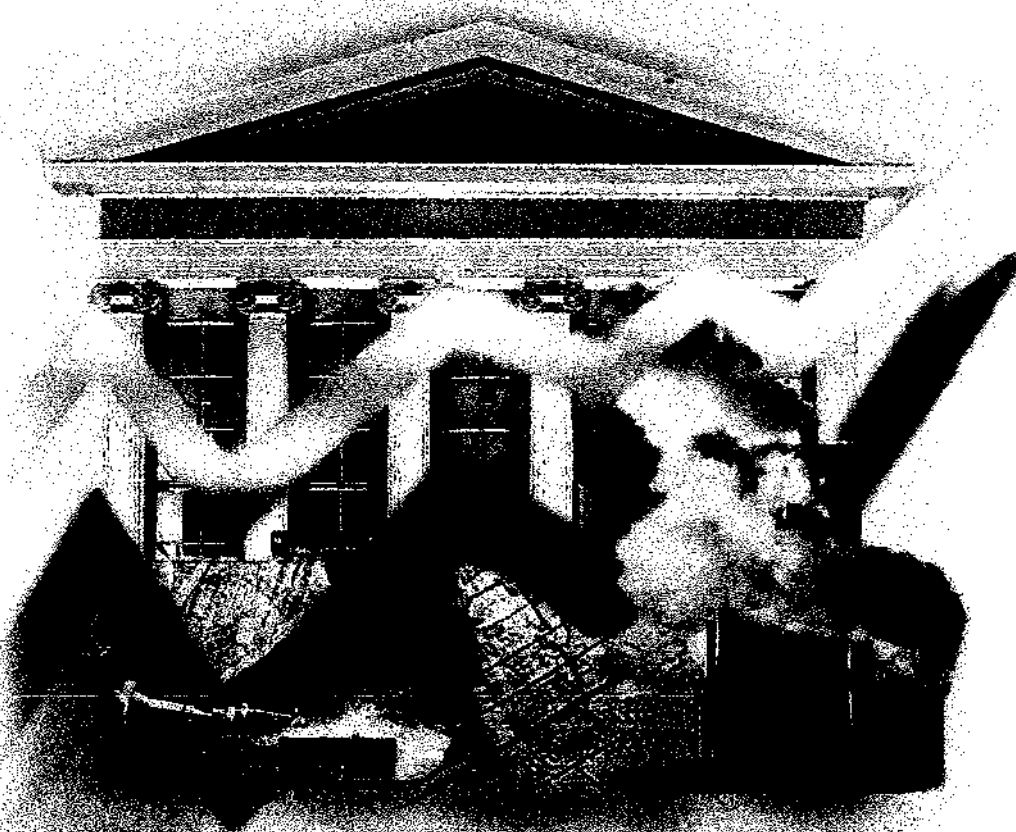


ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ



**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΑ 2003**

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΣΙΑΗΡΟΠΟΥΛΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ
Α.Μ. 0898Μ8025**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ:
ΑΝΤ. ΛΥΜΠΕΡΑΚΗ**

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ



**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2003, ΑΘΗΝΑ**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Α' ΜΕΡΟΣ

ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

ΟΙ ΝΕΕΣ ΤΑΣΕΙΣ

- ΠΟΛΙΤΙΚΟ – ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΑΚΑΤΑΤΑΞΕΙΣ
- ΑΠΟΚΡΑΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ
- Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ
- ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ
- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΟΔΟΣ

ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΕΔΙΟΥ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

ΑΠΟΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ

ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ

ΕΙΔΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

- ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

- Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ
- ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ

Ο ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

- ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΚΤΥΩΣΗ
- ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ

- *ΑΠΟΡΥΘΜΙΣΗ ΚΑΙ ΑΥΤΟΡΥΘΜΙΣΗ*
- *ΤΟ ΝΕΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ*

Β' ΜΕΡΟΣ

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΑΑ

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε

- *ΤΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ*
- *Η ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ*
- *ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ*

Η ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ

ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

- *ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ*
- *ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ*

Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ

- *Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΕΛΑΕ*

ΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

- *Η ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΣΤΟ ΧΑΑ*

ΤΟ ΧΑΑ ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΑΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

- *ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ*

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

- *ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΝΟΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΟΥ ΧΑΑ*
- *ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ*

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ - ΠΙΝΑΚΕΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στη σύγχρονη κοινωνία, μέσα από μια σειρά δραματικών αλλαγών και ταχύτατων εξελίξεων, δημιουργούνται συνεχώς νέα και πιο σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα για την εξυπηρέτηση των φαινομενικά νέων και αυξανόμενων αλλά κατά τα άλλα βασικών και αυτονόητων αναγκών.

Παρ' ότι δεν έχουν περάσει πολλά χρόνια από τότε που κάποιο αγαθό μπορούσε να ανταλλάξει κανείς με ένα άλλο (ή άλλα) αγαθό, με την εμφάνιση του χρήματος ως μέσου που θα βοηθήσει τη διαδικασία αυτής της ανταλλαγής, δημιουργήθηκαν νέες ανάγκες και κατά συνέπεια νέα «προϊόντα» που θα κάλυπταν τις τελευταίες.

Ανάλογα με τις αποφάσεις κάθε οικονομικής μονάδας (άτομο, νοικοκυριό, επιχείρηση, κράτος) για την πραγματοποίηση των χρηματοοικονομικών της δραστηριοτήτων (αποταμίευση, επένδυση, δανεισμό), το χρήμα παίρνει συγκεκριμένες τυποποιημένες μορφές καθώς περνάει από τους διάφορους μηχανισμούς.

Οι μηχανισμοί αυτοί έχουν σκοπό να φέρουν σε επαφή τις πλεονασματικές και τις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες, δηλαδή τις μονάδες εκείνες που έχουν πλεόνασμα ή έλλειμμα οικονομικών πόρων.

Η ανάπτυξη των περισσότερων δυτικών οικονομιών οφείλεται στην αποτελεσματική λειτουργία τέτοιων μηχανισμών και πιο συγκεκριμένα στην αποτελεσματική λειτουργία των Οικονομικών Αγορών μέσα από τις οποίες συναντώνται η προσφορά και η ζήτηση για βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κεφάλαια.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια γενική τάση αύξησης των προϊόντων της κεφαλαιαγοράς, σε όλα τα χρηματοπιστωτικά συστήματα, και αντίστοιχα μείωση της ζήτησης τραπεζικών προϊόντων. Επιπλέον, η ραγδαία αύξηση των ξένων επενδύσεων και ο ρόλος των διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίου, επηρεάζουν ολόένα και περισσότερο την εθνική οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη.

Η απελευθέρωση των αγορών προϊόντων, υπηρεσιών, αλλά πάνω από όλα των αγορών χρήματος και κεφαλαίων έχει ως αποτέλεσμα την αυξανόμενη διασύνδεση μεταξύ των οικονομιών, αυξάνοντας συγχρόνως και τους μηχανισμούς μετάδοσης των διαταραχών στο ενδεχόμενο ξέσπασμα μιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

Οι διάφορες διαταραχές που σημειώνονται στις κεφαλαιαγορές, είναι δυνατόν να προέρχονται από παράγοντες όπως διακυμάνσεις στην κερδοφορία των επιχειρήσεων, μεταβολές των τιμών των πρώτων υλών, μακροοικονομικά γεγονότα, ή ακόμη πολιτικές αναταραχές, πόλεμοι κλπ.

Η διάδοση των αναταραχών αυτών από χώρα σε χώρα και από αγορά σε αγορά οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην παγκοσμιοποίηση των αγορών. Ένας βασικός μηχανισμός είναι η στρατηγική διαχείρισης των χαρτοφυλακίων που διατηρούν μεγάλοι διεθνείς θεσμικοί επενδυτές τα οποία έχουν μια ευρεία διασπορά σε πολλές αγορές. Οι απότομες και μεγάλες ρευστοποιήσεις επηρεάζουν την οικονομία μιας χώρας στο μέτρο που δεν έχει διαμορφώσει κατάλληλους μηχανισμούς εξισορρόπησης. Εξ' ίσου όμως επικίνδυνες για την μακροοικονομική σταθερότητα μπορεί να αποδειχθούν και οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων στις αγορές τίτλων. Είναι ακριβώς το ίδιο πρόβλημα που είχε εμφανιστεί και παλαιότερα με τις ανεξέλεγκτες κινήσεις «ζεστού χρήματος» στις αγορές συναλλάγματος.

Για την αντιμετώπιση τέτοιων φαινομένων πολλοί αναλυτές προτείνουν την επιστροφή σε μορφές εθνικού προστατευτισμού, θέτοντας περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίων ανάμεσα στις χώρες.

Η διεθνοποίηση του μεγάλου κεφαλαίου δεν αποτελεί νέο φαινόμενο, αλλά ήταν εκτεταμένη σε όλη τη μεταπολεμική περίοδο με τη μορφή των Πολυεθνικών Επιχειρήσεων. Η παραγωγή και η αγορά είχε σαφώς προσδιορισμένα εθνικά ή περιφερειακά όρια ενώ η ιδιοκτησία του κεφαλαίου ήταν συνήθως στην έδρα της καπιταλιστικής μητρόπολης.

Ποιος είναι τελικά σήμερα ο ρόλος των νέων διεθνικών επιχειρήσεων και πως συμβάλουν τα χρηματιστήρια στην επέκταση των δραστηριοτήτων τους;

Δεν υπάρχει εθνικότητα στο βαθμό που η παραγωγή γίνεται τμηματικά σε διάφορα μέρη του κόσμου, αλλά και η κατανομή και διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών είναι δυνατόν να γίνεται σε πολλές χώρες. Συγχρόνως, οι επιχειρήσεις αυτές μπορούν να παράγουν σε μία χώρα να πληρώνουν φόρους σε μια άλλη και να αντλούν κεφάλαια και επιδοτήσεις από μια τρίτη.

Στις περισσότερες θεωρίες μεγέθυνσης και οικονομικής ανάπτυξης η προσοχή εστιάζεται στην αύξηση του κατά κεφαλήν εισοδήματος και σε παράγοντες όπως η συσσώρευση κεφαλαίου, η εργασία, η τεχνολογική πρόοδος,

Το υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα μπορεί να είναι μια ένδειξη πλούτου, δε συνεπάγεται απαραίτητα όμως και υψηλό επίπεδο ανάπτυξης.

Οι χώρες της Ε.Ε. τα τελευταία χρόνια έγιναν κατά 50 – 70% πλουσιότερες. Η οικονομία τους μεγεθύνθηκε με ρυθμούς ταχύτερους απ' την αύξηση του πληθυσμού. Παρ' όλα αυτά σήμερα η Ε.Ε. μετρά περίπου 20 εκατομμύρια ανέργους και πολλαπλάσια νούμερα φτωχών. Τι έγινε λοιπόν αυτός ο πρόσθετος πλούτος;

Οι πολυεθνικές επιχειρήσεις, όπως αναφέραμε, δεν πληρώνουν στο εσωτερικό της χώρας καθόλου φόρους ενώ σπάνε ρεκόρ στα κέρδη αλλά και στη μείωση των θέσεων εργασίας ή δημιουργούν θέσεις εργασίας στις χώρες όπου το κόστος είναι χαμηλότερο. Οι πολιτικοί προσπαθούν συνεχώς να δικαιολογήσουν την αύξηση της ανεργίας, ενώ οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που προσφέρουν ένα μεγάλο μέρος των υφιστάμενων θέσεων εργασίας είναι υποχρεωμένες να σηκώνουν το βάρος της νέας φορολογίας.

Πρόκειται για μια ειρωνεία της ιστορίας το γεγονός ότι ακριβώς οι χαμένοι της παγκοσμιοποίησης πρέπει στο μέλλον να πληρώσουν για όλα, από το κοινωνικό κράτος μέχρι τη λειτουργία της δημοκρατίας, τη στιγμή που οι κερδισμένοι της παγκοσμιοποίησης επιτυγχάνουν απίθανα κέρδη.

Σε τοπικό επίπεδο το χρηματιστήριο βοηθάει όντως στην ανάπτυξη της χώρας και προάγει την ευημερία ή αποτελεί μόδα των καιρών στην προσπάθεια επίτευξης εύκολου και γρήγορου κέρδους ;

Ο επενδυτής γίνεται μέτοχος και αποκτά δικαιώματα στις αποφάσεις της εταιρίας, ενώ μέσα από το χρηματιστήριο ο πλούτος ανακατανέμεται σε ευρύτερα λαϊκά στρώματα.

Όμως, πόσο έτοιμη είναι κάθε κοινωνία να εισέλθει στη μορφή του «λαϊκού καπιταλισμού», με την έννοια ότι κάθε άτομο στην προσπάθειά του να εξασφαλίσει ικανοποιητικές αποδόσεις των αποταμιεύσεών του, καλείται να επενδύσει τα χρήματά του σε μια μεγάλη εταιρία και να γίνει μέτοχος αυτής και συνακόλουθα, κατά πόσο υπάρχουν οι απαραίτητες δομές και το θεσμικό πλαίσιο που θα προστατεύει από τις διάφορες κρίσεις και θα διαφυλάσσει τα δικαιώματα των επενδυτών ;

Λέγεται πως οι επενδυτές είναι αποτυχημένοι κερδοσκόποι, όμως ο ρόλος της κερδοσκοπίας είναι σημαντικός και καταλυτικής σημασίας σε ένα χρηματιστήριο, στο μέτρο που εξασφαλίζει την απαραίτητη ρευστότητα.

Στην παρούσα εργασία δεν θα επιχειρήσουμε τόσο να απαντήσουμε στα παραπάνω ερωτήματα, αλλά θα προσπαθήσουμε να αποτυπώσουμε το σημερινό χρηματιστηριακό περιβάλλον και τον τρόπο λειτουργίας αυτού, ώστε να δοθεί η δυνατότητα στον αναγνώστη να αντλήσει τα απαραίτητα στοιχεία για τη διεξαγωγή των δικών του συμπερασμάτων.

Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο μέρος γίνεται μια αναλυτική παρουσίαση των δομών του χρηματοοικονομικού συστήματος. Αναφέρουμε τους κυριότερους διαχωρισμούς του σύμφωνα με τις σύγχρονες θεωρίες και πως κάθε τύπος χρηματοοικονομικού συστήματος μπορεί να επηρεάσει την οικονομική μεγέθυνση και ανάπτυξη της οικονομίας. Η προσοχή μας εστιάζεται ιδιαίτερα στο ρόλο τις κεφαλαιαγοράς και τη λειτουργία των χρηματιστηρίων, καθώς και τον τρόπο που αυτά διαμορφώνουν αλλά και προσαρμόζονται στο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον.

Η αγορά κεφαλαίου χαρακτηρίζει το θεσμό μέσω του οποίου διακινούνται αξιόγραφα με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Η διακίνηση αυτή γίνεται σε οργανωμένες αγορές και τα βασικά χαρακτηριστικά τους είναι ο υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων από πλευράς των εκδοτών και η σημαντική διακύμανση των τιμών των αξιογράφων.

Ο ρόλος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου είναι πρωταρχικός για την οικονομία καθώς και οι δυο αγορές:

- Συμβάλλουν στην προώθηση της ανάπτυξης και την επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας της χώρας.
- Βελτιώνουν την εμπορευσιμότητα των επενδύσεων σε μετοχικές αξίες και ομόλογα.
- Διευρύνουν τον αριθμό των ιδιοκτητών των παραγωγικών μονάδων.
- Απαιτούν την εφαρμογή κανόνων διαφάνειας και ανταγωνισμού.

Στο δεύτερο μέρος περιγράφουμε συνοπτικά τη λειτουργία της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου και το ρόλο που διαδραματίζει στην ελληνική οικονομία. Ο στόχος μας δεν είναι απλώς να αποτυπώσουμε το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας της, αλλά το ποιοι συγκεκριμένοι μηχανισμοί και ρυθμίσεις προωθούν την ανάπτυξη της και μέσα από ποιες διαδικασίες το τμήμα αυτό του ελληνικού χρηματοοικονομικού συστήματος βοηθά στην αύξηση των ρυθμών μεγέθυνσης και ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Α' ΜΕΡΟΣ

ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Σύμφωνα με τις παραδοσιακές θεωρίες, οικονομική ανάπτυξη συντελείται όταν αυξάνει η παραγωγή των αγαθών ή όταν αυξάνει το εγχώριο προϊόν και ιδιαίτερα το κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Το πρώτο μέλημα λοιπόν είναι η αύξηση του ΑΕΠ, η λεγόμενη μεγέθυνση της οικονομίας.

Με την πάροδο του χρόνου, τα οφέλη από την αύξηση του παραγόμενου προϊόντος θα διαχυθούν και στα κατώτερα στρώματα, εξασφαλίζοντας έτσι απασχόληση και αύξηση του εισοδήματος στους πιο φτωχούς. Στην πράξη σύμφωνα με τα θεωρητικά υποδείγματα η μεγέθυνση θα επέλθει μέσα από την επέκταση του βιομηχανικού τομέα, που θεωρείται ο πιο παραγωγικός τομέας της οικονομίας και ο οποίος συμβάλλει στην γρήγορη αύξηση του προϊόντος, της τεχνολογίας και της απασχόλησης.

Με τον όρο οικονομική μεγέθυνση εννοούμε την αύξηση του προϊόντος η οποία προκαλείται από την αύξηση των εισροών που χρησιμοποιούνται στην παραγωγή.

Αντίθετα, οικονομική ανάπτυξη σημαίνει όχι μόνο αύξηση του προϊόντος, αλλά και μεταβολές στη διάρθρωσή του, στην τεχνολογία καθώς και άλλες θεσμικές αλλαγές του πλαισίου που προσδιορίζει τον τρόπο παραγωγής. Ως εκ' τούτου η έννοια της ανάπτυξης είναι ευρύτερη απ' τη μεγέθυνση, στο βαθμό που περιλαμβάνει εκτός από τις ποσοτικές συνέπειες μιας μεγεθυντικής διαδικασίας, βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας και ανύψωση του βιοτικού επιπέδου.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την ανάπτυξη αποτελεί ένα ικανό θεσμικό πλαίσιο και οι απαραίτητες δομές ώστε να αξιοποιηθούν τα οικονομικά αποτελέσματα από την αύξηση του προϊόντος.

Πολλοί ερευνητές στην προσπάθειά τους να προσδιορίσουν το βαθμό εξάρτησης Χρηματοοικονομικού Συστήματος και ανάπτυξης έδιναν έμφαση άλλοτε στα μέσα που χρησιμοποιούνται, στην διαδικασία, ή στο αποτέλεσμα. Μια ακόμη θεωρητική διαμάχη αφορά το αν η ανάπτυξη του Χρηματοοικονομικού Συστήματος προηγείται

και καθορίζει την ανάπτυξη του πραγματικού τομέα της οικονομίας, ή ακολουθεί και εξαρτάται από την τελευταία.

Οι καθοριστικοί παράγοντες για τη διαδικασία της μακροχρόνιας ανάπτυξης μιας χώρας μπορούμε να πούμε ότι είναι οι επενδύσεις στον ιδιωτικό και στο δημόσιο τομέα, επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο, η χρηματοοικονομική δομή και η μεσολάβηση.

Πολλοί οικονομολόγοι έχουν αναγνωρίσει σημασία των δημοσίων επενδύσεων, κυρίως σε έργα υποδομής, για την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Απ' την άλλη οι επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα, συμβάλλουν σε καινοτομίες και επιταχύνουν τη διαδικασία της ανάπτυξης.

Οι επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο, παίρνουν τη μορφή δεξιοτήτων και τεχνογνωσίας μέσα από μια διαδικασία εκπαίδευσης, εμπειρίας και έρευνας. Το ανθρώπινο κεφάλαιο, μαζί με το εμπόριο και άλλες διεθνικές αλληλεπιδράσεις, είναι απαραίτητο για την αφομοίωση της γνώσης που κατέχουν οι υπόλοιπες χώρες.

Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, μεσολαβούν για το μετασχηματισμό των αποταμιεύσεων σε φυσικό κεφάλαιο. Η ύπαρξη ή όχι τέτοιων οργανισμών και ιδρυμάτων σε συνδυασμό με το βαθμό ανάπτυξης και τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος μιας χώρας, μπορούν να επιδράσουν στη διαδικασία της μακροχρόνιας ανάπτυξης.

Ένα σημαντικό στοιχείο πάντως, που σε κάθε στάδιο ανάπτυξης χαρακτηρίζει τις αγορές είναι ο χρηματοοικονομικός νεωτερισμός ή καινοτομία (financial innovation).

Η μακροοικονομική αλλά και πολιτική σταθερότητα αποτελούν επίσης κρίσιμους παράγοντες.

Την αφετηρία για ένα νέο κύκλο ερευνών έδωσε η προσπάθεια ερμηνείας της ταχύτατης ανάπτυξης πολλών οικονομιών της ανατολικής Ασίας.

Οι διαφορετικές απόψεις που εκφράστηκαν ταξινομούνται σε τρία βασικά ερωτήματα. Κατά πόσον η ανάπτυξη των ασιατικών οικονομιών ήταν αποτέλεσμα της υπεροχής προστατευτικών μέτρων, ή εξωτερικά προσανατολισμένων πολιτικών; Το ασιατικό φαινόμενο, κατά δεύτερον, στηρίχθηκε σε ένα γενικότερο κρατικό παρεμβατισμό, ή σε μια *laissez – faire* πολιτική; Και τέλος, η στατιστική έρευνα αποδεικνύει πως η αναπτυξιακή διαδικασία βασίζεται στην απλή συσσώρευση παραγωγικών συντελεστών (κεφάλαιο, εργασία, εκπαίδευση), ή ωθείται από την

ανάπτυξη της τεχνολογίας, των καινοτομιών και την αποτελεσματικότητα (αύξηση παραγωγικότητας συντελεστών, ή «κατάλοιπα» του Solow).

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Τα Χρηματοοικονομικά Συστήματα κατατάσσονται σε 2 γενικές κατηγορίες , το καλούμενο αγγλοσαξονικό και το ηπειρώτικό χρηματοοικονομικό σύστημα (continental financial system). Το πρώτο ονομάζεται και άμεσο ΧΣ διότι η μεταφορά των χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες γίνεται με τη διάθεση , μέσω των αγορών , διαφόρων τίτλων αξιογράφων και χρεογράφων που εκδίδονται από τους δανειζόμενους (επιχειρήσεις) και διατίθενται κατ ευθείαν στους επενδυτές.

Σε επίπεδο πράξης στο άμεσο ΧΣ επικρατούν οργανωμένες κεφαλαιαγορές και το χρηματιστήριο αλλά και παράλληλα λειτουργούν και εμπορικές τράπεζες και σύγχρονοι ασφαλιστικοί οργανισμοί, ενώ στο έμμεσο ΧΣ επικρατούν οι εμπορικές τράπεζες και τα μεγάλα αποταμιευτικά ιδρύματα που συνήθως έχουν περιφερειακή διάρθρωση.

Η κυριότερη διάκριση μεταξύ ΧΣ σηματοδοτείται από το βαθμό ανταγωνισμού και το διαφορετικό ρόλο και τη σημασία του τραπεζικού συστήματος σε σχέση με το εξωτραπεζικό τμήμα της χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς.

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

Μια σημαντική διάκριση μεταξύ των διαφόρων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, γίνεται με βάση τον τρόπο που διεξάγεται η χρηματοδότηση, ή καλύτερα πιο τμήμα της αγοράς είναι περισσότερο ανεπτυγμένο και χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό. Έτσι μπορούμε να διακρίνουμε συστήματα όπου η χρηματοδότηση γίνεται μέσω των

τραπεζών (bank – oriented financial systems) ή σε μεγάλο βαθμό μέσω της κεφαλαιαγοράς (market – oriented financial systems).

Από το 19^ο αιώνα πολλοί οικονομολόγοι είχαν συμφωνήσει ότι ένα τραπεζικά προσανατολισμένο σύστημα, είναι καλύτερο στο να αναγνωρίζει τις αξιόλογες επενδύσεις, να κινητοποιεί τις αποταμιεύσεις και να ασκεί εταιρικό έλεγχο, ιδιαίτερα στα αρχικά στάδια της οικονομικής ανάπτυξης όπου το θεσμικό περιβάλλον δεν είναι αναπτυγμένο¹. Χρησιμοποιούν δηλαδή τους δικούς τους μηχανισμούς και παρέχουν στις επιχειρήσεις τα απαραίτητα κεφάλαια, απ' τη στιγμή που δεν έχουν διαμορφωθεί στην αγορά κάποιοι άλλοι μηχανισμοί χρηματοδότησης.

Οι τράπεζες παρέχουν επίσης ένα μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Κατ' αρχήν, ως χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές μπορούν να ελαχιστοποιούν το κόστος απόκτησης και επεξεργασίας της πληροφορίας σχετικά με τις επιχειρήσεις και να επιτυγχάνουν μια καλή κατανομή των κεφαλαίων στις πιο παραγωγικές επενδύσεις. Κατά δεύτερον, οι τράπεζες μπορούν να εξασφαλίσουν μείωση του επενδυτικού ρίσκου και διασπορά του κινδύνου, μέσα από τη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων και συγχρόνως μειώνουν το κόστος των συναλλαγών.

Κάποιος μεμονωμένος επενδυτής, θα χρειαζόταν να καταβάλλει μεγάλη προσπάθεια και να αντιμετωπίσει ένα υψηλό κόστος, προκειμένου να επιλέξει και να πραγματοποιήσει μια αποδοτική επένδυση με χαμηλό κίνδυνο.

Στην αντίθετη πλευρά βρίσκεται το χρηματοοικονομικό σύστημα που βασίζεται στη λειτουργία των οργανωμένων αγορών και των χρηματιστηρίων για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Η κεφαλαιαγορά και γενικότερα το μη τραπεζικό τμήμα του χρηματοοικονομικού συστήματος έχει σχετικά βαρύνοντα ρόλο στο μετασχηματισμό των αποταμιεύσεων σε επενδύσεις.

Πολλοί οικονομολόγοι δίνουν έμφαση στα πλεονεκτήματα της αγοράς σχετικά με την κατανομή των κεφαλαίων, των επενδυτικών εργαλείων που παρέχει, και επισημαίνουν ότι ένα τέτοιο σύστημα μπορεί και μετριάξει τα προβλήματα που δημιουργούνται από την υπερβολική ισχυροποίηση των τραπεζών.

¹ Οι γερμανοί οικονομολόγοι A. Wagner και F. Oppenheimer είχαν επισημάνει το 1916 την αδυναμία και υπανάπτυξη του Βρετανικού τραπεζικού συστήματος και της οργάνωσης του χρηματιστηρίου του Λονδίνου, ως ανασχετικούς παράγοντες στην προσπάθεια να ανταγωνιστεί τη Γερμανία.

Οι ισχυρές τράπεζες και οι ενδιάμεσοι που δραστηριοποιούνται σε ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα, έχουν μια μεγάλη επιρροή στις επιχειρήσεις, κυρίως λόγω της στενής σχέσης που αναπτύσσουν και της εσωτερικής πληροφόρησης που επιτυγχάνουν, γεγονός που μπορεί να επιβραδύνει τους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης². Οι τράπεζες συχνά εμφανίζονται συντηρητικές στις επιλογές τους και δε χρηματοδοτούν εύκολα επιχειρήσεις με επενδυτικά σχέδια που εμπεριέχουν αυξημένο ρίσκο.

Έτσι τα πλεονεκτήματα που εμφανίζει ένα χρηματιστηριακά προσανατολισμένο σύστημα εντοπίζονται στο γεγονός ότι ενθαρρύνει τον ανταγωνισμό και οδηγεί τις ροές των κεφαλαίων προς καινοτόμες τεχνολογίες.

Η εμπειρική έρευνα σχετικά με τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζουν τα δυο χρηματοοικονομικά συστήματα, εστιάζει την προσοχή της περισσότερο στη Γερμανία και την Ιαπωνία ως τραπεζοκεντρικά συστήματα (bank-based) και στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο ως χρηματοοικονομικά συστήματα που έχουν σαν βάση την κεφαλαιαγορά (market-based).

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια γενική τάση αύξησης των προϊόντων της κεφαλαιαγοράς, σε όλα τα χρηματοπιστωτικά συστήματα, και αντίστοιχα μείωση της ζήτησης τραπεζικών προϊόντων. Αλλά και στη διεθνή βιβλιογραφία επικρατεί η άποψη πως τα χρηματοπιστωτικά συστήματα που στηρίζονται στον δεύτερο τρόπο χρηματοδότησης, είναι περισσότερο ώριμα και έχουν μεγαλύτερη συμβολή στην οικονομική ανάπτυξη. Ωστόσο, η προσφυγή στις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές για την αναζήτηση της χρηματοδότησης των επενδύσεων, ενέχει τον κίνδυνο βραχυπρόθεσμης κερδοσκοπίας.

