οποίο ανήκει. Έχει παρατηρηθεί πολλές φορές στο παρελθόν το φαινόμενο να παρασύρεται η τιμή μιας μετοχής ανοδικά ή πτωτικά σε σημαντικό βαθμό από τη συνολική πορεία του κλάδου στον οποίο περιλαμβάνεται. Αυτό αποδίδεται στην ομοιόμορφη συμπεριφορά που εμφανίζουν κατά κανόνα οι μετοχές του ιδίου κλάδου, ακόμη και αν αυτό δεν εξηγείται και δε δικαιολογείται βάσει των υπολοίπων κριτηρίων που ακολουθούνται για την αξιολόγηση των επί μέρους μετοχών.

Η αύξηση για παράδειγμα του όγκου των πωλήσεων ενός κλάδου συνολικά ως αποτέλεσμα μιας μεταστροφής των καταναλωτικών προτιμήσεων του κοινού, η αύξηση της ζήτησης των προϊόντων ενός κλάδου στην αγορά του εξωτερικού ή η άνοδος των διεθνών τιμών ομοειδών προϊόντων, αποτελούν σαφείς ενδείξεις επηρεασμού των τιμών των μετοχών της κατηγορίας αυτής ως σύνολο, παρά τις επί μέρους διαφοροποιήσεις που μπορεί να παρατηρούνται. Οι θετικές επιπτώσεις διαχέονται σε όλο το φάσμα των συγγενών ως προς το αντικείμενο εταιρειών, ακόμη και σε αυτές που μπορεί άμεσα να μην επωφελούνται από τις ανωτέρω εξελίξεις.³⁰

³⁰ Κοτζαμάνης Στ. (1995) *Ο Κόσμος των Επενδύσεων*, Αθήνα: Εκδόσεις Finance Invest, σελ. 82.

1.2.7. Η Επενδυτική Παιδεία

Όπως έγινε αντιληπτό κατά την ανάλυση της επίδρασης του παράγοντα της ψυχολογίας στην επενδυτική συμπεριφορά του κοινού, πολλές επενδυτικές αποφάσεις δεν ερμηνεύονται παρά μόνο από την επίδραση του εν λόγω παράγοντα και όχι από τα διδάγματα και τις υποδείξεις της οικονομικής επιστήμης. Αντίστοιχα η ύπαρξη ή μη επενδυτικής παιδείας εξηγεί την ανακολουθία που παρατηρείται συχνά στις κινήσεις των επενδυτών. Με τον ίδιο τρόπο που ο ενθουσιασμός ο οποίος επικρατεί σε μια δεδομένη στιγμή στην αγορά παρασύρει το κοινό σε λανθασμένες αποφάσεις, αντίστοιχα η έλλειψη στοιχειώδους επενδυτικής παιδείας οδηγεί σε ανάλογα φαινόμενα με αρνητικές ασφαλώς συνέπειες.

Η πρόσφατη εμπειρία στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατέδειξε το πρόβλημα της παντελούς σχεδόν έλλειψης επενδυτικής παιδείας από το σύνολο των επενδυτών, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων ασχολήθηκε με τις χρηματιστηριακές επενδύσεις για πρώτη φορά κατά τη διετία 1999-2000. Το γεγονός αυτό δικαιολογεί σε μεγάλο βαθμό την έλλειψη αυτή και εξηγεί κατά κάποιο τρόπο τα φαινόμενα υπερβολής που παρατηρήθηκαν στην ελληνική αγορά κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Οι επιβλέπουσες αρχές όμως όφειλαν να ενημερώσουν έγκαιρα και επαρκώς το επενδυτικό κοινό, το οποίο στερείτο οποιασδήποτε προηγούμενης εμπειρίας στο χώρο αυτό, κίνηση που θα περιόριζε σε αισθητό βαθμό την έκταση των προβλημάτων που στη συνέχεια δημιουργήθηκαν.

Η επενδυτική παιδεία αποκτάται αφ' ενός με την ενεργό ενασχόληση και την τριβή με το χώρο του χρηματιστηρίου και αφ' ετέρου

μέσω της οικονομικής πληροφόρησης, της οποίας γίνονται δέκτες οι επενδυτές και της παιδευτικού χαρακτήρα ενημέρωσης που πραγματοποιείται από τις εποπτεύουσες αρχές και τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο. Το επίπεδο της επενδυτικής παιδείας που συναντάται σήμερα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά έχει αναμφίβολα σημειώσει θετικά βήματα προόδου. Όλο και μεγαλύτερος αριθμός επενδυτών στρέφεται στο χρηματιστήριο κατά τα τελευταία χρόνια και αποκτά σταδιακά ικανοποιητική γνώση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του χώρου.

Η ανάγκη όμως για την εξασφάλιση υψηλότερου επιπέδου επενδυτικής παιδείας συναρτάται άμεσα και με την ενεργό συνδρομή των αρμόδιων αρχών, οι οποίες οφείλουν να παρέχουν στο επενδυτικό κοινό όχι μόνο τις πληροφορίες που είναι απαραίτητες βάσει του πλαισίου που ορίζει η ισχύουσα νομοθεσία, αλλά και την ευρύτερη ενημέρωση που κρίνεται απαραίτητη για την επιμόρφωση του επενδυτικού κοινού και την προστασία του από φαινόμενα απόπειρας παραπληροφόρησης και αποπροσανατολισμού που συχνά παρατηρούνται. Ούτως ή άλλως, η ενημέρωση και η επιμόρφωση, στο μέτρο του δυνατού, του επενδυτικού κοινού έχουν αξία εάν συντελούνται με σκοπό την πρόληψη και όχι την καταστολή φαινομένων εκμετάλλευσης των επενδυτών.

Εμπρακτη εκδήλωση της ανόδου του επιπέδου της επενδυτικής παιδείας του κοινού μπορεί να αποτελέσει και η προσπάθεια συλλογικής δράσης των επενδυτών, ένα φαινόμενο που ενώ στο εξωτερικό και ιδίως στις Η.Π.Α. έχει προσλάβει αξιοπρόσεκτες διαστάσεις, στις ευρωπαϊκές χώρες δεν έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα. Στα πλαίσια αυτά έχουν δημιουργηθεί “λέσχες επενδυτών”, μέσω των οποίων οι επενδυτές ενημερώνονται και ανταλλάσσουν απόψεις για τα τεκταινόμενα στη χρηματιστηριακή αγορά. Η συλλογική δράση μπορεί να επιφέρει θετικές

συνέπειες για το επενδυτικό κοινό, αφού στα πλαίσια αυτής καθίσταται πιο ευχερής όχι μόνο η ενημέρωση αλλά και η προστασία των επενδυτών. Εντάσσεται άλλωστε στα πλαίσια του γενικότερου πνεύματος συλλογικής δράσης που διαπνέει κάθε χώρο, όπως για παράδειγμα συμβαίνει χαρακτηριστικά στις εργασιακές σχέσεις, που ρυθμίζονται από συλλογικές συμβάσεις εργασίας.³¹

Είναι γεγονός ότι ένας μεμονωμένος επενδυτής, ο οποίος γίνεται θύμα παράνομης δραστηριότητας στο χρηματιστηριακό χώρο, δεν αντιδρά με τον ενδεικνυόμενο τρόπο εξαιτίας είτε άγνοιας των σχετικών διατάξεων της κείμενης νομοθεσίας, είτε λόγω οικονομικής αδυναμίας να ζητήσει νομική υποστήριξη. Σε συλλογικό επίπεδο όμως, όταν πρόκειται για τη συνηθισμένη περίπτωση κατά την οποία η παράνομη δραστηριότητα στρέφεται κατά ομάδας επενδυτών, η αντίδραση μπορεί να είναι πιο αποτελεσματική. Αλλά και στην περίπτωση μεμονωμένων επενδυτών που ζημιώθηκαν, με τη συνδρομή των ανωτέρω σωματείων και με την ενημέρωση που αυτά θα τους παρέχουν, μπορεί αυτοί να βοηθηθούν σαφώς με πιο αποτελεσματικό τρόπο.

Η καλύτερη οργάνωση της συλλογικής δράσης των επενδυτών μόνο θετικά αποτελέσματα μπορεί να επιφέρει προς όφελός τους. Η “κοινωνία των επενδυτών” αριθμεί εξαιρετικά μεγάλο κύκλο προσώπων και η συλλογική τους παρουσία θα μπορούσε να επιδράσει καταλυτικά όχι μόνο για τους προφανείς προαναφερθέντες λόγους, αλλά και για το πρόσθετο κίνητρο που δημιουργείται για τις εποπτεύουσες αρχές και την ίδια την εκτελεστική εξουσία προς την κατεύθυνση της άρτιας και προσήκουσας άσκησης των καθηκόντων τους. Η συμπεριφορά των οργάνων αυτών είναι φυσικό να διαφοροποιείται ουσιαστικά όταν απέναντί

³¹ Μιχαλόπουλος Γ. (1991) *Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο*, Αθήνα: Σάκκουλας, σελ. 118.

τους έχουν μια οργανωμένη και πολυάριθμη ομάδα προσώπων, αντί ορισμένους μεμονωμένους επενδυτές, ιδιαίτερα υπό το πρίσμα ακόμη και του πολιτικού κόστους.

Η σημασία της ύπαρξης επενδυτικής παιδείας καθίσταται ακόμη πιο μεγάλη σε περιόδους μη ομαλές για τη χρηματιστηριακή αγορά. Όπως φαίνεται και από το σχετικό πίνακα στάθμισης της βαρύτητας των διαφόρων παραγόντων επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού (βλ. σελ.159), η επενδυτική παιδεία διαδραματίζει αξιοπρόσεκτο ρόλο υπό ανώμαλες συνθήκες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι στις ανωτέρω περιόδους βαρύνουσα σημασία έχει η ύπαρξη επενδυτικής παιδείας, καθώς αυτή μπορεί να προστατεύσει τους επενδυτές από βεβιασμένες και ανεπιτυχείς κινήσεις, στις οποίες οδηγεί κατά κανόνα η έλλειψη εμπειρίας της αγοράς. Έχει παρατηρηθεί ότι ειδικά κατά τη διάρκεια των περιόδων αυτών οι μη διαθέτοντες ικανοποιητικό επίπεδο επενδυτικής παιδείας υφίστανται σημαντικές απώλειες ενεργώντας αντίθετα ακριβώς από τις υπαγορεύσεις της λογικής.

1.2.8. Η Νομισματική Σταθερότητα

Όσον αφορά στη νομισματική σταθερότητα στο επίπεδο της πορείας του εθνικού μας νομίσματος, η ένταξη της Ελλάδας στο καθεστώς του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος παραμερίζει την αβεβαιότητα που μπορεί κατά περιόδους να υπήρχε σχετικά με την απαιτούμενη νομισματική ισορροπία στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Παρά τις όποιες αιτιάσεις για το ενιαίο νόμισμα και την αρνητική του σχέση ιδίως έναντι του αμερικανικού δολαρίου για μεγάλο χρονικό διάστημα, η ελληνική οικονομία απολαμβάνει πλέον την

ασφάλεια της στήριξης της οικονομίας της σε ένα νόμισμα που χαρακτηρίζεται ως σταθερό και ισχυρό.

Περαιτέρω, σε σχέση με τη νομισματική σταθερότητα που συνδέεται με την ποσότητα του κυκλοφορούντος χρήματος στην αγορά, πρέπει να σημειωθεί ότι οποιαδήποτε μεταβολή της ποσότητας χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο ως κριτήριο πρόγνωσης της μελλοντικής πορείας των τιμών των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, όταν επιταχύνεται ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας του κυκλοφορούντος χρήματος στην αγορά είναι αναμενόμενη μια ανοδική κίνηση των τιμών των μετοχών και αντίστροφα η μείωση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος στην αγορά συνεπάγεται πτωτική αντίδραση των τιμών των μετοχών.³²

1.2.9. Ο Βαθμός της υφιστάμενης Διαφθοράς

Το φαινόμενο της διαφθοράς συνιστά μια εγγενή αδυναμία της λειτουργίας ενός οικονομικού συστήματος και στις περιπτώσεις που λαμβάνει αξιοπρόσεκτες διαστάσεις έχει ως αποτέλεσμα το να διακατέχονται οι επενδυτές από εύλογη ανασφάλεια, διαπιστώνοντας τον ορατό κίνδυνο ευθείας προσβολής των δικαιωμάτων τους χωρίς την προοπτική επιβολής των προβλεπόμενων ποινών από τις αρμόδιες αρχές. Στον ευαίσθητο χώρο της χρηματιστηριακής αγοράς το μέτρο της διαφθοράς έχει πολλαπλάσια βαρύτητα, καθώς τυχόν απώλεια της εμπιστοσύνης του κοινού, υπόνοιες για πλημελή τήρηση των κανονισμών

³² Παπούλιας Γ. (1997) *Επενδύσεις Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Γ.Παπούλιας, σελ 230.

και επιλεκτική αντιμετώπιση ορισμένων υποθέσεων, πλήττουν καίρια το θεσμό του χρηματιστηρίου θίγοντας την οικονομία στο σύνολό της.

Η διαφθορά σε κάθε επίπεδο της λειτουργίας ενός οικονομικού συστήματος αποτελεί στις μέρες μας ένα φαινόμενο το οποίο υφίσταται σε έντονο βαθμό προσβάλλοντας ιδιαίτερα το κύρος και την αξιοπιστία του. Είναι γεγονός ότι κρούσματα διαφθοράς παρατηρούνται με μεγαλύτερη συχνότητα στις αναπτυσσόμενες αγορές, η λειτουργία των οποίων δε διέπεται από την καταλληλότερη και πληρέστερη θεσμική θωράκιση, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι ανάλογα φαινόμενα δεν εμφανίζονται και στους κόλπους των ανεπτυγμένων αγορών. Όταν ένα οικονομικό σύστημα χαρακτηρίζεται από υψηλό δείκτη διαφθοράς, αυτό λειτουργεί αρνητικά σε συνολικό επίπεδο, δεδομένου ότι συνιστά αντικίνητρο για την έλευση κεφαλαίων και την πραγματοποίηση επενδύσεων.

Η πρακτική που ακολουθείται άλλωστε στις χώρες που χαρακτηρίζονται από υψηλό δείκτη διαφθοράς, που συνεπάγεται το χρηματισμό παραγόντων του οικονομικού συστήματος, έχει ως αποτέλεσμα να ενισχύεται το φαινόμενο αυτό, δεδομένου ότι χωρίς την υιοθέτηση της εν λόγω τακτικής παρατηρείται σημαντική καθυστέρηση ή ακόμη και άρνηση των αρμόδιων αρχών κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Ο υψηλός βαθμός διαφθοράς συνδυάζεται κατά κανόνα με φαινόμενα πολιτικής αβεβαιότητας και αστάθειας. Όπως είναι φυσικό χώρες με αδύναμες κυβερνήσεις βιώνουν σε μεγαλύτερο βαθμό τέτοιες πρακτικές, αφού η κρατική εξουσία δε δύναται να επιβάλλει την έννομη τάξη.

Οι επενδυτές και οι επιχειρηματίες δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στο ζήτημα της έκτασης της διαφθοράς σε μια αγορά, καθώς η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων επηρεάζει καταλυτικά την εύρυθμη λειτουργία της.

Υφίσταται μάλιστα αρμόδια εταιρεία, η Business International, που εκδίδει την “The Economist Intelligence Unit”, έκδοση στην οποία περιέχονται δείκτες που αποτυπώνουν τις διαστάσεις της διαφθοράς στους κόλπους κάθε αγοράς. Οι πληροφορίες αυτές παρέχονται κατά κανόνα σε τράπεζες, πολυεθνικές επιχειρήσεις και σε διεθνείς επενδυτές.

Έχει υποστηριχθεί βέβαια και η αντίθετη άποψη (από τους Leff και Huntington), ότι δηλαδή η διαφθορά είναι δυνατό να ευνοήσει την οικονομική ανάπτυξη, καθώς οι πρακτικές που υιοθετεί μπορούν να επιταχύνουν τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος μέσω των “κατάλληλων μηχανισμών” και ταυτόχρονα να συνδράμει τους επιχειρηματίες στην αποφυγή της ανεπιθύμητης γραφειοκρατίας κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους. Αναμφίβολα κάθε πρακτική που ξεφεύγει από τα όρια της νομιμότητας δε θα μπορούσε να έχει οποιοδήποτε ενδιαφέρον περαιτέρω ανάλυσης και επεξεργασίας.³³

Εμπειριστατωμένη έρευνα σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα, παράλληλη άντληση προσωπικών απόψεων ειδικών εμπειρογνομόνων του χώρου και ταυτόχρονη εξέταση έγκυρων επιστημονικών περιοδικών κατά το χρονικό διάστημα 1998-2001, οδήγησαν σε χρήσιμα και αξιοπρόσεκτα συμπεράσματα, όσον αφορά στο βαθμό επηρεασμού του επενδυτικού κοινού από τους παραπάνω επί μέρους παράγοντες. Η ανωτέρω έρευνα έλαβε χώρα κατά το χρονικό διάστημα 1998-2001 και οδήγησε στην κατάρτιση του πίνακα υπ’ αριθμ. 2 στο κεφάλαιο 5 κατωτέρω.

³³ Mauro P. (1995) *Corruption and Growth*, *Quarterly Journal of Economics*, σελ. 681-701.

1.3. Κριτήρια συνολικής αξιολόγησης της χρηματιστηριακής αγοράς

Πέρα από την προφανή επίδραση των ανωτέρω παραγόντων επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού, συχνά γίνεται λόγος για εκτιμήσεις επενδυτικών οίκων αλλά και σχόλια ειδικών της αγοράς σχετικά με το ζήτημα εάν η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά συνολικά κρίνεται ως υπερτιμημένη ή όχι, καθώς και το ποιες πρόκειται να είναι οι προοπτικές της στο μέλλον. Οι εκθέσεις αυτές, όπως είναι αναμενόμενο, επηρεάζουν τους επενδυτές σε αξιοπρόσεκτο βαθμό. Σε αρκετές περιπτώσεις μάλιστα είναι αντιφατικές μεταξύ τους, με αποτέλεσμα να αποπροσανατολίζουν το κοινό. Η αλήθεια είναι ότι με δεδομένη την ευρύτητα των υπαρχόντων κριτηρίων αλλά και το υποκειμενικό στοιχείο που εμπεριέχει κάθε αξιολόγηση για την πορεία της αγοράς, είναι πράγματι δυσχερές το να αντιμετωπίζεται μια εκτίμηση ως πανάκεια, όποιο και αν είναι το κύρος που την περιβάλλει.

Στο πλαίσιο αυτό έχει υιοθετηθεί από τους ειδικούς των αγορών μια σειρά από κριτήρια, τα οποία επιχειρούν να αποτυπώσουν με το μεγαλύτερο δυνατό βαθμό αντικειμενικότητας και ακρίβειας την πραγματική εικόνα αλλά και τις προοπτικές κάθε χρηματιστηριακής αγοράς. Αναμφίβολα η εκτίμηση του βαθμού επικινδυνότητας κάθε επί μέρους αγοράς αποτελεί ένα από τα πιο δύσκολα καθήκοντα των διαχειριστών κεφαλαίων σε διεθνές επίπεδο. Μεταξύ των πολυάριθμων μελετών, που έχουν συνταχθεί για το σκοπό αυτό, χαρακτηριστική είναι αυτή της “The World Bank Economic Review”,³⁴ η οποία θέτει την εξής σειρά κριτηρίων προς την κατεύθυνση αυτή:

³⁴ Ross Levine, *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No 2, pp. 291-304.

1.3.1. Η Κεφαλαιοποίηση

Βασικό κριτήριο αξιολόγησης αποτελεί ο λόγος της συνολικής κεφαλαιοποίησης μιας χρηματιστηριακής αγοράς προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν. Υπάρχουν παραδείγματα χωρών στις οποίες ο εν λόγω δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, ενώ αντίθετα σε άλλες περιπτώσεις ο λόγος αυτός δεν ξεπερνά το 0,1. Είναι πραγματικά αξιοπρόσεκτος ο μεγάλος βαθμός διαφοροποίησης των υπό εξέταση στοιχείων μεταξύ των κατά τύπους αγορών. Η πραγματική οικονομική σημασία του λόγου της κεφαλαιοποίησης της αγοράς προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν είναι το ότι φανερώνει την πραγματική δυνατότητα της κίνησης κεφαλαίων καθώς και την ευχέρεια διαφοροποίησης κινδύνου σε κάθε αγορά.

1.3.2. Η Ρευστότητα

Η έννοια της ρευστότητας για τους αναλυτές παραπέμπει στη δυνατότητα για ευχερή και απρόσκοπτη διενέργεια αγορών και πωλήσεων χρεογράφων. Από τη στιγμή που η υπάρχουσα ρευστότητα επιτρέπει στους επενδυτές να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους με την επιθυμητή ταχύτητα οι επενδύσεις καθίστανται πιο ασφαλείς και ευνοούνται οι μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις. Η ρευστότητα θεωρείται παράγων αποφασιστικής βαρύτητας για την ανάπτυξη μιας χρηματιστηριακής αγοράς, καθώς θεωρητικά οι αγορές που τη διαθέτουν είναι αυτές που ευνοούν την τοποθέτηση κεφαλαίων στους κόλπους τους δημιουργώντας ουσιαστικές προϋποθέσεις μακροπρόθεσμης οικονομικής ανάπτυξης.

Η ρευστότητα μετράται με το λόγο της συνολικής αξίας των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στην αγορά προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν. Υπάρχει περίπτωση όμως εξαγωγής πλασματικών συμπερασμάτων, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις η κεφαλαιοποίηση μιας αγοράς είναι μεν υψηλή αλλά ο όγκος των συναλλαγών που διενεργούνται είναι συγκριτικά χαμηλός. Για το λόγο αυτό ακολουθείται και δεύτερος τρόπος υπολογισμού της ρευστότητας, ο οποίος συνίσταται στην εξέταση του λόγου του όγκου συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Όταν ο λόγος αυτός κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα σε μια αγορά, τεκμαίρεται ότι το κόστος των συναλλαγών σε αυτήν είναι κατά κανόνα χαμηλό.

1.3.3. Ο βαθμός Συγκέντρωσης των Επιχειρήσεων

Υπάρχουν παραδείγματα χρηματιστηριακών αγορών, στις οποίες ένας μικρός αριθμός εταιρειών κατέχει σε δυσανάλογο βαθμό δεσπόζουσα θέση στην αγορά. Ο υψηλός δείκτης συγκέντρωσης αυτού του είδους δεν είναι επιθυμητός καθώς δύναται να επηρεαστεί αρνητικά η ρευστότητα της αγοράς αλλά και ο ελεύθερος ανταγωνισμός. Το μέτρο της συγκέντρωσης σε μια αγορά προκύπτει βάσει του λόγου της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς προς την κεφαλαιοποίηση των δέκα μεγαλύτερων εισηγμένων εταιρειών. Όπως είναι φυσικό στις ανεπτυγμένες αγορές ο δείκτης συγκέντρωσης είναι ιδιαίτερα χαμηλός, καθώς οι δέκα μεγαλύτερες εταιρείες αποτελούν συνήθως λιγότερο από το 20% της αγοράς. Αυτό επαληθεύεται στην περίπτωση της Ιαπωνίας και των Η.Π.Α. Αντίθετα στις αναπτυσσόμενες αγορές ο υπό εξέταση δείκτης είναι σε ορισμένες περιπτώσεις έως και τρεις φορές υψηλότερος.

1.3.4. Οι Διακυμάνσεις της Αγοράς

Ο βαθμός διακύμανσης που εμφανίζει ένα χρηματιστήριο παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς αφήνει να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για τους ειδικούς της αγοράς, οι οποίοι τον σταθμίζουν με ιδιαίτερη προσοχή. Ο σχετικός υπολογισμός γίνεται κατά κανόνα σε ετήσια βάση. Οι μεγάλες διακυμάνσεις όμως δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη για το μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό αξιοπιστίας μιας χρηματιστηριακής αγοράς. Συνήθως οι μικρές διακυμάνσεις αντανακλούν έναν υψηλότερο δείκτη ανάπτυξης της αγοράς, αν και από την άλλη πλευρά και οι μεγαλύτερες διακυμάνσεις θα μπορούσαν να ερμηνευθούν ως φυσιολογική ένδειξη και να αποδοθούν στην αφομοίωση μιας αυξημένης ποσότητας πληροφοριών σύμφωνα με το μοντέλο και τη λογική της «αποτελεσματικής αγοράς».

1.3.5. Η Σχέση μεταξύ Εθνικής και Διεθνούς Αγοράς

Πολλές αναλύσεις έχουν αφιερωθεί στην εξέταση του βαθμού «ενσωμάτωσης» ανάμεσα σε μια εθνική αγορά αφ' ενός και στη διεθνή αγορά αφ' ετέρου. Διερευνάται δηλαδή το μέτρο κατά το οποίο οι τιμές των μετοχών μιας επί μέρους αγοράς συμβαδίζουν με τον αντίστοιχο μέσο όρο που ισχύει σε διεθνές επίπεδο. Αναμφίβολα κάθε επί μέρους αγορά διαθέτει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, τα οποία δικαιολογούν συχνά σημαντικές αποκλίσεις, που ερμηνεύονται εύλογα βάσει των ειδικών κριτηρίων και συνθηκών κάθε χρηματιστηρίου. Παρ' όλα αυτά όμως οι αναλυτές κατά κανόνα προτιμούν τις μετοχές των αγορών

εκείνων που εμφανίζουν το μεγαλύτερο βαθμό ενσωμάτωσης και προσαρμογής στα διεθνή πρότυπα, καθώς κρίνονται για το λόγο αυτό ως περισσότερο ασφαλείς.

1.3.6. Το Θεσμικό Πλαίσιο Λειτουργίας

Το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο και είναι αυτό που καλείται να διασφαλίσει την εύρυθμη λειτουργία της σε κάθε επίπεδο. Πρώτιστης σπουδαιότητας ζήτημα είναι η εξασφάλιση επαρκούς προστασίας των επενδυτών με την παροχή όλων των απαραίτητων ένδικων βοηθημάτων ενάντια σε κάθε είδους διακινδύνευση των συμφερόντων τους. Περαιτέρω, απαιτείται η πρόβλεψη της παροχής έγκυρης και ολοκληρωμένης ενημέρωσης προς το επενδυτικό κοινό. Αποφασιστικής σημασίας είναι επίσης η ταχύτητα και η αποτελεσματικότητα της δικαστηριακής πρακτικής.

Ο βαθμός της θεσμικής θωράκισης καθορίζεται εξάλλου από ένα σύνολο παραγόντων ποικίλου περιεχομένου, όπως το καθεστώς λειτουργίας και ευθύνης των χρηματιστηριακών εταιρειών, η επάρκεια των ακολουθούμενων από τις εισηγμένες εταιρείες λογιστικών μεθόδων, η ύπαρξη τυχόν περιορισμών για τους μη εγχώριους επενδυτές κ.λπ. Το νομικό καθεστώς που διέπει τη μεταχείριση αλλοδαπών εταιρειών έχει προφανώς ιδιαίτερη βαρύτητα. Γενικότερα, η κατάλληλη θεσμική θωράκιση δημιουργεί το αίσθημα ασφάλειας, που είναι αναγκαίο σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά, προκειμένου να κατευθυνθούν προς αυτήν τα κεφάλαια που είναι τόσο απαραίτητα για την ανάπτυξή της.

1.3.7. Η Συνολική Εκτίμηση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος

Στην περίπτωση που μια χρηματιστηριακή αγορά κρίνεται ελκυστική για τοποθέτηση θα πρέπει να προσεχθεί παράλληλα η συνολική κατάσταση του χρηματοοικονομικού συστήματος της χώρας, επειδή είναι πιθανό να παρουσιάζονται αδυναμίες σε άλλα σημαντικά επίπεδα. Πιο συγκεκριμένα, πρέπει να εξετασθεί η λειτουργία αφ' ενός του τραπεζικού συστήματος και αφ' ετέρου των μη τραπεζικών οικονομικών οργανισμών, καθώς επίσης το ασφαλιστικό της σύστημα. Κατά κανόνα ο βαθμός ανάπτυξης των προαναφερθέντων οργανισμών στους κόλπους της ίδιας κρατικής οντότητας είναι σχεδόν ταυτόσημος, χωρίς όμως να αποκλείεται κατά περίπτωση και η εμφάνιση εξαιρέσεων.

Δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στον παράγοντα της θεσμικής αποτελεσματικότητας μιας αγοράς η Business International Corporation,³⁵ υιοθετεί ορισμένα περαιτέρω κριτήρια προς την κατεύθυνση της εκτίμησης της συνολικής κατάστασης της αγοράς:

1.3.7.1. Η Θεσμική και Πολιτική Σταθερότητα

Σύμφωνα με το κριτήριο αυτό, εξετάζεται η πιθανότητα μεταβολής του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου, που διέπει τη λειτουργία της αγοράς, με αφορμή τη διενέργεια εκλογών ή με άλλο τρόπο. Οποιαδήποτε μεταβολή καταρχήν αντιμετωπίζεται με επιφυλακτικότητα από τις αγορές, που παραδοσιακά αντιδρούν με νευρικότητα, η οποία ασφαλώς είναι ανεπιθύμητη για τους επενδυτές. Παράλληλα, ερευνάται η πολιτική

³⁵ Mauro P. (1995) Corruption and Growth, Quarterly Journal of Economics, August 1995, σελ. 681-701.

σταθερότητα εν γένει και ο βαθμός κατά τον οποίο εικάζεται ότι μπορεί αυτή να διαταραχθεί. Στο ίδιο ακριβώς πλαίσιο οι επενδυτές επιζητούν την πολιτική ομαλότητα, η οποία συνιστά βασική προϋπόθεση για την απρόσκοπτη πορεία και λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς.

1.3.7.2. Η Εργασιακή Ειρήνη

Είναι προφανής η αξία και η σημασία της ύπαρξης εργασιακής ειρήνης στους κόλπους μιας οικονομίας. Εάν το επίπεδο των εργασιακών σχέσεων βρίσκεται σε ικανοποιητικό σημείο, αυτό επιδρά όπως είναι φυσικό θετικά στην εύρυθμη και ομαλή λειτουργία της αγοράς συνολικά. Σε αντίθετη περίπτωση πλήττεται η παραγωγή και διαταράσσεται η ομαλότητα της αγοράς και κατ' επέκταση το επενδυτικό κλίμα.

1.3.7.3. Γραφειοκρατία και Διαφθορά

Τα φαινόμενα αυτά εμφανίζονται κατά κανόνα σε αγορές που δε διακρίνονται από υψηλό βαθμό ανάπτυξης και θεσμικής θωράκισης. Είναι προφανές ότι λειτουργούν ανασταλτικά για την πρόοδο και την ανάπτυξη μιας αγοράς από τη στιγμή που ενεργούν αποτρεπτικά στην έλευση κεφαλαίων και την προσέλκυση του απαραίτητου επενδυτικού ενδιαφέροντος.

1.3.7.4. Οι σχέσεις με τις Γείτονες Χώρες

Το επίπεδο των σχέσεων μιας χώρας με τους γείτονές της είναι άξιο προσοχής, καθώς τυχόν ένταση στις σχέσεις αυτές επιδρά αρνητικά στο

κλίμα εμπιστοσύνης και ασφάλειας, που είναι αναγκαίο για την ανάπτυξη της αγοράς. Από την άλλη πλευρά οι ομαλές σχέσεις με τις όμορες χώρες ευνοούν τη συνεργασία και τις εμπορικές ανταλλαγές δημιουργώντας με τον τρόπο αυτό επιπλέον κίνητρα για επενδύσεις και ενίσχυση της εμπορικής δραστηριότητας.

Κεφάλαιο 2

Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Ένας από τους βασικότερους παράγοντες επηρεασμού της πορείας των χρηματιστηριακών αγορών, στον οποίο δεν είχε δοθεί έως πρόσφατα η απαιτούμενη έμφαση στο χώρο της οικονομικής θεωρίας, είναι αυτός της «οικονομικής ψυχολογίας». Όσο και αν αυτό φαίνεται παράδοξο η ψυχολογία της αγοράς διαδραματίζει έναν ρόλο τόσο καθοριστικό στην χρηματιστηριακή αγορά, που έχει ως αποτέλεσμα να την επηρεάζει σε πολλές περιπτώσεις περισσότερο από κάθε άλλο κριτήριο. Η επιρροή που ασκεί μάλιστα σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές είναι τόσο δραστική, ώστε να αναιρεί την επίδραση και τη σπουδαιότητα των υπολοίπων παραγόντων επηρεασμού των επενδυτών.

Είναι άξιο προσοχής το γεγονός ότι ο βραβευθείς από τη Σουηδική Ακαδημία με το Νόμπελ οικονομικών για το έτος 2001 George Akerlof, περισσότερο από οποιονδήποτε άλλον στο χώρο της οικονομικής επιστήμης εργάστηκε για να αποδείξει το βαθμό κατά τον οποίο οι θέσεις της κοινωνιολογίας και της ψυχολογίας μπορούν να επεκτείνουν και να εμπλουτίσουν αυτές της οικονομικής επιστήμης.³⁶ Για το λόγο αυτό θεωρείται ο πιο ευρηματικός εφαρμοστής των θέσεων άλλων επιστημών στα οικονομικά, μια τακτική που τα τελευταία χρόνια φαίνεται να βρίσκει πρόσφορο έδαφος στην οικονομική θεωρία.

³⁶ Akerlof G. (1994) *An economic theorist's book of tales*, Cambridge University Press.

Όπως χαρακτηριστικά έχει παρατηρήσει ο Akerlof, «οι θεωρητικοί της οικονομικής επιστήμης, όπως ακριβώς οι Γάλλοι μάγειροι σε σχέση με το φαγητό, έχουν αναπτύξει σταθερά μοντέλα των οποίων τα συστατικά στοιχεία περιορίζονται από κάποιους άγραφους νόμους. Με τον ίδιο τρόπο που στην παραδοσιακή γαλλική κουζίνα δε χρησιμοποιούνται τα φύκια ή το ωμό ψάρι έτσι και τα νεοκλασικά μοντέλα ανάλυσης δεν χρησιμοποιούν υποθέσεις που προέρχονται από την ψυχολογία, την ανθρωπολογία ή την κοινωνιολογία. Δε συμφωνώ με οιοσδήποτε κανόνες που περιορίζουν τη φύση των συστατικών στα οικονομικά μοντέλα».³⁷ Πράγματι όμως η αλληλεπίδραση των επιστημών αυτών, με ιδιαίτερη έμφαση ασφαλώς στην ψυχολογία, είναι αδιαμφισβήτητη.

Αναμφίβολα προκαλεί εντύπωση σε κάποιον παρατηρητή η ευκολία με την οποία όχι μόνο οι ιδιώτες επενδυτές αλλά και οι θεσμικοί σε αρκετές περιπτώσεις, μετά από περιόδους έντονα ανοδικές και αφού οι τιμές έχουν διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, προβαίνουν σε τοποθετήσεις στη χρηματιστηριακή αγορά τη στιγμή ακριβώς που κάθε άλλο κριτήριο θα υπαγόρευε την αντίθετη ακριβώς επενδυτική στρατηγική. Αντιστρόφως σε περιόδους κατά τις οποίες οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται σε πραγματικά ελκυστικά επίπεδα ακολουθώντας μια έντονα πτωτική και διορθωτική κίνηση της αγοράς είναι αξιοσημείωτη η απροθυμία των επενδυτών να προβούν σε αγορές, παρά το ότι ο βαθμός του κινδύνου για περαιτέρω πτώση των τιμών έχει περιοριστεί σημαντικά.

Είναι λοιπόν φανερό ότι το κριτήριο, το οποίο επηρεάζει καθοριστικότερα από οποιοδήποτε άλλο την επενδυτική συμπεριφορά του

³⁷ Akerlof G. (1994) *An economic theorist's book of tales*, Cambridge University Press.

κοινού και το κατευθύνει προς επιλογές, που αντίκεινται συχνά όχι μόνο στα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς αλλά και τις υπαγορεύσεις της λογικής, είναι αυτό της οικονομικής ψυχολογίας. Η βαρύτητά του δε είναι τέτοια, ώστε να περνούν σε δεύτερη μοίρα οι εκτιμήσεις που προκύπτουν από τους οικονομικούς δείκτες, την τεχνική ανάλυση και τα υπόλοιπα επιστημονικά αναγνωρισμένα κριτήρια επενδυτικών επιλογών.

Ένα τέτοιο φαινόμενο βίωσε η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά σε έντονο βαθμό κατά το πρόσφατο παρελθόν και πιο συγκεκριμένα κατά τη διάρκεια του έτους 1999. Είχε προηγηθεί η ανοδική κίνηση της διετίας 1997-1998, η οποία οδήγησε τις τιμές σε υψηλά σχετικά επίπεδα προσελκύοντας το ενδιαφέρον πολλών επενδυτών. Οι εξελίξεις όμως στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά κατά το πρώτο οκτάμηνο του 1999 ξεπέρασαν και τις πιο αισιόδοξες προσδοκίες οδηγώντας τις τιμές των μετοχών σε αδικαιολόγητα υψηλά επίπεδα. Η εντυπωσιακή άνοδος σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα, αποτέλεσε κίνητρο για πολλούς να επενδύσουν για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο παρασυρόμενοι από τις εντυπωσιακές αποδόσεις, που είχαν ήδη καταγραφεί, με αποτέλεσμα κατά το χρόνο αυτό να αυξηθούν αλματωδώς οι κωδικοί πελατών των χρηματιστηριακών εταιρειών, ξεπερνώντας σε αριθμό τους 1.200.000 κωδικούς.

Στην περίπτωση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά την παραπάνω περίοδο, αλλά και σε αντίστοιχες περιπτώσεις που διεθνώς έχουν καταγραφεί, η μαζική συμμετοχή του επενδυτικού κοινού στα χρηματιστηριακά δρώμενα προσλαμβάνει τις διαστάσεις κοινωνικού φαινομένου εκτρέποντας το χρηματιστήριο σε μια οδό διαφορετική από αυτήν που υπαγορεύει η θέση του σε μια εύρυθμα δομημένη και λειτουργούσα οικονομία. Φυσική συνέπεια του φαινομένου αυτού, είναι το ότι οι επενδυτικές επιλογές του κοινού δεν κατευθύνονται από τη

λογική, αλλά από το «σύνδρομο της χρηματιστηριακής τρέλας», που τους καταλαμβάνει. Το κλίμα ευφορίας, που κυριαρχεί σε μια τέτοια αγορά για το επίμαχο χρονικό διάστημα, ανεβάζει κατακόρυφα το δείκτη της ψυχολογίας των επενδυτών. Αναπόφευκτα οι επενδυτές προβαίνουν σε αλόγιστες κινήσεις αγοράζοντας ιδιαίτερα υπερτιμημένες μετοχές, καθώς έχει ήδη προηγηθεί μακρά περίοδος σημαντικής ανόδου, με τον αυτονόητο και προφανή κίνδυνο που η συμπεριφορά αυτή συνεπάγεται.

Κάθε βίαιη και άμετρη άνοδος των τιμών έχει αποδειχθεί στην πράξη ότι οδηγεί νομοτελειακά σε μια αντίστροφη πορεία, οι συνέπειες της οποίας είναι πάντοτε οδυνηρές. Αυτό συνέβη και στην περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου επιβεβαιώνοντας τα διδάγματα από ανάλογα φαινόμενα άλλων αγορών σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Αξιοσημείωτο είναι ότι μετά το πέρας της πτωτικής αυτής πορείας και παρά το ότι διαφαινόταν η ολοκλήρωση της διορθωτικής κίνησης των τιμών οι επενδυτές δίσταζαν να προβούν σε αγορές μετοχών παρά τα ελκυστικά επίπεδα τιμών που είχαν διαμορφωθεί. Σε ορισμένες περιπτώσεις δε, οι τιμές των μετοχών καθίστανται ιδιαίτερα συμφέρουσες και όλες οι αναλύσεις συνηγορούν υπέρ της αγοράς τους, με το ποσοστό κινδύνου να έχει περιοριστεί σημαντικά. Ακόμη και στην περίπτωση αυτή όμως ούτε οι υποδείξεις των ειδικών, ούτε οι υπαγορεύσεις της λογικής είναι ικανές να πείσουν το επενδυτικό κοινό να προβεί σε τοποθετήσεις στο χρηματιστήριο.

Ο αποκλειστικός λόγος που λειτουργεί αποτρεπτικά για το κοινό είναι η κακή ψυχολογία που έχει επικρατήσει σε μια τέτοια αγορά. Το αρνητικό κλίμα που επικρατεί ύστερα από μια περίοδο σημαντικής πτώσης δεν επιτρέπει στους επενδυτές να κινηθούν με ορθολογικά κριτήρια. Παρατηρείται δηλαδή το ίδιο φαινόμενο με αυτό της σημαντικής ανόδου που προαναφέρθηκε προς την αντίθετη φυσικά

κατεύθυνση. Η συμπεριφορά αυτή επιβεβαιώνει τον αποφασιστικής σημασίας ρόλο που διαδραματίζει ο παράγων ψυχολογία στην αγορά. Η επίδραση αυτή καθίσταται καταλυτική σε χρονικές περιόδους, που διαδέχονται έντονες διακυμάνσεις της αγοράς, με αποτέλεσμα να παραμερίζεται η σημασία και η επίδραση κάθε άλλου παράγοντα επηρεασμού των τιμών και να εστιάζεται το ενδιαφέρον των επενδυτών και η μέριμνα των ειδικών σχεδόν εξ ολοκλήρου στον παράγοντα ψυχολογία.

Αναμφίβολα το κίνητρο των επενδυτών, που παρασύρονται σε κινήσεις που αντίκεινται πολλές φορές ακόμη και στις αρχές της κοινής λογικής, είναι η επιθυμία για εύκολο και γρήγορο πλουτισμό, η οποία είναι συχνά τόσο έντονη, ώστε να τους οδηγεί σε παράλογες κινήσεις. Στη σύγχρονη πραγματικότητα, όπου κυριαρχεί ο υλικός ευδαιμονισμός και ο καταναλωτισμός, είναι επόμενο η παραπάνω επιθυμία να αποτελεί αυτοσκοπό για την πλειοψηφία των πολιτών και είναι θέμα συγκυριών το να μετουσιωθεί σε πράξη και να γίνει αντικείμενο εκμετάλλευσης από μηχανισμούς που караδοκούν για το σκοπό αυτό. Οι περίοδοι άνθησης των χρηματιστηριακών αγορών αποτελούν την πιο ενδεδειγμένη χρονική στιγμή για να ενεργοποιηθεί και να καταστεί αντικείμενο εκμετάλλευσης από ορισμένους κύκλους η επιθυμία αυτή του συνόλου των πολιτών και εν δυνάμει υποψηφίων επενδυτών. Οι υψηλές αποδόσεις, που έχουν ήδη καταγραφεί, αποτελούν το ισχυρότερο κίνητρο για τους επενδυτές. Η επιθυμία του εύκολου κέρδους λοιπόν αποτελεί καταρχήν τη δικαιολογητική βάση της άφρονος συμπεριφοράς του επενδυτικού κοινού σε περιόδους με έντονη χρηματιστηριακή δραστηριότητα.

Η κατανόηση όμως της ανωτέρω συμπεριφοράς για να ερμηνευθεί σωστά πρέπει να μελετηθεί και υπό το πρίσμα μιας άλλης παραμέτρου. Εάν ήταν δυνατό να ερευνηθούν τα χαρακτηριστικά των επενδυτών του

χρηματιστηρίου θα προέκυπτε προφανώς η διαπίστωση ότι οι επενδυτές που χαρακτηρίζονται ως «θύματα του χρηματιστηρίου» ανήκουν σε όλα τα κοινωνικά στρώματα με ποικίλη εισοδηματική στάθμη και διαφορετικό μορφωτικό επίπεδο. Αυτό σημαίνει ότι πολλοί από αυτούς, υπό άλλες συνθήκες, δύσκολα θα ενεργούσαν τόσο απήφιστα. Η διαπίστωση αυτή οδηγεί στο συμπέρασμα ότι πέρα από την αυτονόητη επιθυμία για γρήγορο πλουτισμό η εξήγηση των κινήσεων των επενδυτών πρέπει να αναζητηθεί και στο μαζικό χαρακτήρα της συμπεριφοράς τους. Ασυναίσθητα σε περιόδους με ιδιαίτερα έντονο ενδιαφέρον του κοινού για το χρηματιστήριο οι επενδυτές δεν ενεργούν αυτοβούλως και αυτεξούσια αλλά ως μέλη μιας μάζας. Κατά συνέπεια οι κινήσεις τους κατευθύνονται από την ψυχολογία του όχλου, που διέπει εξορισμού τη συμπεριφορά κάθε μαζικοποιημένης ομάδας ανθρώπων. Η βαθύτερη προσέγγιση του ζητήματος αποκαλύπτει τον καθοριστικό ρόλο της διάστασης αυτής, αφού αυτή είναι τελικά που καθοδηγεί το κοινό προς τη λανθασμένη κατεύθυνση.

Σύμφωνα με τις αρχές της μαζικής ψυχολογίας μέσα σε δεδομένες συνθήκες μια συσσώρευση ανθρώπων αποκτά καινούριους χαρακτήρες πολύ διαφορετικούς από αυτούς του κάθε ατόμου που τη συνθέτει. Η συνειδητή προσωπικότητα εξαφανίζεται και οι ιδέες όλων των μονάδων είναι προσανατολισμένες προς μία και μόνη κατεύθυνση, η οποία υπαγορεύεται από τη συλλογική συνείδηση, καθώς η οργανωμένη μάζα αποτελεί ένα ενιαίο ον, που υπόκειται στον ψυχολογικό νόμο της διανοητικής ενότητας των μαζών. Στο πλαίσιο αυτό η ασυνείδητη δράση των μαζών υποκαθιστά τη συνειδητή δραστηριότητα των επί μέρους ατόμων δίνοντας μια εξήγηση στο παράλογο της συμπεριφοράς τους.

Όποια και αν είναι τα άτομα που τη συνθέτουν, όσο παρόμοια ή ανόμοια και αν είναι τα είδη της ζωής τους, οι ασχολίες τους, ο

χαρακτήρας τους ή οι ικανότητές τους και μόνο το γεγονός ότι έχουν μετατραπεί σε μάζα τους προσδίδει ένα είδος συλλογικής ψυχής. Αυτή η ψυχή τα κάνει να αισθάνονται, να σκέπτονται και να πράττουν με έναν τρόπο εντελώς διαφορετικό από αυτόν με τον οποίο θα αισθανόταν, θα σκεφτόταν ή θα έπραττε κάθε άτομο από αυτά ξεχωριστά. Αυτό μάλιστα ισχύει παρά το ότι οι μάζες είναι κατά κανόνα ετερογενείς και ετερόκλητες.³⁸

Η μάζα χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα γνωρίσματα, όπως ο έντονος παρορμητισμός, η σχεδόν ολοκληρωτική ανικανότητα για σώφρονα συλλογισμό και η αξιοπρόσεκτη μονομέρεια και υπερβολή των συναισθημάτων. Στα ανωτέρω συμπτώματα αποδίδεται άλλωστε και το παράλογο της συμπεριφοράς των μαζών. Είναι αλήθεια μάλιστα ότι ορισμένες ιδέες και συγκεκριμένα αισθήματα δεν εμφανίζονται ή δε μετουσιώνονται σε πράξεις παρά μόνο στις περιπτώσεις ατόμων που συνθέτουν μια μάζα. Αντιπροσωπευτικότερο γνώρισμα της συμπεριφοράς μιας μάζας είναι η απουσία κρίσης και κριτικού πνεύματος. Το χαρακτηριστικό αυτό δικαιολογεί το παράλογο της συμπεριφοράς του επενδυτικού κοινού σε μια χρηματιστηριακή αγορά, στην οποία επικρατεί μεγάλος ενθουσιασμός ή πανικός. Όπως έχει αποδειχθεί μέσα από πληθώρα παραδειγμάτων τόσο στον ελληνικό χώρο όσο και σε αγορές του εξωτερικού όταν οι επενδυτές διακατέχονται από τα έντονα αυτά συναισθήματα η συμπεριφορά τους παραπέμπει άμεσα στη λογική της ψυχολογίας των μαζών και χαρακτηρίζεται από υπερβολή αισθημάτων και παντελή απουσία κριτικού πνεύματος.

Είναι γεγονός ότι οι περιπτώσεις κατά τις οποίες η συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού μαζικοποιείται σε τόσο έντονο βαθμό, ώστε να

³⁸ Le Bon G. (1996) *Η Ψυχολογία των Μαζών*, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ζήτρος, σελ. 28.

ταυτίζεται με τα ανωτέρω χαρακτηριστικά, είναι αριθμητικά λίγες. Οι έντονα ανοδικές κινήσεις της αγοράς, που διαρκούν για μεγάλο χρονικό διάστημα και προκαλούν έντονο ενθουσιασμό με αποτέλεσμα να οδηγούν τα πράγματα προς την κατεύθυνση μιας «χρηματιστηριακής τρέλλας», φέρνοντας τα τεκταινόμενα στη χρηματιστηριακή αγορά στην πρώτη γραμμή του ενδιαφέροντος είναι φαινόμενο σπάνιο, για την επανάληψη του οποίου απαιτείται κατά κανόνα η πάροδος αρκετών ετών προκειμένου να ολοκληρωθεί ο απαραίτητος κύκλος της αγοράς.

Αντίστοιχα, τα παραδείγματα έντονα πτωτικών αγορών για σημαντικό χρονικό διάστημα, που οδηγούν μια αγορά στα πρόθυρα του κράχ, συνιστούν ασφαλώς την εξαίρεση σε μια εύρυθμα λειτουργούσα οικονομία. Η συχνότητα της εμφάνισης παρόμοιων φαινομένων όμως, είναι αντιστρόφως ανάλογη με τη βαρύτητα των συνεπειών που προκαλούν. Η επενδυτική συμπεριφορά του κοινού κατά τη διάρκεια των περιόδων αυτών, δηλαδή υπό το κράτος άκρατου ενθουσιασμού ή μεγάλου πανικού, αποβαίνει συνήθως σε τόσο έντονο βαθμό ζημιογόνος, ώστε να μιλάμε για φαινόμενα οικονομικής καταστροφής. Για το λόγο αυτό η εξέταση της επενδυτικής συμπεριφοράς κατά τη διάρκεια τέτοιων περιόδων, που χαρακτηρίζεται από τα γνωρίσματα της ψυχολογίας των μαζών, αποκτά αξιοσημείωτο ενδιαφέρον. Μπορεί τα παραδείγματα των περιόδων αυτών να είναι ολιγάριθμα, οι επιπτώσεις τους όμως είναι τόσο σημαντικές, ώστε να απαιτείται η πάροδος αρκετών ετών για την κάλυψη των ζημιών που προκλήθηκαν.

Ακόμη και με τη συνδρομή της επιστήμης της ψυχολογίας η ερμηνεία της παράλογης συμπεριφοράς των επενδυτών φαίνεται δυσχερής. Ίσως η εξήγηση δίνεται από τη διαπίστωση ότι η μάζα είναι πάντα διανοητικά κατώτερη από το μεμονωμένο άτομο και υπό το πρίσμα αυτό εξηγείται η ροπή της προς την υποβολή και την ευπιστία. Το βέβαιο

είναι ότι κάθε επί μέρους μονάδα του συνόλου θα ενεργούσε εντελώς διαφορετικά υπό άλλες συνθήκες. Με άλλα λόγια, μόνο το γεγονός ότι αποτελεί μέρος μιας μάζας είναι ικανό να μεταβάλλει ριζικά τον τρόπο σκέψης και λειτουργίας ενός ατόμου. Βασικό σύμπτωμα της μαζικής ψυχολογίας είναι αφ' ενός ο αφανισμός της συνειδητής προσωπικότητας και αφ' ετέρου η επικράτηση της ασυνείδητης προσωπικότητας.

Παράλληλα, τα μέλη της ομάδας προσανατολίζονται, διαμέσου της υποβολής και της μεταδοτικότητας των συναισθημάτων και των ιδεών, προς την ίδια κατεύθυνση, που στην προκειμένη περίπτωση είναι η αλόγιστη επιθυμία του γρήγορου κέρδους. Η επίδραση δε της υποβολής στα πλαίσια μιας ομάδας ατόμων λαμβάνει σημαντικές διαστάσεις, αφού η υποβολή διογκώνεται καθώς γίνεται αμοιβαία. Επίσης βασικό γνώρισμα της υποβολής αποτελεί το ότι αυτή είναι μεταδοτική με αποτέλεσμα να ερμηνεύεται ο γρήγορος προσανατολισμός των συναισθημάτων της μάζας προς ορισμένη κατεύθυνση.³⁹

Η επίδραση της ψυχολογίας στο χώρο των χρηματιστηριακών αγορών είναι βέβαιο ότι δεν έχει μελετηθεί και αναλυθεί στον απαιτούμενο βαθμό. Μια πιο προσεκτική προσέγγιση θα καταδείκνυε τον καθοριστικό ρόλο που διαδραματίζει σε μια αγορά, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις είναι ο παράγων με τη μεγαλύτερη βαρύτητα συγκριτικά με οποιονδήποτε άλλον. Ο ρόλος της ψυχολογίας δε, αποκτά μια πιο αξιοπρόσεκτη διάσταση όταν το επενδυτικό κοινό λειτουργεί και συμπεριφέρεται με τη λογική της μάζας με τα συμπτώματα και τις συνέπειες που περιγράφηκαν ανωτέρω.

³⁹ Le Bon G. (1996) *Η Ψυχολογία των Μαζών*, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ζήτηρος, σελ. 37-40.

Κεφάλαιο 3

ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ:

ΠΛΗΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διερεύνηση των πηγών από τις οποίες οι επενδυτές αντλούν οικονομικές πληροφορίες προκειμένου να προβούν σε επενδυτικές κινήσεις. Οι πηγές ενημέρωσης του κοινού είναι πολυάριθμες και ποικίλες, καθώς εκτείνονται από τις επίσημες ανακοινώσεις των εισηγμένων εταιρειών, που προβλέπονται από την κείμενη νομοθεσία, έως τις ανεπίσημες πληροφορίες που διοχετεύονται παντιοτρόπως στη χρηματιστηριακή αγορά. Η διερεύνηση των πηγών αυτών είναι χρήσιμη προκειμένου να εξεταστεί το μέτρο της αξιοπιστίας τους και κατ' επέκταση η ποιότητα της οικονομικής πληροφόρησης των επενδυτών. Οι κυριότερες από τις πηγές αυτές είναι οι ακόλουθες:

3.1. Οι Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις των Εταιρειών

Οι ετήσιοι οικονομικοί λογαριασμοί αποτελούν την πιο τυπική πηγή ενημέρωσης για τους επενδυτές δεδομένου ότι σε αυτούς αποτυπώνεται πιστά η εικόνα της εταιρείας. Η ελληνική νομοθεσία μεριμνώντας για την καλύτερη δυνατή ενημέρωση του επενδυτικού κοινού και την επίτευξη της επιθυμητής διαφάνειας των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας έχει θεσπίσει διατάξεις που προβλέπουν την

υποχρέωση των ανωνύμων εταιρειών να προβαίνουν σε κατάρτιση και δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων βάσει συγκεκριμένων κανόνων και σε τακτά χρονικά διαστήματα. Οι κανόνες αυτοί αποβλέπουν στο να εμφανίζονται τα στοιχεία, που περιλαμβάνονται στους ετήσιους λογαριασμούς, με τρόπο καταληπτό και σαφή για τα ενδιαφερόμενα μέρη δεδομένου ότι επιδρούν καθοριστικά στη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων.

Η τήρηση των μεθόδων κατάρτισης, που ορίζει ο νομοθέτης, είναι επιβεβλημένη ώστε να εξασφαλίζεται η απεικόνιση της πραγματικής και όχι μιας πλασματικής οικονομικής κατάστασης της εταιρείας προς το συμφέρον τόσο των μετόχων της όσο και των συναλλασσομένων μαζί της. Στο πλαίσιο αυτό το άρθρο 42^α του Ν 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» προβλέπει ότι οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να περιλαμβάνουν: α) τον ισολογισμό, β) το λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, γ) τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων και δ) το προσάρτημα.

Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται υποχρεωτικά με βάση τις διατάξεις του νόμου περί Ανωνύμων Εταιρειών και εμφανίζουν με απόλυτη σαφήνεια την πραγματική εικόνα της περιουσιακής διάρθρωσης, της χρηματοοικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας. Για να ληφθεί από τη γενική συνέλευση έγκυρη απόφαση για τις οικονομικές καταστάσεις, που έχουν εγκριθεί από το Δ.Σ., πρέπει να έχουν υπογραφεί αυτές από τρία διαφορετικά πρόσωπα δηλαδή τον πρόεδρο του Δ.Σ., το διευθύνοντα σύμβουλο και τον υπεύθυνο διεύθυνσης του λογιστηρίου.⁴⁰

⁴⁰ Ν 2190/1920, Άρθρο 42^α παρ.5.

3.2. Η μη υποχρεωτική Ενημέρωση των Εταιρειών

Πέρα από την τυπική υποχρέωση ενημέρωσης, που ικανοποιείται από τη σύνταξη και δημοσίευση των ετήσιων λογαριασμών κατά τις διατάξεις του Ν 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών, κάθε εταιρεία δικαιούται να προβαίνει οικειοθελώς σε ανακοινώσεις σχετικά με την πορεία των εργασιών της με σκοπό την πληρέστερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Η τακτική αυτή κρίνεται αναγκαία ώστε να αντιμετωπίζονται φαινόμενα παραπληροφόρησης των επενδυτών από τη διάδοση ανυπόστατων φημών μέσω κυρίως του οικονομικού τύπου. Η δημιουργία ενός σωστού δίαυλου επικοινωνίας της εταιρείας με τους επενδυτές είναι σε θέση να αποτρέψει ακόμη και φαινόμενα εσωτερικής πληροφόρησης περιορίζοντας με την έγκαιρη ενημέρωση του κοινού το ενδεχόμενο πεδίο δράσης των επίδοξων insiders.

Την ανάγκη για επαρκέστερη ενημέρωση των επενδυτών καλύπτουν επίσης οι ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών, οι οποίες λειτουργούν επικουρικά ως προς τους ετήσιους λογαριασμούς. Αυτές περιλαμβάνουν επιπρόσθετα στοιχεία πέρα από τα υποχρεωτικά αναγραφόμενα στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σχετικά με την πορεία της εταιρείας, τις δραστηριότητές της, καθώς και το στρατηγικό της σχεδιασμό και συνιστούν ένα βασικό μέσο επικοινωνίας των επιχειρήσεων με το επενδυτικό κοινό.⁴¹ Η διερεύνηση της πρακτικής που ακολουθείται στο χώρο της ελληνικής αγοράς όμως φανερώνει πως δεν έχει δοθεί η απαιτούμενη έμφαση στις εκθέσεις αυτές ούτε από τις ίδιες τις εταιρείες αλλά ούτε και από τους μετόχους-επενδυτές.

⁴¹ Ν 2190/1920, Άρθρο 43^α παρ.3.

Εκτός από τις ανακοινώσεις και τις εκθέσεις των εισηγμένων εταιρειών πρόσθετη πηγή ενημέρωσης του κοινού αποτελούν οι δηλώσεις, στις οποίες προβαίνουν τα υψηλόβαθμα στελέχη και οι εκπρόσωποι κάθε εισηγμένης εταιρείας. Οι δηλώσεις αυτές επηρεάζουν σε κάποιο βαθμό τους επενδυτές, οι οποίοι όμως είναι κατά κανόνα επιφυλακτικοί ή ακόμη και δύσπιστοι απέναντι σε αυτές. Χωρίς αμφιβολία, είναι εύλογο το στέλεχος μιας επιχείρησης να επιδιώκει τον εξωραϊσμό ορισμένων στοιχείων, που αφορούν την εταιρεία του και για το λόγο αυτό να αντιμετωπίζει την αμφισβήτηση των επενδυτών. Από την άλλη πλευρά όμως είναι αξιοπερίεργο το γεγονός ότι ένας μέσος επενδυτής εξαντλεί συνήθως τις δικαιολογημένες έστω αμφιβολίες του σε τέτοιου είδους δηλώσεις ενώ αποδεικνύεται ιδιαίτερα εύπιστος σε κάθε ανυπόστατη είδηση ή φημολογία, που διαδίδεται με κάθε τρόπο στην αγορά.