Από μια άλλη οπτική γωνία και δίνοντας μεγαλύτερη έμφαση στη μορφή της χρηματοδότησης και στη σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στις δύο οικονομικές μονάδες (την ελλειμματική - δανειζόμενο και την πλεονασματική - δανειστή), η διάκριση των χρηματοοικονομικών συστημάτων θα μπορούσε να γίνει σε : Α) συστήματα που βασίζονται στη στενή σχέση και Β) συστήματα που χαρακτηρίζονται από την απόσταση (απομακρυσμένα συστήματα)³.

² Βλ. R.Levine, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems : Which is better?*, University of Minnesota, 2000.

³ K. Tsuru, *Finance and growth*, OECD, 2000.

A) Τα συστήματα με βάση τη στενή σχέση (relationship-based financial systems) που αναπτύσσεται ανάμεσα στο δανειζόμενο και το δανειστή, δίνουν τη δυνατότητα στο χρηματοδότη να ελέγχει ως ένα βαθμό την επιχείρηση που χρηματοδοτεί. Η δυνατότητα αυτή πηγάζει από την ιδιότητά του να είναι ένας από τους βασικούς μετόχους, λόγω του αριθμού των μετοχών που κατέχει, ή να είναι ο κύριος δανειστής της εταιρίας.

Παραδείγματα τέτοιου είδους συστημάτων αποτελούν τα τραπεζικά συστήματα της Γερμανίας και της Ιαπωνίας. Η τράπεζα, έχει τη δυνατότητα να ελέγχει και να παρακολουθεί όλα τα στάδια της διαδικασίας : της επιλογής των διαφόρων επενδυτικών σχεδίων, την πορεία και εξέλιξη των επενδύσεων και να παρεμβαίνει στις περιπτώσεις μη αποτελεσματικής διαχείρισης των αντληθέντων κεφαλαίων.

Η σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στους δανειστές και τους δανειζόμενους (στους επενδυτές και τις επιχειρήσεις), είναι μακροχρόνια και στηρίζεται στην αμοιβαία προσπάθεια για επίτευξη των κοινών πλέον στόχων.

Ένα τέτοιο σύστημα μειώνει τις ασυμμετρίες της πληροφόρησης, ελαχιστοποιεί το κόστος μεσολάβησης και η χρηματοδότηση μοιάζει να παίρνει τη μορφή του εσωτερικού δανεισμού. Απ' την άλλη, το μειονέκτημα μιας τέτοιας σχέσης είναι ότι περιορίζει και για τα δυο μέρη τις ενδεχόμενες εναλλακτικές ευκαιρίες επένδυσης. Επιπλέον, σχέσεις αυτής της μορφής είναι σύμφωνες με ένα επιχειρηματικό περιβάλλον λιγότερο ανταγωνιστικό, όπου η δημόσια πληροφόρηση δεν κρίνεται αναγκαία. Ένα τέτοιο σχήμα πάντως, επέτρεψε στις επιχειρήσεις, κυρίως κατά τη μεταπολεμική περίοδο, να υιοθετούν μακροπρόθεσμες στρατηγικές ανάπτυξης και να υλοποιούν επενδυτικά σχέδια μακροπρόθεσμου ορίζοντα⁴.

B) Κύριος εκπρόσωπος του δεύτερου είδους χρηματοοικονομικού συστήματος είναι αυτό των ΗΠΑ (arm's length financial systems). Ένας μεγάλος αριθμός αγορών (χρηματιστήρια, αγορές ομολόγων), εξασφαλίζει την απαραίτητη ρευστότητα και παρέχει μια ευρεία γκάμα χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Σε αυτό το σύστημα οι λειτουργίες παρακολούθησης και ελέγχου πραγματοποιούνται από εξειδικευμένους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και εταιρίες, που αναλαμβάνουν για λογαριασμό των επενδυτών την επιλογή της χρονικής στιγμής της τοποθέτησης, ανάλογα με το είδος της επιχείρησης και το

⁴ Χαρ. Μερτζάνης, *Διεθνείς μετακινήσεις κεφαλαίων, αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές και οικονομική ανάπτυξη*, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1998.

βαθμό ανάπτυξής της. Στο απομακρυσμένο σύστημα ο επενδυτής έχει κυρίως βραχυχρόνιο ορίζοντα και δεν ελέγχει την επιχείρηση που χρηματοδοτεί στο μέγεθος που είδαμε προηγουμένως.

Το σύστημα αυτό βασίζεται στο θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο, στο βαθμό που η σχέση ανάμεσα στο δανειστή και το δανειζόμενο είναι τυπική και απρόσωπη. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, η δημόσια ενημέρωση και πληροφόρηση παίζει σημαντικό ρόλο προκειμένου να επιτυγχάνεται αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων σε παραγωγικές επενδύσεις.

Οι ταχύτατες εξελίξεις που χαρακτηρίζουν τις μέρες μας όχι μόνο στον οικονομικό τομέα αλλά και σε επίπεδο πολιτικής και θεσμών, κάνει το διαχωρισμό των χρηματοοικονομικών συστημάτων με βάση τους παραδοσιακούς κανόνες πιο δύσκολο ιδιαίτερα όταν εμφανίζονται νέα προϊόντα ή και μορφές χρηματοδότησης.

Για την ερμηνεία τέτοιων φαινομένων διατυπώνονται απόψεις δημιουργίας νέων τύπων χρηματοοικονομικών συστημάτων και προτείνουν νέα κριτήρια που θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν.

Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που παρέχει ένα χρηματοοικονομικό σύστημα και η προσέγγισή του αναφορικά με το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που το περιβάλλουν, αποτελούν δυο νέες διαστάσεις που χρήζουν επίσης προσοχής (K. Levine, 2000).

Με την προσέγγιση στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, θεωρείται ως πρωταρχικής σημασίας η ποιότητα και η δυνατότητα παροχής υπηρεσιών σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα, ενώ ο παλαιότερος διαχωρισμός σε τραπεζικά ή χρηματιστηριακά προσανατολισμένο περνάει σε δεύτερη μοίρα. Οι Levine και Zervos (1998), επισημαίνουν ότι η μεγάλη ρευστότητα στην χρηματιστηριακή αγορά βοηθά στην επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης, ανεξάρτητα από το επίπεδο ανάπτυξης του τραπεζικού συστήματος. Παράλληλα, οι Demirguc-Kunt και Maksimovic (1998) υποστηρίζουν ότι η ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, στην ουσία αποδεικνύει την αύξηση της χρησιμότητας της τραπεζικής χρηματοδότησης. Έτσι, μέσα σε μια οικονομία οι τράπεζες και τα χρηματιστήρια λειτουργούν συμπληρωματικά.

Απ' την άλλη, αυξάνει το ειδικό βάρος του θεσμικού και κανονιστικού πλαισίου στην εξέταση ενός χρηματοοικονομικού συστήματος και η ικανότητά του να αναπτύσσει τους κατάλληλους μηχανισμούς για την προστασία των επενδυτών και

των δικαιωμάτων τους. Οι οπαδοί αυτής της προσέγγισης υποστηρίζουν ότι είναι ευκολότερο να εξηγήσει κανείς τις διαφορές στην ποιότητα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών εξετάζοντας την ανάπτυξη του θεσμικού πλαισίου, παρά με βάση του κλασικούς διαχωρισμούς.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος περνά από κάποια γενικά στάδια⁵, χωρίς να αποκλείονται ιδιαίτερες περιπτώσεις:

- Στα πρώιμα στάδια βιομηχανοποίησης, όπου συνήθως το θεσμικό πλαίσιο δεν είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένο, οι νέες αποταμιεύσεις συγκεντρώνονται κυρίως από τους τραπεζικούς οργανισμούς και συνεπώς το χρηματοοικονομικό σύστημα που αντιστοιχεί στο στάδιο αυτό ονομάζεται τραπεζικά προσανατολισμένο χρηματοοικονομικό σύστημα.
- Το δεύτερο στάδιο χαρακτηρίζεται από την παρουσία επιχειρήσεων οι οποίες συγκεντρώνουν ένα συνεχώς αυξανόμενο ποσοστό εξωτερικών δανείων μέσω των κεφαλαιαγορών (χρηματιστηρίων) και το χρηματοοικονομικό σύστημα παίρνει τη μορφή του χρηματιστηριακά προσανατολισμένου χρηματοοικονομικού συστήματος.
- Το τρίτο στάδιο είναι αυτό της τιτλοποίησης και αποδιαμεσολάβησης. Κύριο χαρακτηριστικό αυτού του σταδίου είναι ότι κατά τη διάρκειά του η σημασία της αγοράς για των επιχειρηματικό έλεγχο μέσω των κεφαλαιαγορών αυξάνει ραγδαία και παράλληλα είναι δυνατόν να εμφανίζονται νέες μορφές χρηματοδότησης⁶.

Επιπλέον απόψεις για τη μορφή που μπορεί να πάρει ένα χρηματοοικονομικό σύστημα, εκφράσθηκαν με βάση επιμέρους φαινόμενα που έλαβαν χώρα (τιτλοποίηση, venture capital) και για τα οποία θα γίνει ιδιαίτερη αναφορά σε επόμενα κεφάλαια.

⁵ Βλ. και Κ. Συριόπουλο, *Διεθνείς κεφαλαιαγορές*, 1999.

⁶ Σύμφωνα με τον Κ. Συριόπουλο (1999), τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια νέα κατεύθυνση λόγω της πολύ μεγάλης σημασίας της πληροφόρησης που παρατηρείται ιδιαίτερα στις ανεπτυγμένες χώρες με ώριμες κεφαλαιαγορές, η οποία περνάει σε ένα 4 στάδιο. Το στάδιο αυτό χαρακτηρίζεται σαν πληροφοριακά προσανατολισμένο χρηματοοικονομικό σύστημα (Informationally Oriented Financial System).

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Ο ρόλος και η συμβολή του χρηματοοικονομικού συστήματος και των μεσαζόντων αυτού στην οικονομική ανάπτυξη δεν αποτελεί νέο ζήτημα των καιρών μας αλλά έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης εδώ και αρκετά χρόνια.

Αν και στις σημαντικότερες οικονομικές μελέτες και έρευνες παρατηρείται μια συστηματική απουσία στην αναφορά της σχέσης αυτής, εντούτοις έχουν γίνει μεμονωμένες αναφορές σε συγκεκριμένα τμήματα, μηχανισμούς και λειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος (τράπεζες, χρηματοδότηση, επενδύσεις)

Σε πρόσφατες μελέτες για τη σχέση μεταξύ της ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος και της οικονομικής ανάπτυξης, σημαντικό ρόλο έπαιξε η εξέλιξη των διαφόρων μοντέλων ενδογενούς μεγέθυνσης.

Αν υποθέσουμε ότι ένα σημαντικό μέρος (ϕ) των αποταμιεύσεων χρησιμοποιείται για επενδύσεις, τότε ο ρυθμός της ισόρροπης μεγέθυνσης θα μπορούσε να εκφραστεί με τον παρακάτω τύπο⁷:

$$g = A \phi s - \delta$$

g : ρυθμός ισόρροπης μεγέθυνσης

A : παραγωγικότητα κεφαλαίου

s : ρυθμός αποταμίευσης

δ : αποσβέσεις

Έτσι, η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος θα μπορούσε να επηρεάσει το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης μεταβάλλοντας είτε την παραγωγικότητα του κεφαλαίου (A), ή την αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (ϕ), ή το ρυθμό αποταμίευσης (s).

Ένα χρηματοοικονομικό σύστημα είναι αποτελεσματικό όταν διοχετεύει τα κεφάλαια σε εκείνα τα επιχειρηματικά σχέδια που αποδίδουν το μεγαλύτερο οριακό προϊόν. Στο παραπάνω υπόδειγμα, το σύστημα κατανέμοντας τους χρηματοδοτικούς πόρους αποτελεσματικά, αυξάνει την παραγωγικότητα του κεφαλαίου και συμβάλλει στην οικονομική μεγέθυνση. Επιπλέον, η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος μπορεί να συμβάλει στη μεγέθυνση της οικονομίας μετατρέποντας τους αποταμιευτικούς πόρους σε πραγματικές επενδύσεις.

⁷ Βλέπε και K. Tsuru, 2000

Η χρήση τέτοιων υποδειγμάτων για τον προσδιορισμό της συμβολής της ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος στην οικονομική μεγέθυνση, αν και συντέλεσε στην καλύτερη κατανόηση της σχέσης των δυο φαινομένων, παρουσίασε ορισμένες αδυναμίες και άφησε αναπάντητα ερωτήματα που συνοψίζονται παρακάτω :

- Η στενή στατιστική σχέση ανάμεσα στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος και την οικονομική ανάπτυξη δεν σημαίνει κατ' ανάγκη ότι η σχέση αυτή έχει τη μορφή αιτίου και αιτιατού.
- Η συσχέτιση που συνήθως εμφανίζεται είναι πιθανό να είναι συμπτωματική και κατά συνέπεια αποτέλεσμα άλλων παραγόντων.
- Οι θετικές επιδράσεις στην οικονομική μεγέθυνση στο παραπάνω υπόδειγμα, δε φανερώνουν αν είναι αποτέλεσμα της αύξησης της παραγωγικότητας, ή της αύξησης του ρυθμού των επενδύσεων ως συνέπεια του αυξημένου ρυθμού αποταμίευσης.
- Το μέγεθος και ο αριθμός των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών και των αγορών δεν είναι ο καταλληλότερος δείκτης για το βαθμό ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος και τη λειτουργία της αγοράς.

Οι King και Levine (1993) σε μια πρώτη προσπάθεια να αντιμετωπίσουν τα παραπάνω προβλήματα πρότειναν 4 δείκτες για τη μέτρηση του βαθμού ανάπτυξης των διαμεσολαβητών και το επίπεδο λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος και 3 δείκτες για την οικονομική μεγέθυνση.

Στην έρευνα που έκαναν συμπεριέλαβαν 77 χώρες κατά την περίοδο 1960 – 1989 και παρατήρησαν μια σημαντική στατιστική και οικονομική συσχέτιση ανάμεσα στους δείκτες ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος και την οικονομική μεγέθυνση.

Με βάση τη διαφωνία που είχε ανακύψει τα προηγούμενα χρόνια για τη σημασία της καλής λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου στην οικονομική ανάπτυξη οι Levine και Zervos⁸ προχώρησαν σε μια έρευνα χρησιμοποιώντας εξισώσεις παλινδρόμησης ανάμεσα σε διαφορετικές χώρες προκειμένου να επιβεβαιώσουν την παραπάνω σχέση.

⁸ R. Levine, S. Zervos , Stock Market development and long-run growth, World Bank, 1996.

Χρησιμοποιώντας δεδομένα από 41 χώρες κατά την περίοδο 1976 – 1993 κατασκεύασαν σύνθετους δείκτες για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών, που προσδιορίζουν το μέγεθος της αγοράς, τις συναλλαγές και το βαθμό ολοκλήρωσης. Στα αποτελέσματά τους παρατηρούν μια ισχυρή συσχέτιση ανάμεσα στη συνολική ανάπτυξη της αγοράς κεφαλαίου και τη μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη. Επιπλέον, ελέγχοντας το αρχικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ, τις επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο, την πολιτική σταθερότητα και άλλα μέτρα οικονομικής και νομισματικής πολιτικής, η συσχέτιση της αγοράς κεφαλαίου με την οικονομική ανάπτυξη παρέμενε ισχυρή.

Σε νεώτερες έρευνες⁹ οι προσπάθειες απόδειξης της σχέσης αιτιότητας που υπάρχει ανάμεσα στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος και την οικονομική ανάπτυξη, η προσοχή των ερευνητών εστιάσθηκε το ρόλο της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης. Πιο συγκεκριμένα οι δείκτες που αναπτύχθηκαν βελτίωναν τους προηγούμενους και στόχευαν στην καλύτερη μέτρηση του ενεργητικού και παθητικού των διαμεσολαβητών, στην πιο περιεκτική μέτρηση του τραπεζικού τομέα και στο διαχωρισμό των διαμεσολαβητών ελέγχοντας προς ποιους τομείς κατευθύνονται τα κεφάλαια. Τα αποτελέσματα της παραπάνω έρευνας είναι σύμφωνα με τα θεωρητικά μοντέλα που υποστηρίζουν πως η καλύτερη λειτουργία των διαμεσολαβητών επιταχύνει την οικονομική ανάπτυξη.

Η σημαντικότητα ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος σύμφωνα με τους διάφορους αναλυτές επικεντρώνεται σε σημεία όπως η συμβολή των κεφαλαιαγορών στην οικονομική ανάπτυξη, η διαφοροποίηση κινδύνου που επιτυγχάνει, η συλλογή πληροφοριών και ο έλεγχος εταιρικής διακυβέρνησης.

ΟΙ ΝΕΕΣ ΤΑΣΕΙΣ

Τα τελευταία χρόνια διαφαίνεται μια τάση αύξησης της σημασίας των χρηματιστηρίων ως μέσου χρηματοδότησης του επιχειρηματικού τομέα.

⁹ R. Levine, N. Loyaza, T. Beck, Finance and the sources of growth, World Bank, 1999.

Οι παράγοντες που οδήγησαν σε μια νέα θεώρηση του χρηματοοικονομικού συστήματος έχουν να κάνουν με μια σειρά αλλαγών που έλαβαν χώρα τα τελευταία χρόνια και συνοψίζονται στους παρακάτω :

ΠΟΛΙΤΙΚΟ – ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΑΚΑΤΑΤΑΞΕΙΣ

Η ειρηνική κατάρρευση του συστήματος κεντρικού σχεδιασμού της οικονομίας των χωρών της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης, επέδρασε σημαντικά στο φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης. Οι οικονομίες των χωρών αυτών εισήλθαν σε μια φάση προσαρμογής στο σύστημα της μικτής οικονομίας της αγοράς, στα πλαίσια της παγκόσμιας οικονομίας¹⁰.

ΑΠΟΚΡΑΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ

Σε αντίθεση με την τάση κρατικοποιήσεων που είχε επικρατήσει κατά τη μεταπολεμική περίοδο, το νέο σύστημα της οικονομίας της αγοράς προώθησε τις αποκρατικοποιήσεις των επιχειρήσεων του δημοσίου τομέα. Η νέα αυτή τάση αναβάθμισε το ρόλο των χρηματιστηρίων και προώθησε τις επενδύσεις την τεχνολογική πρόοδο και την επιχειρηματικότητα. Τα παραδείγματα επιτυχημένων αποκρατικοποιήσεων ΔΕΚΟ είναι πολλά τόσο κατά τη εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, όσο και από τη μετέπειτα πορεία τους.

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Η παραδοσιακή διάκριση των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα σε τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες και εταιρίες επενδύσεων έχει αρχίσει να ξεπερνιέται εξαιτίας μιας νέας τάσης που λαμβάνει χώρα. Η τάση που επικρατεί είναι αυτή της συγκεντροποίησης (*conglomeration*). Τόσο οι τράπεζες, όσο και τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα επιδιώκοντας να πετύχουν οικονομίες κλίμακας και σκοπού δημιουργούν ολοκληρωμένους χρηματοπιστωτικούς ομίλους οι οποίοι προσφέρουν ένα πλήρες φάσμα χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών όπου η εξειδίκευση συνεχίζει να υπάρχει μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων αλλά στα πλαίσια του ενιαίου ομίλου.

Παράλληλα, οι τράπεζες αλλάζουν τη μορφή των παραδοσιακών τους εργασιών με αποτέλεσμα αυτές να πλησιάζουν περισσότερο προς τις εργασίες του χρηματιστηρίου. Στην προσπάθειά τους να μειώσουν ή να μετατοπίσουν τον πιστωτικό κίνδυνο αλλά και να αυξήσουν τη ρευστότητά τους έδωσαν στις

¹⁰ Μαλινδρέτου Β. Χρηματιστήριο – Χρηματοοικονομική ανάλυση, 1999, σελ. 27 επ.

παραδοσιακές τους εργασίες (καταθέσεις δάνεια) τη μορφή τίτλων (πιστοποιητικά καταθέσεων, μετατροπή τραπεζικών δανείων σε διαπραγματεύσιμους τίτλους κλπ.). Έτσι η διείσδυση των τραπεζών στο χώρο του χρηματιστηρίου πραγματοποιείται με δυο τρόπους: είτε έμμεσα με τιτλοποίηση των δικών τους προϊόντων είτε άμεσα υποκαθιστώντας την αγοραπωλησία τραπεζικών προϊόντων με την αγοραπωλησία τίτλων του χρηματιστηρίου.

Οι τράπεζες αναλαμβάνουν πλέον την παροχή μιας σειράς χρηματιστηριακών υπηρεσιών όπως η ανάλυση της αγοράς, η παροχή συμβουλών, η διαχείριση χαρτοφυλακίων, ενώ την ίδια στιγμή μεταβάλλονται σε κανονικούς παίκτες και διενεργούν συναλλαγές για δικό τους λογαριασμό, όταν μέχρι τώρα αποτελούσαν απλώς μεσολαβητές στη χρηματιστηριακή διαδικασία για λογαριασμό των πελατών τους.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Προς την τιτλοποίηση δεν κατευθύνθηκαν μόνο οι τράπεζες ούτε κινήθηκαν πρώτες αυτές, αλλά ακολούθησαν υποχρεωνόμενες από τις συνθήκες που είχαν δημιουργηθεί στην αγορά και οι οποίες είχαν οδηγήσει στην αλλαγή των χρηματοπιστωτικών σχέσεων των συμμετεχόντων σε αυτή, δηλαδή των ιδιωτών, των επιχειρήσεων, των κρατών, αλλά και των ιδίων των τραπεζών.

Στην ουσία, πρόκειται για την πρακτική κατά την οποία οι μεγάλοι δανειολήπτες καταφεύγουν άμεσα στις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές όπου αντλούν τα κεφάλαια που χρειάζονται μέσω της έκδοσης τίτλων. Με τη στροφή αυτή των δανειοληπτών μειώθηκε ο παραδοσιακός τραπεζικός δανεισμός και ο διαμεσολαβητικός ρόλος των τραπεζών. Ο κύριος λόγος που έκανε την τιτλοποίηση περισσότερο ελκυστική, είναι ότι το κόστος άντλησης των κεφαλαίων μέσω των αγορών τίτλων είναι χαμηλότερο απ' τον τραπεζικό δανεισμό.

Η τιτλοποίηση και η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών έκαναν πιο επικίνδυνη τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και των κεφαλαιαγορών ειδικότερα κατά δυο τρόπους. Η τιτλοποίηση έχει ως κύρια αποστολή όχι τη μείωση αλλά το μετασχηματισμό και τη μετατόπιση του κινδύνου που ενυπάρχει στο αρχικό χρηματοπιστωτικό όργανο. Η τιτλοποίηση συνεπώς από τη μια πλευρά μεταφέρει τους κινδύνους που αναπτύσσονται στα άλλα τμήματα του χρηματοοικονομικού συστήματος, στο χώρο της κεφαλαιαγοράς.

Από την άλλη πλευρά αυξάνει τα κανάλια διάδοσης των κινδύνων και συνεπώς αυξάνει το συστημικό κίνδυνο (systemic risk), συνδέοντας την τραπεζική με τη χρηματιστηριακή αγορά με αποτέλεσμα τον αλληλοεπηρεασμό τους.

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΟΔΟΣ

Η ανάπτυξη των συστημάτων επικοινωνίας και πληροφόρησης λειτούργησε καταλυτικά στην ανάπτυξη και διεθνοποίηση των χρηματιστηρίων . η τεχνική πρόοδος βοήθησε στην αύξησης της επικοινωνίας των χρηματιστηριακών φορέων με το χρηματιστήριο και ένα μεγάλο μέρος των συναλλαγών (και των συνεπαγόμενων υπηρεσιών όπως διόδευση εντολών, ενημερώσεις εκτέλεσης, αποτιμήσεις χαρτοφυλακίων, κλπ.) πραγματοποιείται πλέον με ηλεκτρονικά μέσα και συστήματα (δίκτυα απομακρυσμένων υπολογιστών, fax, e-mail, κινητή τηλεφωνία κ.α.). συγχρόνως αυξήθηκε ο όγκος, η ταχύτητα και η συχνότητα της πληροφόρησης, βελτιώθηκε η ποιότητα της παρεχόμενης πληροφορίας, κυρίως λόγω ανταγωνισμού και εδραιώθηκε η εμπιστοσύνη των επενδυτών στο χρηματιστηριακό θεσμό.

ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΕΔΙΟΥ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η αναθεώρηση της μορφής και λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς, ως θεσμού με συγκεκριμένα και τυποποιημένα χαρακτηριστικά¹¹, εκφράζεται τόσο μέσα από την αποεδαφικοποίηση του χώρου της αγοράς, όσο και από την επέκταση της έτσι ώστε να επεκτείνεται μέχρις ότου παρουσιάσει χαρακτηριστικά παγκοσμιότητας.

Η αποσύνδεση της έννοιας του χώρου της αγοράς από γεωγραφικούς - τοπικούς περιορισμούς δεν περιορίζεται στο πεδίο των χρηματιστηριακών αγορών, αντίθετα παρουσιάζει τις σημαντικότερες εκφάνσεις της στο χώρο του εμπορίου, και ιδιαίτερα στην ανάπτυξη και επέκταση του ηλεκτρονικού εμπορίου μέσω του διαδικτύου.

Η εισαγωγή της τεχνολογίας στα χρηματιστήρια αποτέλεσε συνέπεια της ραγδαίας ανάπτυξης των αγορών και του ολοένα μεγαλύτερου όγκου πληροφοριών που σχετίζονται με τις κεφαλαιαγορές, οδήγησε δε σε διαφορετική λειτουργία του

¹¹ Τοπικότητα αγοράς, εξυπηρέτηση των κεφαλαιακών αναγκών ορισμένου χώρου, όρια γεωγραφικά και πολιτικά στο χώρο.

μηχανισμού σύναψης των συμβάσεων¹² και κυρίως, δικτυοποίηση των συναλλαγών και την εγκατάλειψη της καθορισμένης αίθουσας συναλλαγών του χρηματιστηρίου.

Πράγματι, η σύναψη των συναλλαγών μέσω δικτύου υπολογιστών αποτελεί το σύγχρονο, και συνεχώς επεκτεινόμενο, τρόπο λειτουργίας όλων των μεγάλων αγορών.

Τόσο στην αγορά του Λονδίνου μετά το “Big-Bang” των μεταρρυθμίσεων και τη δημιουργία του δικτύου SEAQ όσο και στις αγορές των ΗΠΑ, ιδίως στο δίκτυο NASDAQ, οι συναλλαγές συνάπτονται εκτός του τόπου της αγοράς, και αφορούν αξίες χωρίς υλική υπόσταση που υλοποιούνται με την καταχώριση λογιστικών εγγραφών στο δίκτυο. Μόνος σύνδεσμος με τον τόπο της χρηματιστηριακής αγοράς, εν όψει μάλιστα και του παραμερισμού των χρηματιστών - μεσιτών (αποδιαμεσολάβηση), μοιάζει πλέον να παραμένει η ηλεκτρονική βάση του συστήματος εγγραφών.

Δε θα ήταν υπερβολή να λεχθεί ότι σε μια τέτοια συναλλαγή μεταβάλλονται μόνο αριθμοί κωδικών και λογαριασμών τραπεζικών καταθέσεων, χωρίς τη διενέργεια καμίας υλικής πράξης σε μια τοπικά ορισμένη αγορά.

ΑΠΟΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ

Όλες οι διαμεσολαβημένες μορφές πίστης έχουν το μειονέκτημα να παρουσιάζουν αυξημένο κόστος λόγω της παρεμβολής του διαμεσολαβητή ο οποίος επιβαρύνει τους δυο ακραίους πόλους της συναλλαγής με το λειτουργικό κόστος το οποίο συνεπάγεται η επιτέλεση λειτουργίας του.

Η παρατηρούμενη αποδιαμεσολάβηση (disintermediation) στις κεφαλαιαγορές είναι συνέπεια αγοραίων επιλογών και, ειδικότερα, της προσπάθειας εξάλειψης του παραπάνω κόστους.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί η διαφορά της χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς σε σχέση με την τραπεζική χρηματοδότηση, είναι ότι στην πρώτη περίπτωση έχουμε άμεση, ενώ στη δεύτερη έμμεση μορφή χρηματοδότησης.

¹² Ηλεκτρονικό σύστημα σύναψης των συμβάσεων και αποϊλοποίηση των μετοχών.

Άμεση χρηματοδότηση όμως, δε σημαίνει αναγκαστικά έλλειψη οποιασδήποτε μεσολάβησης αλλά μάλλον διαφορετικό τύπο και μέθοδο διαμεσολάβησης¹³.