3.3. Οι Χρηματιστηριακές Εταιρείες

Η διερεύνηση της πρακτικής που ακολουθείται φανερώνει ότι η πλειοψηφία των επενδυτών καταφεύγει στις χρηματιστηριακές εταιρείες για να αντλήσει πληροφορίες και επενδυτικές συμβουλές. Το σχετικό θεσμικό πλαίσιο όμως εμφανίζει ορισμένα κενά. Η παροχή συμβουλών στον τομέα των επενδύσεων με αντικείμενο κινητές αξίες προβλέπεται ως παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) σύμφωνα με το Ν 2396/1996 περί παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ειδικότερα, κατά την τρίτη αρχή του Κώδικα Δεοντολογίας των Ε.Π.Ε.Υ. η εταιρεία οφείλει να ενημερώνεται για την

οικονομική κατάσταση, τους στόχους και την εμπειρία των πελατών της ώστε να τους παρέχει τις κατάλληλες γι' αυτούς επενδυτικές συμβουλές.⁴²

Η γενική αναφορά στην παροχή των κατάλληλων συμβουλών από τις Ε.Π.Ε.Υ. επιβεβαιώνει την ασάφεια που υπάρχει στο χώρο της ελληνικής νομοθεσίας γύρω από τα πλαίσια, στα οποία οφείλει να κινείται η οικονομική πληροφόρηση. Είναι πρακτικά δυσχερές να προσδιορισθούν τα όρια της κατάλληλης ενημέρωσης εξαιτίας του δυναμικού και ευμετάβλητου χαρακτήρα των χρηματιστηριακών αγορών σε συνδυασμό με τον αυξημένο βαθμό επικινδυνότητας, που εξορισμού αυτές εμπεριέχουν. Οι επί μέρους ανάγκες των επενδυτών ούτως ή άλλως ποικίλουν κατά περίπτωση σε μεγάλο βαθμό. Η παράλειψη άλλωστε του νομοθέτη έγκειται στη μη ρητή ρύθμιση του θέματος των επενδυτικών συμβούλων.

Οι εταιρείες που άμεσα ή έμμεσα εμπλέκονται στο ζήτημα της παροχής οικονομικής ενημέρωσης είναι κατά κύριο λόγο οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.) και παρεμπιπτόντως οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και οι Τράπεζες. Αντίθετα δεν τίθεται θέμα ευθύνης των Ανωνύμων Εταιρειών Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (Α.Ε.Λ.Δ.Ε.), των οποίων ο σκοπός περιορίζεται ρητά από το νόμο⁴³ στη λήψη και διαβίβαση εντολών με αντικείμενο κινητές αξίες, αν και η εν λόγω διάταξη έχει γίνει αντικείμενο συστηματικής καταστρατήγησης, όπως σαφώς προκύπτει από τη διερεύνηση της λειτουργίας των εταιρειών αυτών κατά το πρόσφατο παρελθόν.

⁴² ΥΑ 122/1997 Κώδικας Δεοντολογίας Ε.Π.Ε.Υ.

⁴³ Ν 2396/1996, Άρθρο 30.

Η πρακτική που ακολουθείται από τις Ε.Π.Ε.Υ. διαχωρίζει την κύρια επενδυτική υπηρεσία, που είναι η εκτέλεση της χρηματιστηριακής εντολής, από την παρεπόμενη υποχρέωση ενημέρωσης, για την οποία απαιτείται ξεχωριστή συμφωνία των μερών. Γίνεται μάλιστα συνήθως ρητή μνεία περί μη ύπαρξης ευθύνης για συμβουλές ή πληροφορίες, που δόθηκαν από την εταιρεία στα πλαίσια της υφιστάμενης συμβατικής σχέσης. Σκοπός της τακτικής αυτής είναι κατ' ουσία η αλλοίωση του πραγματικού χαρακτήρα της υποχρέωσης ενημέρωσης των επενδυτών, όπως περιγράφεται στον κώδικα δεοντολογίας, ώστε να μη λογίζεται αυτή ως αυτονόητη παρεπόμενη υποχρέωση των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των επενδυτών.

Ακόμη και στην περίπτωση που η παροχή συμβουλών δεν αποτελεί ρητά αντικείμενο συμφωνίας μεταξύ της Ε.Π.Ε.Υ. και του πελάτη μπορεί να υποστηριχθεί βάσιμα ότι λογίζεται ως σιωπηρώς αναληφθείσα υποχρέωση της εταιρείας έναντι του επενδυτή. Η σιωπηρή αυτή ανάληψη υποχρέωσης από την πλευρά της Ε.Π.Ε.Υ. στηρίζεται στο άρθρο 650 ΑΚ κατά το οποίο «όποιος έχει άδεια της αρχής ή προσφέρεται δημόσια να διεξάγει υποθέσεις ή διεξάγει κατ' επάγγελμα υποθέσεις, λογίζεται ότι αποδέχθηκε την πρόταση για σύμβαση τέτοιας εργασίας, αν δεν την αποκρούσει χωρίς υπαίτια καθυστέρηση». Δικαιολογητική βάση της διάταξης αυτής είναι η προστασία εκείνων που προστρέχουν στα πρόσωπα που περιγράφονται ανωτέρω και περιβάλλονται το κύρος της άδειας της αρμόδιας αρχής, στα οποία χωρίς αμφιβολία εμπίπτουν και οι Ε.Π.Ε.Υ., που σαφώς εντάσσονται στο πεδίο εφαρμογής της ανωτέρω διάταξης.

3.4. Σύμβουλοι Επενδύσεων

Το επενδυτικό κοινό θα όφειλε ασφαλώς να συμβουλευέται τους ειδικούς οικονομικούς συμβούλους πριν προβεί σε κάποια επενδυτική κίνηση. Η πρακτική όμως έχει αποδείξει ότι πολλοί επενδυτές παραγνωρίζοντας τους προφανείς κινδύνους που ελλοχεύουν, στηρίζονται αποκλειστικά στις δικές τους δυνάμεις υπερεκτιμώντας κατά κανόνα τις επενδυτικές τους ικανότητες. Ένας βασικός λόγος, που οδηγεί σ' αυτήν τη συμπεριφορά, είναι η έλλειψη ικανοποιητικού επιπέδου επενδυτικής παιδείας, αλλά αναμφίβολα δεν είναι ο μόνος. Συνηγορεί παράλληλα και το ότι απουσιάζει η κατάλληλη θεσμική θωράκιση του καθεστώτος λειτουργίας των υπό εξέταση υπηρεσιών συμβούλων.

Η ελληνική νομοθεσία, όπως αναφέρεται στο κεφάλαιο περί της ευθύνης για την παροχή συμβουλών, παρουσιάζει κενά στο ζήτημα της παροχής επενδυτικών συμβουλών (investment consulting) από εξειδικευμένα πρόσωπα. Εκτός από την ανωτέρω πρόβλεψη της παροχής επενδυτικών συμβουλών ως παρεπόμενη υποχρέωσης των Ε.Π.Ε.Υ. δεν έχει προβλεφθεί λεπτομερέστερα η κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών συμβουλών, η οποία στην πράξη διενεργείται, πέρα φυσικά από τις Ε.Π.Ε.Υ. και τις τράπεζες με τρόπο παρεμπύπτοντα, από οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, που δραστηριοποιείται στο χώρο αυτό. Το κενό αυτό έχει δημιουργήσει αβεβαιότητα, καθώς για την κατάφαση της ευθύνης του παροχέα των συμβουλών πρέπει να αποδειχθεί η ύπαρξη δικαιοπρακτικής βούλησης των μερών. Νομολογιακά έχει παρατηρηθεί ότι το κρίσιμο στοιχείο, το οποίο ευθέως παραπέμπει στην πρόθεση

δικαιοπρακτικής βούλησης, είναι η καταβολή από τον πελάτη ξεχωριστής αμοιβής για την παροχή των συμβουλευτικών υπηρεσιών.⁴⁴

3.5. Οικονομικός Τύπος

Η κατακόρυφη αύξηση του ενδιαφέροντος του κοινού για τα τεκταινόμενα στο χώρο της οικονομίας και ειδικότερα του χρηματιστηρίου κατά τα τελευταία χρόνια οδήγησε στην εμφάνιση πλήθους εφημερίδων και περιοδικών με υψηλή μάλιστα κυκλοφορία, που σχεδόν εξ' ολοκλήρου ασχολούνται με το χώρο αυτό. Για μια μεγάλη μερίδα επενδυτών μάλιστα ο οικονομικός τύπος αποτελεί μια βασική πηγή οικονομικής πληροφόρησης και στηρίζονται σε αυτόν προκειμένου να προβούν σε επενδυτικές κινήσεις.

Ο ενημερωτικός χαρακτήρας και ρόλος του οικονομικού τύπου είναι στοιχείο αδιαμφισβήτητο, όμως δεν ενδείκνυται το να υποκατασταθεί ο τύπος στη θέση του οικονομικού και επενδυτικού συμβούλου. Στην περίπτωση που αντιμετωπίζεται από το κοινό με τέτοια οπτική η επιρροή που δύναται να ασκεί στις επενδυτικές επιλογές του είναι σημαντική. Η εν λόγω επενδυτική συμπεριφορά όμως είναι προφανώς λανθασμένη. Η στάση αυτή εξάλλου, αφήνει περιθώρια αμφισβήτησης της αξιοπιστίας και της εγκυρότητας των σχετικών δημοσιευμάτων, που εύλογα αντιμετωπίζονται με πρόσθετη και δικαιολογημένη καχυποψία.

Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε σε έντονο βαθμό στην ελληνική αγορά κατά το πρόσφατο παρελθόν. Η έξαρση του επενδυτικού

⁴⁴ Πολίτης Ε. (1998) *Οι Επενδυτικές Συμβουλές, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών*, 10/1998, σελ.933.

ενδιαφέροντος συνδυάστηκε με την κατακόρυφη αύξηση της ζήτησης για οικονομικές ειδήσεις και πληροφορίες, η οποία διοχετεύθηκε όπως είναι αναμενόμενο και προς την κατεύθυνση του οικονομικού τύπου. Ένα από τα σφάλματα στα οποία υπέπεσε το επενδυτικό κοινό την περίοδο εκείνη είναι αυτό που προαναφέρθηκε, η αναζήτηση δηλαδή ουσιαστικά επενδυτικών συμβουλών μέσα από τις σελίδες των οικονομικών εντύπων.

3.6. Εκδόσεις και Εκθέσεις Οργανισμών

Μια πρόσθετη πηγή άντλησης χρήσιμων οικονομικών πληροφοριών προσφέρεται στους επενδυτές μέσα από ένα πλήθος εκδόσεων διαφόρων οργανισμών, που πραγματεύονται σχετικά ζητήματα, αν και από τη φύση τους οι πηγές αυτές απευθύνονται όχι στο ευρύ κοινό αλλά σε μερίδα επενδυτών. Καταρχήν οι τράπεζες δημοσιεύουν σε τακτά διαστήματα εκθέσεις, μελέτες και στατιστικά στοιχεία, που συνιστούν μια αξιόπιστη πηγή ενημέρωσης. Αντίστοιχα, κρατικοί οικονομικοί οργανισμοί, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τα Επιμελητήρια και το Υπουργείο Οικονομικών προβαίνουν σε αντίστοιχες τακτικές δημοσιεύσεις.

Αν και δεν περιβάλλονται με κύρος ανάλογο των ανωτέρω δημοσιεύσεων συνήθη πηγή ενημέρωσης για το επενδυτικό κοινό συνιστούν οι εκθέσεις και οι μελέτες των επενδυτικών οίκων και των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο ευρύτερο φάσμα του χρηματοοικονομικού τομέα. Στις περιπτώσεις αυτές πλανάται η εύλογη καχυποψία της πιθανής απόπειρας αθέμιτου επηρεασμού του κοινού αναφορικά με την συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς εν γένει ή την πορεία συγκεκριμένων μετοχών, καθώς οι ίδιοι οι εκδότες των

εκθέσεων αυτών τυγχάνουν θεσμικοί επενδυτές με αντικρουόμενα κατά περίπτωση συμφέροντα.

Αξιόπιστη πηγή πληροφόρησης με ιδιαίτερο κύρος συνιστούν παράλληλα πανεπιστημιακές εκδόσεις οικονομικού περιεχομένου, οι οποίες όμως σε καμία περίπτωση δεν προσφέρονται για «άμεση αξιοποίηση» από τους επενδυτές, καθώς έχουν θεωρητικό χαρακτήρα αναφερόμενες κατά κανόνα στις μακροπρόθεσμες προοπτικές της αγοράς και δεν ασχολούνται με τα τρέχοντα ζητήματα, που αφορούν τις επενδυτικές δραστηριότητες. Τα εγχώρια πανεπιστημιακά ιδρύματα πάντως δεν έχουν ικανοποιήσει στον αναμενόμενο βαθμό την ανάγκη ύπαρξης παρόμοιων μελετών και δημοσιεύσεων. Αντίθετα πανεπιστήμια του εξωτερικού και ιδιαίτερα των Η.Π.Α. εκδίδουν όχι μόνο μελέτες αλλά και έντυπα σε τακτική βάση (Academic Journals) για τις οικονομικές εξελίξεις με διεθνές κύρος. Μεταξύ άλλων τα πιο διαδεδομένα είναι: Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Economic Studies, Journal of Money, Credit and Banking, The Financial Review, Journal of Economic Perspectives, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Journal of Business, Quarterly Review of Economics κ.λπ.⁴⁵

Ιδιαίτερης σημασίας είναι επίσης οι εκδόσεις διεθνών οργανισμών για τα οικονομικά δρώμενα, όπως μεταξύ άλλων: The Economic Intelligence Unit, Eurostatistics, International Financial Statistics, United Nations Yearbook of National Account Statistics, The Organization for Economic Cooperation, Worldwide Economic Indicators, International Monetary Fund Yearbook και πλήθος άλλων.⁴⁶ Αναμφίβολα όμως οι εν λόγω εκδόσεις, όπως αντίστοιχα και οι πανεπιστημιακές, απευθύνονται σε

⁴⁵ Reilly F. (1997) *Investment Analysis and Portfolio Management*, Chicago: The Dryden Press, pp.185-186.

⁴⁶ Ibid. pp. 204-206.

ένα μικρό ποσοστό επενδυτών που διαθέτει ανώτερο επίπεδο θεωρητικών γνώσεων, το οποίο του επιτρέπει να αξιοποιήσει τις πηγές αυτές.

3.7. Ανεπίσημες Οικονομικές Πληροφορίες

Με τον όρο αυτό νοούνται οι κάθε είδους φήμες και πληροφορίες, που διοχετεύονται με οποιοδήποτε τρόπο στη χρηματιστηριακή αγορά από μη εξουσιοδοτημένα πρόσωπα. Η ποσότητα των πληροφοριών, που εντάσσονται στην κατηγορία αυτή είναι πράγματι εντυπωσιακή και δε θα ήταν υπερβολή να ισχυριστεί κανείς ότι αποτελούν τον κανόνα συγκριτικά με τις άλλες πηγές ενημέρωσης του κοινού. Το φαινόμενο αυτό δεν πρέπει να μας ξενίζει, δεδομένου ότι η ζήτηση από την πλευρά του επενδυτικού κοινού για οικονομική πληροφόρηση σε κάθε επίπεδο είναι μεγάλη και δεν ικανοποιείται σε καμία περίπτωση από την τυπική πληροφόρηση, η οποία παρέχεται από τις εταιρείες βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας.

Η αξιοπιστία που περιβάλλει τις ανεπίσημες πηγές πληροφόρησης είναι εξορισμού περιορισμένη και επισφαλής. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές θα ήταν φυσικό να τις αντιμετωπίζουν με ιδιαίτερη επιφυλακτικότητα και σύνεση. Η αλήθεια είναι όμως ότι και στην περίπτωση αυτή η πλειοψηφία των ελλήνων επενδυτών δεν πράττει τα δέοντα. Οι κάθε είδους φήμες που διοχετεύονται έντεχνα στους κόλπους της χρηματιστηριακής αγοράς βρίσκουν πρόσφορο έδαφος στο πρόσωπο πλήθους επενδυτών, που επιθυμούν να έχουν το επιδιωκόμενο χρονικό προβάδισμα αξιοποίησης μιας οικονομικής πληροφορίας, η οποία κατά κανόνα αποδεικνύεται αναληθής και ζημιογόνος.

Η επιρροή που ασκούν οι ανεπίσημες οικονομικές πληροφορίες στην αγορά είναι σημαντική σε βαθμό που πολλές φορές ιδιαίτερα σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από έντονη νευρική δραστηριότητα ξενίζει έναν παρατηρητή της αγοράς. Τελικά όμως είναι φανερό ότι η επιρροή αυτή είναι κατά βάθος συνυφασμένη με την ίδια τη φύση κάθε χρηματιστηριακής αγοράς, όπου κυριαρχεί η επιθυμία του γρήγορου κέρδους μέσω του χρονικού προβαδίσματος σε μια οικονομική πληροφορία. Αποτέλεσμα του παραπάνω φαινομένου είναι το να ακολουθούν πολλοί επενδυτές πιστά τα κελεύσματα των μηχανισμών αυτών, παρά τις σχετικές προειδοποιήσεις, με αναπόφευκτη συνέπεια το να υφίστανται σημαντικές περιουσιακές απώλειες.

3.8. Ενημερωτικά Δελτία

Κάθε εταιρεία, που εισάγεται για πρώτη φορά στη χρηματιστηριακή αγορά ή που είναι ήδη εισηγμένη και πραγματοποιεί αύξηση κεφαλαίου, υποχρεούται να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο, που περιέχει αφ' ενός τις απαραίτητες πληροφορίες για αυτήν και αφ' ετέρου τους όρους της αύξησης κεφαλαίου.⁴⁷ Τα ενημερωτικά αυτά δελτία συνιστούν μια τυπική πηγή πληροφόρησης για το επενδυτικό κοινό χωρίς όμως να αποτελούν πανάκεια αφού και στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές είναι σε θέση να μελετήσουν και να κατανοήσουν το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου με γνώμονα το προσωπικό επίπεδο γνώσεων που διαθέτουν.

⁴⁷ ΠΔ 52/1992 «Καθορισμός των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/298/ΕΟΚ».

Επίσης, παρά το γεγονός ότι τα δελτία αυτά εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, είναι πιθανό να παραμένουν κάποια περιθώρια παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού δεδομένου ότι οι αρμόδιες αρχές ελέγχουν το περιεχόμενο των δελτίων αυτών μόνον κατά το τυπικό τους σκέλος, όσον αφορά δηλαδή στην κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του κοινού, όπως αυτές καθορίζονται από τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985, αφήνοντας στην πράξη περιθώρια έντεχνης παρουσίασης ορισμένων σημείων κατά τρόπο τέτοιο, ώστε να προκύπτουν πλασματικά συμπεράσματα για τις προοπτικές και την κατάσταση της εταιρείας.⁴⁸

Τα ενημερωτικά δελτία δε συνιστούν βασική πηγή πληροφόρησης για τους επενδυτές, καθώς κρίνεται ότι εκπληρώνουν περισσότερο μια τυπική προϋπόθεση, που ορίζει ο νόμος, χωρίς να συμβάλλουν ουσιαστικά στην ενημέρωση του κοινού. Οι επενδυτές εστιάζουν το ενδιαφέρον τους κατά κανόνα σε άλλου είδους πηγές πληροφόρησης και δε δίνουν τη δέουσα προσοχή στα στοιχεία που δημοσιεύονται στα εν λόγω δελτία. Η τακτική αυτή δεν είναι ασφαλώς η ενδεδειγμένη, αφού παρά τις αδυναμίες που εμφανίζει η διαδικασία έκδοσής τους, θα μπορούσαν να συμβάλλουν, έστω και μερικώς, στον εμπλουτισμό της πληροφόρησης του κοινού, καθώς εμπεριέχουν όλα τα εκ του νόμου προβλεπόμενα στοιχεία υποχρεωτικής ενημέρωσης.

⁴⁸ ΠΔ 348/1985 «Καθορισμός των όρων κατάρτισης ελέγχου και διάδοσης του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Κεφ. 3-7.

3.9. Στατιστικά Οικονομικά Στοιχεία

Μια πρόσθετη πηγή πληροφόρησης και άντλησης χρήσιμων συμπερασμάτων για τους επενδυτές αποτελούν τα κάθε είδους στατιστικά στοιχεία, που αφορούν την κάθε εταιρεία. Η στατιστική θεωρία παρέχει πλήθος χρήσιμων στοιχείων, που μπορούν να αξιοποιηθούν από τους επενδυτές στην αξιολόγηση των μετοχών. Οι στατιστικές παραγωγής, απασχόλησης, καθώς και το πλήθος των δημοσιευόμενων επίσημων στατιστικών οικονομικών πληροφοριών βοηθούν αποφασιστικά την πιο ορθή εκτίμηση των επιδόσεων μιας εταιρείας τόσο σε σύγκριση με τις παλαιότερες επιδόσεις της όσο και σε σχέση με άλλες εταιρείες του κλάδου στον οποίο ανήκει η υπό εξέταση εταιρεία.

Είναι αλήθεια όμως ότι το κριτήριο αυτό δε μπορεί να απευθυνθεί άμεσα στο ευρύ κοινό, αλλά προορίζεται κατά κανόνα για τους επαγγελματίες της αγοράς, που βρίσκονται βάσει των ειδικών γνώσεών τους σε θέση να επεξεργαστούν πιο αποτελεσματικά τα στοιχεία αυτά. Το ευρύ κοινό και στην περίπτωση αυτή αδυνατεί κατά κανόνα να αξιοποιήσει χρήσιμα πράγματι δεδομένα χωρίς τη μεσολάβηση ειδικών οικονομικών συμβούλων, η παρέμβαση των οποίων όμως μόνο πανάκεια δε μπορεί να θεωρηθεί, δεδομένου ότι επισέρχεται σε ορισμένο βαθμό το υποκειμενικό στοιχείο.

3.10. Ηλεκτρονικές Βάσεις Δεδομένων

Στη σύγχρονη πραγματικότητα η πλειοψηφία των επενδυτών είναι πλέον εξοικειωμένη με τη χρήση και την αξιοποίηση των πολύπλευρων

δυνατοτήτων που παρέχουν στους χρήστες τους οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές. Η αλματώδης ανάπτυξη της τεχνολογίας και ιδιαίτερα η επανάσταση, που έχει συντελεστεί στο χώρο της πληροφορικής, προσφέρουν στο επενδυτικό κοινό τη δυνατότητα πρόσβασης σε ένα πλήθος δεδομένων οικονομικού περιεχομένου σε ηλεκτρονική μορφή (computerized data sources). Σε αυτές τις βάσεις δεδομένων, οι οποίες παρέχονται τόσο από το ίδιο το χρηματιστήριο όσο και από εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό χώρο, περιέχονται κάθε είδους οικονομικές πληροφορίες και στατιστικά στοιχεία για τις εισηγμένες εταιρείες.

Η ποσότητα και η ποικιλία των στοιχείων, που θα επιθυμούσε να αναζητήσει κανείς σχετικά με το χώρο του χρηματιστηρίου είναι τέτοιες, που μόνο με τη συνδρομή αυτών των βάσεων δεδομένων είναι δυνατό η ανάγκη αυτή να ικανοποιηθεί, καθώς μάλιστα και ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών έχει αυξηθεί αλματωδώς κατά τα τελευταία έτη. Η πρόσβαση στα ηλεκτρονικά δεδομένα έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς παρέχει μεταξύ άλλων, τη δυνατότητα ευχερούς εύρεσης ιστορικών στοιχείων σε βάθος χρόνου πολλών ετών, η μελέτη των οποίων είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για την διενέργεια μελετών και προβλέψεων σχετικά με τη μελλοντική πορεία των τιμών των μετοχών. Εκτός από τη γρήγορη προσπέλαση σε μια βάση δεδομένων παρέχεται η δυνατότητα αφ' ενός μεν της διενέργειας πολύπλοκων υπολογισμών επί των στοιχείων που είναι αποθηκευμένα σε αυτήν αφ' ετέρου δε η ευχέρεια της συνεχούς ανανέωσης και ενημέρωσης των στοιχείων αυτών με τα νέα δεδομένα που διαρκώς προστίθενται.

3.11. Προσωπικές Επαφές

Τέλος, κάθε επενδυτής είναι φυσικό να επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τα μηνύματα των οποίων γίνεται δέκτης στα πλαίσια του κοινωνικού και επαγγελματικού περιβάλλοντός του. Κατά κύριο λόγο στις περιόδους με έντονη χρηματιστηριακή δραστηριότητα οι επενδυτές βομβαρδίζονται από πλήθος πληροφοριών γύρω από την προσδοκώμενη πορεία των εισηγμένων εταιρειών. Αν και εκ πρώτης όψεως φαίνεται ανορθόδοξη αυτή η επενδυτική συμπεριφορά δεν είναι λίγοι αυτοί που κατευθύνονται στις αποφάσεις τους σε μεγάλο ποσοστό από τα ερεθίσματα, που λαμβάνουν μέσω των προσωπικών τους επαφών.

Μπορεί να αποτελεί παρενέργεια της απουσίας επαρκούς επενδυτικής παιδείας των ελλήνων επενδυτών, αλλά είναι παρ' όλα αυτά χαρακτηριστικός ο βαθμός επηρεασμού του κοινού από την υπό εξέταση πηγή πληροφόρησης. Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε κατά κόρον κατά τη διετία 1999-2000, περίοδο σταθμό για την ελληνική κεφαλαιαγορά, με αρνητικές κυρίως προεκτάσεις, δεδομένου ότι σε όλα τα επίπεδα κυριάρχησε η υπερβολή, με τις επιπτώσεις που αυτή συνεπάγεται. Στο πλαίσιο αυτό, οι «φιλικές συμβουλές» για αγοραπωλησίες κινητών αξιών υπήρξαν καθημερινή πρακτική, χωρίς να απαιτείται περαιτέρω ανάλυση και εξήγηση της αναπόφευκτης αρνητικής κατάληξης, που θα είχε κάποια στιγμή αυτή η λανθασμένη τακτική.

Εμπεριστατωμένη έρευνα σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χρηματιστηριακό χώρο, άντληση προσωπικών απόψεων ειδικών εμπειρογνομόνων και παράλληλη εξέταση έγκυρων επιστημονικών περιοδικών κατά το χρονικό διάστημα 1998-2001, οδήγησαν στην κατάρτιση του πίνακα υπ' αριθμ. 3 στο κεφάλαιο 5 κατωτέρω, όσον

αφορά στο βαθμό επηρεασμού του επενδυτικού κοινού από τις ανωτέρω επί μέρους πηγές πληροφόρησης.

Κεφάλαιο 4

Η ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Χαρακτηριστικό γνώρισμα της σύγχρονης οικονομικής πραγματικότητας είναι η αλληλεπίδραση και η πολύδρομη σχέση, που υφίσταται μεταξύ των επί μέρους οικονομικών μονάδων και του κοινωνικού συνόλου. Το ενδιαφέρον του κοινού για τις οικονομικές εξελίξεις γενικά, αλλά και ειδικότερα για τις επιδόσεις των εισηγμένων εταιρειών, βαίνει συνεχώς αυξανόμενο. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται, καθώς πέρα από τους παράγοντες, που εύλογα ενδιαφέρονται για την πορεία των εργασιών μιας εταιρείας, όπως είναι οι βασικοί μέτοχοι, οι εποπτεύουσες αρχές, οι συναλλασσόμενοι με την εταιρεία και οι συνεργάτες της, με δεδομένη την ευρεία ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς και την ενασχόληση όλο και μεγαλύτερου αριθμού επενδυτών με αυτήν, έχει προκύψει ένας μεγάλος αριθμός μικρομετόχων αλλά και υποψηφίων επενδυτών κάθε εισηγμένης εταιρείας, που δικαιούνται να τυγχάνουν της καλύτερης δυνατής ενημέρωσης προκειμένου να προβαίνουν στις σωστότερες τοποθετήσεις των αποταμιεύσεών τους.

Η παρεχόμενη μέσω των οικονομικών καταστάσεων ενημέρωση επιτελεί ένα ρόλο με διττή σημασία. Αφ' ενός καλείται να πιστοποιήσει και να εγγυηθεί την ακρίβεια των στοιχείων που δημοσιεύονται και αφ' ετέρου λειτουργεί ως θεμελιακής σημασίας κριτήριο βάσει του οποίου μπορούν να θεμελιωθούν επενδυτικές προβλέψεις. Με δεδομένη τη σπουδαιότητα και την πολυδιάστατη σημασία της οικονομικής πληροφόρησης, την αυξανόμενη αυτή ανάγκη πληρέστερης ενημέρωσης

του επενδυτικού κοινού έχει κληθεί να ικανοποιήσει ο έλληνας νομοθέτης με σειρά διατάξεων, που κινούνται προς την κατεύθυνση αυτή. Πρωταρχικής σημασίας είναι η νομοθετική πρόβλεψη για την εξασφάλιση οικονομικής ενημέρωσης μέσω των ετησίων λογαριασμών, που οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιεύουν σε τακτά διαστήματα.

Σημαντικό ρόλο αναμένεται να διαδραματίσει επίσης η υποχρεωτική εισαγωγή και εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων για τις οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών. Τα διεθνώς αναγνωρισμένα αυτά πρότυπα θα ενισχύσουν ουσιαστικά την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων των εταιρειών, δεδομένου ότι δε θα υφίσταται κανένα περιθώριο πλασματικής παρουσίασης των οικονομικών τους στοιχείων με βάση τις διαφορετικές μεθόδους υπολογισμού και εμφάνισής τους. Επιπροσθέτως, η δυνατότητα άμεσης σύγκρισης με τα οικονομικά στοιχεία αντίστοιχων αλλοδαπών εταιρειών θα είναι άμεση και αδιαμφισβήτητη.

4.1. Η Νομοθετική Ρύθμιση για τους Ετήσιους Λογαριασμούς

Η ελληνική νομοθεσία μεριμνώντας για την καλύτερη δυνατή ενημέρωση του επενδυτικού κοινού και την επίτευξη της επιθυμητής διαφάνειας των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών έχει θεσπίσει διατάξεις που προβλέπουν την υποχρέωση των ανωνύμων εταιρειών να προβαίνουν σε κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων βάσει συγκεκριμένων κανόνων και σε τακτά χρονικά διαστήματα. Οι κανόνες αυτοί αποβλέπουν στο να εμφανίζονται τα στοιχεία, που περιλαμβάνονται στους ετήσιους λογαριασμούς, με τρόπο καταληπτό και σαφή για τα ενδιαφερόμενα μέρη, δεδομένου ότι επιδρούν καθοριστικά στη λήψη των

επενδυτικών τους αποφάσεων. Η τήρηση των μεθόδων κατάρτισης, που ορίζει ο νομοθέτης, είναι επιβεβλημένη, ώστε να εξασφαλίζεται η απεικόνιση της πραγματικής και όχι τυχόν πλασματικής κατάστασης της εταιρείας, προς το συμφέρον τόσο των μετόχων της όσο και των συναλλασσομένων μαζί της. Στο πλαίσιο αυτό, ο Ν 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» προβλέπει ότι οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να περιλαμβάνουν: α) τον ισολογισμό, β) το λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, γ) τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων και δ) το προσάρτημα.⁴⁹

Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται υποχρεωτικά με βάση τις διατάξεις του νόμου περί ανωνύμων εταιρειών και εμφανίζουν με απόλυτη σαφήνεια την πραγματική εικόνα της περιουσιακής διάρθρωσης, της χρηματοοικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας. Για να ληφθεί από τη γενική συνέλευση έγκυρη απόφαση επί των οικονομικών καταστάσεων, που έχουν εγκριθεί από το Δ.Σ., πρέπει να έχουν αυτές υπογραφεί από τρία διαφορετικά πρόσωπα: τον πρόεδρο του Δ.Σ., το διευθύνοντα σύμβουλο και τον υπεύθυνο διεύθυνσης του λογιστηρίου.⁵⁰

Ειδικότερα, ο ισολογισμός αποτελεί πίνακα, που περιλαμβάνει αφ' ενός την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και αφ' ετέρου τις υποχρεώσεις της. Στον ισολογισμό γίνεται μια συνοπτική απεικόνιση της περιουσιακής κατάστασης της εταιρείας σε δύο παράπλευρα σκέλη, του ενεργητικού και του παθητικού. Το ποσό, κατά το οποίο το ενεργητικό υπερβαίνει το παθητικό, συνιστά το κέρδος της εταιρείας ενώ στην περίπτωση που το ενεργητικό υπολείπεται του παθητικού υπάρχει

⁴⁹ Ν 2190/1920, Άρθρο 42^α παρ.1.

⁵⁰ Ibid. παρ 5.

ζημιά. Η ανωτέρω απεικόνιση της περιουσιακής κατάστασης της εταιρείας δεν είναι όμως απολύτως ακριβής, δεδομένου ότι από το νόμο επιβάλλεται η αναγραφή ορισμένων περιουσιακών στοιχείων με αξία μικρότερη της πραγματικής. Αυτό ισχύει τόσο για τα πάγια στοιχεία όσο και για το κυκλοφορούν ενεργητικό. Ο ισολογισμός συντάσσεται βάσει απογραφής, που διενεργείται στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης.⁵¹

Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως συνοδεύει τον ισολογισμό και αποτελεί πίνακα, στον οποίο καταγράφονται οι πηγές των κερδών και ζημιών της εταιρείας και εμφανίζεται η οικονομική κατάσταση και η αποδοτικότητα της. Με άλλα λόγια στον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως διαφαίνεται το πώς προέκυψαν τα κέρδη ή οι ζημιές της εταιρείας. Καταρτίζεται σε κάθετη διάταξη, όπου καταχωρούνται τα έσοδα και τα έξοδα και προκύπτουν τα καθαρά αποτελέσματα.⁵² Στον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων αναγράφονται τα κέρδη ή οι ζημιές της εταιρικής χρήσεως και προτείνεται η σειρά διάθεσης των κερδών.

Στο προσάρτημα περιλαμβάνονται πρόσθετες πληροφορίες όπως μεταξύ άλλων οι ακολουθούμενες μέθοδοι αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, οι μέθοδοι υπολογισμού των αποσβέσεων και των προβλέψεων, οι συμμετοχές της εταιρείας στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων, ο μέσος όρος του αριθμού του προσωπικού, που απασχολήθηκε στη διάρκεια της χρήσης, τα ποσά οικονομικών δεσμεύσεων από συμβάσεις και άλλες πιθανές υποχρεώσεις, που δεν εμφανίζονται στους λογαριασμούς τάξεως του ισολογισμού, οι διαφορές από υποτίμηση κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού, τα ποσά που βάρυναν τη χρήση για αμοιβές σε μέλη των οργάνων διοίκησης και

⁵¹ Ρόκας Ν. (1990) *Εμπορικές Εταιρείες*, Αθήνα: 4^η έκδ., σελ. 244.

⁵² Ν 2190/1920, Άρθρο 42^ε.

διεύθυνσης, καθώς και οποιεσδήποτε άλλες πληροφορίες που απαιτούνται από ειδικές διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας ή που κρίνονται αναγκαίες για την επίτευξη των σκοπών της αρτιότερης ενημέρωσης των μετόχων και των τρίτων και της παρουσίας μιας πιστής εικόνας της περιουσίας, της χρηματοοικονομικής κατάστασης και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας.⁵³

Η έκθεση διαχειρίσεως λειτουργεί συμπληρωματικά ως προς τον ισολογισμό και οφείλει να παρέχει σαφή και πραγματική εικόνα της εξέλιξης των εργασιών και της οικονομικής θέσης της εταιρείας, καθώς και πληροφορίες για την προβλεπόμενη πορεία της εταιρείας και για τις δραστηριότητές της στους τομείς της έρευνας και της ανάπτυξης. Επιπλέον στην έκθεση αυτή αναφέρονται τα κατεχόμενα χρεόγραφα, το διαθέσιμο συνάλλαγμα, τα ακίνητα της εταιρείας, καθώς και σημαντικές ζημιές, που κατά το χρόνο υποβολής της έκθεσης είτε υπάρχουν είτε αναμένεται να προκύψουν. Στην έκθεση αυτή αναφέρεται επίσης και κάθε άλλο σημαντικό γεγονός, που έχει συμβεί μέσα στο χρονικό διάστημα από τη λήξη της χρήσης μέχρι την ημέρα υποβολής της έκθεσης, καθώς και η τυχόν ύπαρξη υποκαταστημάτων της εταιρείας. Η έκθεση συντάσσεται από το Δ.Σ. και υποβάλλεται στην τακτική γενική συνέλευση.⁵⁴

Προκειμένου να ληφθεί απόφαση από τη γενική συνέλευση σχετικά με τους ετήσιους λογαριασμούς πρέπει αυτοί προηγουμένως να έχουν ελεγχθεί από δύο τουλάχιστον ελεγκτές. Οι ελεγκτές αυτοί καθώς και ισάριθμοι αναπληρωματικοί, ορίζονται από την προηγούμενη τακτική γενική συνέλευση και οφείλουν κατά τη διάρκεια της χρήσεως να

⁵³ Ν 2190/1920 Άρθρο 43^α παρ.1.

⁵⁴ Ibid. παρ.3.

παρακολουθούν τη λογιστική και διαχειριστική κατάσταση της εταιρείας δικαιούμενοι να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, λογαριασμού ή σχετικού εγγράφου. Μετά τη λήξη της χρήσης ελέγχουν τον ισολογισμό και το λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως υποβάλλοντας στη γενική συνέλευση έκθεση σχετικά με το πόρισμα του ελέγχου που διενήργησαν, από την οποία πρέπει να προκύπτει σαφώς εάν ο ισολογισμός απεικονίζει την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως τα προκύψαντα κατ' αυτήν αποτελέσματα.⁵⁵

4.2. Αρχές που διέπουν τη Σύνταξη των Ετήσιων Λογαριασμών

Η σύνταξη των ετήσιων λογαριασμών των Ανωνύμων Εταιρειών πρέπει να διέπεται από ορισμένες αρχές που επιβάλλονται από τις διατάξεις του Ν 2190/1920. Καταρχήν η σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων πρέπει να διέπεται από την αρχή της αλήθειας, κατά την οποία η εικόνα της εταιρείας πρέπει να παρουσιάζεται όπως αυτή έχει στην πραγματικότητα και για το λόγο αυτό ορίζεται συγκεκριμένη μέθοδος κατάρτισης των λογαριασμών. Περαιτέρω, το άρθρο 42 α παρ. 2 του νόμου περί Ανωνύμων Εταιρειών εισάγει την αρχή της απόλυτης σαφήνειας, σύμφωνα με την οποία πρέπει να καταρτίζονται οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ώστε να εμφανίζουν την πραγματική εικόνα της περιουσιακής διάρθρωσης, της χρηματοοικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας.

Η αρχή του ενιαίου των ετήσιων λογαριασμών εισάγεται στο άρθρο 42β παρ. 6 του ανωτέρω νόμου με την πρόβλεψη ότι κάθε εταιρεία, που

⁵⁵ Ν 2190/1920 Άρθρο 37-38.

διατηρεί υποκαταστήματα, ενσωματώνει στον ετήσιο ισολογισμό και στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως τα ενεργητικά και τα παθητικά στοιχεία, καθώς και τα έσοδα και τα έξοδα των υποκαταστημάτων της και συγχωνεύει τα σχετικά ποσά στους οικείους λογαριασμούς του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως συμψηφίζοντας κάθε αμοιβαίο χρέος ή απαίτηση, τόσο των υποκαταστημάτων μεταξύ τους, όσο και μεταξύ υποκαταστημάτων και κεντρικού.

Στο άρθρο 43 παρ. 1γ του Ν 2190/1920 εισάγεται η αρχή της συντηρητικότητας, σύμφωνα με την οποία σε κάθε χρήση περιλαμβάνονται μόνο τα κέρδη, που έχουν πραγματοποιηθεί μέσα σ' αυτή και λογίζονται οι απαραίτητες αποσβέσεις και προβλέψεις ανεξάρτητα από τα αν κατά τη χρήση προκύπτει καθαρό κέρδος ή ζημιά. Σύμφωνα με την ίδια αρχή πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όλοι οι πιθανοί κίνδυνοι και όλες οι πιθανές ζημιές, που αφορούν την κλειόμενη χρήση ή τις προηγούμενες χρήσεις, έστω και αν οι σχετικές ενδείξεις άρχισαν να διαφαίνονται μετά το τέλος της κλειόμενης χρήσης, αλλά μέσα στην περίοδο περάτωσης των πράξεων κλεισίματος του ισολογισμού.

Περαιτέρω, η αρχή της συνέχειας υπαγορεύει απ' τη μια πλευρά ότι τα αναγραφόμενα στον ισολογισμό στοιχεία μεταφέρονται στους λογαριασμούς της επόμενης χρήσης και από την άλλη ότι οι μέθοδοι κατάρτισης των ετησίων λογαριασμών που ακολουθούνται οφείλουν να παραμένουν αμετάβλητες. Πιο συγκεκριμένα, το άρθρο 42β παρ. 1 του Ν 2190/1920 προβλέπει ότι η δομή του ισολογισμού και του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως και ιδιαίτερα η ακολουθούμενη μορφή εμφάνισης των οικονομικών αυτών καταστάσεων απαγορεύεται να μεταβάλλεται από τη μία χρήση στην άλλη. Παρέκκλιση επιτρέπεται μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις υπό τον όρο ότι η παρέκκλιση αυτή θα αναφέρεται στο προσάρτημα και θα αιτιολογείται επαρκώς. Με το ίδιο

πνεύμα στο πλαίσιο της αρχής της συνέχειας το άρθρο 43 παρ. β προβλέπει ότι οι μέθοδοι αποτίμησης εφαρμόζονται πάγια χωρίς μεταβολές από χρήση σε χρήση.

4.3. Το Περιεχόμενο του Ισολογισμού

Ο ισολογισμός καταρτίζεται σε δύο παράπλευρα σκέλη, στο πρώτο από τα οποία περιλαμβάνεται το ενεργητικό και στο δεύτερο το παθητικό, σύμφωνα με όσα ορίζονται στο άρθρο 1 του Π.Δ. 1123/1980 «Περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου». Αναλυτικότερα, τα δύο σκέλη περιλαμβάνουν:

υ

I. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

1. Οφειλόμενο κεφάλαιο. Το κεφάλαιο δηλαδή της οικονομικής μονάδας, που δεν έχει κληθεί να καταβληθεί και είναι απαιτητό από την εταιρεία.
2. Έξοδα εγκαταστάσεως. Αυτά αφορούν τις δαπάνες για την ίδρυση και την οργάνωση της εταιρείας και είναι αποσβεστέα σε περισσότερες από μία χρήσεις.
3. Ασώματες ακινητοποιήσεις (άυλα πάγια στοιχεία). Περιλαμβάνεται εδώ το σύνολο των αγαθών, αξιών και δικαιωμάτων, που προορίζονται να παραμείνουν για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους στην εταιρεία, με στόχο να χρησιμοποιούνται παραγωγικά.
4. Ενσώματες ακινητοποιήσεις. Εδώ υπάγονται τα υλικά αγαθά, που αποκτώνται από την εταιρεία για να χρησιμοποιηθούν για την

εκπλήρωση του σκοπού της (οικόπεδα, κτήρια, εγκαταστάσεις κτηρίων, έπιπλα, λοιπός εξοπλισμός, ηλεκτρονικός εξοπλισμός, μεταφορικά μέσα κ.λπ.).

5. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις. Οι συμμετοχές αναφέρονται στα δικαιώματα συμμετοχής στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων, οποιασδήποτε νομικής μορφής, τα οποία αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 10% του κεφαλαίου των επιχειρήσεων αυτών και αποκτώνται με σκοπό διαρκούς κατοχής τους. Ως μακροπρόθεσμες απαιτήσεις νοούνται οι απαιτήσεις, των οποίων η προθεσμία εξόφλησης λήγει μετά το τέλος της επόμενης χρήσης. Οι υπόλοιπες απαιτήσεις λογίζονται βραχυπρόθεσμες και καταχωρούνται στους οικείους λογαριασμούς του κυκλοφορούντος ενεργητικού.
6. Αποθέματα. Σε αυτά περιλαμβάνονται τα αποθέματα της οικονομικής μονάδας και οι τυχόν προκαταβολές για την απόκτησή τους.
7. Απαιτήσεις. Εδώ υπάγονται οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, αυτές δηλαδή που είναι απαιτητές εντός του επομένου του ισολογισμού οικονομικού έτους και τυχόν προβλέψεις για επισφαλείς χρεώστες.
8. Χρεόγραφα. Δηλαδή ομολογίες και άλλοι τίτλοι σταθερής αποδόσεως, μετοχές και άλλοι τίτλοι μεταβλητής αποδόσεως κ.λπ.
9. Διαθέσιμα. Δηλαδή το ταμείο της εταιρείας, οι καταθέσεις, οι εισπρακτέες επιταγές κ.λπ.
10. Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού. Εδώ περιλαμβάνονται τα εισπρακτέα έσοδα της κλειόμενης χρήσης, που δεν εισπράχθηκαν και αντίστοιχα τα έξοδα επομένων χρήσεων που πληρώθηκαν.
11. Λογαριασμοί τάξεως χρεωστικοί. Απεικονίζονται ιδίως τα αλλότρια περιουσιακά στοιχεία, οι αμφοτεροβαρείς συμβάσεις και οι κάθε μορφής εγγυήσεις, καθώς και οι εμπράγματα ασφάλειες. Τα ποσά

των λογαριασμών τάξεως αποτελούν ιδιαίτερο άθροισμα, το οποίο δεν προστίθεται στα συνολικά αθροίσματα των λογαριασμών του ενεργητικού.⁵⁶

II. ΠΑΘΗΤΙΚΟ

1. Ίδια κεφάλαια. Εδώ αναγράφονται:

- α) Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας (καταβεβλημένο, οφειλόμενο και αποσβεσθέν).
- β) Η διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο.
- γ) Οι διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας ενεργητικού και οι επιχορηγήσεις για τη χρηματοδότηση επενδύσεων του πάγιου ενεργητικού κατά το μέρος που τα αντίστοιχα στοιχεία δεν έχουν αποσβεσθεί.
- δ) Τα αποθεματικά κεφάλαια, που διακρίνονται στα τακτικά, τα έκτακτα, τα ειδικά (από πώληση χρεογράφων, ακινήτων κ.λπ.) και τα αφορολόγητα.
- ε) Τα αποτελέσματα εις νέον, δηλαδή κέρδη ή ζημιές μεταφερόμενες από προηγούμενες χρήσεις.
- στ) Τα ποσά που προορίζονται για αύξηση κεφαλαίου.

2. Προβλέψεις για κινδύνους και βάρη. Περιλαμβάνονται σε αυτές οι προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία καθώς και προβλέψεις για φόρους και διάφορους κινδύνους, που αποσκοπούν στην κάλυψη υποχρεώσεων της κλειόμενης καθώς και των

⁵⁶ Ρόκας Ν. (1990) *Κώδικας Εταιρειών - Συλλογή Νομοθεσίας*, Αθήνα: Σάκκουλας, σελ. 244-246.

προηγούμενων χρήσεων, που διαφαίνονται ως πιθανές κατά την ημέρα σύνταξης του ισολογισμού, αλλά δεν είναι γνωστό το ακριβές μέγεθός τους ή ο χρόνος κατά τον οποίο θα προκύψουν.

3. Υποχρεώσεις, οι οποίες διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες, ανάλογα με το εάν λήγουν μέσα στην επόμενη του ισολογισμού χρήση ή όχι.

4. Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού. Εδώ περιλαμβάνονται τα έξοδα, που πληρώθηκαν μέσα στην κλειόμενη χρήση, αλλά αφορούν την επόμενη ή τις επόμενες χρήσεις (έξοδα χρήσεως δουλευμένα), τα έσοδα επομένων χρήσεων, τα οποία δεν έχουν εισπραχθεί, καθώς και οι λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί..

5. Λογαριασμοί τάξεως πιστωτικοί. Απεικονίζονται ιδίως τα αλλότρια περιουσιακά στοιχεία, οι αμφοτεροβαρείς συμβάσεις και οι κάθε μορφής εγγυήσεις, καθώς και οι εμπράγματα ασφάλειες. Τα ποσά των λογαριασμών τάξεως αποτελούν ιδιαίτερο άθροισμα, το οποίο δεν προστίθεται στα συνολικά αθροίσματα των λογαριασμών του παθητικού.⁵⁷

4.4. Η Υποχρέωση Δημοσίευσης των Ετήσιων Λογαριασμών

Προκειμένου να ικανοποιηθεί πιο αποτελεσματικά η ανάγκη ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού αλλά και όσων έχουν έννομο

⁵⁷ Ρόκας Ν. (1990) *Κώδικας Εταιρειών - Συλλογή Νομοθεσίας*, Αθήνα: Σάκκουλας, σελ.246-248.

συμφέρον σχετικά με την οικονομική κατάσταση της εταιρείας ο νόμος προβλέπει τη δημοσίευση των ετήσιων λογαριασμών. Πιο συγκεκριμένα, ο Ν 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» προβλέπει ότι ο ισολογισμός της εταιρείας, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως και ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων μαζί με το σχετικό πιστοποιητικό ελέγχου πρέπει να δημοσιευθούν από το Δ.Σ. είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από τη διεξαγωγή της γενικής συνέλευσης στο τεύχος ανωνύμων εταιρειών και εταιρειών περιορισμένης ευθύνης και κατά την κρίση του Δ.Σ. σε μία ημερήσια πολιτική εφημερίδα, που πληρεί τους προβλεπόμενους όρους και σε μία οικονομική εφημερίδα.⁵⁸

Περαιτέρω, αντίγραφα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων με τις σχετικές εκθέσεις του Δ.Σ. και των ελεγκτών υποβάλλονται από την εταιρεία στο Υπουργείο Εμπορίου είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν τη γενική συνέλευση, ενώ στην ίδια αρχή υποβάλλεται μέσα σε είκοσι ημέρες από την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων από την τακτική γενική συνέλευση μαζί με το επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών της αντίτυπο των εγκεκριμένων οικονομικών καταστάσεων. Πέρα από την γενική υποχρέωση δημοσίευσης κάθε μέτοχος δικαιούται να λάβει γνώση των οικονομικών καταστάσεων, καθώς σύμφωνα με το άρθρο 27 παρ.1 του Ν 2190/1920, «δέκα ημέρες πριν από την τακτική γενική συνέλευση, κάθε μέτοχος μπορεί να πάρει από την εταιρεία τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, καθώς και τις σχετικές εκθέσεις του Δ.Σ. και των ελεγκτών».

⁵⁸ Ν 2190/1920, Άρθρο 43β παρ. 4-5.

4.5. Η μη υποχρεωτική Ενημέρωση των Ανωνύμων Εταιρειών

Πέρα από την υποχρέωση ενημέρωσης, που ικανοποιείται από τη σύνταξη και δημοσίευση των ετήσιων λογαριασμών κατά τις ανωτέρω διατάξεις του Ν 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών, κάθε εταιρεία δικαιούται να προβαίνει οικειοθελώς σε ανακοινώσεις σχετικά με την πορεία των εργασιών της με σκοπό την πληρέστερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Η τακτική αυτή κρίνεται αναγκαία, ώστε να αντιμετωπίζονται φαινόμενα παραπληροφόρησης των επενδυτών από διάδοση ανυπόστατων φημών μέσω κυρίως του οικονομικού τύπου. Η δημιουργία ενός σωστού δίαυλου επικοινωνίας της εταιρείας με τους επενδυτές είναι σε θέση να αποτρέψει ακόμη και φαινόμενα εσωτερικής πληροφόρησης, περιορίζοντας με την έγκαιρη ενημέρωση του κοινού το πεδίο δράσης των επίδοξων insiders.

Την ανάγκη για επαρκέστερη ενημέρωση των επενδυτών καλύπτουν επίσης οι ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών, οι οποίες λειτουργούν επικουρικά ως προς τους ετήσιους λογαριασμούς. Αυτές περιλαμβάνουν επιπρόσθετα στοιχεία, πέρα από τα υποχρεωτικά αναγραφόμενα στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σχετικά με την πορεία της εταιρείας, τις δραστηριότητές της, καθώς και το στρατηγικό της σχεδιασμό και συνιστούν ένα βασικό μέσο επικοινωνίας των επιχειρήσεων με το επενδυτικό κοινό.

Η πρακτική που ακολουθείται από τις ελληνικές εταιρείες όμως, φανερώνει μια απροθυμία στον τομέα της μη υποχρεωτικής ενημέρωσης και μια εμφανή απουσία από την απαιτούμενη προσπάθεια περαιτέρω διαφώτισης των επενδυτών. Μόνο κατά το στάδιο της εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο η υπό εισαγωγή εταιρεία εμφανίζεται

πρόθυμη στα πλαίσια της απαιτούμενης προβολής της στο κοινό να προβεί σε πλήρη και αναλυτική ενημέρωση για τις δραστηριότητές της. Στη συνέχεια η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών αρκείται κατά κανόνα στις υποχρεωτικές από τη νομοθεσία δημοσιεύσεις.

Μια λογική εξήγηση θα ήταν ο φόβος των ανταγωνιστών, που αποτρέπει τους ιθύνοντες από την δημοσιοποίηση των κινήσεων της εταιρείας τους, αν και στην πράξη οι έχοντες τέτοιου είδους συμφέρον συνήθως λαμβάνουν γνώση μέσω άλλων οδών. Ίσως επίσης, οι ελληνικές εταιρείες να μην έχουν ακόμη προσαρμοσθεί στο νέο οικονομικό περιβάλλον, που έχει διαμορφωθεί και έχει τοποθετήσει τις εξελίξεις στο χώρο της κεφαλαιαγοράς στην πρώτη γραμμή του γενικού ενδιαφέροντος και της επικαιρότητας.

Ορισμένες εισηγμένες εταιρείες προβαίνουν στα πλαίσια των ετήσιων εκθέσεων τους σε ανακοινώσεις σχετικά με «κοινωνικές δαπάνες», έξοδα δηλαδή αφορόντα κοινωφελείς σκοπούς. Πέρα από την κοινωνικού χαρακτήρα σημασία των δαπανών αυτών η δημοσιοποίηση των στοιχείων αυτών δεν υπάρχει κάποια ένδειξη ότι αποφέρει κάποιο όφελος στην εταιρεία, καθώς το επενδυτικό κοινό δεν έχει δείξει να επηρεάζεται θετικά από τέτοιου είδους κινήσεις. Όπως έχει παρατηρηθεί κατά καιρούς μάλιστα, ακόμη και υπόνοιες για ενδεχόμενη παράνομη δραστηριότητα μιας εταιρείας ή για ανήθικη φύση των εργασιών της δεν είναι αρκετές καθ' εαυτές να επηρεάσουν αρνητικά τη συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού για την εν λόγω εταιρεία, γεγονός που στην περίπτωση αυτή επιβεβαιώνει την αδυναμία τήρησης ενός στοιχειώδους έστω μέτρου ηθικής στο χώρο των επιχειρήσεων.

4.6. Τα Οικονομικά Στοιχεία που πρέπει να δημοσιεύουν οι Εταιρείες

Περαιτέρω εξειδίκευση των οικονομικών στοιχείων, που οι εισηγμένες εταιρείες οφείλουν να δημοσιεύουν, παρέχεται καταρχήν στο Π.Δ. 360/85 «Για τον καθορισμό των οικονομικών στοιχείων που πρέπει να δημοσιεύουν περιοδικά οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α.», που ορίζει στο άρθρο 2 ότι οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιεύουν εξαμηνιαία οικονομική κατάσταση (που περιλαμβάνει μεταξύ άλλων τη δραστηριότητα και τα αποτελέσματά τους) για κάθε εξάμηνο κάθε οικονομικής χρήσης. Εταιρείες που υποχρεούνται να καταρτίζουν ενοποιημένες καταστάσεις θα καταρτίζουν τις παραπάνω καταστάσεις τόσο σε ενοποιημένη όσο και σε μη ενοποιημένη βάση. Επιπλέον των προβλεπόμενων ανωτέρω καταστάσεων, θα καταρτίζονται από τα ίδια πρόσωπα οικονομικές καταστάσεις για το πρώτο και το τρίτο τρίμηνο κάθε οικονομικής χρήσης.

Το άρθρο 3 ορίζει ότι οι καταστάσεις του προηγούμενου άρθρου δημοσιεύονται εντός δύο μηνών από τη λήξη της περιόδου, στην οποία αναφέρονται, σε μια ή περισσότερες εφημερίδες εθνικής και μεγάλης κυκλοφορίας. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις ανωτέρας βίας ή απρόβλεπτων γεγονότων που αιτιολογούνται δεόντως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ύστερα από αίτηση της ενδιαφερόμενης εταιρείας, έχει τη δυνατότητα να παρατείνει την προθεσμία δημοσίευσης κατά πολύ ένα μήνα. Οι οικονομικές καταστάσεις του άρθρου 2 περιλαμβάνουν τους πρωτοβάθμιους λογαριασμούς του εγκεκριμένου λογιστικού σχεδίου, που εφαρμόζονται στην εκδότρια εταιρεία. Για λόγους σύγκρισης στις καταστάσεις περιλαμβάνονται σε δεύτερη στήλη τα αντίστοιχα στοιχεία της αντίστοιχης περιόδου της προηγούμενης οικονομικής χρήσης. Στο

τέλος των καταστάσεων παρατίθενται τα ακόλουθα πρόσθετα στοιχεία, που ανατρέχουν στη λήξη της αντίστοιχης περιόδου:

α) τα υφιστάμενα εμπράγματα βάρη επί των παγίων στοιχείων,

β) οι πάσης φύσεως επίδικες ή υπό διαιτησία διαφορές της εταιρείας καθώς και αποφάσεις δικαστικών ή διαιτητικών οργάνων, που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση ή λειτουργία της εταιρείας,

γ) ο αριθμός του απασχολούμενου προσωπικού της εταιρείας και

δ) κάθε άλλη ουσιώδους ενδιαφέροντος για τους επενδυτές πληροφορία ως προς την πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρείας.

Οι καταστάσεις υπογράφονται όπως προβλέπεται στην παράγραφο 5 του άρθρου 42 α του κ.ν. 2190/1920, δηλαδή από τον πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου ή τον αναπληρωτή του, το διευθύνοντα ή εντεταλμένο σύμβουλο και σε περίπτωση που δεν υπάρχει τέτοιος σύμβουλος ή η ιδιότητά του συμπίπτει με εκείνη των ανωτέρω προσώπων, από ένα μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου, που ορίζεται από αυτό και τον υπεύθυνο για τη διεύθυνση του λογιστηρίου. Η εταιρεία υποβάλλει στο Χ.Α.Α. αντίγραφα των καταστάσεων του άρθρου 2 ταυτόχρονα με τη δημοσίευσή τους. Το Χ.Α.Α. παρακολουθεί μόνο αν οι εταιρείες τήρησαν τις υποχρεώσεις τους ως προς τη δημοσίευση των καταστάσεων σύμφωνα με το παρόν, ως προς την εμπρόθεσμη υποβολή τους στις αρμόδιες υπηρεσίες του, καθώς και αν οι εν λόγω καταστάσεις περιέχουν τα πρόσθετα στοιχεία της ανωτέρω παραγράφου. Το

Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. δύναται με απόφασή του, που δημοσιεύεται στην εφημερίδα της κυβερνήσεως, να καθορίζει τρόπους και μέσα υποβολής των καταστάσεων του παρόντος συμπεριλαμβανομένων των ηλεκτρονικών μέσων. Οι υποβαλλόμενες καταστάσεις και τα πάσης φύσεως συνοδευτικά στοιχεία της παραγράφου 1 του άρθρου 2 του παρόντος ελέγχονται υποχρεωτικά πριν δημοσιευθούν από τον ορκωτό ελεγκτή ή ελεγκτές της εταιρείας, το πιστοποιητικό ελέγχου του οποίου ή των οποίων δημοσιεύεται μαζί με τις καταστάσεις.