Στην περίπτωση της τραπεζικής χρηματοδότησης μεταξύ του αποταμιευτή και του δανειοδοτούμενου (της πλεονασματικής και της ελλειμματικής οικονομικής μονάδας) δεν υπάρχει κανένας σύνδεσμος είτε οικονομικής φύσεως είτε νομικής είτε οποιασδήποτε άλλης. Ο σύνδεσμος που υπάρχει είναι μεταξύ του κάθε πόλου αυτής της οικονομικής σχέσης και της τράπεζας.

Αντίθετα στην περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης ο σύνδεσμος μεταξύ του επενδυτή και του εκδότη του χρεογράφου είναι άμεσος με την έννοια ότι υπάρχει συγκεκριμένη οικονομική και νομική σχέση μεταξύ τους¹⁴. Ο ρόλος του ενδιάμεσου σε αυτή την περίπτωση (χρηματιστής, τράπεζα), με την έννοια του αναγκαίου ενδιάμεσου¹⁵, σε μια χρηματιστηριακή συναλλαγή δε συνίσταται στη διαμόρφωση της σχέσης μεταξύ των δύο πόλων της σύμβασης, αλλά στην υπό ευρεία έννοια διευκόλυνση σύναψης της τελευταίας (διαμεσολάβηση χαλαρής μορφής).

Όμως, οι διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιούνται στο χώρο του χρηματιστηρίου τείνουν να καταργήσουν ακόμα και αυτή την ελάχιστη διαμεσολαβητική λειτουργία, οδηγώντας στη διαμόρφωση μιας αντίληψης ότι οι συναλλαγές στα χρηματιστήρια μπορούν να λειτουργήσουν χωρίς αυτούς¹⁶.

Στις εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου με ιδιωτική τοποθέτηση δεν παρεμβαίνουν καθόλου μεσολαβητές, ενώ πολλοί θεσμικοί επενδυτές έχουν δημιουργήσει δίκτυα για ανταλλαγή μετοχών μεταξύ επενδυτών παρακάμπτοντας τους χρηματιστηριακούς διαμεσολαβητές. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, στο οποίο αρχικά χαλάρωσε και κατόπιν παραμερίστηκε εντελώς η διαμεσολάβηση των χρηματιστών, αρχικά με τη λειτουργία της «τρίτης» και κατόπιν της «τέταρτης» αγοράς. Οι θεσμικοί επενδυτές

¹³ Γαλιάτσος Κ. *Διεθνείς κεφαλαιαγορές και ελληνικό χρηματιστήριο*, 1994.

¹⁴ Οπου προηγ.

¹⁵ Η ύπαρξη περισσότερων ενδιάμεσων σε μια χρηματιστηριακή συναλλαγή αποτελεί συνέπεια της επιλογής του εντολέα και δε σημαίνει ότι η ύπαρξή τους είναι αναγκαία.

¹⁶ Όταν η πληροφορία φτάνει εξίσου γρήγορα σε κάθε επενδυτή και οι τηλεπικοινωνίες δίνουν τη δυνατότητα, σε ένα επενδυτή να διαπραγματεύεται μετοχές από το εξωτερικό στο χρηματιστήριο μιας τρίτης χώρας δεν υπάρχει λόγος χρήσης μεσάζοντα στη διενέργεια της συναλλαγής. Το ίδιο ισχύει στην περίπτωση που ο επενδυτής είναι θεσμικός, όπως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ή ένα ασφαλιστικό ταμείο, με πρόσβαση στην πληροφορία και τμήμα που αξιολογεί την αξία των μετοχών.

συναλλάσσονται πλέον απευθείας, μέσω ηλεκτρονικού συστήματος που διευκολύνει τη σύναψη και εκτέλεση των συναλλαγών, ουσιαστικά σε δικτυακή αγορά, στα πλαίσια, όμως, του χρηματιστηρίου και όχι εξωχρηματιστηριακά.

Στο δίκαιο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας η δυνατότητα ελεύθερης εγκατάστασης και διενέργειας συναλλαγών σε κοινοτικό χρηματιστήριο από ΕΠΕΥ κρατών-μελών¹⁷ αποτελεί, σε συνάρτηση με τη θεσμικοποίηση των συναλλαγών, έμμεση αναγνώριση αυτής της πραγματικότητας.

Η αποδιαμεσολάβηση οδηγεί στη λειτουργία αγορών δημοπρασιών και, ουσιαστικά, σε ιδιωτικά χρηματιστήρια όπου οι όροι συναλλαγής συμφωνούνται από τους συμβαλλόμενους επενδυτές ή θεσμικούς και η διαμόρφωση των τιμών είναι αποτέλεσμα προσδοκιών και αναλύσεων των τελευταίων και όχι της διαδικασίας ταύτισης τιμών προσφοράς και ζήτησης.

ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) υπάρχουν σχεδόν σε όλα τα κράτη και το ενεργητικό τους παρουσιάζει συνεχώς μια ανοδική τάση.

Οι ΟΣΕΚΑ είναι οργανισμοί που συγκεντρώνουν τις επενδύσεις ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών τους και τις θέτουν κάτω από την επαγγελματική τους διαχείριση. Με τον τρόπο αυτό ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών προσεγγίζει τη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και συμμετέχει σ' αυτές χωρίς όμως να αναλαμβάνει σοβαρούς κινδύνους, ενώ συγχρόνως παρέχεται στις εταιρίες η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους.

Οι ΟΣΕΚΑ φροντίζουν για την αξιοποίηση των συγκεντρωμένων κεφαλαίων και την εξασφάλιση ικανοποιητικών αποδόσεων επενδύοντας σε εισηγμένους τίτλους όπως μετοχές και ομόλογα, ενώ η μορφή αυτή της συλλογικής επένδυσης μειώνει το κόστος των συναλλαγών. Παράλληλα χρησιμοποιώντας ειδικά προϊόντα και υπηρεσίες αξιοποιούν τα διαθέσιμα των Ασφαλιστικών Οργανισμών και συμβάλουν στην καλύτερη λειτουργία ασφαλιστικού συστήματος.

¹⁷ Βλ. άρθρο 18 ν. 2396/1996.

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Τα κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου (venture capital) μια μορφή επένδυσης σε μικρές και κυρίως νεοϊδρυθείσες εταιρίες, οι οποίες δεν έχουν αναπτύξει ακόμη σημαντική επιχειρηματική δραστηριότητα και γι αυτό παρουσιάζουν και υψηλό ρίσκο.

Στην ευρωπαϊκή αγορά εμφανίζονται και ως Private Equity investments, ενώ τα τελευταία χρόνια αυξάνεται η σημασία τους κυρίως λόγω των σημαντικών αποδόσεων που αποφέρουν από πλευράς κερδών.

Οι venture capitalists είναι εξειδικευμένοι επαγγελματίες επενδυτές, οι οποίοι συγκεντρώνουν χρήματα και τα επενδύουν σε νεοϊδρυθείσες (start up) επιχειρήσεις, στη χρηματοδότηση για επέκταση των δραστηριοτήτων (expansion), ή στην ανάπτυξη μιας επιχειρηματικής ιδέας (seed). Μία venture capital εταιρία παρέχει υποστήριξη στην επιχείρηση σε όλα τα στάδια. Σε πρώτη φάση, παρέχει διευκολύνσεις ως προς την εγκατάσταση και τη διοικητική υποστήριξη, στη συνέχεια θα πρέπει να χορηγήσει οικονομική υποστήριξη για την προετοιμασία ενός αξιόπιστου business plan. Εάν η εταιρία δεν βρει από μόνη της χρηματοδότηση, τότε θα πρέπει να έχει προβλεφθεί στο business plan να συνεχιστεί η χρηματοδότηση από τη venture capital εταιρία. Συγχρόνως παράσχει συμβουλευτικές υπηρεσίες καθοδηγεί την εταιρία και συμμετέχει στο μακροπρόθεσμο σχεδιασμό.

Οι αγορές κεφαλαίου των ΗΠΑ έχουν παίξει ένα καθοριστικό ρόλο καθώς ένα χρηματιστηριακά προσανατολισμένο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι καλύτερο στο να χρηματοδοτεί νέες επιχειρήσεις και να επενδύει σε νέες τεχνολογίες.

Οι «βιομηχανίες» των venture capital είναι οι πιο ανεπτυγμένες στις ΗΠΑ. Αυτές ειδικεύονται στο να χρηματοδοτούν επιχειρηματικά projects με αυξημένο ρίσκο, τα οποία όμως μπορούν να προσδώσουν αυξημένες αποδόσεις από πλευράς κερδών.

Περισσότερο από το 60% των κεφαλαίων αυτών κατευθύνονται σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, σε εταιρίες παραγωγής λογισμικού υλικού, εξαρτημάτων υπολογιστών και τηλεπικοινωνιών, καθώς και εταιρίες βιοτεχνολογίας, ιατρικής και υγείας.

Τα Venture capital είναι μια παραλλαγή του χρηματοοικονομικού συστήματος που βασίζεται στη στενή σχέση, αλλά εξαρτάται από την καλή λειτουργία του απομακρυσμένου χρηματοοικονομικού συστήματος, ενώ εκφράζεται η άποψη ότι πρόκειται για ένα νέου είδους χρηματοοικονομικού συστήματος σε υβριδική μορφή (K.Tsugu, 2000).

Ένα σημαντικό θέμα σε αυτού του είδους τις επενδύσεις είναι η στρατηγική εξόδου, δηλαδή η επιτυχής ρευστοποίηση των επενδυμένων κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας για άλλη μια φορά ως παράδειγμα τις ΗΠΑ, μια επιτυχημένη επένδυση σε venture capital τελειώνει με την εισαγωγή της εταιρίας στο NASDAQ.

ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Σύμφωνα με τον ορισμό της παγκόσμιας τράπεζας ως αναδυόμενες αγορές (emerging stock markets) χαρακτηρίζονται οι κεφαλαιαγορές σε οικονομίες που έχουν σχετικά χαμηλά επίπεδα ΑΕΠ.

Στην κατηγοριοποίηση των αγορών σημαντικό ρόλο παίζει η γεωγραφική θέση κάθε χώρας, ενώ αναλύοντας περισσότερο το χρηματοοικονομικό τους σύστημα και το επίπεδο της οικονομικής τους ανάπτυξης μπορούν να ταξινομηθούν σε αναδυόμενες και σε ώριμες αγορές. Ακόμη είναι δυνατόν μια χώρα να χαρακτηρίζεται ως αναπτυγμένη σε επίπεδο οικονομίας αλλά η κεφαλαιαγοράς της να κατατάσσεται στις αναδυόμενες, όπως συνέβαινε μέχρι πρόσφατα με την περίπτωση της Ελλάδας.

Οι αναδυόμενες αγορές παρουσιάζουν πολλές σημαντικές διαφορές μεταξύ τους αλλά συγκεντρώνουν κοινά χαρακτηριστικά γνωρίσματα και ομοιότητες.

Οι ομοιότητες των αναδυόμενων αγορών εμφανίζονται κυρίως σε πεδία όπως ο βαθμός οικονομικής ανάπτυξης, το μέγεθος του ιδιωτικού τομέα, το θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο και ο βαθμός πολιτικής σταθερότητας, ενώ οι κεφαλαιαγορές τους χαρακτηρίζονται από περιορισμένη ρευστότητα, αυξημένο κόστος συναλλαγών, υψηλή μεταβλητότητα, μικρό αριθμό μετοχών και αξιόλογη συναλλακτική δραστηριότητα σε ελάχιστες εταιρίες. Σχετικά με το ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο που διέπει αυτές τις αγορές εμφανίζονται ανεπαρκείς διαδικασίες εκκαθάρισης, ελλιπής ενημέρωση και πληροφόρηση ενώ δε λείπουν οι διάφορες πρακτικές χειραγώγησης των τιμών.

Το γεγονός πάντως ότι το νομοθετικό πλαίσιο σχετικά με τη δυνατότητα πρόσβασης ξένων επενδυτών στην αγορά είναι περιορισμένο, προσδίδει στις αγορές αυτές μια σχετική ανεξαρτησία.

Η σχέση που ενυπάρχει ανάμεσα στην μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και την κεφαλαιαγορά, έχει σημαντικές συνέπειες για τις αναπτυσσόμενες χώρες και κεφαλαιαγορές τους.

Με την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τους συστήματος και με παράλληλες ρυθμίσεις σε διάφορους οικονομικούς τομείς (δημοσιονομικά, άμεσες ξένες επενδύσεις, πολιτικές συναλλάγματος και εμπορίου), οι χώρες αυτές είναι δυνατόν να επωφεληθούν από την εισροή ξένων κεφαλαίων που θα κατευθύνονται σε παραγωγικές δραστηριότητες, βελτιώνοντας το ρυθμό της οικονομικής τους ανάπτυξης.

Οι διάφορες μορφές που μπορούν να πάρουν οι εισροές κεφαλαίου στις αναπτυσσόμενες οικονομίες διακρίνονται σε 4 κατηγορίες¹⁸.

1. Άμεσες ξένες επενδύσεις, (δημιουργία επιχειρήσεων, ή απόκτηση μεγάλης συμμετοχής σε ήδη υπάρχουσες).
2. Επενδύσεις χαρτοφυλακίου που κατευθύνονται προς τις αγορές ομολόγων και μετοχών.
3. Λοιπές εισροές, (πιστώσεις σε συνάλλαγμα, δανεισμός δημοσίου και ιδιωτικού τομέα από το διεθνές τραπεζικό σύστημα, κλπ)
4. Εισροή κεφαλαίων από διεθνείς οργανισμούς και κυβερνήσεις (σε περιόδους που υπάρχει κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα).

Το μέγεθος και η κατεύθυνση των παγκόσμιων ξένων επενδύσεων (foreign direct investment), έχουν υποστεί διάφορες σημαντικές αλλαγές την τελευταία δεκαετία. Παρ' όλη την παγκόσμια εσφαλμένη αντίληψη που θέλει τις πολυεθνικές να προτιμούν να τοποθετούνται σε αναπτυσσόμενα κράτη χαμηλού κόστους, οι ξένες επενδύσεις στην πραγματικότητα παραμένουν συγκεντρωμένες μεταξύ των βιομηχανοποιημένων χωρών, όπου το εμπόριο και οι εμπορικές σχέσεις είναι ουσιαστικότερες και βαθύτερες. Οι πολυεθνικές πολύ προσφάτως μόνο, άρχισαν να επανατοποθετούν την επενδυτική τους εστία από τις ανεπτυγμένες στις

¹⁸ Βλ. Συριόπουλος Κ, 1999, σελ.329. Ειδικότερα για ξένα κεφάλαια και επενδύσεις, βλέπε Δελιθέου Β. Το νομικό καθεστώς προστασίας ξένων κεφαλαίων και επενδύσεων αναπτυξιακού χαρακτήρα στην Ελλάδα 1996.

αναπτυσσόμενες χώρες και συγκεκριμένα μόνο σε εκείνες που θεωρούνται ως πολλά υποσχόμενες. Έτσι, οι πολυεθνικές διεθνώς, είναι εξαιρετικά επιλεκτικές σχετικά με το πού στις αναπτυσσόμενες χώρες να τοποθετήσουν τις δραστηριότητές τους, επιλέγοντας μόνο εκείνες τις περιοχές όπου μπορεί εύκολα να προσαρμοστεί η προσέλκυση ξένων κεφαλαίων και όπου το κόστος δεν είναι υψηλό. Στην κορυφή των προτιμήσεων βρίσκονται η Κίνα, η Βραζιλία και το Μεξικό.

Η ραγδαία άνοδος των μετακινήσεων κεφαλαίων προς τις αναπτυσσόμενες χώρες συνδέεται άμεσα με τα μέτρα χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης των αγορών και με συγκεκριμένες τακτικές ξένων θεσμικών επενδυτών που διαχειρίζονται μεγάλα χαρτοφυλάκια.

Ωστόσο, η αύξηση αυτή των μετακινήσεων κεφαλαίων προς μια χώρα μπορεί να έχει καταστροφικές συνέπειες για την οικονομία της και τη μακροοικονομική της σταθερότητα ιδιαίτερα όταν κατευθύνονται σε τοποθετήσεις στην κεφαλαιαγορά, όπως στην περίπτωση του Μεξικού.

Μια χώρα προκειμένου να μεγιστοποιήσει τις ωφέλειες από τη μαζική εισροή κεφαλαίων και συγχρόνως να περιορίσει τις αρνητικές συνέπειες, είναι απαραίτητο να υιοθετήσει κατάλληλα μέτρα και να προχωρήσει σε κρατικές παρεμβάσεις. Αξιοσημείωτο είναι το παράδειγμα της Χιλής μετά την αποτυχία της μη παρεμβατικής πολιτικής που εφάρμοσε την περίοδο 1978 – 81, αναφορικά προς τη μαζική εισροή αλλοδαπών κεφαλαίων¹⁹.

¹⁹ Βλ. Μερτζάνη Χ. 1998.

Η ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ

Στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα η άμεση μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση γίνεται κατά κύριο λόγο μέσω της αγοράς κεφαλαίου και παίρνει τη μορφή κάποιου χρεογράφου.

Αγορά κεφαλαίου (capital market) είναι η αγορά στην οποία απευθύνονται ελλειμματικές οικονομικές μονάδες για να εξασφαλίσουν απευθείας από τις πλεονασματικές, μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Η μεταβίβαση αυτών των κεφαλαίων γίνεται με διάφορες μορφές και διαφόρους τρόπους και συνεπάγεται τη δημιουργία δικαιωμάτων και υποχρεώσεων. Η αγορά ενός χρηματοπιστωτικού τίτλου (μετοχής, ομολογίας, κλπ.), αποκαλείται γενικώς τοποθέτηση ή χρηματοπιστωτική επένδυση²⁰. Οι πόροι που περιέρχονται στους εκδότες των χρηματοπιστωτικών τίτλων, χρησιμοποιούνται κατά ένα μέρος για τη απόκτηση μέσων παραγωγής τα οποία με τη σειρά τους θα χρησιμοποιηθούν για την παραγωγή αγαθών. Κατά συνέπεια, ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα θεωρείται αποτελεσματικό εάν οδηγεί σε κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων μεταξύ παραγωγικών δραστηριοτήτων, η οποία συνεπάγεται μεγιστοποίηση της παραγωγής αγαθών και την ικανοποίηση των αναγκών του κοινωνικού συνόλου με το ελάχιστο κόστος²¹. Απ' την άλλη μια μεγάλη κεφαλαιαγορά μπορεί να μειώσει το κόστος μεταφοράς κεφαλαίων προς τους παραγωγικούς τομείς της οικονομίας, αφού η κεφαλαιαγορά διευρύνει το σύνολο των δυνατών επενδυτικών σχεδίων²².

Στην αγορά κεφαλαίου συμμετέχουν τρεις μεγάλες ομάδες, οι επενδυτές (πλεονασματικές οικονομικές μονάδες), οι εκδότες χρεογράφων (ελλειμματικές οικονομικές μονάδες) και οι ενδιάμεσοι.

²⁰ Δελής Κ. *Αγορές χρήματος και κεφαλαίου*, 1996, 4.

²¹ Δελής Κ. όπου προηγ. «... μόνον η πραγματική επένδυση, δηλ. η αύξηση του πραγματικού κεφαλαίου της οικονομίας, συντελεί στην αύξηση της παραγωγής αγαθών και συμβάλει στη βελτίωση της κοινωνικής ευημερίας».

²² Greenwood J. και Smith B. *Financial markets in development, and the development of financial markets*, 1997.

ΕΙΔΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ (Πρωτογενής Αγορά)

Στην Πρωτογενή Αγορά κεφαλαίου αντλούνται μακροπρόθεσμα κεφάλαια με πώληση μετοχών και ομολογιών, καθώς και κεφάλαια μέσης διάρκειας με πώληση ομολόγων. Οι διάφοροι μεσάζοντες (τράπεζες, ΑΧΕ, ΕΠΕΥ) που δραστηριοποιούνται στην συγκεκριμένη αγορά, συμβάλλουν στην άντληση των κεφαλαίων είτε αγοράζοντας το σύνολο της έκδοσης ή μέρος αυτής (underwriting), είτε απλά πωλούν στο επενδυτικό κοινό αντί του εκδότη, εισπράττοντας τη συμφωνημένη προμήθεια (αναδοχή).

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ (Δευτερογενής Αγορά)

Στα χρηματιστήρια πραγματοποιούνται οι αγοραπωλησίες των αξιών που αποκτήθηκαν στην προηγούμενη αγορά ή είναι εισηγμένες σε άλλα χρηματιστήρια και αγορές και διαπραγματεύονται παράλληλα²³. Η χρηματιστηριακή αγορά λειτουργεί συμπληρωματικά με την πρωτογενή, καθ' ότι εάν δεν υπήρχε εκείνοι που αγόρασαν τις αξίες δε θα είχαν τη δυνατότητα να τις πουλήσουν. Με αυτό τον τρόπο οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν το επενδυτικό κοινό για να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Για κάθε δευτερογενή αγορά λοιπόν, υπάρχει και μια κύρια, ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει πάντα.

Η λειτουργία μιας χρηματιστηριακής αγοράς διευκολύνει την επενδυτική διαδικασία, συντελώντας στην πραγματοποίηση συναλλαγών με χαμηλό κόστος και βοηθάει στην απορρόφηση και κυκλοφορία των νέων εκδόσεων.

Οι δευτερογενείς αγορές χωρίζονται συνήθως σε δυο επιμέρους αγορές, την **Κύρια** και την **Παράλληλη Αγορά**.

²³ Γλέν και το ελληνικό Χρηματιστήριο παρέχει τη δυνατότητα σε εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται εκτός των ελληνικών συνόρων, να εισαγάγουν σ' αυτό τις μετοχές τους προς διαπραγμάτευση σύμφωνα με το Π.Δ. 350/1985 (Κύρια Αγορά). Βλέπε και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, *Η Παράλληλη εισαγωγή στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών μετοχών εισηγμένων σε χρηματιστήρια εκτός Ελλάδας*, 2000.

Στην Παράλληλη αγορά διαπραγματεύονται οι μετοχές εταιριών μικρότερου μεγέθους απ' ότι στην Κύρια. Τα κριτήρια εισαγωγής είναι σαφώς πιο ελαστικά και ουσιαστικά αποτελεί τον προθάλαμο της Κύριας Αγοράς. Σε ορισμένες χώρες πριν εισαχθούν οι μετοχές μιας εταιρίας στην Κύρια Αγορά, διαπραγματεύονται για ορισμένο χρονικό διάστημα στην εκτός κύκλου αγορά²⁴.

Οι εξωχρηματιστηριακές ή εκτός κύκλου αγορές χρεογράφων (over the counter security markets), είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για να καθορίσει τις δραστηριότητες αγοράς και πώλησης χρεογράφων που δε λαμβάνουν χώρα σε ένα χρηματιστήριο. Σε ένα χρηματιστήριο ορισμένα «μέλη» είναι υπεύθυνα για τη εναρμόνιση των εντολών αγοράς και πώλησης σε κάποιο συγκεκριμένο χρεόγραφο. Αντίθετα, στη έξω - χρηματιστηριακή αγορά οι αγοραπωλησίες διεξάγονται από χρηματιστές / μεταπράτες που είναι γνωστοί ως δημιουργοί αγορών (market makers)²⁵.

Στα περισσότερα χρηματιστήρια λειτουργεί η Κύρια και η Παράλληλη Αγορά, χωρίς όμως αυτό να αποκλείει την ύπαρξη «Τρίτης» και «Τέταρτης Αγοράς» (Βλέπε και σχεδιάγραμμα 1).

Ο όρος «**τρίτη αγορά**» χρησιμοποιείται για τις εξωχρηματιστηριακές αγοραπωλησίες εισηγμένων χρεογράφων που διεξάγονται από μη μέλη κάποιου χρηματιστηρίου. Ο ίδιος όρος καλύπτει επίσης αγοραπωλησίες μεγάλου αριθμού εισηγμένων μετοχών δια μέσου ενός χρηματιστηριακού γραφείου που ενεργεί ως μεσολαβητής μεταξύ δυο οργανισμών ή ιδρυμάτων που διαθέτουν μεγάλα χαρτοφυλάκια αξιογράφων.

Η «**τέταρτη αγορά**» αναφέρεται στην απευθείας μεταβίβαση μεγάλου αριθμού μετοχών ανάμεσα σε δυο τέτοιους φορείς χωρίς την παρέμβαση κάποιου χρηματιστή²⁶.

Οι δυο παραπάνω αγορές αναπτύχθηκαν στο χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης από τους θεσμικούς επενδυτές στην προσπάθειά τους να συναλλάσσονται άμεσα μεταξύ τους,

²⁴ Οι εκτός κύκλου (over the counter) αγορές που λειτουργούν σε ορισμένα χρηματιστήρια, είναι αγορές που λειτουργούν εκτός των πλαισίων των οργανωμένων κεφαλαιαγορών. Οι συναλλαγές σε τέτοιου είδους αγορές διενεργούνται μέσω δικτύων επικοινωνιακών μέσων τα οποία συνδέουν τους χρηματιστές μεταξύ τους.

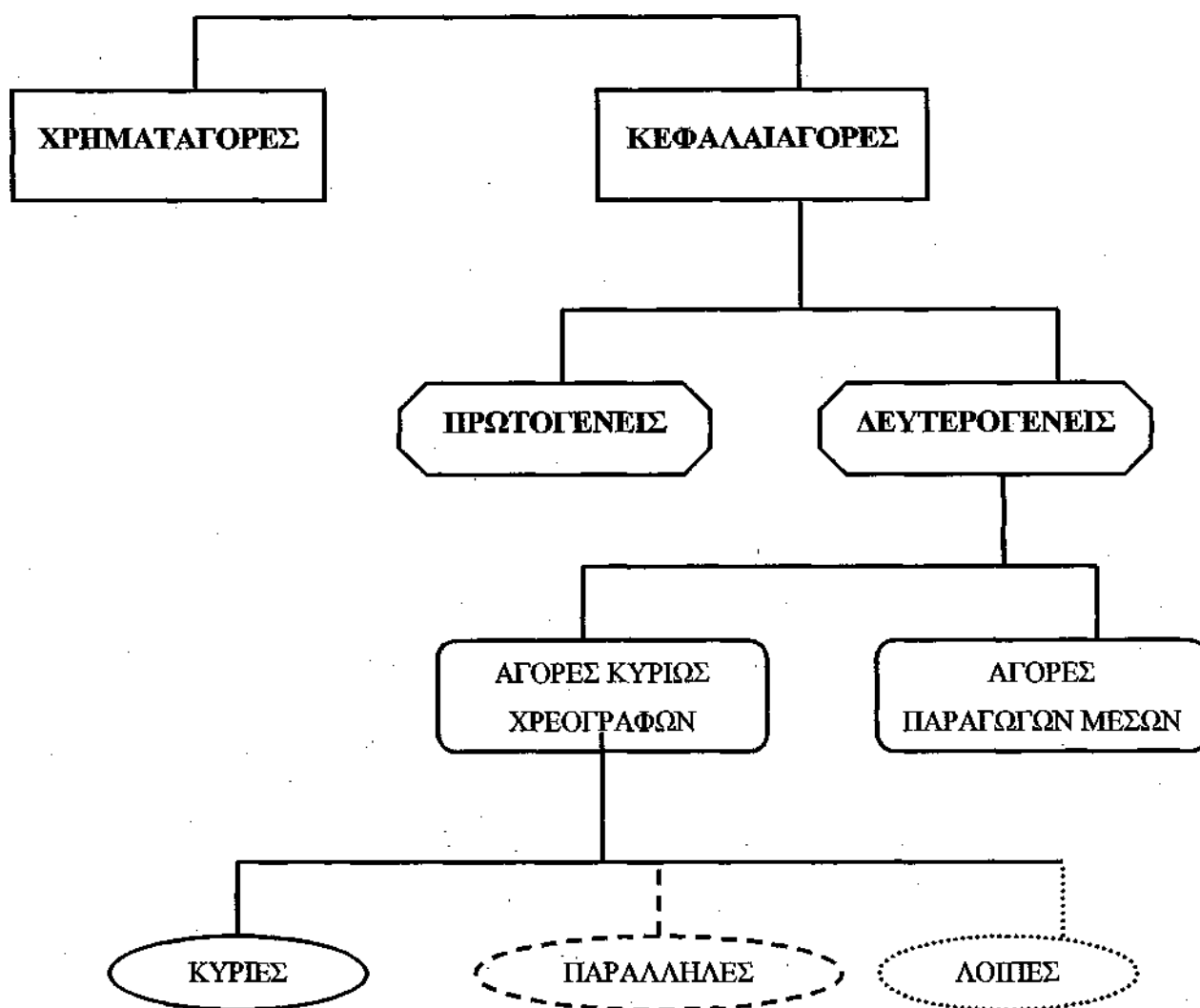
²⁵ Weston J. Brigham E. Βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, Αθήνα, 1986.

²⁶ Όπου προηγ.

χωρίς την παρεμβολή οποιουδήποτε διαμεσολαβητή και λειτουργούσαν εκτός του χώρου του χρηματιστηρίου στον οποίο διεξάγονταν οι συναλλαγές της κύριας αγοράς.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ



Τα χρηματιστήρια θέτουν ορισμένες προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν οι επιχειρήσεις πριν οι μετοχές τους εισαχθούν σ' αυτά. Οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν κυρίως το μέγεθος της εταιρίας, τη χρονική διάρκεια λειτουργίας της, την εξέλιξη των κερδών της, τον αριθμό των μετοχών της που έχει σε κυκλοφορία, κα. Όμως εκτός από τους λόγους που σχετίζονται με την ικανοποίηση των παραπάνω κριτηρίων αρκετές εταιρίες δεν είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια Αξιών. Τόσο στην Ελλάδα, όσο και σε πολλές χώρες του εξωτερικού οι επιχειρήσεις που έχουν επιλέξει την εισαγωγή των μετοχών τους σε χρηματιστήρια, αποτελούν ένα μικρό ποσοστό από το συνολικό αριθμό των επιχειρήσεων κάθε χώρας.

Εύλογα λοιπόν τίθεται το ερώτημα, από τη στιγμή που μια εταιρία πληροί τα κριτήρια εισαγωγής της, ποιοι είναι οι επιμέρους λόγοι που την αποτρέπουν από μια συμφέρουσα κατά τα άλλα επιλογή;

Η ανάπτυξη και η αποτελεσματικότητα της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς, όπως είδαμε και προηγουμένως, αποτελεί σίγουρα ένα βασικό παράγοντα σε συνδυασμό με το γενικότερο φορολογικό και οικονομικό – πολιτικό περιβάλλον κάθε χώρας.

Άλλοι λόγοι ενδεχομένως να έχουν να κάνουν με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της εισαγωγής μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο, τα οποία εντοπίζονται στα ακόλουθα :

- Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα της εισηγμένης επιχείρησης είναι η δυνατότητά της να χρηματοδοτείται από το επενδυτικό κοινό. Η ανάπτυξη και μεγέθυνση των επιχειρήσεων προϋποθέτει τη συνεχή χρηματοδότηση με το μικρότερο δυνατό κόστος, πράγμα που δύσκολα επιτυγχάνεται από το τραπεζικό σύστημα. Ιδιαίτερα σε επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, τα κεφαλαιακά αποθέματα εξαντλούνται γρήγορα και πρέπει να επιλέξουν ανάμεσα στην εγκατάλειψη των σχεδίων της ή στην εκχώρηση μέρους του διαχειριστικού ελέγχου με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο.
- Η ρευστότητα και εμπορευσιμότητα των μετοχών της, συμβάλλουν στην αποτύπωση της πραγματικής της αξίας, και διευκολύνουν τυχόν ρευστοποιήσεις των επενδυτών. Παράλληλα έχει παρατηρηθεί πως οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές με χαμηλή ρευστότητα, σε σχέση με μετοχές

υψηλής ρευστότητας. Έτσι, η βελτίωση του βαθμού ρευστότητας μιας μετοχής οδηγεί σε σημαντική μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης²⁷.

- Η παραπάνω αποτύπωση της αντικειμενικής αξίας της μετοχής, διευκολύνει στην αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης σε περιπτώσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς, αλλά μπορεί να διευκολύνει την καθιέρωση θεσμών σύνδεσης της αμοιβής των διοικητικών στελεχών και εργαζομένων με την παραγωγικότητά τους²⁸.
- Πολλές εταιρίες που δεν έχουν ακόμη εισαχθεί στο χρηματιστήριο, είναι προσωποπαγείς επιχειρήσεις όπου ο ιδιοκτήτης ασκεί συγχρόνως και τη διοίκηση. Παρά το γεγονός ότι αρχικά διοικούν αποτελεσματικά, με τη μεγέθυνση της επιχείρησης δεν μπορούν να αποδώσουν στο βαθμό που θα απέδιδε ένα εξειδικευμένο στέλεχος ή ένας manager. Με την εισαγωγή στο χρηματιστήριο επιτυγχάνεται ενός είδους διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση και τις ανάλογες θέσεις καταλαμβάνουν ικανά στελέχη.
- Άλλα πλεονεκτήματα έχουν να κάνουν με το φορολογικό καθεστώς που διέπει τις εισηγμένες εταιρίες. Για παράδειγμα, η φορολογική επιβάρυνση των κερδών και των μερισμάτων σε ορισμένες αγορές διαφοροποιείται ανάμεσα σε επιχειρήσεις που δεν έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο και σε αυτές που είναι εισηγμένες.

Όμως μπορούμε να εντοπίσουμε και άλλες ωφέλειες για την επιχείρηση, που έχουν να κάνουν με την εισαγωγή της σε ένα χρηματιστήριο.

Οι εταιρίες απολαμβάνουν ανέξοδη διαφήμιση και δημοσιότητα, ενώ συγχρόνως αποκτούν γόητρο και φήμη με ευεργετικά αποτελέσματα για τις πωλήσεις τους.

Τα σημαντικότερα μειονεκτήματα από την εισαγωγή μια επιχείρησης στο χρηματιστήριο, μπορούν αν εντοπισθούν στα παρακάτω :

- Η αναγκαία δημοσιότητα των στοιχείων και των επενδυτικών σχεδίων που οφείλει μια εισηγμένη εταιρία να δίνει, μπορεί να χρησιμοποιηθεί από κάποια άλλη ανταγωνιστική της. Η αποκάλυψη επιχειρηματικών πληροφοριών και στρατηγικών κινήσεων είναι πολύ εύκολη, όταν μάλιστα με την εταιρία ασχολούνται τόσο επενδυτές όσο και οι δημοσιογράφοι. Συγχρόνως, οι

²⁷ Τραυλός Ν. «Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο» στο Προβόπουλος Γ. Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, Αθήνα, 1995.

²⁸ Όπου προηγ.

εισηγμένες επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν τη λίστα των βασικών μετόχων και τα ποσοστά που κατέχει ο καθένας.

- Τα διάφορα έξοδα που έχουν οι επιχειρήσεις είναι ένα ακόμη αρνητικό στοιχείο. Ιδίως για τις μικρές εταιρίες τα έξοδα που συνεπάγεται η συνεχής παροχή πληροφοριών και δημοσιευμάτων στο επενδυτικό κοινό και τις αρχές του χρηματιστηρίου, σε συνδυασμό με τις συνδρομές και τις δαπάνες εξυπηρέτησης των μετόχων μπορεί να είναι αποτρεπτικά ως ποσοστό. Επιπλέον πρέπει να υπολογιστεί και το κόστος αναδοχής που επιβαρύνει τους παλαιούς μετόχους.
- Οι επιχειρηματικές κινήσεις της διοίκησης της εταιρίας, βρίσκονται σε συνεχή παρακολούθηση από τους επενδυτές και οποιαδήποτε αλλαγή έχει άμεσο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών.
- Τέλος, η απώλεια μέρους του διαχειριστικού ελέγχου των ιδιοκτητών, λόγω της εισαγωγής, και η ανάληψη του μέρους της ιδιοκτησίας από τους νέους μετόχους, μπορεί να έχει σημαντικές συνέπειες στην ίδια την ιδιοκτησία της επιχείρησης, στην περίπτωση που οι αρχικοί ιδιοκτήτες δεν μπορούν να αντεπεξέλθουν στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Οι επιχειρήσεις, όπως έχουμε αναφέρει και προηγουμένως, χρησιμοποιούν δύο κυρίως τύπους χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων, την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων με την έκδοση μετοχών και διάφορες μορφές δανείων. Οι κεφαλαιαγορές αποτελούν δηλαδή, τους «χώρους» όπου συγκεντρώνονται οι χρηματοδοτικοί πόροι και επενδύονται σε παραγωγικά κεφάλαια²⁹.

Ένα βασικό θέμα για την επιλογή του χρηματιστηρίου ως πηγή χρηματοδότησης είναι το κατά πόσο η κεφαλαιαγορά λειτουργεί αποτελεσματικά.

Η αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, προσδιορίζεται στο μεγαλύτερο βαθμό από τη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς, το αν και κατά πόσο δηλαδή τα

²⁹ Θωμαδάκης Σ. Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, Αθήνα, 1990, σελ. 27 επ.

χρηματιστήρια λειτουργούν αποτελεσματικά επηρεάζει άμεσα τις αποφάσεις των επιχειρήσεων για την επιλογή της κεφαλαιαγοράς ως μέσου άντλησης κεφαλαίων³⁰.

Μια κεφαλαιαγορά μπορεί να χαρακτηριστεί ως αναπτυσσόμενη, αναπτυγμένη, αποτελεσματική ή όχι, ώριμη ή αναδυόμενη. Τα κριτήρια και οι τρόποι αποτίμησης συχνά διαφέρουν και μέχρι σήμερα δεν υπάρχει ένα κοινώς αποδεκτό πρότυπο αποτίμησης και σύγκρισης των κεφαλαιαγορών.

Ορισμένα κριτήρια που χρησιμοποιούνται σε μεγάλο βαθμό και περιλαμβάνονται σε συνδυασμούς η αυτόνομα σε συγκρίσεις και μελέτες είναι τα ακόλουθα :

1. Η ρευστότητα (liquidity): Η ύπαρξη της αναγκαίας ρευστότητας σε μια χρηματιστηριακή αγορά θεωρείται βασικό προαπαιτούμενο και εξασφαλίζει ότι οι αγοραπωλησίες των συναλλασσομένων επί ενός τίτλου δεν μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές μεταβολές στην αξία του συγκεκριμένου τίτλου. Με άλλα λόγια η ρευστότητα είναι η ιδιότητα ενός περιουσιακού στοιχείου να μετασχηματίζεται σε χρήμα χωρίς την απώλεια κεφαλαίου. Οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι πάντως δεν διαθέτουν πλήρως την ιδιότητα της ρευστότητας, δεν αποτελούν δηλαδή τέλεια υποκατάστατα του χρήματος³¹.

Η ρευστότητα μιας αγοράς μετράται από το λόγο της συνολικής αξίας των συναλλαγών προς το ΑΕΠ, είτε προς την κεφαλαιοποίηση της αγοράς και μας δίνει τη δυνατότητα να πραγματοποιούμε συγκρίσεις.

Η εξασφάλιση ρευστότητας στα χρηματιστήρια έχει προβλεφθεί και νομοθετικά³² με την ύπαρξη του απαραίτητου μετοχικού κεφαλαίου από τις χρηματιστηριακές εταιρίες, αλλά και με τη θέσπιση των Market makers, οι οποίοι ασκώντας το ρόλο του αντισυμβαλλομένου σε εντολές αγοράς ή πώλησης συμβάλλουν στη σταθεροποίηση των τιμών.

Στο σημείο αυτό θα μπορούσαμε να προσθέσουμε ως προϋπόθεση για την ύπαρξη ρευστότητας, την ύπαρξη αυξημένης συναλλακτικής δραστηριότητας (trading activity), όπου θα διακρίναμε δυο επιπλέον χαρακτηριστικά – το πλάτος

³⁰ Όπως αναφέρθηκε, στην πρωτογενή αγορά διαπραγματεύονται οι νεοεκδιδόμενοι τίτλοι των εταιριών που αναζητούν κεφάλαια χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς. Κατά συνέπεια δεν θα υπήρχε αποτελεσματική λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς, χωρίς την ύπαρξη της δευτερογενούς αγοράς.

³¹ Δελής Κ. 1996, σελ. 5-7.

και το βάθος της αγοράς. Το **βάθος** (depth) αναφέρεται στο μέγεθος των εντολών αγοράς και πώλησης που υπάρχουν γύρω από την τιμή της τελευταίας συναλλαγής, ενώ το **πλάτος** (breadth), προσδιορίζει τον αριθμό και το είδος των επενδυτών που δραστηριοποιούνται στη συγκεκριμένη αγορά.

2. **Το μέγεθος (size):** Το μέγεθος της αγοράς υπολογίζεται είτε με βάση την κεφαλαιοποίηση, είτε με βάση το πλήθος των εισηγμένων εταιριών. Συνήθως, γίνεται εκτίμηση του μεγέθους της αγοράς όχι από τη συνολική κεφαλαιοποίηση, αλλά από το λόγο της κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ.

Όμως και ο απόλυτος αριθμός των εισηγμένων δεν είναι ικανό μέτρο σύγκρισης και αποτίμησης μιας και είναι απαραίτητα επιπλέον στοιχεία όπως το μέγεθος της χώρας, ο συνολικός αριθμός των επιχειρήσεων και το ποσοστό των εισηγμένων, ο ρυθμός εισόδου στο χρηματιστήριο, κ.α.

3. **Η μεταβλητότητα (volatility):** Η υψηλή μεταβλητότητα αυξάνει την αβεβαιότητα της επένδυσης και ενδεχομένως να σημαίνει έλλειψη ρευστότητας. Σε μια αγορά με υψηλή μεταβλητότητα το ρίσκο είναι αυξημένο όπως και οι κίνδυνοι που εμπεριέχονται σε αυτή. Αυτό όμως δε σημαίνει ότι η μεταβλητότητα είναι χαρακτηριστικό των μη – ανεπτυγμένων αγορών. Σε μια ώριμη αγορά μεγάλες μεταβολές θα μπορούσαν να ερμηνευθούν ως πληροφοριακή αποτελεσματικότητα, ως αντίδραση και προσαρμογή δηλαδή στις τιμές που δικαιολογούν οι νέες πληροφορίες. Απ' την άλλη θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η μικρή μεταβλητότητα είναι χαρακτηριστικό αναπτυγμένων οικονομιών και κεφαλαιαγορών.

4. **Αποτελεσματικότητα (Efficiency):** Μια χρηματιστηριακή αγορά θεωρείται αποτελεσματική όταν οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλα τα γεγονότα που συνέβησαν μέχρι εκείνη τη στιγμή σε πολιτικο-οικονομικό επίπεδο και αντιδρούν μεταβάλλοντας το σημείο ισορροπίας τους σε κάθε νέο γεγονός. Στην αποτελεσματική αγορά η τιμή κάθε τίτλου εκφράζει την πραγματική του αξία και ενσωματώνει μελλοντικά εισοδήματα και προσδοκίες. Οποιαδήποτε απόκλιση της τιμής ενός τίτλου από την πραγματική του αξία, έχει ως αποτέλεσμα την άμεση αντίδραση των επενδυτών, οι οποίοι προβαίνουν σε ανάλογες αγορές ή πωλήσεις και επαναφέρουν την τιμή του τίτλου στα επίπεδα της πραγματικής του αξίας.

³² Νόμος 1806/88 για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την ανωτέρω αντίδραση είναι η ύπαρξη άμεσης ενημέρωσης και πλήρους διαφάνειας.

5. **Ενημέρωση - Διαφάνεια - Ασφάλεια** : Τα τρία αυτά στοιχεία συνδέονται άμεσα με το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της χρηματοοικονομικής αγοράς, το οποίο πρέπει συγχρόνως να συμβάλλει στην απελευθέρωση των συναλλαγών και τη συνακόλουθη ολοκλήρωση των αγορών.

Σημαντικό θέμα αποτελεί επίσης η διασφάλιση των συμφερόντων των συναλλασσομένων και των επενδυτών. Για τη λειτουργία μια οργανωμένης αγοράς είναι απαραίτητο να υπάρχουν οι απαραίτητες εγγυήσεις και συγκεκριμένοι μηχανισμοί προστασίας.

6. **Το ευρύτερο πλαίσιο αναφοράς** : Πολλοί ερευνητές λαμβάνουν σοβαρά υπ' όψιν το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον της κεφαλαιαγοράς τα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας, καθώς και άλλους παράγοντες, προκειμένου να κατατάξουν και να χαρακτηρίσουν μια κεφαλαιαγορά. Στους δείκτες που συνθέτουν χρησιμοποιούν στοιχεία τόσο οικονομικής φύσεως (ύψος συναλλαγματικών αποθεμάτων, βαθμός ιδιωτικοποιήσεων, ανάπτυξη οικονομίας), όσο και στοιχεία που σχετίζονται την πολιτική σταθερότητα, το πολίτευμα, το θεσμικό πλαίσιο, κ.α.

Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς³³ (Efficient Market Hypothesis), έχει οριστεί σε τρεις μορφές : Α) μορφή ασθενούς αποτελεσματικότητας (weakly efficient market hypothesis), Β) ημί-ισχυρής αποτελεσματικότητας (semistrongly efficient market hypothesis) και Γ) μορφή ισχυρής αποτελεσματικότητας (strongly efficient market hypothesis).

Α) Στη μορφή ασθενούς αποτελεσματικότητας, η πραγματοποίηση υπερκανονικών (υπερβολικών ή μη - κανονικών) κερδών με βάση τις τιμές του παρελθόντος δεν είναι δυνατή. Αυτό σημαίνει πως δεν μπορούν να γίνουν προβλέψεις και εκτιμήσεις για τη μελλοντική πορεία της αγοράς, που να στηρίζονται στη μελέτη της κίνησης των τιμών κατά το παρελθόν. Με άλλα λόγια, « η Υπόθεση σε μορφή χαμηλής ισχύος δηλώνει ότι οι πραγματοποιηθείσες τιμές δεν περιέχουν καμία ένδειξη ή

³³ Η αποτελεσματικότητα των αγορών είναι η έννοια που εισήγαγε ο E. Fama το 1970 με το έργο του «Efficient Capital Markets»

πληροφορία για την κίνηση των μελλοντικών τιμών, η οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί από τους συναλλάκτες προς πρόσπορισμό κερδών, που υπερβαίνουν τις αποδόσεις από απλή διακράτηση των αξιογράφων » (Θωμαδάκης Σ. 1990).

Σε άμεση σύγκρουση με τη θεωρία της ασθενούς αποτελεσματικότητας έρχονται οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές και οι ειδικοί της τεχνικής ανάλυσης, οι οποίοι υποστηρίζουν πως η παρατήρηση της διαχρονικής εξέλιξης των τιμών επιτρέπει την ανάπτυξη κανόνων που βοηθούν στην επίτευξη καλύτερων αποδόσεων.

Β) Στη μορφή μι- ισχυρής αποτελεσματικότητας, η αγορά λειτουργεί κατά τέτοιο τρόπο ώστε η πραγματοποίηση υπερκανονικών κερδών με βάση τις πληροφορίες και ειδήσεις που τυχόν δημοσιοποιούνται να είναι αδύνατη. Στις πληροφορίες αυτές περιλαμβάνονται οι ετήσιοι απολογισμοί των εταιριών, χρηματιστηριακές πληροφορίες, στοιχεία επενδυτικών συμβούλων, άρθρα και ειδήσεις οικονομικού τύπου, κλπ. Η υπόθεση της μι – ισχυρής αποτελεσματικότητας υποστηρίζει ότι οι τρέχουσες τιμές αντικατοπτρίζουν όλες τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο κοινό – καλές ή κακές. Έτσι κάθε γεγονός που δημοσιοποιείται και μπορεί να επηρεάσει τις τιμές, έχει ως αποτέλεσμα την άμεση προσαρμογή των τιμών στα νέα δεδομένα, χωρίς κανένας να έχει το χρόνο να επωφεληθεί.

Γ) Τέλος, όταν η αγορά λειτουργεί με αποτελεσματικότητα υψηλής ισχύος, η πραγματοποίηση υπερκανονικών κερδών είναι αδύνατη ακόμη και σε αυτούς που έχουν εσωτερική ή ιδιωτική πληροφόρηση για σχέδια ή προοπτικές κάποιας εισηγμένης εταιρίας. Η διαφορά μεταξύ ιδιωτικής και δημόσιας πληροφόρησης υπάρχει στο βαθμό που ορισμένοι επενδυτές αποκτούν πληροφορίες, χρήσιμες για την πρόβλεψη της μεταβολής της αξίας ενός τίτλου, πριν ακόμη αυτές δημοσιοποιηθούν³⁴. Η μορφή υψηλής ισχύος αποτελεί μια ακραία και αυστηρή θεωρητική παραδοχή και είναι γενικώς παραδεκτό ότι ακόμη και στις καλά οργανωμένες και ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, είναι δύσκολο να συναντήσει κανείς αποτελεσματικότητα υψηλής ισχύος³⁵.

Το αν και κατά πόσο μια χρηματοπιστωτική αγορά είναι αποτελεσματική έχει βαρύνουσα σημασία αφενός για τους ρίσκο και τους κινδύνους που εμπεριέχουν τοποθετήσεις σε μια τέτοια αγορά για την πραγματοποίηση κερδών και αφετέρου για την ανάλυση της αγοράς και τις μελλοντικές προβλέψεις για την εξέλιξη της πορείας

³⁴ Θωμαδάκης Σ. όπου προηγ. σελ. 141.

³⁵ Βλ. και Δελής Κ. όπου προηγ. σελ. 72 επ..

των τιμών. Πάντως η αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά, εμπεριέχει για πολλούς τουλάχιστον ένα «παράδοξο». Για να είναι αποτελεσματική (δηλαδή οι τιμές να προσαρμόζονται στη νέα πληροφορία), θα πρέπει να υπάρχουν αρκετοί επενδυτές που να πιστεύουν ότι δεν είναι, ώστε να ασχολούνται με τις εξελίξεις και να αξιοποιούν τις μικρές μεταβολές με συνεχείς συναλλαγές³⁶.

ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η αποτελεσματική λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς είναι σημαντική για μια οικονομία, αλλά και σε μακροοικονομικό επίπεδο μπορεί να συμβάλλει στην εισροή ξένων κεφαλαίων.

Η παραπάνω αποτελεσματικότητα μπορεί να γίνει αντιληπτή σε τρία επίπεδα.

Υπαρξη των κατάλληλων μηχανισμών που διασφαλίζουν την αποτελεσματική κατανομή των διαθέσιμων πόρων σε παραγωγικές χρήσεις (allocational efficiency), δηλαδή να οδηγούνται οι αποταμιεύσεις στις πιο κερδοφόρες επενδύσεις,

Οι αγορές πρέπει να είναι δυναμικά αποτελεσματικές, δηλαδή να προσαρμόζονται αποτελεσματικά στις μεταβολές του οικονομικού συστήματος και συγχρόνως να εμφανίζουν αποτελεσματικότητα τιμών (pricing efficiency).

Προσφορά χαμηλού κόστους υπηρεσιών. Η λειτουργική αποτελεσματικότητα αφορά για παράδειγμα τη δυνατότητα πραγματοποίησης συναλλαγών με το χαμηλότερο δυνατό κόστος.

Η καλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς μπορεί να επιταχύνει την οικονομική μεγέθυνση, ενώ σύμφωνα με τους Levine και Zervos (1998) το σημαντικότερο ρόλο για τη μακροχρόνια ανάπτυξη παίζει η ρευστότητα της αγοράς και όχι τόσο το μέγεθος (κεφαλαιοποίηση).

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ³⁷

Σε ένα ευρύ ορισμό των χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης μπορούμε να συμπεριλάβουμε τον τραπεζικό τομέα, τις χρηματιστηριακές εταιρίες, τους

³⁶ Μαλινδρέτου Β. 1998, Χρηματιστήριο, σελ. 116

³⁷ Αν και η διαμεσολάβηση αποτελεί μέρος του χρηματοοικονομικού συστήματος, την εντάσσουμε στην αγορά κεφαλαίου εστιάζοντας την προσοχή μας στις αντίστοιχες λειτουργίες των μεσαζόντων.

ασφαλιστικούς οργανισμούς και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, τις εταιρίες διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και τις επενδυτικές εταιρίες κλπ.

Όλοι αυτοί οι οργανισμοί φέρνουν σε επικοινωνία του δανειστές και τους δανειζόμενους, και επηρεάζουν την ποσότητα χρήματος στην οικονομία. Βοηθούν στην αύξηση των επενδύσεων και συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη και παράλληλα διευρύνουν την πρόσβαση στο χρηματοοικονομικό σύστημα αυξάνοντας την ποικιλία των χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Ο Schumpeter είχε υποστηρίξει την άποψη ότι οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές προάγουν την οικονομική ανάπτυξη με το να προσδιορίζουν και να καθοδηγούν τα κεφάλαια προς τις καινοτομικές και αποδοτικές επενδύσεις.

Οι Levine και Zervos διατύπωσαν την άποψη ότι καθοριστικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη έχει ο βαθμός ανάπτυξης των χρηματιστηριακών αγορών και των διαμεσολαβητών. Ένα αποτελεσματικό χρηματοοικονομικό σύστημα και ένας μεγάλος τομέας διαμεσολαβητών διευκολύνουν τις επιχειρήσεις στην άντληση μακροχρόνιων κεφαλαίων.

Οι Kunt και Maksimovic (1998) ελέγχουν και επιβεβαιώνουν αυτή την υπόθεση σε δείγμα 30 επιχειρήσεων αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων οικονομιών κατά την περίοδο 1983 – 1991. Επίσης υποστηρίζουν την άποψη ότι όσο αναπτύσσεται μια αγορά τόσο αυξάνεται η εξωτερική χρηματοδότηση και μειώνεται η εσωτερική χρηματοδότηση³⁸.

Η κλασική θεωρία της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης εστιάζει την προσοχή της στο κόστος συναλλαγών και την ασυμμετρία της πληροφόρησης και ενδιαφέρεται για τις λειτουργίες των χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Στη σύγχρονη πραγματικότητα ο ρόλος των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών αλλάζει σχεδόν ριζικά. Οι νέες τάσεις που διαμορφώνονται έχουν οδηγήσει σε μεγάλη ανάπτυξη τα χρηματιστήρια, τον τομέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και συνεπώς τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές.

Ορισμένοι ερευνητές μάλιστα επισημαίνοντας τη σπουδαιότητα και το ρόλο της διαμεσολάβησης στην οικονομική ανάπτυξη, αποδεικνύουν πως αν η Αργεντινή είχε ένα επίπεδο χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης που να πλησίαζε το μέσο όρο των

³⁸ A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Law Finance and Firm Growth*, 1998.

αναπτυσσόμενων χωρών κατά την περίοδο 1960 – 1995, θα επιτύγχανε μια ταχύτερη αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ κατά 1% το χρόνο (Levine- Loyaza-Beck, 1999).

Όπως είδαμε παραπάνω αρκετά θεωρητικά μοντέλα δείχνουν πως οι οικονομικοί μεσάζοντες που ορίζονται ως διαμεσολαβητές εμφανίζονται να μειώνουν το κόστος των ενδεχόμενων επενδύσεων, ασκούν εταιρικό έλεγχο, διαφοροποιούν το επενδυτικό ρίσκο, κινητοποιούν τις αποταμιεύσεις και προωθούν τις συναλλαγές. Όσο καλύτερα λοιπόν είναι ανεπτυγμένη η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση σε μια χώρα, τόσο περισσότερο επηρεάζει θετικά την οικονομική μεγέθυνση.

Οι εμπειρικές μελέτες που καταλήγουν σε αυτό το συμπέρασμα χρησιμοποιούν διάφορους μεθόδους και πραγματοποιήθηκαν τόσο σε εταιρικό και βιομηχανικό επίπεδο, όσο σε επίπεδο χώρας ή διακρατικές.

Ο ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΚΤΥΩΣΗ

Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός των χρηματιστηρίων, που οφείλεται κυρίως στο μετασχηματισμό των χρηματιστηριακών αγορών, έχει οδηγήσει σε μια σειρά από συνεργασίες και συγχωνεύσεις, εξαγορές, τεχνολογικές συμφωνίες, πόλεμο τιμών και δημιουργίες νέων σχημάτων, ακόμη και σε επίπεδο χώρας.

Αρκετά χρηματιστήρια, αλλάζουν τη μορφή ιδιοκτησίας σε εταιρική, ενώ κάποια άλλα ιδιωτικοποιούνται μεταβάλλοντας τον καθαρά δημόσιο χαρακτήρα που είχαν προηγουμένως.

Θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι στο νέο διαμορφούμενο περιβάλλον αναδύεται ολοένα και περισσότερο ένα συγκεκριμένο χαρακτηριστικό των χρηματιστηρίων, αυτό της επιχείρησης³⁹.

Το μονοπώλιο που είχαν παλαιότερα οι τράπεζες ως πηγή άμεσης χρηματοδότησης των ελλειμματικών οικονομικών μονάδων και άμεσης επένδυσης των πλεονασματικών πόρων φθίνει συνεχώς και αυξάνει η σπουδαιότητα της χρηματιστηριακής αγοράς.

³⁹ Βλ. αναλυτικότερα σελ. 44.