Σε περίπτωση που εκδότρια εταιρεία δεν τηρεί τις υποχρεώσεις της δημοσίευσης καταστάσεων σύμφωνα με το παρόν ή δημοσιεύει καταστάσεις κατά παράβαση των διατάξεων αυτών, όσον αφορά στην κατάρτιση και το περιεχόμενο των καταστάσεων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο στην παραβάτιδα εταιρεία μέχρι ποσού πενήντα εκατομμυρίων (50.000.000) δραχμών. Το ανώτατο ποσό του προστίμου δύναται να αναπροσαρμόζεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μετά από αίτηση της εκδότριας εταιρείας, μπορεί να επιτρέψει να μη συμπεριληφθούν σε κατάσταση πληροφορίες, που προβλέπονται στο παρόν, εάν κρίνει ότι η δημοσιοποίησή τους θα ήταν αντίθετη προς το δημόσιο συμφέρον ή θα είχε ως επίπτωση σοβαρή ζημιά της εταιρείας, εφόσον, στην τελευταία περίπτωση, η μη δημοσιοποίηση της πληροφορίας ή των πληροφοριών αυτών δε θα προκαλούσε παραπλάνηση του κοινού ως προς τα γεγονότα και περιστάσεις, που συμβάλλουν κατά τρόπο ουσιώδη στην εκτίμηση της αξίας των μετοχών της εταιρείας. Οι νόμιμοι εκπρόσωποι της εταιρείας και η εταιρεία ευθύνονται για την ακρίβεια των στοιχείων στα οποία βασίζεται η αίτηση απαλλαγής του παρόντος άρθρου.

Στα πλαίσια της προσπάθειας για την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής διαφάνειας και αξιοπιστίας στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς έχουν θεσπισθεί διατάξεις με έμφαση κατά κύριο λόγο στον προορισμό των αντληθέντων κεφαλαίων από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Ειδικότερα, σύμφωνα με την απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. υπ' αριθμ. 58 της 9/2/2001 «Πρόσθετες πληροφορίες που πρέπει να παρατίθενται στις οικονομικές και λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α., που δημοσιεύονται σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 360/1985»:

Σε κάθε περίπτωση δημοσίευσης οικονομικών και λογιστικών καταστάσεων κατά τις διατάξεις του Π.Δ. 360/1985, θα γίνεται παρουσίαση:

1) με ειδική έκθεση του ορκωτού ελεγκτή της εταιρείας, η οποία και αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα της παραπάνω κατάστασης, στη χρήση (διάθεση) των κεφαλαίων που έχουν αντληθεί σε προηγούμενες αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών. Ειδικότερα θα πρέπει να αναφέρονται κατά πλήρη αντιστοιχία με τα αναφερόμενα στο σχετικό ενημερωτικό δελτίο, που εκδόθηκε κατά τη διάθεση των μετοχών που προέκυψαν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου,

α) τα συγκεκριμένα ανά κατηγορία χρήσης και επένδυσης προοριζόμενα ποσά όπως αυτά προβλέπονται στο σχετικό Ενημερωτικό Δελτίο,

β) τα ποσά που έχουν ήδη διατεθεί για τις ως άνω προβλεπόμενες χρήσεις και επενδύσεις κατά το διάστημα που μεσολαβεί από την

ολοκλήρωση της αύξησης μέχρι την ημερομηνία, στην οποία να αναφέρονται οι σχετικές οικονομικές καταστάσεις,

γ) τα ποσά που έχουν ήδη διατεθεί για τις προβλεπόμενες ως άνω χρήσεις και επενδύσεις στο τρίμηνο διάστημα που λήγει την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται οι σχετικές οικονομικές καταστάσεις,

δ) ειδικά στην περίπτωση που υπάρχει διαφοροποίηση στις χρήσεις και επενδύσεις από τα οριζόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο, όσον αφορά στο υπόλοιπο ποσό που προκύπτει από τη διαφορά των συνολικών ποσών που περιγράφονται στα ανωτέρω στοιχεία α και β αντίστοιχα, θα πρέπει επίσης να παρατίθενται αναλυτικά:

δ1) τα ποσά που έχουν ήδη διατεθεί οριστικά για χρήσεις και επενδύσεις άλλες από αυτές που προβλέπονταν στο Ενημερωτικό Δελτίο, καθώς και περιγραφή των διαφορετικών αυτών χρήσεων και επενδύσεων,

δ2) τα ποσά που έχουν τοποθετηθεί προσωρινά σε χρήσεις άλλες από τις αναφερόμενες στο Ενημερωτικό Δελτίο μέχρι την ολοκλήρωση της διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων και

ε) τα ποσά που έχουν τοποθετηθεί σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις χαμηλού κινδύνου ανά κατηγορία επενδύσεως. Στο τέλος του πίνακα θα πρέπει να υπολογίζεται και να απεικονίζεται εμφανώς το συνολικό ποσό των κεφαλαίων, που δεν έχουν διατεθεί ακόμη.

Επιπρόσθετα η εκδότρια θα πρέπει να αναφέρει και να αιτιολογεί:

i) τυχόν αποκλίσεις στο χρονοδιάγραμμα υλοποίησης της διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων, όπως αυτό περιγράφεται στο σχετικό Ενημερωτικό Δελτίο,

ii) σε περίπτωση που αναφέρονται ποσά στα υπό στοιχεία δ1 και δ2 ανωτέρω, τους λόγους που οδήγησαν στη διαφοροποίηση του προορισμού των αντληθέντων κεφαλαίων σε σχέση με τα αναφερόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο.

2) Στις λογιστικές και οικονομικές καταστάσεις θα αναφέρεται επίσης η ημερομηνία πιστοποίησης της τελευταίας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά, τα κεφάλαια που αντλήθηκαν, τα έξοδα της συγκεκριμένης έκδοσης, η περίοδος άσκησης του δικαιώματος και ο αριθμός και η ημερομηνία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των νέων μετοχών, που προέκυψαν από τη συγκεκριμένη αύξηση. Σε περίπτωση που η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων έχει ολοκληρωθεί σε προηγούμενο τρίμηνο από αυτό, στο οποίο αναφέρονται οι οικονομικές καταστάσεις κατά το Π.Δ. 360/1985 θα αναφέρεται το τρίμηνο στο οποίο ολοκληρώθηκε η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων και οι ημερομηνίες και τα έντυπα, όπου είχε δημοσιευθεί η σχετική έκθεση που περιγράφεται στο στοιχείο (1) ανωτέρω.

3) Η υποχρέωση του στοιχείου (1) παύει στις περιπτώσεις που οι εκδότριες εταιρείες έχουν διαθέσει πλήρως τα κεφάλαια, τα οποία άντλησαν σε προηγούμενη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και έχουν προβεί στη δημοσίευση σχετικής έκθεσης σε προγενέστερη οικονομική –

λογιστική κατάσταση, όπου φαίνεται η πλήρης διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων. Επίσης, στις οικονομικές λογιστικές – καταστάσεις, που δημοσιεύουν οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες, πρέπει να αναγράφεται η ανάλυση του κύκλου εργασιών τους κατά κατηγορία οικονομικής δραστηριότητας, η οποία και αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα της λογιστικής κατάστασης, καθώς και το ύψος αυτών κατά κατηγορία οικονομικής δραστηριότητας.

Η ανωτέρω απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. υπ' αριθμ. 58 της 9/2/2001, που αναφέρεται στον προορισμό των αντληθέντων κεφαλαίων από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, έρχεται ουσιαστικά να ικανοποιήσει μια ανάγκη της ελληνικής αγοράς, η οποία εμφάνιζε ουσιώδης αδυναμίες στο σημείο αυτό. Πιο συγκεκριμένα, στο πρόσφατο παρελθόν σημαντικός αριθμός εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες εκμεταλλεύθηκαν τη χαλαρή έως τότε ισχύουσα νομοθεσία, άντλησαν μεγάλο όγκο κεφαλαίων από την αγορά κάνοντας κατάχρηση των δικαιωμάτων που τους παρείχε ο νόμος. Τα κεφάλαια αυτά, όπως απεδείχθη εκ των υστέρων, δεν αξιοποιήθηκαν σε παραγωγικές επενδύσεις με αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, να κλονισθεί ισχυρά η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού απέναντι στο θεσμό του χρηματιστηρίου. Την αρνητική αυτή εικόνα επιχειρεί να αποκαταστήσει η εν λόγω διάταξη θεσπίζοντας αυστηρούς όρους αναφορικά με τη χρήση των κεφαλαίων, που προέρχονται από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

4.7. Επιτελούν τελικά το Σκοπό τους οι Ετήσιοι Λογαριασμοί;

Η οικονομική πληροφόρηση είναι μια ευρεία έννοια εκτεινόμενη από τα επίσημα στοιχεία που δημοσιεύονται στις οικονομικές

καταστάσεις των εταιρειών έως τις ανεπίσημες πληροφορίες που διοχετεύονται στον οικονομικό τύπο και την χρηματιστηριακή αγορά. Η ποιότητα της παρεχόμενης ενημέρωσης και ο βαθμός κατανόησής της από το κοινό έχουν θεμελιακή σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, αφού η παρεχόμενη οικονομική πληροφόρηση είναι εκείνη που επηρεάζει και κατευθύνει σε μεγάλο βαθμό τις επιλογές των επενδυτών. Εδώ παρατηρείται μια αδυναμία της ελληνικής αγοράς, που αποτελεί ταυτόχρονα ένα υπαρκτό πρόβλημα και σε διεθνές επίπεδο.

Η πλειοψηφία των επενδυτών δεν είναι εξοικειωμένη με την επεξεργασία των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών, που περιλαμβάνονται στους ετήσιους λογαριασμούς, με συνέπεια να αδυνατεί να τα κατανοήσει επαρκώς. Η υποχρέωση δημοσιότητας των πληροφοριών για να εκπληρώνει όχι μόνο τον τυπικό αλλά και τον ουσιαστικό της προορισμό, θα έπρεπε να απευθύνεται πιο άμεσα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, που αποτελεί άλλωστε την πλειοψηφία των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών. Γίνεται κατανοητό όμως εκ των προτέρων, ότι οποιαδήποτε μέθοδος και αν ακολουθηθεί είναι αδύνατο να ικανοποιηθούν οι ανάγκες όλων ανεξαιρέτως των ενδιαφερομένων ομάδων χρηστών της οικονομικής πληροφόρησης, εξαιτίας του διαφορετικού επιπέδου γνώσεων που τις χαρακτηρίζει.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα παρουσίαζε η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της μεταβολής των τιμών των μετοχών αφ' ενός και κάποιων συγκεκριμένων δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων αφ' ετέρου, η οποία θα αποκάλυπτε την πραγματική επίδραση της δημοσίευσης των στοιχείων αυτών στην επενδυτική συμπεριφορά του κοινού. Η ανωτέρω μελέτη όμως παρουσιάζει προφανείς δυσκολίες, αφού δεν είναι ευχερής ο σαφής διαχωρισμός ορισμένων σημείων των ετησίων λογαριασμών και η

αυτοτελής εξέταση της επίδρασης που αυτά ασκούν στις κινήσεις του επενδυτικού κοινού.

Η ιδανική απεικόνιση της πραγματικής επίδρασης της οικονομικής πληροφόρησης θα μπορούσε να επιτευχθεί μόνο εάν τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, που διενεργείται η εκτίμηση αυτή, θα ήταν δυνατό να αποχωρισθούν όλοι οι υπόλοιποι πιθανοί παράγοντες επηρεασμού των τιμών των μετοχών, κάτι που προφανώς δεν είναι εφικτό. Μια πρόσθετη δυσχέρεια είναι η αδυναμία ακριβούς προσδιορισμού της χρονικής στιγμής, κατά την οποία λογίζεται ότι έγινε γνωστή μια οικονομική πληροφορία από τους εμπλεκόμενους στην χρηματιστηριακή αγορά.

Η ενημέρωση μέσω των ετήσιων λογαριασμών πρέπει να παρέχει προς τους μετόχους, αλλά και προς όσους ακόμη θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν στους χρήστες της εν λόγω ενημέρωσης, επαρκή και σαφή στοιχεία για τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος, ώστε να είναι αυτοί σε θέση να λάβουν τις πιο ενδεδειγμένες επενδυτικές αποφάσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις μπορεί να αποδειχθούν χρήσιμες ακόμη και με το χαρακτήρα ιστορικών στοιχείων. Πολλοί είναι αυτοί, οι οποίοι αξιοποιούν τα δεδομένα των ετησίων λογαριασμών παρελθουσών χρήσεων με σκοπό να εξετάσουν τις επιδόσεις της εταιρείας σε βάθος χρόνου, ώστε να αποκομίσουν συμπεράσματα για τη μελλοντική πορεία της εταιρείας και να κάνουν προβλέψεις με βάση τα ιστορικά αυτά στοιχεία.

Είναι γεγονός ότι στο σύνολο των μετόχων μιας εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας περιλαμβάνονται από τη μια πλευρά οι βασικοί μέτοχοι και οι θεσμικοί επενδυτές, που διαθέτουν τις απαιτούμενες οικονομικές γνώσεις και από την άλλη οι μικρομέτοχοι, οι οποίοι με την εξάπλωση της μετοχικής ιδέας ανέρχονται σε αρκετές χιλιάδες για κάθε εισηγμένη εταιρεία και δε διαθέτουν στην πλειοψηφία τους το κατάλληλο

θεωρητικό υπόβαθρο για να κατανοήσουν τις παρεχόμενες οικονομικές πληροφορίες. Η εποπτεύουσα αρχή οφείλει να μεριμνήσει για την καλύτερη δυνατή ενημέρωση της συγκεκριμένης ομάδας επενδυτών, η οποία προφανώς είναι άμεσα εκτεθειμένη σε φαινόμενα παραπληροφόρησης.

Αυτό κρίνεται αναγκαίο δεδομένου ότι η πρακτική φανερώνει πως οι περισσότεροι επενδυτές, που ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία, καταφεύγουν ευκολότερα στις ανεπίσημες πηγές πληροφόρησης με τους κινδύνους που η τακτική αυτή συνεπάγεται. Η διάγνωση κενών στον τομέα παροχής έννομης προστασίας των επενδυτών με την προφανή δυσχέρεια απόδειξης του δόλου εκείνου που προβαίνει σε ανακριβή πληροφόρηση αφήνει σε μεγάλο βαθμό εκτεθειμένο το επενδυτικό κοινό στον κίνδυνο σημαντικών περιουσιακών απωλειών. Η συνήθης δε μη τήρηση του κώδικα δεοντολογίας από τις χρηματιστηριακές εταιρείες σε συνδυασμό με την ανεπαρκή λειτουργία των σχετικών μηχανισμών ελέγχου και εποπτείας της αγοράς επιτείνουν την δυσμενή αυτή κατάσταση για το επενδυτικό κοινό.

Κρίνεται αναγκαία λοιπόν η επαρκέστερη ενημέρωση του κοινού από την ίδια την εταιρεία. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί σε κάποιο βαθμό με τον εμπλουτισμό της υποχρεωτικής από την πλευρά των εταιρειών ενημέρωσης με ανακοινώσεις για την πορεία των εργασιών της εταιρείας, τις συνεργασίες της και τον στρατηγικό της σχεδιασμό, που θα απευθύνονταν με αμεσότητα και σαφήνεια στο σύνολο των επενδυτών, οι οποίοι αποτελούν άλλωστε σε σημαντικό βαθμό και τους οικονομικούς αιμοδότες των εταιρειών αυτών. Η τακτική αυτή θα στερούσε, εν μέρει έστω, τη σημασία κάθε προσπάθειας παραπληροφόρησης του κοινού για τα συμβαίνοντα στην εταιρεία.

Με το πνεύμα αυτό έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι θα έπρεπε να τροποποιηθεί η μορφή αλλά και το περιεχόμενο των ετήσιων λογαριασμών των ανωνύμων εταιρειών και ότι θα ενδείκνυτο ο περιορισμός του λογιστικού τους μέρους. Έχει τεθεί επίσης το ζήτημα εάν οι ετήσιοι λογαριασμοί πρέπει να έχουν ειδικό ή γενικό χαρακτήρα καθώς και το σε ποια από τις ομάδες αποδεκτών της οικονομικής ενημέρωσης που απευθύνονται πρέπει να δοθεί η μεγαλύτερη έμφαση.⁵⁹ Αναμφίβολα η σύνταξη των λογαριασμών αυτών ακολουθεί τις κατευθύνσεις που επιβάλλει η ισχύουσα νομοθεσία και υπαγορεύει η λογιστική θεωρία. Από την άλλη πλευρά όμως, δε θα έπρεπε ίσως να αγνοηθεί εξ ολοκλήρου ο σκοπός που πρέπει να εξυπηρετηθεί με τη δημοσίευση των οικονομικών αυτών καταστάσεων.

Πιο συγκεκριμένα, για το ζήτημα του τρόπου κατάρτισης των ετήσιων λογαριασμών έχουν διατυπωθεί δύο προσεγγίσεις, η κανονιστική και η εμπειρική. Η πρώτη, που είναι και η κρατούσα, πρεσβεύει την άποψη ότι οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να ακολουθούν κατά γράμμα τους ισχύοντες λογιστικούς κανόνες αγνοώντας το ενδεχόμενο αδυναμίας κατανόησης από ένα σημαντικό μέρος των αποδεκτών της δημοσίευσης. Για τους υποστηρικτές της πλευράς αυτής προέχει η τήρηση της κρατούσας πρακτικής, αφού με δεδομένη την έλλειψη εξοικείωσης του κοινού με τη λογιστική είναι αναπόφευκτη η δυσχέρεια κατανόησης των οικονομικών καταστάσεων, ενώ τυχόν παρέκκλιση από τον τυπικό τρόπο κατάρτισής τους θα προκαλούσε προβληματισμό για την ποιότητα και την ακρίβεια της παρεχόμενης πληροφόρησης.

Από την άλλη πλευρά η εμπειρική προσέγγιση, την οποία υποστηρίζουν πολλοί ερευνητές της λογιστικής, πρεσβεύει ότι οι

⁵⁹ Αποστόλου Α. (1993) *Χρηματοοικονομικές - Λογιστικές Καταστάσεις Εταιρειών*, Διδακτορική Διατριβή, Αθήνα, σελ. 15.

χρηματοοικονομικές καταστάσεις πρέπει να ανταποκρίνονται στις ανάγκες των χρηστών, προς τους οποίους απευθύνονται. Για το λόγο αυτό, πρέπει η κατάρτισή των ετήσιων λογαριασμών να ακολουθεί πιο εκλαϊκευμένα πρότυπα, ώστε να γίνονται αυτοί κατανοητοί από την πλειοψηφία των αποδεκτών των εν λόγω δημοσιεύσεων.⁶⁰

Με βάση την έρευνα που έχει προηγηθεί δεν ενδείκνυται η μεταβολή του τρόπου κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων, καθώς η παρέκκλιση από τα αυστηρά λογιστικά πρότυπα, που έχουν καθιερωθεί, θα είχε ως αποτέλεσμα τη διατάραξη της αξιοπιστίας και του κύρους των καταστάσεων αυτών. Η σύγκρουση συμφερόντων που δημιουργείται, με βάση τις δύο απόψεις που έχουν υποστηριχθεί, δε θα έπρεπε να οδηγήσει στην αλλοίωση της ποιότητας της παρεχόμενης οικονομικής ενημέρωσης και στην εκλαΐκευση της ακολουθούμενης πρακτικής προς χάριν της καλύτερης κατανόησης του επενδυτικού κοινού, που ούτως ή άλλως θα δυσκολευόταν να ερμηνεύσει το περιεχόμενο ενός πίνακα, ο οποίος απαιτεί εξειδικευμένες γνώσεις και μια σχετική εμπειρία για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων κατά την ανάλυσή του. Αναμφίβολα βρίσκεται στη σωστή κατεύθυνση η προσπάθεια να γίνουν κατανοητές και πιο αναλυτικές οι οικονομικές καταστάσεις, αλλά σε καμία περίπτωση δε νοείται το να τροποποιηθούν τα στοιχεία που δημοσιεύονται επειδή πολλοί δε δύνανται να τα κατανοήσουν.

Από την άλλη πλευρά όμως, ο αποκλεισμός του ευρέως επενδυτικού κοινού από τη δυνατότητα κατανόησης των ετησίων λογαριασμών θα είχε ως αποτέλεσμα την ανάδειξη των επαγγελματιών συμβούλων σε αποκλειστικούς «ερμηνευτές» του περιεχομένου των οικονομικών καταστάσεων. Αυτό όμως δεν συνάδει με το πνεύμα του

⁶⁰ Αποστόλου Α. (1993) *Χρηματοοικονομικές - Λογιστικές Καταστάσεις Εταιρειών*, Διδακτορική Διατριβή, Αθήνα, σελ. 31-34.

νομοθέτη, που επιδιώκει την ενημέρωση όχι μόνο των ειδικών και των επαγγελματιών, αλλά και του επενδυτικού κοινού μέσω των ετήσιων λογαριασμών. Ο σκοπός αυτός δεν ικανοποιείται και η αυθεντική επικοινωνία μεταξύ εταιρείας και μετόχων αναιρείται, εάν οι επενδυτές καταφεύγουν στην επαγγελματική βοήθεια οικονομικών συμβούλων ακόμη και για την ερμηνεία των δυσνόητων γι' αυτούς οικονομικών καταστάσεων. Η ερμηνεία άλλωστε, που θα δοθεί έστω και από κάποιον ειδικό για ένα θέμα που θα επηρεάσει άμεσα μια επενδυτική επιλογή, δε μπορεί παρά να χαρακτηριστεί ως επισφαλής.

Αυτό συμβαίνει γιατί από τη στιγμή που υπεύθυνος για την επιλογή δεν είναι ο ίδιος ο επενδυτής αλλά κάποιος σύμβουλος, θα έπρεπε να διασφαλισθεί ότι αυτός όχι μόνο θα αναλύσει τα σχετικά στοιχεία με τον κατάλληλο τρόπο, αλλά ταυτόχρονα θα λάβει και την πιο ενδεδειγμένη επενδυτική απόφαση. Ενώ όμως η κατανόηση των στοιχείων τεκμαίρεται ευχερής για έναν ειδικό, η ικανότητα πρόβλεψης είναι κάτι το ξεχωριστό και ιδιαίτερα δυσχερές με δεδομένο το πλήθος ακόμη και εξωγενών παραγόντων που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, αλλά και με βάση τη φύση της πρόβλεψης, που εξ' ορισμού ενέχει ένα σημαντικό ποσοστό αβεβαιότητας.⁶¹ Συνεπώς, αφού ακόμη και η επεξεργασία των δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων από κάποιον σύμβουλο παρουσιάζει κενά, θα πρέπει να δοθεί η απαιτούμενη έμφαση στην αμεσότητα και τον εμπλουτισμό της ενημέρωσης του κοινού από τις εταιρείες, αλλά και στη βελτίωση της πληροφόρησης μέσω των ετήσιων λογαριασμών προς το συμφέρον του πλήθους των μετόχων, που χρήζουν ιδιαίτερης προστασίας από το νομοθέτη.

⁶¹ Griffin P. (1982) *Usefulness to Investors and Creditors of Information provided by Financial Reporting*, Connecticut: Financial Accounting Standards Board, pp.138-139.

Εξαιτίας των λόγων που προαναφέρθηκαν, ακόμη και η συνδρομή ενός συμβούλου δε θα μπορούσε να θεωρηθεί πανάκεια για τους επενδυτές. Ο βαθμός εμπειρίας του, η διάθεση αντιμετώπισης του ρίσκου, οι μέθοδοι και η στρατηγική που ακολουθεί ή ακόμη και η ιδιοσυγκρασία κάθε συμβούλου επενδύσεων παίζουν σημαντικό ρόλο στον τρόπο λήψης των αποφάσεων από αυτόν. Αναμφίβολα, κάθε ειδικός κινείται βάσει της δικής του έμπνευσης, γεγονός που εξηγεί τις διαφορετικές επιδόσεις τους, αν και τα δεδομένα της αγοράς σε κάθε χρονική στιγμή είναι κοινά για όλους. Για το λόγο αυτό άλλωστε, η εκτίμηση των οικονομικών αναλύσεων πρέπει να συνδέεται με τη συμπεριφορά της αγοράς ως συνόλου, που αποτελεί στην ουσία ένα μέσο όρο των ενεργειών όσων μετέχουν σε αυτήν κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας και ρίσκου. Οι παράγοντες, που επηρεάζουν τους ειδικούς στην κρίση τους, ισχύουν με ανάλογο πνεύμα και για τους επί μέρους επενδυτές, οι οποίοι ενεργούν με διαφορετικό τρόπο ακόμη και στις περιπτώσεις που γίνονται δέκτες της ίδιας πληροφόρησης. Αυτό συμβαίνει γιατί το επίπεδο γνώσεων των επενδυτών για την αγορά, καθώς επίσης και ο βαθμός εμπειρίας τους ποικίλει σε μεγάλο βαθμό.

Ένα διαφορετικό ζήτημα, που έχει απασχολήσει την οικονομική θεωρία, είναι το κατά πόσο οι λογιστικές μέθοδοι που ακολουθούνται κατά τη σύνταξη των ετησίων λογαριασμών μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών σε αξιοπρόσεκτο βαθμό. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί καθώς μια διαφορετική λογιστική μέθοδος είναι δυνατό να μεταβάλλει για παράδειγμα την αξία των χρεογράφων της εταιρείας ή την καθαρή της θέση λόγω διαφορετικής φορολογικής μεταχείρισης. Ακόμη και ο κλασσικός δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή θα εμφανιζόταν διαφορετικός εάν τα κέρδη υπολογίζονται με τη χρήση διαφορετικών

λογιστικών μεθόδων.⁶² Σχετικές έρευνες όμως έχουν καταλήξει στη διαπίστωση ότι η ουσιαστική επίδραση στις τιμές των μετοχών εξαιτίας της χρήσης διαφορετικών λογιστικών μεθόδων είναι αμελητέα.

Συμπερασματικά, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι παρά το πλήθος των οικονομικών πληροφοριών, που κατακλύζουν κάθε αγορά, το περιεχόμενο των ετησίων λογαριασμών των εισηγμένων εταιρειών και η πορεία των τιμών των μετοχών τους είναι στοιχεία άρρηκτα συνδεδεμένα, καθώς οι οικονομικές αυτές καταστάσεις αποτελούν την κατ' εξοχήν πηγή ενημέρωσης των επενδυτών, που περιβάλλεται με το κύρος της νομοθετικής πρόβλεψης του περιεχομένου τους και της διασφάλισης της αξιοπιστίας των δημοσιευομένων σ' αυτές στοιχείων.

4.8. Υποχρεώσεις για Γνωστοποίηση Στοιχείων σχετικών με την Εξέλιξη της Δραστηριότητας της Εταιρείας

Στα πλαίσια της προσπάθειας για την πληρέστερη δυνατή ενημέρωση των επενδυτών, το άρθρο 16 της υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία συνιστά τον κανονισμό λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών, ορίζει ότι κάθε εταιρεία υποχρεούται να εκδίδει και να καθιστά προσιτό στο ευρύ επενδυτικό κοινό Ετήσιο Δελτίο με σκοπό την παροχή τακτικής και επαρκούς πληροφόρησης στους επενδυτές σχετικά με τις δραστηριότητές της. Η εταιρεία έχει την ευθύνη για τη σύνταξη του ετήσιου δελτίου και την αλήθεια, ακρίβεια, πληρότητα, ορθότητα και σαφήνεια των στοιχείων, που περιέχονται σε αυτό. Το ετήσιο δελτίο θα περιέχει, κατ' ελάχιστο, τα

⁶² Παπούλιας Γ. (1997) *Επενδύσεις Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Παπούλιας, σελ.262.

στοιχεία που περιλαμβάνονται στο παράρτημα Α του Π.Δ. 348/1985. Εκτός των στοιχείων που αναφέρονται στο ανωτέρω παράρτημα, στο ετήσιο δελτίο πρέπει να περιλαμβάνονται και τα ακόλουθα στοιχεία:

α) Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, οι εκθέσεις διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση και οι σχετικές εκθέσεις των ελεγκτών της εταιρείας.

β) Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, οι οποίες περιλαμβάνονται στην ενοποίηση.

γ) Οι περιοδικές οικονομικές καταστάσεις 1^{ου}, 2^{ου}, 3^{ου} και 4^{ου} τριμήνου, εφόσον καταρτίζεται, σύμφωνα με το άρθρο 4 του Π.Δ. 360/1985, ως ισχύει.

δ) Οι ετήσιες καταστάσεις ταμιακών ροών σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση. Οι καταστάσεις ταμιακών ροών υπογράφονται όπως προβλέπεται στην παρ. 5 του άρθρου 42^α του Ν 2190/1920 και ελέγχονται από τον ορκωτό ελεγκτή της εταιρείας, το πιστοποιητικό ελέγχου του οποίου δημοσιεύεται μαζί με τις καταστάσεις.

ε) Ο πίνακας διάθεσης αντληθέντων κεφαλαίων από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, εφόσον η διάθεση δεν έχει ολοκληρωθεί ή ολοκληρώθηκε στη διάρκεια της χρήσης.

στ) Η εξέλιξη της χρηματιστηριακής τιμής και του όγκου συναλλαγών των μετοχών της εταιρείας σε σχέση με την πορεία του κλάδου στον οποίο ανήκει και το γενικό δείκτη του Χ.Α.Α. Ειδικότερα θα πρέπει κατ' ελάχιστο να αναφέρονται η τιμή κλεισίματος της μετοχής της

τελευταίας συνεδρίασης κάθε μήνα και η αξία του συνολικού μηνιαίου όγκου συναλλαγών.

Το ετήσιο δελτίο τίθεται στη διάθεση των επενδυτών δωρεάν μετά τη δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και πάντως το αργότερο δέκα εργάσιμες ημέρες πριν από την ετήσια τακτική γενική συνέλευση των μετόχων. Αντίτυπο του ετήσιου δελτίου υποβάλλεται αμελλητί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χ.Α.Α.

Εφ' όσον το ετήσιο δελτίο κυκλοφορεί και σε ηλεκτρονική μορφή από την ιστοσελίδα της εταιρείας πρέπει να τηρούνται σε κάθε περίπτωση οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

α) Το περιεχόμενο της καταχώρησης στην ιστοσελίδα θα είναι ταυτόσημο με το περιεχόμενο του δελτίου, που κυκλοφορεί υπό τη μορφή εντύπου και

β) Η πρόσβαση στην ιστοσελίδα θα παρέχεται χωρίς χρέωση.

Οι εταιρείες δύνανται να ενσωματώνουν το ετήσιο δελτίο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του παρόντος άρθρου το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 7 του Π.Δ. 360/1985, σύμφωνα με την περίπτωση α' της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000⁶³.

⁶³ Δηλαδή πρόστιμο μέχρι πενήντα εκατομμύρια (50.000.000) δραχμές.

4.9. Η Οικονομική Πληροφορία ως Αγαθό

Κάθε οικονομική πληροφορία έρχεται να επιβεβαιώσει ή να διαψεύσει τις υπάρχουσες προσδοκίες παίζοντας αποφασιστικό ρόλο στην επενδυτική επιλογή των εμπλεκομένων στη χρηματιστηριακή αγορά. Ο καταλυτικός ρόλος που διαδραματίζει η οικονομική πληροφόρηση στη λήψη των επενδυτικών και επιχειρηματικών αποφάσεων καταδεικνύει την σημασία αλλά και την αξία της ως οικονομικού αγαθού. Η παραγωγή και η δημοσίευση των οικονομικών πληροφοριών συνεπάγεται ασφαλώς κάποιο κόστος, το οποίο δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί επακριβώς. Αυτό ισχύει, γιατί το κόστος που προκύπτει για μια εισηγμένη εταιρεία, για παράδειγμα από την αναπόφευκτη έμμεση παροχή πληροφοριών σε ανταγωνιστές δια μέσου της πληροφόρησης προς το επενδυτικό κοινό, δε μπορεί να αποτιμηθεί οικονομικά.

Ομοίως, το κόστος “εξαναγκασμού” της διοίκησης να ανταπεξέλθει σε στόχους, που εξήγγειλε μεν σε κάποια ανακοίνωσή της προς το κοινό, αλλά δυσκολεύεται να φέρει σε πέρας, καταλογίζεται στην ανάγκη πληρέστερης ενημέρωσης χωρίς να μπορεί να προσδιοριστεί με σαφήνεια το ύψος του. Αυτό συμβαίνει γιατί στην περίπτωση, κατά την οποία μια εισηγμένη εταιρεία δε φανεί συνεπής σε μια εξαγγελία της, είναι πιθανό να κληθεί να δώσει εξηγήσεις στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τον κίνδυνο της επιβολής κυρώσεων.

Από την άλλη πλευρά, πιο συγκεκριμένες είναι οι δαπάνες που συνδέονται με το κόστος συλλογής και επεξεργασίας των πληροφοριών, καθώς επίσης και με το κόστος ελέγχου και ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων. Εξαιτίας των παραπάνω λόγων, που συνδέονται με το ενδεχόμενο κόστος, οι παραγωγοί των οικονομικών πληροφοριών,

δηλαδή οι ίδιες οι επιχειρήσεις, παρουσιάζονται συχνά απρόθυμοι να ικανοποιήσουν τις αυξανόμενες απαιτήσεις του κοινού για επαρκέστερη ενημέρωση αρκούμενοι στο ελάχιστο όριο πληροφοριών που επιβάλλει ο νομοθέτης.⁶⁴

4.10. Χαρακτηριστικά των Οικονομικών Πληροφοριών

Οι παρεχόμενες μέσω τόσο των ετήσιων λογαριασμών και καταστάσεων όσο και των υπολοίπων ανακοινώσεων και εκθέσεων των εισηγμένων εταιρειών οικονομικές πληροφορίες πρέπει να διέπονται από ορισμένα χαρακτηριστικά στοιχεία, που να τις καθιστούν χρήσιμες και αξιοποιήσιμες για το επενδυτικό κοινό. Η απαρίθμηση των χαρακτηριστικών αυτών μπορεί να είναι μόνο ενδεικτική και έχει επιχειρηθεί ερευνητικά σε αρκετές περιπτώσεις.

Μια επιτυχής έκθεση των ποιοτικών χαρακτηριστικών της χρηματοοικονομικής πληροφορίας, των ιδιοτήτων δηλαδή που αυτή πρέπει να έχει για να είναι χρήσιμη και να επιδρά εποικοδομητικά στη λήψη αποφάσεων, περιλαμβάνεται στην ετήσια έκδοση του FASB (Financial Accounting Standards Board), που αποτελεί όργανο του Αμερικανικού Ινστιτούτου Αναγνωρισμένων Λογιστών.⁶⁵ Το FASB έχει προσδιορίσει επακριβώς τα χαρακτηριστικά εκείνα, που πρέπει να διέπουν την οικονομική πληροφόρηση, η οποία παρέχεται μέσω των οικονομικών καταστάσεων από τις ανώνυμες εταιρείες με μετοχές

⁶⁴ Αποστόλου Α. (1993) *Χρηματοοικονομικές - Λογιστικές Καταστάσεις Εταιρειών*, Διδακτορική Διατριβή, Αθήνα, σελ. 46-47.

⁶⁵ Financial Accounting Standards Board (FASB), "Statement of Financial Accounting Concepts" No 2, pp.10-16.

εισηγμένες στα χρηματιστήρια αξιών, που ως εκ τούτου συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού. Οι ιδιότητες αυτές είναι οι εξής:

4.10.1. Καταλληλότητα

Η αυτονόητη αυτή ιδιότητα υποδηλώνει την ανάγκη η φύση των πληροφοριών να είναι τέτοια, ώστε να είναι αυτές σε θέση να συνδράμουν ουσιαστικά τους επενδυτές στο να διαμορφώσουν ορθές προβλέψεις και εκτιμήσεις βάσει όλων των παρελθόντων και παρόντων στοιχείων, που αφορούν την εταιρεία.

4.10.2. Ο επίκαιρος Χαρακτήρας

Η πληροφόρηση πρέπει να παρέχεται την κατάλληλη χρονική στιγμή στους χρήστες, ώστε να είναι αξιοποιήσιμη και να μη χάνει τη σημασία της. Μια διάψευση για ένα ανακριβές δημοσίευμα για παράδειγμα, που λαμβάνει χώρα με αρκετές ημέρες καθυστέρηση, χάνει ουσιαστικά την αξία της, δεδομένου ότι έχει ήδη προκαλέσει τον αθέμιτο επηρεασμό της τιμής της εν λόγω μετοχής. Η ίδια η φύση ορισμένων οικονομικών πληροφοριών καθιστά την επιβεβαίωση ή διάψυσή τους άνευ ουσίας με την παρέλευση ακόμη και ελάχιστου χρόνου, όπως για παράδειγμα η πληροφορία για πρόταση επιθετικής εξαγοράς μιας εταιρείας, που είναι ικανή να μεταβάλει άμεσα και σε καθοριστικό βαθμό την τιμή των μετοχών της εν λόγω εταιρείας. Αντίθετα ορισμένες πληροφορίες, όπως οι ανακοινώσεις ρουτίνας των εταιρειών, δε

συναρτώνται σε καμία περίπτωση σ' αυτόν το βαθμό με τον παράγοντα χρόνο.

Το βέβαιο είναι ότι στην περίπτωση της πρώτης κατηγορίας οικονομικών πληροφοριών δεν πρέπει να διακυβεύεται η αξιοπιστία της ενημέρωσης προς χάριν της απαιτούμενης ταχύτητας μετάδοσης της πληροφορίας, κάτι που στην πράξη αποτελεί τον κανόνα. Πολλές οικονομικές ειδήσεις μεταδίδονται χωρίς τα απαραίτητα εχέγγυα αξιοπιστίας στα πλαίσια της προσπάθειας των δικτύων μετάδοσης οικονομικών πληροφοριών να προλάβουν τους ανταγωνιστές τους. Θυσιάζεται με άλλα λόγια η αξιοπιστία στο βωμό της ταχύτητας ενημέρωσης με τα αντίθετα ακριβώς αποτελέσματα από τα επιδιωκόμενα.

4.10.3. Αξιοπιστία

Υποδηλώνει την ιδιότητα της πληροφορίας να διασφαλίζει το ότι αυτή είναι ελεύθερη από λάθη ή ηθελημένες ανακρίβειες και αποτυπώνει με πιστότητα την αλήθεια. Το στοιχείο της αξιοπιστίας αποτελεί αυτονόητη προϋπόθεση, ώστε η οικονομική πληροφόρηση να επιτελεί αποτελεσματικά και εποικοδομητικά για το επενδυτικό κοινό το ρόλο της. Η αξιοπιστία κρίνεται από το βαθμό, κατά τον οποίο η οικονομική πληροφορία μπορεί να επαληθευθεί.

Η δυνατότητα επαλήθευσης δεν κρίνεται αυθαίρετα, αλλά βάσει των κοινά αναγνωρισμένων μεθόδων, που εφαρμόζονται στην πρακτική των εταιρειών και διασφαλίζουν τον κατάλληλο βαθμό συναίνεσης των καθ' ύλην αρμόδιων αναλυτών. Οι κοινά αποδεκτοί αυτοί κανόνες φανερώνουν το κατά πόσο τα δημοσιευθέντα στις οικονομικές

καταστάσεις στοιχεία συμφωνούν με τα πραγματικά οικονομικά δεδομένα της εταιρείας.

4.10.4. Ουδετερότητα

Η ιδιότητα αυτή παραπέμπει στην αρχή ότι πρωταρχική μέριμνα κατά την κατάρτιση των ετήσιων λογαριασμών είναι η ακρίβεια και η αξιοπιστία της πληροφόρησης και όχι ο αντίκτυπος, που αυτή ενδεχομένως θα έχει σε κάθε μορφής συμφέροντα, που συνδέονται με την εταιρεία. Η έννοια της ουδετερότητας δε συνεπάγεται το ότι η ενημέρωση παρέχεται χωρίς τη φυσική συνέπεια του επηρεασμού της συμπεριφοράς του επενδυτικού κοινού. Αρκεί ο επηρεασμός αυτός να μην είναι σκόπιμος προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση.

Η οικονομική ενημέρωση άλλωστε εξ' ορισμού δεν είναι δυνατό να είναι ουδέτερη αφού κεφαλαιοποιείται μέσω αυτής η καλή ή κακή πορεία της εταιρείας. Ο παραγωγός της οικονομικής πληροφορίας όμως, οφείλει να τελεί σε καθεστώς ουδετερότητας, να μην αποσκοπεί δηλαδή στην αποκόμιση κέρδους από τη δημοσίευση της πληροφορίας και τον αθέμιτο επηρεασμό της τιμής της μετοχής. Η προϋπόθεση αυτή κρίνεται ως ιδιαίτερα καθοριστική, εάν αναλογιστούμε τον κύκλο των προσώπων και το πλήθος των συμφερόντων που συνδέονται με τη δημοσίευση ή μη μιας οικονομικής πληροφορίας σε συνδυασμό με τα αντιτιθέμενα συμφέροντα που οι ομάδες αυτές εκπροσωπούν.

4.10.5. Η Δυνατότητα Αντιπαραβολής

Η ικανότητα δηλαδή μιας πληροφορίας να προσφέρει στο χρήστη την ευκαιρία να διαπιστώσει ομοιότητες και διαφορές ανάμεσα σε δύο ομοειδή οικονομικά δεδομένα. Η αξία της οικονομικής ενημέρωσης αυξάνεται εάν αυτή μπορεί να τεθεί σε αντιπαραβολή με αντίστοιχες πληροφορίες, που αφορούν εταιρείες του ιδίου κλάδου ή αφορούν την ίδια εταιρεία αλλά σε διαφορετική χρονική στιγμή. Η συγκρισιμότητα, τόσο αναφορικά με άλλες εταιρείες όσο και ενδοεταιρικά με κριτήριο ποικίλες χρονικές περιόδους, αυξάνει τη σημασία και το κύρος της πληροφορίας, που αποκτά μέσω της σύγκρισης πρόσθετη αξία.

Αυτό γίνεται πιο εύλογα αντιληπτό εάν αναλογιστούμε ότι κάθε λογιστικό στοιχείο και κάθε ποσοτικό δεδομένο, που αναφέρεται στην εταιρεία, για να εκτιμηθεί και να αποτελέσει αντικείμενο ουσιαστικής ανάλυσης πρέπει να είναι σε θέση να συγκριθεί με άλλα παρεμφερή δεδομένα ανάλογου περιεχομένου, που θα λειτουργήσουν ως γνώμονας για τις ανάγκες της σύγκρισης. Είναι αυτονόητο ότι η σύγκριση αφορά πάντοτε ομοειδή στοιχεία με κοινά χαρακτηριστικά, των οποίων διαφέρουν μόνο τα ποσοτικά δεδομένα.

Η συγκρισιμότητα δεν σχετίζεται με την αξιοπιστία της πληροφόρησης, αλλά με τη δυνατότητα συσχετισμού με άλλα δεδομένα και διασταύρωσης βάσει κοινά αναγνωρισμένων μεθόδων της ακρίβειας της πληροφορίας, που οδηγεί τελικά στην επαλήθευση ή μη της υπό εξέταση πληροφορίας. Ενδεχόμενη αδυναμία, που εμπεριέχεται στην αρχή αυτή, είναι η πιθανότητα στην προσπάθεια επίτευξης της επιθυμητής ομοιομορφίας για τις ανάγκες της σύγκρισης να μειωθεί η απαιτούμενη ακρίβεια και πιστότητα της οικονομικής ενημέρωσης.

4.10.6. Ουσιαστικότητα

Κάθε πληροφορία για να θεωρηθεί ουσιώδης θα πρέπει να είναι ικανή να επηρεάσει την κρίση ενός μέσου επενδυτή, ο οποίος δε θα προέβαινε σε κάποια επενδυτική κίνηση εάν δε γνώριζε την εν λόγω πληροφορία. Περαιτέρω, μια πληροφορία για να είναι σε θέση να έχει αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής μιας εταιρείας θα πρέπει να είναι ουσιώδης, όσον αφορά στα μεγέθη στα οποία αναφέρεται. Τίθεται με άλλα λόγια ένα κριτήριο «ποσοτικού» χαρακτήρα, το οποίο αν δεν ικανοποιείται θεωρείται ότι δεν υπάρχει έρεισμα, ώστε οι επενδυτές - μέτοχοι να λάβουν γνώση της συγκεκριμένης πληροφορίας.

Το εν λόγω μέγεθος όμως, δεν είναι εύκολο να οριοθετηθεί, αφού δε μπορεί για παράδειγμα να ορισθεί ότι στα πλαίσια της υποχρέωσης δημοσιοποίησης των κινήσεων των μετόχων, που κατέχουν σημαντικό ποσοστό των μετοχών μιας εταιρείας, οι κινήσεις που αφορούν μετόχους κατέχοντες ουσιώδες μεν αλλά κάτω από ένα ορισμένο ποσοστό μετοχών δεν έχουν κανένα ενδιαφέρον για το επενδυτικό κοινό ή με αντίστοιχο πνεύμα ότι οικονομικά μεγέθη κάτω από κάποιο όριο δεν παρουσιάζουν ενημερωτικό ενδιαφέρον για τους επενδυτές.

Κάθε στοιχείο σε μια οικονομική κατάσταση κρίνεται ουσιώδες, εάν η κρίση ενός μέσου επενδυτή, που στηρίζεται στο λογαριασμό αυτό, θα επηρεαζόταν ή θα μεταβαλλόταν από την παράλειψη ή την διαφορετική παρουσίαση του εν λόγω δεδομένου. Με άλλα λόγια, παραμερίζοντας το ποσοτικό κριτήριο, για να εκτιμηθεί σωστά ο βαθμός της ουσιαστικότητας θα πρέπει να δοθεί έμφαση και στη φύση της υπό εξέταση πληροφορίας και όχι μόνο στα μεγέθη τα οποία αφορά.

4.10.7. Συσχέτιση Κόστους και προσδοκώμενου Οφέλους

Το κόστος της οικονομικής ενημέρωσης περιλαμβάνει τα έξοδα συγκέντρωσης των πληροφοριών, της επεξεργασίας τους, του τυχόν απαιτούμενου ελέγχου τους, της μετάδοσής τους προς τα ενδιαφερόμενα μέρη και της μείωσης της ανταγωνιστικής θέσης της εταιρείας από τυχόν μη επιθυμητή γνωστοποίηση ειδήσεων που την αφορούν στους ανταγωνιστές της. Από την πλευρά των χρηστών το κόστος περιορίζεται στην ανάλυση και ερμηνεία των οικονομικών πληροφοριών. Κάθε πληροφορία συνεπάγεται κατ' αρχήν κάποιο κόστος και τελικά δημιουργεί ένα όφελος. Η συνεκτίμηση των δύο αυτών στοιχείων φανερώνει αν αποβαίνει χρήσιμη η παραγωγή της πληροφορίας ή όχι.

Είναι προφανές ότι τα οφέλη από τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας θα πρέπει να υπερκαλύπτουν το κόστος που αυτή δημιουργεί, με την αυτονόητη και προφανή δυσκολία βέβαια της ακριβούς εκτίμησης των δύο αυτών παραγόντων. Ενώ στην περίπτωση οποιουδήποτε άλλου αγαθού η σχέση κόστους και οφέλους είναι εύκολο να προσδιοριστεί με ακρίβεια, δεν ισχύει το ίδιο για τις οικονομικές πληροφορίες, που λόγω της φύσης τους δημιουργούν μεγάλη ασάφεια αναφορικά με την υπό εξέταση σχέση.

Οι οικονομικές πληροφορίες και μόνο από το γεγονός ότι προορίζονται να χρησιμοποιηθούν από έναν ευρύ κύκλο προσώπων, που δε μπορεί να προσδιοριστεί και όχι από κάποιον συγκεκριμένο «αγοραστή» του προϊόντος διαφοροποιούνται ουσιωδώς από τα υπόλοιπα αγαθά. Ταυτόχρονα, δεν υφίσταται η αυτονόητη σύνδεση εκείνου που πληρώνει για την απόκτηση της οικονομικής πληροφορίας και όσων ωφελούνται από τη χρήση της.

Είναι προφανές ότι το κύριο βάρος του κόστους της οικονομικής πληροφόρησης φέρει η εταιρεία, ενώ το όφελος εισπράττεται τόσο από τον παραγωγό της, δηλαδή την εταιρεία, όσο και από τους χρήστες. Αντίθετα δηλαδή με κάθε άλλη αγορά, αυτή της οικονομικής πληροφόρησης χαρακτηρίζεται ως ατελής μη μπορώντας να ακολουθήσει λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της τον κανόνα της γνήσιας προσφοράς και ζήτησης, παρά τη μεγάλη σπουδαιότητα που τη χαρακτηρίζει.

4.10.8. Πληρότητα

Στα πλαίσια της παρεχόμενης πληροφόρησης οι εταιρείες οφείλουν να συμπεριλαμβάνουν κάθε στοιχείο, που είναι απαραίτητο για την πιστή απεικόνιση των υπό ανάλυση δεδομένων, χωρίς να γίνεται οποιαδήποτε επιλογή ή διάκριση. Η ιδιότητα αυτή αποσκοπεί στην αποφυγή της καταστρατήγησης των σχετικών διατάξεων περί άρτιας ενημέρωσης του κοινού μέσω της επιλεκτικής γνωστοποίησης στοιχείων από την πλευρά της εταιρείας.

4.10.9. Ομοιομορφία

Ο τρόπος παροχής της οικονομικής πληροφόρησης πρέπει να ακολουθεί τις ίδιες αρχές και διαδικασίες σε κάθε χρονική στιγμή. Η λογιστική μέθοδος για παράδειγμα, που έχει επιλεγεί, πρέπει να ακολουθείται πιστά και στις επόμενες οικονομικές χρήσεις, για να διευκολύνεται η επεξεργασία των παρεχομένων στοιχείων μέσω της απ' ευθείας αντιπαραβολής τους.

Είναι προφανής η διαπίστωση ότι οι λογιστικές μέθοδοι εμπλουτίζονται, εξελίσσονται και συχνά τροποποιούνται και η ανάγκη μεταβολής των έως τώρα ακολουθούμενων μεθόδων είναι αυτονόητη. Όμως θα έπρεπε η μεταβολή αυτή να συντελείται μόνον όταν το όφελος από την εισαγωγή της νέας μεθόδου είναι προφανές και αναμφισβήτητο, ώστε να μη δυσχεραίνεται άσκοπα το έργο των αναλυτών και μελετητών των ετήσιων λογαριασμών των επιχειρήσεων.

4.10.10. Συνδρομή στη Διαδικασία Πρόβλεψης

Ο ουσιαστικός προορισμός της οικονομικής ενημέρωσης είναι το να βοηθά τους επενδυτές - χρήστες της πληροφορίας να αυξήσουν την πιθανότητα σωστής πρόβλεψης με βάση την έκβαση παρελθόντων ή παρόντων γεγονότων. Η οικονομική θεωρία έχει υιοθετήσει μοντέλα πρόβλεψης καθώς και σειρά ενδείξεων με τη μορφή διαβαθμίσεων του «οικονομικού κινδύνου». Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ενημέρωση σχετικά με το ενδεχόμενο πτώχευσης μιας ανώνυμης εταιρείας, αφού η προοπτική αυτή επηρεάζει καταλυτικά κάθε συναλλαγή, που αφορά την εν λόγω εταιρεία.

Οι επενδυτές όμως πολλές φορές δεν δύνανται να κεφαλαιοποιήσουν το όφελος, που παρέχεται από τις πληροφορίες μέσω των οικονομικών καταστάσεων, εξαιτίας μιας αυτονόητης αδυναμίας της αξίας πρόβλεψης της πληροφόρησης, που παρέχεται με τον τρόπο αυτό. Πιο συγκεκριμένα, στα πλαίσια της λειτουργίας μιας «αποτελεσματικής αγοράς» κάθε οικονομική πληροφορία αφομοιώνεται αμέσως από την αγορά και αποτυπώνεται στην τιμή της με αποτέλεσμα το χρονικό

περιθώριο αξιοποίησης των δημοσιευμένων αυτών στοιχείων να είναι περιορισμένο.

4.10.11. Δυνατότητα Κατανόησης

Το στοιχείο της κατανόησης έχει να κάνει τόσο με τα χαρακτηριστικά των χρηστών όσο και με τη φύση της πληροφορίας. Είναι προφανώς αναγκαίο και απαραίτητο η οικονομική πληροφόρηση να μπορεί να γίνει κατανοητή από το σύνολο των πιθανών χρηστών της. Όμως, όπως ήδη αναφέρθηκε, είναι δυσχερής ο συγκερασμός των αντικρουόμενων συμφερόντων των ομάδων χρηστών, προς τους οποίους απευθύνεται η οικονομική ενημέρωση των εταιρειών.

4.10.12. Συντηρητικότητα

Η αρχή αυτή υπαγορεύεται από την ανάγκη προστασίας του επενδυτικού κοινού απέναντι στην εύλογη διάθεση κάθε εταιρείας να εμφανίσει στις οικονομικές καταστάσεις της κατά το δυνατό εξωραϊσμένα τα αποτελέσματά της. Πιο συγκεκριμένα, στην περίπτωση κατά την οποία δύο εκτιμήσεις φαίνονται το ίδιο πιθανές, η ανωτέρω αρχή επιβάλλει την επιλογή της λιγότερο αισιόδοξης πρόβλεψης για τα συμφέροντα της εταιρείας, προκειμένου να διασφαλισθεί η πιστότερη και συντηρητικότερη δυνατή απεικόνιση της πορείας της εταιρείας.

Κεφάλαιο 5

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΣΤΟ ΧΩΡΟ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

Οι επί μέρους παράγοντες επηρεασμού της συμπεριφοράς των επενδυτών, υπό ομαλές συνθήκες και μη, αναλύθηκαν διεξοδικά στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διερεύνηση του βαθμού επίδρασής τους στο χώρο του ελληνικού χρηματιστηρίου. Εμπεριστατωμένη έρευνα σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα, παράλληλη άντληση προσωπικών απόψεων ειδικών εμπειρογνωμόνων του χώρου και ταυτόχρονη εξέταση έγκυρων επιστημονικών περιοδικών, οδήγησαν σε χρήσιμα και αξιοπρόσεκτα συμπεράσματα, όσον αφορά στο βαθμό επηρεασμού του επενδυτικού κοινού από τους παραπάνω επί μέρους παράγοντες. Η ανωτέρω έρευνα έλαβε χώρα κατά το χρονικό διάστημα 1998-2001.

Ανάλογο ενδιαφέρον παρουσιάζει αντίστοιχα η διερεύνηση του βαθμού επίδρασης των επί μέρους πηγών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Η ποσοστιαία στάθμιση της επίδρασής τους πραγματοποιήθηκε με βάση τα πορίσματα της ανωτέρω έρευνας κατά την τριετία 1998-2001. Η ανάλυση του συντελεστή βαρύτητας που τις χαρακτηρίζει, προσφέρει εύλογες απαντήσεις για την κατανόηση της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού, ιδιαίτερα κατά την κρίσιμη για το ελληνικό χρηματιστήριο περίοδο 1999-2000.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΑΡΥΤΗΤΑΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ
1. Εκθέσεις που αφορούν την Εταιρεία	15%
2. Ανεπίσημη Οικονομική Πληροφόρηση	13%
3. Σύμβουλοι Επενδύσεων	12%
4. Οικονομικός Τύπος	11%
5. Επιχειρηματική Δράση της Εταιρείας	10%
6. Δείκτες Αξιολόγησης Μετοχών	9%
7. Τεχνική – Θεμελιώδης Ανάλυση	8%
8. Χρηματιστηριακά Δεδομένα	7%
9. Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις	6%
10. Ανακοινώσεις της Εταιρείας	4%
11. Ενημερωτικά Δελτία	3%
12. Μερισματική Πολιτική	2%
ΣΥΝΟΛΟ	100%

Για λόγους ορθολογικότερης παρουσίασης των παραγόντων επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς για τις ανάγκες ενός πίνακα στάθμισης της βαρύτητάς τους, συνενώνονται και συνυπολογίζονται οι ομοειδείς και παρεμφερείς παράγοντες. Ειδικότερα, στον ανωτέρω πίνακα και στον υπ' αριθμ. 5 παράγοντα επηρεασμού «Επιχειρηματική Δράση της Εταιρείας», περιλαμβάνονται η ανταγωνιστική θέση της εταιρείας, η ποιότητα της διοίκησής της και η γενικότερη πολιτική της. Στον παράγοντα «Δείκτες Αξιολόγησης Μετοχών», συμπεριλαμβάνονται και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες. Περαιτέρω, υπό τον αριθμ. 8 παράγοντα «Χρηματιστηριακά Δεδομένα», νοούνται η συναλλακτική δραστηριότητα της εταιρείας, η ιστορική εξέλιξη της μετοχής της, ο βαθμός διασποράς των μετοχών της, καθώς και τα πάσης φύσεως στατιστικά και χρηματιστηριακά δεδομένα. Τέλος, στις Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις, συνυπολογίζονται και τα κάθε είδους λογιστικά στοιχεία.

Όπως γίνεται εύλογα αντιληπτό, οι παράγοντες εκείνοι που συνδέονται με δημοσίευση εκθέσεων, παροχή συμβουλών, καθώς και συλλογή ανεπίσημων πληροφοριών και δημοσιευμάτων, συγκεντρώνουν σε αξιοπρόσεκτο βαθμό το ενδιαφέρον των επενδυτών. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι η πρόσβαση στα στοιχεία αυτά είναι ευχερής και δεν απαιτούνται ιδιαίτερες γνώσεις για την περαιτέρω ανάλυσή τους. Το κόστος δε επεξεργασίας των πληροφοριών αυτών για έναν επενδυτή είναι ιδιαίτερα χαμηλό. Αντίθετα οι παράγοντες που συνδέονται με τη δράση της εταιρείας, τα χρηματιστηριακά δεδομένα, την τεχνική ανάλυση και τους δείκτες των μετοχών, επιδρούν σε μικρότερο βαθμό από ότι θα περίμενε κανείς στην επενδυτική συμπεριφορά του κοινού, καθώς προϋποθέτουν εξειδικευμένες γνώσεις προκειμένου να αξιοποιηθούν κατάλληλα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ
ΠΟΥ ΔΕ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΜΗ ΑΦΟΡΩΝΤΕΣ ΜΙΑ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΑΡΥΤΗΤΑΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ	
	ΥΠΟ ΟΜΑΔΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ	ΥΠΟ ΑΝΩΜΑΛΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ
1. Συνολική Κατάσταση της Εθνικής Οικονομίας	26%	8%
2. Πολιτική Σταθερότητα	19%	26%
3. Αξιοπιστία του Χρηματιστηρίου	18%	4%
4. Οικονομική Ψυχολογία	16%	35%
5. Εκθέσεις διαφόρων Οργανισμών	10%	13%
6. Επενδυτική Παιδεία	7%	12%
7. Πορεία του Κλάδου της Εταιρείας	4%	2%
ΣΥΝΟΛΟ	100%	100%

Οι παράγοντες επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού, που δε σχετίζονται με μια συγκεκριμένη εταιρεία αλλά έχουν να κάνουν με τη συνολική εικόνα της αγοράς πρέπει να εξεταστούν υπό ομαλές και μη συνθήκες. Αυτό ενδείκνυται καθώς τα κριτήρια αυτά έχουν διαφοροποιημένη επίδραση στις τιμές των επί μέρους μετοχών όταν οι συνθήκες χαρακτηρίζονται ως έκτακτες. Για το λόγο αυτό και ο συντελεστής βαρύτητας κάθε κριτηρίου διαφοροποιείται ουσιωδώς υπό ομαλές ή μη συνθήκες.

Σε περιόδους που στερούνται ομαλότητας η ψυχολογία της αγοράς διαδραματίζει καταλυτικό ρόλο υποσκελίζοντας σε βαρύτητα κάθε άλλο παράγοντα. Με ανάλογο πνεύμα η πολιτική σταθερότητα αποκτά ξεχωριστή σημασία σε παρόμοιες περιόδους, κατά τις οποίες το ζητούμενο είναι η σταθερότητα και όχι τόσο τα οικονομικά αποτελέσματα των επί μέρους εταιρειών. Από την άλλη πλευρά υπό ομαλές συνθήκες τα κριτήρια που συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον είναι όπως είναι αναμενόμενο, η κατάσταση της οικονομίας και η αξιοπιστία του Χρηματιστηρίου.