Οι νέες θεωρίες για τη χρηματοοικονομική μεσολάβηση, υπογραμμίζουν τη σημασία των μεσαζόντων της αγοράς (τράπεζες, εταιρίες επενδύσεων, αμοιβαία κεφάλαια, κλπ.) για την εξισορρόπηση του κινδύνου που επιτυγχάνουν μεταξύ δανειζομένων, δανειστών και χρηματιστηριακής αγοράς.

Η ύπαρξη πολλών χρηματιστηρίων αξιών που προσφέρουν σχεδόν τις ίδιες λειτουργίες και χρησιμοποιούν παρόμοια συστήματα συναλλαγών (the continuous electronic auction), ιδίως στην Ευρώπη, είναι υπερβολή και σπατάλη πόρων. Εκείνα που θα επιβιώσουν θα περιλαμβάνουν μετοχές από πολλές χώρες, θα παρέχουν αυξημένη ρευστότητα και θα προσφέρουν καινοτόμα και ανταγωνιστικά χρηματοοικονομικά προϊόντα⁴⁰.

Τα «παραδοσιακά» χρηματιστήρια αξιών όμως εκτός από τον ανταγωνισμό μεταξύ τους, έχουν να αντιμετωπίσουν και τα «νέου τύπου» χρηματιστήρια που χρησιμοποιούν το σύστημα αυτόματων συναλλαγών (automated trading systems), στηρίζονται σε υπολογιστές και σε δίκτυα και πολύ συχνά περιλαμβάνουν μετοχές εταιριών που διαπραγματεύονται σε άλλα χρηματιστήρια.

Η νέα τάση που εμφανίζεται τα τελευταία χρόνια οδηγεί αναμφισβήτητα σε συνεργασίες – δικτύωση και συγχωνεύσεις – εξαγορές στη χρηματιστηριακή αγορά.

Οι επιχειρήσεις προτιμούν να εισαγάγουν τις μετοχές τους σε χρηματιστήρια που υπάρχουν πολλές εταιρίες για διάφορους λόγους όπως η ποιότητα της αγοράς, το πλήθος των μεσαζόντων, οι φόροι και τα τέλη των συγκεκριμένων χρηματιστηρίων.

Οι μεσάζοντες έχουν τη δυνατότητα να επιλέγουν τα χρηματιστήρια που θα δραστηριοποιούνται και ειδικότερα στην Ευρώπη να είναι μέλη και να πραγματοποιούν συναλλαγές στα επιμέρους χρηματιστήρια. Όπως και οι επιχειρήσεις είναι λογικό να επιλέγουν τα χρηματιστήρια με τις περισσότερες εταιρίες και προϊόντα, διότι έτσι επιτυγχάνουν καλύτερη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τους.

Επιπλέον περισσότερες εισηγμένες εταιρίες και μεσάζοντες σημαίνει και μεγαλύτερη ρευστότητα στο σύστημα.

Με τη συνεργασία δυο ή περισσότερων χρηματιστηρίων λοιπόν, επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας, μείωση του κόστους, βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών και αποτελεί σημαντικό κίνητρο για την προσέλκυση νέων πελατών.

⁴⁰ Di Noia C. *Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe*, 1998, σελ 9.

Με τη συγχώνευση των χρηματιστηρίων και την άμεση πρόσβαση σε ένα απομακρυσμένο αλλά κοινό σύστημα συναλλαγών θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε παρόμοια αποτελέσματα. Άμεση πρόσβαση στην πληροφορία, μειωμένο κόστος συναλλαγών, αυξημένη ρευστότητα, μεγαλύτερη συσχέτιση με άλλα χρηματιστήρια, καλύτερη αποτίμηση των μετοχών⁴¹.

ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Για να κατανοήσουμε καλύτερα το ρόλο των χρηματιστηρίων και τον τρόπο που αυτά ανταγωνίζονται μεταξύ τους είναι απαραίτητο να προσδιορίσουμε τον όρο χρηματιστήριο.

Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις οπτικές γωνίες που μπορούμε να περιγράψουμε ένα χρηματιστήριο : Α) Το χρηματιστήριο ως αγορά, Β) το χρηματιστήριο ως επιχείρηση και Γ) το χρηματιστήριο ως μεσίτης και εμπορευόμενος.

Α) Το χρηματιστήριο συνήθως νοείται ως μια οργανωμένη αγορά μετοχών. Από αυτή την όψη προσδιορίζεται ως ένας οργανισμός ή εταιρία που διαμορφώνει διατηρεί ένα «χώρο» αγοράς όπου «συναντώνται» αγοραστές και πωλητές μετοχών και επιτελεί τις απαραίτητες λειτουργίες για μια τέτοια αγορά.

Για μια πιο συγκεκριμένη περιγραφή, ένα χρηματιστήριο είναι ένα σύστημα συναλλαγών το οποίο θα πρέπει :

- Να παρέχει δραστηριότητες εμπορικών συναλλαγών,
- να παρέχει πληροφορίες για τις εντολές αγοραπωλησιών (τιμές, ποσότητες),
- να εκτελεί τις εντολές που «συμφωνούν»,
- να εκκαθαρίζει τις συναλλαγές (clearing – settlement), εκτός εάν προβλέπεται διαφορετικά,
- να έχει μέλη,
- να έχει συγκεκριμένη δομή και καθορισμένο τρόπο συναλλαγών,
- να λειτουργεί κανονικά με συγκεκριμένες αρχές και διαφάνεια.

Β) Ως επιχείρηση, το χρηματιστήριο ανταγωνίζεται στο περιβάλλον της χρηματιστηριακής αγοράς άλλες «επιχειρήσεις» ανάλογα με τα προϊόντα και τις

⁴¹ Για τις επιδράσεις της δικτύωσης και των συγχωνεύσεων των χρηματιστηρίων βλ. και Di Noia, 1998, σελ. 22.

υπηρεσίες που παρέχει. Το ίδιο, δημιουργεί μια αγορά και καθορίζει τις τιμές των «αγαθών» που παράγει.

Σε μια γενική κατηγοριοποίηση ένα χρηματιστήριο προσφέρει υπηρεσίες ένταξης και καταχώρησης (listing services), υπηρεσίες διαπραγμάτευσης και συναλλαγών (trading services), υπηρεσίες διακανονισμού και εκκαθάρισης (settlement services), παροχή τιμών και ιστορικών στοιχείων (price-information services), καθώς και άλλες υπηρεσίες ενημέρωσης και στατιστικής πληροφόρησης. Έτσι και τα κέρδη του συνδέονται άμεσα με τις τιμές και τα τέλη που προσδιορίζει για τις παραπάνω υπηρεσίες.

Απ' την άλλη πλευρά οι πελάτες στους οποίους απευθύνονται οι υπηρεσίες αυτές χωρίζονται σε άμεσους και έμμεσους.

(α) Οι άμεσοι πελάτες των χρηματιστηρίων, είναι εκείνοι που χρησιμοποιούν απευθείας τις υπηρεσίες του και διακρίνονται σε :

- Εταιρίες που έχουν εισηγμένες μετοχές
- Μεσάζοντες που δραστηριοποιούνται στη χρηματιστηριακή αγορά
- Εταιρίες και ιδιώτες που χρησιμοποιούν υπηρεσίες του χρηματιστηρίου

(β) Οι έμμεσοι πελάτες, είναι όλοι εκείνοι που πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους από τους μεσάζοντες του χρηματιστηρίου και διακρίνονται σε :

- Θεσμικούς επενδυτές
- Ενδιάμεσοι (μεσάζοντες), που δεν έχουν δικαίωμα να συναλλάσσονται απ' ευθείας
- Απλοί επενδυτές (φυσικά ή νομικά πρόσωπα)

Οι έμμεσοι πελάτες έχουν δυνατότητα επιλογής τόσο του μεσάζοντα που επιθυμούν, όσο και του χρηματιστηρίου στο οποίο θα δραστηριοποιηθούν (σε συνεννόηση με το μεσάζοντα).

Γ) Κάθε χρηματιστήριο μπορεί να ειπωθεί ως ένα είδος μεσίτη ανάμεσα σε άλλους. Επίσημα και ανεπίσημα χρηματιστήρια, τράπεζες, χρηματοοικονομικοί οίκοι, δραστηριοποιούνται σε ένα περιβάλλον με παρόμοιες δραστηριότητες παρά το γεγονός ότι το κανονιστικό πλαίσιο που τους περιβάλλει μπορεί να διαφέρει. Έτσι, όπως κάθε μεσίτης και έμπορος μετοχών και τα χρηματιστήρια συγκεντρώνουν εντολές και προχωρούν σε τρόπους και διαδικασίες εκτέλεσής τους.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ

ΑΠΟΡΥΘΜΙΣΗ ΚΑΙ ΑΥΤΟΡΥΘΜΙΣΗ

Το κοινοτικό οικοδόμημα, όπως θεμελιώνεται στις τέσσερις βασικές κοινοτικές ελευθερίες⁴² και την ελευθερία του ανταγωνισμού στα πλαίσια της ανοιχτής αγοράς, εκφράζεται ως επίδραση σε ένα οριοθετημένο χώρο, όπου δεν υπάρχουν παρεμβατικές ρυθμίσεις από εθνικά κράτη, ή ακόμη κι αν υπάρξουν, είναι αποτέλεσμα της επίδρασης των κεφαλαιακών ροών στο χώρο της αγοράς.

Αυτός ο οικονομικός χώρος αποτελεί περιφερειακό αντίστοιχο της παγκοσμιοποιητικής οικονομικής δράσης σε σημείο που να δικαιολογεί το χαρακτηρισμό της δημιουργίας της Κοινής Ευρωπαϊκής Αγοράς ως «περιφερειακής παγκοσμιοποίησης».

Απορύθμιση και αποκανονικοποίηση⁴³ στις χρηματιστηριακές αγορές, δηλαδή αρρύθμιστη αγορά και ελευθερία συναλλαγών σ' αυτή σημαίνει ελευθερία από κρατικές ρυθμίσεις και όχι απουσία κανόνων. Θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι ο μόνος «ρυθμιστής» είναι η ίδια η αγορά η οποία επαναπροσδιορίζει τους κανόνες και «αυτορυθμίζει» το πλαίσιο λειτουργίας της.

Ένα σημαντικό θέμα που προκύπτει, είναι το εφαρμοστέο κάθε φορά δίκαιο που θα διέπει τις εν λόγω συναλλαγές. Σε ένα περιβάλλον διεθνοποίησης και απεθνικοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών η λειτουργία των κανόνων αναγκαστικού δικαίου του τόπου της αγοράς παραμερίζεται. Όταν μάλιστα στα πλαίσια μιας διεθνούς χρηματιστηριακής σύμβασης, τα δεδομένα της περίπτωσης εντοπίζονται σε περισσότερες της μιας χώρες και οι συναλλαγές καταρτίζονται μέσω ηλεκτρονικών υπολογιστών σε δικτυακές αγορές, όπου το στοιχείο του τόπου είναι ανύπαρκτο, ο εκάστοτε δικαστής θα κληθεί να αντιμετωπίσει σύνθετες καταστάσεις. Στο εφαρμοστέο δίκαιο σημαντικό ρόλο θα παίζει το δίκαιο του διεθνούς ηλεκτρονικού εμπορίου, που θα κληθεί να καλύψει τα κενά που δημιουργεί η ανυπαρξία εδαφικότητας.

⁴² Ελευθερία κίνησης εμπορευμάτων, εργασίας, υπηρεσιών και κεφαλαίου (άρθρα 23 επ., 39 επ., 49 επ. και 56 επ. ΕΚ, αντίστοιχα)..

⁴³ Ενδεχομένως η χρήση του όρου «αποκανονιστικοποίηση» να ταιριάζει περισσότερο, μιας και η αναφορά γίνεται στο κανονιστικό πλαίσιο και όχι στην κανονικότητα.

Η απορύθμιση των χρηματαγορών οδήγησε στην ένταση των διεθνών χρηματιστηριακών συναλλαγών και σε μια παράλληλη αύξηση των νεοεμφανιζόμενων χρηματοοικονομικών και παραγώγων προϊόντων (futures, swaps, options, κ.α.). Τις τελευταίες δεκαετίες οι διεθνείς χρηματικές συναλλαγές και το διεθνές εμπόριο, σημείωσαν σημαντικούς ρυθμούς αύξησης συντελώντας στη μεγέθυνση και ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Η σημαντική αύξηση των παραπάνω συναλλαγών όμως, ήταν το αποτέλεσμα της συνεχούς μεταφοράς κεφαλαίων στις αναπτυσσόμενες οικονομίες από μεγάλα διεθνή χαρτοφυλάκια. Οι κινήσεις αυτές τις περισσότερες φορές δεν στοχεύουν στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, αλλά έχουν καθαρά κερδοσκοπικό χαρακτήρα και στόχο την αποκόμιση βραχυπρόθεσμων κερδών. Τα μεγέθη αυτών των κεφαλαίων είναι τέτοια που μπορούν να επιδράσουν τόσο στα επίπεδα των επιτοκίων, όσο και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες αφενός και αφετέρου να επιφέρουν αστάθεια στις οικονομίες των αναπτυσσόμενων χωρών μιας και όπως αναφέρθηκε δεν οδηγούνται σε παραγωγικές επενδύσεις.

Σε ένα άλλο επίπεδο η αστάθεια της παγκόσμιας οικονομίας επηρεάζεται σημαντικά από τον αυξημένο βαθμό αλληλεπίδρασης των διεθνών χρηματαγορών με τις αγορές των πρώτων υλών⁴⁴.

Τέλος, όπως είναι φυσικό οι χρηματιστηριακές αγορές είναι αυτές που αντανακλούν και προεξοφλούν κάθε μορφής μεταβολές (οικονομικές – πολιτικές), σε διεθνές επίπεδο και δημιουργούν ως ένα βαθμό την έννοια της παγκοσμιοποίησης.

Το πρώτο βήμα στον ευρωπαϊκό χώρο για την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών έγινε με τη θέσπιση και εφαρμογή της Οδηγίας 93/96 ΕΟΚ περί παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Σύμφωνα με αυτή την Οδηγία, οι χρηματιστηριακές εταιρίες μιας χώρας έχουν το δικαίωμα να γίνονται μέλη χρηματιστηρίων σε άλλες χώρες μέλη, χωρίς να απαιτείται εκ νέου έκδοση άδειας λειτουργίας από τη χώρα στην οποία θα δραστηριοποιούνται.

Τα μέχρι σήμερα « εθνικά » χρηματιστήρια, καλούνται να μετεξελιχθούν σε ανταγωνιστικούς οργανισμούς σε μια προσπάθεια προσέλκυσης θεσμικών επενδυτών, κεφαλαίων και νέων εταιριών. Η αποκανονικοποίηση των

⁴⁴ Παλάσκας, Θ. «Η ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων χωρών θα σώσει τις οικονομίες των ανεπτυγμένων», *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, 1996.

χρηματιστηρίων σε ευρωπαϊκό επίπεδο θα ολοκληρωθεί με την καθιέρωση του ευρώ ως μοναδικού νομίσματος το οποίο θα συμβάλλει θετικά.

Το νέο περιβάλλον συνθέτουν 300 περίπου εκατομμύρια άνθρωποι, που αντιπροσωπεύουν το 1/4 του παγκοσμίου ΑΕΠ, το 40% του παγκοσμίου εμπορίου και το 20% της παγκόσμιας χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης⁴⁵.

Ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων περιμένει σε λίστες στην Ευρώπη για να εισαχθεί σε διάφορα χρηματιστήρια, ενώ την ίδια ώρα δημιουργούνται νέες χρηματιστηριακές αγορές που θα εξυπηρετούν τις ανάγκες νέων και μικρών εταιριών που μερικά χρόνια πριν δεν πίστευαν ότι θα μπορούσαν να εισαχθούν σε Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

ΤΟ ΝΕΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η προσπάθεια για φθηνότερες και αποτελεσματικότερες διασυνοριακές χρηματιστηριακές συναλλαγές οδηγούν ταχύτατα στην ολοκλήρωση της παγκόσμιας χρηματιστηριακής αγοράς μέσω των συγχωνεύσεων και συμμαχιών των χρηματιστηρίων σε όλον τον κόσμο.

Στον Ευρωπαϊκό χώρο η χρήση του κοινού νομίσματος από τις επιχειρήσεις, θα βοηθήσει στη σύγκριση των οικονομικών τους αποτελεσμάτων και θα συμβάλλει στην άνοδο των διασυνοριακών επενδύσεων και στην περαιτέρω ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Επίσης θα καταργηθούν τα προβλήματα στη διαπραγμάτευση και εκκαθάριση των συναλλαγών, εξαιτίας της υπάρξεως διαφόρων νομισμάτων και διαφορετικού βαθμού συναλλαγματικού κινδύνου στις χώρες της ευρωζώνης.

Οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές αναζητούν συνεχώς εξειδικευμένα προϊόντα για τις τοποθετήσεις των χαρτοφυλακίων τους, όπου οι επενδύσεις θα γίνονται με το μικρότερο δυνατό κόστος και συγχρόνως θα υπάρχει μεγάλη ρευστότητα, πράγμα που πολλές φορές δεν ισχύει στις μικρές εθνικές κεφαλαιαγορές.

Τα πάνω από 40 ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, αναμένεται να συγχωνευθούν σε μεγάλα σχήματα που θα συνδέονται μεταξύ τους με ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών.

Το Euronext, είναι η σημαντικότερη συμμαχία και είναι το αποτέλεσμα της συγχώνευσης των χρηματιστηρίων του Παρισιού, των Βρυξελλών του Αμστερνταμ και της Λισσαβόνας.

⁴⁵ Πηγή : Ένωση Ελληνικών Τραπεζών.

Στόχος, είναι η δημιουργία ενός πανευρωπαϊκού χρηματιστηρίου με τη συμμετοχή όλων των αγορών της Ζώνης του Κοινού Ευρωπαϊκού Νομίσματος.

Με το Euronext έχει συμμαχήσει και εξετάζεται περαιτέρω συνεργασία, το μεγαλύτερο χρηματιστήριο του πλανήτη, αυτό της Νέας Υόρκης (NYSE). Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό, διότι θα βοηθήσει στην εισροή αμερικανικών κεφαλαίων στα ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια παρά το άτυπο εμπόριο από την πλευρά της αμερικανικής κεφαλαιαγοράς με στόχο να μην επενδύουν αμερικανικά κεφάλαια σε άλλες αγορές⁴⁶.

Η συνολική κεφαλαιοποίηση του Euronext υπολογίζεται ότι ανέρχεται σε περίπου 2,5 τρισεκατομμύρια ευρώ και βρίσκεται, μετά το χρηματιστήριο του Λονδίνου, στη δεύτερη θέση της Ευρώπης.

Το τελευταίο, αναμένεται να παίζει καθοριστικό ρόλο στο ευρωπαϊκό χρηματιστηριακό περιβάλλον και έχει τραβήξει την προσοχή πολλών συμμαχιών εκτός Ευρώπης.

Λίγο μετά την ανακοίνωση των σχεδίων για τη δημιουργία του Euronext, το Λονδίνο και η Φρανκφούρτη προσπάθησαν να δημιουργήσουν μια συμμαχία που θα ονομαζόταν International Exchanges – IX (και θα αποτελούσε συγχώνευση των δυο χρηματιστηρίων) και σε συνεργασία με το NASDAQ θα προχωρούσαν στη δημιουργία μιας παγκόσμιας αγοράς που θα φιλοξενούσε κυρίως μετοχές του τεχνολογικού κλάδου. Οι επενδυτές που θα συμμετείχαν στο χρηματιστήριο αυτό αλλά και οι μέτοχοί του θα αποκόμιζαν σημαντικά οφέλη και χαμηλού κόστους υπηρεσίες. Ωστόσο η προσπάθεια αυτή έπεσε στο κενό, όπως και η μετέπειτα προσφορά επιθετικής εξαγοράς του χρηματιστηρίου του Λονδίνου από το σουηδικό όμιλο OM που ελέγχει το χρηματιστήριο της Στοκχόλμης. Οι κυριότερες αιτίες που οδήγησαν στην κατάρρευση της παραπάνω συγχώνευσης είχαν να κάνουν με διαφορές στα συστήματα εκκαθάρισης των δύο χωρών, με διαφορές στο νόμισμα (καθώς η Μ. Βρετανία δεν έχει υιοθετήσει το ευρώ), καθώς και άλλες διαφορές σε θέματα φορολογικής πολιτικής.

Σημαντικό ρόλο στις διαδικασίες συγχωνεύσεων και στις συνεργασίες των εθνικών κεφαλαιαγορών, παίζουν οι τεχνολογικές εξελίξεις και η συνεχώς αυξανόμενη χρήση του διαδικτύου. Η ανάπτυξη των Ηλεκτρονικών Δικτύων Επικοινωνίας (ECN) που συνδέουν αγοραστές και πωλητές μετοχικών αξιών μέσω ηλεκτρονικών δικτύων

⁴⁶ Βλ. και ΤΑ ΝΕΑ (2000)

(κυρίως μέσω internet), εντείνει τον ανταγωνισμό στα παραδοσιακά χρηματιστήρια και προδιαγράφει τις μελλοντικές εξελίξεις. Τα μεγαλύτερα πλεονεκτήματα αυτών των δικτύων, είναι η ταχύτητα με την οποία πραγματοποιούνται οι συναλλαγές, αλλά και το μειωμένο κόστος αφού πλέον οι κλασικοί διαμεσολαβητές δεν έχουν καμία ύπαρξη.

Η χρήση των ECNs βρίσκει πολύ μεγάλη απήχηση στο εξωτερικό και κατά κανόνα από την πλειονότητα των διαχειριστών κεφαλαίων. Στις ΗΠΑ το 40 % περίπου των συναλλαγών στις μετοχές του NASDAQ πραγματοποιείται μέσω αυτών των δικτύων. Στην Ευρώπη τα αντίστοιχα ποσοστά δεν ξεπερνούν το 5 % των συναλλαγών αλλά αναπόφευκτα θα αυξάνονται σταδιακά.

Τέλος, αξίζει να αναφερθούμε σε μερικές ακόμη συμμαχίες και συνεργασίες χρηματιστηριακών αγορών στον ευρωπαϊκό χώρο.

Το EASDAQ, δημιουργήθηκε σύμφωνα με τα πρότυπα του NASDAQ και αποτελεί ένα πανευρωπαϊκό ηλεκτρονικό χρηματιστήριο για εταιρίες που δραστηριοποιούνται στους τομείς υψηλής τεχνολογίας και παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ξεκίνησε τη λειτουργία του το 1996 αλλά μέχρι σήμερα δεν έχει επιτύχει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Το ίδιο έτος δημιουργήθηκε και το EuroNM, ένα ενιαίο ευρωπαϊκό χρηματιστήριο. Αποτελεί προϊόν συμμαχίας των χρηματιστηρίων του Μιλάνου, των Βρυξελλών και του Άμστερνταμ, με τη Γαλλική Nouveau Marche και τη Γερμανική Neuer Market με στόχο και από αυτό την προσέλκυση νέων και δυναμικά αναπτυσσόμενων εταιριών. Το γεγονός όμως της συμμετοχής των χρηματιστηρίων που το αποτελούν και σε άλλους σχηματισμούς, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα για την περαιτέρω ανάπτυξή του.

Μια ακόμη συμμαχία με σκανδιναβικό χαρακτήρα αυτή τη φορά είναι το NOREX. Τα χρηματιστήρια της Κοπεγχάγης, της Στοκχόλμης και της Ιρλανδίας έχουν υπογράψει συμφωνία συνεργασίας και θα πραγματοποιούν ενιαίες συναλλαγές σε μετοχές, παράγωγα και ομόλογα.

Η δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, φαντάζει σαν τη μεγαλύτερη πρόκληση για την ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως χαρακτηριστικά ανέφερε και η έκθεση της επιτροπής Lamfalussy⁴⁷, η οποία προκάλεσε ποικίλες

⁴⁷ Πρώην διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας του Βελγίου.

αντιδράσεις στους κόλπους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.⁴⁸

Σύμφωνα με τις προτάσεις της έκθεσης, η Ευρωπαϊκή Ένωση θα πρέπει να υιοθετήσει τους κατάλληλους μηχανισμούς για τη δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς μέχρι το 2004. Αυτό το βήμα ολοκλήρωσης θα είναι καταλύτης για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ενιαίας ευρωπαϊκής οικονομίας στις διεθνείς αγορές.

Οι μηχανισμοί που προτείνονται για τη δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς είναι:

α) Εκσυγχρονισμός του υπάρχοντος νομοθετικού πλαισίου ώστε να υποστηρίξει τη δημιουργία μίας πανευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς.

β) Δημιουργία μηχανισμών για τη γρήγορη και συντονισμένη λήψη αποφάσεων από την Κομισιόν, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τα κράτη-μέλη της Ε.Ε.

γ) Εγκαθίδρυση μίας ευρωπαϊκής επιτροπής κεφαλαιαγοράς η οποία θα επιβλέπει την τήρηση των κανονισμών για την απελευθέρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

δ) Δημιουργία μιας ρυθμιστικής επιτροπής που θα συντονίζει τους μηχανισμούς ενοποίησης των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

Στην αγορά των παραγώγων, το EUREX αποτελεί τη συγχώνευση του ελβετικού και του γερμανικού χρηματιστηρίου παραγώγων και μετράει ήδη δυο χρόνια ζωής. Έχει συνάψει συμμαχίες με αντίστοιχα χρηματιστήρια εντός και εκτός Ευρώπης και κατέχει κυρίαρχη θέση στο χώρο.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινούνται και τα χρηματιστήρια εκτός Ευρώπης.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι εξελίξεις ενοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών έχουν προχωρήσει σε σημαντικό βαθμό. Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE), το μεγάλο ηλεκτρονικό χρηματιστήριο NASDAQ και μερικά ακόμη περιφερειακά χρηματιστήρια, προσελκύουν το ενδιαφέρον των περισσότερων εταιριών.

Στον πίνακα που ακολουθεί μπορούμε να παρατηρήσουμε την κατάταξη των χρηματιστηρίων ανάλογα με το μέγεθος κεφαλαιοποίησης των εγχώριων εταιριών τους στις αρχές του 2000.

⁴⁸ Βλέπε και eco2day "Προς ενιαία ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά;", www.eco2day.gr, 16/02/2001.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ		ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
	ΠΟΣΟ (Bcorr. \$USD)	% ΑΕΠ	
N. Υόρκης	11.347.597	124 %	2.619
Nasdaq	5.204.620	56 %	4.400
Τόκιο	4.455.348	92 %	1.892
Λονδίνο	2.855.351	199 %	1.826
Παρίσι	1.502.952	112 %	968
Φρανκφούρτη	1.432.167	72 %	617
Μιλάνο	728.240	264 %	264
Άμστερνταμ	695.196	188 %	233
Μαδρίτη	431.649	77 %	718
Ταϊβάν	376.508		462
Στοκχόλμη	373.278	162 %	277
Αθήνα	196.847	170 %	262

Πηγή : International Federation of Exchanges.

Σε παγκόσμιο επίπεδο οι οικονομικές αγορές θα μπορούσαν να ταξινομηθούν σε τρεις ευρύτερες περιοχές. Στις αγορές της Αμερικής, της Ευρώπης και τις αγορές της Ασίας (μαζί με του Ειρηνικού).

Στην προσπάθεια λοιπόν για τη δημιουργία ενός παγκόσμιου χρηματιστηρίου, που θα λειτουργεί 24 ώρες το εικοσιτετράωρο, γίνεται λόγος για την ίδρυση μιας παγκόσμιας «χρηματιστηριακής εταιρίας» μέλη της οποίας θα είναι τα περιφερειακά χρηματιστήρια. Το σύστημα αυτό θα ονομάζεται GEM, και ο τρόπος λειτουργίας του θα είναι ο εξής :

“Θα δημιουργηθεί μία «τριγωνική» χρηματιστηριακή συνεργασία, όπου τις πλευρές του τριγώνου θα τις αποτελούν τα χρηματιστήρια των τριών διαφορετικών ζωνών ώρας (time zones) του πλανήτη. Η μία είναι των ΗΠΑ με τα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, του Τορόντο, του Μεξικού και του Σάο Πάολο. Η δεύτερη θα είναι της Ευρώπης με τα Χρηματιστήρια του Euronext. Και η τρίτη της Ασίας, με τα Χρηματιστήρια του Τόκιο, του Χόνγκ Κονγκ και του Σίδνεϊ.

Σε αυτό το διεθνές «τριγωνικό» χρηματιστήριο θα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης οι μετοχές εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips), που

είναι εισηγμένες στα παραπάνω Χρηματιστήρια. Οι εταιρείες θα εμφανίζονται σε μια κοινή λίστα στις οθόνες του GEM, αλλά η φυσική τους θέση θα είναι το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένες. Το χρηματιστήριο αυτό λέγεται «Χρηματιστήριο Μητέρα» (Mother Exchange). Έτσι, κάθε χρηματιστήριο θα δέχεται τις εντολές των μελών του και θα τις διοχετεύει στο «Χρηματιστήριο Μητέρα». Για παράδειγμα, ένας χρηματιστής από τις Βρυξέλλες θα δίνει εντολή στο Χρηματιστήριο των Βρυξελλών για αγορά μιας μετοχής που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης σε ευρώ και αυτή θα εκτελείται σε δολάρια στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Για τη μετατροπή του συναλλάγματος θα παρεμβάλλεται στο σύστημα μία τράπεζα, η οποία όμως δεν θα επιβαρύνεται από ενδεχόμενο συναλλαγματικό κίνδυνο. Απλώς, θα κάνει τη μετατροπή των νομισμάτων”⁴⁹.

Τα πλεονεκτήματα από την υλοποίηση μιας τέτοιας συνεργασίας εντοπίζονται κυρίως στη μείωση του κόστους συναλλαγών, στη δυνατότητα επένδυσης σε μετοχές εταιριών από όλο τον κόσμο καθώς και στην αυξημένη ρευστότητα.

⁴⁹ βλ. Ετοιμάζεται το παγκόσμιο χρηματιστήριο TA NEA , 25-11-2000 , Σελ.: 113

B' ΜΕΡΟΣ

ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Η οικονομία στην Ελλάδα, λειτουργούσε επί δεκαετίες κάτω από άσχημες μακροοικονομικές συνθήκες, οι οποίες δημιουργούσαν τροχοπέδη και στην ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς, ενώ ως κύρια πηγή χρηματοδότησης των ιδιωτικών επενδύσεων χρησιμοποιήθηκε ο τραπεζικός δανεισμός.

Οι εγχώριοι αποταμιευτές κατευθύνονταν προς τα υψηλά επιτόκια που προσέφεραν οι τράπεζες αλλά με αυτό τον τρόπο ένα μεγάλο τμήμα της νέας αποταμίευσης κάθε χρόνο εισέρεε προς το Δημόσιο. Παρόλο που ότι η τοποθέτηση αποταμιευτικών πόρων σε τίτλους του Δημοσίου είναι επένδυση με χαμηλό κίνδυνο, στις συνθήκες των δεκαετιών που παρήλθαν οι επενδύσεις του κοινού δεν ήταν χωρίς κίνδυνο.

Αν και οι ονομαστικές αποδόσεις των τίτλων του Δημοσίου ήταν πράγματι δεδομένες, ο κυμαινόμενος και ενίοτε απρόβλεπτος πληθωρισμός μετέτρεπε τις δεδομένες ονομαστικές σε αβέβαιες πραγματικές αποδόσεις. Επομένως, οι μεν αποταμιευτές προσέφεραν κεφάλαια αναλαμβάνοντας κίνδυνο, τα κεφάλαια αυτά όμως δεν κατευθύνονταν σε επιχειρήσεις, αλλά στη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του Δημοσίου. Στον Πίνακα 2 (ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ) παρατηρούμε μια συγκριτική παρουσίαση των μεταβολών του Γενικού Δείκτη, του πληθωρισμού, του ΑΕΠ και των επιτοκίων κατά την περίοδο 1980 – 2000.

Η συμμετοχή της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση είχε ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση μακροοικονομικού περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων και περιορισμένου συναλλαγματικού κινδύνου. Στο νέο αυτό περιβάλλον, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο, παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, ξεπερνώντας για έκτη συνεχή χρονιά το μέσο ρυθμό ανάπτυξης των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.)

Η σταδιακή επιβράδυνση του κρατικού δανεισμού και η εντυπωσιακή μείωση των επιτοκίων έχουν στρέψει, σημαντικό τμήμα της αποταμίευσης στην κεφαλαιαγορά και

έχουν απελευθερώσει την προσφορά κεφαλαίων για τοποθετήσεις μεσαίου ή και υψηλού κινδύνου.

Παράλληλα από το 1999 μέχρι σήμερα έχουν γίνει σημαντικά βήματα στην κατεύθυνση του εκσυγχρονισμού της υποδομής και του θεσμικού πλαισίου που διέπει τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, όπως για παράδειγμα η εισαγωγή του συστήματος ΟΑΣΗΣ, η απούλοποίηση των τίτλων και η έναρξη της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων.

Η χρηματιστηριακή αγορά αναμένεται να συμβάλει σημαντικά στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, καθώς μέσω αυτής:

- Παρέχονται δυνατότητες άντλησης κεφαλαίων εκ μέρους του επιχειρήσεων, τα οποία θα τροφοδοτήσουν την αναπτυξιακή διαδικασία.
- Ενισχύονται τα δημοσιονομικά της χώρας, χάρη στα έσοδα από πράξεις στο Χρηματιστήριο.
- Ενισχύεται η διαφάνεια στην οικονομία, καθώς οι εισηγμένες επιχειρήσεις αποκαλύπτουν τα πραγματικά οικονομικά τους στοιχεία.

Η χρηματοδότηση μέσω της κεφαλαιαγοράς επιτρέπει πλέον στις επιχειρήσεις να επιδοθούν σε πολλές νέες επενδύσεις ικανές για ταχεία μεγέθυνση. Αυτά τα χαρακτηριστικά όμως τροφοδοτούν με τη σειρά τους θετικές προσδοκίες και προσελκύουν και νέα κεφάλαια προς τις επιχειρήσεις μέσω κεφαλαιαγοράς.

Οι εξελίξεις στην ελληνική οικονομία σε συνδυασμό με τη μεγέθυνση του ελληνικού επιχειρηματικού τομέα, δίνει στην Ελλάδα τη δυνατότητα να επιτύχει ρυθμούς ανάπτυξης, σημαντικά υψηλότερους από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, για μία σειρά πολλών ετών.

Οι κυριότεροι από τους λόγους που οδηγούν σε μια τέτοια διαπίστωση είναι:

- α) Λόγω των θετικών της προοπτικών, η ελληνική οικονομία θα μπορέσει να προσελκύσει - και ήδη προσελκύει - πολλά επενδυτικά κεφάλαια.
- β) Η βελτίωση των δομών της ελληνικής οικονομίας προκαλεί τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού χρηματοοικονομικού συστήματος και διευκολύνει την άντληση κεφαλαίων από την Κεφαλαιαγορά.
- γ) Οι μετοχοποιήσεις των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών και η απελευθέρωση της αγοράς των τηλεπικοινωνιών και ηλεκτρικής ενέργειας θα επιφέρουν σημαντικές εξελίξεις.

δ) Η "Νοτιοανατολική Ευρώπη", αποτελεί ένα "ζωτικό χώρο" ανάπτυξης των ελληνικών επιχειρήσεων όπου έχουν εξαιρετικά συγκριτικά πλεονεκτήματα για την εξάπλωσή τους και την ανάπτυξή τους.

ε) Η δημιουργία της "ζώνης του ευρώ", η διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων και πολλοί άλλοι ακόμη παράγοντες, εκτός από την αύξηση της τουριστικής κίνησης στη χώρα μας, αναμένεται να συμβάλλουν επίσης σε μια μακροπρόθεσμη πορεία σταθερότητας και ανάπτυξης.

Τέλος, μπορούμε να παρατηρήσουμε, εφ' όσον ισχύσουν όλα τα παραπάνω και το διεθνές περιβάλλον δεν παρουσιάσει ανησυχητικές εξελίξεις, ότι η Ελλάδα εισέρχεται στην καλύτερη οικονομική περίοδο από συστάσεως του σύγχρονου Ελληνικού Κράτους.

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε

Μέχρι το 1995 το "ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε." Χ.Α.Α. ήταν Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Με το Ν.2324/95, το Χ.Α.Α. μετετράπη σε ανώνυμη εταιρία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο.

Το Δεκέμβριο του 1997 και το Δεκέμβριο του 1998 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε μέσω Ιδιωτικής Τοποθέτησης μετοχές του Χ.Α.Α. κυριότητάς σε Επιλεγμένους Επενδυτές (πιστωτικά ιδρύματα, χρηματιστηριακές εταιρίες, θεσμικοί επενδυτές, κ.α). Κατά τη δεύτερη Ιδιωτική Τοποθέτηση το Ελληνικό Δημόσιο ως κύριος μέτοχος είχε δηλώσει ότι θα συναινούσε προκειμένου οι μετοχές του Χ.Α.Α. να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. με οποιοδήποτε σχήμα τελικά επιλεγόταν. Στο πλαίσιο αυτής της δέσμευσης, αποφασίσθηκε η ίδρυση μίας εταιρίας συμμετοχών.

Τον Ιανουάριο του 2000 απευθύνθηκαν προσκλήσεις σε όλους τους μετόχους του Χ.Α.Α. για να συμμετάσχουν στο ιδρυτικό κεφάλαιο της εκδότριας εταιρίας "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" εισφέροντας τις μετοχές Χ.Α.Α. κυριότητάς τους καθώς και μετρητά. Την πρόσκληση

απεδέχθησαν όλοι οι μέτοχοι του Χ.Α.Α. και την 14/2/2000 υπογράφηκε το καταστατικό της Εκδότριας Εταιρίας. Η "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" συστάθηκε με την υπ. αριθ. Κ2-3040/29-3-2000 εγκριτική πράξη του Υφυπουργού Ανάπτυξης και καταχωρήθηκε στο Μ.Α.Ε. με αριθμό μητρώου 45688/06/Β/00/30.

Με την ολοκλήρωση της παραπάνω διαδικασίας η Εκδότρια Εταιρία κατέστη ο μοναδικός μέτοχος του Χ.Α.Α.

Η νομοθετική διάταξη για την ίδρυσή της Εκδότριας Εταιρίας προβλέπει επίσης τα ακόλουθα:

- Δεν ανήκει στο δημόσιο τομέα και δεν υπάγεται στις διατάξεις που προβλέπουν οποιουσδήποτε περιορισμούς για τα νομικά πρόσωπα του δημοσίου τομέα.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο της "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" απαγορεύεται να αναμιγνύεται με οποιονδήποτε τρόπο στις εποπτικές αρμοδιότητες του Χ.Α.Α. και στην τιμολογιακή πολιτική για τις παρεχόμενες από αυτό υπηρεσίες.
- Η εποπτεία και ο έλεγχος της "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" ως προς την τήρηση των πάσης φύσης υποχρεώσεων της ως εκδότριας εταιρίας μετοχών εισηγμένων σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά ανήκει αποκλειστικά στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Με τις παραπάνω ρυθμίσεις διασφαλίζεται ο διαχωρισμός μεταξύ της λειτουργικής δραστηριότητας και του εποπτικού ρόλου του Χ.Α.Α. και της δραστηριότητας της "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" ως εισηγμένης εταιρίας.

Σκοπός της ΕΧΑΕ

Σκοπός της εταιρείας είναι, σύμφωνα με το καταστατικό της, η συμμετοχή σε επιχειρήσεις που αναπτύσσουν δραστηριότητες σχετικές με τη λειτουργία και την υποστήριξη οργανωμένων αγορών κεφαλαίου. Η ΕΧΑΕ προορίζεται να λειτουργήσει ως η εταιρεία η οποία θα χαράσσει τη στρατηγική του ομίλου και θα παρακολουθεί την πορεία της υλοποίησής του από τις εταιρείες που ελέγχει. Βασικός της στόχος παραμένει η προώθηση και ανάπτυξη των εργασιών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, ενώ η στρατηγική της ανάπτυξης έχει για την ΕΧΑΕ δύο κατευθύνσεις :

Η μία συνδέεται με την εγκαθίδρυση της αγοράς στην περιοχή των Βαλκανίων και της Ν.Α Μεσογείου με τη συνεργασία και άλλων χρηματιστηρίων της περιοχής, τη δημιουργία ενιαίας αγοράς και προώθησης προϊόντων όπως κοινών δεικτών, πιστοποιητικών (ΕΛΠΣ), αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτυξιακών αγορών, secondary listings, καθώς και η δυναμική προώθηση εταιρειών της νέας οικονομίας.

Η άλλη κατεύθυνση συνδέεται με την επίτευξη στρατηγικής συμμαχίας-συνεργασίας με χρηματιστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης που θα κάνουν ακόμα μεγαλύτερη την αγορά και θα της προσδώσουν μεγαλύτερη ρευστότητα. Η ρευστότητα της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και η εξομοίωσή της με αυτές της ΕΕ αποτελούν πάγιους στόχους του ομίλου, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται η αποτελεσματική της λειτουργία αλλά και να μπορεί να αντιμετωπίζει τον ανταγωνισμό που αναπτύσσεται μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων.

Μέτοχοι-Συνδεδεμένες εταιρείες

Στο Σχεδιάγραμμα 2 (ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ) απεικονίζεται η μετοχική σύνθεση της ΕΧΑΕ, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας αύξησεως του μετοχικού κεφαλαίου της και την εισαγωγή της στο ΧΑΑ, και ο όμιλος των συνδεδεμένων εταιρειών της.

Η οργανωτική δομή του ΧΑΑ συνίσταται από έξι διευθύνσεις και δεκαπέντε υποστηρικτικά τμήματα (βλέπε ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ, Σχεδιάγραμμα 3).

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ αποτελείται από 9 μέλη τριετούς θητείας. Το αντικείμενό του είναι η ενασχόληση με όλα τα διοικητικά θέματα, η διαχείριση της περιουσίας καθώς η επίτευξη των αντικειμενικών στόχων του ΧΑΑ. Μια εκ των σημαντικότερων αρμοδιοτήτων του είναι η εποπτεία της εύρυθμης λειτουργία των συναλλαγών. Επίσης, το Δ.Σ του ΧΑΑ εκπροσωπεί το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενώπιον των ελληνικών και ξένων δικαστηρίων.

Η σύνθεση του Δ.Σ εξασφαλίζει την συμμετοχή όλων των παραγόντων της αγοράς στην διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Τα μέλη του Δ.Σ ορίζονται ως εξής:

- 3 μέλη από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας
- 1 μέλος από την Τράπεζα της Ελλάδος
- 2 μέλη από Χρηματιστηριακές Εταιρείες, μέλη του ΧΑΑ
- 1 μέλος από το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο

-1 μέλος από τους εργαζομένους του ΧΑΑ.

Ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Ο Πρόεδρος του ΧΑΑ ορίζεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.

Αποτελεί το ανώτατο εκτελεστικό όργανο της εταιρείας, αρμόδιο για κάθε θέμα που αφορά την λειτουργία της και έχει την γενική εποπτεία των εργασιών της.

Ο Πρόεδρος του ΧΑΑ έχει την δυνατότητα να επιβάλλει την αναστολή των διαπραγματεύσεων εάν διαπιστωθεί ότι διακυβεύονται τα συμφέροντα των επενδυτών.

Ο Όμιλος Εταιρειών του ΧΑΑ

Ο Όμιλος Εταιρειών του ΧΑΑ αποτελείται από τις ακόλουθες εταιρείες:

- Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε
- Το Κεντρικό Αποθετήριο Α.Ε
- Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε
- Την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ Α.Ε)
- Το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε
- Το Περιφερειακό Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης (Κ.Ε.Κ)
- Την εταιρία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς (ΑΣΥΚ Α.Ε.)

ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ

Α) Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μια ανεξάρτητη δημόσια αρχή η οποία λειτουργεί υπό την εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Τύποις και ουσία πρόκειται για εποπτεύουσα αρχή πρωταρχικά υπεύθυνη για την εξασφάλιση της προστασίας των επενδυτών και την συμμόρφωση όλων των εποπτευομένων φορέων, με τους Νόμους, τα Προεδρικά Διατάγματα, τους Θεσμικούς Κανόνες τις Αποφάσεις και τις Οδηγίες που εκδίδονται από τις Αρχές.

Γενικός της στόχος είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς με την προώθηση της διαφάνειας και την πρόληψη και καταστολή χρηματιστηριακών παραβάσεων. Το Ελληνικό θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς έχει ήδη προσαρμοστεί σε όλες τις σχετικές Ευρωπαϊκές Οδηγίες.

Οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συνοψίζονται ως εξής:

- Εγκρίνει τα ενημερωτικά δελτία για την διάθεση μετοχών μέσω δημόσιας εγγραφής εταιριών που πρόκειται να εισαχθούν στο ΧΑΑ.
- Παρέχει άδεια λειτουργίας σε Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, Εταιρίες Επενδύσεως Χαρτοφυλακίου, ΑΧΕ και ΑΕΔΑΚ.
- Λαμβάνει αποφάσεις για τη χορήγηση και ανάκληση αδειών εποπτευομένων φορέων
- Ελέγχει την φερεγγυότητα, ρευστότητα, κεφαλαιακή επάρκεια, συγκέντρωση κινδύνου, τήρηση κώδικα δεοντολογίας και ειδικών συμμετοχών σε Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, σε Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και σε Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.
- Αποφασίζει για κανόνες σχετικούς με διοικητική και λογιστική οργάνωση, μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου προστασίας των δικαιωμάτων των επενδυτών προκειμένου περί της ασφαλούς, έγκυρης και έγκαιρης πληροφόρησής τους, καθώς και για κάθε άλλο ειδικό θέμα που σχετίζεται με την δραστηριότητα του θεματοφύλακα τίτλων και διαχειριστή χαρτοφυλακίου πελατών.
- Επιβάλλει κυρώσεις που προβλέπονται από την νομοθεσία.
- Γνωμοδοτεί επί θεμάτων της Κεφαλαιαγοράς στον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.

Οργανωτική δομή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Το Διοικητικό Συμβούλιο

Το επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένο με τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- Την χάραξη της γενικής πολιτικής της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς,
- Τη θέσπιση κανονιστικών πράξεων,
- Την παροχή και ανάκληση αδειών,
- Την σύνταξη του προϋπολογισμού

Ο Πρόεδρος διορίζεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας και τη σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της Βουλής. Οι δυο Αντιπρόεδροι του ΔΣ διορίζονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.

Τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη επιλέγονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας από καταλόγους υποψηφίων που υποβάλλονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, το

Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και τον Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών.

Η Εκτελεστική Επιτροπή

Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Πρόεδρο και τους δύο Αντιπροέδρους και είναι επιφορτισμένη με την εκτέλεση των αποφάσεων που έχουν ληφθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο. Έχει την ευθύνη για μια σειρά από θέματα για τα οποία της έχει εκχωρηθεί αρμοδιότητα από το Διοικητικό Συμβούλιο, για την καθημερινή διοίκηση και λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και την επίβλεψη των υπηρεσιών της. Επίσης, η Εκτελεστική Επιτροπή εκπροσωπεί την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενώπιον των ελληνικών και ξένων δικαστηρίων.

Β) Κυβερνητικός Επόπτης

Ο Κυβερνητικός Επόπτης ορίζεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας.

Εποπτεύει την συμμόρφωση όλων των διαπραγματευόμενων μερών με τους ισχύοντες κανόνες και κανονισμούς.

Ο Κυβερνητικός Επόπτης είναι πάντα παρών στις συνεδριάσεις του ΧΑΑ.

ΤΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ

Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε. (Αποθετήριο) συστάθηκε τον Φεβρουάριο του 1991 ως ανώνυμη εταιρεία ιδιωτικού δικαίου.

Σκοπός της εταιρίας είναι :

- Η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα που είναι συναφής προς τον σκοπό αυτό.
- Η καταχώρηση των αποϋλοποιημένων, εισηγμένων στο ΧΑΑ αξιών, των επ'αυτών συντελουμένων μεταβιβάσεων, δεσμεύσεων και βαρών, από οποιαδήποτε αιτία και κάθε άλλη συναφής με τις άυλες αξίες εργασία.
- Η παροχή υπηρεσιών σε θέματα : α.) διανομής μερισμάτων, β.) εξόφλησης τοκομεριδίων, γ.) διανομής αξιογράφων, δ.) μεσολάβησης στη μεταβίβαση δικαιωμάτων προτιμήσεως ή δικαιωμάτων σε λήψη μετοχών χωρίς αντάλλαγμα, ε.) κάθε συναφούς με τα πιο πάνω δραστηριότητας

- Η εκκαθάριση των συναπτομένων στο ΧΑΑ συναλλαγών επί άυλων τίτλων του Δημοσίου
- Η συμμετοχή της σε ανώνυμες εταιρείες εφόσον προωθείται με τον τρόπο αυτό ο στόχος της.

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Αποθετηρίου αποτελείται από έντεκα (11) μέλη τα οποία εκλέγονται από την Γενική Συνέλευση των Μετόχων της εταιρείας. Η εταιρεία ελέγχεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, την Διεύθυνση Πιστωτικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων, Τμήμα Χρηματιστηρίων Αξιών, του ΥΠΕΘΟ και την Διεύθυνση Α.Ε. και Πίσταως του Υπουργείου Ανάπτυξης.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υπήρξε αρχικά ο μοναδικός μέτοχος του Αποθετηρίου. Σήμερα, το ΧΑΑ είναι ο κύριος μέτοχος του κατέχοντας το 38,5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου, ύψους 6.000.000.000 δρχ., ενώ το υπόλοιπο είναι μοιρασμένο στις παρακάτω κατηγορίες μετόχων :

<u>Εισηγμένες στο ΧΑΑ τράπεζες</u>	<u>19,78%</u>
<u>Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων</u>	<u>7,84%</u>
<u>Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου</u>	<u>14,80%</u>
<u>Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες Α.Ε</u>	<u>19,08%</u>

Με την ολοκλήρωση της αποϋλοποίησης των τίτλων, το ΧΑΑ κάνει ένα ακόμη βήμα για την ανάπτυξή του και την αναβάθμισή του σε μια πλήρη και ώριμη αγορά. Η αποϋλοποίηση των μετοχών ήταν απαραίτητη τόσο για τη λειτουργία άλλων αγορών, όπως η Αγορά Παραγώγων και η δευτερογενής αγορά ομολόγων, όσο και για τη λειτουργική σύνδεση των συστημάτων λειτουργίας του συνόλου των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Κάθε επενδυτής πλέον, πρέπει να διαθέτει Μερίδα και Λογαριασμό Αξιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) του ΚΑΑ (Αποθετήριο), προκειμένου να πραγματοποιεί συναλλαγές με μετοχές εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ. Η Μερίδα, η οποία είναι μοναδική, περιέχει τα προσωπικά του στοιχεία (ονοματεπώνυμο, ΑΦΜ και ΔΟΥ, Αρ. Ταυτότητας, Διεύθυνση, κλπ) και ο Λογαριασμός Αξιών περιέχει τις άυλες μετοχές του. Με τα δυο παραπάνω στοιχεία (Μερίδα και Λογαριασμός), αναγνωρίζεται κάθε επενδυτής στο ΣΑΤ.

Η ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Τα τελευταία χρόνια παρουσιάστηκε στην Ευρώπη αλλά και στον υπόλοιπο ανεπτυγμένο κόσμο, μια τάση δημιουργίας νέων χρηματιστηριακών αγορών και συγχρόνως μια προσπάθεια ενοποίησης των υφιστάμενων σε διακρατικό επίπεδο. Οι νέες αυτές Αγορές, απευθύνονται σε μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, που είτε πρόκειται για νέες και ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, είτε για ώριμες επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια για την πραγματοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων.

Με το Νόμο 2733/99¹, συστάθηκε η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NE.X.A.) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην οποία εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιριών που δεν έχουν εισαχθεί στην Κύρια ή την Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ.

Η λειτουργία της NE.X.A, προκειμένου για εταιρείες που εδρεύουν στις περιφέρειες της Μακεδονίας και της Θράκης, θα υποστηρίζεται από το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης, σύμφωνα με τους όρους και τις διαδικασίες που θα καθορισθούν με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ενώ με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιτρέπεται η εισαγωγή και άλλων κινητών αξιών στη NE.X.A.

Οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για την εισαγωγή μετοχών στη NE.X.A. είναι συνοπτικά οι ακόλουθες² :

Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας πρέπει ανέρχονται σε 200 εκ. δρχ. τουλάχιστον, για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής στο ΧΑΑ.

Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές της, ως ανώνυμη εταιρία, για δύο τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της υποβολής αίτησης εισαγωγής. Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑΑ επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή μετοχών εταιρίας, που έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για μια μόνο οικονομική χρήση, εφόσον κριθεί ότι πρόκειται για εταιρία με ιδιαίτερο δυναμισμό ή για εταιρία που παρουσιάζει εξαιρετικά καινοτόμο επενδυτικό σχέδιο.

¹ ΦΕΚ 155 Β' /30.7.99

² ΧΑΑ, Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς, 2000.

Όλες οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της για πρώτη φορά στη ΝΕ.Χ.Α, πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά.

Μέτοχος της εταιρίας που κατέχει μετοχές η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού της κεφαλαίου δεσμεύεται, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, ότι δεν θα διαθέσει με οποιονδήποτε τρόπο το 80% των μετοχών του για χρονικό διάστημα τριών (3) ετών από την εισαγωγή της στην ΝΕ.Χ.Α.

Η εταιρία υποχρεούται να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό τουλάχιστον 100.000 μετοχές αξίας τουλάχιστον 250 εκ. δρχ. Από τη διάθεση των μετοχών αυτών ποσοστό τουλάχιστον 80% προέρχεται από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της. Η διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές για τις οποίες έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό σε ποσοστό 20% τουλάχιστον του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και σε 150 φυσικά και νομικά πρόσωπα τουλάχιστον, καθένα από τα οποία δεν μπορεί να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2%.

Η εταιρία πρέπει να υποβάλει επενδυτικό σχέδιο στο οποίο θα γίνεται αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών της στοιχείων, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της εταιρίας και των μέσων που προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του παραπάνω Νόμου³, η εταιρία συντάσσει και δημοσιεύει, πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής, Ενημερωτικό Δελτίο, στο οποίο εκτός των άλλων πρέπει να γίνεται ειδική αναφορά στους παράγοντες κινδύνου οι οποίοι είναι δυνατόν να επιδράσουν δυσμενώς τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρίας ή να επηρεάσουν αρνητικά στην ανάπτυξή της.

Η εταιρία ορίζει έναν τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή (άρθρο 6)⁴. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής είναι μέλος του ΧΑΑ, συνάπτει χρηματιστηριακές συμβάσεις εντός κύκλου στο όνομά του και για ίδιο λογαριασμό και συμβάλλει στην ενίσχυση της ρευστότητας αγοράς των μετοχών της εταιρίας.

Η απόφαση για την εισαγωγή μετοχών εταιρίας στη ΝΕ.Χ.Α. λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ, με πλειοψηφία των 3/5 του συνόλου των μελών του μέσα σε ένα εξάμηνο από την υποβολή της αίτησης, εκτός εάν ζητηθούν

³ και σύμφωνα με τις διατάξεις του π.δ. 348/1985 (ΦΕΚ 125Α')

⁴ και Απόφαση 7Δ / 182 / 25-1-2000 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

συμπληρωματικά στοιχεία ή πληροφορίες, οπότε η παραπάνω απόφαση εκδίδεται εντός των επόμενων έξι (6) μηνών από την υποβολή τους (άρθρο 8), ενώ είναι δυνατή η μετάταξη των μετοχών από τη ΝΕ.Χ.Α. στην Κύρια ή στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ, με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, εφόσον, πέραν των προϋποθέσεων που απαιτούνται για την εισαγωγή στις αγορές αυτές, συντρέχουν αθροιστικά και οι εξής προϋποθέσεις:

- α) Η εταιρία έχει παραμείνει στη ΝΕ.Χ.Α. τουλάχιστον τρία (3) έτη από την εισαγωγή της,
- β) έχει πραγματοποιήσει το επενδυτικό της σχέδιο και
- γ) δεν έχει υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Με τη λειτουργία της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς και την είσοδο νέων εταιριών σε αυτή, αναμένεται να ωφεληθούν οι δυναμικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις χρηματοδοτώντας τις επενδύσεις τους με φθηνότερο χρήμα απ' αυτό που προσφέρει η τραπεζική αγορά, με ότι αυτό συνεπάγεται για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Ιδιαίτερα ωφελημένες θα είναι εκείνες οι επιχειρήσεις που εισάγουν καινοτομίες, οι οποίες δύσκολα χρηματοδοτούνται λόγω του αυξημένου ρίσκου που εμπεριέχουν οι εν λόγω επενδύσεις. Επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, που επικεντρώνονται στην ανάπτυξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και «επιχειρήσεις άλλων κλάδων της οικονομίας οι οποίες εισέρχονται σε νέα φάση ανάπτυξης, ιδίως λόγω της υιοθέτησης σύγχρονων τρόπων διακυβέρνησης και πρωτοποριακών μεθόδων παραγωγής προϊόντων ή παροχής υπηρεσιών»⁵.