Για λόγους ορθολογικότερης παρουσίασης των παραγόντων επηρεασμού της επενδυτικής συμπεριφοράς για τις ανάγκες ενός πίνακα στάθμισης της βαρύτητάς τους, συνενώνονται και συνυπολογίζονται οι ομοειδείς και παρεμφερείς παράγοντες. Στο πλαίσιο αυτό, στη συνολική κατάσταση της οικονομίας εμπεριέχεται και το κριτήριο της νομισματικής σταθερότητας, που ούτως ή άλλως μετά την ένταξη της δραχμής στη ζώνη του ευρώ έχει διαφορετική σημασία για την ελληνική αγορά. Στον παράγοντα της πολιτικής σταθερότητας εντάσσεται εξάλλου και ο δείκτης διαφθοράς που εμφανίζεται στην αγορά, καθώς συνδέεται άρρηκτα με την ορθή λειτουργία των θεσμών σε μια χώρα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Ο ΒΑΘΜΟΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙ ΜΕΡΟΥΣ ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΑΡΥΤΗΤΑΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΟΥ ΚΟΙΝΟΥ
1. Ανεπίσημη Οικονομική Πληροφόρηση	24%
2. Οικονομικός Τύπος	17%
3. Σύμβουλοι Επενδύσεων	14%
4. Εκθέσεις Οργανισμών	12%
5. Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις των Εταιρειών	10%
6. Ανακοινώσεις των Εταιρειών	8%
7. Παροχή συμβουλών από Α.Χ.Ε.	7%
8. Ενημερωτικά Δελτία	5%
9. Στατιστικά Στοιχεία	3%
ΣΥΝΟΛΟ	100%

Το ποσοστό του συντελεστή βαρύτητας επηρεασμού του επενδυτικού κοινού από τις επί μέρους πηγές πληροφόρησής του είναι προφανώς αντιστρόφως ανάλογο με το επίπεδο των γνώσεων, που απαιτούνται για την επεξεργασία των ανωτέρω πηγών. Όπως είναι αναμενόμενο, το ευρύ κοινό εμπιστεύεται την ανεπίσημη πληροφόρηση σε οποιαδήποτε μορφή, καθώς η πρόσβαση σε αυτήν είναι η πιο εύκολη και ταυτόχρονα η λιγότερο δαπανηρή και απαιτητική. Με το ίδιο πνεύμα καταφεύγει στην αρωγή των πάσης φύσεως εκθέσεων και συμβουλών. Οι πηγές αυτές παρά την αξιοπιστία, που ενδεχομένως τις περιβάλλει, δεν παύουν να έχουν παράγωγο και δευτερογενή χαρακτήρα.

Οι πηγές που περιλαμβάνουν στοιχεία, τα οποία χρήζουν ανάλυσης και περαιτέρω επεξεργασίας, είναι οι λιγότερο δημοφιλείς για τους επενδυτές. Η αλήθεια είναι ότι εξαιρέσει ορισμένων αναλύσεων που απαιτούν ιδιαίτερες γνώσεις, τα ενημερωτικά δελτία, οι ανακοινώσεις των εισηγμένων εταιρειών, τα στατιστικά στοιχεία και έως ένα βαθμό ακόμη και οι οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων είναι προσιτά στο ευρύ κοινό. Η πρακτική όμως στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς μαρτυρά ότι η προσπάθεια εύρεσης «εμπιστευτικών» πληροφοριών έλκει τους επενδυτές σε τέτοιο βαθμό, ώστε να αγνοούν πολλές φορές τα επίσημα στοιχεία προκειμένου να ακολουθήσουν τα κελύσματα των ανεπίσημων πηγών πληροφόρησης με το κίνητρο της επίτευξης βραχυπρόθεσμων κερδών που τις συνοδεύει. Η ανάλυση των στοιχείων που περιέχονται στους ανωτέρω πίνακες συντελεί στην κατανόηση της συμπεριφοράς των ελλήνων επενδυτών και εξηγεί πολλά από τα φαινόμενα που παρατηρήθηκαν πρόσφατα στο χώρο του Χ.Α.Α.

Κεφάλαιο 6

ΟΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΜΕΛΩΝ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΑΥΤΩΝ

Εκτός από τις υποχρεώσεις ενημέρωσης, που αφορούν την κατάρτιση και δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιρειών, η ελληνική νομοθεσία προβλέπει σειρά υποχρεώσεων γνωστοποίησης ενεργειών από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών και των βασικών μετόχων τους. Η υποχρέωση αυτή εντάσσεται στα πλαίσια της προσπάθειας για την εξυγίανση και ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς μέσω της επίτευξης της μεγαλύτερης δυνατής αξιοπιστίας και διαφάνειας κατά τη διενέργεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Είναι αναμφισβήτητη η βαρύτητα, που έχουν οι κινήσεις των ιδίων των εταιρειών, των βασικών τους μετόχων, καθώς και των μελών της διοίκησής τους για την εικόνα και την πορεία της μετοχής της εταιρείας τους στη χρηματιστηριακή αγορά. Το πνεύμα αυτό διέπει ιδιαίτερα τις πλέον πρόσφατες σχετικές διατάξεις και πιο συγκεκριμένα την υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί τον κανονισμό λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών θεσπίζοντας τους κανόνες συμπεριφοράς αυτών και των συνδεδομένων με αυτές προσώπων.

Περαιτέρω, οι βασικές διατάξεις, που ρυθμίζουν τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης των εισηγμένων εταιρειών είναι: α) το ΠΔ 51/92 «Για τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.», β) το ΠΔ 360/85 «Για τον καθορισμό των οικονομικών στοιχείων που πρέπει να δημοσιεύουν περιοδικά οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α.», γ) το άρθρο 5 του ΠΔ 350/85 «Για τις υποχρεώσεις των εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.» και δ) το ΠΔ 53/92 «Για τα πρόσωπα που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών».

6.1. Οι Υποχρεώσεις Γνωστοποίησης των Εισηγμένων Εταιρειών

Η πρακτική που ακολούθησαν οι εισηγμένες εταιρείες από το 1985, όταν εφαρμόστηκε το ΠΔ 350/1985 έως το έτος 2000 ήταν κατά γενική ομολογία η μη συνεπής τήρηση των υποχρεώσεων πληροφόρησης, που αυτό προέβλεπε, εξαιτίας ίσως σε κάποιο βαθμό της ασάφειας που διέκρινε κάποιες βασικές του έννοιες. Την αδυναμία αυτή ήρθε να καλύψει το άρθρο 2 της υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που καθορίζει τις γενικές αρχές συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών, σύμφωνα με τις οποίες κάθε εταιρεία οφείλει να διασφαλίζει την έγκαιρη δημοσιοποίηση πληροφοριών ή γεγονότων που επέρχονται στη σφαίρα της δραστηριότητάς της, δεν είναι προσिता στο κοινό και τα οποία δύνανται, λόγω των επιπτώσεών τους στην περιουσιακή ή οικονομική της κατάσταση ή στη γενική πορεία των υποθέσεών της, να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της.

Η διατύπωση της διάταξης του ανωτέρω άρθρου επιδέχεται ευρεία ερμηνεία. Αναμφίβολα όμως σκοπός του νομοθέτη είναι αφ' ενός το επενδυτικό κοινό να ενημερώνεται έγκαιρα για κάθε σημαντικό γεγονός, που αφορά την εταιρεία και αφ' ετέρου να μη γίνεται κατάχρηση με ανακοινώσεις για επουσιώδη ζητήματα που αποπροσανατολίζουν τους επενδυτές και πλήττουν την ποιότητα της επικοινωνίας μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών και των μετόχων τους.

Οι εισηγμένες εταιρείες οφείλουν να σταθμίζουν και να αξιολογούν τα εταιρικά γεγονότα υπό το πρίσμα αυτό. Προς την κατεύθυνση αυτή γίνεται στο άρθρο 4 παρ. 1 της ανωτέρω απόφασης η ακόλουθη εξειδίκευση του περιεχομένου της ανωτέρω υπό (α) υποχρέωσης γνωστοποίησης: ως γεγονότα, τα οποία δύνανται λόγω των επιπτώσεών τους στην περιουσιακή ή οικονομική της κατάσταση ή στη γενική πορεία των υποθέσεων μιας εισηγμένης εταιρείας, να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της, θεωρούνται:

α) οι αποφάσεις για ουσιώδη μεταβολή της επιχειρηματικής δράσης της εταιρείας,

β) οι αποφάσεις ή συμφωνίες για τη σύναψη ή λύση ουσιωδών συνεργασιών ή επιχειρηματικών συμμαχιών, καθώς και για κάθε ουσιώδη διεθνή πρωτοβουλία,

γ) οι αποφάσεις για την υποβολή δημόσιας πρότασης αγοράς σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις,

δ) οι αποφάσεις ή συμφωνίες για συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης, διάσπασης ή εξαγοράς, απόκτησης ή εκχώρησης μετοχών,

που αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 5% εταιρείας, στην οποία συμμετέχει σε ποσοστό τουλάχιστον 10% η εταιρεία ή μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της ή μέτοχοί της με ποσοστό τουλάχιστον 10%,

ε) οι αποφάσεις για αλλαγή της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου ή ανωτάτων διευθυντικών στελεχών,

στ) οι αποφάσεις για τη διανομή και την καταβολή μερισμάτων, για πράξεις έκδοσης νέων μετοχών, διανομής, εγγραφής, παραίτησης και μετατροπής, όπως προβλέπεται στο άρθρο 5 παρ. 2 στοιχείο β' του ΠΔ 350/1985,

ζ) οι αποφάσεις αλλαγής ουσιωδών στοιχείων, που περιέχονται στο πλέον πρόσφατο ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας ή στο ετήσιο δελτίο του άρθρου 16 της εν λόγω απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, συμπεριλαμβανομένων και των δεσμεύσεων, που έχουν αναληφθεί για τη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων,

η) οποιαδήποτε ουσιώδης μεταβολή στην περιουσιακή κατάσταση, στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας, ιδίως στη δανειακή της επιβάρυνση και την απόδοσή της,

θ) προκειμένου περί εταιρείας, η οποία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οποιαδήποτε μεταβολή που επιδρά ουσιωδώς στη διάρθρωση ή στα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη του ομίλου,

ι) οποιαδήποτε άλλη περίπτωση προβλέπεται από την κείμενη νομοθεσία.

Το περιεχόμενο της ανωτέρω περίπτωσης (ε), εξειδικεύεται περαιτέρω στην υπ' αριθμ. 9 εγκύκλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, περί διευκρινίσεων επί της αποφάσεως 5/204/14.11.2000, σύμφωνα με την οποία οι αποφάσεις που δημιουργούν υποχρέωση γνωστοποίησης με βάση την ανωτέρω περίπτωση είναι οι εξής:

α) Αλλαγές στη σύνθεση και στις αρμοδιότητες των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου,

β) ανάθεση εκτελεστικών καθηκόντων σε μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου,

γ) αλλαγή του ή των γενικών διευθυντών και του διευθυντή οικονομικών υπηρεσιών.

Για τους σκοπούς εφαρμογής της παραπάνω διάταξης, ως απόφαση νοείται κάθε απόφαση του αρμόδιου εξουσιοδοτημένου οργάνου της εταιρείας. Στις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου συμπελαμβάνονται και αυτές που αφορούν στη σύγκληση της Γενικής Συνέλευσης για τη λήψη απόφασης σε συγκεκριμένο από τα παραπάνω θέματα. Ταυτόχρονα, ως συμφωνία νοείται ακόμη και η υπογραφή προσυμφώνου, που περιλαμβάνει σαφή και ακριβή περιγραφή των δεσμεύσεων των αντισυμβαλλομένων. Κάθε εταιρεία, μέλη του διοικητικού συμβουλίου της και διευθυντικά στελέχη της και αντίστοιχα πρόσωπα συνδεδεμένων με αυτήν εταιρειών οφείλουν να αποφεύγουν την πρόωρη δημοσιοποίηση ειδήσεων ή πληροφοριών για τα γεγονότα που εξειδικεύονται παραπάνω, πριν αυτές λάβουν τη μορφή αποφάσεων ή συμφωνιών, όπως

προβλέπεται στην προηγούμενη παράγραφο, ούτως ώστε να αποφευχθεί η καταστρατήγηση του σκοπού του νομοθέτη.

Οι γνωστοποιήσεις, που αναφέρονται στις προηγούμενες παραγράφους, πρέπει να περιλαμβάνουν τουλάχιστον εκείνα τα στοιχεία, τα οποία είναι απαραίτητα για την επαρκή και σαφή πληροφόρηση του επενδυτή και να μην περιέχουν στοιχεία, που επιδέχονται διττή ή ασαφή ερμηνεία. Απαλλαγή από τις παραπάνω υποχρεώσεις ενημέρωσης χωρεί μόνον ύστερα από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου, σύμφωνα με το άρθρο 5 παράγραφος 5, στοιχείο α' του ΠΔ 350/1985, δηλαδή όταν η ανακοίνωση ενδέχεται να προκαλέσει ζημιά στα νόμιμα συμφέροντα της εταιρείας. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του ανωτέρω άρθρου, που αφορά τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης των εισηγμένων εταιρειών, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην περίπτωση β' της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000.⁶⁶

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι υποχρεώσεις του άρθρου 4 της αποφάσεως 5/204/14.11.2000 συντρέχουν μόνο προκειμένου περί γεγονότων τα οποία δύνανται να επηρεάσουν την αγορά των μετοχών των εταιρειών. Με άλλα λόγια, πρέπει να πρόκειται για γεγονότα, που σύμφωνα με τα διδάγματα της κοινής πείρας και της χρηματιστηριακής πρακτικής, είναι δυνατό να προκαλέσουν αισθητή και ουσιώδη διακύμανση της τιμής της μετοχής μιας εισηγμένης εταιρείας, που δε θα σημειωνόταν σε καμία περίπτωση χωρίς τη μεσολάβηση του επίμαχου γεγονότος. Συνεπώς, οι εταιρείες οφείλουν να αξιολογούν προσεκτικά τα εταιρικά γεγονότα προκειμένου να διασφαλίζουν αφ' ενός μεν ότι τα πράγματι σημαντικά εξ' αυτών ανακοινώνονται, αφ' ετέρου δε ότι δεν

⁶⁶ Δηλαδή χρηματικό πρόστιμο που ανέρχεται από 1.000.000 έως 200.000.000 δρχ.

γνωστοποιούνται στο Η.Δ.Τ. γεγονότα, τα οποία δεν είναι ουσιώδη σύμφωνα με τους σκοπούς της απόφασης.

Είναι προφανής η δυσχέρεια ακριβούς προσδιορισμού των γεγονότων, που είναι σε θέση να προκαλέσουν «σημαντική διακύμανση» της τιμής μιας εισηγμένης εταιρείας. Σχετικά έχει υποστηριχθεί η άποψη⁶⁷ ότι η διάταξη αυτή δεν πρέπει να κρίνεται εκ του αποτελέσματος, αλλά από το χαρακτήρα και τη δυναμική των γεγονότων να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής, γεγονός που διευρύνει το πεδίο εφαρμογής της. Αρκεί δηλαδή η διακινδύνευση της σταθερότητας της τιμής για τη δημιουργία της υποχρέωσης πληροφόρησης του κοινού.

Περαιτέρω, μεταξύ των απόψεων, που έχουν διατυπωθεί στη θεωρία, απορριπτέα είναι σε κάθε περίπτωση η ακραία προσέγγιση, κατά την οποία κάθε διακύμανση συνιστά σημαντική διακύμανση, καθώς διευρύνει αδικαιολόγητα το πεδίο εφαρμογής της εν λόγω διάταξης.⁶⁸ Ασφαλέστερο κριτήριο συνιστά η άποψη που πρεσβεύει ότι διακυμάνσεις επί των τιμών των μετοχών, που ανέρχονται σε ποσοστό περίπου 5% πρέπει να λογίζονται ως σημαντικές.⁶⁹ Το ποσοστό αυτό δε, θα πρέπει να διαφοροποιείται ανάλογα με την εμπορευσιμότητα της κάθε μετοχής. Με δεδομένη τη δυσχέρεια του εκ των προτέρων υπολογισμού του ανωτέρω ποσοστού θα πρέπει να συνεκτιμάται η αντίληψη ενός μέσου επενδυτή. Θα πρέπει δηλαδή να λαμβάνεται υπ' όψιν εάν ένας μέσος επενδυτής σε περίπτωση που γνώριζε το επίμαχο γεγονός θα εκτιμούσε ότι αυτό ήταν

⁶⁷ Δ. Τσιμπανούλης (1999) *Αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τον έλεγχο και την επιβολή κυρώσεων σε εισηγμένη στο Χρηματιστήριο εταιρεία όταν η τελευταία παραβιάζει διατάξεις του εταιρικού δικαίου, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών 1/1999*, σελ. 31.

⁶⁸ Β. Τουντόπουλος (2001) *Η υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών προς πληροφόρηση του κοινού για έκτακτα γεγονότα*, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικολόγων, σελ.7.

⁶⁹ A. Kumpel (1997) *Aktuelle Fragen der Ad hoc Publizitat*, p.71.

πράγματι ικανό να επιφέρει σημαντική διακύμανση επί της τιμής μιας μετοχής.⁷⁰

Ούτως ή άλλως οι σχετικές διατάξεις δε θα πρέπει να ερμηνεύονται με αποκλειστικό γνώμονα την ασφάλεια των συναλλαγών. Θα πρέπει να συνεκτιμάται και το δικαίωμα πληροφοριακού αυτοκαθορισμού του υποκειμένου των δεδομένων. Η συνταγματικά κατοχυρωμένη αρχή της αναλογικότητας υπαγορεύει τον ανάλογο χαρακτήρα αφ' ενός της υποχρέωσης πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού προς διασφάλιση της διαφάνειας της αγοράς και αφ' ετέρου των περιορισμών του δικαιώματος του πληροφοριακού αυτοκαθορισμού του υποκειμένου των δεδομένων αυτών.⁷¹ Δε θα πρέπει δηλαδή να ανατρέπεται η ισορροπία, που επιβάλλει η αρχή της αναλογικότητας, υπέρ της ενημέρωσης του κοινού και σε βάρος των συμφερόντων της εταιρείας.

Βάσει του άρθρου 3 της με αριθμό 5/204/14.11.00 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κάθε ανακοίνωση εισηγμένης εταιρίας, σε εφαρμογή των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εν λόγω απόφαση, γίνεται προς το Χ.Α.Α., προκειμένου να καταχωρηθεί στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών (Η.Δ.Τ.). Η ανακοίνωση των παραπάνω πληροφοριών μπορεί να γίνεται και με άλλο τρόπο (π.χ. με δημοσίευση στον τύπο), εφόσον α) έχει ουσιαστικά το ίδιο περιεχόμενο με το κείμενο που καταχωρείται στο Η.Δ.Τ. του Χ.Α.Α. και β) συντελείται ταυτόχρονα ή μετά την ημερομηνία κοινοποίησής της στο Χ.Α.Α.

⁷⁰ Β. Τουντόπουλος (2001) *Η υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών προς πληροφόρηση του κοινού για έκτακτα γεγονότα*, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικόλογων, σελ.7.

⁷¹ Ibid. σελ.17.

6.2. Η Υποχρέωση Επιβεβαίωσης ή Διάψευσης Πληροφοριών

Η ευρεία ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς και η ενασχόληση όλο και μεγαλύτερου αριθμού επενδυτών με αυτήν έχει ως αποτέλεσμα το διαρκώς αυξανόμενο ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού για τις επιδόσεις των εισηγμένων εταιρειών και τις εξελίξεις, που λαμβάνουν χώρα σε αυτές. Παρατηρείται με άλλα λόγια στη χρηματιστηριακή αγορά μια ανάγκη εμπλουτισμού της παρεχόμενης οικονομικής πληροφόρησης, της οποίας η ποιότητα έχει θεμελιακή σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, καθώς είναι εκείνη που επηρεάζει και κατευθύνει σε καθοριστικό βαθμό τις επιλογές των επενδυτών.

Η οικονομική πληροφόρηση είναι μια ευρεία έννοια εκτεινόμενη από τα επίσημα στοιχεία, που δημοσιεύονται στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, έως τις ανεπίσημες πληροφορίες που διοχετεύονται στον οικονομικό τύπο και την χρηματιστηριακή αγορά. Όπως έχει διαπιστωθεί από σχετικές μελέτες η επίδραση, που ασκούν αυτές οι ανεπίσημες πληροφορίες, είναι αντιστρόφως ανάλογη του κύρους που τις περιβάλλει. Για το λόγο αυτό η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προβλέπει την υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών για επιβεβαίωση ή διάψευση των φημών ή πληροφοριών, που βλέπουν με οποιοδήποτε τρόπο το φως της δημοσιότητας και τις αφορούν. Πιο συγκεκριμένα, το άρθρο 5 παρ. 1 της υπ' αριθμ. 5/204/14.11.00 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, προβλέπει ότι κάθε εταιρεία οφείλει να προβαίνει σε σχετική ανακοίνωση, με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 3 της εν λόγω απόφασης και αναφέρονται παραπάνω, στις ακόλουθες περιπτώσεις:

α) σε περίπτωση δημοσιοποίησης ανεπιβεβαιωτών πληροφοριών ή φημών ή διαρροής πληροφοριών για επικείμενες εξελίξεις, που ανάγονται στη σφαίρα της δραστηριότητάς της και θα μπορούσαν να προκαλέσουν σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών της. Στην περίπτωση που οι φήμες αυτές είναι βάσιμες ή αληθείς, η εταιρεία υποχρεούται να προβεί σε άμεση επιβεβαίωσή τους, διευκρινίζοντας ταυτόχρονα και το στάδιο εξέλιξης στο οποίο βρίσκονται τα γεγονότα, στα οποία αναφέρονται οι σχετικές φήμες ή πληροφορίες. Στην περίπτωση που οι φήμες είναι ανυπόστατες ή οι πληροφορίες είναι ψευδείς ή ανακριβείς, η εταιρεία οφείλει να προβεί στην άμεση διάψευση ή αντίστοιχα στον εντοπισμό της ανακρίβειας τέτοιων φημών ή πληροφοριών. Η εταιρεία έχει επίσης τη δυνατότητα να ανακοινώσει ότι επιφυλάσσεται και να μη σχολιάσει τις φήμες ή πληροφορίες ενόψει οριστικών ανακοινώσεων.

β) σε περίπτωση που η εταιρεία έχει βάσιμες υπόνοιες για την απώλεια του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών για γεγονότα που αναφέρονται στο άρθρο 4 παρ. 1 και για τη διαρροή τους σε τρίτους πριν από την τυχόν επίσημη γνωστοποίησή τους, η εταιρεία οφείλει με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 3, να προβεί αμελλητί στην επίσημη γνωστοποίησή τους ή σε σχετική προειδοποίηση του επενδυτικού κοινού.

Απαλλαγή από τις παραπάνω υποχρεώσεις χωρεί μόνο ύστερα από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α., η οποία χορηγείται σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 5 στοιχ. α' του ΠΔ 350/1985, δηλαδή όταν η ανακοίνωση ενδέχεται να προκαλέσει ζημιά στα νόμιμα συμφέροντα της εταιρείας. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του ανωτέρω άρθρου 5, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην περίπτωση β' της παρ. 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000.⁷²

Όπως και παραπάνω στην περίπτωση υποχρέωσης της ενημέρωσης για γεγονότα σημαντικά για την εταιρεία, οι υποχρεώσεις του άρθρου 5 της αποφάσεως 5/204/14.11.2000 συντρέχουν μόνο προκειμένου περί γεγονότων, τα οποία δύνανται να επηρεάσουν ουσιωδώς την αγορά των μετοχών μιας εταιρείας. Οι εισηγμένες εταιρείες οφείλουν να αξιολογούν προσεκτικά κάθε πληροφορία προκειμένου να διασφαλίζουν όχι μόνο ότι οι πράγματι σημαντικές εξ αυτών σχολιάζονται δεόντως, αλλά και ότι δεν γνωστοποιούνται στο Η.Δ.Τ. πληροφορίες, που δεν εμπίπτουν στο πνεύμα της απόφασης. Η υποχρέωση αυτή αποκτά πρόσθετη σημασία ενόψει του πλήθους των φημών και των δημοσιευμάτων, που κατακλύζουν τη χρηματιστηριακή αγορά και επιχειρούν τον αποπροσανατολισμό του επενδυτικού κοινού.

Είναι προφανής όμως η δυσχέρεια ορθής εφαρμογής της εν λόγω διάταξης. Καταρχήν κρίνεται επαχθής για τις εισηγμένες εταιρείες, σε βάρος των οποίων θεμελιώνεται ευθύνη για γεγονότα, που δεν αποδίδονται στις ίδιες και που δεν μπορούν αυτές να ελέγξουν.⁷³ Επιπροσθέτως, φαίνεται να δημιουργείται υποχρέωση κάθε εισηγμένης εταιρείας να παρακολουθεί επισταμένως το σύνολο των έντυπων και ηλεκτρονικών μέσων ενημέρωσης, ώστε να είναι σε θέση να απαντήσει αμελλητί. Καθιερώνεται με άλλα λόγια η υποχρέωση λειτουργίας ενός «γραφείου τύπου», που ίσως δε συνάδει απόλυτα με τη φυσιγνωμία και το σκοπό μιας ανώνυμης εταιρείας. Στην περίπτωση δε που διαφύγει της προσοχής των υπευθύνων της εταιρείας κάποιο σχετικό δημοσίευμα η

⁷² Δηλαδή χρηματικό πρόστιμο που ανέρχεται από 1.000.000 έως 200.000.000 δρχ.

⁷³ Β. Τουντόπουλος (2001) *Η υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών προς πληροφόρηση του κοινού για έκτακτα γεγονότα*, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικόλογων, σελ.11.

εταιρεία θα υποστεί κυρώσεις για ένα δημοσίευμα, που μπορεί να είναι απολύτως αναληθές και κακόβουλο.

Είναι χαρακτηριστική η σχετική νομολογία του Εφετείου του Παρισιού (Cour d' Appel Paris 1re ch. 11.1.2000⁷⁴), όταν τέθηκε το ζήτημα εάν η δια του τύπου εσφαλμένη ή παραποιημένη διοχέτευση μιας πληροφορίας, συνιστά νέο σημαντικό γεγονός, το οποίο η θιγόμενη από τη δημοσίευση εταιρεία οφείλει να γνωστοποιήσει στο επενδυτικό κοινό. Το πνεύμα της απόφασης ήταν ότι οι εκδότες των κινητών αξιών δεν έχουν υποχρέωση ελέγχου όλων των πληροφοριών, που δημοσιεύονται στον οικονομικό ή τον υπόλοιπο τύπο, εκτός από τις ανακοινώσεις εκείνες που οι ίδιοι επιλέγουν να καταχωρήσουν σε αυτόν και το δικαστήριο απεφάνθη ότι δεν τίθεται θέμα γνωστοποίησης του εσφαλμένου ή παραποιημένου χαρακτήρα της δημοσιευθείσας δια του τύπου πληροφορίας ως νέου σημαντικού γεγονότος.⁷⁵

6.3. Οι Υποχρεώσεις των Βασικών Μετόχων των Εισηγμένων Εταιρειών

Στα πλαίσια της προσπάθειας επίτευξης της μεγαλύτερης δυνατής διαφάνειας και αξιοπιστίας στο χώρο του Χρηματιστηρίου έχει θεσπισθεί σειρά διατάξεων, που προβλέπουν ιδιαίτερες υποχρεώσεις ενημέρωσης για τους βασικούς μετόχους των εισηγμένων εταιρειών. Η βαρύτητα που έχει η συμπεριφορά των βασικών μετόχων μιας εταιρείας για τη

⁷⁴ *Actualite du droit boursier et des marches financies* (dossier), Journee d' etudes organisee par les Editions du Juris-Classeur, 15.12.2000.

⁷⁵ Γ. Μιχαλόπουλος (2001) *Η πληροφόρηση των επενδυτών*, Εισήγηση στο ΙΑ΄ Συνέδριο Εμπορικόλογων.

χρηματιστηριακή πορεία της τιμής της είναι εύλογη, καθώς οι κινήσεις τους ενδέχεται να επηρεάσουν την επενδυτική στρατηγική και άλλων μετόχων. Στο πλαίσιο αυτό ο νόμος προβλέπει τα εξής:

Βάσει του άρθρου 5 παρ. 1 και 2 του ΠΔ 51/1992, όπως αυτό τροποποιήθηκε με το Ν 2744/1999, μέτοχοι που αποκτούν ή εκχωρούν μετοχές και, συνεπεία της απόκτησης ή εκχώρησης αυτής, το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν γίνεται ίσο με, ανώτερο ή κατώτερο του 5%, 10%, 20%, 1/3, 50% και 2/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου, οφείλουν να γνωστοποιήσουν: α) στην εκδότρια εταιρεία και β) στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν πριν και μετά την απόκτηση ή εκχώρηση. Η γνωστοποίηση αυτή πρέπει να γίνει το αργότερο την επόμενη της απόκτησης ή εκχώρησης ημέρα, σχετικά με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου, όπως επίσης και με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου, που κατέχει μετά από αυτήν την απόκτηση ή εκχώρηση.

Αν οι μέτοχοι της προηγούμενης παραγράφου δεν έλαβαν γνώση αυθημερόν της απόκτησης ή της εκχώρησης, που αναφέρεται στην προηγούμενη παράγραφο, τα πρόσωπα αυτά οφείλουν να ενημερώσουν την εταιρεία ή την αρμόδια αρχή την επόμενη της ημέρας, κατά την οποία έλαβαν γνώση αυτής ή την επόμενη της ημέρας που θα όφειλε, λαμβανομένων υπ' όψη των περιστάσεων, να έχει λάβει σχετικώς γνώση. Η αρμόδια αρχή μπορεί να αποφασίσει κατά παρέκκλιση, τη μη δημοσίευση των πληροφοριών, που περιέχονται στην προβλεπόμενη από το άρθρο 5 παρ. 1 δήλωση, αν κρίνει ότι η κοινολόγηση των πληροφοριών αυτών είναι αντίθετη προς το δημόσιο συμφέρον ή μπορεί να προκαλέσει σοβαρή ζημιά στις σχετικές εταιρείες, υπό τον όρο, στην τελευταία περίπτωση, ότι η μη δημοσίευση δε μπορεί να οδηγήσει σε

παραπλάνηση του κοινού σχετικά με τα γεγονότα και τις περιστάσεις, που είναι ουσιώδη για την εκτίμηση των εν λόγω κινητών αξιών.

Κάθε πρόσωπο από τα αναφερόμενα στο άρθρο 5, που παραβιάζει τις υποχρεώσεις του, τιμωρείται με πρόστιμο επιβαλλόμενο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τουλάχιστον ενός εκατομμυρίου (1.000.000) δραχμών και μη δυνάμενο να υπερβεί τα τριακόσια εκατομμύρια (300.000.000) δραχμές. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί επίσης με απόφασή της να επιβάλλει για χρονικό διάστημα το πολύ τριών ετών στο αμέσως προαναφερόμενο πρόσωπο αναστολή των δικαιωμάτων ψήφου κατά τις γενικές συνελεύσεις της εταιρείας. Μπορεί επιπλέον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της, να επιβάλλει για χρονικό διάστημα το πολύ πέντε ετών, την απομάκρυνση του προαναφερθέντος προσώπου από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ή από τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου και την απαγόρευση εκλογής ή διορισμού του στις θέσεις αυτές.

Βάσει του άρθρου 5 παρ. 3 του ΠΔ 51/1992, κατά τη διάρκεια των δώδεκα (12) πρώτων μηνών από την εισαγωγή της εκδότριας εταιρείας στο Χ.Α.Α., μέτοχοι που κατέχουν ήδη ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου μεγαλύτερο του 10% και μεταβάλλουν αυτό κατά ποσοστό μεγαλύτερο από ή ίσο με 1,5% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου στην εκδότρια εταιρία, οφείλουν να ενημερώσουν α) την εκδότρια εταιρεία και β) το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α., σχετικά με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν πριν και μετά την παραπάνω μεταβολή. Η ενημέρωση αυτή πρέπει να γίνει το αργότερο μία (1) ώρα πριν την έναρξη της συνεδρίασης που ακολουθεί αμέσως μετά την τελευταία συναλλαγή, που προκάλεσε την υπέρβαση του ως άνω ορίου.

Σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 4 του ΠΔ 51/1992, μέτοχοι που κατέχουν ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου μεγαλύτερο του 10% οφείλουν, σε περίπτωση μεταβολής του ποσοστού αυτού ίσης με ή μεγαλύτερης από 3%, να ενημερώσουν α) την εκδότρια εταιρεία και β) το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. σχετικά με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν πριν και μετά τη μεταβολή. Η γνωστοποίηση αυτή πρέπει να γίνει το αργότερο την επόμενη της απόκτησης ή εκχώρησης. Νέες μεταβολές του παραπάνω ύψους, που ακολουθούν τη γνωστοποίηση, σύμφωνα με το παρόν άρθρο, δημιουργούν νέα υποχρέωση γνωστοποίησης.

Βάσει του άρθρου 8 παρ. 1 της με αριθμό 5/204/14.11.00 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εντός τριάντα (30) ημερών από τη λήξη της περιόδου, στην οποία αναφέρονται οι τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις της εκδότριας εταιρείας (δηλαδή στην πράξη κατά τους μήνες Ιανουάριο, Απρίλιο, Ιούλιο και Οκτώβριο) σύμφωνα με το ΠΔ 360/1985, ή κατά το τυχόν μικρότερο χρονικό διάστημα έως τη δημοσίευση των καταστάσεων αυτών, καθώς και από τη στιγμή που κατά την άσκηση των καθηκόντων τους ή με οποιοδήποτε άλλο τρόπο περιέρχεται στην κατοχή τους οποιαδήποτε εμπιστευτική πληροφορία, μέτοχοι που κατέχουν ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου μεγαλύτερο του 20%, καθώς και κάθε συνδεδεμένη εταιρεία κατά την έννοια του άρθρου 42^α παρ. 5 του Ν 2190/1920 και προτίθενται να καταρτίσουν συναλλαγή με αντικείμενο μετοχές της εκδότριας εταιρείας ή παράγωγα προϊόντα διαπραγματεύσιμα στο Χ.Α.Α. επί μετοχών της εκδότριας εταιρείας ή συνδεδεμένης με αυτήν εταιρείας, υποχρεούνται: α) να γνωστοποιήσουν την πρόθεσή τους αυτή στο Διοικητικό Συμβούλιο της εκδότριας εταιρείας και β) να δημοσιεύσουν τη γνωστοποίηση στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών (Η.Δ.Τ.) του Χ.Α.Α. Η γνωστοποίηση και η δημοσίευση πρέπει να

γίνουν το αργότερο την προηγούμενη της συναλλαγής ημέρα. Οι εταιρείες οφείλουν να υποβάλλουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάλογο των παραπάνω προσώπων με τον κωδικό συναλλαγών τους στο Ο.Α.Σ.Η.Σ. και στοιχεία της μερίδας επενδυτή και λογαριασμού αξιών στο Σύστημα Άϋλων Τίτλων. Ο παραπάνω κατάλογος προσώπων πρέπει να ενημερώνεται ανά τρίμηνο και να δημοσιεύεται, μαζί με τις τροποποιήσεις του, στο ετήσιο δελτίο του άρθρου 16 της απόφασης 5/204/14.11.2000.

Εφόσον η εταιρεία ανήκει σε όμιλο επιχειρήσεων, στον οποίο ανήκουν και άλλες εταιρείες, οι οποίες συνδέονται με την εταιρεία με τις σχέσεις που προβλέπονται στα άρθρα 42^ε παρ. 5 και 96 παρ. 1 του Ν.2190/1920, η εταιρεία οφείλει να διασφαλίζει ότι οι εταιρείες αυτές λαμβάνουν κάθε μέτρο έτσι ώστε να αποφεύγεται η καταστρατήγηση των παραπάνω απαγορεύσεων με τη συμμετοχή των στελεχών, συνεργατών και μετόχων τους με ποσοστό συμμετοχής τουλάχιστον 20% του μετοχικού τους κεφαλαίου στην κατάρτιση συναλλαγών, που αναφέρονται στην παρ. 1 του άρθρου 8 της απόφασης 5/204/14.11.2000. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του άρθρου 8, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 11 του ΠΔ 53/1992, σύμφωνα με την περίπτωση δ' της παρ. 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000.⁷⁶

Σε περίπτωση γνωστοποίησης συναλλαγών με βάση την παρ. 1 του άρθρου 8 της απόφασης 5/204/2000, εφόσον οι συναλλαγές που τελικά πραγματοποιούνται αποκλίνουν ουσιωδώς από αυτές που έχουν ανακοινωθεί, είναι σκόπιμο το υπόχρεο πρόσωπο να προβεί αμελλητί σε

⁷⁶ Δηλαδή πρόστιμο ύψους τουλάχιστον δέκα εκατομμυρίων (10.000.000) δραχμών και μέχρι ενός δισεκατομμυρίου (1.000.000.000) δραχμών ή ύψους ίσου προς το πενταπλάσιο του οφέλους που απεκόμισε ο εκμεταλλευόμενος τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

νέα ανακοίνωση, που θα δημοσιεύεται σύμφωνα με το άρθρο 3 της απόφασης, αναφέροντας τα μεγέθη και τους λόγους της απόκλισης. Σε κάθε περίπτωση εφιστάται η προσοχή στις διατάξεις του άρθρου 72 του Ν 1969/1991 για τη διασπορά ψευδών, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών.

Βάσει του άρθρου 10 παρ. 1 της με αριθμό 5/204/14.11.00 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μέτοχοι που κατέχουν ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου της εισηγμένης εταιρείας μεγαλύτερο του 10% και προτίθενται να αποκτήσουν ή να εκχωρήσουν σε διάστημα μικρότερο των τριών (3) μηνών μετοχές της ίδιας κατηγορίας, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5%, υποχρεούνται να ανακοινώσουν στο Χ.Α.Α. τον επιδιωκόμενο όγκο της συναλλαγής, το χρονικό διάστημα διενέργειας αυτής, την Ε.Π.Ε.Υ., μέσω της οποίας θα προβούν στη συναλλαγή, καθώς και το εάν αυτή η συναλλαγή σχετίζεται με επενδυτικές προθέσεις άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων, που ενεργούν μαζί με το μέτοχο. Η ανακοίνωση αυτή πρέπει να γίνει μέσα σε διάστημα τριών (3) μηνών από τη συναλλαγή.

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του παρόντος άρθρου, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 14 του ΠΔ 51/1992, σύμφωνα με την περίπτωση γ' της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000.⁷⁷ Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί επίσης με απόφασή της να επιβάλλει για χρονικό διάστημα το πολύ τριών ετών στο αμέσως προαναφερόμενο πρόσωπο αναστολή των δικαιωμάτων ψήφου κατά τις γενικές συνελεύσεις της εταιρείας. Μπορεί επιπλέον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της να επιβάλλει για χρονικό διάστημα το πολύ πέντε ετών,

⁷⁷ Δηλαδή πρόστιμο τουλάχιστον ενός εκατομμυρίου (1.000.000) δραχμών και μη δυνάμενο να υπερβεί τα τριακόσια εκατομμύρια (300.000.000) δραχμές.

την απομάκρυνση του προαναφερθέντος προσώπου από το Δ.Σ. της εταιρείας ή από τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου και την απαγόρευση εκλογής ή διορισμού του στις θέσεις αυτές.

Βάσει του άρθρου 10 παρ. 3 της με αριθμό 5/204/14.11.00 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κατά τον πρώτο χρόνο διαπραγμάτευσης της μετοχής της εκδότριας εταιρείας σε αγορά του Χ.Α.Α., μέτοχοι που κατέχουν ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου μεγαλύτερο του 5% οφείλουν να προβούν σε δεσμευτική δήλωση προθέσεων, που περιλαμβάνεται στο ενημερωτικό δελτίο, στην οποία θα αναφέρεται η τυχόν πώληση μετοχών, το μέγιστο ποσοστό που αφορά η πώληση και η Ε.Π.Ε.Υ., μέσω της οποίας θα διενεργήσουν την πώληση αυτή.

Οι ρυθμίσεις του ελληνικού δικαίου σχετικά με τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης των κινήσεων των βασικών μετόχων των εισηγμένων εταιρειών κρίνονται κατ' αρχήν ικανοποιητικές. Παραμένει όμως ένα ευρύτατο πεδίο καταστρατήγησης του πνεύματος και του σκοπού του νομοθέτη από την πλευρά των βασικών μετόχων μέσω υπεράκτιων εταιρειών δικών τους συμφερόντων, στο όνομα των οποίων πραγματοποιούν συναλλαγές. Ιδιαίτερα χρήσιμοι είναι εξάλλου οι αυστηροί περιορισμοί στις ενδεχόμενες πωλήσεις των βασικών μετόχων των νεοεισαγομένων εταιρειών κατά την ευαίσθητη περίοδο του πρώτου χρόνου εισαγωγής τους με σκοπό την προστασία του επενδυτικού κοινού. Η υποχρέωση αυτή διακράτησης των μετοχών εξασφαλίζει την ομαλή πορεία της τιμής της μετοχής, αφού μόνο στην κατοχή των μεγαλομετόχων υπάρχει ποσοστό μετοχών ικανό να προκαλέσει σημαντικές διακυμάνσεις.

6.4. Υποχρεώσεις των Διοικούντων τις Εισηγμένες Εταιρείες

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, ο Διευθύνων Σύμβουλος και οι Γενικοί Διευθυντές, που συγχρόνως είναι και μέτοχοι μιας εισηγμένης εταιρείας ανεξαρτήτως του ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν, υποχρεούνται να προβαίνουν στις ακόλουθες ενέργειες: Βάσει του άρθρου 5 παρ. 5 εδ. α' του ΠΔ 51/1992, σε περίπτωση μεταβολής του ποσοστού των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν μεγαλύτερης του 3%, τα παραπάνω πρόσωπα οφείλουν να ενημερώσουν: α) την εκδότρια εταιρεία και β) το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. σχετικά με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν πριν και μετά τη μεταβολή. Η ενημέρωση πρέπει να γίνει μέσα στην επόμενη της μεταβολής ημέρα. Βάσει του άρθρου 5 παρ. 5 εδ. β' του ΠΔ 51/1992, σε περίπτωση πραγματοποίησης ημερήσιας συναλλαγής, που υπερβαίνει τα εκατό εκατομμύρια (100.000.000) δραχμές, τα παραπάνω πρόσωπα οφείλουν να γνωστοποιήσουν στο Χ.Α.Α. τη συναλλαγή και το ύψος αυτής. Η ενημέρωση πρέπει να γίνει μέχρι την επόμενη της συναλλαγής ημέρα.

Τα μέλη του Δ.Σ., τα οποία συνδέονται με την εταιρεία με σχέση αμειβόμενης παροχής υπηρεσιών, ο γενικός διευθυντής της, ο διευθυντής οικονομικών υπηρεσιών της, ο προϊστάμενος λογιστηρίου της, ο υπεύθυνος εσωτερικού ελέγχου και οι επικεφαλής των υπηρεσιών της, που προβλέπονται στα άρθρα 13 και 14 της απόφασης 5/204/14.11.2000, οι ορκωτοί ελεγκτές της, ο τυχόν νομικός της σύμβουλος, που συνδέεται μαζί της με σχέση έμμισθης εντολής ή και ο προϊστάμενος νομικών υπηρεσιών της, βάσει του άρθρου 8 παρ. 1 της με αριθμό 5/204/14.11.00 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εντός τριάντα (30) ημερών από τη λήξη της περιόδου, στην οποία αναφέρονται οι τριμηνιαίες

οικονομικές καταστάσεις της εκδότριας εταιρείας (δηλαδή στην πράξη κατά τους μήνες Ιανουάριο, Απρίλιο, Ιούλιο και Οκτώβριο) σύμφωνα με το ΠΔ 360/1985, ή κατά το τυχόν μικρότερο χρονικό διάστημα έως τη δημοσίευση των καταστάσεων αυτών, καθώς και από τη στιγμή που κατά την άσκηση των καθηκόντων τους ή με οποιοδήποτε άλλο τρόπο περιέρχεται στην κατοχή τους οποιαδήποτε εμπιστευτική πληροφορία, και προτίθενται να καταρτίσουν συναλλαγή με αντικείμενο μετοχές της εκδότριας εταιρείας ή παράγωγα προϊόντα διαπραγματεύσιμα στο Χ.Α.Α. επί μετοχών της εκδότριας εταιρείας ή συνδεδεμένης με αυτήν εταιρείας, υποχρεούνται: α) να γνωστοποιήσουν την πρόθεσή τους αυτή στο Διοικητικό Συμβούλιο της εκδότριας εταιρείας και β) να δημοσιεύσουν τη γνωστοποίηση στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών (Η.Δ.Τ.) του Χ.Α.Α. Οι εταιρείες οφείλουν να υποβάλλουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάλογο των παραπάνω προσώπων με τον κωδικό συναλλαγών τους στο Ο.Α.Σ.Η.Σ. και στοιχεία της μερίδας επενδυτή και λογαριασμού αξιών στο Σύστημα Άϋλων Τίτλων. Ο παραπάνω κατάλογος προσώπων πρέπει να ενημερώνεται ανά τρίμηνο και να δημοσιεύεται, μαζί με τις τροποποιήσεις του, στο ετήσιο δελτίο του άρθρου 16 της απόφασης 5/204/14.11.2000.

Εφόσον η εταιρεία ανήκει σε όμιλο επιχειρήσεων, στον οποίο ανήκουν και άλλες εταιρείες, οι οποίες συνδέονται με την εταιρεία με τις σχέσεις που προβλέπονται στα άρθρα 42^ε παρ. 5 και 96 παρ. 1 του Ν 2190/1920, η εταιρεία οφείλει να διασφαλίζει ότι οι εταιρείες αυτές λαμβάνουν κάθε μέτρο, έτσι ώστε να αποφεύγεται η καταστρατήγηση των παραπάνω απαγορεύσεων με τη συμμετοχή των στελεχών, συνεργατών και μετόχων τους με ποσοστό συμμετοχής τουλάχιστον 20% του μετοχικού τους κεφαλαίου στην κατάρτιση συναλλαγών, που αναφέρονται στην παρ. 1 του άρθρου 8 της απόφασης 5/204/14.11.2000.

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του άρθρου 8, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 11 του ΠΔ 53/1992, σύμφωνα με την περίπτωση δ' της παρ. 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000.⁷⁸

Σε περίπτωση γνωστοποίησης συναλλαγών με βάση την παρ. 1 του άρθρου 8 της απόφασης 5/204/2000, εφόσον οι συναλλαγές που τελικά πραγματοποιούνται αποκλίνουν ουσιωδώς από αυτές που έχουν ανακοινωθεί, είναι σκόπιμο το υπόχρεο πρόσωπο να προβεί αμελλητί σε νέα ανακοίνωση, που θα δημοσιεύεται σύμφωνα με το άρθρο 3 της απόφασης, αναφέροντας τα μεγέθη και τους λόγους της απόκλισης. Σε κάθε περίπτωση εφιστάται η προσοχή στις διατάξεις του άρθρου 72 του Ν 1969/1991 για τη διασπορά ψευδών, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών. Σύμφωνα με την παρ. 6 της εγκυκλίου υπ' αριθμ. 10 περί διευκρινίσεων επί της αποφάσεως 5/204/14.11.2000, στα υπόχρεα πρόσωπα του ανωτέρω άρθρου περιλαμβάνεται, σε κάθε περίπτωση, ο Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας. Δεν περιλαμβάνονται τα μέλη του Δ.Σ., στα οποία δεν έχουν ανατεθεί εκτελεστικά ή άλλα ειδικά καθήκοντα και τα οποία αμείβονται από την εταιρεία αποκλειστικά για τη συμμετοχή τους στις συνεδριάσεις του Δ.Σ.

6.5. Πρόσθετες Υποχρεώσεις των Εταιρειών και της Διοίκησής τους

Στα πλαίσια της μέριμνας του έλληνα νομοθέτη για την καλύτερη ενημέρωση και προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών, έχουν θεσπιστεί διατάξεις, που προβλέπουν την

⁷⁸ Δηλαδή πρόστιμο ύψους τουλάχιστον δέκα εκατομμυρίων (10.000.000) δραχμών και μέχρι ενός δισεκατομμυρίου (1.000.000.000) δραχμών ή ύψους ίσου προς το πενταπλάσιο του οφέλους που απέκόμισε ο εκμεταλλευόμενος τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

υποχρέωση άρτιας οργάνωσης τμήματος μετόχων από τις εισηγμένες εταιρείες. Ειδικότερα, στο κεφάλαιο Ε΄ της υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία θεσπίζει τους κανόνες συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών και των συνδεδομένων με αυτές προσώπων, προβλέπονται πρόσθετες υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών προς την κατεύθυνση τόσο της εύρυθμης λειτουργίας τους, όσο και της καλύτερης εξυπηρέτησης και ενημέρωσης των μετόχων τους. Άλλωστε η ευρεία διάδοση της μετοχικής ιδέας κατά τα τελευταία χρόνια είχε ως αποτέλεσμα τη διόγκωση του αριθμού των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών σε τέτοιο βαθμό, που η εξυπηρέτησή τους θα ήταν αδύνατη χωρίς την ανασυγκρότηση της οργάνωσής τους.

Το άρθρο 2 της απόφασης 5/204/14.11.2000, που θεσπίζει τις γενικές αρχές συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών, προβλέπει ότι κάθε εταιρεία οφείλει να διασφαλίζει την οργάνωση, τις δομές και τους μηχανισμούς εσωτερικής λειτουργίας, που είναι απαραίτητοι για την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων της, αλλά και γενικότερα του επενδυτικού κοινού. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με το άρθρο 13 της παραπάνω απόφασης, κάθε εισηγμένη εταιρεία οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων, η οποία θα έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησης των μετόχων καθώς και της εξυπηρέτησής τους σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση το νόμο και το καταστατικό της εταιρείας.

Ειδικότερα, η υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων οφείλει να μεριμνά για την άμεση, ορθή και ισότιμη πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με τα ακόλουθα:

α) Διανομή μερισμάτων, πράξεις εκδόσεως νέων μετοχών, διανομής, εγγραφής, παραιτήσεως και μετατροπής, χρονική περίοδος

άσκησης των σχετικών δικαιωμάτων ή μεταβολές στα αρχικά χρονικά περιθώρια (π.χ. επέκταση του χρόνου άσκησης των δικαιωμάτων).

β) Παροχή πληροφοριών σχετικά με τις τακτικές ή έκτακτες γενικές συνελεύσεις και τις αποφάσεις τους.

γ) Απόκτηση ιδίων μετοχών και διάθεσή τους, ή τυχόν ακύρωση αυτών.

Η υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων φροντίζει, ώστε στην ετήσια τακτική γενική συνέλευση των μετόχων της εταιρείας να είναι διαθέσιμο σε αυτούς το ετήσιο δελτίο, καθώς και να μπορούν να αποστέλλονται σε κάθε ενδιαφερόμενο, σε έγγραφη ή ηλεκτρονική μορφή, όλες οι δημοσιευμένες εταιρικές εκδόσεις (ετήσιο δελτίο, ενημερωτικό δελτίο, περιοδικές και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, εκθέσεις διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και των ορκωτών ελεγκτών – λογιστών). Η υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων έχει την αρμοδιότητα της σύμφωνης με την ισχύουσα νομοθεσία τήρησης και ενημέρωσης του μετοχολογίου της εταιρείας. Για το σκοπό αυτό η υπηρεσία έχει την ευθύνη επικοινωνίας με το κεντρικό αποθετήριο τίτλων.

Στο ζήτημα της μεταχείρισης των μετόχων αναφέρεται επίσης το άρθρο 5 παρ. 2 του ΠΔ 350/1985, σύμφωνα με το οποίο κάθε εισηγμένη εταιρεία οφείλει:

α) Να εξασφαλίζει την ίση μεταχείριση των μετόχων, που βρίσκονται υπό τις αυτές συνθήκες.

β) Να εξασφαλίζει όλες τις αναγκαίες διευκολύνσεις και πληροφορίες για να καταστήσει δυνατή στους μετόχους την άσκηση των δικαιωμάτων τους.

Πληροφορεί τους μετόχους της για τη διεξαγωγή γενικών συνελεύσεων και τους καθιστά δυνατή την άσκηση του δικαιώματος ψήφου. Δημοσιεύει ανακοινώσεις ή κυκλοφορεί εγκυκλίους για τη διανομή και την πληρωμή μερισμάτων, για πράξεις εκδόσεως νέων μετοχών, διανομής εγγραφής, παραιτήσεως και μετατροπής. Ορίζει έναν χρηματοδοτικό οργανισμό ως εντολοδόχο, στον οποίο οι μέτοχοι δύνανται να ασκούν τα οικονομικά τους δικαιώματα, εκτός αν η εταιρεία εξασφαλίζει η ίδια την οικονομική εξυπηρέτηση. Η εταιρεία πληροφορεί αμέσως το κοινό σχετικά με κάθε τροποποίηση των δικαιωμάτων, που συνδέονται με τις διάφορες κατηγορίες μετοχών.

Περαιτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 14 της απόφασης 5/204/14.11.2000, κάθε εταιρεία οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων, στην οποία ανατίθεται η αρμοδιότητα συμμόρφωσης της εταιρείας με τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στα άρθρα 4,5 και 8 της παρούσας και η επικοινωνία της εταιρείας με τις αρμόδιες αρχές συμπεριλαμβανομένης της υποβολής στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χ.Α.Α. αμελλητί των στοιχείων που αναφέρονται στην παρ. 3 του άρθρου 13, τα μέσα μαζικής επικοινωνίας και κάθε άλλο αρμόδιο φορέα. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων των άρθρων 11 έως και 14 της παρούσας, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην περίπτωση β' της παρ. 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000.⁷⁹

⁷⁹ Δηλαδή πρόστιμο που ανέρχεται από 1.000.000 έως 200.000.000 δραχμές.

Η υποχρέωση έγκαιρης και αξιόπιστης ενημέρωσης των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς στις μέρες μας ο αριθμός των μετόχων ειδικά των μεγαλύτερων εταιρειών ανέρχεται σε δεκάδες χιλιάδων. Η εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους προϋποθέτει την άρτια οργάνωση των αντίστοιχων τμημάτων μετόχων, που κάθε εισηγμένη οφείλει να διατηρεί. Υπό την πίεση των συνθηκών αυτών οι ελληνικές εταιρείες ανταπεξήλθαν επαρκώς στην παραπάνω ανάγκη, όπως φανερώνει η πρόσφατη εμπειρία της ελληνικής αγοράς.

6.6. Απόκτηση ιδίων Μετοχών

Ειδική υποχρέωση ενημέρωσης από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών ισχύει στην περίπτωση αγοράς ιδίων μετοχών, η οποία προβλέπεται από το άρθρο 16 του Ν 2190/1920, που καθορίζει τη διαδικασία σύμφωνα με την οποία μια εταιρεία εισηγμένη μπορεί να αποκτήσει δικές της μετοχές μέσω του Χ.Α.Α. Η απόφαση για αγορά ιδίων μετοχών από την πλευρά μιας εισηγμένης εταιρείας είναι μια κίνηση, που υποδηλώνει αφ' ενός το ότι η τιμή της μετοχής της έχει προσεγγίσει ελκυστικά επίπεδα και αφ' ετέρου ότι υφίσταται ενεργός πρόθεση της διοίκησης να στηρίζει την τιμή, μέσω της υποχρέωσης που αποκτά να προβεί στην εν λόγω αγορά με τους όρους που θα έχει ανακοινώσει.

Για το λόγο αυτό ο νόμος θέτει ένα αυστηρό πλαίσιο έγκαιρης και πλήρους γνωστοποίησης των στοιχείων, που αφορούν σε τέτοιες κινήσεις, με σκοπό την προστασία των επενδυτών από ενδεχόμενες ανακριβείς σχετικές ανακοινώσεις. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν 2190/1920, εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούν, με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, να αποκτούν δικές τους μετοχές μέσω του Χρηματιστηρίου μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους, με σκοπό τη στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής τους σε περιπτώσεις που θεωρείται ότι η εν λόγω τιμή είναι σημαντικά χαμηλότερη από την τιμή που αντιστοιχεί στα δεδομένα της αγοράς και στην οικονομική κατάσταση και προοπτικές της εταιρείας. Στο ανωτέρω ποσοστό συμπεριλαμβάνονται και οι μετοχές τις οποίες έχει προηγουμένως αποκτήσει η εταιρεία, καθώς και εκείνες που έχουν αποκτηθεί από πρόσωπο το οποίο ενεργούσε επ' ονόματί του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας.

Η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας για σύγκληση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, με σκοπό τη λήψη απόφασης για αγορά δικών της μετοχών προς στήριξη της τιμής τους σύμφωνα με την ανωτέρω παράγραφο, καθώς και η απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων για αγορά των μετοχών, γνωστοποιούνται αμέσως, μετά τη λήψη τους, στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Στην απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων ορίζονται κυρίως τα εξής:

α) Ο ανώτατος αριθμός των μετοχών που θα αγοραστούν.

β) Η ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές.

γ) Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει τους δώδεκα (12) μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Οι αγοραζόμενες μετοχές πρέπει να είναι πλήρως εξοφλημένες και να προέρχονται από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Η κατά παράβαση των διατάξεων του παρόντος διενεργούμενη συναλλαγή είναι απολύτως άκυρη, η ακυρότητα δε αυτή διαπιστώνεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιφυλασσομένης της δικαιοδοσίας των δικαστηρίων προς τελική επίλυση της διαφοράς. Η απόκτηση από την Εταιρεία των δικών της μετοχών κατά τα ανωτέρω, δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του καθαρού ενεργητικού σε ποσό κατώτερο από εκείνο που ορίζεται στο άρθρο 15 παρ. 1α της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

Η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας για αγορά δικών της μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα (10) ημέρες πριν την έναρξη των αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, όπως αυτές προσδιορίζονται στο άρθρο 26 παρ. 2 (α) και (β) του Ν 2190/1920, καθώς και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η ανακοίνωση πρέπει να περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της συναλλαγής, όπως ενδεικτικά τον ανώτατο αριθμό των μετοχών που θα αγορασθούν, την ανώτατη και κατώτατη τιμή και το συνολικό χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα γίνουν οι αγορές. Η ανακοίνωση αυτή πρέπει να επαναλαμβάνεται κάθε φορά για κάθε επί μέρους διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών.

Στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία υποχρεούται το αργότερο τρεις (3) εργάσιμες μέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, να υποβάλλει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση στην οποία θα αναφέρεται η πρόθεση της εταιρείας να προβεί στην απόκτηση δικών της μετοχών και τα βασικά στοιχεία της

συναλλαγής που ορίζονται στο πρώτο εδάφιο και ιδίως θα εξειδικεύεται το επί μέρους χρονικό διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία θα πραγματοποιεί τις αγορές. Η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Επίσης, το αργότερο δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να δημοσιεύει ανακοίνωση με το ίδιο περιεχόμενο σε δύο ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, όπως αυτές προσδιορίζονται στο άρθρο 26 παρ. 2 (α) και (β) του Ν 2190/1920.

Την επόμενη ημέρα από τη λήξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση, στην οποία θα αναφέρεται ο ακριβής αριθμός μετοχών που αποκτήθηκαν, η μέση τιμή κτήσης τους, το σύνολο των ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου, που αντιπροσωπεύει το παραπάνω σύνολο. Η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η τήρηση των παραπάνω υποχρεώσεων δεν απαλλάσσει την εταιρεία από τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης που απορρέουν από άλλες διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποχρεούται να συγκεντρώνει στοιχεία και να καταρτίζει πλήρη κατάλογο των μετόχων, από τους οποίους προήλθαν οι αποκτηθείσες μετοχές. Ο κατάλογος αυτός ανακοινώνεται στους μετόχους στην πρώτη γενική συνέλευση, που ακολουθεί την περίοδο των αγορών.

Αν οι αποκτηθείσες μετοχές δεν πωληθούν εντός τριετίας από την ημερομηνία αποκτήσεως τους ή δε διανεμηθούν εν όλω ή εν μέρει στους απασχολούμενους στην εταιρεία, ακυρώνονται με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, ύστερα από πρόσκληση του Δ.Σ. της εταιρείας.

Η απόφαση θα περιλαμβάνει τον αριθμό και τα στοιχεία των ακυρουμένων μετοχών και τους λόγους ακύρωσής τους. Η ακύρωση θα γίνεται με καταστροφή του σώματος αυτών. Η απόφαση ακυρώσεως γνωστοποιείται στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. και στην αρμόδια διεύθυνση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Η εταιρεία δύναται να ζητεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παράταση της τριετούς προθεσμίας μέχρι και δύο έτη για ειδικούς λόγους τους οποίους εξειδικεύει στην αίτησή της.

Η πώληση των μετοχών διενεργείται με απόφαση του Δ.Σ., που λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία του όλου αριθμού των μελών του. Η απόφαση ορίζει κατώτατη τιμή πωλήσεως, μέγιστο αριθμό μετοχών και χρόνο διάθεσης αυτών στην αγορά. Η απόφαση γνωστοποιείται αμελλητί στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. και δημοσιεύεται σε δύο τουλάχιστον πανελλαδικής κυκλοφορίας ημερήσιες εφημερίδες.