Παράλληλα, διευρύνονται οι επενδυτικές επιλογές στο Χρηματιστήριο Αθηνών για το επενδυτικό κοινό συμβάλλοντας στην περαιτέρω ανάπτυξή του και δημιουργούνται οι βάσεις για τη σύνδεση της ΝΕ.Χ.Α. με το ευρωπαϊκό δίκτυο των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αγορών των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives), είναι κάθε τύπος συναλλαγής, η αξία της οποίας εξαρτάται από την αξία ενός άλλου προϊόντος (για αυτό ονομάζονται και εξαρτώμενες απαιτήσεις - contingent claims).

⁵ Ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου κ. Π. Αλεξάκης διευκρινίζει τον τρόπο λειτουργίας της Νέας Αγοράς, ΤΟ ΒΗΜΑ, 10-09-2000.

Η τιμή των παραγώγων συνδέεται με την εξέλιξη της τιμής άλλων πρωτογενών προϊόντων και αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συνάλλαγμα, κ.α.

Με το Νόμο 2533/97 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, τη λειτουργία και την ανάπτυξη της αγοράς, έχουν ιδρυθεί το **Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. - Χ.Π.Α.** και η **Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. - ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.**

Το Χ.Π.Α. ξεκίνησε τη λειτουργία του στα τέλη του 1999 και σκοπός του είναι η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Σκοπός της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στο Χ.Π.Α. επί παραγώγων, η εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται σε άλλες αγορές, η διασφάλιση της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων με αυτή μερών, των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές και κάθε συναφής δραστηριότητα. Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο του Χ.Π.Α. ανέρχεται σε 3 δισ. δρχ. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., σε 8 δισ. δρχ. Βασικοί μέτοχοι του Χ.Π.Α. είναι το ΧΑΑ με συμμετοχή 35,46%, τράπεζες 27,50%, χρηματιστηριακές εταιρίες - μέλη του ΧΑΑ 14%, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών 13,67%, εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου 3,22%, ασφαλιστικές εταιρίες 2,66%, εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων 1,83% και ασφαλιστικά ταμεία 1,66%.

Τα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α. είναι συμβόλαια βασισμένα σε διάφορες χρηματοοικονομικές αξίες, όπως μετοχές, δείκτες μετοχών, επιτόκια και ομόλογα. Η αξία τους, η επενδυτική συμπεριφορά τους και η απόδοσή τους εξαρτώνται από τη χρηματοοικονομική αξία πάνω στην οποία εκδίδονται. Καθώς τα συμβόλαια αυτά συναλλάσσονται στην οργανωμένη αγορά του Χ.Π.Α., είναι τυποποιημένα και προσδιορίζονται πλήρως από το είδος του συμβολαίου (π.χ. δικαίωμα προαίρεσης), την υποκείμενη αξία (π.χ. μετοχές) και τους συγκεκριμένους όρους του συμβολαίου (π.χ. το μέγεθος του συμβολαίου).

Η χρήση των παραγώγων μπορεί να γίνει για διάφορους λόγους όπως :

για αντιστάθμιση κινδύνων σε σχέση με την θέση την οποία κατέχουν στην τρέχουσα αγορά (hedging), για πρόκριση συναλλαγών μέσω των ανισορροπιών της αγοράς των παραγώγων (arbitrage) και για συναλλαγές κατά τις οποίες ο επενδυτής προβαίνει σε αγοραπωλησίες προσδοκώντας ανάλογες αποδόσεις (trading).

Η αγορά των παραγώγων έχει αρκετά πλεονεκτήματα σε σχέση με τη spot αγορά.

- Οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν πλήρη ή μερική αντιστάθμιση κινδύνου των χαρτοφυλακίων τους.
- Τα περιθώρια κέρδους είναι συγκριτικά πολύ μεγαλύτερα.
- Το κόστος των προμηθειών είναι χαμηλό σε σχέση με την αξία των μετοχών που αντιπροσωπεύονται στα συμβόλαια.
- Περιορισμός του πιστωτικού κινδύνου.
- Δυνατότητα διαφοροποίησης ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων και διασποράς του επενδυτικού κινδύνου.
- Εκμετάλλευση των διαφορών της τρέχουσας και προθεσμιακής αγοράς.

Παρά τα ανωτέρω πλεονεκτήματα όμως, η αγορά των παραγώγων έχει αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο και προϋποθέτει την καλή γνώση της λειτουργίας της.

Στη συγκεκριμένη αγορά η μη ύπαρξη προστατευτικών ορίων διακύμανσης μια μικρή μεταβολή του δείκτη μεταφράζεται σε μια μεγάλη ποσοστιαία μεταβολή του παράγωγου προϊόντος. Παράλληλα στα προθεσμιακά συμβόλαια παίζει καθοριστικό ρόλο η σωστή πρόβλεψη της ημερομηνίας λήξης.

Στο Χ.Π.Α. διαπραγματεύονται τριών ειδών συμβόλαια :

1. Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures)

Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.) στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 και σε 10ετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.) είναι νομικά δεσμευτικές συμφωνίες με τις οποίες οι αντισυμβαλλόμενοι (ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πουλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκειμένης αξίας, σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) και σε προκαθορισμένη τιμή.

2. Τα Δικαιώματα Προαίρεσης σε δείκτες και μετοχές (options)

A) Δικαιώματα προαίρεσης στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40.

Παράλληλα με τα Σ.Μ.Ε. στον FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 υπάρχουν προς διαπραγμάτευση έξι σειρές δικαιωμάτων προαίρεσης ευρωπαϊκού τύπου στους δείκτες αυτούς που αντιστοιχούν στους έξι μήνες λήξης, αντιστοιχούς με αυτούς των Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20. Για κάθε μήνα λήξης εισάγονται, αρχικά, συμβόλαια με έντεκα διαφορετικές τιμές εξάσκησης σε σταθερά διαστήματα των 50 μονάδων. Ανάλογα με την κίνηση του δείκτη εισάγονται και νέες τιμές εξάσκησης. Η ημέρα λήξης και τελευταία ημέρα συναλλαγής των δικαιωμάτων προαίρεσης όπως και στην περίπτωση των Σ.Μ.Ε. στο δείκτη είναι η τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης.

B) Δικαιώματα προαίρεσης σε Μετοχές

Το Χ.Π.Α. επιλέγει μία σειρά σημαντικών ελληνικών μετοχών blue-chips με βάση τη ρευστότητα, την εμπορευσιμότητα και τη μεταβλητότητα των τιμών (αλλά και με αναγκαία προϋπόθεση την ύπαρξη επαρκούς ενδιαφέροντος από ειδικούς διαπραγματευτές), για τις οποίες εισάγει δικαιώματα προαίρεσης αμερικανικού τύπου. Το μέγεθος των συμβολαίων είναι 100 μετοχές και οι τιμές αγοράς και πώλησης αναφέρονται σε δραχμές ανά υποκείμενη μετοχή. Η εκκαθάριση δικαιωμάτων σε μετοχές που εξασκούνται πριν ή κατά την ημέρα λήξης γίνεται πέντε ημέρες αργότερα με φυσική παράδοση των μετοχών. Οι μήνες λήξης είναι οι τρεις πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου και για κάθε μήνα λήξης εισάγονται αρχικά συμβόλαια με εννέα διαφορετικές τιμές εξάσκησης. Η ημέρα λήξης και τελευταία ημέρα συναλλαγής των δικαιωμάτων προαίρεσης σε μετοχές είναι η τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης.

3. Τα Συμβόλαια Δανεισμού Τίτλων (stock lending).

Συμβόλαια δανεισμού τίτλων.

Το Χ.Π.Α. και η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. πρότειναν την εισαγωγή του δανεισμού ως προϊόν στο Χ.Π.Α. με τη μορφή του pool όπου όλοι οι δανειστές δανείζουν την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και όλοι οι δανειζόμενοι δανείζονται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Για την επίτευξη του pool μετοχών εισάγονται δύο προϊόντα στο Χ.Π.Α. και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Ο δανεισμός της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (Stock Lending) και ο δανεισμός από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (Stock Borrowing). Κατά την πρώτη φάση ο δανεισμός από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θα επιτρέπεται μόνο στους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Β και οι δανειστές θα μπορούν να είναι μόνο οι επενδυτές που τηρούν λογαριασμούς στο Χ.Π.Α. και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Αργότερα και τα δύο προϊόντα θα είναι διαθέσιμα σε όλους τους επενδυτές του Χ.Α.Α.

Παράλληλα, προγραμματίζεται να εισαχθούν σταδιακά και άλλα προϊόντα όπως :
Παράγωγα σε μετοχές, σε ομόλογα, σε ισοτιμίες και σε επιτόκια.

Οι διάφοροι συμμετέχοντες στην αγορά παραγώγων λειτουργούν βασικά με ένα από τα παρακάτω κίνητρα:

- Οι αντισταθμιστές κινδύνου (hedgers) χρησιμοποιούν την αγορά παραγώγων για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των θέσεών τους στην κεφαλαιαγορά, όπως χαρτοφυλάκια μετοχών, έναντι πιθανής απώλειας τιμής.
- Οι κερδοσκόποι λαμβάνουν θέσεις στην αγορά παραγώγων, χωρίς απαραίτητα να ενδιαφέρονται για την αγορά ή πώληση του ίδιου του υποκείμενου τίτλου. Ο σκοπός τους είναι να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους στις προσδοκίες τους για την αγορά.
- Οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (arbitrageurs) επιδιώκουν να κερδίσουν από τις διαφορές στις τιμές οι οποίες έχουν τεθεί για το ίδιο αγαθό σε διαφορετικές αγορές. Έτσι, για παράδειγμα, αν οι τιμές στην τρέχουσα και την προθεσμιακή αγορά αποκλίνουν σημαντικά παίρνουν θέσεις ώστε να κερδίσουν από την απόκλιση αυτή των τιμών.

Σε γενικές γραμμές, τα παράγωγα προϊόντα είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται από τους συναλλασσόμενους για να προστατευθούν επενδύσεις και επιχειρηματικοί κίνδυνοι για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο ή για να μετατραπούν οι προσδοκώμενες τάσεις της αγοράς σε κερδοσκοπικές βραχυχρόνιες στρατηγικές.

Η ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Το ελληνικό Χρηματιστήριο παρέχει πλέον τη δυνατότητα σε εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται εκτός των ελληνικών συνόρων, να εισαγάγουν σ' αυτό τις μετοχές τους προς διαπραγμάτευση.

Εκτός λοιπόν από την εισαγωγή κινητών αξιών στην Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ), αλλοδαπές εταιρίες έχουν τη δυνατότητα να εισάγουν τις μετοχές τους και στην Κύρια, Παράλληλη ή ακόμα και στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.

Με τον όρο λοιπόν «παράλληλη ή δευτερογενής εισαγωγή», εννοούμε την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μία εκ των τριών αγορών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Κύρια, Παράλληλη, NEXA), μετοχών που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε άλλο κράτος μέλος ή μη και ήδη διαπραγματεύονται σε άλλο Χρηματιστήριο. Εφόσον η αλλοδαπή εκδότρια εταιρία έχει την έδρα της σε μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η εισαγωγή των μετοχών της προς διαπραγμάτευση επιτρέπεται ακόμα και εάν δεν έχουν εισαχθεί οι μετοχές της προηγουμένως σε άλλο Χρηματιστήριο.

Αντίθετα, στην περίπτωση που η εκδότρια εταιρία δεν έχει την έδρα της σε άλλο κράτος μέλος, δεν επιτρέπεται η εισαγωγή των μετοχών της προς διαπραγμάτευση εφόσον δεν έχουν εισαχθεί προηγουμένως σε Χρηματιστήριο Αξιών της χώρας της έδρας της εταιρίας ή της χώρας κυρίας κυκλοφορίας αυτών των μετοχών.

Διευκρινίζεται ότι για την δευτερογενή εισαγωγή των μετοχών στο ΧΑΑ, ισχύουν οι προϋποθέσεις εισαγωγής που ισχύουν σε κάθε περίπτωση εισαγωγής μετοχών ελληνικών εταιριών.

Συνεπώς, οι γενικές προϋποθέσεις που προβλέπονται για την εισαγωγή ελληνικών κινητών αξιών στο ΧΑΑ σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 350/1985 (Κύρια Αγορά) και της υπ.αριθμ.2063/Β.69 απόφασης του ΥΠΕΘΟ (Παράλληλη Αγορά) καθώς και του νόμου 2733/1999 (NEXA), ισχύουν και για την εισαγωγή μετοχών που έχουν εκδοθεί από εταιρίες που δεν εδρεύουν στην Ελλάδα, αν και είναι δυνατόν να υπάρξουν ορισμένες εξαιρέσεις.

Η πρώτη εταιρία που οι μετοχές της εισήχθησαν στο ΧΑΑ είναι η Τράπεζα Κύπρου (Νοέμβριος 2000).

Η δευτερογενής εισαγωγή μετοχών αλλοδαπών εταιριών σε μία από τις 3 αγορές του ελληνικού Χρηματιστηρίου, έχει σημαντικές θετικές επιπτώσεις τόσο για την εκδότρια εταιρία, όσο και το επενδυτικό κοινό που δραστηριοποιείται στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

Το ΧΑΑ κατέχει δεσπόζουσα θέση και έχει αναδειχθεί ως χρηματοοικονομικό κέντρο της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, αποτελώντας μια δυναμική αγορά για όλη την περιοχή.

Από την 1/1/2001 θα παρέχει τη δυνατότητα σε εταιρίες που έχουν την έδρα τους σε χώρες εκτός Ε.Ε. να διαπραγματεύονται τις αξίες τους και να εκκαθαρίζουν τις συναλλαγές τους σε Ευρώ. Συγχρόνως η εκδότρια εταιρία που θα εισαγάγει τις μετοχές της στο ΧΑΑ θα έχει αρκετά πλεονεκτήματα, δεδομένου ότι η ελληνική

νομοθεσία έχει ενσωματώσει όλες τις οδηγίες της Ε.Ε. που αφορούν τους θεσμούς και τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ

Με το Νόμο 2533/1997 συστάθηκε η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) και το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της συμπληρώθηκε με μια σειρά Υπουργικών Αποφάσεων, καθώς και Κανονιστικών Αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΧΑΑ.

Η ΕΑΓΑΚ αποτελεί μια ακόμη οργανωμένη αγορά του ΧΑΑ και η διαπραγμάτευση των αξιών που εισάγονται σ' αυτή γίνεται μέσω του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ), σύμφωνα με τις ίδιες μεθόδους διαπραγμάτευσης που ακολουθούνται και για τις άλλες 3 αγορές του ΧΑΑ (Κύρια, Παράλληλη και ΝΕΧΑ).

Η διαφορά της ΕΑΓΑΚ από τις υπόλοιπες αγορές του ΧΑΑ, είναι ως προς τις αξίες που εισάγονται σ' αυτήν. Εκτός από τις Μετοχές Εταιριών Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου Αναδυόμενων Αγορών (ΕΧΑΑ), στην ΕΑΓΑΚ εισάγονται δυο νέες αξίες που δεν είναι εισηγμένες σε καμία από τις άλλες αγορές : τα ΕΛΠΣ και τα μερίδια ΕΚΑΑ.

Τα Ελληνικά Πιστοποιητικά (ΕΛΠΣ), είναι διαπραγματεύσιμες αξίες που αντιπροσωπεύουν μετοχές, οι οποίες έχουν εκδοθεί από αλλοδαπή εταιρία (παριστώμενες μετοχές) ή άλλες αλλοδαπές αξίες, όπως ομολογίες αλλοδαπών εταιριών. Οι παριστώμενες μετοχές μπορεί να είναι εισηγμένες σε κάποιο άλλο χρηματιστήριο ή να μην είναι εισηγμένες. Σε περίπτωση εισαγωγής των παριστώμενων μετοχών στο ΧΑΑ, τα ΕΛΠΣ παύουν να υπάρχουν και ανταλλάσσονται με τις παριστώμενες μετοχές.

Τα Μερίδια Ελληνικών Κεφαλαίων Αναδυόμενων Αγορών (ΕΚΑΑ), είναι ομάδα περιουσίας που συνίσταται σε μετρητά και κινητές αξίες και διαιρείται σε ισάξια μερίδια τα περιουσιακά στοιχεία των οποίων ανήκουν εξ' αδιαίρετου στους μεριδιούχους. Η λειτουργία των ΕΚΑΑ μοιάζει με αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων, μόνο που εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Το ΕΚΑΑ μπορεί να

επενδύει σε αξίες εισηγμένες στο ΧΑΑ, ή άλλη οργανωμένη αγορά που περιλαμβάνεται στις αναδυόμενες αγορές.

Οι Εταιρίες Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου Αναδυόμενων Αγορών (ΕΧΑΑ), είναι ειδικές εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, υπό την έννοια ότι επενδύουν κυρίως σε αναδυόμενες αγορές. Είναι δυνατόν να συσταθούν από την αρχή ως τέτοιες ή να προκύψουν από τη μετατροπή άλλης ανώνυμης εταιρίας, πλην εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και λαμβάνουν άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Όλες οι αξίες που εισάγονται στην ΕΑΓΑΚ σχετίζονται με τις αναδυόμενες αγορές (βλέπε ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ, Πίνακα 3), υπό την έννοια ότι είτε εκδίδονται συνήθως από εταιρία που έχει την έδρα της σε κάποια αναδυόμενη αγορά (ΕΛΠΣ), είτε εκδίδονται από εταιρίες που επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε αναδυόμενες αγορές (ΕΚΑΑ, ΕΧΑΑ).

Αρμόδιο για τη λειτουργία της συγκεκριμένης αγοράς είναι το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης (ΧΚΘ) το οποίο εξετάζει το φάκελο της προς εισαγωγή εταιρίας και στη συνέχεια τον μεταβιβάζει στο ΧΑΑ για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου. Παράλληλα το ΧΚΘ είναι επιφορτισμένο με την προώθηση και την ανάπτυξη της ΕΑΓΑΚ και με την παρακολούθηση των εταιριών που εισάγονται σ' αυτή.

ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) διαδραματίζουν ένα σημαντικό ρόλο, αποτελώντας παράγοντα ανάπτυξης της Εθνικής Οικονομίας και της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Οι ΟΣΕΚΑ ή θεσμικοί επενδυτές όπως είναι ευρύτερα γνωστοί, είναι χρηματοοικονομικοί μεσάζοντες που συγκεντρώνουν τις επενδύσεις ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών τους και τις θέτουν κάτω από την επαγγελματική τους διαχείριση. Με τον τρόπο αυτό ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών προσεγγίζει τη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και συμμετέχει σ' αυτές χωρίς όμως να αναλαμβάνει σοβαρούς κινδύνους.

Οι ΟΣΕΚΑ φροντίζουν για την αξιοποίηση των συγκεντρωμένων κεφαλαίων και την εξασφάλιση ικανοποιητικών αποδόσεων επενδύοντας στις αγορές χρήματος και

κεφαλαίου, ενώ παράλληλα χρησιμοποιώντας ειδικά προϊόντα και υπηρεσίες αξιοποιούν τα διαθέσιμα των Ασφαλιστικών Οργανισμών και συμβάλουν στην καλύτερη λειτουργία ασφαλιστικού συστήματος.

Μέχρι το 1972 οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων ήταν άγνωστοι στη χώρα μας, οπότε με πρωτοβουλία της Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος και της Εμπορικής Τραπέζης ιδρύθηκαν τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια και αφού προηγουμένως δημιουργήθηκε το αναγκαίο νομοθετικό πλαίσιο. Παρ' όλα αυτά η μεγάλη ανάπτυξη των συλλογικών επενδύσεων αρχίζει το έτος 1989 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα, οφείλεται δε σε μια μεγάλη σειρά αλλαγών που έγιναν στην Ελληνική Οικονομία και την Ελληνική Κεφαλαιαγορά.

Στη χώρα μας, ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών κατέχει πλέον μερίδια των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή μετοχές των Ελληνικών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και το μέλλον του συγκεκριμένου κλάδου φαίνεται να έχει μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης.

Σήμερα στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται 31 Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζονται 233 Αμοιβαία Κεφάλαια με ύψος ενεργητικών 11,48 τρισ. δρχ. Παράλληλα υπάρχουν 17 Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου των οποίων το ενεργητικό ανέρχεται στα 1.188 δισ. δρχ.⁶

Τέλος, να σημειώσουμε πως οι Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία χορηγεί και την άδεια λειτουργίας τους. Το νομικό πλαίσιο των παραπάνω Εταιριών καθορίζεται από το νόμο 1969/91, όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 433/1993 και το νόμο 2533/1997 και συμπληρώνεται από διάφορες κανονιστικές διατάξεις.

ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα αμοιβαία κεφάλαια ορίζονται σύμφωνα με το νόμο ως μια ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Η καθαρή περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου που ονομάζεται ενεργητικό διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας ή κλάσματα μεριδίου⁷.

⁶ Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (στοιχεία 30/06/2000).

⁷ βλ. και Φίλιππος Ν. «Αμοιβαία Κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον», 1999 σελ. 103.

Με τις αποφάσεις 79/1996 και 129/1998 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατατάσσονται σε κατηγορίες, έτσι ώστε να υπάρχει αντιστοιχία μεταξύ της ονομασίας κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου και της σύνθεσης του ενεργητικού του (βλέπε ΠΑΡΑΤΗΜΑ, Πίνακα 4).

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα που εξασφαλίζουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια στους επενδυτές, είναι τα ακόλουθα:

- Επαγγελματική διαχείριση.
- Υψηλές αποδόσεις συγκριτικά με άλλες εναλλακτικές μορφές επενδύσεων.
- Διασπορά των επενδύσεων σε αξιόγραφα διαφορετικού τύπου.
- Δυνατότητα σχετικά άμεσης ρευστοποίησης της συμμετοχής.
- Πρόσβαση στις αγορές τόσο της Ελλάδας, όσο και του εξωτερικού.
- Διαφάνεια διαχειρίσεως
- Διασφάλιση και φύλαξη της περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Περιορισμένες φορολογικές υποχρεώσεις.⁸

Μέχρι το τέλος του 2001 στην ελληνική αγορά λειτουργούσαν 26 ΑΕΔΑΚ οι οποίες είχαν υπο τη διαχείρησή τους 269 αμοιβαία κεφάλαια

ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι και αυτές Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες, με τη διαφορά ότι η είσοδος ενός προσώπου σ' αυτή τη μορφή συλλογικής επενδύσεως γίνεται μόνο με την αγορά της μετοχής της εταιρίας στο Χρηματιστήριο, όπως αντιστοίχως η έξοδος από αυτήν γίνεται με την πώληση της μετοχής.

Φυσικά τόσο η είσοδος, όσο και η έξοδος γίνεται στη χρηματιστηριακή τιμή που διαμορφώνεται εκάστοτε, η οποία μπορεί είτε να είναι υψηλότερη από την εσωτερική αξία της μετοχής (premium), είτε χαμηλότερη οπότε λέμε ότι η μετοχή της εταιρίας βρίσκεται σε discount.

Οι Εταιρίες Επενδύσεων εξασφαλίζουν για τους επενδυτές (μετόχους τους) όλα τα πλεονεκτήματα που εξασφαλίζουν και τα Αμοιβαία Κεφάλαια (διασπορά κινδύνου,

⁸ Όμως παρά τα πολλά πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν παύουν να αποτελούν μια μορφή επένδυσης αυξημένου ρίσκου γι' αυτό και οι επενδυτές πρέπει να ενημερώνονται ότι «τα Αμοιβαία

επαγγελματική διαχείριση, πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδος και του εξωτερικού, διαπραγματευτική δύναμη, διαφάνεια διαχειρίσεως κλπ).

ΟΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΤΑ ΤΑΜΕΙΑ

Ένας από τους κλάδους που εξελίχθηκε δυναμικά τα τελευταία χρόνια είναι αυτός της ιδιωτικής ασφάλισης προτείνοντας μια μεγάλη ποικιλία προϊόντων (προϊόντα ασφάλισης, συνταξιοδοτικά ή επενδυτικά προγράμματα). Στην ουσία όμως οι ασφαλισμένοι καταβάλλουν εισφορές σε ένα ταμείο ή/και σε μια ασφαλιστική εταιρία και στη συνέχεια τα ποσά αυτά επενδύονται σε μετοχές χαμηλού επενδυτικού κινδύνου, σε ομόλογα ή αμοιβαία κεφάλαια προσφέροντας μελλοντικές αποδόσεις. Ειδικότερα σε ότι αφορά τα δημόσια ασφαλιστικά ταμεία ενώ στο παρελθόν επιτρεπόταν η επένδυση σε εταιρίες του δημοσίου ή κρατικές ομολογίες, τώρα είναι δυνατή η ανάθεση της διαχείρισης των κεφαλαίων σε κάποια τράπεζα ή επενδυτική εταιρία.

Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ

Τα μέλη του Χ.Α.Α., Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ), Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΧΕΠΕΥ) και τράπεζες που έχουν γίνει μέλη του Χ.Α.Α., είναι οι μόνες εταιρείες οι οποίες έχουν τη δυνατότητα να διαβιβάζουν άμεσα εντολές αγοράς και πώλησης μετοχών στο Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) του Χ.Α.Α. Η άδεια λειτουργίας των μελών του Χ.Α.Α. χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενώ η αποδοχή τους ως μελών του Χ.Α.Α. γίνεται από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α., εφόσον πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια ως προς τον εξοπλισμό τους, την οργάνωσή τους, την στελέχωσή τους και την κεφαλαιακή τους επάρκεια, ανάμεσα σε άλλα. Τα μέλη του Χ.Α.Α. πραγματοποιούν συναλλαγές μέσω των χρηματιστηριακών τους εκπροσώπων, οι οποίοι ευθύνονται εξ ολοκλήρου για τις συναλλαγές και πιστοποιούνται ως προς την επάρκειά τους με εξετάσεις που διενεργεί η Επιτροπή

Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις τους δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές».

Κεφαλαιαγοράς. Επίσης, συναλλαγές μπορούν να πραγματοποιούν και οι εξουσιοδοτημένοι αντικριστές των μελών του Χ.Α.Α., αλλά σε κάθε περίπτωση η ευθύνη βαρύνει τον χρηματιστηριακό εκπρόσωπο του μέλους του Χ.Α.Α.

Η χρηματιστηριακή εταιρεία πέραν της δραστηριότητας της διεξαγωγής συναλλαγών μπορεί επίσης να παρέχει επενδυτικές συμβουλές για επενδύσεις σε χρηματιστηριακά προϊόντα, να φυλάσσει ως θεματοφύλακας τίτλους πελατών της, να διαχειρίζεται χαρτοφυλάκιο πελατών της, αποτελούμενο από μετρητά, χρηματιστηριακά πράγματα και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και να καταθέτει τα χρηματικά ποσά των πελατών της σε τραπεζικούς λογαριασμούς επ' ονόματί τους, να διενεργεί συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, καθώς και να παρέχει κάθε κύρια και παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία (σύμφωνα με τα όσα προβλέπονται από την άδεια λειτουργίας της).

Ειδικότερα διευκρινίζεται ότι οι κύριες Επενδυτικές Υπηρεσίες είναι οι ακόλουθες:

1. Λήψη και διαβίβαση για λογαριασμό πελατών παραγγελιών για κατάρτιση συναλλαγών ως προς χρηματοπιστωτικά μέσα.
2. Εκτέλεση των παραγγελιών και εντολών για λογαριασμό τρίτων.
3. Διαπραγμάτευση και αγοραπωλησία για ίδιο λογαριασμό τίτλων.
4. Διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών στα πλαίσια εντολής τους.
5. Αναδοχή της έκδοσης τίτλων και διάθεση αυτών.

Ενώ στις παρεπόμενες ανήκουν η φύλαξη ή και διακίνηση ενός ή περισσοτέρων τίτλων, η παροχή πιστώσεων, δανείων, χρηματοοικονομικών συμβουλών, κ.α.

Κατά τη διάρκεια του 2001, στην κεφαλαιαγορά δραστηριοποιήθηκαν 92 ΑΧΕ και 48 ΑΕΠΕΥ – μη μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Εκτός από τη διαπραγμάτευση στο φυσικό χώρο του χρηματιστηρίου, που είναι και η κυρίως δραστηριότητά τους, τα μέλη του δύνανται να παρέχουν όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες που προβλέπονται από τη ντιρεκτίβα της Ευρωπαϊκής Ένωσης 93/22 (σχετική με παρεχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες) σε αρμονία με την ισχύουσα ελληνική νομοθεσία.

Οι παρεχόμενες υπηρεσίες των χρηματιστηριακών διαφοροποιούνται από εταιρία σε εταιρία ανάλογα με την κεφαλαιακή τους επάρκεια, έτσι :

• Οι δραστηριότητες των εταιριών που το μετοχικό τους κεφάλαιο είναι τουλάχιστον δρχ. 200 εκ. περιορίζονται στις αμιγώς χρηματιστηριακές συναλλαγές των πελατών τους.