Κεφάλαιο 7

Η ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΟΧΗ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

7.1. Η παροχή Συμβουλών ως παρεπόμενη Υποχρέωση των Ε.Π.Ε.Υ.

Η παροχή συμβουλών στον τομέα των επενδύσεων με αντικείμενο κινητές αξίες προβλέπεται ως παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.), σύμφωνα με το Ν 2396/1996 περί παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ειδικότερα, κατά την τρίτη αρχή του Κώδικα Δεοντολογίας των Ε.Π.Ε.Υ. η εταιρεία οφείλει να ενημερώνεται για την οικονομική κατάσταση, τους στόχους και την εμπειρία των πελατών της, ώστε να τους παρέχει τις κατάλληλες γι' αυτούς επενδυτικές συμβουλές.

Η γενική αναφορά στην παροχή των κατάλληλων συμβουλών από τις Ε.Π.Ε.Υ. επιβεβαιώνει την ασάφεια που υπάρχει στο χώρο της ελληνικής νομοθεσίας γύρω από τα πλαίσια, στα οποία οφείλει να κινείται η οικονομική πληροφόρηση. Είναι πρακτικά δυσχερές να προσδιοριστούν τα όρια της κατάλληλης ενημέρωσης, εξαιτίας του δυναμικού και ευμετάβλητου χαρακτήρα των χρηματιστηριακών αγορών με τον αυξημένο βαθμό επικινδυνότητας, που από τη φύση τους εμπεριέχουν.

Είναι δύσκολο να διαπιστωθεί το σημείο, στο οποίο σταματά ο αστάθμητος παράγοντας και το απρόβλεπτο των αγορών και εκείνο στο οποίο ξεκινά η ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. για την παροχή μιας εσφαλμένης συμβουλής. Θα αντίκειται στην εύρυθμη λειτουργία και στην ίδια τη φύση των χρηματιστηριακών αγορών η αναζήτηση ευθύνης των Ε.Π.Ε.Υ. σε περιπτώσεις υποδείξεων, που αποδείχθηκαν ζημιογόνες, με δεδομένη την αδυναμία υιοθέτησης ενός ασφαλούς και κοινά αποδεκτού μοντέλου πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών.

Πολλές φορές ακόμη και η συμμόρφωση με τις πλέον συντηρητικές επενδυτικές πρακτικές αποβαίνει ζημιογόνος. Αυτό συμβαίνει γιατί όπως είναι γνωστό το χρηματιστήριο δεν επηρεάζεται μόνο από τις οικονομικές επιδόσεις των εισηγμένων εταιρειών, αλλά είναι χώρος ιδιαίτερα ευαίσθητος στην επίδραση εξωγενών παραγόντων γενικότερου ενδιαφέροντος, των οποίων ο αστάθμητος χαρακτήρας είναι προφανής, όπως οι πολιτικές εξελίξεις ή η διεθνής οικονομική συγκυρία, με πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα το ύψος των επιτοκίων, την τιμή του πετρελαίου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Σύμφωνα με τον κώδικα δεοντολογίας, η εταιρεία ευθύνεται για την καταλληλότητα της παρεχόμενης συμβουλής προς τον πελάτη καθώς και για την ενημέρωσή του με τρόπο εύλογο, εφιστώντας την προσοχή του στους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Το ελληνικό δίκαιο ακολουθεί δηλαδή τη θεωρία της καταλληλότητας (“suitability doctrine”), που αναπτύχθηκε στις Η.Π.Α. και αναφέρεται στην υποχρέωση των χρηματιστηριακών εταιρειών να προτείνουν σε κάθε πελάτη τους μόνο τα αξιόγραφα, που βάσει εύλογων κριτηρίων ανταποκρίνονται στην οικονομική του κατάσταση και τις ανάγκες του.⁸⁰ Η αρχή αυτή

⁸⁰ *Rules of Fair Practice*, Art. III (2) CCH NASD, Manual 2152.

υιοθετήθηκε ως αντιστάθμισμα της πρακτικής των εταιρειών να επιχειρούν την πώληση επενδυτικών προϊόντων σε τυχαία πρόσωπα μέσω π.χ. καταλόγων διαφόρων επαγγελματικών κατηγοριών.⁸¹

Οι εταιρείες, που άμεσα ή έμμεσα εμπλέκονται στο ζήτημα της παροχής οικονομικής ενημέρωσης, είναι κατά κύριο λόγο οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.) και δευτερευόντως οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και οι Τράπεζες. Αντίθετα δεν τίθεται θέμα ευθύνης των Ανωνύμων Εταιρειών Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (Α.Ε.Λ.Δ.Ε.), των οποίων ο σκοπός περιορίζεται ρητά από το νόμο (Ν 2396/1996) στη λήψη και διαβίβαση εντολών με αντικείμενο κινητές αξίες.

Το ζήτημα της ευθύνης των Ε.Π.Ε.Υ. για την προστασία των επενδυτών από την παροχή εσφαλμένων συμβουλών ανακύπτει όταν αυτές δεν ακολουθούν τους αντικειμενικά αποδεκτούς κανόνες των οικονομικών αναλύσεων, προκειμένου να διαφυλάξουν τα συμφέροντα του επενδυτικού κοινού και δεν προειδοποιούν σχετικά τους πελάτες τους, όταν οι παραπάνω κανόνες το υπαγορεύουν. Παράλληλα, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα επιμέρους χαρακτηριστικά κάθε πελάτη ανάλογα με την εμπειρία, την οικονομική κατάσταση και το βαθμό του ρίσκου που προτίθεται να αναλάβει για την επένδυσή του. Θα ήταν αβάσιμο να αναζητείται ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. σε περιπτώσεις, κατά τις οποίες οι πελάτες αν και είχαν προειδοποιηθεί σχετικά, ενσυνείδητα εκτέθηκαν σε μεγάλο κίνδυνο προσδοκώντας συνήθως σύντομο κέρδος από τίτλους,

⁸¹ Ε. Πολίτης (1998) *Οι Επενδυτικές Συμβουλές, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών* 10/1998, σελ. 935.

που είναι ήδη υπερτιμημένοι, τις γνωστές σε όλους δηλαδή «μετοχές φούσκες».

Η πρακτική, η οποία ακολουθείται από τις Ε.Π.Ε.Υ., διαχωρίζει την κύρια επενδυτική υπηρεσία, που είναι η εκτέλεση της χρηματιστηριακής εντολής, από την παρεπόμενη υποχρέωση ενημέρωσης, για την οποία απαιτείται ξεχωριστή συμφωνία των μερών. Γίνεται μάλιστα συνήθως ρητή μνεία περί μη ύπαρξης ευθύνης για συμβουλές ή πληροφορίες, που δόθηκαν από την εταιρεία στα πλαίσια της υφιστάμενης συμβατικής σχέσης. Σκοπός της τακτικής αυτής είναι κατ' ουσία η αλλοίωση του πραγματικού χαρακτήρα της υποχρέωσης ενημέρωσης των επενδυτών, όπως περιγράφεται στον κώδικα δεοντολογίας, ώστε αυτή να μη λογίζεται ως αυτονόητη παρεπόμενη υποχρέωση των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των επενδυτών.

7.2. Η Παροχή Συμβουλών ως σιωπηρώς αναληφθείσα Υποχρέωση

Ακόμη και στην περίπτωση που η παροχή συμβουλών δεν αποτελεί ρητά αντικείμενο συμφωνίας μεταξύ της Ε.Π.Ε.Υ. και του πελάτη, μπορεί να υποστηριχθεί βάσιμα, ότι λογίζεται ως σιωπηρώς αναληφθείσα υποχρέωση της εταιρείας έναντι του επενδυτή. Η σιωπηρή αυτή ανάληψη υποχρέωσης από την πλευρά της Ε.Π.Ε.Υ. στηρίζεται στο άρθρο 650 ΑΚ κατά το οποίο «όποιος έχει άδεια της αρχής ή προσφέρεται δημόσια να διεξάγει υποθέσεις ή διεξάγει κατ' επάγγελμα υποθέσεις, λογίζεται ότι αποδέχθηκε την πρόταση για σύμβαση τέτοιας εργασίας, αν δεν την αποκρούσει χωρίς υπαίτια καθυστέρηση».

Δικαιολογητική βάση της διάταξης αυτής είναι η προστασία εκείνων, που προστρέχουν στα πρόσωπα που περιγράφονται ανωτέρω και

περιβάλλονται το κύρος της άδειας της αρμόδιας αρχής, στα οποία χωρίς αμφιβολία εμπίπτουν και οι Ε.Π.Ε.Υ. Η πρόταση από τον υποψήφιο πελάτη αρκεί να γίνει με οποιοδήποτε νόμιμο τρόπο και έχει νομική ενέργεια από τη στιγμή που θα περιέλθει στο πρόσωπο, προς το οποίο απαιτείται να απευθυνθεί.

Αποτέλεσμα της μη απόκρουσης της πρότασης από την εταιρεία αμελλητί, δηλαδή χωρίς υπαίτια βραδύτητα, είναι ότι λογίζεται κατά παρέκκλιση από τις γενικές περί της κατάρτισης των συμβάσεων διατάξεις των άρθρων 192 και 193 ΑΚ, ότι καταρτίσθηκε η σύμβαση και πρέπει αυτή να εκτελεσθεί κατά τρόπο επιμελή. Η προσέλευση του επενδυτή στην Ε.Π.Ε.Υ. για παροχή συμβουλών και η έμπρακτη αποδοχή από την πλευρά της εταιρείας της πρότασης αυτού με σκοπό την προσέγγισή του ως υποψήφιου πελάτη, εμπίπτουν στο πραγματικό του 650 ΑΚ. Συνεπώς, θεωρείται ότι έχει καταρτισθεί μεταξύ τους σύμβαση, χωρίς να απαιτείται να περιέλθει στον πελάτη η ρητή δήλωση αποδοχής από την πλευρά της εταιρείας.⁸²

7.3. Η Ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. βάσει του 729 ΑΚ

Στο ελληνικό δίκαιο δεν περιέχεται εξειδίκευση της έννοιας «επενδυτική συμβουλή». Κατά συνέπεια καταφεύγουμε στη γενική διάταξη του Αστικού Κώδικα, στο άρθρο 729 του οποίου προβλέπεται ότι «εάν κάποιος έδωσε συμβουλή ή σύσταση, δεν ευθύνεται για τη ζημιά που προξενήθηκε από αυτήν, εκτός αν με σύμβαση ανέλαβε την ευθύνη ή αν βρισκόταν σε δόλο». Ειδικότερα, ως συμβουλή νοείται η πρόταση

⁸² Γεωργιάδη-Σταθόπουλου *ΕρμΑΚ* (1982), άρθρο 650 παρ.2-7-11, Αθήνα: Σάκκουλας.

προς τήρηση ορισμένης συμπεριφοράς, συνοδευόμενη από υπόμνηση συμμόρφωσης στην προτεινόμενη συμπεριφορά, προς το συμφέρον του προσώπου, στο οποίο απευθύνεται. Από την άλλη πλευρά, ως «παροχή πληροφορίας» νοείται η μετάδοση ή περιγραφή ορισμένης παρούσας ή μελλοντικής πραγματικής ή νομικής καταστάσεως προς το συμφέρον του αποδέκτη. Επομένως, οι έννοιες συμβουλή και παροχή πληροφορίας διαφοροποιούνται ουσιωδώς μόνο ως προς το πνευματικό στοιχείο που συνδέει εσωτερικά την παροχή με τον παρέχοντα. Η συμβουλή συνδέεται με το βουλευτικό στοιχείο και αποτελεί ανακοίνωση βουλήσεως, ενώ η παροχή πληροφορίας στηρίζεται στο γνωστικό στοιχείο και αποτελεί ανακοίνωση παραστάσεως.⁸³

Τόσο λοιπόν η συμβουλή όσο και η παροχή πληροφοριών δεν συνιστούν δικαιοπραξία και αποτελούν κατά το δίκαιο πράξεις φιλοφροσύνης, που δε δημιουργούν ευθύνη, εκτός αν ο παρέχων ανέλαβε με σύμβαση την ευθύνη. Η εξαίρεση αυτή μεταβάλλει τη νομική φύση των ανωτέρω εννοιών, που ανάγονται σε περιεχόμενο δικαιοπρακτικών υποχρεώσεων. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών, όπως αναφέρθηκε πρωτύτερα, είτε εντάσσεται στα πλαίσια των παρεπόμενων υποχρεώσεων των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των πελατών τους, είτε αποτελεί αντικείμενο αυτοτελούς σύμβασης, με την οποία η εταιρεία αναλαμβάνει την υποχρέωση παροχής επενδυτικών συμβουλών.

Η παροχή συμβουλών ως αυτοτελής σύμβαση ή ως παρεπόμενη υποχρέωση προϋποθέτει υπαρκτή και αντικειμενικά διαγνωστή θέληση των μερών να αποσπασθεί η συμβουλή από τη σφαίρα της φιλοφροσύνης και να αναχθεί σε αντικείμενο δικαιωμάτων και υποχρεώσεων. Έχει ορθά παρατηρηθεί ότι κρίσιμο στοιχείο ερμηνευτικά για την ύπαρξη ή μη

⁸³ Γεωργιάδη-Σταθόπουλου, *ΕρμΑΚ* (1982), άρθρο 729, 2., Αθήνα: Σάκκουλας.

δικαιοπρακτικής βούλησης των μερών αποτελεί η καταβολή ιδιαίτερης αμοιβής για την παροχή των συμβουλευτικών υπηρεσιών.⁸⁴ Είναι φανερό ότι η προστασία των επενδυτών βάσει του 729 ΑΚ είναι ανεπαρκής, με δεδομένη αφενός την απουσία κατά κανόνα αυτοτελούς σύμβασης περί ανάληψης ευθύνης από την πλευρά της Ε.Π.Ε.Υ. και αφετέρου την αδυναμία απόδειξης του δόλου κατά την παροχή της συμβουλής.⁸⁵

Ο καταλογισμός της αστικής ευθύνης μπορεί παράλληλα να στηριχθεί στις γενικές ρήτρες των άρθρων 200 και 288 του Αστικού Κώδικα, που θεσπίζουν την ερμηνεία των συμβάσεων και την εκπλήρωση των παροχών σύμφωνα με την καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη. Καθώς μάλιστα ο κανόνας περί καλόπιστης εκπλήρωσης της παροχής είναι αναγκαστικού και όχι ενδοτικού δικαίου είναι ανίσχυρη οποιαδήποτε συμφωνία περιορισμού ή αποκλεισμού της ευθύνης των Ε.Π.Ε.Υ.

7.4. Η ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. ως αδικοπρακτική κατά το 919 ΑΚ

Η ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. για παροχή ελλιπούς πληροφόρησης ή εσφαλμένων συμβουλών θα μπορούσε επίσης να αναζητηθεί στα πλαίσια της αδικοπρακτικής ευθύνης και ειδικότερα στο άρθρο 919 ΑΚ, που προβλέπει την υποχρέωση αποζημίωσης σε περίπτωση που κάποιος ζημίωσε με πρόθεση άλλον κατά τρόπο αντίθετο προς τα χρηστά ήθη. Η πρόθεση αναφέρεται στην επαγωγή της ζημιάς και όχι στον παράνομο χαρακτήρα της πράξης. Κατ' αρχήν πρέπει δηλαδή η εταιρεία να γνώριζε

⁸⁴ Ε. Πολίτης (1998) *Οι Επενδυτικές Συμβουλές, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών*, 10/1998, σελ. 933.

⁸⁵ Γεωργιάδη-Σταθόπουλου (1982) *ΕρμΑΚ*, άρθρο 729,4, ΑΚ Αθήνα: Σάκκουλας.

ότι με τη συμπεριφορά της θα ζημιωνόταν ο πελάτης και να ήθελε την πρόκληση της ζημιάς (άμεσος δόλος). Αρκεί όμως και ο ενδεχόμενος δόλος, δηλαδή να γνώριζε η εταιρεία το ενδεχόμενο της πρόκλησης ζημιάς σε βάρος του πελάτη από την συμπεριφορά της και παρ' όλα αυτά δεν απέσχε από την παράνομη πράξη.⁸⁶

Η πρόθεση επαγωγής ζημιάς αποτελεί αυτοτελή προϋπόθεση της ευθύνης κατά το 919 ΑΚ και για την εφαρμογή της διάταξης αυτής η αντίθεση στα χρηστά ήθη πρέπει να συντρέχει σωρευτικά. Συνήθως η διαπίστωση της ύπαρξης δόλου είναι αποφασιστική για την κατάφαση της αντίθεσης στα χρηστά ήθη. Γίνεται λοιπόν εύκολα αντιληπτό το απρόσφορο της προστασίας των επενδυτών βάσει της παραπάνω διάταξης, δεδομένου ότι η παροχή εσφαλμένων συμβουλών οφείλεται κατά κανόνα σε αμέλεια της εταιρείας και όχι σε δόλο.

7.5. Θεμελίωση της Ευθύνης σε άλλες Διατάξεις

Η παροχή έννομης προστασίας σε περίπτωση εξ' αμελείας πρόκλησης περιουσιακής ζημιάς γίνεται κατ' εξαίρεση δεκτή στο ελληνικό δίκαιο όταν υφίστανται ειδικές προστατευτικές διατάξεις νόμου του ιδιωτικού συμφέροντος που πλήττεται, η παραβίαση των οποίων δημιουργεί υποχρέωση αποζημίωσης.⁸⁷ Έχει υποστηριχθεί ότι τέτοιες διατάξεις συνιστούν:

⁸⁶ Γεωργιάδη-Σταθόπουλου (1982) *ΕρμΑΚ*, άρθρο 919, ΑΚ, Αθήνα: Σάκκουλας.

⁸⁷ Γ. Τριανταφυλλάκης (1999) *Η ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των επενδυτών*, Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικόλογων.

α) Το άρθρο 56 του νόμου περί ανωνύμων εταιρειών 2190/1920, σύμφωνα με το οποίο τιμωρείται με φυλάκιση και χρηματική ποινή κάθε ιδρυτής, μέλος Δ.Σ. ή διευθυντής ανωνύμου εταιρείας, ο οποίος για να επηρεάσει την χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών της εταιρείας προβαίνει σε ψευδείς δηλώσεις προς το κοινό, που αφορούν κρίσιμα στοιχεία για το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, τους μετόχους της ή κάθε άλλο γεγονός ικανό να ασκήσει ουσιώδη επιρροή στις εταιρικές υποθέσεις και αποσκοπεί στην παγίδευση του κοινού.

Βασική αδυναμία της ποινικής αυτής διάταξης είναι το γεγονός ότι υποκείμενα του εγκλήματος της ανωτέρω χρηματιστηριακής απάτης δύνανται να είναι μόνο πρόσωπα που σχετίζονται με την εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία, οι μετοχές της οποίας θα αποτελέσουν το αντικείμενο της παράνομης συμπεριφοράς. Η ευθύνη της Ε.Π.Ε.Υ. δηλαδή, που μεσολαβεί για τη διάθεση των μετοχών στο επενδυτικό κοινό δεν μπορεί να θεμελιωθεί στη διάταξη αυτή.

β) Το άρθρο 34 παρ. α' και β' του Ν 3632/1928 κατά το οποίο, όποιος με σκοπό αθέμιτης ωφέλειας εν γνώσει του μεταχειρίζεται μέσα κατάλληλα για παραπλάνηση του κοινού με σκοπό τον επηρεασμό των τιμών των μετοχών καθώς και όποιος με σκοπό αθέμιτης ωφέλειας εν γνώσει του προβαίνει σε ανακριβείς δηλώσεις μέσω των εφημερίδων ή δημοσιευμάτων, επιδιώκοντας τη δημόσια εγγραφή, αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων τιμωρείται με φυλάκιση και χρηματική ποινή. Όπως γίνεται εύκολα όμως αντιληπτό, η παραπάνω διάταξη αναφέρεται στην προστασία του επενδυτικού κοινού με την ευρεία έννοια και όχι στην προστασία του ατομικού συμφέροντος του επενδυτή που έπεσε θύμα ελλιπούς ή παραπλανητικής πληροφόρησης από την πλευρά της Ε.Π.Ε.Υ.

γ) Ο Ν 1969/1991 περί εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαίων κεφαλαίων, εκσυγχρονισμού και εξυγιάνσεως της κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με τον οποίο «όποιος διασπείρει εν γνώσει του ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες, που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή κινητών αξιών εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών, τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι εκατό εκατομμυρίων δραχμών».

Περαιτέρω, προβλέπεται ότι «η χρησιμοποίηση από πρόσωπα που λειτουργούν κατ' επάγγελμα ως διαμεσολαβητές σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, παραπλανητικών ή απατηλών μέσων ή μεθόδων ως προς εισαγόμενες ή εισηγμένες στην αγορά αυτή αξίες, με σκοπό τον προσπορισμό περιουσιακού οφέλους, τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι εκατό εκατομμυρίων δραχμών. Ως παραπλανητικό ή απατηλό μέσο θεωρείται, μεταξύ άλλων, η πρόκληση ή η ματαίωση συναλλαγής επί συγκεκριμένης κινητής αξίας καθώς και η με οποιοδήποτε τρόπο επίδραση επί της συναλλαγής αυτής».⁸⁸

Η διασταλτική ερμηνεία τόσο των διατάξεων των άρθρων 72 και 73 του Ν 1969/1991, όσο και του άρθρου 34 παρ. α' και β' του Ν 3632/1928 κρίνεται απαραίτητη, ώστε να διευρυνθεί η έννοια του παρανόμου και να επιτευχθεί όχι μόνο η προστασία του επενδυτικού κοινού γενικά, αλλά και ειδικά του ατομικού συμφέροντος των επενδυτών. Άλλωστε συνάδει με τη φύση και τα καθήκοντα των Ε.Π.Ε.Υ. η πάταξη κάθε παραβατικής συμπεριφοράς από την πλευρά τους ενάντια στις αρχές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών, που διέπουν ως σύνολο το ελληνικό νομικό σύστημα. Ούτως ή άλλως η επιδιωκόμενη

⁸⁸ Ν 1969/1991, Άρθρα 72-73.

προστασία των επενδυτών πάσχει στο μέτρο που αυτοί έχουν το βάρος της απόδειξης των προϋποθέσεων της αδιοπρακτικής ευθύνης των Ε.Π.Ε.Υ. και ιδίως της υπαιτιότητά τους κατά την παροχή ελλιπούς ενημέρωσης ή ανακριβών πληροφοριών.⁸⁹

Οι Ε.Π.Ε.Υ. αποτελούν για το επενδυτικό κοινό τον πλέον αξιόπιστο μεσολαβητή μεταξύ των πελατών τους και των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Ως οι βασικότεροι φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών πρέπει να περιβάλλονται από το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο, ώστε να επιτελούν το σκοπό τους λαμβάνοντας κάθε δυνατή πρόνοια στις συναλλακτικές τους σχέσεις κυρίως έναντι των μικροεπενδυτών.

7.6. Η προστασία του Επενδυτή ως Καταναλωτή

Η έννομη προστασία των επενδυτών μπορεί επίσης να βρεί έρεισμα στις διατάξεις περί προστασίας των καταναλωτών. Το άρθρο 8 του Ν 2251/1994 περί προστασίας των καταναλωτών προβλέπει ότι «ο παρέχων υπηρεσίες ευθύνεται για κάθε ζημία που προκάλεσε υπαιτίως κατά την παροχή των υπηρεσιών. Ως παρέχων υπηρεσίες θεωρείται όποιος παρέχει κατά τρόπο ανεξάρτητο υπηρεσία στο πλαίσιο της άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας. Ο ζημιωθείς υποχρεούται να αποδείξει τη ζημία ενώ ο παρέχων τις υπηρεσίες φέρει το βάρος της απόδειξης της έλλειψης υπαιτιότητας».

Το πλεονέκτημα της διάταξης αυτής είναι ότι ο ζημιωθείς επενδυτής αρκεί να αποδείξει την παροχή υπηρεσιών, χωρίς να μπορεί να αντιταχθεί το αν υφίσταται ενδοσυμβατική ευθύνη (όταν έχει δηλαδή

⁸⁹ Γ. Τριανταφυλλάκης (1999), *Η ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των επενδυτών*, Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικού Εμπόρου.

ήδη καταρτισθεί σύμβαση με την Ε.Π.Ε.Υ.), προσυμβατική ευθύνη (όταν δέχθηκε την επίμαχη συμβουλή ενώ βρίσκονταν στο στάδιο των διαπραγματεύσεων) ή εξωσυμβατική ευθύνη (στα πλαίσια του καθήκοντος διαφώτισης των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των υποψηφίων επενδυτών).⁹⁰ Από την άλλη πλευρά, η εταιρεία που παρείχε την υπηρεσία, καλείται να αποδείξει την έλλειψη της υπαιτιότητάς της. Εδώ εντοπίζεται η αδυναμία της εν λόγω διάταξης για τον επενδυτή, με δεδομένη την ιδιαίτερη φύση των χρηματιστηριακών συναλλαγών εξαιτίας του αυξημένου βαθμού επικινδυνότητας που αυτές εμπεριέχουν.

Ειδικότερα, η παρ. 4 του άρθρου 8 του Ν 2251/1994 ορίζει ότι «για την εκτίμηση της έλλειψης υπαιτιότητας λαμβάνονται υπόψη η ευλόγως προσδοκώμενη ασφάλεια και το σύνολο των ειδικών συνθηκών και ιδιαίτερα η φύση και το αντικείμενο της υπηρεσίας, ιδίως σε σχέση με το βαθμό επικινδυνότητάς της». Συνεπώς η Ε.Π.Ε.Υ., επικαλούμενη τον ιδιαίτερα επικίνδυνο χαρακτήρα των υπηρεσιών που παρέχει κινούμενη στο χώρο της κεφαλαιαγοράς, ο οποίος χαρακτηρίζεται από αυξημένη μεταβλητότητα και αστάθεια, θα μπορούσε χωρίς μεγάλη δυσχέρεια να αποδείξει τη ζητούμενη για αυτήν έλλειψη υπαιτιότητας.

Περαιτέρω, το εδάφιο στ' της παρ. 4 του άρθρου 8 του Ν 2251/1994 προβλέπει ότι «για την εκτίμηση της έλλειψης υπαιτιότητας λαμβάνεται υπόψη το αν η παρεχόμενη υπηρεσία αποτελεί εθελοντική προσφορά του παρέχοντος». Κατά συνέπεια, επανερχόμαστε σε αυτό που έχει ήδη αναφερθεί, ότι δηλαδή κρίσιμο στοιχείο για τον καταλογισμό ευθύνης της Ε.Π.Ε.Υ. αποτελεί η ύπαρξη ιδιαίτερης αμοιβής για την παροχή υπηρεσιών πληροφόρησης και συμβουλών στους επενδυτές. Εάν τέτοια αμοιβή δεν έχει καταβληθεί για τις παρασχεθείσες υπηρεσίες, η

⁹⁰ Υ.Α. 122/1997 *Κώδικας Δεοντολογίας Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών*, άρθρο 3 παρ.2.

εταιρεία μπορεί να επικαλεσθεί τον εθελοντικό χαρακτήρα των υπηρεσιών της και να θεμελιώσει βάσιμα την έλλειψη υπαιτιότητας της.⁹¹

Οι διατάξεις του Ν 2251/1994, που αφορούν γενικά την προστασία του καταναλωτή και θα μπορούσαν να εφαρμοστούν ειδικότερα για την προστασία του χρηματιστηριακού επενδυτή είναι π.χ. οι διατάξεις για τις πωλήσεις από απόσταση, για τους αθέμιτους όρους σε συμβάσεις με καταναλωτές, για την παραπλανητική, άμεση ή συγκριτική διαφήμιση και για την ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες. Όμως ακόμη και αν ο επενδυτής θεωρηθεί ως καταναλωτής, ο ειδικός χαρακτήρας της χρηματοπιστωτικής αγοράς απαιτεί ιδιαίτερη ρύθμιση και θα ενδείκνυτο η καθιέρωση ενός νέου ειδικού καταναλωτικού δικαίου, δεδομένου ότι ορισμένοι κανόνες που πρέπει να αφορούν μόνο τους επενδυτές είναι δύσκολο να επεκτείνονται σε όλους τους καταναλωτές.⁹²

7.7. Η ενδεχόμενη Ευθύνη των εποπτικών Αρχών

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το ζήτημα της ενδεχόμενης ευθύνης των εποπτικών αρχών του χρηματιστηρίου και της κεφαλαιαγοράς γενικότερα για τις ζημιές που υφίστανται οι επενδυτές εξαιτίας πιθανής πλημελούς εκπλήρωσης των καθηκόντων τους. Η εποπτεία του χρηματιστηρίου ασκείται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου. Η ευθύνη των οργάνων αυτών θα μπορούσε να θεμελιωθεί βάσει του

⁹¹ Γ. Τριανταφυλλάκης (1999) *Η ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των επενδυτών*, Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικόλογων.

⁹² Β. Χριστιανός (2001) *Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή στο κοινοτικό δίκαιο*, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικόλογων.

άρθρου 105 ΕισΝΑΚ, που προβλέπει ότι: «Για παράνομες πράξεις ή παραλείψεις των οργάνων του δημοσίου κατά την άσκηση της δημόσιας εξουσίας που τους έχει ανατεθεί, το δημόσιο ενέχεται σε αποζημίωση, εκτός αν η πράξη ή η παράλειψη έγινε κατά παράβαση διάταξης που υπάρχει για χάρη του γενικού συμφέροντος». Οι αναγκαίες προϋποθέσεις δηλαδή είναι: α) παράνομη πράξη ή παράλειψη, β) αυτή να προέρχεται από όργανο του δημοσίου ή νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, γ) να έγινε κατά την άσκηση δημόσιας εξουσίας, δ) να μην αφορά διάταξη που έχει θεσπισθεί προς χάρη του γενικού συμφέροντος και ε) να υφίσταται αιτιώδης σύνδεσμος ανάμεσα στην παράνομη πράξη ή παράλειψη και στη ζημιά του επενδυτή.

Το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελούν νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου και εμπίπτουν στο πραγματικό της παραπάνω διάταξης. Είναι προφανές όμως ότι οι πράξεις, που εκδίδουν τα ανωτέρω όργανα, από τη φύση τους δε μπορούν να θεμελιώσουν την αστική ευθύνη του άρθρου 105 ΕισΝΑΚ. Θα ήταν ακραία άλλωστε, η αναζήτηση αιτιώδους συνδέσμου ανάμεσα στη δράση των εποπτικών οργάνων και την επέλευση της ζημιάς, δεδομένου ότι η ζημιά προφανώς προκαλείται από τη δράση άλλων παραγόντων της αγοράς, οι ενέργειες των οποίων διέφυγαν ενδεχομένως της προσοχής και της ορθής εποπτείας των εν λόγω οργάνων. Επιπροσθέτως, δεν πληρούται και η αρνητική προϋπόθεση, η παράβαση να μην αφορά διάταξη που υπάρχει για χάρη του γενικού συμφέροντος. Τα εποπτικά όργανα όμως δεν εξυπηρετούν την προστασία ιδιωτικών συμφερόντων, αλλά μεριμνούν για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, η οποία αποσκοπεί στην προστασία του δημοσίου συμφέροντος και αποκλείει για το λόγο αυτό κάθε περίπτωση αναζήτησης ευθύνης των ανωτέρω οργάνων προς

αποζημίωση για ζημιές, που προκλήθηκαν από πράξεις ή παραλείψεις τους κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.⁹³

⁹³ Θ. Φορτσάκης (2001), *Η ευθύνη των εποπτικών αρχών σε περίπτωση ζημιάς των επενδυτών*, Εισήγηση στο ΙΑ΄ Συνέδριο Εμπορικολόγων.

Κεφάλαιο 8

Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Η αναφορά στην έννοια της αποτελεσματικότητας των αγορών παραπέμπει στην τάση των τιμών των κινητών αξιών να αντανakλούν και να ενσωματώνουν το σύνολο των οικονομικών πληροφοριών που υφίστανται σε μια αγορά. Η διερεύνηση και ανάλυση του τομέα της οικονομικής πληροφόρησης από την παρούσα διατριβή επιβάλλει την επισήμανση των βασικών σημείων της ανωτέρω θεωρίας, καθώς είναι αυτή που καλείται να ερμηνεύσει τον τρόπο με τον οποίο αποτυπώνονται οι οικονομικές πληροφορίες στις τιμές των μετοχών. Πρέπει ωστόσο να υπογραμμιστεί ότι η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς συνιστά ένα από τα αμφιλεγόμενα ζητήματα στο χώρο των επενδύσεων.

Ένας επιτυχής ορισμός της αποτελεσματικής αγοράς δόθηκε από τον Jensen το 1978. Σύμφωνα με αυτόν μια αγορά είναι αποτελεσματική ως προς ένα σύνολο πληροφοριών, εάν είναι αδύνατο να πραγματοποιηθούν κέρδη από αγοραπωλησίες του χρεογράφου, με βάση αυτό το σύνολο των πληροφοριών. Με την έννοια οικονομικά κέρδη, θεωρείται η προσαρμοσμένη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου ύστερα από κάθε κόστος. Οι τιμές δηλαδή αντικατοπτρίζουν κάθε πληροφορία μέχρι το σημείο εκείνο στο οποίο το οριακό όφελος από τη χρήση της πληροφορίας δεν ξεπερνά το οριακό κόστος.⁹⁴

⁹⁴ Κ. Συριόπουλος (1999) *Διεθνείς κεφαλαιαγορές – Θεωρία και Ανάλυση*, Θεσσαλονίκη: Ανικούλας, σελ. 241.

Ο αποτελεσματικός χαρακτήρας των αγορών απορρέει από την θεωρητική ύπαρξη ικανού αριθμού ορθολογικά σκεπτόμενων αγοραστών και πωλητών, οι οποίοι κατέχουν την απαιτούμενη γνώση και ενημέρωση για ένα συγκεκριμένο προϊόν. Πρόκειται δηλαδή για αρχή παρόμοια με αυτήν του τέλειου ανταγωνισμού στο χώρο της οικονομικής επιστήμης. Όταν υφίστανται αρκετοί αγοραστές και πωλητές για ένα συγκεκριμένο προϊόν είναι προφανές ότι κανένας αγοραστής ή πωλητής δε δύναται να αποκομίσει σημαντικό κέρδος προς όφελός του, δεδομένου ότι οι τιμές έχουν διαμορφωθεί ορθολογικά.⁹⁵

Με το πνεύμα αυτό άλλωστε ο νομοθέτης θέτει τις προϋποθέσεις για τον απαιτούμενο βαθμό διασποράς των μετοχών των εισηγμένων και των υπό εισαγωγή εταιρειών προκειμένου να διασφαλίζεται κατά το δυνατό η γνήσια προσφορά και ζήτηση που αποτελεί τη βάση κάθε εύρυθμα λειτουργούσας αγοράς. Στόχος είναι η αποφυγή φαινομένων υπέρμετρου βαθμού συγκέντρωσης των μετοχών σε περιορισμένο αριθμό προσώπων, που οδηγούν με μαθηματική ακρίβεια σε στρέβλωση της αγοράς και δημιουργούν τις προϋποθέσεις για αθέμιτα «παιχνίδια», όπως αναφέρεται διεξοδικότερα στο κεφάλαιο υπ' αριθμ.1.1.15. της παρούσας διατριβής.

Πιο συγκεκριμένα οι υπό εισαγωγή εταιρείες προκειμένου να εισαχθούν στη χρηματιστηριακή αγορά, οφείλουν να διασφαλίσουν τη διασπορά, μέσω δημόσιας εγγραφής, στο ευρύ επενδυτικό κοινό ποσοστού 20% ή 25% των μετοχών τους (ανάλογα με το εάν πρόκειται να εισαχθούν στην κύρια ή την παράλληλη αγορά).⁹⁶ Παράλληλα λαμβάνεται μέριμνα από τις εποπτεύουσες αρχές του χρηματιστηρίου ώστε και μετά

⁹⁵ Mandell L. (1992) "*Investments*", New York: Mac Millan Publishing Company, p. 495.

⁹⁶ ΠΔ 350/1985 Άρθρο 4^ο.

την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας προς διαπραγμάτευση να διατηρείται ικανός βαθμός διασποράς προς αποφυγή φαινομένων χειραγώγησης, που ζημιώνουν κατά κανόνα τους μικροεπενδυτές.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η ύπαρξη ικανού αριθμού αγοραστών και πωλητών σε μια χρηματιστηριακή αγορά συνεπάγεται την ταχεία διάχυση των οικονομικών πληροφοριών στους κόλπους της, σύμφωνα με τις αρχές της αποτελεσματικότητας των αγορών. Παράλληλα, η προσδοκία του κέρδους από την έγκαιρη απόκτηση της οικονομικής πληροφορίας αποτελεί αυτονόητο κίνητρο για τους επενδυτές και αναπόφευκτα συντελεί στην ταχύτερη διάδοση των πληροφοριών και την αμεσότερη ενσωμάτωσή τους στις τιμές των μετοχών. Εάν δε λάβουμε υπόψη το πλήθος και το μέγεθος αφ' ενός μεν των εταιρειών και των θεσμικών επενδυτών αλλά και αφ' ετέρου των ιδιωτών που δραστηριοποιούνται ενεργά στο χώρο και την αλματώδη εξέλιξη της πληροφορικής και της τεχνολογίας γίνεται φανερό το πόσο εντυπωσιακά γρήγορη και άμεση μπορεί να είναι η εν λόγω διάδοση των πληροφοριών και περαιτέρω η ενσωμάτωσή τους στις τιμές των μετοχών.

Βασική συνέπεια της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς είναι το ότι δε νοείται η επίτευξη «μη αναμενόμενων κερδών», καθώς οι τιμές αντανακλούν την πραγματική αξία των μετοχών με βάση το σύνολο των υπαρχουσών πληροφοριών κάθε στιγμή στην αγορά. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέταση του αντίκτυπου που θα έπρεπε να έχει η εν λόγω θεωρία στις χρηματιστηριακές αγορές. Ειδικότερα, εάν οι ιδιώτες αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι επιχειρούν να κερδοσκοπήσουν χρησιμοποιώντας τις δικές τους μεθόδους, υιοθετήσουν κατά γράμμα τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, το γεγονός αυτό θα οδηγούσε αναπόφευκτα στη μείωση του συναλλακτικού ενδιαφέροντος, μέσω της μερικής έστω αποχής τους από την αγορά. Είναι προφανές όμως ότι αυτή

η υποθετική μείωση του όγκου συναλλαγών θα έπληττε σε κάποιο βαθμό την ίδια την αποτελεσματικότητα της αγοράς.⁹⁷

Αξιοπρόσεκτη επίδραση στην οικονομική θεωρία είχε το 1970 ένα άρθρο του καθηγητή του πανεπιστημίου του Σικάγο Eugene Fama, στο οποίο μάλιστα αποδίδεται και η καθιέρωση του όρου «αποτελεσματική αγορά». Ο E. Fama κατηγοριοποίησε τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς σε τρεις επιμέρους τομείς ανάλογα με τη φύση της πληροφόρησης. Οι τρεις εν λόγω κατηγορίες είναι α) η ασθενής μορφή (weak form) β) η ημι-ισχυρή μορφή (semi-strong form) και γ) η ισχυρή μορφή (strong form).⁹⁸

Η υπόθεση της ασθενούς μορφής αποτελεσματικής αγοράς αναφέρεται στο ότι η αγορά είναι αποτελεσματική σε σχέση με την πληροφόρηση για τις ιστορικές τιμές των μετοχών και τον όγκο των συναλλαγών με συνέπεια να μη μπορούν να χρησιμοποιηθούν τα δεδομένα αυτά για την επίτευξη μεγαλύτερων κερδών στο μέλλον. Με άλλα λόγια θεωρεί ότι η ιστορία των τιμών αντανακλάται πλήρως στα τρέχοντα επίπεδα τιμών. Κατ' επέκταση η εν λόγω υπόθεση πρεσβεύει το ότι δε δύναται κάποιος να ανιχνεύσει τάσεις ή να χρησιμοποιήσει διαγράμματα με οποιοδήποτε τρόπο, προκειμένου να αποκομίσει μη αναμενόμενα κέρδη.

Η ημι-ασθενής μορφή της αποτελεσματικής αγοράς υποστηρίζει ότι η αγορά είναι αποτελεσματική σε σχέση με το σύνολο των οικονομικών πληροφοριών οι οποίες είναι δημόσια διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό. Το σύνολο των πληροφοριών αυτών περιλαμβάνει την πληροφόρηση που

⁹⁷ Mandell L. (1992) *"Investments"*, New York: Mac Millan Publishing Company, p. 507.

⁹⁸ Fama E. (1970) *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* Journal of Finance, May 1970, pp. 383-417.

αναφέρεται στην ανωτέρω υπόθεση της ασθενούς μορφής, καθώς επίσης τις πληροφορίες που περιέχονται στις οικονομικές καταστάσεις, τον οικονομικό τύπο και τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία. Σύμφωνα με τη θέση αυτή οι τιμές αντικατοπτρίζουν κάθε δημοσιευμένη πληροφορία αμερόληπτα και οι αντίστοιχοι εμπειρικοί έλεγχοι αναφέρονται αποκλειστικά στο βαθμό, την αμεσότητα και την ταχύτητα προσαρμογής των τιμών σε κάθε νέα είδηση ή γεγονός. Κατά συνέπεια και στην περίπτωση αυτή δε δύνανται οι επενδυτές να αποκομίσουν κέρδη υψηλότερα από ένα τυχαίο χαρτοφυλάκιο.

Επιπροσθέτως ο E.Fama σε άλλη αντίστοιχη μελέτη του σχετικά με την αντανάκλαση και την ενσωμάτωση των πληροφοριών που περιέχονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιρειών στις τιμές των μετοχών τους καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αγορά όχι μόνο αντιδρά άμεσα και αποτελεσματικά σε κάθε νέα πληροφορία που φθάνει σε αυτήν αλλά μπορεί ακόμη και να την προεξοφλήσει κατά κάποιον τρόπο.⁹⁹ Το γεγονός αυτό κατά τον E.Fama επιβεβαιώνει και ενισχύει το χαρακτηρισμό της αγοράς ως αποτελεσματικής.

Σύμφωνα με την τρίτη μορφή της αποτελεσματικής αγοράς κατά τον E.Fama, δηλαδή την ισχυρή της μορφή, το σύνολο των πληροφοριών κάθε είδους, συμπεριλαμβανομένων και των μη δημόσιων ή ακόμη και αυτών των εσωτερικών πληροφοριών, ήδη αντανakλώνται στις τιμές των μετοχών. Συνεπώς κανένας επενδυτής δε δύναται να έχει βελτιωμένες αποδόσεις με τη χρησιμοποίηση οποιασδήποτε δημόσιας ή ιδιωτικής πληροφόρησης και κανείς δεν είναι σε θέση να κερδίσει περισσότερο από αυτόν που χρησιμοποιεί τη μέθοδο της τυχαίας επιλογής αξιών.¹⁰⁰ Η

⁹⁹ Fama E. (1969) *The Adjustment of Stock Market Prices to new Information*, International Economic Review, February 1969, pp.1-21.

¹⁰⁰ Γ.Παπούλιας (1997) *Επενδύσεις-Διοίκηση και Ανάλυση*, Αθήνα: Παπούλιας σελ.166.

τοποθέτηση αυτή καταρχήν ξενίζει, δεδομένου ότι συμπεριλαμβάνει στις επίμαχες πληροφορίες ακόμη και παράνομες μορφές πληροφόρησης, που θα ήταν δύσκολο να ενσωματωθούν στις τιμές.

Είναι αλήθεια όμως ότι και στην περίπτωση αυτή η καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών μπορεί πρακτικά να λάβει χώρα με τρόπο αποτελεσματικό μέσω των κωδικών άλλων προσώπων και όχι φυσικά των ίδιων των insiders και κατά συστηματικό τρόπο τέτοιο ώστε να μην προκληθεί το ενδιαφέρον της εποπτεύουσας αρχής για την κίνηση συγκεκριμένων μετοχών. Με άλλα λόγια είναι δυνατή η σταδιακή ενσωμάτωση ακόμη και της εσωτερικής πληροφόρησης στην τιμή μιας μετοχής εάν αυτή γίνει μεθοδικά.

Σε τελική ανάλυση η υπό εξέταση ισχυρή μορφή της αποτελεσματικής αγοράς θέτει το ζήτημα του ελέγχου της ιδιωτικής πληροφόρησης, του κατά πόσο δηλαδή μπορεί κάποιος επενδυτής να διαθέτει πληροφόρηση, η οποία δεν αντικατοπτρίζεται πλήρως στα παρόντα επίπεδα των τιμών των μετοχών. Η πρακτική σε σημαντικό βαθμό καταδεικνύει ότι σε πλήθος περιπτώσεων οι insiders καταφέρνουν τελικά και επωφελούνται έντεχνα σε βάρος των υπόλοιπων επενδυτών, αξιοποιώντας τις εμπιστευτικές πληροφορίες που διαθέτουν.

Όσον αφορά στο βαθμό αποδοχής της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς, θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτή δεν τυγχάνει ιδιαίτερα δημοφιλής στους κόλπους των επαγγελματιών διαχειριστών και αναλυτών, καθώς στην ασθενή της μορφή πρεσβεύει ότι οι παρελθούσες επιδόσεις των μετοχών δε μπορούν να συνεισφέρουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών. Με το πνεύμα αυτό απορρίπτεται όχι μόνο η ικανότητα της θεμελιώδους και της τεχνικής ανάλυσης αλλά και η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών. Αυτό συμβαίνει γιατί στην περίπτωση που κάποιος ιδιώτης επενδυτής ή

διαχειριστής είναι σε θέση να πετύχει υπερκέρδη από την ανάλυση τέτοιων δημόσιων οικονομικών πληροφοριών, τεκμαίρεται ότι διαθέτει δυνατότητα πρόβλεψης, κάτι το οποίο απορρίπτει η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.¹⁰¹

Περαιτέρω, με γνώμονα τις αρχές της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου φαίνεται ότι το σύνολο των επενδυτών δεν ακολουθεί πιστά τα κελεύσματα της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών και συμπεριφέρεται αγνοώντας ουσιαστικά την εν λόγω θεωρία, μη διαφοροποιώντας με τρόπο αποτελεσματικό το χαρτοφυλάκιό του. Αντίθετα οι επενδυτές επιδίδονται σε μια προσπάθεια διαρκούς εντοπισμού υποτιμημένων κατά την κρίση τους μετοχών, με αναπόφευκτη συνέπεια να ωθούν την αγορά παρά τη θέλησή τους προς την κατεύθυνση της αποτελεσματικότητας. Το προφανές οξύμωρο σχήμα που προκύπτει είναι το γεγονός ότι η αγορά καθίσταται αποτελεσματική μέσω της έμπρακτης άρνησης της πλειοψηφίας των επενδυτών ότι αυτή πράγματι είναι αποτελεσματική.¹⁰²

¹⁰¹ Κ. Συριόπουλος (1999) *Διεθνείς κεφαλαιαγορές – Θεωρία και Ανάλυση*, Θεσσαλονίκη: Ανικούλας, σελ. 280.

¹⁰² Ibid. σελ. 281.

Κεφάλαιο 9

ΤΟ ΖΗΤΗΜΑ ΤΗΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

9.1. Περί της καταχρηστικής Αξιοποίησης εμπιστευτικών Πληροφοριών

Ένα θέμα που έχει απασχολήσει έντονα τις διεθνείς αγορές είναι αυτό της εσωτερικής πληροφόρησης (insider trading). Με τον όρο αυτό νοείται η καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας προνομιακού χαρακτήρα στη χρηματιστηριακή αγορά. Η παράνομη συμπεριφορά έγκειται στο γεγονός ότι ο δράστης, λόγω της θέσης του, έχει χρονικό προβάδισμα γνώσης ή κατοχής της πληροφορίας. Παρά τη σχετική νομοθετική πρόβλεψη, αυτό το τυπικό οικονομικό αδίκημα εμφανίζεται συχνά στην ελληνική αγορά, πλήττοντας καίρια το κύρος και την αξιοπιστία της.

Ο προνομιακός χαρακτήρας της εμπιστευτικής πληροφορίας στοιχειοθετείται καταρχήν από το ότι αυτή δεν έχει δημοσιευθεί ούτε με άλλον τρόπο θα μπορούσε να έχει γίνει γνωστή στο κοινό. Περαιτέρω, απαιτείται να έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα, ώστε να διακρίνεται από την ανεύθυνη παραπληροφόρηση, για την οποία η ευθύνη βαρύνει τους επενδυτές που την ακολουθούν. Τέλος, η εμπιστευτική πληροφορία πρέπει να είναι σε θέση να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των αξιών στις οποίες αναφέρεται, να είναι δηλαδή οικονομικά κρίσιμη.

Η καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας θίγει άμεσα την αρχή των ίσων ευκαιριών, που οφείλει να διέπει κάθε ευνομούμενη χρηματιστηριακή αγορά και προσβάλλει άμεσα το κύρος και την αξιοπιστία της. Ταυτόχρονα πλήττεται η αρχή της διαφάνειας των συναλλαγών, η οποία διαδραματίζει πρωταρχικό ρόλο στο πλαίσιο της εξασφάλισης κλίματος εμπιστοσύνης για το επενδυτικό κοινό, που αποτελεί και το ζητούμενο για κάθε κεφαλαιαγορά.

Ένας σημαντικός αριθμός προσώπων θα μπορούσε να επωφεληθεί από την αξιοποίηση τέτοιων πληροφοριών κερδοσκοπώντας σε βάρος του επενδυτικού κοινού. Για το λόγο αυτό, τα υψηλόβαθμα στελέχη των εισηγμένων εταιρειών υποχρεούνται να ενημερώνουν το Χρηματιστήριο σε κάθε περίπτωση αγοράς ή πώλησης ορισμένου ποσοστού μετοχών από αυτά.¹⁰³ Προς την κατεύθυνση αυτή αλλοδαπές νομοθεσίες απαγορεύουν ρητά τις πωλήσεις short, δηλαδή την πώληση μετοχών, των οποίων οι πωλητές δεν είναι κάτοχοι, ώστε να αποφευχθεί η αξιοποίηση από κάποιον insider μιας δυσμενούς για την εταιρεία πληροφορίας μέσω τέτοιου τύπου πωλήσεων.

Στο ίδιο πλαίσιο, σε περίπτωση αγοράς μετοχών της εταιρείας από τα στελέχη αυτά, δεν επιτρέπεται η πώλησή τους πριν την παρέλευση ενός εύλογου χρονικού διαστήματος, το οποίο συνήθως ορίζεται σε έξι μήνες. Με τον τρόπο αυτό αποτρέπεται η καταχρηστική εκμετάλλευση μιας ευμενούς για την εταιρεία πληροφορίας μέσω της αγοράς και άμεσης πώλησης των μετοχών της. Στο χρονικό διάστημα των έξι μηνών θα έχουν αφομοιωθεί στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής πρόσθετα δεδομένα, που μπορεί να την οδηγήσουν τελικά και προς την αντίθετη

¹⁰³ ΠΔ 51/1992 «Για τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.», άρθρο 5.

κατεύθυνση και να εκλείψει έτσι το πεδίο αξιοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας.

9.2. Η αντιμετώπιση του Ζητήματος κατά το Ελληνικό Δίκαιο

Οι διατάξεις του ελληνικού δικαίου, που αναφέρονται στην καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών, εμπεριέχονται αφενός στο άρθρο 30 του Ν 1806/1988 και αφετέρου στο ΠΔ 53/1992, το οποίο έχει σκοπό την προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών προς τις διατάξεις της υπ' αριθμ. 89/592/ΕΟΚ Οδηγίας του Συμβουλίου της 13.11.1989 (Ε.Ε.Λ. 334/30, 18.11.1989) «για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά στις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών». Ειδικότερα: Το άρθρο 30 του Ν 1806/1988 προβλέπει τα εξής:

1) Με φυλάκιση τουλάχιστον τριών μηνών και χρηματική ποινή τιμωρείται όποιος, έχοντας αποκτήσει γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση με αφορμή μόνιμη ή πρόσκαιρη παροχή υπηρεσιών με οποιαδήποτε ιδιότητα προς επιχείρηση ή για επιχείρηση, χρησιμοποιεί τις πληροφορίες αυτές, είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου, και αγοράζει ή πωλεί χρηματιστηριακές αξίες των επιχειρήσεων αυτών, για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο.

2) Με την ίδια ποινή τιμωρείται όποιος αποκτά άμεσα ή έμμεσα γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση από πρόσωπα που

είχαν αποκτήσει, κατά τα οριζόμενα στην προηγούμενη παράγραφο, γνώση των πληροφοριών και τις χρησιμοποιεί εν γνώσει του γεγονότος ότι οι πληροφορίες είναι εμπιστευτικές, είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου και αγοράζει ή πωλεί χρηματιστηριακές αξίες των επιχειρήσεων αυτών, για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο.

3) Αποτελεί επιβαρυντική περίπτωση η τέλεση των πράξεων των ανωτέρω παραγράφων από πρόσωπα που απασχολούνται σε ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες, στο κεφάλαιο των οποίων μετέχουν τράπεζες, ή σε τράπεζα, μέτοχο τέτοιων εταιρειών.

Τη θεωρία έχει απασχολήσει το πρόβλημα του κύκλου των προσώπων που εμπίπτουν στις ανωτέρω διατάξεις. Είναι φανερό ότι η απαγόρευση της πρώτης παραγράφου αφορά τα μέλη του Δ.Σ., τα διευθυντικά στελέχη, τους νομικούς και οικονομικούς συμβούλους της εταιρείας, καθώς επίσης τους εργαζόμενους ανεξάρτητα από το είδος της σχέσης που τους συνδέει με την εταιρεία. Η δεύτερη παράγραφος όμως, διευρύνει τον κύκλο των προσώπων, που εμπίπτουν στην απαγόρευση αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, εντάσσοντας σε αυτόν και όσους αποκτούν γνώση των εν λόγω πληροφοριών από τα πρόσωπα της πρώτης παραγράφου και τις χρησιμοποιούν εν γνώσει του γεγονότος ότι οι πληροφορίες αυτές είναι εμπιστευτικές.

Η διεύρυνση αυτή είναι αναμφίβολα αναγκαία, αφού σε αντίθετη περίπτωση η καταστρατήγηση της απαγόρευσης θα ήταν ιδιαίτερα ευχερής μέσω τρίτων προσώπων, που δε συνδέονται με οποιαδήποτε σχέση με την εταιρεία. Όμως κρίσιμος παραμένει ο τρόπος ερμηνείας του

συγκεκριμένου εδαφίου, αφού θα μπορούσε να οδηγήσει σε υπέρμετρη και ίσως άσκοπη διεύρυνση των αξιόποινων περιπτώσεων. Στην εν λόγω απαγόρευση θα πρέπει να εμπíπτουν οι περιπτώσεις εκείνες, κατά τις οποίες το είδος της πληροφορίας αλλά και η σχέση του τρίτου προσώπου με τον πληροφοριοδότη είναι τέτοια, ώστε να προκύπτει σαφώς ζήτημα πρόθεσης γνωστοποίησης και εν συνεχεία καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών.¹⁰⁴ Με τον τρόπο αυτό διακρίνονται περιπτώσεις, κατά τις οποίες αφενός με τρόπο ακούσιο γνωστοποιείται μια πληροφορία και αφετέρου ο σύνδεσμος μεταξύ του πληροφοριοδότη και του τρίτου προσώπου είναι απομακρυσμένος σε βαθμό που να μη θεωρείται εύλογη η εφαρμογή της απαγορευτικής διάταξης.

Περαιτέρω, το ΠΔ 53/1992 έχει σκοπό την προσαρμογή της νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών προς τις διατάξεις της υπ' αριθμ. 89/592/ΕΟΚ Οδηγίας του Συμβουλίου της 13.11.1989 (Ε.Ε.Λ. 334/30, 18.11.1989) «για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά στις πράξεις προσώπων, τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών». Σκοπός της οδηγίας αυτής είναι η δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης στο επενδυτικό κοινό αναφορικά με τη λήψη όλων των αναγκαίων μέτρων για την εύρυθμη και δίκαιη λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών.

Άλλωστε, δεν υπήρχε κάποια κοινοτική ρύθμιση που να απαγορεύει τις πράξεις που διενεργούνται από κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών και μεταξύ των σχετικών ρυθμίσεων των κρατών μελών υπήρχαν αισθητές διαφορές. Όπως επίσης χαρακτηριστικά αναφέρεται στην εισαγωγή της οδηγίας, ένα από τα πιο βασικά στοιχεία για τη δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης είναι η εγγύηση που παρέχεται στους

¹⁰⁴ Μιχαλόπουλος Γ. (1991), Η Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο, Αθήνα: Σάκουλας, σελ. 42-44.

επενδυτές ότι απολαμβάνουν ίσης μεταχείρισης και ότι προστατεύονται από την παράνομη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Πιο συγκεκριμένα το ΠΔ 53/1992 προβλέπει τα ακόλουθα:

«Κατά την έννοια του παρόντος διατάγματος νοούνται ως εμπιστευτικές πληροφορίες: οι πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν γίνει γνωστές στο κοινό, έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα και αφορούν ένα ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή μια ή περισσότερες κινητές αξίες και οι οποίες αν γινόταν γνωστές στο κοινό, θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των των κινητών αξιών.

Σύμφωνα με τα άρθρα 3-8 του ΠΔ 53/1992, απαγορεύεται στα πρόσωπα τα οποία:

- λόγω της ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών, ελεγκτικών και εποπτικών οργάνων του εκδότη,
- λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη ή
- λόγω της πρόσβασης που έχουν στις πληροφορίες αυτές εξαιτίας της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους, είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών,

να αποκτούν ή να εκχωρούν, για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, είτε άμεσα είτε έμμεσα, κινητές αξίες του ή των εκδοτών, τους οποίους αφορούν οι πληροφορίες αυτές, εκμεταλλευόμενα εν γνώσει τους αυτές τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

Η ανωτέρω απαγόρευση εφαρμόζεται σε κάθε περίπτωση απόκτησης ή εκχώρησης κινητών αξιών, που γίνεται με την παρέμβαση προσώπου, το οποίο ενεργεί κατ' επάγγελμα ως ενδιάμεσος.

Απαγορεύεται στα πρόσωπα που υπόκεινται στην ανωτέρω απαγόρευση και είναι κάτοχοι εμπιστευτικής πληροφορίας:

α) να ανακοινώνουν την εμπιστευτική αυτή πληροφορία σε τρίτο, εκτός αν ενεργούν στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους, ή

β) να συνιστούν σε τρίτο, βάσει της εμπιστευτικής αυτής πληροφορίας, να αποκτήσει ή να εκχωρήσει ο ίδιος ή μέσω άλλου, κινητές αξίες, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Οι προβλεπόμενες από τα παραπάνω άρθρα απαγορεύσεις επεκτείνονται, πέραν των προσώπων που αναφέρονται στα άρθρα αυτά, και σε κάθε πρόσωπο το οποίο εν γνώσει του κατέχει μια εμπιστευτική πληροφορία, η οποία δε μπορεί να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα παρά μόνο από πρόσωπο που αναφέρεται ανωτέρω.

Αρμόδια αρχή για την εφαρμογή των διατάξεων του παρόντος είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία υποβοηθείται στο έργο της από τη Διεύθυνση Εποπτείας Χρηματιστηρίων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει όλες τις αρμοδιότητες και τις εξουσίες ελέγχου και έρευνας, που είναι απαραίτητες για την εκπλήρωση της αποστολής της, μπορεί δε να ενεργεί αυτεπαγγέλτως όταν λάβει γνώση γεγονότων που συνδέονται με την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων των παραπάνω άρθρων, εκτός των κυρώσεων που προβλέπονται στο άρθρο 30 του Ν 1806/1988, επιβάλλεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πρόστιμο ύψους τουλάχιστον δέκα εκατομμυρίων (10.000.000) δρχ. και μέχρι ενός

δισεκατομμυρίου (1.000.000.000) δρχ. ή ύψους ίσου προς το πενταπλάσιο του οφέλους που απέκόμισε ο εκμεταλλευόμενος τις εμπιστευτικές πληροφορίες.¹⁰⁵

Συγγενής με το άρθρο 3 του ΠΔ 53/1992 είναι η διάταξη του άρθρου 22^α του νόμου περί Ανωνύμων Εταιρειών 2190/1920, το οποίο προβλέπει ότι κάθε μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου υποχρεούται σε αυστηρή τήρηση των απορρήτων της επιχειρήσεως, τα οποία κατέστησαν σε αυτόν γνωστά λόγω της ιδιότητας αυτού ως συμβούλου.

Οι πληροφορίες στις οποίες αναφέρεται ο νομοθέτης πρέπει “να μην έχουν ήδη γίνει γνωστές στο κοινό”, με άλλα λόγια να μην έχουν αποτελέσει αντικείμενο είτε ανακοίνωσης της εταιρείας είτε δημοσιεύματος του οικονομικού τύπου. Η γνωστοποίησή σε περιορισμένο κύκλο προσώπων δεν αρκεί αφού στην περίπτωση αυτή δε λογίζεται πως οι επενδυτές έχουν καταστεί κοινωνοί της επίμαχης πληροφορίας και εξακολουθεί η αξιοποίηση τέτοιων πληροφοριών να θεωρείται αξιόποινη.

Ταυτόχρονα, οι εν λόγω πληροφορίες θα πρέπει “να έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα”, ώστε να διακρίνονται από τις ανυπόστατες φήμες που αν και κατακλύζουν κάθε χρηματιστηριακή αγορά, δεν καλύπτονται από τις υπό εξέταση διατάξεις νόμου και εναπόκειται στην ωριμότητα και την επενδυτική παιδεία του κοινού να τις αξιολογήσει ανάλογα. Ειδικότερα, πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια σε γεγονός τόσο σημαντικό για την πορεία των εργασιών της εταιρείας, που η πιθανή γνωστοποίησή του θα επέφερε μεταβολή της τιμής της μετοχής της εταιρείας αυτής και μάλιστα σε αισθητό βαθμό.

Με άλλα λόγια, πέρα από τον εμπιστευτικό και τον συγκεκριμένο χαρακτήρα, η εσωτερική πληροφορία θα πρέπει να συνοδεύεται από ένα

¹⁰⁵ ΠΔ 53/1992 «Για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών», άρθρα 10-11.

τέτοιο βαθμό σπουδαιότητας, ο οποίος θα ήταν ικανός να επηρεάσει ουσιωδώς την τιμή των μετοχών της εταιρείας. Αποκλείονται με τον τρόπο αυτό δηλαδή από την εφαρμογή των ανωτέρω διατάξεων πληροφορίες, που αν και αποκτήθηκαν με τον τρόπο που περιγράφεται παραπάνω και έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα ακόμη και αν γίνονταν γνωστές στο επενδυτικό κοινό δεν εκτιμάται ότι θα μπορούσαν να έχουν αντίκρουσμα στην πορεία της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά.

Περαιτέρω, η πιο πρόσφατη υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προβλέπει την υποχρέωση τήρησης απορρήτου από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών σχετικά με τα γεγονότα που δύνανται να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής τους. Ειδικότερα, το άρθρο 7 παρ. 1 της παραπάνω απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εξειδικεύει τη δεύτερη αρχή συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών σχετικά με τη διατήρηση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών που είναι κρίσιμες για ενδεχόμενη σημαντική διακύμανση της χρηματιστηριακής τους τιμής. Πιο συγκεκριμένα, η εν λόγω απόφαση ορίζει ότι κάθε εταιρεία οφείλει να λαμβάνει όλα τα απαραίτητα μέτρα και να θεσπίζει εσωτερικές διαδικασίες, προκειμένου να τηρείται ο απόρρητος χαρακτήρας του περιεχομένου των ανακοινώσεων, που προβλέπονται από την κείμενη νομοθεσία, μέχρι τη δημοσιοποίησή τους.

Επιπροσθέτως, το άρθρο 7 παρ. 2 της ανωτέρω απόφασης, προβλέπει ότι κάθε εταιρεία οφείλει να περιορίζει τον κύκλο των ανωτάτων στελεχών που λαμβάνουν μέρος στις σχετικές επίσημες ή ανεπίσημες συζητήσεις και να λαμβάνει κάθε πρόσφορο μέτρο έτσι ώστε να μη γίνεται εκμετάλλευση των εμπιστευτικών πληροφοριών κατά παράβαση του ΠΔ 53/1992. Η εταιρεία μπορεί, κατ' εξαίρεση (άρθρο 7

παρ. 3), να επεκτείνει τον κύκλο προσώπων της παραγράφου 2, όταν οι εμπιστευτικές πληροφορίες πρόκειται να γνωστοποιηθούν:

α) στους κάθε είδους συμβούλους της εταιρείας και στους συμβούλους άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων, που εμπλέκονται άμεσα στη σχετική συναλλαγή ή στο σχετικό γεγονός,

β) στα πρόσωπα, με τα οποία η εταιρεία διαπραγματεύεται ή σκοπεύει να διαπραγματευθεί τη σύναψη εμπορικής, οικονομικής ή επενδυτικής συμφωνίας, συμπεριλαμβανομένων και των συμφωνιών με αναδόχους μελλοντικών εκδόσεων κινητών αξιών της εταιρείας,

γ) στους εργαζομένους στην εταιρεία ή στους εκπροσώπους των συνδικαλιστικών φορέων τους.

Στις τρεις ανωτέρω περιπτώσεις η εταιρεία οφείλει να λαμβάνει κάθε απαραίτητο μέτρο, συμπεριλαμβανομένης και της σύναψης σχετικής σύμβασης εμπιστευτικότητας, προκειμένου οι τρίτοι, στους οποίους κοινοποιούνται κατ' εξαίρεση πληροφορίες, να είναι απολύτως ενήμεροι για τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των πληροφοριών αυτών καθώς και για την απαγόρευση εκμετάλλευσής τους σύμφωνα με τις διατάξεις του ΠΔ 53/1992. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του άρθρου 8, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις¹⁰⁶ που προβλέπονται από το άρθρο 11 του ΠΔ 53/1992, σύμφωνα με την περίπτωση δ' της παρ. 4 του άρθρου 1 του Ν 2836/2000.

¹⁰⁶ Δηλαδή πρόστιμο ύψους τουλάχιστον δέκα εκατομμυρίων (10.000.000) δραχμών και μέχρι ενός δισεκατομμυρίου (1.000.000.000) δραχμών ή ύψους ίσου προς το πενταπλάσιο του οφέλους που απεκόμισε ο εκμεταλλευόμενος τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

Συναφείς με τις διατάξεις που σχετίζονται με το υπό εξέταση ζήτημα είναι και όσες αφορούν την προστασία του επενδυτικού κοινού από παραπλανητικές πληροφορίες σχετικά με μετοχές εισηγμένων εταιρειών. Το ενδιαφέρον του νομοθέτη δεν εστιάζεται εδώ στο ενδεχόμενο της κερδοσκοπίας βάσει της αξιοποίησης των πληροφοριών, αλλά στις συνέπειες που μπορεί να έχει σε βάρος του κοινού η διάδοση λανθασμένων πληροφοριών.¹⁰⁷ Οι πιο σημαντικές από τις διατάξεις αυτές είναι:

Α) Το άρθρο 34 του Ν 3632/1928, που προβλέπει την τιμωρία όποιου:

α) Με σκοπό αθέμιτης ωφέλειας εν γνώσει του μεταχειρίζεται μέσα επιτήδεια προς παραπλάνηση του κοινού χάριν επηρεασμού των τιμών του χρηματιστηρίου,

β) Με σκοπό αθέμιτης ωφέλειας εν γνώσει του ενεργεί ανακριβείς δηλώσεις μέσω των εφημερίδων ή δημοσιευμάτων, επιδιώκοντας τη δημόσια εγγραφή, αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων.

Β) Το άρθρο 56 του νόμου περί Ανωνύμων Εταιρειών 2190/1920, που προβλέπει την τιμωρία με φυλάκιση και με χρηματική ποινή κάθε ιδρυτή, μέλους του Δ.Σ. ή διευθυντή ανωνύμου εταιρείας, ο οποίος για να προκαλέσει εγγραφές μετοχών ή για να επηρεάσει την χρηματιστηριακή τιμή αυτών πραγματοποιεί εν γνώσει του ψευδείς δηλώσεις προς το κοινό,

¹⁰⁷ Μιχαλόπουλος Γ. (1991) Η Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο, Αθήνα: Σάκκουλας, σελ. 60-61.

που αφορούν κάθε γεγονός, που ασκεί ουσιώδη επιρροή επί των εταιρικών υποθέσεων και αποσκοπεί στην παγίδευση του κοινού.

Γ) Το άρθρο 406 του Ποινικού Κώδικα που προβλέπει ότι: “Όποιος από πλεονεξία εκμεταλλεύεται την απειρία κάποιου άλλου παραπλανώντας τον σε χρηματιστηριακές κερδοσκοπικές πράξεις, οι οποίες δεν ανήκουν στον κύκλο των εργασιών εκείνου που παραπλανάται και είναι προφανώς δυσανάλογες προς την περιουσία του και μπορούν εξαιτίας αυτού του γεγονότος να επιφέρουν ή να επιταχύνουν την οικονομική καταστροφή του τιμωρείται με φυλάκιση μέχρι δύο ετών”.

9.3. Περαιτέρω Προβληματισμοί επί των νομοθετικών Ρυθμίσεων

Το ΠΔ 53/1992 σε συνδυασμό με το Ν 1806/88 ως θεσμικό πλαίσιο εισάγει κανόνες προεχόντως δημοσίου συμφέροντος. Αναπόφευκτα οι εν λόγω κανόνες δικαίου είναι γενικοί προκειμένου να επιτυγχάνεται η διασφάλιση του επιδιωκόμενου σκοπού. Η γενικότητα αυτή επιβάλλει, από την άλλη πλευρά, την προσεκτική εφαρμογή και εξατομίκευση χωρίς να συγχωρείται άκριτη εφαρμογή ή αναιτιολόγητη και αναπόδεικτη «ενοχοποίηση», αφού κάτι τέτοιο θα είχε ως συνέπεια τη μη νόμιμη διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής των σχετικών διατάξεων στον ευαίσθητο χώρο του Χρηματιστηρίου με κίνδυνο, σε ακραίες περιπτώσεις, να εγκαλούνται ανύποπτοι συναλλασσόμενοι. Η αδήριτη ανάγκη της περιοριστικής και προσεκτικής εφαρμογής των συγκεκριμένων διατάξεων ενισχύεται και από το γεγονός ότι οι υπό εξέταση παραβατική συμπεριφορά περί της καταχρηστικής αξιοποίησης

εμπιστευτικών πληροφοριών εμπεριέχει το στοιχείο μιας ιδιαίτερα απαξιωτικής συμπεριφοράς.

Η γραμματική ερμηνεία του δικαίου δεν είναι δυνατό σε ορισμένες περιπτώσεις να αποδώσει ευθέως το πνεύμα του νομοθέτη, με δεδομένη την αδυναμία αναλυτικών αναφορών και την ανάγκη αφαιρετικού χαρακτήρα στη διατύπωση της διάταξης. Ειδικότερα, η χρήση του όρου «εμπιστευτική» για το χαρακτηρισμό της υπό εξέταση πληροφορίας, θα μπορούσαμε να ισχυρισθούμε ότι δεν είναι πρόσφορη, δεδομένου ότι δεν απαιτείται η πληροφορία να είναι εμπιστευτική με τη στενή έννοια του όρου. Κάθε πληροφορία, που είναι κρίσιμη για την πορεία μιας εισηγμένης εταιρείας και περιέρχεται στη γνώση των στελεχών της στα πλαίσια της άσκησης των καθηκόντων τους, εμπίπτει στις απαγορευτικές διατάξεις των ανωτέρω νομοθετημάτων, εφόσον βέβαια δεν έχει με οποιοδήποτε τρόπο δημοσιοποιηθεί.

Ένα ακόμη σημείο, που μπορεί να εγείρει αμφιβολίες, είναι ο αριθμός των προσώπων που θα πρέπει να έχουν λάβει γνώση της πληροφορίας, ώστε αυτή να απολέσει το χαρακτήρα της ως εμπιστευτικής. Είναι φανερό ότι αυτός χάνεται όταν η πληροφορία με οποιοδήποτε τρόπο περιέλθει στη γνώση του επενδυτικού κοινού. Ο τρόπος αυτός μπορεί να είναι είτε ανακοίνωση της ίδιας της εταιρείας, είτε σχετική αναφορά στα μαζικά μέσα ενημέρωσης. Όταν όμως η εν λόγω πληροφορία γνωστοποιηθεί όχι στο ευρύ κοινό αλλά στον επαγγελματικό χώρο του κατόχου της ή σε χρηματιστηριακούς κύκλους, δεν θεωρείται ότι έχει πάψει να έχει εμπιστευτικό χαρακτήρα και δε μεταβάλλεται η νομική της αντιμετώπιση.

Έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι μια οικονομική πληροφορία πρέπει να έχει γίνει γνωστή σε ένα κύκλο επενδυτών τόσο ευρύ, ώστε οι πράξεις που θα διενεργηθούν από αυτούς να είναι ικανές να καταργήσουν τον

προνομιακό της χαρακτήρα.¹⁰⁸ Επίσης, η υπό εξέταση πληροφορία θα πρέπει να έχει τέτοια βαρύτητα, ώστε να είναι ικανή να προκαλέσει αισθητή μεταβολή στην τιμή της μετοχής εάν γινόταν γνωστή στο επενδυτικό κοινό. Με άλλα λόγια, η πληροφορία πρέπει να έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα και να μην είναι αόριστη ή να συνιστά μια ανυπόστατη φήμη.

Παράλληλα, χρησιμοποιείται στη θεωρία κατά κόρον ο όρος “εσωτερική πληροφόρηση”, υποδηλώνοντας σύμφωνα με την κρατούσα ερμηνεία, τις πληροφορίες που προέρχονται από το εσωτερικό της ίδιας της εισηγμένης εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό όμως, δεν καλύπτονται από τις απαγορευτικές διατάξεις κρίσιμες για την πορεία της εταιρείας πληροφορίες, για τις οποίες λαμβάνουν γνώση πρόσωπα στα πλαίσια της άσκησης των καθηκόντων τους στο χώρο της κεφαλαιαγοράς. Η καταχρηστική αξιοποίηση τέτοιου είδους πληροφοριών μπορεί να αποφέρει σημαντικό όφελος στους κατόχους της, με αποτέλεσμα να μην ικανοποιείται ο βασικός σκοπός του νομοθέτη.

Για το λόγο αυτό απαιτείται η διασταλτική ερμηνεία του όρου, ούτως ώστε να περιλαμβάνει κάθε κρίσιμη για την εισηγμένη εταιρεία πληροφορία, η οποία θα μπορούσε να καταστεί αντικείμενο καταχρηστικής αξιοποίησης, είτε αυτή προέρχεται από το εσωτερικό της εταιρείας με τη στενή έννοια, είτε όχι. Αυτός είναι ο τρόπος να αποφευχθεί η καταστρατήγηση των παραπάνω διατάξεων, η επίτευξη δηλαδή του παράνομου αποτελέσματος, που προβλέπει η νομοθεσία, με νόμιμο τρόπο.

Είναι φανερό ότι ο παράνομος χαρακτήρας στοιχειοθετείται όταν κάποιο από τα πρόσωπα, που αναφέρονται στις σχετικές διατάξεις,

¹⁰⁸ Μούζουλας Σ. (1996) *Η Εσωτερική Πληροφορία*, Αθήνα: ΕπισκεΔ, σελ. 572.

“αξιοποιήσει” την επίμαχη πληροφορία προβαίνοντας σε αγοραπωλησία των αντίστοιχων μετοχών. Η καταπολέμηση του φαινομένου αυτού επιβάλλεται από την αρχή των ίσων ευκαιριών, που πρέπει να διέπει την χρηματιστηριακή αγορά, αλλά και από την ανάγκη τήρησης του κανόνα γνήσιας προσφοράς και ζήτησης, που παραβιάζεται ευθέως στην περίπτωση κερδοσκοπίας βάσει εσωτερικής πληροφόρησης. Κατά συνέπεια ο κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών οφείλει να απέχει από οποιαδήποτε επενδυτική κίνηση, η οποία θα συνιστούσε καταχρηστική αξιοποίηση των πληροφοριών αυτών για λογαριασμό του ιδίου ή τρίτου.

Ένα ακόμη ζήτημα, που έχει απασχολήσει τη θεωρία, έχει να κάνει με το αν απαιτείται για την πλήρωση της αντικειμενικής υπόστασης του αδικήματος η πραγματοποίηση περιουσιακού οφέλους ή η πρόκληση ζημιάς. Ο νόμος κάνει σαφώς λόγο για “σημαντικό περιουσιακό όφελος” ή “σημαντική περιουσιακή ζημιά”, που προκαλείται από τη συμπεριφορά του insider.¹⁰⁹ Σκοπός των νομοθετημάτων αυτών όμως είναι η διασφάλιση της ισότητας των ευκαιριών στη χρηματιστηριακή αγορά και όχι η καταπολέμηση της κερδοσκοπίας καθεαυτής.

Είναι πιθανόν άλλωστε, παρά την αθέμιτη αξιοποίηση μιας εσωτερικής πληροφορίας να μην επιτευχθεί τελικά περιουσιακό όφελος, εάν για παράδειγμα αγοράσει μεν ο insider μετοχές πριν την επίμαχη γνωστοποίηση, αλλά στη συνέχεια δεν ρευστοποιήσει και σε συνδυασμό με πτώση των τιμών απολέσει τη δυνατότητα πραγματοποίησης κέρδους. Επίσης είναι δυνατόν παρά τη δράση των insiders το ευρύ κοινό να μην ζημιωθεί σε περίπτωση που εξαιτίας εξωγενών παραγόντων, που αφορούν το σύνολο της αγοράς και συμπαρασύρουν και τη συγκεκριμένη μετοχή,

¹⁰⁹ Μιχαλόπουλος Γ. (1991) Η Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο, Αθήνα: Σάκκουλας, σελ. 57.

η τιμή κινηθεί προς την αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν που προσδοκούσαν οι insiders.

Θα ήταν άτοπη η απαλλαγή των παραβατών από κάθε ευθύνη, επειδή ένα τυχαίο γεγονός δεν τους επέτρεψε να μετουσιώσουν το αδίκημά τους σε περιουσιακό όφελος. Η απαξία της συμπεριφοράς τους, που θίγει άμεσα το κύρος και την αξιοπιστία της αγοράς, δεν θα πρέπει να μην τιμωρηθεί. Δεν πρέπει να λησμονείται άλλωστε και ο παιδευτικός χαρακτήρας κάθε ποινής που επιβάλλεται, ο οποίος πέρα από τον κολασμό ενός εκάστου ενόχου, στοχεύει στον παραδειγματισμό του κοινωνικού συνόλου προς αποφυγή παρόμοιων συμπεριφορών.

Σε μια αγορά όπως η ελληνική με την ιδιοσυγκρασία που αυτή εμφανίζει, η παραδειγματική δίωξη κάθε αποδεδειγμένης καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικής πληροφορίας είναι επιβεβλημένη. Λαμβάνοντας υπ' όψη τα πολυάριθμα κρούσματα τέτοιου είδους παραβάσεων και με γνώμονα τη δίκαιη και εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, θα πρέπει να διώκεται κάθε περίπτωση καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικής πληροφορίας, ανεξαρτήτως του περιουσιακού οφέλους ή ενδεχομένως της ζημιάς που αυτή προκάλεσε.

9.4. Η αντίθετη Άποψη του H. Manne

Η συντριπτική πλειοψηφία των θεωρητικών της νομικής επιστήμης συμφωνεί με τον κολασμό της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών. Αξιοσημείωτη είναι η διαφωνία επί του θέματος αυτού, του αμερικανού καθηγητή H. Manne, ο οποίος θεωρεί ότι οι κανόνες που αναφέρονται σε συναλλαγές βασιζόμενες σε εσωτερική πληροφόρηση μόνο στα πλαίσια της έννομης προστασίας των επενδυτών πρέπει να

εξεταστούν, αφού η παρέμβαση των insiders δεν αλλοιώνει το μηχανισμό δίκαιης διαμόρφωσης των τιμών στη χρηματιστηριακή αγορά.

Ειδικότερα, ακολουθώντας την καθαρά οικονομική προβληματική του ζητήματος, υποστηρίζει ότι ακόμη και αυτές οι συναλλαγές δεν παύουν να συμβάλλουν στην λειτουργία του μηχανισμού των τιμών, αφού η πραγματοποίησή τους οδηγεί τις τιμές προς την κατεύθυνση που θα πορεύονταν αν η εν λόγω πληροφορία είχε γνωστοποιηθεί.¹¹⁰ Η προσέγγιση αυτή πάσχει, δεδομένου ότι η τιμή θα οδηγηθεί μεν προς τη σωστή κατεύθυνση, αλλά από αυτούς που προνομιακά και καταχρηστικά αξιοποίησαν την εμπιστευτική πληροφορία αποκομίζοντας οι ίδιοι σημαντικό οικονομικό όφελος και όχι βάσει του νόμου γνήσιας προσφοράς και ζήτησης.

Επίσης, υποστηρίζει ότι οι επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα δεν πλήττονται αφού διακρατούν ούτως ή άλλως τις μετοχές τους, ενώ αντίθετα από τις διακυμάνσεις που θα προκληθούν λόγω της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών ζημιώνονται οι κερδοσκόποι, που κινούνται με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Η προσέγγιση αυτή όμως, παραγνωρίζει το αναμφισβήτητο γεγονός ότι το δίκαιο δε δύναται να κάνει διακρίσεις μεταξύ των επενδυτών ανάλογα με την επιθετική ή μη επενδυτική τους συμπεριφορά.

Μια ακόμη δικαιολογητική βάση της άποψής του βρίσκει ο Manne στην αναγκαιότητα ύπαρξης μιας πρόσθετης ανταμοιβής και ενός περαιτέρω κινήτρου για τα στελέχη των εταιρειών, τα οποία αξιοποιώντας την εσωτερική πληροφόρηση επιτυγχάνουν κέρδος ή αποφεύγουν ζημιά

¹¹⁰ Manne H. (1966) *In Defense of the Insider Trading*, 44 *Harvard Business Review*, p.113.

ανταμοιβόμενα με τον τρόπο αυτό για τις υπηρεσίες τους.¹¹¹ Αλλά και το επιχείρημα αυτό δεν μπορεί να ευσταθεί, αφού ακόμη και αν γίνει δεκτή η ακραία προσέγγιση ότι ορισμένοι παράγοντες της εταιρείας θα “δικαιούνται” να αξιοποιήσουν προς όφελός τους εμπιστευτικές πληροφορίες, θα ήταν εξαιρετικά δυσχερές να οριοθετηθεί ο κύκλος των προσώπων αυτών και ο κανόνας θα παρέμενε η κερδοσκοπία σε βάρος του επενδυτικού κοινού.

Ο Manne περαιτέρω υποστήριξε ότι η χρησιμοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών μπορεί να έχει ακόμη και θετική επιδράση στη χρηματιστηριακή αγορά. Καταρχήν επωφελούνται οι πωλητές που πετυχαίνουν καλύτερη τιμή πώλησης λόγω των εντολών αγοράς που προέρχονται από τους insiders, όταν η εσωτερική πληροφόρηση είναι ευνοϊκή για την εταιρεία. Θεωρεί επίσης ο Manne ότι με την παρέμβαση των insiders οι τιμές των μετοχών προσεγγίζουν τη δίκαιη αποτίμησή τους.¹¹² Σε περίπτωση όμως δυσμενών για την εταιρεία εμπιστευτικών πληροφοριών, το χρονικό προβάδισμα των insiders ζημιώνει ευθέως το ευρύ επενδυτικό κοινό. Δε νοείται άλλωστε κατ’ ουδένα τρόπο να αναγνωρισθεί ο ρόλος των insiders ως ρυθμιστών της χρηματιστηριακής αγοράς.

9.5. Μια διαφορετική Προσέγγιση του Ζητήματος

Εκτός από την ανατρεπτική ομολογουμένως τοποθέτηση του καθηγητή Η. Manne, έχουν διατυπωθεί και από άλλους θεωρητικούς

¹¹¹ Manne H. (1967) *Insider Trading and the Legislative Process*, 35 *G. Washington Law Review*, p. 473.

¹¹² Μιχαλόπουλος Γ. (1991) *Η Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο*, Αθήνα: Σάκκουλας, σελ 37.

επιφυλάξεις για τον τρόπο αντιμετώπισης του ζητήματος της εσωτερικής πληροφόρησης. Πιο συγκεκριμένα, έχει υποστηριχθεί από τον Grossman, ότι τα διευθυντικά στελέχη των εισηγμένων εταιρειών οφείλουν να παρέχουν πλήρη πληροφόρηση για τα τεκταινόμενα στην επιχείρηση, γιατί σε αντίθετη περίπτωση οι επενδυτές θα εκλάβουν την αποσιώπηση στοιχείων από την πλευρά τους ως ένδειξη αδυναμίας της εταιρείας και επιθυμίας συγκάλυψης ενδεχομένως αρνητικών ειδήσεων. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να θεωρήσουν την παρεχόμενη ενημέρωση ως ανεπαρκή και να αποκομίσουν μια εικόνα για την εταιρεία κατώτερη της πραγματικής, παρερμηνεύοντας τη μη κοινοποίηση πληροφοριών που οφείλεται αποκλειστικά στις δεσμεύσεις που επιβάλλει η νομοθεσία περί εσωτερικής πληροφόρησης.¹¹³

Με ανάλογο πνεύμα, έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι το επενδυτικό κοινό θεωρεί πως τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών σε περίπτωση που έχουν στη διάθεσή τους ευμενή στοιχεία για την πορεία της εταιρείας προβαίνουν άμεσα στη γνωστοποίησή τους, ενώ σε αντίθετη περίπτωση καθυστερούν τη δημοσιοποίησή τους ή και αποσιωπούν δυσμενείς για την εταιρεία εξελίξεις. Κατά συνέπεια η κατά γράμμα τήρηση των διατάξεων περί μη γνωστοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, θα μπορούσε κατά την άποψη αυτή να εκληφθεί λανθασμένα από τους επενδυτές και να αποβεί επιζήμια για την εταιρεία.¹¹⁴

¹¹³ Grossman (1981) *Disclosure Laws and Take-Over Bids*, *Journal of Finance*, May 1980, pp. 323-334.

¹¹⁴ Αποστόλου Α. (1993) Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Εταιρειών και Ποιότητα Πληροφόρησης στην Ελλάδα, Αθήνα: Διδακτορική Διατριβή, σελ.46.

9.6. Προτάσεις για τη Βελτίωση της παρεχόμενης Προστασίας

Παρά τα βήματα προόδου που έχουν σημειωθεί, τα περιθώρια αποτελεσματικότερης και ουσιαστικότερης προστασίας του επενδυτικού κοινού είναι αισθητά. Ερεθίσματα μπορεί να λάβει η ελληνική νομοθεσία από αντίστοιχες διατάξεις νόμων προηγμένων αγορών, που κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν παρόμοια ζητήματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι περιορισμοί που θεσπίζονται για τα στελέχη εισηγμένων εταιρειών, όσον αφορά στις αγοραπωλησίες που αυτά δικαιούνται να διενεργούν.

Ένα μέτρο που εφαρμόζεται όπως προαναφέρθηκε σε αλλοδαπές χρηματιστηριακές αγορές είναι αυτό της απαγόρευσης πωλήσεων short για τα στελέχη εισηγμένων εταιρειών (πρόκειται για τις λεγόμενες «ανοικτές» πωλήσεις, δηλαδή τις πωλήσεις μετοχών που δεν έχει ο πωλητής στην κατοχή του). Με τον τρόπο αυτό δυσχεραίνεται, έστω μερικώς, η αθέμιτη αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών από τα στελέχη των εταιρειών αυτών, αφού σε περίπτωση που λάβουν γνώση δυσμενών για την εταιρεία ειδήσεων δεν μπορούν να τις εκμεταλλευτούν προβαίνοντας σε ανοικτές πωλήσεις και η μόνη εναλλακτική οδός είναι η πώληση μετοχών που ήδη κατέχουν.

Κατ' αναλογία, θα πρέπει και στην περίπτωση ευνοϊκών για την εταιρεία ειδήσεων να μεθοδευτούν από το δίκαιο αντίστοιχοι περιορισμοί για τα στελέχη των εισηγμένων εταιρειών με σκοπό την αποτροπή επίτευξης παράνομου οφέλους. Ο πιο αποτελεσματικός τρόπος θα ήταν η θέσπιση της υποχρεωτικής διακράτησης των μετοχών της εταιρείας τους, τις οποίες αγοράζουν, για ένα χρονικό διάστημα τέτοιο, ώστε να αποδυναμώνει κάθε πιθανότητα αθέμιτης αξιοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας από τον παραβάτη. Νομοθεσίες αλλοδαπών κεφαλαιαγορών

έχουν ορίσει το χρόνο της υποχρεωτικής διακράτησης των μετοχών σε έξι μήνες από την ημερομηνία αγοράς, χρονικό διάστημα εύλογο για να ικανοποιήσει το σκοπό του νομοθέτη.

Ειδικότερα, μετά την παρέλευση του χρονικού διαστήματος που θα ορισθεί, η αθέμιτη αξιοποίηση της πληροφορίας καθίσταται δυσχερής και αμφίβολη, δεδομένου ότι θα έχει μεσολαβήσει χρόνος ικανός, ώστε να σημειωθούν οι αναμενόμενες αυξομειώσεις στην τιμή της υπό εξέταση μετοχής, σχετιζόμενες τόσο με το γενικό κλίμα της αγοράς όσο και με άλλες πληροφορίες για την εν λόγω εταιρεία, ανεξάρτητες από τις εμπιστευτικές, οι οποίες είναι πιθανό να οδηγήσουν την τιμή της εν λόγω μετοχής ακόμη και προς την αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν που ο insider προσδοκούσε. Είναι φυσικό όσο απομακρύνεται χρονικά η διενέργεια της αγοράς μετοχών βάσει καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικής πληροφορίας από τη χρονική στιγμή πραγματοποίησης του κέρδους με την αντίστοιχη πώληση, να αποδυναμώνεται αποφασιστικά το ενδεχόμενο ιδιαίτερα επικερδούς αξιοποίησής της.

Στα πλαίσια της προσπάθειας περιορισμού των περιπτώσεων αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, σύμφωνα με τα ισχύοντα στην πλειοψηφία των αλλοδαπών νομοθεσιών, απαγορεύεται στα στελέχη δικηγορικών εταιρειών, τα οποία διενήργησαν νομικό έλεγχο (Legal Due Diligence) κατά τη διαδικασία δημόσιας εγγραφής για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο των μετοχών μιας εταιρείας, να αποκτήσουν κινητές αξίες του συγκεκριμένου εκδότη εντός διαστήματος έξι μηνών από την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση.¹¹⁵ Με το ίδιο σκεπτικό θα ήταν χρήσιμη η επιβολή αντίστοιχων περιοριστικών διατάξεων και στο ελληνικό δίκαιο για τα στελέχη κυρίως λογιστικών και δικηγορικών

¹¹⁵ Ζέρει Ι. (1999) «*Νομικός έλεγχος και εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α.*», Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικόλογων, Νοέμβριος 1999.

εταιρειών, που όπως είναι φυσικό στα πλαίσια των καθηκόντων τους λαμβάνουν γνώση ιδιαίτερα κρίσιμων για μια εισηγμένη εταιρεία στοιχείων.

Η συζήτηση γύρω από το πρόβλημα της εσωτερικής πληροφόρησης έχει να κάνει με το χρονικό προβάδισμα, που αξιοποιεί ο παραβάτης insider σε βάρος του επενδυτικού κοινού. Δεδομένου ότι η πλειοψηφία των θεμάτων, τα οποία αφορά η εσωτερική πληροφόρηση αναφέρονται στην πορεία των εργασιών της εταιρείας, τα διανεμόμενα κέρδη, τις επιχειρηματικές συνεργασίες και τις κινήσεις των μεγαλομετόχων της εταιρείας, είναι εφικτός ο μετριασμός του εν δυνάμει πεδίου δράσης των insiders. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την υποχρέωση των εταιρειών να προβαίνουν συχνότερα και πιο εμπειριστατωμένα σε ανακοινώσεις που αφορούν τα ανωτέρω ζητήματα.

Η υποχρεωτική από το νόμο οικονομική ενημέρωση με τη δημοσίευση του ισολογισμού, του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως, του πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων και του προσαρτήματος,¹¹⁶ καλύπτει κατά το τυπικό σκέλος την ανάγκη ενημέρωσης του κοινού. Στο μεσοδιάστημα όμως, οι επενδυτές στηρίζονται ως επί το πλείστον σε επισφαλούς αξιοπιστίας πληροφορίες. Οι εταιρείες από την πλευρά τους προβαίνουν σε επιβεβαίωση ή διάψευση ανακριβών δημοσιευμάτων σε λίγες αναλογικά περιπτώσεις και με ελεγχόμενη επιλεκτικότητα.

Η καθιέρωση της υποχρέωσης των εταιρειών να δημοσιοποιούν το συντομότερο δυνατό κάθε πληροφορία που αφορά ουσιωδώς την πορεία των εργασιών της και μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την τιμή της μετοχής της, ήταν επιβεβλημένη και θεσπίστηκε με την υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το μέτρο

¹¹⁶ Ν 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» Άρθρο 42^α.

αυτό ασφαλώς δεν είναι δυνατό να καταπολεμήσει εξ' ολοκλήρου το πρόβλημα της εσωτερικής πληροφόρησης, είναι σε θέση όμως να περιορίσει σε ουσιαστικό βαθμό το πεδίο δράσης των επίδοξων insiders.

Κεφάλαιο 10

ΜΟΝΤΕΛΟ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Η προηγηθείσα ανάλυση κατέστησε σαφές ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζει ακόμη και σήμερα ορισμένες εμφανείς αδυναμίες στη λειτουργία της, οι οποίες πηγάζουν από ποικίλα αίτια. Πρωταρχικής σημασίας είναι η ανεπάρκεια αξιόπιστης οικονομικής πληροφόρησης η οποία παραβιάζει την αρχή των ίσων ευκαιριών που αποτελεί τη βάση κάθε σωστά οργανωμένης αγοράς. Η σημασία της ίσης μεταχείρισης απέναντι στο δικαίωμα των επενδυτών για οικονομική πληροφόρηση καταδεικνύεται επίσης μέσα από το έργο του βραβευμένου με το Νόμπελ οικονομικών για το έτος 2001 George Akerlof. Στο άρθρο του «The Market for “Lemons”», μελετά την επίδραση της «ασύμμετρης» πληροφόρησης σε μια αγορά, όταν δηλαδή ένα από τα δύο μέρη, ο αγοραστής ή ο πωλητής, έχει πληρέστερη πληροφόρηση από το άλλο.

Η έγκυρη οικονομική πληροφόρηση, αν και τυγχάνει ο καθοριστικότερος παράγων επηρεασμού των αποφάσεων των επενδυτών, δεν έχει διασφαλισθεί στο βαθμό που θα έπρεπε. Το μοντέλο ολοκληρωμένης οικονομικής πληροφόρησης που θα πρέπει να εφαρμοσθεί και στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά οφείλει να διέπεται από μια σειρά ποιοτικών χαρακτηριστικών, προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος της εύρυθμης και αξιόπιστης λειτουργίας της αγοράς. Η υιοθέτηση του μοντέλου αυτού απώτερο στόχο έχει την προστασία των επενδυτών, η οικονομική διάσταση της οποίας συναρτάται άμεσα με την θεωρία της αποτελεσματικότητας των χρηματιστηριακών αγορών

(efficiency of financial markets), που αποτελεί ταυτόχρονα μια από τις αμφιλεγόμενες έννοιες στο χώρο των επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα, η θεωρία αυτή πρεσβεύει το ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν ουσιαστικά το σύνολο των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες στην αγορά, καθώς ένα σύστημα “αόρατων δυνάμεων” μεταφέρει στην αγορά με ακρίβεια και ταχύτητα κάθε πληροφορία σχετική με τις μετοχές με αποτέλεσμα αυτές να ενσωματώνονται στην τιμή τους. Η αποτελεσματικότητα της αγοράς στηρίζεται στην υπόθεση ότι υφίσταται ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικά σκεπτόμενων αγοραστών και πωλητών στην αγορά και είναι παρεμφερής με την αρχή του τέλειου ανταγωνισμού στα οικονομικά.¹¹⁷ Απόρροια της αρχής αυτής άλλωστε είναι και η υποχρέωση που επιβάλλει ο νομοθέτης σε κάθε εισηγμένη εταιρεία να εμφανίζει ικανό βαθμό διασποράς των μετοχών της.

Το ιδανικό μοντέλο οικονομικής πληροφόρησης δε θα μπορούσε να παραγνωρίζει την αλληλεπίδραση που υφίσταται μεταξύ των οικονομικών και άλλων επιστημών, με ιδιαίτερη έμφαση την ψυχολογία, όπως αναλύθηκε στο δεύτερο κεφάλαιο. Είναι άξιο προσοχής άλλωστε το γεγονός ότι ακόμη και ο βραβευθείς από τη Σουηδική Ακαδημία με το Νόμπελ οικονομικών για το έτος 2001 George Akerlof, περισσότερο από οποιονδήποτε άλλον στο χώρο της οικονομικής επιστήμης εργάστηκε για να αποδείξει το βαθμό κατά τον οποίο οι θέσεις της κοινωνιολογίας της ανθρωπολογίας και της ψυχολογίας μπορούν να εμπλουτίσουν αυτές της οικονομικής επιστήμης.¹¹⁸ Για το λόγο αυτό θεωρείται ο πιο ευρηματικός εφαρμοστής των θέσεων άλλων επιστημών στα οικονομικά, μια ιδέα που τα τελευταία χρόνια φαίνεται να βρίσκει πρόσφορο έδαφος στην

¹¹⁷ Mandell L. (1992) *Investments*, New York: Macmillan Publishing Company, p. 495.

¹¹⁸ Akerlof G. (1994) *An economic theorist's book of tales*, Cambridge University Press.

οικονομική θεωρία, δεδομένου ότι πράγματι η αλληλεπίδραση των επιστημών αυτών, με ιδιαίτερη έμφαση ασφαλώς στην ψυχολογία, είναι αδιαμφισβήτητη.

Η ολοκληρωμένη οικονομική ενημέρωση είναι αναπόσπαστα συνδεδεμένη με την οικονομική πληροφόρηση που παρέχεται με κάθε τρόπο από τις ίδιες τις εισηγμένες εταιρείες. Καταρχήν η παρεχόμενη μέσω των οικονομικών καταστάσεων ενημέρωση επιτελεί ένα ρόλο με διττή σημασία. Αφ' ενός καλείται να πιστοποιήσει και να εγγυηθεί την ακρίβεια των στοιχείων που δημοσιεύονται και αφ' ετέρου λειτουργεί ως θεμελιακής σημασίας κριτήριο βάσει του οποίου μπορούν να θεμελιωθούν επενδυτικές προβλέψεις. Με δεδομένη τη σπουδαιότητα και την πολυδιάστατη σημασία της οικονομικής πληροφόρησης, την αυξανόμενη αυτή ανάγκη πληρέστερης ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού έχει κληθεί να ικανοποιήσει ο έλληνας νομοθέτης με σειρά διατάξεων, που κινούνται προς την κατεύθυνση αυτή. Πρωταρχικής σημασίας είναι η νομοθετική πρόβλεψη για την εξασφάλιση οικονομικής ενημέρωσης μέσω των ετησίων λογαριασμών, που οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιεύουν σε τακτά διαστήματα.

Η ποιότητα της παρεχόμενης πληροφόρησης μέσω των οικονομικών καταστάσεων έχει θεμελιώδη σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς αφού είναι εκείνη που επηρεάζει και κατευθύνει τις αποφάσεις των επενδυτών. Στο σημείο αυτό παρατηρείται μια αισθητή αδυναμία της ελληνικής αγοράς, που αποτελεί ταυτόχρονα ένα μείζον πρόβλημα και σε διεθνές επίπεδο, καθώς τα περιθώρια παραληροφόρησης του κοινού είναι σημαντικά. Πιο συγκεκριμένα, η πλειοψηφία των επενδυτών δεν είναι εξοικειωμένη με την επεξεργασία των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών, που περιλαμβάνονται στις

λογιστικές καταστάσεις ή στον ετήσιο απολογισμό χρήσης, με συνέπεια να αδυνατεί να τα κατανοήσει επαρκώς.

Πέρα από την τυπική υποχρέωση ενημέρωσης, που ικανοποιείται από τη σύνταξη και δημοσίευση των ετήσιων λογαριασμών κατά τις διατάξεις του Ν 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών, κάθε εταιρεία δικαιούται να προβαίνει οικειοθελώς σε ανακοινώσεις σχετικά με την πορεία των εργασιών της με σκοπό την πληρέστερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Η υποχρέωση δημοσιότητας των οικονομικών πληροφοριών για να εκπληρώνει όχι μόνο τον τυπικό αλλά και τον ουσιαστικό της σκοπό θα έπρεπε να απευθύνεται άμεσα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, που αποτελεί άλλωστε την πλειοψηφία των μετόχων των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Κρίνεται αναγκαία λοιπόν η επαρκέστερη ενημέρωση του κοινού από την ίδια την εταιρεία. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί σε κάποιο βαθμό με τον εμπλουτισμό της υποχρεωτικής από την πλευρά των εταιρειών ενημέρωσης με ανακοινώσεις για την πορεία των εργασιών της εταιρείας, τις συνεργασίες της και τον στρατηγικό της σχεδιασμό, που θα απευθύνονταν με αμεσότητα και σαφήνεια στο σύνολο των επενδυτών, οι οποίοι αποτελούν άλλωστε σε σημαντικό βαθμό και τους οικονομικούς αιμοδότες των εταιρειών αυτών. Η τακτική αυτή θα στερούσε, εν μέρει έστω, τη σημασία κάθε προσπάθειας παραπληροφόρησης του κοινού για τα συμβαίνοντα στην εταιρεία.

Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί παράλληλα με τον εμπλουτισμό της υποχρεωτικής από την πλευρά των εταιρειών ενημέρωσης, με ανακοινώσεις για την πορεία της εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό θα δινόταν έγκαιρα και υπεύθυνα απάντηση σε όσες ανυπόστατες ειδήσεις βλέπουν κατά καιρούς το φως της δημοσιότητας παρασύροντας τους επενδυτές. Η τακτική αυτή κρίνεται αναγκαία ώστε να αντιμετωπίζονται

φαινόμενα παραπληροφόρησης των επενδυτών από τη διάδοση ανυπόστατων φημών μέσω κυρίως του οικονομικού τύπου. Η δημιουργία ενός σωστού δίαυλου επικοινωνίας της εταιρείας με τους επενδυτές είναι σε θέση να αποτρέψει ακόμη και φαινόμενα εσωτερικής πληροφόρησης περιορίζοντας με την έγκαιρη ενημέρωση του κοινού το ενδεχόμενο πεδίο δράσης των επίδοξων insiders.

Εκτός από τις υποχρεώσεις ενημέρωσης, που αφορούν την κατάρτιση και δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιρειών, η ελληνική νομοθεσία προβλέπει σειρά υποχρεώσεων γνωστοποίησης ενεργειών από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών και των βασικών μετόχων τους. Η υποχρέωση αυτή εντάσσεται στα πλαίσια της προσπάθειας για την εξυγίανση και ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς μέσω της επίτευξης της μεγαλύτερης δυνατής αξιοπιστίας και διαφάνειας κατά τη διενέργεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Είναι αναμφισβήτητη η βαρύτητα, που έχουν οι κινήσεις των ίδιων των εταιρειών, των βασικών τους μετόχων, καθώς και των μελών της διοίκησής τους για την εικόνα και την πορεία της μετοχής της εταιρείας τους στη χρηματιστηριακή αγορά. Το πνεύμα αυτό διέπει ιδιαίτερα τις πλέον πρόσφατες σχετικές διατάξεις και πιο συγκεκριμένα την υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί τον κανονισμό λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών θεσπίζοντας τους κανόνες συμπεριφοράς αυτών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων.

Η ολοκληρωμένη οικονομική πληροφόρηση περιλαμβάνει αναμφισβήτητα τις εκθέσεις πιστωτικών ιδρυμάτων, επενδυτικών οίκων και άλλων ειδικών της αγοράς, που αναφέρονται στην προβλεπόμενη πορεία της αγοράς και σε τακτά διαστήματα βλέπουν το φως της δημοσιότητας. Το κύρος με το οποίο περιβάλλονται λόγω της πηγής

προέλευσής τους, προσδίδει στο ρόλο τους στην αγορά μια ξεχωριστή βαρύτητα και συνιστούν κριτήριο θεμελιώδους σημασίας για πολλούς επενδυτές. Ορισμένες φορές μάλιστα διαδραματίζουν ένα κατευθυντήριο ρόλο, ειδικά σε αγορές που χαρακτηρίζονται ως «ρηχές», γεγονός που δε συνάδει όμως απόλυτα με τη λογική και το πνεύμα της ελεύθερης και ανεπηρέαστης αγοράς.

Στα πλαίσια ενός μοντέλου ολοκληρωμένης οικονομικής πληροφόρησης, ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στη διάκριση μεταξύ επίσημων και ανεπίσημων πηγών ενημέρωσης του κοινού. Η πρακτική έχει αποδείξει ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν την επενδυτική συμπεριφορά δεν είναι μόνο αυτοί που σχετίζονται με την οικονομική υγεία της εταιρείας και τους σχετικούς οικονομικούς της δείκτες ή τα βασικά μεγέθη και τις τάσεις της οικονομίας, όπως αυτές προκύπτουν από σειρά επίσημων και έγκυρων στοιχείων και δημοσιεύσεων. Αντίθετα πρωταρχικό ρόλο παίζουν οι «ανεπίσημες» πηγές πληροφόρησης που εκτείνονται από ορισμένα ελεγχόμενης αξιοπιστίας δημοσιεύματα του οικονομικού τύπου έως τα κρούσματα καταχρηστικής εκμετάλλευσης εσωτερικής πληροφόρησης. Οι κάθε είδους ανεπίσημες πηγές κυριαρχούν στην αγορά και βρίσκουν εύκολα πρόσφορο έδαφος στο ευρύ κοινό, που αδυνατεί να εκτιμήσει έγκαιρα και σωστά τους κινδύνους που αυτές συνεπάγονται. Η αποκατάσταση της θέσης που θα πρέπει να έχει κάθε κατηγορία πηγών πληροφόρησης στη συνείδηση του κοινού έχει θεμελιακή βαρύτητα για τη δημιουργία ενός συστήματος υγιούς ενημέρωσης των επενδυτών.

Ένα μοντέλο ολοκληρωμένης οικονομικής πληροφόρησης δε θα μπορούσε να λειτουργήσει ορθολογικά στα πλαίσια μιας αγοράς της οποίας οι συντελεστές δεν διέπονται από ικανοποιητικό επίπεδο επενδυτικής παιδείας. Όπως έγινε αντιληπτό από την προηγούμενη

ανάλυση, η ύπαρξη ή μη επενδυτικής παιδείας εξηγεί την ανακολουθία που παρατηρείται συχνά στις κινήσεις των επενδυτών. Με τον ίδιο τρόπο που η απογοήτευση ή ο ενθουσιασμός που επικρατούν σε μια δεδομένη στιγμή στην αγορά παρασύρουν το κοινό σε λανθασμένες αποφάσεις, αντίστοιχα η έλλειψη στοιχειώδους επενδυτικής παιδείας οδηγεί σε ανάλογα φαινόμενα με αρνητικές ασφαλώς συνέπειες.

Κυρίαρχο ρόλο στα πλαίσια ενός συστήματος ορθής πληροφόρησης των επενδυτών διαδραματίζουν οι κάθε είδους επενδυτικοί σύμβουλοι. Το επενδυτικό κοινό θα όφειλε ασφαλώς να συμβουλευέται τους ειδικούς οικονομικούς συμβούλους πριν προβεί σε κάποια επενδυτική κίνηση. Αναμφίβολα όμως ακόμη και η συνδρομή ενός συμβούλου δε θα μπορούσε με κανένα τρόπο να θεωρηθεί πανάκεια για τους επενδυτές. Ο βαθμός εμπειρίας του, η διάθεση αντιμετώπισης του ρίσκου, οι μέθοδοι και η στρατηγική που ακολουθεί ή ακόμη και η ιδιοσυγκρασία κάθε συμβούλου επενδύσεων παίζουν σημαντικό ρόλο στον τρόπο λήψης των αποφάσεων από αυτόν.

Η πρακτική έχει αποδείξει ότι πολλοί επενδυτές παραγνωρίζοντας τους προφανείς κινδύνους που ελλοχεύουν, στηρίζονται αποκλειστικά στις δικές τους δυνάμεις υπερεκτιμώντας κατά κανόνα τις επενδυτικές τους ικανότητες. Ένας βασικός λόγος, που οδηγεί σ' αυτήν τη συμπεριφορά, είναι προφανώς η έλλειψη ικανοποιητικού επιπέδου επενδυτικής παιδείας, αλλά αναμφίβολα δεν είναι ο μόνος. Συνηγορεί παράλληλα και το ότι απουσιάζει η κατάλληλη θεσμική θωράκιση του καθεστώτος λειτουργίας των υπό εξέταση υπηρεσιών συμβούλων. Η ελληνική νομοθεσία, όπως αναφέρεται στο κεφάλαιο περί της ευθύνης για την παροχή συμβουλών, παρουσιάζει κενά στο ζήτημα της παροχής επενδυτικών συμβουλών (investment consulting) από εξειδικευμένα πρόσωπα.

Η ατελής πρόβλεψη του investment consulting στην ελληνική νομοθεσία αφ' ενός και η θέσπιση της παροχής επενδυτικών συμβουλών ως παρεπόμενης υποχρέωσης των Ε.Π.Ε.Υ. αφ' ετέρου, δεν ικανοποιούν ασφαλώς την ανάγκη επαρκούς ρύθμισης και οργάνωσης ενός υγιούς δικτύου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η εύρυθμη και αξιόπιστη λειτουργία των υπηρεσιών επενδυτικών συμβούλων είναι η μόνη που μπορεί να συνδράμει αποφασιστικά στην προστασία του επενδυτικού κοινού, καθώς δε θα υφίσταται πλέον η ανάγκη καταφυγής των επενδυτών σε αμφιβολής ποιότητας και εγκυρότητας πηγές ενημέρωσης και παροχής συμβουλών. Η συνδρομή των εξειδικευμένων συμβούλων μπορεί να μην αποτελεί πανάκεια αλλά πέρα από κάθε αμφισβήτηση θα προστατέψει επαρκώς το κοινό από ακραία φαινόμενα επενδυτικών κινδύνων.

Ένα μοντέλο ολοκληρωμένης οικονομικής ενημέρωσης πρέπει να αποτρέπει με κάθε μέσο τα φαινόμενα εσωτερικής πληροφόρησης. Η καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας θίγει άμεσα την αρχή των ίσων ευκαιριών, που οφείλει να διέπει κάθε ευνομούμενη χρηματιστηριακή αγορά και προσβάλλει άμεσα το κύρος και την αξιοπιστία της. Ταυτόχρονα πλήττεται η αρχή της διαφάνειας των συναλλαγών, η οποία διαδραματίζει πρωταρχικό ρόλο στο πλαίσιο της εξασφάλισης κλίματος εμπιστοσύνης για το επενδυτικό κοινό, που αποτελεί και το ζητούμενο για κάθε κεφαλαιαγορά. Είναι αξιοπρόσεκτος πράγματι ο αριθμός των προσώπων που θα μπορούσε να επωφεληθεί από την αξιοποίηση τέτοιων πληροφοριών κερδοσκοπώντας σε βάρος του επενδυτικού κοινού και για το λόγο αυτό τα περιθώρια για πιο δραστήρια και αποτελεσματική αντιμετώπιση του ζητήματος είναι σημαντικά.

Κεφάλαιο 11

ΤΑ ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Το χρηματιστήριο παραγώγων αριθμεί δύο μόλις έτη λειτουργίας στην ελληνική κεφαλαιαγορά, γεγονός που δικαιολογεί τον χαρακτηρισμό των χρηματοοικονομικών αυτών προϊόντων ως νέων για την ελληνική οικονομική πραγματικότητα. Τα όσα έχουν λεχθεί έως τώρα για την ανάγκη επαρκέστερης προστασίας των επενδυτών και πληρέστερης ενημέρωσής τους σε σχέση με τις αγοραπωλησίες μετοχών θα πρέπει να ισχύουν σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό στο χώρο του χρηματιστηρίου παραγώγων. Ο επιθετικός χαρακτήρας αυτών των χρηματιστηριακών προϊόντων και οι κίνδυνοι, που από τη φύση τους εμπεριέχουν, καθιστούν ακόμη πιο επιβεβλημένη την εξασφάλιση έγκυρης και υπεύθυνης ενημέρωσης, αλλά και αποτελεσματικότερης έννομης προστασίας, καθώς το επενδυτικό κοινό μπορεί να βρεθεί άμεσα εκτεθειμένο στον κίνδυνο σημαντικών περιουσιακών απωλειών.

11.1. Τι είναι τα Παράγωγα

Ως παράγωγα μέσα (derivatives) ορίζονται τα χρηματοοικονομικά μέσα, τα οποία στηρίζονται σε κάποιο υποκείμενο (underlying) χρεόγραφο. Στόχος των προϊόντων αυτών είναι να επιτρέψουν τη διαχείριση του περιουσιακού στοιχείου επί του οποίου βασίζονται.

Αποτελούν δηλαδή χρηματοοικονομικά εργαλεία, των οποίων οι αξίες παράγονται αποκλειστικά από το υποκείμενο αγαθό στο οποίο βασίζονται. Υποκείμενο αγαθό μπορεί να είναι είτε ένα εμπόρευμα είτε κάποιος τίτλος όπως ομόλογα, μετοχές, συνάλλαγμα ή ακόμη και οικονομικοί δείκτες. Στο γεγονός αυτό οφείλεται και η πολυπλοκότητά τους, αφού δεν αντιπροσωπεύουν μερίδιο ιδιοκτησίας όπως οι μετοχές ή υπόσχεση πληρωμής δανείου όπως τα ομόλογα, αλλά είναι κατά κάποιον τρόπο πιο «απομακρυσμένα» από το πραγματικό προϊόν με το οποίο συνδέονται.¹¹⁹

Τα παράγωγα συνιστούν ένα σημαντικό και αποτελεσματικό παράγοντα διαχείρισης κινδύνου και συμβάλλουν καθοριστικά στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας ενός οικονομικού συστήματος. Τα προϊόντα αυτά προσφέρουν στους επενδυτές νέους τρόπους για να ωφεληθούν από τις διακυμάνσεις της αγοράς με αυξημένο όμως βαθμό διακινδύνευσης. Οι επενδύσεις σε παράγωγα εύλογα χαρακτηρίζονται ως τοποθετήσεις ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου, αφού κάθε διακύμανση των τιμών μπορεί να προκαλέσει σημαντική μεταβολή στην αξία της θέσης, που έχει λάβει ο επενδυτής, με άμεση συνέπεια τον κίνδυνο για μεγάλες χρηματικές απώλειες.¹²⁰ Από την άλλη πλευρά τα παράγωγα, καθώς η εκπλήρωσή τους ανάγεται εξ ορισμού σε μελλοντική χρονική στιγμή, επιτελούν έμμεσα μια ακόμη λειτουργία έχοντας την ικανότητα να ενσωματώνουν και στη συνέχεια να διασπείρουν πληροφορίες και εκτιμήσεις για τη μελλοντική πορεία των τιμών στην

¹¹⁹ Tompkins R. (1991) *Options Explained*, Hampshire: Macmillan Publishers Ltd. p. 17.

¹²⁰ Boissieu C. (1995) *Derivatives Markets and Systemic Risks: some Reflections*, The European Journal of Finance, p.57.

spot αγορά, πράγμα ιδιαίτερα χρήσιμο για όσους τα μελετούν υπό το πρίσμα αυτό, ως μηχανισμούς πρόγνωσης των τιμών των μετοχών.¹²¹

Χαρακτηριστικό γνώρισμα των παραγώγων είναι το ότι παρέχουν τη δυνατότητα επίτευξης κέρδους με το ρίσκο ενός χρηματικού ποσού ιδιαίτερα μικρότερου από το ποσό που θα απαιτείτο για την αγορά ή την πώληση του υποκειμένου τίτλου καθεαυτού. Παρά τον κίνδυνο που από τη φύση τους εμπεριέχουν συγκεντρώνουν όλο και μεγαλύτερο ενδιαφέρον στις διεθνείς αγορές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της αυξανόμενης σημασίας των παραγώγων είναι ότι στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ο όγκος των συναλλαγών των futures έχει τριπλασιαστεί τα τελευταία δέκα χρόνια, ενώ ο μέσος καθημερινός όγκος συναλλαγών των futures του γενικού δείκτη μετοχών είναι συχνά μεγαλύτερος από τον όγκο συναλλαγών των υποκειμένων μετοχών καθ' εαυτών.¹²²

11.2. Η θέση των Παραγώγων στο Χώρο των σύγχρονων Κεφαλαιαγορών

Η αγορά των παραγώγων γνώρισε διεθνώς σημαντική άνθηση τα τελευταία είκοσι πέντε περίπου χρόνια και δε θα ήταν υπερβολή να λεχθεί ότι η ευρύτατη εξάπλωσή τους συνετέλεσε στην μεταβολή του τοπίου στο χώρο των διεθνών χρηματαγορών. Σύμφωνα με μια εξήγηση, που είναι αρκετά δημοφιλής στο χώρο της οικονομικής θεωρίας, η εξάπλωση των παραγώγων εντάσσεται στα πλαίσια της δυναμικής ανάπτυξης νέων

¹²¹ Weller P. (1992) *The Theory of Futures Markets*, Oxford: Blackwell Publishers, p.15.

¹²² Morris V. (1993) *Money and Investing*, New York: *The Wall Street Journal*, p. 61.

οικονομικών προϊόντων που ακολούθησε την κατάργηση του καθεστώτος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods.

Ένας ακόμη παράγων, που συνετέλεσε αποφασιστικά στην ευρύτερη διάδοση των νέων προϊόντων, υπήρξε η ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας και ειδικότερα της πληροφορικής. Οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές έγιναν ιδιαίτερα προσιτοί σε όλους τους ιδιώτες επενδυτές, που απέκτησαν μέσω αυτών άμεση πρόσβαση στις κατά τόπους κεφαλαιαγορές.¹²³ Επίσης, πληθώρα εξειδικευμένων προγραμμάτων προσφέρουν αναλύσεις και εκτιμήσεις βάσει όλων των διαθέσιμων οικονομικών δεδομένων και πληροφοριών, διευκολύνοντας το κοινό στις επενδυτικές του επιλογές. Άλλωστε, χωρίς τη συνδρομή της σύγχρονης τεχνολογίας, δε θα ήταν ακόμη και τεχνικά δυνατή η πραγματοποίηση του ολοένα αυξανόμενου όγκου συναλλαγών, που διενεργείται καθημερινά.

Έχει υποστηριχθεί όμως και η άποψη, ότι πέρα από τους παραπάνω παράγοντες, που αναμφίβολα συνέβαλαν στην ανάπτυξη των παραγώγων, υπάρχει περαιτέρω μια αιτία, που συνιστά μια διαφορετική αλλά ταυτόχρονα και εύλογη προσέγγιση του όλου θέματος. Πιο συγκεκριμένα, το χρηματιστηριακό κράχ του 1929 συνοδεύτηκε από μια μακρά οικονομική ύφεση και στασιμότητα, στην οποία συνετέλεσε και ο δεύτερος παγκόσμιος πόλεμος, που είχε ως αποτέλεσμα την παντελή έλλειψη ενδιαφέροντος για τη δημιουργία και υιοθέτηση νέων προϊόντων στο χώρο των κεφαλαιαγορών. Παράλληλα ο κρατικός παρεμβατισμός σε μια προσπάθεια προστασίας των αγορών και αντιμετώπισης της κρίσης δεν ευνοούσε την ανάπτυξη νέων προϊόντων. Η αφύπνιση όμως που σταδιακά σημειώθηκε στις διεθνείς αγορές, είχε ως αναπόφευκτη

¹²³ Miller M. (1997) *Merton Miller on Derivatives*, New York: John Wiley & Sons, Inc. p.5.

συνέπεια την ανάγκη δημιουργίας νέων προϊόντων, σημαντικότερα από τα οποία υπήρξαν τα παράγωγα.¹²⁴

Στην εποχή μας τα παράγωγα στο χώρο των διεθνών κεφαλαιαγορών αντιμετωπίζονται ουσιαστικά από τους επενδυτές ως κερδοσκοπικά εργαλεία. Δεν πρέπει να λησμονείται όμως, ότι ο πρωταρχικός λόγος ύπαρξης των options συνδέεται με τη βιομηχανία. Τα παράγωγα αποτέλεσαν μια μορφή «ασφάλειας» για τις επιχειρήσεις, πετυχαίνοντας να ταιριάζουν ιδανικά τις ανάγκες του εμπορίου με τις δυνατότητες που θα μπορούσε να προσφέρει η οικονομική επιστήμη. Ένα τυπικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση ενός εξαγωγέα ο οποίος επιθυμεί να διασφαλίσει τη συναλλαγματική ισοτιμία σε μια εμπορική συμφωνία. Έχοντας λάβει μια παραγγελία σε τιμή υπολογισμένη με δεδομένη συναλλαγματική ισοτιμία ενός ξένου νομίσματος ο εξαγωγέας προσπαθεί να διασφαλίσει την τιμή αυτή έναντι του συνεχώς υπαρκτού συναλλαγματικού κινδύνου για την περίοδο μεταξύ της λήψης της παραγγελίας και της αποπληρωμής. Για να το πετύχει αυτό πρέπει να αγοράσει ένα option του ξένου νομίσματος καλύπτοντας την επίμαχη χρονική περίοδο.¹²⁵

Υπό το πρίσμα αυτό, οι επενδυτές των παραγώγων διακρίνονται σε αυτούς που το κίνητρό τους είναι η εξασφάλιση της απαίτησής τους όπως αυτή σκιαγραφήθηκε παραπάνω (hedgers) και σε αυτούς που προβαίνουν σε αγοροπωλησίες συμβολαίων με μοναδικό σκοπό την πραγματοποίηση κέρδους (speculators). Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν όχι μόνο οι παραγωγοί αλλά και οποιοσδήποτε κατέχει τους υποκείμενους τίτλους και επιθυμεί να διαθέσει ένα ποσό για την αγορά του αντίστοιχου

¹²⁴ Miller M. (1997) *Merton Miller on Derivatives*, New York: John Wiley & Sons, Inc. p.4.

¹²⁵ Tompkins R. (1991) *Options Explained*, Hampshire: Macmillan Publishers Ltd., p.2.

συμβολαίου προκειμένου να αποφύγει ένα εύλογο ποσοστό του ρίσκου που αντιμετωπίζει εξαιτίας των διακυμάνσεων των τιμών στην spot αγορά.¹²⁶ Η παρουσία των κερδοσκόπων, όσο και αν αυτό εκ πρώτης όψεως φαίνεται παράδοξο, είναι χρήσιμη, αφού τροφοδοτούν την αγορά με ρευστότητα και επωμίζονται κινδύνους, που είναι ανεπιθύμητοι για τους hedgers.

Η αυξημένη ζήτηση για τα παράγωγα προϊόντα κατά τα τελευταία χρόνια αποδίδεται σε κάποιο ποσοστό και στην αστάθεια που χαρακτηρίζει συνολικά τη διεθνή οικονομική σκηνή, στον πληθωρισμό καθώς επίσης στην επιτοκιακή και νομισματική αβεβαιότητα που επικρατούν. Τα παράγωγα προσφέρουν τη δυνατότητα μερικής αντιστάθμισης του κινδύνου, αφού η εξ' ολοκλήρου εξάλειψή του σε περίπτωση που οι τιμές κινηθούν αντίθετα, δεν είναι δυνατή. Αυτό που επιτυγχάνεται τελικά είναι η μερική έστω διαχείριση του κινδύνου που υφίσταται στην spot αγορά.¹²⁷

Είναι αλήθεια ότι έχει ασκηθεί κατά καιρούς έντονη κριτική στο θεσμό των παραγώγων σχετικά με το ρόλο που αυτά διαδραματίζουν στην αγορά και έχει στηλιτευθεί ο κερδοσκοπικός τους χαρακτήρας. Δεν πρέπει να παραβλέπεται όμως η λειτουργία των παραγώγων ως βασικού μέσου αντιστάθμισης του επενδυτικού κινδύνου, καθώς επίσης το γεγονός ότι ο κερδοσκοπικός χαρακτήρας τους δεν είναι αυτοσκοπός, αλλά συνδέεται άρρηκτα με την θεμιτή έννοια της μεταφοράς κινδύνου.

Ένα βασικό κριτήριο άλλωστε για το μέτρο της αξιοπιστίας που διέπει τα παράγωγα είναι η ίδια η ανταπόκριση, που επιδεικνύει διεθνώς το επενδυτικό κοινό. Ο ιδιαίτερα υψηλός όγκος συναλλαγών που

¹²⁶ Weller P. (1992) *The Theory of Futures Markets*, Oxford: Blackwell Publishers, p.3.

¹²⁷ Συριόπουλος Κ. (1991) *Αντιστάθμιση Κινδύνου με τη Χρήση των Συμβολαίων Μελλοντικών Συναλλαγών*, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών τ.29-30, σελ.79-84.

πραγματοποιείται καθημερινά μαρτυρά ότι οι επενδυτές τα έχουν περιβάλλει σε σημαντικό βαθμό με την εμπιστοσύνη τους. Όσον αφορά στην ελληνική αγορά, η σχετικά πρόσφατη εισαγωγή των παραγώγων έχει ως αποτέλεσμα την αναπόφευκτη έλλειψη ιδιαίτερης εξοικείωσης του επενδυτικού κοινού με τα νέα αυτά προϊόντα και τα περιθώρια περαιτέρω ανάπτυξής τους είναι αναμφίβολα σημαντικά.

11.3. Τα κυριότερα Παράγωγα Προϊόντα

Τα πιο διαδεδομένα χρηματιστηριακά παράγωγα στις διεθνείς αγορές είναι τα futures και τα options και μη χρηματιστηριακά τα swaps και τα forwards. Τα futures αποτελούν υποχρέωση για αγορά ή πώληση σε μια ορισμένη ημερομηνία και σε προκαθορισμένη τιμή. Τα options, σε αντίθεση με τα futures, ενσωματώνουν δικαίωμα για αγορά ή πώληση σε προκαθορισμένη τιμή αλλά μέσα σε ορισμένο χρονικό διάστημα και όχι σε συγκεκριμένη ημερομηνία. Τέλος τα swaps αποτελούν συμφωνίες ανταλλαγής.

Αναλυτικότερα, τα futures συνιστούν δεσμευτική συμφωνία μεταξύ του επενδυτή και της εταιρείας παραγώγων προϊόντων, κατά την οποία τα δύο μέρη συμφωνούν να προχωρήσουν σε συγκεκριμένη αγοραπωλησία με προκαθορισμένη τιμή και σε ορισμένη χρονική στιγμή. Η εννοιολογική διαφορά των futures από τα options είναι ότι τα πρώτα, αντίθετα με τα options, δεσμεύουν και τα δύο μέρη και συνιστούν υποχρέωση για άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος ενώ αντίθετα τα options παρέχουν δικαίωμα και όχι υποχρέωση για άσκηση του option. Τα futures χαρακτηρίζονται ως τέτοια όταν δημιουργούνται από τα χρηματιστήρια, οπότε έχουν και τη μορφή τυποποιημένων συμβολαίων, ενώ όταν

συμφωνούνται μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και των πελατών τους ονομάζονται forwards και οι όροι τους συμφωνούνται από τα δύο μέρη.¹²⁸

Τα options είναι συμβόλαια, που παρέχουν στον αγοραστή τους το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να προβεί σε αγορά ή πώληση των υποκειμένων αγαθών έναντι προσυμφωνημένου τιμήματος και εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος. Από την άλλη πλευρά, ο πωλητής του option έχει υποχρέωση και όχι δικαίωμα εκπλήρωσης και σε αντάλλαγμα της υποχρέωσης αυτής λαμβάνει ένα premium. Η δικαιολογητική βάση της αγοράς των options είναι η απόκτηση των πλεονεκτημάτων της κτήσης των υποκειμένων αγαθών χωρίς ένα σημαντικό μερίδιο του ρίσκου. Για το λόγο αυτό η αγορά ενός option χαρακτηρίζεται ως μια μορφή ασφάλειας απέναντι στο ρίσκο της μεταβολής των τιμών.¹²⁹ Ιδιαίτερα δημοφιλή σε διεθνές επίπεδο είναι τα options επί χρηματιστηριακών δεικτών σε σχέση με τα options επί μεμονωμένων μετοχών, δεδομένου ότι η πλειονότητα των επενδυτών αντιλαμβάνεται την πορεία της αγοράς καλύτερα ως σύνολο.

Τα options διακρίνονται από τη μία πλευρά στα δικαιώματα αγοράς (call options), που παρέχουν τη δυνατότητα στον κάτοχό τους να αγοράσει το υποκείμενο αγαθό στο οποίο βασίζεται το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε προκαθορισμένη τιμή. Το δικαίωμα αυτό παρέχεται είτε για οποιαδήποτε χρονική στιγμή μέσα στο χρονικό διάστημα έως την ημερομηνία λήξεώς του (δικαίωμα αμερικανικού τύπου) είτε προβλέπεται η άσκησή του στη συγκεκριμένη ημερομηνία λήξεως (δικαίωμα ευρωπαϊκού τύπου). Από την άλλη πλευρά τα δικαιώματα πώλησης (put options) παρέχουν το δικαίωμα στον κάτοχο

¹²⁸ Γ. Παπούλιας (1998) *Παράγωγα*, Αθήνα: Παπούλιας, σελ. 177.

¹²⁹ Tompkins R. (1991) *Options Explained*, Hampshire: Macmillan Publishers Ltd., p.148.

τους να πουλήσει το υποκείμενο αγαθό με ορισμένο τίμημα. Αντίστοιχη με αυτήν των δικαιωμάτων αγοράς ανάλογα με το χρόνο άσκησης του δικαιώματος, είναι η διάκριση των δικαιωμάτων πώλησης σε αμερικανικού και ευρωπαϊκού τύπου.

Τα swaps αποτελούν συμφωνίες ανταλλαγής με αντικείμενο εμπορεύματα, μετοχές, συνάλλαγμα κ.λπ. με καθορισμένους όρους και για ορισμένη χρονική περίοδο. Τα παράγωγα αυτά ικανοποιούν ιδιαίτερες ανάγκες του επιχειρηματικού κόσμου και την αγορά τους συνιστούν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις ως πελάτες αυτών. Τέλος, τα forwards που συνδέονται με εμπορεύματα, καλύπτουν συνήθως τα κυριότερα φυσικά προϊόντα και σκοπός τους είναι η τυποποίηση της ποσότητας και της ποιότητας των προϊόντων αυτών. Ένα συμβόλαιο forward επί εμπορευμάτων αποτελεί συμφωνία μεταξύ δύο μερών, που καθορίζει τους όρους μιας αγοραπωλησίας, η εκπλήρωση της οποίας συμφωνείται για μελλοντική χρονική στιγμή δεσμεύοντας αμφότερα τα μέρη για εκπλήρωση. Από την άλλη πλευρά τα χρηματοοικονομικά forwards συνάπτονται μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και των πελατών τους εξυπηρετώντας ανάγκες των δευτέρων. Οι όροι τους δε, αντίθετα με τα futures δεν είναι προκαθορισμένοι, αλλά συμφωνούνται από τα συμβαλλόμενα μέρη.¹³⁰

11.4. Τα Παράγωγα στο Χώρο της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς

Η λειτουργία του χρηματιστηρίου παραγώγων ξεκίνησε όπως είναι γνωστό στη χώρα μας το 1999, γεγονός που δικαιολογεί το χαρακτηρισμό

¹³⁰ Γ. Παπούλιας (1998) *Παράγωγα*, Αθήνα: Παπούλιας, σελ. 175.

των προϊόντων αυτών ως «νέων» για την ελληνική οικονομική πραγματικότητα. Το πρώτο από τα παράγωγα προϊόντα, που εμφανίστηκε στην ελληνική αγορά ήταν τον Αύγουστο του 1999, το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στον δείκτη FTSE/ASE-20 (δείκτης εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης). Ακολούθησαν το ΣΜΕ επί του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου και το ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 (δείκτης εταιρειών μεσαίας κεφαλαιοποίησης). Το Σεπτέμβριο του 2000 εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση τα options επί του δείκτη FTSE/ASE-20. Είναι θέμα χρόνου ο εμπλουτισμός των ήδη υπάρχοντων προϊόντων με δικαιώματα επί μεμονωμένων μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Όσον αφορά στο βαθμό ετοιμότητας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς να δεχθεί απρόσκοπτα την αγορά παραγώγων, σύμφωνα με μία μελέτη των Barclay και Noll του Chicago Board Options Exchange, η δυνατότητα επιτυχίας της αγοράς παραγώγων προϊόντων σε μια χώρα εκτιμάται βάσει τριών κριτηρίων: α) του λόγου της κεφαλαιοποίησης προς το Α.Ε.Π., που πρέπει να είναι αυξανόμενος, β) τη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς, η οποία πρέπει να υπερβαίνει τα 20 δισ. δολάρια και γ) το λόγο της αξίας συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση, που πρέπει να είναι τουλάχιστον 25% κατά τα τρία τελευταία έτη πριν την έναρξη λειτουργίας της αγοράς παραγώγων.

Μελετώντας τα δεδομένα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς διαπιστώνουμε ότι ο λόγος της κεφαλαιοποίησης προς το Α.Ε.Π. βαίνει τα τελευταία χρόνια διαρκώς αυξανόμενος, η συνολική κεφαλαιοποίηση είναι κατά πολύ υψηλότερη του «ορίου» των 20 δισ. δολλαρίων και τέλος ο λόγος της αξίας των συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση ήδη το 1998 έφθανε το 62%. Κατά συνέπεια οι ανωτέρω προϋποθέσεις ικανοποιούνται πλήρως. Η πρακτική βέβαια καταδεικνύει πως πέρα από

τα θεωρητικά κριτήρια, με την αναντίρρητη αξία που τα συνοδεύει, απαιτείται η ωρίμανση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, όχι μόνο με την τυπική έννοια ως εκτίμηση και κατηγοριοποίηση διεθνών επενδυτικών οίκων, αλλά και ουσιαστικότερα ως πραγματικότητα.

Δεν θα ήταν υπερβολή να ισχυριστεί κανείς ότι η αγορά παραγώγων, όσο ελκυστική και αν φαίνεται με τις υψηλές αποδόσεις που μπορεί να προσφέρει σε βραχύτατο χρονικό διάστημα, δεν απευθύνεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό, αφού η ενεργός ενασχόληση με το χώρο αυτόν προϋποθέτει ιδιαίτερη θεωρητική κατάρτιση και εμπειρία. Καταρχήν οι προϋποθέσεις αυτές συντρέχουν και για την αγοραπωλησία μετοχών στη spot αγορά όμως ο αυξημένος βαθμός διακινδύνευσης της αγοράς παραγώγων τις καθιστά πιο επιτακτικά αναγκαίες.

Επίσης, σε μια αγορά όπως η ελληνική, που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί συγκριτικά με τις πιο ώριμες αγορές ως «ρηχή» και συχνά εμφανίζει χαμηλή εμπορευσιμότητα και μικρό όγκο συναλλαγών, η αξιοπιστία του χρηματιστηρίου παραγώγων μπορεί εύκολα να τρωθεί, από τη δράση κεφαλαίων κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Ο κίνδυνος αυτός ενισχύεται και από τις απότομες διακυμάνσεις, που διέπουν την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, γεγονός που διακυβεύει την εύρυθμη λειτουργία του χρηματιστηρίου των παραγώγων.

Κεφάλαιο 12

ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ - ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

Η διερεύνηση και η ανάλυση των εξελίξεων στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς δε μπορεί σε καμία περίπτωση να είναι αποκομμένη από τα τεκταινόμενα στα πλαίσια των διεθνών αγορών. Ο βαθμός της αλληλεπίδρασης και αλληλεξάρτησης των κατά τόπους αγορών είναι στις μέρες μας πιο υψηλός και πιο έντονος από οποιαδήποτε άλλη χρονική στιγμή στο παρελθόν. Το φαινόμενο αυτό έχει να κάνει με την πραγματικότητα της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, για την οποία τόσοι λόγος έχει γίνει κατά τα τελευταία χρόνια, ώστε να αποτελεί το πιο βασικό και σύνηθες αντικείμενο ανάλυσης σε διεθνές επίπεδο, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι έχουν δοθεί και οι απαιτούμενες απαντήσεις, καθώς οι σχετικές συζητήσεις και αναλύσεις χαρακτηρίζονται εύλογα ως δαιδαλώδεις.

Η παγκοσμιοποίηση εκλαμβάνεται ως «μια πολυδιάστατη και σύνθετη διαδικασία στενής και εντατικής διαδικτύωσης και διασύνδεσης προϊόντων, υπηρεσιών, κεφαλαίων, ατόμων, οργανισμών και κρατών».¹³¹ Η παγκοσμιοποίηση αποτελεί στις μέρες μας μια από τις συνηθέστερα χρησιμοποιούμενες έννοιες σε κάθε τομέα και επίπεδο προβληματισμού. Σε πολλές περιπτώσεις καλείται μάλιστα να ερμηνεύσει ή να

¹³¹ Γιαννάς Πρ. (2000) «Παγκοσμιοποίηση και Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις», Αθήνα: Παπαζήσης, σελ.90.

δικαιολογήσει καταστάσεις ή γεγονότα, τα οποία της προσάπτονται, άλλοτε δικαιολογημένα και άλλοτε όχι, καθώς θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί έντεχνα ως άλλοθι για προβλήματα, που δε σχετίζονται άμεσα με αυτήν.

Η εποχή μας πράγματι χαρακτηρίζεται από το άνοιγμα των αγορών και των εθνικών οικονομικών συνόρων και είμαστε ουσιαστικά οι πρώτοι πολίτες που βιώνουν σε αυτό το βαθμό τη νέα πραγματικότητα της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας. Το γεγονός αυτό εκδηλώνεται έμπρακτα με το ενεργό ενδιαφέρον των πολιτών για τις διεθνείς εξελίξεις και την ανησυχία για τα τεκταινόμενα σε όλα τα μήκη και τα πλάτη του πλανήτη, φαινόμενο που δικαιολογείται με δεδομένη τη συνειδητοποίηση της συνολικής διάστασης που οι εξελίξεις αυτές τώρα πια διαθέτουν. Οι εγχώριοι επενδυτές γνωρίζουν πλέον σε όλη της την έκταση τη βαρύτητα που έχουν γεγονότα, τα οποία λαμβάνουν χώρα ακόμη και στα πιο μακρινά σημεία της υφελίου.

Τα τεκταινόμενα σε κάθε επί μέρους οικονομία, έχουν απολέσει προ πολλού το στενό τοπικό τους ενδιαφέρον και εντάσσονται σε ένα ευρύτερο σύστημα, προκαλώντας πολλές φορές ακόμη και αλυσιδωτές αντιδράσεις που καταλήγουν στο να επηρεάζουν αγορές, οι οποίες όχι μόνο γεωγραφικά, αλλά και από οποιαδήποτε άλλη άποψη χαρακτηρίζονται ως ιδιαίτερα απομακρυσμένες σε σχέση με την εστία των εξελίξεων. Η αλυσιδωτή αντίδραση που προκαλείται μάλιστα από τις εξελίξεις αυτές αφ' ενός παραπέμπει στη λογική του ντόμινο και αφ' ετέρου λειτουργεί πολλαπλασιαστικά, εντείνοντας με τον τρόπο αυτό τη σημασία τους.

Το φαινόμενο αυτό έγινε ιδιαίτερα αισθητό κατά το πρόσφατο παρελθόν σε αρκετές περιπτώσεις, μεταξύ των οποίων χαρακτηριστικές ήταν αυτές της ασιατικής και της ρωσικής κρίσης. Η αλληλεπίδραση, που

υφίσταται πλέον μεταξύ των οικονομιών και κατ' επέκταση μεταξύ των κεφαλαιαγορών επαληθεύθηκε με τον πιο έκδηλο και χαρακτηριστικό τρόπο. Η διαπίστωση αυτή δεν προξενεί εντύπωση αφού στα πλαίσια της διεθνοποίησης των αγορών η ευκολία μετακίνησης των κεφαλαίων από μια εθνική αγορά σε μια άλλη θυμίζει εύλογα τη συχνή και ευχερή μετατόπιση του επενδυτικού ενδιαφέροντος από τις μετοχές του ενός κλάδου σε αυτές ενός άλλου, στα πλαίσια του ίδιου και του αυτού χρηματιστηρίου.

Όπως είναι φυσικό το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης έχει δημιουργήσει φανατικούς πολέμιους αλλά και υποστηρικτές, με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζεται από τους μεν με αίσθημα φόβου και κριτική διάθεση, αφού πρόκειται κατ' αυτούς για μια οδό περιορισμού της εθνικής κυριαρχίας και από τους δε με ελπίδα, αφού πρόκειται κατά την άποψή τους για το φυσικό επακόλουθο της τεχνολογικής επανάστασης. Η βαρύτητα δε που διαθέτει είναι τέτοια, ώστε να ισχυρίζονται πολλοί ότι στο χώρο των δυτικών κοινωνιών έχει υποκαταστήσει στη συνείδηση του κοινού κατά κάποιο τρόπο το φόβο του αντίπαλου δέους, που αποτελούσε κατά την περίοδο του ψυχρού πολέμου το αντίθετο πολιτικοοικονομικό σύστημα.

Οι ίδιοι αναλυτές ισχυρίζονται περαιτέρω, ότι η υποκατάσταση αυτή επιχειρείται έντεχνα μέσω των κάθε είδους μηχανισμών ενημέρωσης και επηρεασμού της κοινής γνώμης, σε μια συνολική προσπάθεια επίτευξης της απαραίτητης συνοχής αλλά και ανοχής, που απαιτείται σε πολλές περιπτώσεις από τους πολίτες των κοινωνιών αυτών, απέναντι στα σκληρά μέτρα που συχνά λαμβάνονται¹³². Η προσέγγιση αυτή στηρίζεται

¹³² Μελάς Κ. (1999) «Παγκοσμιοποίηση», Αθήνα: Εξάντας Εκδοτική, σελ. 23-24.

στην παραδοχή ότι σε υπερεθνικό επίπεδο οι κυρίαρχοι της αγοράς ασκούν σε σημαντικό βαθμό έλεγχο στους μηχανισμούς πληροφόρησης.

Οι επικριτές της παγκοσμιοποίησης υποστηρίζουν ότι από τη στιγμή που εξέλιπε ο κίνδυνος του αντίπαλου δέους, θα έπρεπε να εφευρεθεί μια έννοια όπως αυτή της παγκοσμιοποίησης, η οποία να είναι σε θέση να δικαιολογήσει πολλά από τα κακώς κείμενα στους κόλπους των δυτικών κοινωνιών, δεδομένου ότι ήδη πολλά δεινά αποδίδονται και καταλογίζονται σε αυτήν. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η κρατούσα φιλελεύθερη ιδεολογία, η οποία πρεσβεύει την πλήρη απελευθέρωση των αγορών, εφηύρε την έννοια της παγκοσμιοποίησης με το παραπάνω σκεπτικό.

Περαιτέρω, έχει υποστηριχθεί ότι η παγκοσμιοποίηση συνιστά μια αμφιλεγόμενη ουσιαστικά διαδικασία, η οποία καλείται να εξυπηρετήσει αποκλειστικά και μόνο συγκεκριμένα οικονομικά συμφέροντα, καταλύοντας τα εθνικά κράτη, καθώς μεταβάλλει στην ουσία την εθνική τους ταυτότητα, γεγονός που οδηγεί στην αστάθεια των κρατών-εθνών και εν γένει των περιφερειακών δομών. Η επίδραση της παγκοσμιοποίησης σε θεσμούς, κοινωνίες και κυβερνήσεις είναι τέτοια, ώστε να ακυρώνεται τελικά η διαχωριστική γραμμή μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών υποθέσεων, να ανατρέπεται η οργάνωση και διακυβέρνηση των κοινωνιών και να αποσυνδέονται οι έννοιες της κυριαρχίας, της κρατικής εξουσίας και της εδαφικότητας από το συνδετικό τους κρίκο, που ήταν ανέκαθεν το κράτος – έθνος.

Από την άλλη πλευρά, οι υποστηρικτές της παγκοσμιοποίησης πιστεύουν ότι συντελούνται μέσα από αυτήν πρωτοφανείς αλλαγές στους τομείς της παραγωγής προϊόντων και διακίνησης κεφαλαίων και δημιουργείται μια νέα πραγματικότητα απαλλαγμένη από οικονομικά σύνορα και ανεπιθύμητες κρατικές παρεμβάσεις. Στο νέο αυτό πλαίσιο, η

παραγωγή μέσω των υπερεθνικών επιχειρήσεων κατανέμεται ορθολογικά σε διάσπαρτα μέρη του πλανήτη, ο όγκος των διεθνών εμπορικών ανταλλαγών σε απόλυτα μεγέθη αυξάνεται εντυπωσιακά, καθώς το εμπόριο απελευθερώνεται πλήρως και επιτυγχάνεται η εντατικοποίηση της ροής προϊόντων και κεφαλαίων.¹³³

Μια ακόμη θετική παράμετρος της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας άλλωστε είναι και η κοινή επιθυμία όλων των δυνάμεων να παραμερίσουν κάθε πιθανό εμπόδιο για τις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές, στις οποίες μετέχουν κράτη, τα οποία ως πρόσφατα είχαν σχέσεις ακόμη και εχθρικές. Είναι η πρώτη φορά ύστερα από πολλά έτη, στο πλαίσιο της λογικής που προαναφέρθηκε, που οι λεγόμενες μεγάλες δυνάμεις εμφανίζονται να έχουν ειρηνικές και αρμονικές σχέσεις. Ο κόσμος φαίνεται να συγκλίνει προς μια οντότητα και η διεθνής ειρήνη καθίσταται η πλέον απαραίτητη προϋπόθεση για τη διευκόλυνση των διεθνών εμπορικών ανταλλαγών. Στο ίδιο πλαίσιο οι δασμοί που επιβάλλονταν κατά την εισαγωγή προϊόντων μειώνονται ή κατά περίπτωση καταργούνται, συμβάλλοντας ουσιαστικά στην ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου.

Η οικονομική παγκοσμιοποίηση μπορεί να αποτελεί στις μέρες μας αδιαμφισβήτητο γεγονός και να απασχολεί κατά κόρον τους αναλυτές, η προσεκτικότερη μελέτη των στατιστικών στοιχείων όμως καταδεικνύει ότι πρόκειται για μια διαδικασία η οποία έχει ξεκινήσει ουσιαστικά από τις αρχές του εικοστού αιώνα. Απλά στην παρούσα φάση το ευρύτερο πολιτικοοικονομικό περιβάλλον ευνοεί την περαιτέρω επέκτασή της και την αναγωγή της σε κυρίαρχη πολιτικοοικονομική έννοια.

¹³³ Γιαννάς Πρ. (2000) «Παγκοσμιοποίηση και Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις», Αθήνα: Παπαζήσης, σελ. 91.

Είναι αλήθεια ότι η παγκοσμιοποίηση στο χώρο της οικονομίας μπορεί εύκολα να διαπιστωθεί και να αναλυθεί με μαθηματικές και στατιστικές μεθόδους. Δε συμβαίνει το ίδιο όμως στο κοινωνικό επίπεδο, αν και η σύνδεση οικονομίας – κοινωνίας φαντάζει αναπόφευκτη. Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης που βιώνουμε, κυριαρχεί η εξασθένηση των παραδοσιακών μορφών κρατικού ελέγχου στην οικονομία και την κοινωνία και το κράτος - έθνος φαίνεται να υποχωρεί απέναντι στους κανόνες της ελεύθερης αγοράς.¹³⁴

Έχει υποστηριχθεί ακόμη και η ακραία ίσως άποψη ότι οι κρατικές αρχές πλέον δεν αποτελούν παρά στην καλύτερη περίπτωση απλούς υπεργολάβους των επιχειρήσεων, καθώς η ελεύθερη αγορά κατ' ουσία κυβερνά και οι κατά τόπους κυβερνήσεις απλώς διαχειρίζονται. Φαίνεται τελικά ότι οι πολιτικοί βρίσκονται υπό τον διαρκή έλεγχο των αγορών, από τις οποίες κατά μια έννοια και κρίνονται. Ωστόσο, η αδιαμφισβήτητη τάση προς παγκοσμιοποίηση είναι φυσικό να προσκρούει, έστω σε κάποιο βαθμό, στα ιδιαίτερα επί μέρους εθνικά, κοινωνικά και πολιτιστικά χαρακτηριστικά στοιχεία, που διέπουν κάθε κράτος - έθνος. Ειδικά για την ευρωπαϊκή πραγματικότητα έχει υποστηριχθεί ότι θα πρέπει να περιοριστούν οι υπέρμετρες εξουσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και με την εφαρμογή της αρχής της επικουρικότητας κάθε κράτος να προσαρμόζει την πολιτική του στα δεδομένα που ανταποκρίνονται στις πραγματικές ανάγκες των πολιτών του.¹³⁵

Η πολιτική αντίληψη που επικρατεί διεθνώς στην εποχή μας ίσως για πρώτη φορά φαίνεται να παραπέμπει στο ότι δεν υφίσταται πλέον

¹³⁴ Μαυρόγιαννης Δ. (2000) *«Παγκοσμιοποίηση και Κοινωνικές Επιχειρήσεις»*, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, σελ.217.

¹³⁵ Hercberg S. (1998) *“Δημόσιες υπηρεσίες για το κοινό καλό” Le Monde Diplomatique*, Φεβρουάριος 1998, σελ.88.

άλλη πολιτικοοικονομική εναλλακτική λύση. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι ακόμη και σοσιαλιστές ηγέτες και διανοούμενοι τα τελευταία χρόνια φαίνεται να εγκαταλείπουν κάθε ελπίδα μετασχηματισμού του κόσμου και να υιοθετούν στην πράξη ως μοναδική λύση την προοπτική της «προσαρμογής», μιας έννοιας δηλαδή που για τη λογική τους θα ταυτιζόταν παλαιότερα με την έννοια της παραίτησης.¹³⁶ Αν και εκ του αποτελέσματος προκύπτει ότι κατά την παρούσα φάση οι αντιτιθέμενες στην παγκοσμιοποίηση φωνές δε βρίσκουν πρόσφορο έδαφος, δεν έχουν ασφαλώς εκλείψει οι προειδοποιήσεις όσων την αμφισβητούν ως αναγκαιότητα ή ως μοναδική προοπτική για την διεθνή πολιτικοοικονομική πραγματικότητα.

Με το παραπάνω σκεπτικό, η πραγματικότητα της παγκοσμιοποίησης, κάθε άλλο παρά αδιαμφισβήτητη φαίνεται να είναι, ιδιαίτερα στο χώρο του οικονομικού προβληματισμού. Ο καθηγητής Klaus Svamb για παράδειγμα, διατύπωσε την άποψη ότι «η παγκοσμιοποίηση έχει εισέλθει σε κρίσιμη φάση, καθώς η χρήση της καταστολής γίνεται όλο και περισσότερο αισθητή. Υπάρχει φόβος να προκαλέσει ιδιαίτερα δυσμενείς επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα και την πολιτική σταθερότητα πολλών χωρών».¹³⁷

Πράγματι, ελλοχεύει ο κίνδυνος αναζωπύρωσης κοινωνικών κινημάτων, αν δεν αντιμετωπισθεί η πρόκληση της φτώχειας, της ανεργίας και των οξύτατων κοινωνικών προβλημάτων. Στο χώρο της δυτικής Ευρώπης υπάρχουν σήμερα είκοσι εκατομμύρια άνεργοι και τριάντα οκτώ εκατομμύρια πολίτες που ζουν κάτω από το όριο της φτώχειας. Τα

¹³⁶ Ramonet I. (1998) «Παγκοσμιοποίηση και Κοινωνική Διάλυση», *Le Monde Diplomatique* Φεβρουάριος 1998, σελ.6.

¹³⁷ Ibid. σελ.6.

φαινόμενα αυτά διασπούν τον κοινωνικό ιστό και αλλοιώνουν σε τελική ανάλυση την ίδια την αντίληψη περί δημοκρατίας.¹³⁸

Η υπάρχουσα κατάσταση φανερώνει πως η προσοχή και το ενδιαφέρον επικεντρώνεται αποκλειστικά στην οικονομική διάσταση της παγκοσμιοποίησης με αποτέλεσμα να μην έχει δοθεί η απαιτούμενη έμφαση στις κοινωνικές παραμέτρους, οι οποίες διαθέτουν πολυδιάστατη σημασία. Παλαιότερα η πραγματοποίηση μαζικών απολύσεων εργαζομένων προκαλούσε έντονες αντιδράσεις και θεωρείτο κοινωνικό όνειδος, ενώ στην εποχή μας αντιμετωπίζεται πολύ πιο ήπια, ως μια απαραίτητη παράμετρος της περικοπής λειτουργικών εξόδων στα πλαίσια των συγχωνεύσεων, που πραγματοποιούνται σε μια σύγχρονη αγορά. Το απλό αυτό παράδειγμα φανερώνει έκδηλα τη μεταβολή της «πολιτικοοικονομικής ηθικής» που έχει συντελεστεί στις μέρες μας. Αναμφίβολα δε θα ενδείκνυτο σε καμία περίπτωση η διακύβευση των βασικών ελευθεριών του πολίτη υπέρ της απελευθέρωσης της αγοράς.

Αυτό δε σημαίνει όμως ότι δεν υψώνονται φωνές διαμαρτυρίας από πολλές πλευρές, ιδιαίτερα στον ευρωπαϊκό χώρο, που παραδοσιακά διακρινόταν για την ευαισθησία του στις αρχές του κράτους πρόνοιας. Χαρακτηριστικά το Newsweek σε άρθρο του στηλιτεύει τους δώδεκα μεγαλύτερους εργοδότες, οι οποίοι κατά τα τελευταία χρόνια έχουν απολύσει μόνο αυτοί 363.000 εργαζόμενους.¹³⁹ Έχουν προταθεί μάλιστα μέτρα προς την κατεύθυνση αυτή, όπως για παράδειγμα το να καταβάλουν πρόσθετους φόρους οι εταιρείες που μειώνουν τον αριθμό των εργαζομένων τους κατά παράβαση του κοινωνικού τους χρέους. Επίσης έχει υποστηριχθεί η ανάγκη λειτουργίας ενός παγκόσμιου

¹³⁸ Ramonet I. (1998) «Παγκοσμιοποίηση και Κοινωνική Διάλυση», *Le Monde Diplomatique* Φεβρουάριος 1998, σελ.7.

¹³⁹ Newsweek, 26 Φεβρουαρίου 1996.

οργανισμού κοινωνικής ανάπτυξης στη λογική της προσπάθειας η οικονομία να τεθεί έμπρακτα στην υπηρεσία της κοινωνίας.¹⁴⁰

Η σημασία της ελευθερίας του εμπορίου και της απελευθέρωσης των αγορών εν γένει είναι προφανής, καθώς στην παρούσα φάση σε αυτές στηρίζεται το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Το ζητούμενο είναι η τήρηση της απαραίτητης ισορροπίας στις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες οι αρχές της ελεύθερης αγοράς συγκρούονται με αυτές της αξιοπρέπειας των εργαζομένων ή της προστασίας του περιβάλλοντος. Για το λόγο αυτό έχει υποστηριχθεί ως λύση η εισαγωγή στις εμπορικές συμφωνίες κοινωνικών και οικολογικών «ρητρών» με στόχο την «ηθικοποίηση» των ελεύθερων συναλλαγών.¹⁴¹

Η προσπάθεια συγκερασμού των αντιτιθέμενων απόψεων και πρακτικών που περιγράφονται ανωτέρω, ίσως σε τελική ανάλυση να είναι ουτοπική. Θα ήταν ιδιαίτερα δυσχερές να ανακαλύψει κανείς περιπτώσεις στο παρελθόν, κατά τις οποίες στάθηκε δυνατό να ικανοποιηθούν ταυτόχρονα από τη μια πλευρά οι αρχές του ελεύθερου εμπορίου και από την άλλη αυτές της κοινωνικής ευαισθησίας. Παρά τη διαπίστωση ότι αυτό θα αποτελούσε την ιδεωδέστερη λύση, είναι αρκετά δύσκολο στην πράξη να βρεθεί η χρυσή τομή.

Χαρακτηριστική είναι η τοποθέτηση του γάλλου στοχαστή Alain Minc, ο οποίος εξετάζει το ζήτημα της παγκοσμιοποίησης από μια διαφορετική διάσταση. Πιο συγκεκριμένα υποστηρίζει ότι «αν και η παγκοσμιοποίηση είναι πανταχού παρούσα, παρ' όλα αυτά είναι ασύλληπτη, καθώς δεν εμφανίζει ούτε εξωτερικά σημάδια ισχύος, ούτε

¹⁴⁰ Petrella R. (1998) «Για ένα Παγκόσμιο Κοινωνικό Συμβόλαιο», *Le Monde Diplomatique*, Φεβρουάριος 1998, σελ. 76.

¹⁴¹ Cassen B. (1998) «Χωράει η Ηθική στην Ελεύθερη Συναλλαγή;», *Le Monde Diplomatique*, Φεβρουάριος 1998, σελ.84-85.

σύμβολα εξουσίας, ούτε στρατιωτική ιεραρχία, με αποτέλεσμα αν και κηδεμονική να παραμένει αόρατη. Δεν υφίστανται εκδηλώσεις ισχύος, ούτε αποφάσεις προς εφαρμογή, ούτε ερμηνείες προς αμφισβήτηση. Αν και πρόκειται για μια πραγματικότητα εν τούτοις δεν αποτελεί παρά μια ιδέα, κάτι που συνιστά αξιοπρόσεκτη αντίφαση δεδομένου ότι μέχρι σήμερα μια κοινωνία επαναστατούσε ενάντια σε μια εξουσία, σε ένα καθεστώς ή σε μια άρχουσα τάξη, αλλά ουδέποτε ενάντια σε μια έννοια». ¹⁴²

Τσως ένα ποσοστό της κοινωνικής αδράνειας που παρατηρείται, να αποδίδεται στα χαρακτηριστικά αυτά που διέπουν το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης. Η κοινωνική αντίδραση δηλαδή είναι ασθενής λόγω της αμηχανίας που προκαλεί αυτή η πραγματικότητα, όπως περιγράφηκε ανωτέρω, καθώς το αντίπαλο μέρος δε διαθέτει μια αναμενόμενη υπόσταση. Οι επικριτές της παγκοσμιοποίησης καταλογίζουν σε αυτήν και τη διόγκωση της χρηματιστικής σφαίρας εις βάρος της παραγωγικής, διαπίστωση που δε φαίνεται να απέχει πολύ από την πραγματικότητα. ¹⁴³ Αναμφίβολα το χρηματιστικό κεφάλαιο είναι αυτό που αναδεικνύει με τον πιο έκδηλο και προφανή τρόπο την οικονομική διάσταση της παγκοσμιοποίησης σε όλο της το μέγεθος.

Τελικά όμως παρά την τοποθέτηση των επικριτών της, η παγκοσμιοποίηση φαντάζει σε κάποιο βαθμό ως η φυσιολογική εξέλιξη των πραγμάτων μέσα σε ένα διεθνές περιβάλλον, εντός του οποίου στα πλαίσια της ραγδαίας ανάπτυξης της τεχνολογίας, των μέσων μεταφοράς και επικοινωνίας και ιδιαίτερα της πληροφορικής, οι αποστάσεις έχουν αμβλυνθεί περισσότερο από ποτέ, με αποτέλεσμα η σε εντυπωσιακό

¹⁴² Minc A. (1999) *“Η Ευτυχής Παγκοσμιοποίηση”*, Αθήνα: Παπαζήσης, σελ.52-53.

¹⁴³ Βεργόπουλος Κ. (1999), *«Παγκοσμιοποίηση η Μεγάλη Χίμαιρα»*, Αθήνα: Νέα Σύνορα, σελ.25.

βαθμό μετακίνηση επενδυτικών κεφαλαίων και ανθρώπινου δυναμικού να προβάλλει ως αναπόφευκτη. Φαίνεται επίσης ως φυσιολογική εξέλιξη ενόψει της αυτονόητης τώρα πια αλληλεξάρτησης των επί μέρους κοινωνικοοικονομικών συστημάτων, αλλά και της προφανούς ανάγκης της από κοινού και με υπερεθνική συνεργασία αντιμετώπισης των κάθε είδους κινδύνων, που απειλούν τη διεθνή κοινότητα.

Οι διαπιστώσεις αυτές όμως δε σημαίνουν με κανένα τρόπο ότι οι επί μέρους κρατικοί μηχανισμοί θα πρέπει να αδρανούν και να παραμένουν ανενεργοί απέναντι στη νέα πραγματικότητα της παγκοσμιοποίησης. Πράγματι, διαπιστώνεται μια καθήλωση και μια ατονία των κάθε είδους εργαλείων κρατικής παρέμβασης ενώπιον της λογικής της παγκοσμιοποίησης και υπάρχει διάχυτη η αντίληψη ότι αυτό συντελείται υπό το καθεστώς μιας ευρύτερης συναίνεσης, που έχει επιτευχθεί προς αυτήν την κατεύθυνση.

Πέρα από τη θεωρητική προσέγγιση όμως, οι πιο εύλογες εκδηλώσεις του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης στην πράξη στάθηκαν οι οικονομικές κρίσεις, που εμφανίστηκαν σε κατά τόπους αγορές και επηρέασαν ουσιαστικά και σε βάθος την παγκόσμια οικονομία. Αντιπροσωπευτικά παραδείγματα του φαινομένου της συνολικής επίδρασης χρηματιστηριακών κρίσεων κατά τα τελευταία χρόνια συνιστούν οι περιπτώσεις της Ασίας συνολικά, της Ιαπωνίας, της Νότιας Αμερικής και της Ρωσίας.

Χαρακτηριστικότερο παράδειγμα αποτελεί η γνωστή ως ασιατική κρίση, η οποία ξεκίνησε σε πρώτη φάση το καλοκαίρι του 1997 με την κρίση αρχικά στην Ταϊλάνδη και στη συνέχεια στις Φιλιππίνες, τη Μαλαισία και την Ινδονησία, για να ακολουθήσουν περαιτέρω με τη λογική του ντόμινο οι ισχυρότερες οικονομίες της Ταϊβάν, του Χονγκ Κονγκ και της Νότιας Κορέας. Η νομισματική κρίση, που ξεκίνησε από

την Ταϊλάνδη, επεκτάθηκε σύντομα στις γείτονες χώρες, με συνέπεια αφ' ενός οι ασιατικές χώρες να μαστίζονται από κύματα φυγής όχι μόνο αλλοδαπών αλλά και εγχώριων κεφαλαίων και αφ' ετέρου να επεκταθεί η κρίση στο σύνολο της ασιατικής ηπείρου, στην οποία κατοικεί το 41% του συνολικού πληθυσμού της γης.

Η ασιατική κρίση αποδίδεται, μεταξύ άλλων, στην υπέρμετρη εξωτερική χρηματοδότηση, που οδήγησε σε φαινόμενα υπερδανεισμού.¹⁴⁴ Ακόμη και η άλλοτε πανίσχυρη ιαπωνική οικονομία υπέστη ισχυρότατα πλήγματα, τα οποία οδήγησαν στη σταδιακή κατάρρευση της εκεί χρηματιστηριακής αγοράς και τη χρεοκοπία αρκετών πιστωτικών ιδρυμάτων. Θα μπορούσε να ισχυρισθεί κανείς ότι η πραγματική οικονομία διορθώνει τη χρηματιστική, που στην περίπτωση των ασιατικών αγορών είχε λάβει ανεξέλεγκτες διαστάσεις. Αν και σε κάποιο ορισμένο βαθμό μια διόρθωση τέτοιας φύσεως θα ήταν επιθυμητή για την εξυγίανση του συστήματος, το μέτρο στο οποίο εκδηλώθηκε ήταν τέτοιο, που θα μπορούσε να επιδράσει καταλυτικά εις βάρος του διεθνούς οικονομικού συστήματος.

Αξιοσημείωτα είναι τα πολλαπλασιαστικά και αλυσιδωτά αποτελέσματα, που χαρακτηρίζουν τις κρίσεις αυτές, στα πλαίσια του νέου παγκοσμιοποιημένου οικονομικού περιβάλλοντος, που σκιαγραφήθηκε παραπάνω, καθώς αυτό χαρακτηρίζεται από την ολοένα στενότερη διασύνδεση των επί μέρους οικονομικών συντελεστών. Υπό το πρίσμα αυτό, η αδυναμία ενός και μόνο οικονομικού συντελεστή είναι ικανή να επηρεάσει αρνητικά ως σύνολο το διεθνές σύστημα, οι μηχανισμοί άμυνας του οποίου έχουν αποδυναμωθεί ούτως ή άλλως σε σημαντικό βαθμό. Ο σταθεροποιητικός ρόλος εθνικών και υπερεθνικών

¹⁴⁴ Βεργόπουλος Κ. (1999), *«Παγκοσμιοποίηση Η Μεγάλη Χίμαιρα»*, Αθήνα: Νέα Σύνορα, σελ. 199-202.

μηχανισμών, που λειτουργούσαν κατά το παρελθόν, δεν υφίσταται πλέον.¹⁴⁵

Στο πλαίσιο αυτό οι υποστηρικτές της παγκοσμιοποίησης πρεσβεύουν την εδραίωση και την ολοκλήρωσή της, ενώ από την άλλη πλευρά οι πολέμοί της ισχυρίζονται ότι πρέπει να αρχίσει η από-παγκοσμιοποίηση, καθώς η εικόνα της προόδου που παρουσιάζεται είναι επίπλαστη. Το ζητούμενο είναι ασφαλώς η εύρεση της χρυσής τομής μεταξύ αυτών των αντιτιθέμενων απόψεων, δεδομένου ότι καμία από τις δύο δεν αποτελεί πανάκεια.

¹⁴⁵ Βεργόπουλος Κ. (1999), «Παγκοσμιοποίηση Η Μεγάλη Χίμαιρα», Αθήνα: Νέα Σύνορα, σελ. 202-209.

Κεφάλαιο 13

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Η σπουδαιότητα και ο ρόλος της εύρυθμης λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί αναμφίβολα σημείο αναφοράς του σύγχρονου κοινωνικοοικονομικού γίνεσθαι. Η προηγηθείσα ανάλυση όμως κατέστησε σαφές ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζει ακόμη και σήμερα ορισμένες εμφανείς αδυναμίες στη λειτουργία της, οι οποίες πηγάζουν από ποικίλα αίτια. Πρωταρχικής σημασίας είναι η ανεπάρκεια αξιόπιστης οικονομικής πληροφόρησης, καθώς ο αθέμιτος επηρεασμός της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού, που από πολλές πλευρές επιχειρείται, παραβιάζει την αρχή των ίσων ευκαιριών, η οποία αποτελεί τη βάση κάθε σωστά οργανωμένης αγοράς. Η έγκυρη οικονομική πληροφόρηση, αν και τυγχάνει ο καθοριστικότερος παράγων επηρεασμού των αποφάσεων των επενδυτών, δεν έχει διασφαλισθεί στο βαθμό που θα έπρεπε από τις αρμόδιες αρχές και τη σχετική νομοθεσία.

Η σημασία εξάλλου του δικαιώματος των επενδυτών για ορθή οικονομική πληροφόρηση καταδεικνύεται μέσα από το έργο του βραβευμένου με το Νόμπελ οικονομικών για το έτος 2001 George Akerlof. Στο άρθρο του «The Market for “Lemons”», μελετά την επίδραση της «ασύμμετρης» πληροφόρησης σε μια αγορά, όταν δηλαδή ένα από τα δύο μέρη, ο αγοραστής ή ο πωλητής, έχει πληρέστερη πληροφόρηση από

το άλλο. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα που χρησιμοποιεί ο Akerlof, της αγοράς μεταχειρισμένων αυτοκινήτων (“lemons”), στα πλαίσια της οποίας ο πωλητής είναι σε θέση να γνωρίζει πολύ καλύτερα από τον αγοραστή την πραγματική κατάσταση και αξία του αντικειμένου της συναλλαγής.¹⁴⁶ Με το παράδειγμα αυτό θέλησε να δείξει ότι μια αγορά δυσλειτουργεί όταν υφίσταται ανισορροπία στο επίπεδο πληροφόρησης των δύο μερών. Κλασσική περίπτωση εφαρμογής της θεωρίας του Akerlof αποτελεί ο χώρος της χρηματιστηριακής αγοράς, όπου επιβάλλεται η εξασφάλιση των μηχανισμών εκείνων που θα εγγυηθούν την «συμμετρική» πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού.

Είναι γεγονός ότι το τελευταίο διάστημα παρατηρείται μια έντονη νομοθετική δραστηριότητα προς την κατεύθυνση αυτή. Παράλληλα ενεργοποιούνται πιο δραστικά οι εποπτικοί μηχανισμοί της αγοράς με τον ίδιο σκοπό. Οι κινήσεις αυτές γίνονται στον απόηχο των πολυάριθμων ζητημάτων που προέκυψαν στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά την περίοδο 1999-2000 και έχουν προφανώς κατασταλτικό χαρακτήρα. Είναι αλήθεια ότι ο νομοθέτης σπάνια προκαταλαμβάνει τα γεγονότα και συνήθως οι νομοθετικές ρυθμίσεις προκύπτουν ως συνέπεια κοινωνικών, οικονομικών ή πολιτικών μεταβολών. Αυτό συμβαίνει και στο χώρο του χρηματιστηριακού δικαίου, όπου το νομοθετικό ενδιαφέρον εκδηλώνεται συνήθως μετά από περιόδους οικονομικών κρίσεων.

Το ζητούμενο όμως σε μια εύρυθμα λειτουργούσα αγορά είναι να λαμβάνονται εκ των προτέρων όλα εκείνα τα απαραίτητα μέτρα σε κάθε επίπεδο, ώστε να προστατεύονται κατά κύριο λόγο τα συμφέροντα του επενδυτικού κοινού και να προλαμβάνονται παρόμοιες καταστάσεις. Τα περιθώρια άλλωστε της περαιτέρω βελτίωσης της λειτουργίας της

¹⁴⁶ Akerlof G. (1970) *The Market for “Lemons”, Quarterly Journal of Economics.*

χρηματιστηριακής αγοράς και της επιπλέον θεσμικής θωράκισής της είναι σημαντικά. Με δεδομένη μάλιστα την ευρεία διάδοση της μετοχικής ιδέας και στην ελληνική οικονομική πραγματικότητα, τα ζητήματα αυτά αφορούν πλέον άμεσα ένα αξιοπρόσεκτο ποσοστό του πληθυσμού. Στις ανεπτυγμένες αγορές το ποσοστό των πολιτών που κατέχουν μετοχές υπολογίζεται κατά μέσο όρο σε 35% επί του συνολικού πληθυσμού και στα επίπεδα αυτά τείνει να κινηθεί και η ελληνική αγορά.

Στο νομοθετικό επίπεδο πρέπει αναντίρρητα να ληφθούν υπ' όψιν οι ιδιαιτερότητες, που χαρακτηρίζουν μια κεφαλαιαγορά σε αντιδιαστολή με άλλους τομείς οικονομικής δραστηριότητας. Η θεσμική θωράκιση δεν αποτελεί πανάκεια και μάλιστα χωρίς σημαντικό κόστος, καθώς η ορθή εφαρμογή της προϋποθέτει άρτιο σχεδιασμό και κατάλληλο για τους σκοπούς, που καλείται να εξυπηρετήσει. Όπως εξάλλου υποστηρίζεται στην οικονομική θεωρία, η θέσπιση και υιοθέτηση νέων κανόνων δικαίου δημιουργεί κόστος, το οποίο βέβαια δεν αποτυπώνεται μεν σε κάποιον προϋπολογισμό, αλλά μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντικό. Το κόστος αυτό έχει να κάνει με ενδεχόμενη μεταβολή της συμπεριφοράς των παραγόντων της αγοράς και του επενδυτικού κοινού, που ακολουθεί ως φυσική συνέπεια θεσμικές μεταβολές.

Είναι χαρακτηριστικό το κλασσικό παράδειγμα από το χώρο των ασφαλειών κατά πυρκαϊάς, σύμφωνα με το οποίο όταν ένας ιδιώτης ασφαλίσει την κατοικία του για τον ανωτέρω κίνδυνο, αυτομάτως γίνεται πιο επιρρεπής στο να προκαλέσει τον εν λόγω κίνδυνο. Είναι προφανές ότι σε απόλυτους αριθμούς ο κίνδυνος παραμένει μικρός, αλλά είναι αναμφίβολα μεγαλύτερος συγκριτικά με το προ της ασφάλισης διάστημα. Με ανάλογο πνεύμα, ίσως οι ιδιώτες επενδυτές αναλάβουν κάποιο ρίσκο, το οποίο χωρίς το πλαίσιο προστασίας που τους περιβάλλει θα

απέφευγαν. Φυσική συνέπεια αυτού είναι ο νομοθέτης να αυξήσει το ενδεχόμενο πεδίο διακινδύνευσης, που επιχειρεί να περιορίσει.¹⁴⁷

Οι νομοθετικές ρυθμίσεις οφείλουν σαφώς να έχουν ως βασικό στόχο την προστασία των επενδυτών, καθώς αυτοί συνιστούν κατά κανόνα το πιο αδύναμο συναλλακτικά μέρος στο χρηματιστηριακό χώρο. Η τάση αυτή όμως θα ήταν σφάλμα να είναι τόσο ισχυρή, ώστε να δυσχεραίνει την απρόσκοπτη λειτουργία της αγοράς και την ομαλή επιχειρηματική δράση των εισηγμένων εταιρειών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα συνιστά η επιβολή προστίμου σε εισηγμένη εταιρεία, η οποία δεν απάντησε αμελλητί σε ανακριβές δημοσίευμα που την αφορά. Είναι απαραίτητη η εφαρμογή της αρχής του υπέρτερου συμφέροντος, που υπαγορεύει την κατά περίπτωση στάθμιση αφ' ενός μεν του συμφέροντος των επενδυτών προς ενημέρωση, αφ' ετέρου δε της τήρησης ενδεχομένως του επιχειρηματικού απορρήτου για μια εισηγμένη εταιρεία.

Στοχεύοντας την ενίσχυση της προστασίας του επενδυτικού κοινού, μια χρήσιμη πρόταση θα ήταν η θέσπιση μιας γενικής ρήτρας, που θα έθετε ως πρωταρχικής σπουδαιότητας κριτήριο την προάσπιση των συμφερόντων των επενδυτών. Παρά το γενικό της χαρακτήρα θα δημιουργούσε ένα επιπλέον νομικό στήριγμα προς όφελος των μικροεπενδυτών. Απαραίτητη προϋπόθεση ασφαλώς θα ήταν η απόδειξη της ζημίας του επενδυτή, η ύπαρξη υπαιτιότητας και η αιτιώδης συνάφεια μεταξύ των δύο αυτών στοιχείων. Παράλληλα με την καθιέρωση της ανωτέρω ρήτρας θα ενδείκνυτο η θέσπιση μιας ρήτρας που θα προέβλεπε τη μη καταχρηστική εφαρμογή της πρώτης, σύμφωνα με το άρθρο 281ΑΚ περί μη καταχρηστικής άσκησης δικαιώματος. Σε διαφορετική περίπτωση

¹⁴⁷ Gowland D. (1990) *"The Regulation of Financial Markets"*, England: Billing & Sons Ltd., pp.22-23.

θα διευρύνονταν επικίνδυνα τα όρια προστασίας και θα ξεπερνούσαν τα εύλογα πλαίσια, που ορίζει ο νομοθέτης.

Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει επίσης να δοθεί στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, οι οποίες μπορούν να αποτελέσουν, μέσω της ορθής εφαρμογής τους, ένα περαιτέρω μηχανισμό ενίσχυσης της αξιοπιστίας τους. Αν και οι εν λόγω αρχές συνιστούν “soft law” και ζήτημα επιχειρηματικής ηθικής,¹⁴⁸ χωρίς τη νομική ισχύ των κανόνων δικαίου, μπορούν να αποβούν χρήσιμες, καθώς αποσκοπούν συνολικά στην καλύτερη και αποτελεσματικότερη διοίκηση των επιχειρήσεων. Οι αρχές αυτές έχουν το χαρακτήρα «Λευκής Βίβλου» και αναφέρονται στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων, την ισότιμη μεταχείρισή τους, το ρόλο των συνεργαζόμενων με την εταιρεία προσώπων και των φορέων με νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία, τη διαφάνεια, τη γνωστοποίηση πληροφοριών και τον οικονομικό έλεγχο, καθώς και τη διοίκηση της εταιρείας.

Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης κατά κύριο λόγο αποσκοπούν στο να οδηγήσουν σε μια αξιόπιστη και λειτουργική κατανομή εξουσιών μεταξύ μετόχων, διοίκησης και μελών της διοίκησης, καθώς και στην οριοθέτηση της έκτασης της ευθύνης των μελών της διοίκησης των εισηγμένων εταιρειών. Σε τελική ανάλυση στόχος τους είναι η ενδυνάμωση της θέσης των εισηγμένων εταιρειών και ειδικότερα της εμπορευσιμότητας των μετοχών τους στην χρηματιστηριακή αγορά και η προστασία των μακροπρόθεσμων μετοχικών συμφερόντων των επενδυτών. Για την επίτευξη των στόχων αυτών, υιοθετούνται συγκεκριμένες μέθοδοι, οι οποίες κυρίως είναι η δημιουργία στερεότυπων

¹⁴⁸ Ευ. Περάκης (1999) Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικόλογων.

κανόνων συμπεριφοράς των διοικητών, ο διορισμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών και εκτελεστικών διοικητών, η αυξημένη υποχρέωση πίστης και η αυξημένη ευθύνη τους, καθώς και η δημιουργία αποτελεσματικότερου συστήματος πληροφόρησης των μετόχων.¹⁴⁹

Σημαντικό ρόλο αναμένεται να διαδραματίσει επίσης η υποχρεωτική εισαγωγή και εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων για τις οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών. Τα διεθνώς αναγνωρισμένα αυτά πρότυπα θα ενισχύσουν ουσιαστικά την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων των εταιρειών, δεδομένου ότι θα περιοριστούν τα περιθώρια πλασματικής παρουσίασης των οικονομικών τους στοιχείων με βάση τις διαφορετικές μεθόδους υπολογισμού και εμφάνισής τους. Επιπροσθέτως, η δυνατότητα άμεσης σύγκρισης με τα οικονομικά στοιχεία αντίστοιχων αλλοδαπών εταιρειών θα είναι άμεση και αδιαμφισβήτητη.

Σημαντικό είναι επίσης το κενό που εμφανίζεται στον τομέα της παροχής επενδυτικών συμβουλών και υπηρεσιών. Η ατελής πρόβλεψη του investment consulting στην ελληνική νομοθεσία και η θέσπιση της παροχής επενδυτικών συμβουλών ως παρεπόμενη υποχρέωσης των Ε.Π.Ε.Υ. δεν ικανοποιούν ασφαλώς την ανάγκη επαρκούς ρύθμισης και οργάνωσης ενός υγιούς δικτύου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η εύρυθμη και αξιόπιστη λειτουργία των υπηρεσιών επενδυτικών συμβούλων είναι η μόνη που μπορεί να συνδράμει αποφασιστικά στην προστασία του επενδυτικού κοινού, καθώς δε θα υφίσταται πλέον η ανάγκη καταφυγής των επενδυτών σε αμφιβολής ποιότητας και εγκυρότητας πηγές ενημέρωσης και παροχής συμβουλών.

¹⁴⁹ Ι. Ρόκας (2001) Οι λεγόμενες «αρχές εταιρικής διακυβέρνησης» και το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικόλογων.

Όπως έγινε αντιληπτό από την προηγηθείσα ανάλυση, η τακτική της πλειονότητας των επενδυτών της υιοθέτησης υποδείξεων, που προέρχονταν από επισφαλείς και αναξιόπιστες πηγές, αποτέλεσε τη μεγαλύτερη αδυναμία της ελληνικής αγοράς κατά το πρόσφατο παρελθόν. Αφ' ενός γιατί άφηνε εκτεθειμένους τους επενδυτές στον κίνδυνο παραπληροφόρησης και αφ' ετέρου γιατί έθιγε ευθέως την αξιοπιστία της αγοράς συνολικά, πλήττοντας καίρια το κύρος της. Η αρτιότερη οργάνωση των υπηρεσιών εξειδικευμένων συμβούλων ασφαλώς δε θα αποτελέσει πανάκεια, αφού ένα ποσοστό επενδυτικού κινδύνου είναι συνυφασμένο με τη φύση της χρηματιστηριακής αγοράς, αλλά είναι βέβαιο ότι θα πετύχει να προφυλάξει το κοινό από ακραία φαινόμενα κερδοσκοπίας σε βάρος του.

Ειδικότερα, σε ότι αφορά το συμβουλευτικό ρόλο των Α.Χ.Ε., θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην υιοθέτηση ενός καθεστώτος αμεσότερης και πληρέστερης παροχής επενδυτικών συμβουλών από αυτές προς το επενδυτικό κοινό. Με δεδομένη την επιστημονική επάρκεια και την πρακτική δυνατότητα των εταιρειών αυτών να οργανώσουν τα κατάλληλα τμήματα για την υποστήριξη της παραπάνω ανάγκης, κρίνεται επιβεβλημένη η κατεύθυνση του κοινού προς τις εταιρείες αυτές, προκειμένου να προστατευτούν από άλλες σαφώς πιο επισφαλείς και αμφίβολης αξιοπιστίας πηγές παροχής συμβουλών.

Σύμφωνα με τον κώδικα δεοντολογίας των χρηματιστηριακών εταιρειών, η εταιρεία ευθύνεται για την καταλληλότητα της παρεχόμενης συμβουλής προς τον πελάτη καθώς και για την ενημέρωσή του με τρόπο εύλογο, εφιστώντας την προσοχή του στους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Το ελληνικό δίκαιο ακολουθεί δηλαδή τη θεωρία της καταλληλότητας ("suitability doctrine") που αναπτύχθηκε στις Η.Π.Α. και αναφέρεται στην υποχρέωση των χρηματιστηριακών εταιρειών να

προτείνουν σε κάθε πελάτη τους μόνο τα αξιόγραφα, που βάσει εύλογων κριτηρίων ανταποκρίνονται στην οικονομική του κατάσταση και τις ανάγκες του. Ενώ όμως το γράμμα του νόμου ικανοποιεί την ανωτέρω ανάγκη, η πρακτική καταδεικνύει ότι οι περισσότερες εταιρείες ασκούν τα καθήκοντα παροχής επενδυτικών συμβουλών με παρεμπύπτοντα τρόπο, χωρίς να αξιολογούν όπως θα όφειλαν τα παραπάνω κριτήρια.

Το ζήτημα της ευθύνης των χρηματιστηριακών εταιρειών για την προστασία των επενδυτών από την παροχή εσφαλμένων συμβουλών ανακύπτει όταν αυτές δεν ακολουθούν τους αντικειμενικά αποδεκτούς κανόνες των οικονομικών αναλύσεων προκειμένου να διαφυλάξουν τα συμφέροντα του επενδυτικού κοινού και δεν προειδοποιούν σχετικά τους πελάτες τους, όταν οι ανωτέρω κανόνες το υπαγορεύουν. Παράλληλα, όπως ελέγχθη και παραπάνω, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα επιμέρους χαρακτηριστικά κάθε πελάτη ανάλογα με την εμπειρία, την οικονομική κατάσταση και το βαθμό του ρίσκου, που προτίθεται να αναλάβει για την επένδυσή του, κάτι που είναι προφανές ότι δεν εφαρμόστηκε στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά για μεγάλο χρονικό διάστημα εκθέτοντας πολλούς επενδυτές σε σημαντικό κίνδυνο. Η υιοθέτηση αυστηρότερων διατάξεων, προκειμένου οι χρηματιστηριακές εταιρείες να παρέχουν με αρτιότερο τρόπο επενδυτικές συμβουλές, κρίνεται μάλλον απρόσφορη δεδομένου ότι θα είναι σε κάθε περίπτωση ιδιαίτερα δυσχερές να αποδειχθεί ο δόλος ή η βαριά αμέλεια των οργάνων της εταιρείας.

Ένα κριτήριο που διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της επενδυτικής συμπεριφοράς του κοινού και στο οποίο μάλιστα χωρούν μεγάλα περιθώρια βελτίωσης είναι αυτό του επιπέδου της επενδυτικής παιδείας, που χαρακτηρίζει τους επενδυτές της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η ύπαρξη ή μη επενδυτικής παιδείας εξηγεί την λογική ανακολουθία που παρατηρείται συχνά στις κινήσεις των

επενδυτών. Υπό το πρίσμα αυτό, ο ενθουσιασμός ή η απογοήτευση που επικρατούν σε μια δεδομένη στιγμή στην αγορά παρασύρουν το κοινό σε λανθασμένες αποφάσεις, που αντιστρατεύονται την κοινή λογική και οδηγούν σε ιδιαίτερα ζημιογόνες και έως ακόμη και καταστρεπτικές κινήσεις.

Η πρόσφατη εμπειρία στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατέδειξε το πρόβλημα της παντελούς σχεδόν έλλειψης επενδυτικής παιδείας από το σύνολο των επενδυτών, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων ασχολήθηκε με τις χρηματιστηριακές επενδύσεις για πρώτη φορά κατά τη διετία 1999-2000. Το γεγονός αυτό εξηγεί κατά κάποιο τρόπο τα φαινόμενα υπερβολής που παρατηρήθηκαν στην ελληνική αγορά κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Πάρα ταύτα οι επιβλέπουσες και εποπτικές αρχές όφειλαν να ενημερώσουν έγκαιρα και επαρκώς το επενδυτικό κοινό, το οποίο στερείτο οποιασδήποτε προηγούμενης εμπειρίας στο χώρο αυτό, μια κίνηση που θα περιόριζε σε αισθητό βαθμό την έκταση των προβλημάτων, που στη συνέχεια δημιουργήθηκαν.

Η επενδυτική παιδεία αποκτάται αφ' ενός με την ενεργό ενασχόληση και την τριβή με το χώρο του χρηματιστηρίου και αφ' ετέρου μέσω της οικονομικής πληροφόρησης, της οποίας γίνονται δέκτες οι επενδυτές αλλά και της παιδευτικού και ενημερωτικού χαρακτήρα πληροφόρησης, που πραγματοποιείται από τις εποπτεύουσες αρχές και τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο της κεφαλαιαγοράς. Το επίπεδο της επενδυτικής παιδείας, που συναντάται σήμερα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, έχει αναμφίβολα σημειώσει ορισμένα βήματα προόδου. Όλο και μεγαλύτερος αριθμός επενδυτών στρέφεται στο χρηματιστήριο κατά τα τελευταία χρόνια και αποκτά σταδιακά ικανοποιητική γνώση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του χώρου.

Η ανάγκη όμως για την εξασφάλιση υψηλότερου επιπέδου επενδυτικής παιδείας συναρτάται άμεσα και με την ενεργό συνδρομή των αρμόδιων αρχών, οι οποίες οφείλουν να παρέχουν στο επενδυτικό κοινό όχι μόνο τις πληροφορίες, που είναι απαραίτητες βάσει του πλαισίου που ορίζει η ισχύουσα νομοθεσία, αλλά και την ευρύτερη ενημέρωση που κρίνεται απαραίτητη για την επιμόρφωση των επενδυτών και την προστασία τους από φαινόμενα απόπειρας παραπληροφόρησης και αποπροσανατολισμού που συχνά παρατηρούνται. Ούτως ή άλλως, η ενημέρωση και η επιμόρφωση, στο μέτρο του δυνατού, του επενδυτικού κοινού έχουν αξία εάν συντελούνται με σκοπό την πρόληψη και όχι την καταστολή φαινομένων εκμετάλλευσης των επενδυτών.

Έμπρακτη εκδήλωση της ανόδου του επιπέδου της επενδυτικής παιδείας του κοινού μπορεί να αποτελέσει και η προσπάθεια συλλογικής δράσης των επενδυτών, ένα φαινόμενο που ενώ στο εξωτερικό και ιδίως στις Η.Π.Α. έχει προσλάβει αξιοπρόσεκτες διαστάσεις, στις ευρωπαϊκές χώρες δεν έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα. Η συλλογική δράση μπορεί να επιφέρει θετικές συνέπειες για το επενδυτικό κοινό, αφού στα πλαίσια αυτής καθίσταται πιο ευχερής όχι μόνο η ενημέρωση αλλά και η προστασία των επενδυτών. Εντάσσεται άλλωστε στο γενικότερο πνεύμα συλλογικής δράσης που διαπνέει κάθε χώρο και οδηγεί σε πιο ικανοποιητικά αποτελέσματα, όπως για παράδειγμα στο πεδίο των εργασιακών σχέσεων, που ρυθμίζονται από συλλογικές συμβάσεις εργασίας.¹⁵⁰

Είναι γεγονός ότι ένας μεμονωμένος επενδυτής, ο οποίος καθίσταται θύμα παράνομης δραστηριότητας στο χρηματιστηριακό χώρο, δεν αντιδρά με τον ενδεικνύόμενο τρόπο, εξαιτίας είτε άγνοιας των

¹⁵⁰ Μιχαλόπουλος Γ. (1991) *Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο*, Αθήνα: Σάκκουλας, σελ. 118.

σχετικών διατάξεων της κείμενης νομοθεσίας, είτε λόγω οικονομικής αδυναμίας να καταφύγει στην απαραίτητη νομική υποστήριξη. Σε συλλογικό επίπεδο όμως, όταν πρόκειται άλλωστε για τη συνηθισμένη περίπτωση, κατά την οποία η παράνομη δραστηριότητα στρέφεται κατά ομάδας επενδυτών, η αντίδραση μπορεί να είναι πιο αποτελεσματική. Ακόμη και στην περίπτωση μεμονωμένων επενδυτών που ζημιώθηκαν, η συνδρομή των ανωτέρω σωματείων και η ενημέρωση, που αυτά θα τους παρέχουν μπορεί να τους βοηθήσει σαφώς με πιο αποτελεσματικό τρόπο.

Η καλύτερη οργάνωση της συλλογικής δράσης των επενδυτών μόνο θετικά αποτελέσματα μπορεί να επιφέρει προς όφελός τους. Η θεσμική και συλλογική εκπροσώπηση των μετόχων μιας εισηγμένης εταιρείας δύναται να τους εξασφαλίσει τη δυνατότητα ελέγχου των διευθυντικών και διοικητικών οργάνων της, κάτι που θα ήταν ανέφικτο να επιτευχθεί από μεμονωμένους μετόχους – επενδυτές. Είναι αλήθεια όμως ότι και στην παράμετρο αυτή δεν έχει δοθεί η απαιτούμενη έμφαση, με αποτέλεσμα η ευρύτατη διασπορά των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών και ο πολυπληθέστατος χαρακτήρας των μετόχων της να καθιστά απαγορευτικό κάθε τέτοιου είδους έλεγχο.

Η “κοινωνία των επενδυτών” εξάλλου, αριθμεί εξαιρετικά μεγάλο κύκλο προσώπων και η συλλογική τους παρουσία θα μπορούσε να επιδράσει καταλυτικά όχι μόνο για τους προφανείς προαναφερθέντες λόγους, αλλά και για το πρόσθετο κίνητρο που δημιουργείται για τις εποπτεύουσες αρχές και την ίδια την εκτελεστική εξουσία προς την κατεύθυνση της άρτιας και προσήκουσας άσκησης των καθηκόντων τους. Η συμπεριφορά των οργάνων αυτών είναι φυσικό να διαφοροποιείται ουσιωδώς όταν απέναντί τους έχουν μια οργανωμένη και πολυάριθμη ομάδα προσώπων, σε αντιδιαστολή με τους μεμονωμένους επενδυτές, ιδιαίτερα υπό το πρίσμα ακόμη και του πολιτικού κόστους.

Προκαλεί εντύπωση η διαπίστωση ότι ακόμη και σήμερα που το ενδιαφέρον και η συμμετοχή του κοινού έχουν ανέβει κατακόρυφα, δεν έχουν σημειωθεί βήματα προόδου στο επίπεδο της συλλογικής δράσης του επενδυτικού κοινού και δεν έχουν συγκροτηθεί ενώσεις ή σύλλογοι μετόχων στο μέτρο που αυτό θα ήταν αναμενόμενο. Η λογική της συλλογικής δράσης άλλωστε διαπνέει κάθε μορφή ρύθμισης σχέσεων μεταξύ ομάδων με αντιτιθέμενα συμφέροντα στη σύγχρονη αγορά. Οι ήδη υπάρχουσες ενώσεις στην ελληνική αγορά λειτουργούν υποτυπωδώς και σε καμία περίπτωση δε δραστηριοποιήθηκαν ουσιαστικά προς την κατεύθυνση της προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών.

Ένα ακόμη ζήτημα με θεμελιακή βαρύτητα, όπως φάνηκε από την προηγηθείσα ανάλυση, είναι αυτό της εσωτερικής πληροφόρησης. Παρά τα αξιοπρόσεκτα βήματα προόδου που έχουν σημειωθεί, τα περιθώρια αποτελεσματικότερης και ουσιαστικότερης προστασίας του επενδυτικού κοινού είναι αισθητά. Ερεθίσματα μπορεί να λάβει η ελληνική νομοθεσία από αντίστοιχες διατάξεις νόμων προηγμένων αγορών, που κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν στο παρελθόν παρόμοια ζητήματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι περιορισμοί, που θεσπίζονται για τα στελέχη εισηγμένων εταιρειών, όσον αφορά στις αγοραπωλησίες που αυτά δικαιούνται να διενεργούν.

Ένα μέτρο, που εφαρμόζεται όπως προαναφέρθηκε σε αλλοδαπές χρηματιστηριακές αγορές, είναι αυτό της απαγόρευσης πωλήσεων short για τα στελέχη εισηγμένων εταιρειών (πρόκειται για τις λεγόμενες «ανοικτές» πωλήσεις, δηλαδή τις πωλήσεις μετοχών, που δεν έχει ο πωλητής στην κατοχή του). Με τον τρόπο αυτό δυσχεραίνεται, έστω μερικώς, η αθέμιτη αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών από τα στελέχη των εταιρειών αυτών, αφού σε περίπτωση που λάβουν γνώση

δυσμενών για την εταιρεία ειδήσεων δεν μπορούν να τις εκμεταλλευτούν προβαίνοντας σε ανοικτές πωλήσεις.

Κατ' αναλογία, θα πρέπει και στην περίπτωση ευνοϊκών για την εταιρεία ειδήσεων να μεθοδευτούν από το δίκαιο αντίστοιχοι περιορισμοί για τα στελέχη των εισηγμένων εταιρειών με σκοπό την αποτροπή επίτευξης παράνομου οφέλους. Ο πιο αποτελεσματικός τρόπος θα ήταν η θέσπιση της υποχρεωτικής διακράτησης των μετοχών της εταιρείας τους, τις οποίες αγοράζουν, για ένα χρονικό διάστημα τέτοιο, ώστε να αποδυναμώνει κάθε πιθανότητα αθέμιτης αξιοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας από τον παραβάτη. Νομοθεσίες αλλοδαπών κεφαλαιαγορών έχουν ορίσει το χρόνο υποχρεωτικής διακράτησης των μετοχών αυτών σε έξι μήνες από την ημερομηνία αγοράς, χρονικό διάστημα εύλογο για να ικανοποιήσει το σκοπό του νομοθέτη.

Ειδικότερα, μετά την παρέλευση του χρονικού διαστήματος που θα ορισθεί, η αθέμιτη αξιοποίηση της πληροφορίας καθίσταται δυσχερής και αμφίβολη, δεδομένου ότι θα έχει μεσολαβήσει χρόνος ικανός, ώστε να σημειωθούν οι αναμενόμενες αυξομειώσεις στην τιμή της υπό εξέταση μετοχής, σχετιζόμενες τόσο με το γενικό κλίμα της αγοράς όσο και με άλλες πληροφορίες για την εν λόγω εταιρεία, ανεξάρτητες από τις εμπιστευτικές, οι οποίες είναι πιθανό να οδηγήσουν την τιμή της εν λόγω μετοχής ακόμη και προς την αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν που ο insider προσδοκούσε. Είναι φυσικό όσο απομακρύνεται χρονικά η διενέργεια της αγοράς μετοχών βάσει καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικής πληροφορίας από τη χρονική στιγμή πραγματοποίησης του κέρδους με την αντίστοιχη πώληση, να αποδυναμώνεται αποφασιστικά το ενδεχόμενο ιδιαίτερα επικερδούς αξιοποίησής της.

Στα πλαίσια της προσπάθειας περιορισμού των περιπτώσεων αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, σύμφωνα με τα ισχύοντα στην

πλειοψηφία των αλλοδαπών νομοθεσιών, απαγορεύεται στα στελέχη δικηγορικών εταιρειών, τα οποία διενήργησαν νομικό έλεγχο (Legal Due Diligence) κατά τη διαδικασία δημόσιας εγγραφής για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο των μετοχών μιας εταιρείας, να αποκτήσουν κινητές αξίες του συγκεκριμένου εκδότη εντός διαστήματος έξι μηνών από την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση.¹⁵¹ Με το ίδιο σκεπτικό θα ήταν χρήσιμη η επιβολή αντίστοιχων περιοριστικών διατάξεων και στο ελληνικό δίκαιο για τα στελέχη κυρίως λογιστικών και δικηγορικών εταιρειών, που όπως είναι φυσικό στα πλαίσια των καθηκόντων τους λαμβάνουν γνώση ιδιαίτερα κρίσιμων για την εταιρεία στοιχείων.

Η συζήτηση γύρω από το πρόβλημα της εσωτερικής πληροφόρησης έχει να κάνει με το χρονικό προβάδισμα που αξιοποιεί ο παραβάτης insider σε βάρος του επενδυτικού κοινού. Δεδομένου ότι η πλειοψηφία των θεμάτων, τα οποία αφορά η εσωτερική πληροφόρηση, αναφέρονται στην πορεία των εργασιών της εταιρείας, τα διανεμόμενα κέρδη, τις επιχειρηματικές συνεργασίες και τις κινήσεις των μεγαλομετόχων της εταιρείας, είναι εφικτός ο μετριασμός του εν δυνάμει πεδίου δράσης των insiders. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την υποχρέωση των εταιρειών να προβαίνουν συχνότερα και πιο εμπεριστατωμένα σε ανακοινώσεις που αφορούν τα ανωτέρω ζητήματα.

Η υποχρεωτική από το νόμο οικονομική ενημέρωση¹⁵² καλύπτει κατά το τυπικό σκέλος την ανάγκη ενημέρωσης του κοινού. Στο μεσοδιάστημα όμως, οι επενδυτές στηρίζονται ως επί το πλείστον σε επισφαλούς αξιοπιστίας ανεπίσημες πληροφορίες. Οι εταιρείες από την πλευρά τους προβαίνουν σε επιβεβαίωση ή διάψευση ανακριβών

¹⁵¹ Ζέρει Ι. (1999) «Νομικός έλεγχος και εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α.», Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικόλογων, Νοέμβριος 1999.

¹⁵² Ν 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» Άρθρο 42^α.

δημοσιευμάτων σε λίγες αναλογικά περιπτώσεις και με ελεγχόμενη επιλεκτικότητα. Η καθιέρωση της υποχρέωσης των εταιρειών να δημοσιοποιούν το συντομότερο δυνατό κάθε πληροφορία που αφορά ουσιαστικά την πορεία των εργασιών της και μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την τιμή της μετοχής της, ήταν επιβεβλημένη και θεσμοθετήθηκε πρόσφατα με την υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το μέτρο αυτό ασφαλώς δεν είναι δυνατό να καταπολεμήσει εξ' ολοκλήρου το πρόβλημα της εσωτερικής πληροφόρησης, είναι σε θέση όμως να περιορίσει σε ουσιαστικό βαθμό το πεδίο δράσης των επίδοξων insiders.

Σημαντικό ρόλο παράλληλα μπορεί να διαδραματίσει η βελτίωση των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών. Η ποιότητα της παρεχόμενης ενημέρωσης και ο βαθμός κατανόησής της από το κοινό, έχουν θεμελιακή σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, αφού η παρεχόμενη οικονομική πληροφόρηση είναι εκείνη που επηρεάζει και κατευθύνει τις επιλογές των επενδυτών. Η πλειοψηφία των επενδυτών δεν είναι εξοικειωμένη με την επεξεργασία των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών, που περιλαμβάνονται στους ετήσιους λογαριασμούς, με συνέπεια να αδυνατεί να τα κατανοήσει επαρκώς.

Η υποχρέωση δημοσιότητας των πληροφοριών, για να εκπληρώνει όχι μόνο τον τυπικό, αλλά και τον ουσιαστικό της προορισμό, θα πρέπει να απευθύνεται πιο άμεσα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, που αποτελεί άλλωστε την πλειοψηφία των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών. Το κόστος όμως επεξεργασίας και αξιοποίησης των στοιχείων αυτών από τους μικροεπενδυτές είναι αποτρεπτικό και δυσανάλογο. Γίνεται κατανοητό όμως εκ των προτέρων, ότι οποιαδήποτε μέθοδος και αν ακολουθηθεί, είναι αδύνατο να ικανοποιηθούν οι ανάγκες όλων

ανεξαιρέτως των ενδιαφερομένων ομάδων χρηστών της οικονομικής πληροφόρησης, εξαιτίας του διαφορετικού επιπέδου γνώσεων που τις χαρακτηρίζει.

Δεδομένου ότι η παρεχόμενη υποχρεωτική οικονομική πληροφόρηση καλύπτει πλήρως τις ανάγκες των θεσμικών και επαγγελματιών επενδυτών, το ζητούμενο είναι η βελτίωση της παρεχόμενης προς το πλήθος των μικροεπενδυτών ενημέρωσης. Δεν πρέπει να λησμονείται η αναπόφευκτη διάκριση μεταξύ «sophisticated investors» και απλών επενδυτών. Για το σκοπό αυτό δε θα ήταν αδόκιμη η κατηγοριοποίηση των επενδυτών ανάλογα με το επίπεδο των γνώσεων που τους χαρακτηρίζει, στο πνεύμα της προστασίας του μειονεκτούντος διαπραγματευτικά και του συναλλακτικά υπολειπόμενου μικροεπενδυτή, που συνιστά το ασθενέστερο μέρος της χρηματιστηριακής συναλλαγής. Στο πλαίσιο αυτό θα μπορούσαν να δημοσιεύονται απλοποιημένες εκθέσεις επί των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών, που να απευθύνονται άμεσα στο ευρύ κοινό και τις ιδιαίτερες απαιτήσεις του. Παράλληλα, οι μικροεπενδυτές πρέπει να τυγχάνουν ειδικής παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, η οποία να λαμβάνει υπ' όψη τα δεδομένα και τις ιδιαίτερες ανάγκες τους.

Το ελληνικό χρηματιστηριακό δίκαιο χαρακτηρίζεται από ομοιομορφία στη μεταχείριση των επενδυτών, χωρίς να λαμβάνει υπ' όψη του τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε ομάδας επενδυτών. Χρήσιμη θα ήταν η εισαγωγή διαφορετικού βαθμού πληροφόρησης όχι ως προς το κατ' ουσίαν περιεχόμενό της, αλλά ως προς τον τρόπο διάχυσής της. Άξια προσοχής προς την κατεύθυνση αυτή είναι η τακτική που υιοθετεί το γαλλικό χρηματιστηριακό δίκαιο. Πιο συγκεκριμένα, η γαλλική επιτροπή κεφαλαιαγοράς (C.O.B.) ακολουθεί μια πιο ουσιαστική διαδικασία πληροφόρησης μέσω ενός «εγγράφου αναφοράς» (“document de

reference”).¹⁵³ Το έγγραφο αυτό συντάσσεται κάθε χρόνο μετά τη δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιρειών και περιέχει το σύνολο των γενικών πληροφοριών, που αφορούν την εταιρεία, διευκολύνοντας το επενδυτικό κοινό στο μέτρο που παρουσιάζονται τα παραπάνω στοιχεία με πιο απλή μορφή χωρίς να απαιτείται η κατανόηση και η ερμηνεία δυσνόητων οικονομικών δεδομένων.¹⁵⁴

Εκτός από την υποχρεωτική ενημέρωση από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών, που προβλέπεται ρητά από την ισχύουσα νομοθεσία, κάθε εταιρεία έχει τη δυνατότητα να προβαίνει σε ανακοινώσεις προς το επενδυτικό κοινό σχετικά με τις δραστηριότητές της. Η πρακτική που ακολουθείται από τις ελληνικές εταιρείες όμως, φανερώνει μια απροθυμία στον τομέα της μη υποχρεωτικής ενημέρωσης και μια εμφανή απουσία από την απαιτούμενη προσπάθεια περαιτέρω διαφώτισης των επενδυτών. Μόνο κατά το στάδιο της εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, η υπό εισαγωγή εταιρεία εμφανίζεται πρόθυμη, στα πλαίσια της απαιτούμενης προβολής της στο κοινό, να προβεί σε πλήρη και αναλυτική ενημέρωση για τις δραστηριότητές της.

Στη συνέχεια, η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών αρκείται κατά κανόνα στις υποχρεωτικές από τη νομοθεσία δημοσιεύσεις. Μια λογική εξήγηση θα ήταν ο φόβος του ανταγωνισμού, που αποτρέπει τους ιθύνοντες από την δημοσιοποίηση των κινήσεων της εταιρείας τους, αν και στην πράξη οι έχοντες τέτοιου είδους συμφέρον ανταγωνιστές συνήθως λαμβάνουν γνώση μέσω άλλων οδών. Ίσως επίσης οι ελληνικές εταιρείες να μην έχουν ακόμη προσαρμοσθεί στο νέο οικονομικό

¹⁵³ Vauplant/Bornet (1998) *Droit des marches financiers*, p.111.

¹⁵⁴ Γ. Μιχαλόπουλος (2001) *Η πληροφόρηση των επενδυτών*, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικόλογων.

περιβάλλον, που έχει διαμορφωθεί και έχει τοποθετήσει τις εξελίξεις στο χώρο της κεφαλαιαγοράς στην πρώτη γραμμή του γενικού ενδιαφέροντος και της επικαιρότητας. Στο πλαίσιο αυτό ενδείκνυται ο εμπλουτισμός της παρεχόμενης από τις ίδιες τις εταιρείες ενημέρωσης πέρα από τα στενά πλαίσια της υποχρεωτικής από το νόμο πληροφόρησης.

Εκτός από τις υποχρεώσεις ενημέρωσης, που αφορούν την κατάρτιση και δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιρειών, η ελληνική νομοθεσία προβλέπει σειρά υποχρεώσεων γνωστοποίησης ενεργειών από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών και των βασικών μετόχων τους. Η υποχρέωση αυτή εντάσσεται στα πλαίσια της προσπάθειας για την εξυγίανση και ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς μέσω της επίτευξης της μεγαλύτερης δυνατής αξιοπιστίας και διαφάνειας κατά τη διενέργεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Είναι αναμφισβήτητη η βαρύτητα που έχουν οι κινήσεις των ίδιων των εταιρειών, των βασικών τους μετόχων καθώς και των μελών της διοίκησής τους για την εικόνα και την πορεία της μετοχής της εταιρείας τους στη χρηματιστηριακή αγορά. Στο πλαίσιο αυτό θεσπίστηκαν διατάξεις, με πιο αντιπροσωπευτική την υπ' αριθμ. 5/204/14.11.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί τον κανονισμό λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών και ρυθμίζει τους κανόνες συμπεριφοράς αυτών και των συνδεδομένων με αυτές προσώπων. Η κάλυψη των αναγκών ενημέρωσης για τα ανωτέρω ζητήματα χαρακτηρίζεται ως επαρκής και εξασφαλίζει την απαιτούμενη και επιθυμητή διαφάνεια, που στο παρελθόν απουσίαζε.

Περαιτέρω, η οικονομική διάσταση της προστασίας των επενδυτών συναρτάται άμεσα με την θεωρία της αποτελεσματικότητας των χρηματιστηριακών αγορών (efficiency of financial markets), η οποία

αποτελεί μια από τις αμφιλεγόμενες έννοιες στο χώρο των επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα, η θεωρία αυτή πρεσβεύει το ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν ουσιαστικά το σύνολο των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες στην αγορά, καθώς ένα σύστημα “αόρατων δυνάμεων” μεταφέρει στην αγορά με ακρίβεια και ταχύτητα κάθε πληροφορία σχετική με τις μετοχές με αποτέλεσμα αυτές να ενσωματώνονται στην τιμή τους. Η αποτελεσματικότητα της αγοράς στηρίζεται στην υπόθεση ότι υφίσταται ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικά σκεπτόμενων αγοραστών και πωλητών στην αγορά και είναι παρεμφερής με την αρχή του τέλειου ανταγωνισμού στα οικονομικά.¹⁵⁵ Απόρροια της αρχής αυτής είναι και η υποχρέωση που επιβάλλει ο νομοθέτης σε κάθε εισηγμένη εταιρεία να εμφανίζει ικανό βαθμό διασποράς των μετοχών της.

Η ύπαρξη του απαιτούμενου αριθμού αγοραστών και πωλητών έχει ως συνέπεια τη γρήγορη διασπορά των νέων πληροφοριών στην αγορά. Σημαντικό μερίδιο της ευθύνης για την αξιοσημείωτη ταχύτητα διάδοσης έχουν οι χρηματιστηριακές εταιρείες και οι θεσμικοί επενδυτές, που προσπαθώντας να εξασφαλίσουν χρονικό προβάδισμα επιταχύνουν με τις τοποθετήσεις τους την κίνηση της αγοράς. Σε αυτό συντελεί το μέγεθος και η σημαντική τους ρευστότητα αλλά και η εγγύτητα που έχουν προς την καρδιά των εξελίξεων.¹⁵⁶ Αποτέλεσμα είναι η “προσαρμογή” της τιμής να γίνεται μέσα σε λίγα λεπτά από τη διοχέτευση της είδησης. Παράλληλα, καταδεικνύεται η προφανής αδυναμία αξιοποίησης της είδησης από έναν μικροεπενδυτή, ο οποίος θα διαβάσει την επόμενη μέρα

¹⁵⁵ Mandell L. (1992) *Investments*, New York: Macmillan Publishing Company, p. 495.

¹⁵⁶ Reilly F. (1995) *Investment Analysis and Portfolio Management*, London: The Dryden Press pp. 212-214.

στις οικονομικές εφημερίδες ή θα πληροφορηθεί με άλλο τρόπο την εν λόγω είδηση.

Σε μια αγορά λοιπόν που χαρακτηρίζεται ως αποτελεσματική δεν υπάρχουν περιθώρια για την επίτευξη μη αναμενόμενων κερδών. Για το λόγο αυτό η ελληνική κεφαλαιαγορά καλείται να αντιμετωπίσει μια θεμελιακής βαρύτητας αδυναμία που τη διακρίνει, την έλλειψη επαρκούς «βάθους». Με τον όρο «βάθος» μιας αγοράς νοείται το πλήθος των εντολών αγοραπωλησιών, που κάθε στιγμή διοχετεύονται σε αυτήν σε διαφορετικά επίπεδα. Με κριτήριο το βάθος που τη χαρακτηρίζει, η ελληνική κεφαλαιαγορά συγκαταλέγεται στις «ρηχές» αγορές, δεν υπάρχει με άλλα λόγια επαρκής ρευστότητα ούτως ώστε να θεωρηθεί ότι εφαρμόζεται ορθολογικά ο κανόνας των αποτελεσματικών αγορών και κατ'έκταση ότι διαμορφώνονται δίκαιες τιμές στην αγορά.

Η έλλειψη ρευστότητας συνδέεται ασφαλώς με εγγενείς αδυναμίες του οικονομικού συστήματος συνολικά. Είναι εφικτό όμως να δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις για την ενίσχυση της υπάρχουσας ρευστότητας μέσω άλλων οδών με πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα το θεσμό του margin account. Το μέτρο αυτό, το οποίο εφαρμόζεται εδώ και χρόνια στις ανεπτυγμένες αγορές, επιτυγχάνει την επιθυμητή δημιουργία «τεχνητής» έστω ρευστότητας στην αγορά. Χρησιμοποιώντας ως ενέχυρο τις ήδη υπάρχουσες μετοχές που κατέχει, ο επενδυτής δικαιούται να αγοράσει επιπλέον μέχρι ένα ορισμένο ποσοστό του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου του.

Χρήσιμη θα ήταν επίσης η εύρυθμη λειτουργία του τμήματος μετόχων κάθε εισηγμένης εταιρείας. Η υποχρέωση έγκαιρης και αξιόπιστης ενημέρωσης των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών για τις εταιρικές υποθέσεις έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς στις μέρες μας ο αριθμός των μετόχων ειδικά των μεγαλύτερων σε μέγεθος εταιρειών

ανέρχεται σε αρκετές δεκάδες χιλιάδων. Η εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους προϋποθέτει την άρτια οργάνωση των αντίστοιχων τμημάτων μετόχων, τα οποία κάθε εισηγμένη εταιρεία οφείλει να διατηρεί. Υπό την πίεση των συνθηκών αυτών οι ελληνικές εταιρείες ανταπεξήλθαν επαρκώς στην παραπάνω ανάγκη.

Η εμπειρική διερεύνηση του όλου ζητήματος καταδεικνύει ότι πέρα από τα οποιαδήποτε κατασταλτικά μέτρα, που είναι δυνατό να ληφθούν, οι ίδιοι οι επενδυτές μπορούν να διαφυλάξουν σε σημαντικό βαθμό τα συμφέροντά τους ακολουθώντας ορισμένους απλούς κανόνες. Δεδομένου ότι όπως όλοι τώρα πλέον γνωρίζουν η χρηματιστηριακή αγορά δεν αποτελεί το ναό του εύκολου κέρδους, αλλά αντίθετα κρύβει πολλές και ποικίλες παγίδες, θα ήταν φρόνιμο αντί να επιχειρεί κάθε μεμονωμένος επενδυτής να γίνει επίδοξος χρηματιστής ή παίκτης, να εμπιστευτεί τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του σε ειδικούς συμβούλους επενδύσεων και διαχείρισης.

Άλλωστε το κόστος επεξεργασίας και ανάλυσης των οικονομικών πληροφοριών για έναν μικροεπενδυτή είναι αποτρεπτικό και για το λόγο αυτό οι μικροεπενδυτές αναγκάζονται να κινούνται στην αγορά δεχόμενοι ανέλεγκτα αμφίβολης εγκυρότητας οικονομικές πληροφορίες. Με το σκεπτικό ότι αυτή η τακτική θα στερούσε από πλήθος ιδιωτών επενδυτών την ικανοποίηση της ενεργούς συμμετοχής τους στην αγορά, θα μπορούσαν αυτοί τουλάχιστον να επιλέγουν τα λεγόμενα «βαριά χαρτιά», τις μετοχές δηλαδή εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης, που διασφαλίζουν ομαλές και λογικές διακυμάνσεις χωρίς φαινόμενα ακραίας συμπεριφοράς, με τους κινδύνους που αυτή συνεπάγεται.

Στην ανάλυση που προηγήθηκε, αναδείχθηκε ο καθοριστικός ρόλος που διαδραματίζει στην κεφαλαιαγορά ο παράγων της οικονομικής ψυχολογίας. Κατέστη φανερό ότι το κριτήριο, που επηρεάζει περισσότερο

από οποιοδήποτε άλλο την επενδυτική συμπεριφορά του κοινού και το κατευθύνει προς επιλογές που αντίκεινται συχνά όχι μόνο στα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς αλλά και τις υπαγορεύσεις της λογικής, είναι αυτό της ψυχολογίας. Η βαρύτητά του δε είναι τέτοια, ώστε να περνούν σε δεύτερη μοίρα οι εκτιμήσεις που προκύπτουν από τους οικονομικούς δείκτες, την τεχνική ανάλυση και τα υπόλοιπα επιστημονικά αναγνωρισμένα κριτήρια επενδυτικών επιλογών. Μόνο η άνοδος του επιπέδου της επενδυτικής παιδείας είναι ικανή να προστατεύσει το επενδυτικό κοινό από την υπέρμετρη έκθεση στον κίνδυνο να ενεργεί με κύριο γνώμονα το κριτήριο αυτό.

Είναι άξιο προσοχής το γεγονός ότι ακόμη και ο βραβευθείς από τη Σουηδική Ακαδημία με το Νόμπελ οικονομικών για το έτος 2001 George Akerlof, περισσότερο από οποιονδήποτε άλλον στο χώρο της οικονομικής επιστήμης εργάστηκε για να αποδείξει το βαθμό κατά τον οποίο οι θέσεις της κοινωνιολογίας της ανθρωπολογίας και της ψυχολογίας μπορούν να εμπλουτίσουν αυτές της οικονομικής επιστήμης.¹⁵⁷ Για το λόγο αυτό θεωρείται ο πιο ευρηματικός εφαρμοστής των θέσεων άλλων επιστημών στα οικονομικά, μια ιδέα που τα τελευταία χρόνια φαίνεται να βρίσκει πρόσφορο έδαφος στην οικονομική θεωρία, δεδομένου ότι πράγματι η αλληλεπίδραση των επιστημών αυτών, με ιδιαίτερη έμφαση ασφαλώς στην ψυχολογία, είναι αδιαμφισβήτητη.

Τα ενδεικτικά παραπάνω παραδείγματα φανερώνουν ότι παρά τα αξιοπρόσεκτα βήματα προόδου που έχουν σημειωθεί, τα περιθώρια βελτίωσης της εικόνας της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι μεγάλα. Η εμπειρική έρευνα και η συγκριτική επισκόπηση άλλων κεφαλαιαγορών αποδεικνύουν ότι υπάρχουν τρόποι αντιμετώπισης των

¹⁵⁷ Akerlof G. (1994) *An economic theorist's book of tales*, Cambridge University Press.

αδυναμιών αυτών. Η ανάγκη άμεσης λήψης των απαραίτητων μέτρων προβάλλει επιτακτική, προκειμένου να καταφέρει το χρηματιστήριο να διαδραματίσει με επιτυχία το σημαντικό και καθοριστικό του ρόλο στο χώρο της εθνικής οικονομίας.

Το ενδιαφέρον πρέπει να εστιασθεί τόσο στη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας του, όσο και στη συμπλήρωση της νομοθεσίας, που αναφέρεται στην προστασία του επενδυτικού κοινού. Όσον αφορά στο ζήτημα του εκσυγχρονισμού του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας έχουν γίνει σημαντικά βήματα προόδου, που αποσκοπούν στην προσαρμογή της ελληνικής αγοράς στα νέα δεδομένα. Το σημείο, στο οποίο αυτή πάσχει χωρίς αμφιβολία, είναι η μη αποτελεσματική λειτουργία των κατάλληλων μηχανισμών εποπτείας και ελέγχου της ομαλής λειτουργίας της.

Η ανάγκη της δημιουργίας ενός κλίματος εμπιστοσύνης στην ελληνική αγορά προβάλλει ακόμη πιο επιτακτική μπροστά στη νέα πραγματικότητα της διεθνοποίησης της οικονομίας, που επιτείνει τον ήδη έντονο ανταγωνισμό στο πεδίο των κατά τόπους κεφαλαιαγορών. Όπως είναι ολοφάνερο στο διεθνές προσκήνιο, ο συσχετισμός των οικονομικών δυνάμεων είναι αυτός που αποκλειστικά δρομολογεί τις εξελίξεις σε κάθε επίπεδο. Σε περίπτωση που η ελληνική αγορά δεν προσαρμοστεί με επιτυχία στη νέα αυτή τάξη πραγμάτων, θα χαθεί μια καθοριστική ευκαιρία για τη χώρα μας, που όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, δε θα έχει μόνο οικονομικές αλλά και ευρύτερες προεκτάσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αποστόλου Α. (1993) Χρηματοοικονομικές - Λογιστικές Καταστάσεις Εταιρειών, Αθήνα: Διδακτορική Διατριβή.
- Αυγητίδης Δ. (1999) Η δημόσια εγγραφή και η επαρκής διασπορά ως προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στο Χρηματιστήριο. Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικο-κολόγων, Νοέμβριος 1999.
- Βεργόπουλος Κ. (1999) Παγκοσμιοποίηση, Η Μεγάλη Χίμαιρα, Αθήνα: Νέα Σύνορα.
- Βούλγαρης Γ. (1995) Χρηματιστήριο Αξιών, 2^η έκδ. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική.
- Γαλιάτσος Κ. (1994) Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Ελληνικό Χρηματιστήριο, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Γεωργακόπουλος Α. (1989) Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου: Εταιρίες, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Γεωργιάδης Α. (1982) Αστικός Κώδιξ - Ειδικό Ενοχικό- Κατ'άρθρο ερμηνεία, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Γεωργιάδης Α. (1978) Αστικός Κώδιξ - Γενικές Αρχές - Κατ'άρθρο ερμηνεία, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Γιαννάς Πρ. (2000) Παγκοσμιοποίηση & Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις, Αθήνα: Παπαζήσης.
- Γιαννουλάς Ι. (1987) Εποπτεία και Έλεγχος Χρηματιστηρίου στις Χώρες του ΟΟΣΑ, Αθήνα: Δελτ. Έν. Ελλ. Τραπεζών, τεύχ. 16.
- Ζερέϊ Ι. (1999) Νομικός έλεγχος και εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α., Εισήγηση στο Θ' Συνέδριο Εμπορικο-κολόγων, Νοέμβριος 1999.

- Θεοφανίδης Στ. (1987) Εγχειρίδιο Αξιολόγησης Επενδυτικών Σχεδίων, ΕΤΒΑ, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Θωμαδάκης Σ. (1990) Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Αθήνα: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών.
- Καραθανάσης Γ.(1995) Αξιολόγηση Επενδύσεων, Χρηματοδοτήσεις και Χρηματιστηριακές Αγορές, Αθήνα:Σμπίλιας.
- Κατσάνης Γ. (1987) Insider Trading, Αθήνα: Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, τεύχ.16.
- Κατσούλας Π. (1994) Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Αθήνα: Εκδόσεις Κατσούλας.
- Κοτζαμάνης Στ.(1995) Ο Κόσμος των Επενδύσεων, Αθήνα: Εκδόσεις Finance Invest.
- Κοτσίρης Λ. (1989) Κατάχρηση Εμπιστευτικής Πληροφορίας στο Αμερικανικό Δίκαιο περί Συναλλαγών Χρηματιστηριακών Αξιών, Αθήνα: Δελούκας.
- Κουτσούκης Δ. (1992) Ελληνικό και Κοινοτικό Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή: Γενικοί Όροι Συναλλαγών, Παραπλανητική Διαφήμιση, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Λε Μπον Γ. (1996) Ψυχολογία των Μαζών, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ζήτρος.
- Λιακόπουλος Θ.(1985) Ζητήματα Εμπορικού Δικαίου, Νομοθετική Ρύθμιση του Ζητήματος της Ευθύνης του Πωλητή Μετοχών ή Εταιρικών Μεριδίων, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Μαλινδρέτου Β.(1998) Χρηματοοικονομική Ανάλυση-Επενδύσεις, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Μαλινδρέτου Β.(1998) Χρηματοοικονομική Ανάλυση - Χρηματιστήριο, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.

- Μαυρόγιαννης Δ.(2000) Παγκοσμιοποίηση και Κοινωνικές Επιχειρήσεις, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Μελάς Κ. (1999) Παγκοσμιοποίηση, Αθήνα: Εξάντας Εκδοτική.
- Μιχαλόπουλος Γ.(1991) Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο Χρηματιστήριο, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Μιχαλόπουλος Γ.(2001) Η πληροφόρηση των επενδυτών, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικόλογων, Νοέμβριος 2001.
- Μούζουλας Σ. (1996) Η Εσωτερική Πληροφορία, Αθήνα: Επισκ.ΕΔ.
- Μούζουλας Σ. (1996) Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη.
- Ξανθάκης Μ. (1994) Συντελεστές Κινδύνου για τις Εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Μετοχές, Αθήνα: Ε.Τ.Β.Α. 10/1994.
- Παπαριστείδης Δ.(1991)Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής, Αθήνα: Γαλαίος.
- Παπούλιας Γ. (1997) Επενδύσεις: Διοίκηση και Ανάλυση, Αθήνα: Εκδόσεις Παπούλια.
- Παπούλιας Γ. (1995) Εγχειρίδιο Χρηματιστηριακής Αγοράς Market Making: Αγορά Χρεωγράφων, Αγορά Options, Αγορά Futures, Αθήνα: Εκδόσεις Παπούλια.
- Παπούλιας Γ. (1998) Παράγωγα, Αθήνα: Εκδόσεις Παπούλια.
- Περάκης Ε. (1993) Το Δίκαιο των Ανωνύμων Εταιριών, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Πολίτης Ε. (1998) Οι Επενδυτικές Συμβουλές, Αθήνα:Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών 10/1998.
- Ρόκας Ν. (1990) Εμπορικές Εταιρίες, 4^η έκδ. Αθήνα.
- Ρόκας Ν. (1991) Αθέμιτος Ανταγωνισμός, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη.

- Ρόκας Ν. (1990) Κώδικας Εταιρειών-Συλλογή Νομοθεσίας, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Σακέλλης Ε. (1988) Ο Ισολογισμός των Ανωνύμων Εταιρειών και των Εταιρειών Περιορισμένης Ευθύνης, Αθήνα: Πάμισος.
- Στάλιας Σ. (1993) Επενδύσεις: Ανάλυση και Διαχείριση, Αθήνα: Hartling.
- Συριόπουλος Κ. (1997) Υπάρχει πληροφορία στον όγκο συναλλαγών; Αθήνα: Εμπ. Τράπεζα Οικονομική Επιθεώρηση.
- Συριόπουλος Κ. (1991) Αντιστάθμιση Κινδύνου με τη Χρήση των Συμβολαίων Μελλοντικών Συναλλαγών, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, τ. 29-30.
- Συριόπουλος Κ. (1996) Προβλέψεις Χρηματιστηριακών Τιμών, Οδηγός Επενδυτών: Globus Invest.
- Συριόπουλος Κ. (1990) Μέθοδοι Πρόβλεψης Χρηματιστηριακών Τιμών, Αθήνα: Οικονομικός 9/1990.
- Συριόπουλος Κ. (1997) Πολιτικός Κίνδυνος και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: 1960-1995, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1997.
- Συριόπουλος Κ. (1990) Τεχνική Ανάλυση μια Μέθοδος για την Πρόβλεψη των Χρηματιστηριακών Τιμών, Αθήνα: Οικονομικός 6/1990.
- Τουντόπουλος Β. (2001) Η υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών προς πληροφόρηση του κοινού για έκτακτα γεγονότα Εισήγηση στο ΙΑ` Συνέδριο Εμπορικόλογων, Νοέμβριος 2001.
- Τραυλός Ν. (1992) Χρηματιστήριο Αθηνών: Δημιουργία Τράπεζας Πληροφοριών Χρηματιστηριακών Στοιχείων και Χαρακτηριστικά Απόδοσης και Κινδύνου Μετοχών για την Περίοδο 1981-1992, Βοστώνη: Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος.

- Τριανταφυλλάκης(1999) Η ευθύνη των Ε.Π.Ε.Υ. έναντι των επενδυτών, Εισήγηση στο Θ` Συνέδριο Εμπορικολόγων, Νοέμβριος 1999.
- Τσιμπανούλης Δ.(1989) Οι Επενδυτικές Υπηρεσίες στο Ελληνικό και Κοινοτικό Δίκαιο, Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος, Αρχείο Μελετών και Ομιλιών.
- Τσιμπανούλης Δ.(1999) Αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τον έλεγχο και την επιβολή κυρώσεων σε εισηγμένη στο Χρηματιστήριο εταιρεία όταν η τελευταία παραβιάζει διατάξεις του εταιρικού δικαίου, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, 1/1999.
- Τσιμπρής Μ. (1994) Η Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Φίλιος Π. (1987) Ενοχικό Δίκαιο, Γενικό Μέρος, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Φίλιππας Ν. (1990) Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Τιμές των Μετοχών, Αθήνα: Σάκκουλας.
- Φιλιππάτος Γ. (1986) Κόστος Κεφαλαίου - Πολιτική Μερισμάτων και Χαρτοφυλακίου, Αθήνα: Παπαζήσης.
- Φορτσάκης Θ. (2001) Η Ευθύνη των εποπτικών Αρχών σε περίπτωση ζημιάς των Επενδυτών, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικολόγων, Νοέμβριος 2001.
- Χολέβας Γ. (1991) Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο, Αθήνα: Interbooks.
- Χριστιανός Β. (2001) Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή στο Κοινοτικό δίκαιο, Εισήγηση στο ΙΑ' Συνέδριο Εμπορικολόγων, Νοέμβριος 2001.

B. EENH

- Aharony J. (1980) Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*.
- Akerlof G. (1970) The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*.
- Akerlof G. (1994)) An economic theorist's book of tales, *Cambridge: Cambridge University Press*.
- Andersen T.M. (1991) Differential Information and Excessive Volatility in Financial Markets, *Aarhus: Institute of Economics and Statistics*.
- Andersen T.M. (1986) Speculation, Optimism and Differential Information, *Southern Economic Journal*.
- Arthur M. (1976) Share Prices and Mergers, *England: Saxon House*.
- Barsky R.B. (1992) Why the Stock Market Fluctuate? *Florence: European University Institute*.
- Beaver W. (1968) The Information Content of Annual Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*.
- Blum J. (1989) Conflicts of Interest in Financial Operations (including insider trading) and the Problem of Legislation, *Paris: Institut International d'Etudes Bancaires*.
- Boissieu C. (1995) Derivatives Markets and Systemic Risks: some Reflections, *The European Journal of Finance*.
- Briston R. (1970) The Stock Exchange and Investment Analysis, *London: Allen & Unwin*.

- Brown Ph. (1972) The Informational Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further Evidence, *The Journal of Business*.
- Brudney C. (1979) Insiders, Outsiders and Informational Advantages under the Federal Securities Laws, *Boston: Harvard Law Review*.
- Campbell J. (1995) By Force of Habit: a consumption - based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior, *Cambridge MA: National Bureau of Economic Research*.
- Campbell J. (1993) What Moves the Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns, *Journal of Finance*.
- Cassen B. (1998) Χωράει η ηθική στην ελεύθερη συναλλαγή; *Le Monde Diplomatique*, Φεβρουάριος 1998.
- Cassidy D. (1976) Investor Evaluation of Accounting Information: Some Additional Empirical Evidence, *Journal of Accounting Research*.
- Chance D. (1989) An Introduction to Options and Futures, *Orlando: Dryden Press*.
- Cochrane J. (1991) Explaining the Variance of Price-Dividend Ratios, *Review of Financial Studies*.
- Cox J. (1979) Options Pricing: A Simplified Approach, *Journal of Financial Economics*.
- Dalton J. (1988) How the Stock Market Works, *New York: Institute of Finance*.
- Daniells L. (1993) Business Information Sources, 3rd ed. *California: University Press*.
- Duffie D. (1989) Futures Markets, *NJ: Prentice Hall*.

- Eckl S. (1990) Financial Engineering: a Handbook of Derivative Products, Cambridge: Basil Blackwell.
- Fabozzi F. (1986) Handbook of Financial Markets, Illinois: Homewood.
- Fama E. (1971) Information and Capital Markets, *Journal of Business*.
- Fama E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*.
- Fama E. (1969) The Adjustment of Stock Prices to new Information, *International Economic Review*.
- Firth M. (1976) The Impact of Earnings Announcements on the Share Price Behavior of Similar Type Firms, *The Economic Journal*.
- Fong W. (1994) Information Trading and Stock Returns, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- Friedman B. (1995) Economic Implications of Changing Share Ownership, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- Gemmil G. (1993) Options Pricing: an International Perspective, London: Mc Graw - Hill.
- Gonedes N. (1974) Capital Market Equilibrium, Information Production and Selecting Accounting Techniques: Theoretical Framework and Review of Empirical Work, *Journal of Accounting Research*.
- Goodhart C. (1992) Money Information and Uncertainty, 2nd ed. London: Mc Millan.
- Goodhart C. (1987) The Operation and Regulation of Financial Markets, UK: McMillan.

- Gowland D. (1990) The Regulation of Financial Markets, U.K: Billing & Sons Ltd.
- Griffin P. (1976) Competitive Information in the Stock Market: An Empirical Study of Earnings, Dividends and Analysts' Forecasts, The Journal of Finance.
- Griffin P. (1982) Usefulness to Investors and Creditors of Information provided by Financial Reporting, Connecticut: Financial Accounting Standards Board.
- Griffin P.A. (1982) Usefulness to Investors and Creditors of Information Provided by Financial Reporting: A Review of Empirical Accounting Research, Connecticut: Financial Accounting Standards Board.
- Grossman J. (1976) Information and Competitive Price Systems, American Economic Review.
- Grossman J. (1981) Disclosure Laws and Take - Over Bids, Journal of Finance, May 1980.
- Gumpert D. (1982) The Insider's Guide to Small Business Resources, New York: Doubleday & Company.
- Hellwig A. (1980) On the Aggregation of Information in Competitive Markets, Journal of Economic Theory.
- Hercberg S. (1998) Δημόσιες υπηρεσίες για το κοινό καλό, Le Monde Diplomatique, Φεβρουάριος 1998.
- Hirshleifer J. (1975) Speculation and Equilibrium: Information, Risk and Markets, Quarterly Journal of Economics.
- Hirshleifer J. (1989) Time, Uncertainty and Information, Oxford: Blackwell.

- Hirshleifer J. (1971) The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity, *American Economic Review*.
- Hirshleifer J. (1995) The Analytics of Uncertainty and Information, *Cambridge: Blackwell*.
- Hull J. (1992) Options, Futures and other Derivative Securities, *U.S.A.:Prentice Hall International*.
- Hull J. (1993) Options, Futures and other Derivative Securities, *NJ: Prentice Hall*.
- Ikenberry J. (1994) Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, *Cambridge MA: National Bureau of Economic Research*.
- Jaffe J. (1974) Special Information and Insider Trading, *Journal of Business*.
- Kaplan R. (1972) Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence, *The Journal of Business*.
- Kenneth J. (1984) The Economics of Information, *Oxford: Blackwell*.
- Kolb R. (1985) Understanding Futures Markets, *Foresman*.
- Lamberton D.M. (1971) Economics of Information and Knowledge, *Middlesex: Penguin Books Ltd*.
- Lawrence G. (1986) Options as a Strategic Investment, *New York: New York Institute of Finance*.
- Lorie J. (1973) The Stock Market: Theories and Evidence, *Irwin: Homewood*.
- Malkiel B.G. (1970) Expectations and the Structure of Share Prices, *American Economic Review*.

- Mandell L. (1992) Investments, New York: Mc Millan Publishing Company.
- Manne T. (1966) In Defence of the Insider Trading, Boston: Harvard Business Review.
- Manne T. (1967) Insider Trading and the Legislative Process, Washington: Washington Law Review.
- Marin J. (1996) Information Revelation and Market Incompleteness, London: Birkbeck College.
- Mauro P. (1996) Corruption and Growth, Massachusetts Quarterly Journal of Economics.
- Mc Lean D. (1971) Economics of Information and Knowledge, England: Penguin.
- Miller M. (1997) Merton Miller on Derivatives, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Millers J. (1992) Stock Index Options and Futures, London: Mc Graw Hill.
- Minc A. (1999) Η Ευτυχής Παγκοσμιοποίηση, Αθήνα: Παπαζήσης.
- Morris V. (1993) Money and Investing, New York: The Wall Street Journal.
- Painter J. (1967) Manne Insider Trading and the Stock Market, Washington: Washington Law Review.
- Palmer F.B. (1992) Palmer's Company Law, London: Sweet & Maxwell.
- Parekh N. (1995) The Financial Engineer, London: Euromoney Publications.
- Pennington R. (1985) Pennington's Company Law, 5th ed. London: Butterworths.

- Petrella R. (1998) Για ένα Παγκόσμιο Κοινωνικό Συμβόλαιο, *Le Monde Diplomatique*, Φεβρουάριος 1998.
- Phlips L. (1988) The Economics of Imperfect Information, Cambridge: Cambridge University Press.
- Ramonet I. (1998) Παγκοσμιοποίηση και Κοινωνική Διάλυση, *Le Monde Diplomatique*, Φεβρουάριος 1998.
- Reilly F. (1997) Investment Analysis and Portfolio Management, Chicago: The Dryden Press.
- Rider C. (1987) Guide to the Financial Services Act 1986, London: CHH Editions.
- Robinson L. (1994) Information Acquisition and Efficiency in Financial Markets, Columbia University.
- Ross L. (1997) The World Bank Economic Review, Vol. 10, 2.
- Sacco P.L. (1992) Noise Traders Permanence in Stock Markets, Florence: European University Institute.
- Samuel H.B. (1982) Shareholder's Money, New York and London: Garland Publishing Inc.
- Schwarz E. (1986) Financial Futures, Homewood.
- Schwert G. (1989) Why Does Stock Market Volatility Change Over Time? *Journal of Finance*.
- Sealy L. (1985) Cases and Materials in Company Law, 3rd ed. London: Butterworths.
- Shiller R. (1981) Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, *American Economic Review*.
- Sillince J. (1994) A Model of Information Use and Value, Sheffield: Sheffield University.

- Siriopoulos C. (1997) Asteriou D. Political uncertainty & stock market fluctuations, The European Association of Management and Business Economics, VI International Conference Sept. 1997.
- Smith C. (1987) Option Strategies, New York: John Wiley & Sons.
- Spence M. (1974) Market Signaling: Informational transfer in hiring and related screening Processes, Harvard Economic Studies.
- Spence M. (1976) Informational Aspects of Market Structures: An Introduction, Quarterly Journal of Economics.
- Stadler M. (1997) An Introduction to the Economics of Information, Oxford: Oxford University Press.
- Stiglitz J. (1981) Credit Rationing in Markets with imperfect Information, American Economic Review.
- Stiglitz J. (1982) Information and Capital Markets, NJ: Prentice Hall.
- Stiglitz J. (1986) New Developments in the Analysis of Market Structure, London: Macmillan.
- Stiglitz J. (1989) The economic Role of the State, Oxford: Blackwell
- Stiglitz J. (1993) Information and economic Efficiency, National Bureau of Economic Research.
- Stock J. (1993) Business Cycles, Indicators and Forecasting, Chicago: The University of Chicago Press.
- Sutter F. (1988) Insider Dealing, London: Butterworths.
- Swinson C. (1990) A Guide to the Companies Act 1989, London, Dublin and Edinburgh: Butterworths.
- Teweles R. (1992) The Stock Market, 6th ed. New York: Wiley.

- Tompkins R. (1991) Options Explained, Hampshire: Macmillan Publishers Ltd.
- Turnbull N. (1987) Option Valuation, Dryden Press.
- Wang J. (1995) Differential Information and Dynamic Behavior of Stock Trading, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- Weller P. (1992) The Theory of Futures Markets, Oxford: Blackwell Publishers.
- Xuereb P.G. (1989) The Rights of Shareholders, London: BSP Professional Books.

ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ

Οδηγία 79/279/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 5^{ης} Μαρτίου 1979 «Για το συντονισμό των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε Χρηματιστήριο Αξιών».

N 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών».

N 1806/1988 «Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών»

N 1969/1991 «Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγιάνσεως της κεφαλαιαγοράς».

N 2324/1995 «Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών, οργάνωση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, σύστημα εγγύησης καταθέσεων».

N 2396/1996 «Επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων».

N 2533/1997 «Χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων».

N 2651/1998 *«Ρυθμίσεις θεμάτων της χρηματιστηριακής αγοράς».*

N 2836/2000 *«Συμπλήρωση της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά».*

ΠΔ 348/1985 *«Καθορισμός των όρων κατάρτισης ελέγχου και διάδοσης του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών».*

ΠΔ 350/1985 *«Καθορισμός των προϋποθέσεων εισαγωγής κινητών αξιών στο Χ.Α.Α.».*

ΠΔ 360/1985 *«Καθορισμός των οικονομικών στοιχείων που πρέπει να δημοσιεύουν περιοδικά οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α.».*

ΠΔ 51/1992 *«Για τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.».*

ΠΔ 52/1992 *«Καθορισμός των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/298/ΕΟΚ».*

ΠΔ 53/1992 *«Για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/592/ΕΟΚ».*

ΥΑ 122/1997 *Κώδικας Δεοντολογίας Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών.*

Απ. Ε.Κ. 5/204/14.11.2000 *Κανονισμός λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών.*

Απ. Δ.Σ. Χ.Α.Α. 58 9/2/2001 *«Πρόσθετες πληροφορίες που πρέπει να παρατίθενται στις οικονομικές και λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α., που δημοσιεύονται σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 360/1985».*

Actualite du droit boursier et des marches financies (dossier), Journee d' etudes organisee par les Editions du Juris-Classeur, 15.12.2000.