- Οι εταιρίες με μετοχικό κεφάλαιο δρχ. 300 εκ. και άνω νομιμοποιούνται να συναλλάσσονται τόσο για λογαριασμό τρίτων όσο και για δικό τους λογαριασμό.
- Οι εταιρίες των οποίων το μετοχικό κεφάλαιο ανέρχεται σε τουλάχιστον δρχ. 1 δις νομιμοποιούνται εκτός των ανωτέρω να παρέχουν και υπηρεσίες αναδόχου.

ΣΥΝΕΓΓΥΗΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ ΜΕΛΩΝ ΧΑΑ

Το Συνεγγυητικό Ταμείο των Μελών του ΧΑΑ συστάθηκε το 1954 και όπως σαφώς αναφέρεται στο άρθρο 63 του Ν2533/97, ο σκοπός του συνεγγυητικού ταμείου είναι να καταβάλει αποζημιώσεις στους επενδυτές και στα μέλη του ΧΑΑ τα οποία σε περιπτώσεις που ως συμβαλλόμενοι αντιμετωπίζουν διαπιστωμένη, οριστική ή μη αναστρέψιμη αδυναμία Ε.Π.Ε.Υ να ανταποκριθεί στις ανευλημμένες υποχρεώσεις παροχής καλυπτόμενων επενδυτικών υπηρεσιών, διασφαλίζοντας με τον τρόπο αυτό την σταθερότητα και αξιοπιστία της λειτουργίας της αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών. Η συμμετοχή στο συνεγγυητικό ταμείο είναι υποχρεωτική για όλα τα μέλη του ΧΑΑ και αποτελεί προϋπόθεση για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους.

ΕΠΙΚΟΥΡΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ

Το Επικουρικό Ταμείο έχει ως αντικειμενικό σκοπό να καλύπτει τυχόν αδυναμίες υλοποίησης των υποχρεώσεων εκκαθάρισης των μελών ή/και των επενδυτών ούτως ώστε να μην καθυστερεί η διαδικασία εκκαθάρισης.

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΕΛΔΕ

Οι Ανώνυμες Εταιρίες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών, ιδρύθηκαν με βάση το Νόμο 2396/96 και σύμφωνα με το καταστατικό τους η λειτουργία τους περιορίζεται στη λήψη και διαβίβαση των εντολών των πελατών τους, προς τις χρηματιστηριακές με τις οποίες συνεργάζονται.

Η ανάπτυξη του συγκεκριμένου κλάδου στην Ελλάδα υπήρξε ταχύτατη και βοήθησε στην περαιτέρω ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς προσελκύοντας στο χώρο χιλιάδες νέους επενδυτές.

Σήμερα, δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα περισσότερες από 800 ΑΕΛΔΕ χωρίς να υπολογίζονται τα υποκαταστήματα που πολλές από αυτές έχουν ανοίξει.

Η δημιουργία των ΑΕΛΔΕ ήταν αναγκαία για το χρηματιστηριακό χώρο καθώς στην ουσία αποτέλεσαν τα δίκτυα πωλήσεων των χρηματιστηριακών εταιριών οι οποίες

είχαν γραφεία στην Αθήνα στη Θεσσαλονίκη και σε ελάχιστες μεγάλες πόλεις της υπόλοιπης Ελλάδας.

Το γεγονός ότι η νομική βάση πάνω στην οποία στηρίχθηκαν αποδείχθηκε στη συνέχεια ανεπαρκής σε συνδυασμό με το χαμηλό κεφάλαιο⁹ που έπρεπε να καταβάλλει κάποιος προκειμένου να ανοίξει μια ΑΕΛΔΕ, οδήγησε στη μη σωστή λειτουργία των ΑΕΛΔΕ με τις γνωστές μας συνέπειες.

Το σημερινό σκηνικό των ΑΕΛΔΕ χαρακτηρίζεται από χαμηλό όγκο συναλλαγών, αυξημένα έξοδα λειτουργίας, μειωμένες προμήθειες από τις χρηματιστηριακές, πελάτες με μεγάλες ζημιές και ιδιαίτερα αυξημένο ανταγωνισμό. Η λύση θα δοθεί πάλι από την αγορά. Ένα μεγάλο μέρος των εταιριών θα αναγκαστεί να κλείσει, να συγχωνευθεί ή να εξαγοραστεί από ΑΧΕ, ΕΠΕΥ, ακόμη και από τράπεζες ώστε να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες.

ΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Λένε πως τα πιο «αληθινά» ψέματα μπορεί τα να πει κανείς μέσα από τη στατιστική. Χρησιμοποιώντας διάφορους δείκτες μπορεί κανείς να περιγράψει καταστάσεις που διαφέρουν από την πραγματικότητα και αν κάτι τέτοιο δε γίνεται εσκεμμένα, τότε οι παραπάνω δείκτες ή δεν έχουν ρόλο ύπαρξης και πρέπει να καταργηθούν ή να αλλάξουν, ή δε χρησιμοποιούνται σωστά.

Ένας χρηματιστηριακός δείκτης είναι ένα καλάθι επιλεγμένων μετοχών από το σύνολο των εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Οι δείκτες έχουν την δυνατότητα να μετράνε τις γενικές τάσεις και αντικατοπτρίζουν την γενική συμπεριφορά της αγοράς.

Με την ανάπτυξη και τη μεγέθυνση των χρηματιστηριακών αγορών, η χρήση των δεικτών κατέστη αναγκαία, τόσο για τη σύγκριση επιμέρους αποδόσεων, όσο και για μεμονωμένα πακέτα επενδυτικών προγραμμάτων.

Στο Ελληνικό χρηματιστήριο, τηρούνται αρκετοί δείκτες που προσδιορίζουν τις τάσεις της αγοράς ή επιμέρους κλάδων, είτε από το ίδιο το ΧΑΑ, είτε από ανεξάρτητους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και ξένους επενδυτικούς οίκους.

⁹ Το απαιτούμενο μετοχικό κεφάλαιο για τη δημιουργία μιας ΑΕΛΔΕ ήταν 30 εκατομμύρια δραχμές και αργότερα αναπροσαρμόστηκε στα 60 εκατομμύρια.

ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ

Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ είναι ένας μέσος σταθμικός, ως προς την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, δείκτης. Αποτελείται από μετοχές εισηγμένες στην κύρια αγορά, οι οποίες συμμετέχουν και στους κλαδικούς δείκτες, καθώς και από τη μετοχή του ΟΤΕ η οποία δεν συμμετέχει σε κανένα επιμέρους δείκτη. Τα βασικά κριτήρια για τη σύνθεση του δείκτη είναι η κεφαλαιοποίηση και η εμπορευσιμότητα των μετοχών. Το σύνολο των μετοχών που συνθέτουν το δείκτη είναι 60 και υπολογίζεται ημερησίως από τον ακόλουθο τύπο:

Τρέχουσα Συνολική Κεφαλαιοποίηση

$$\text{Τιμή Δείκτη} = 100 * \frac{\text{Τρέχουσα Συνολική Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Συνολική Κεφαλαιοποίηση το Έτος Βάσης (31/12/1980)}}$$

Τρέχουσα Συνολική Κεφαλαιοποίηση = $\sum \{(\text{Αρ. μετοχών}) * (\text{Τρέχουσες Τιμές})\}$.

Συνολική Κεφαλαιοποίηση το Έτος Βάσης (31/12/1980) = $\sum \{(\text{Αρ. μετοχών}_{31/12/1980}) * (\text{Τρέχουσες Τιμές}_{1/2/1980})\}$.

Όλες οι μετοχές συμμετέχουν στο δείκτη με το 100% της κεφαλαιοποίησής τους εκτός του ΟΤΕ, ο οποίος συμμετέχει με το 25% της τρέχουσας αξίας του. Ο δείκτης δεν προσαρμόζεται σύμφωνα με τις καταβολές μερισμάτων.

FTSE/ASE 20

Ο δείκτης FTSE/ASE 20 είναι ο δείκτης της μεγάλης κεφαλαιοποίησης και περιλαμβάνει τις είκοσι μεγαλύτερες εταιρίες του ΧΑΑ. Το μέγεθος των εταιριών αποτιμάται με βάση τη προσαρμοσμένη κεφαλαιοποίησή τους καθώς και τη διασπορά τους. Σχεδιάστηκε από το ΧΑΑ σε συνεργασία με το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου και την FTSE International Limited και τέθηκε σε ισχύ από το Σεπτέμβριο του 1997.

Ο δείκτης ελέγχεται από ανεξάρτητη συμβουλευτική επιτροπή, η οποία συστάθηκε από το ΧΑΑ, το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου (LSE) καθώς και από εκπροσώπους θεσμικών επενδυτών της αλλοδαπής και της ημεδαπής. Η επιτροπή αποφασίζει την αναπροσαρμογή του δείκτη κάθε εξάμηνο, το ΧΑΑ είναι υπεύθυνο για τον καθημερινό υπολογισμό του. χρησιμοποιείται κύρια από μεγάλους έλληνες και ξένους θεσμικούς επενδυτές, από Αμοιβαία Κεφάλαια και από το Χρηματιστήριο Παραγώγων.

FTSE/ASE Mid40

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40, επικεντρώνεται στις εταιρίες μεσαίου μεγέθους, κάτω από τον FTSE/ASE 20, όπως συμφωνήθηκε από την επιτροπή που επιβλέπει και τον δείκτη FTSE/ASE 20.

Ο FTSE/ASE Mid 40 τέθηκε σε ισχύ το 1999 και μαζί με τον FTSE/ASE 20, καλύπτουν το 67,42% της κύριας αγοράς του ΧΑΑ. Υπολογίζεται από το ΧΑΑ με τη υποστήριξη της ΑΣΥΚ Α.Ε. Η χρήση του αναμένεται να βελτιώσει τη θέση του ΧΑΑ διεθνώς, καθώς λόγω της αυξημένης ρευστότητάς του αποδεικνύεται πολύ χρήσιμο εργαλείο για την ανάπτυξη των παραγώγων και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων έλκοντας τη προσοχή των επενδυτών θεσμικών και ιδιωτών στην ελληνική αγορά.

Από το Δεκέμβριο του 2000 άρχισαν να ισχύουν και οι αλλαγές, στη σύνθεση και τα ποσοστά στάθμισης, στους Δείκτες FTSE/ΧΑΑ 20 και FTSE/ΧΑΑ Mid 40, που αποφάσισε η Συμβουλευτική Επιτροπή των Δεικτών (βλέπε Πίνακες 5 και 6).

ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΙΑ ΜΙΚΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΙΣ

Η Διοίκηση του ΧΑΑ σε συνεργασία με την Διοίκηση της εταιρίας FTSE, έχουν συμφωνήσει να προωθηθεί η κατασκευή και τρίτου δείκτη για τις μικρές κεφαλαιοποιήσεις στο ΧΑΑ (small cap index) καθώς επίσης, και να προχωρήσει η εξέταση θεμάτων που αφορούν τη δημιουργία δεικτών που περιλαμβάνουν μετοχές από ομάδες χωρών της Ν.Α. Ευρώπης και Ν.Α. Μεσογείου (συνδυασμένοι δείκτες)¹⁰.

ΚΛΑΔΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Η Στατιστική Υπηρεσία του ΧΑΑ, καταρτίζει εκτός από το Γενικό Δείκτη και τους κλαδικούς δείκτες, που βασίζονται σε επιχειρήσεις των επιμέρους κλάδων του ΧΑΑ.

Οι δείκτες αυτοί απεικονίζουν τις τάσεις της αγοράς για συγκεκριμένους επιχειρηματικούς τομείς όπως οι τράπεζες, οι κατασκευές, η βιομηχανία, κλπ. και μέχρι πριν λίγους μήνες ήταν οι παρακάτω :

- Δείκτης Τραπεζών.
- Δείκτης Ασφαλειών.
- Δείκτης Εταιριών Επενδύσεων.
- Δείκτης Εταιριών Leasing.
- Δείκτης Βιομηχανικών Εταιριών.
- Δείκτης Κατασκευαστικών Εταιριών.
- Δείκτης Συμμετοχών.
- Δείκτης Διαφόρων Εταιριών.

¹⁰ Ανακοίνωση Τύπου ΧΑΑ (2 Οκτωβρίου 2000).

- Δείκτης Παράλληλης Αγοράς.

Από το Μάρτιο του 2001 τέθηκαν σε ισχύ οι νέοι δείκτες του ΧΑΑ και το σύνολο των εισηγμένων εταιριών αναδιατάσσεται σε μια νέα κλαδική ταξινόμηση (βλέπε ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ, Πίνακες 7 και 8).

Στο νέο Γενικό Δείκτη της Κύριας Αγοράς, μπορούμε να παρατηρήσουμε σημαντικές αλλαγές και κυρίως μια διαφορετική στάθμιση των κλάδων. Το ειδικό βάρος του τραπεζικού κλάδου έχει μειωθεί σημαντικά, ενώ αυξάνεται το βάρος των σύγχρονων τομέων της οικονομίας (τηλεπικοινωνίες, πληροφορική).

ΛΟΙΠΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

ΔΕΙΚΤΗΣ DOW JONES GREECE

Ο δείκτης τέθηκε σε ισχύ τον Οκτώβριο του 1997 και παρακολουθείται από την Dow Jones Co.

Αποτελείται από 32 μεγάλου μεγέθους μετοχές και καλύπτει το 80% του εισηγμένου στο ΧΑΑ μετοχικού κεφαλαίου. Ο εν λόγω δείκτης αναθεωρείται σε τακτά χρονικά διαστήματα.

Όλες οι μετοχές του δείκτη συμμετείχαν στις αρχές του Οκτωβρίου 1998 με ποσοστό 1,23% στον Ευρωπαϊκό δείκτη DJ STOXX, ο οποίος αποτελείται από 600 μετοχές 16 διαφορετικών ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Όλες οι συμμετέχουσες στο δείκτη μετοχές έχουν επιλεγεί με κριτήρια εισαγωγής στην κύρια αγορά, ρευστότητας, κεφαλαιοποίησης, και διασποράς.

MSCI GREECE

Πρόκειται για ένα δείκτη ο οποίος τηρείται από την Morgan Stanley Capital International. Οι επιλεγείσες μετοχές θα πρέπει να είναι υψηλής ρευστότητας, επαρκούς διασποράς και να ανήκουν στην συντριπτική πλειοψηφία τους σε συγκεκριμένη εταιρία.

Αποτελείται από 34 μετοχές του ΧΑΑ και η ημερομηνία βάσης είναι η 31^η Δεκεμβρίου 1987. Ο δείκτης αναθεωρείται ανά τρίμηνο χωρίς να γίνονται απαραίτητως αλλαγές ενώ οι εταιρικές πράξεις εκλαμβάνονται ως θετική ενέργεια για την αγορά.

Άλλοι ξένοι δείκτες που αποτελούνται αποκλειστικά ή όχι από μετοχές του ΧΑΑ είναι : *IFC Global and Investable Indices, Bloomberg Europe 500 IDX, ING Barings Emerging Markets-Extend Greece.*

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Εκτός από τους δείκτες, η χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί μια πολύ διαδεδομένη μέθοδο θεμελιώδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Αριθμοδείκτης είναι η απλή σχέση ενός κονδυλίου που προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας και εκφράζεται με μια μαθηματική σχέση. Οι αριθμοδείκτες έχουν νόημα όταν συνδέονται με άλλους δείκτες και οικονομικές έννοιες και εκφράζουν άμεσα τη σπουδαιότητα των επιμέρους μεγεθών. Μερικοί από τους βασικούς αριθμοδείκτες είναι:

- Κέρδη ανά μετοχή. Είναι ο λόγος των κερδών χρήσεως προς τον αριθμό των μετοχών που κυκλοφορούν.
- Μέρισμα ανά μετοχή. Είναι ο λόγος του μερίσματος χρήσεως της εταιρίας προς τον αριθμό των μετοχών.
- Μερισματική απόδοση. Ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής και δείχνει το μέρος της απόδοσης μιας μετοχής που αποκτάται με τη μορφή μερίσματος.
- Απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Είναι ο λόγος των κερδών της εταιρίας προς τη χρηματιστηριακή ή τη λογιστική αξία της εταιρίας.
- Πολλαπλασιαστής κερδών (P/E). Είναι ο λόγος της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη της προηγούμενης χρήσεως ανά μετοχή και τι ποσό ανά μονάδα κερδών θα πρέπει να καταβάλλει ο επενδυτής για να αποκτήσει ένα μετοχικό τίτλο.

Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η ελληνική κεφαλαιαγορά δυστυχώς δεν θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ούτε ως αποτελεσματική, ούτε ως ώριμη. Οι λόγοι που μας οδηγούν σε ένα τέτοιο συμπέρασμα, έχουν να κάνουν περισσότερο με τα εγγενή χαρακτηριστικά του ευρύτερου περιβάλλοντος στο οποίο τοποθετείται (οικονομικό – κοινωνικοπολιτικό), παρά με τον τρόπο λειτουργίας της και το κανονιστικό πλαίσιο που την περιβάλλει.

Είναι μια «ρηχή» αλλά αναπτυσσόμενη αγορά η οποία επηρεάζεται εύκολα και αντιδρά νευρικά με έντονες διακυμάνσεις.

Το επίπεδο διασποράς ιδιοκτησίας στις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες μπορεί να χαρακτηριστεί μέτριο έως χαμηλό. Είναι γνωστό ότι ικανή διασπορά σε ένα χρηματιστήριο υπάρχει όταν το μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών κατανέμεται σε μεγάλο αριθμό μετόχων ενώ παράλληλα υπάρχει περιορισμένη συγκέντρωση σε πρόσωπα που συμμετέχουν σε υψηλό ποσοστό στο κεφάλαιο. Είναι ένα φαινόμενο που παρατηρείται, κατά βάση, στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές και μπορεί να αποδοθεί στη διάδοση της μετοχικής ιδέας στις αγορές αυτές και στις ανεπτυγμένες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούνται και εξασφαλίζουν το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με μελέτη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα τέλη του 2001 καταλήγουμε στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Η διασπορά των μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο μπορεί να θεωρηθεί ότι βρίσκεται σε μέσο προς χαμηλό επίπεδο και οι βασικοί και μεγάλοι μέτοχοι ελέγχουν, κατά κανόνα, σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις των εισηγμένων εταιριών. Τα στοιχεία δείχνουν ότι, κυρίως οι μεσαίου και μικρού μεγέθους εταιρίες έχουν χαρακτήρα οικογενειακό και η ιδιοκτησία συχνά συμπίπτει με τη διοίκηση.
- Οι μετοχές που κατέχουν οι μικροί μέτοχοι ανήκουν κυρίως σε εταιρίες σχετικά μεγάλης κεφαλαιοποίησης και χαμηλού επενδυτικού κινδύνου.
- Συγκρίνοντας τις εταιρίες της Κύριας και της Παράλληλης Αγοράς παρατηρείται ότι οι εταιρίες της Κύριας Αγοράς χαρακτηρίζονται από υψηλότερη διασπορά.
- Οι εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης τείνουν να έχουν ευρύτερη διασπορά, ενώ όσο η χρηματιστηριακή αξία μειώνεται τόσο η συγκέντρωση των μετοχών στα χέρια των βασικών μετόχων αυξάνεται.

Είναι λοιπόν προφανές η ανάγκη για βελτίωση των μεθόδων και διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης κυρίως στις εταιρίες χαμηλής κεφαλαιοποίησης και οικογενιο-κεντρικού χαρακτήρα.

Όπως είναι γνωστό η ελληνική κεφαλαιαγορά από τα μέσα του 2001 έχει αναβαθμιστεί και ανήκει πλέον στις ώριμες αγορές. Συγχρόνως τα τελευταία χρόνια η διοίκηση του ελληνικού χρηματιστηρίου έχει προχωρήσει σε μια σειρά διαρθρωτικών

μέτρων και θεσμικών αλλαγών με στόχο την ισχυροποίηση του ΧΑΑ και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς του.

Σε πρόσφατη συνέντευξη τύπου, ο Πρόεδρος του ΧΑΑ επισήμανε πως οι στόχοι όλων των συντελεστών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς πρέπει να είναι αφενός η εξασφάλιση επαρκούς βάθους της αγοράς και αφετέρου, η εξομοίωσή της με τις αγορές της Ε.Ε. και η ισότιμη συμμετοχή της στην διαμόρφωση της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς¹¹.

Οι ενέργειες που θα συνεισφέρουν στην περαιτέρω ανάπτυξη και στην αποτελεσματικότητα της αγοράς έχουν αρχίσει ήδη να εφαρμόζονται και περιγράφονται συνοπτικά παρακάτω.

➤ Περαιτέρω ορθολογικοποίηση του ομίλου της ΕΧΑΕ.

- Νέα οργανωτική δομή του ΧΑΑ με δημιουργία τομέα ανάπτυξης εργασιών με διευθύνσεις και τμήματα. Ανακοινώνεται πιο κάτω το νέο οργανόγραμμα του ΧΑΑ, το οποίο προέκυψε ως αποτέλεσμα της Οργανωτικής αναδιάρθρωσης του ΧΑΑ εξαιτίας των εξελίξεων που παρατηρούνται διεθνώς στα χρηματιστήρια, όπου ο εντεινόμενος ανταγωνισμός και η εμπορικοποίησή τους οδηγούν στην έμφαση η οποία πρέπει να δοθεί στην ανάπτυξη των εργασιών, τόσο από το ΧΑΑ όσο και από τους άλλους βασικούς συντελεστές της αγοράς - χρηματιστηριακές εταιρίες, εισηγμένες εταιρίες, θεσμικοί επενδυτές και ανάδοχοι - ώστε να εξασφαλίζεται το αναγκαίο βάθος της αγοράς και η αποτελεσματική της λειτουργία¹².

Η οργανωτική δομή του ΧΑΑ συνίσταται από έξι διευθύνσεις και δεκαπέντε υποστηρικτικά τμήματα (βλέπε ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ, Σχεδιάγραμμα 3), και λειτουργεί με δύο κατευθύνσεις - τομείς. Η μία περιλαμβάνει τις Διευθύνσεις Συναλλαγών - Παρακολούθησης της Αγοράς και Εισηγμένων Τίτλων, στα Τμήματα των οποίων επιτελείται η παρακολούθηση των συναλλαγών, η λειτουργία και υποστήριξη των αγορών του ΧΑΑ, η εισαγωγή νέων τίτλων στις πέντε αγορές του ΧΑΑ - Κύρια, Παράλληλη, ΝΕΧΑ, ΕΑΓΑΚ,

¹¹ Βλ. και Δελτίο Τύπου από την συνέντευξη τύπου του Προέδρου του Χ.Α.Α. Παναγιώτη Αλεξάκη, στις 24 Αυγούστου, 2000.

¹² Ανακοίνωση Τύπου ΧΑΑ, Το νέο οργανόγραμμα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε. 15.01.2001.

δευτερογενούς εισαγωγής τίτλων - η παρακολούθηση των εταιριών και των υποχρεώσεών τους ως εισηγμένων στο ΧΑΑ. Η άλλη κατεύθυνση περιλαμβάνει τον τομέα ανάπτυξης των εργασιών που μόλις πρόσφατα δημιουργήθηκε στο ΧΑΑ. Εδώ περιλαμβάνονται οι Διευθύνσεις Μάρκετινγκ και Πωλήσεων, καθώς και το Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης.

- Η ΕΧΑΕ αναδεικνύεται σε στρατηγείο του ομίλου, χαράσσει τη συνολική στρατηγική του και παρακολουθεί την υλοποίησή της.
 - Δίνεται έμφαση σε δραστηριότητες μάρκετινγκ, προώθησης πωλήσεων, επικοινωνίας, δημοσίων σχέσεων, διεθνών συνεργασιών, διάχυσης πληροφορίας.
 - Προωθείται η συγχώνευση του ΧΠΑ με το ΧΑΑ κατά το πρότυπο των ευρωπαϊκών αγορών με σημαντικές συνέργιες.
 - Η ΕΤΕΣΕΠ θα μετατραπεί σε εκκαθαριστικό φορέα της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς (ΧΑΑ, ΧΠΑ), κατά το πρότυπο των άλλων ευρωπαϊκών αγορών. Αναλαμβάνει τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου για όλες τις συναλλαγές σε μετοχές και σε παράγωγα, από τα μέλη, ασκεί ενιαία εκκαθάριση υποχρεώσεων - απαιτήσεων (netting), συντελεί στη μείωση του κόστους κεφαλαίων και εργασιών των μελών και προάγει τη ρευστότητα.
 - Αναβάθμιση ΧΚΘ, με περαιτέρω στελέχωση, ολοκλήρωση ηλεκτρονικής διασύνδεσης των χρηματιστηριακών εταιριών στα γραφεία τους στη Θεσσαλονίκη, προώθηση εργασιών, και ενεργοποίηση της ΕΑΓΑΚ.
 - Αναβάθμιση της ΑΣΥΚ, για παραγωγή ηλεκτρονικών λύσεων στην κεφαλαιαγορά, αλλά και για να διαδραματίσει ισχυρό ρόλο, project management, στην ευρύτερη περιοχή μας και στην προώθηση συνεργασιών.
- Περαιτέρω θεσμικός εκσυγχρονισμός του χρηματιστηρίου.
- Θεσμική αναβάθμιση του ΧΑΑ για την ολοκλήρωση του πλαισίου λειτουργίας του και την εκπόνηση συνολικού και εκτενούς κανονισμού λειτουργίας (Rule Book).
 - Μεταφορά διοικητικών αρμοδιοτήτων του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- Ενεργοποίηση και προώθηση νέων αγορών και προϊόντων ΝΕΧΑ, ΕΑΓΑΚ (ΕΛΠΙΣ, ΕΚΑΑ και ΕΧΑΑ), secondary listings.
- Εισαγωγή νέων δεικτών, εθνικών και περιοχής.
- Επέκταση της συνδεσιμότητας των υφιστάμενων ηλεκτρονικών συστημάτων.

- Δημιουργία ηλεκτρονικής υποδομής για την ενιαία πρόσβαση (μία οθόνη) των μελών στο ΧΑΑ και το ΧΠΑ καθώς και σε ευρωπαϊκές αγορές.
- Έμφαση στην ανάπτυξη των εργασιών από το ΧΑΑ.
 - Ενεργοποίηση του ΧΑΑ κατά το πρότυπο των άλλων χρηματιστηρίων της Ε.Ε., για την ανάπτυξη των εργασιών του.
 - Πρόγραμμα μάρκετινγκ στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, παρουσιάσεις (road shows), εκδηλώσεις, άμεσες επαφές, εκδόσεις, ηλεκτρονικά μέσα, διάχυση πληροφόρησης, διαφήμιση.
 - Προαγωγή της χρηματιστηριακής ιδέας και της παιδείας Ελλήνων επενδυτών.
- Υποστήριξη θεσμικών μεταβολών που βελτιώνουν το λειτουργικό πλαίσιο.
 - Προώθηση θεμάτων, όπως παροχή πιστώσεων για χρηματιστηριακές συναλλαγές, δανεισμός τίτλων, ενεργοποίηση ειδικού διαπραγματευτή, σταδιακή απελευθέρωση διακύμανσης τιμών, αύξηση ωρών λειτουργίας, εισαγωγή διεθνών λογιστικών προτύπων, και άλλα.
- Προώθηση του προγράμματος ανάπτυξης του Χρηματιστηρίου Παραγώγων.
- Κέντρο Ερευνών Κεφαλαιαγοράς.
 - Δημιουργία αξιόπιστου φορέα επιστημονικής ανάλυσης- τεκμηρίωσης της χρηματιστηριακής αγοράς.
- Εισαγωγή νέων μετοχών στο ΧΑΑ.
 - Επιτάχυνση της εισαγωγής νέων εταιριών με παράλληλη αναβάθμιση του ρόλου των αναδόχων. Κατηγοριοποίηση των αιτήσεων με επιδίωξη η επιχειρούμενη επιτάχυνση να συνδυασθεί με τον εμπλουτισμό της αγοράς από δυναμικές και ελκυστικές εταιρίες. Στην πρώτη κατηγορία θα ενταχθούν εταιρίες, οι αυξήσεις κεφαλαίου των οποίων, θα έχουν ήδη καλυφθεί από τους αναδόχους κατά τον χρόνο αξιολόγησης των αιτήσεων. Άλλες κατηγορίες καλύπτουν εταιρίες της νέας οικονομίας (παραγωγή λογισμικού, τηλεπικοινωνίες, μέσων μαζικής ενημέρωσης), του χρηματοπιστωτικού τομέα (όπως τράπεζες, ΕΕΧ, εταιρίες leasing και ασφαλιστικές εταιρίες), προς ιδιωτικοποίηση δημόσιες επιχειρήσεις, νέοι κλάδοι (π.χ. ποντοπόρος ναυτιλία). Δημιουργείται ακόμα μία κατηγοριοποίηση για τις εταιρίες της Θράκης και του Ανατολικού Αιγαίου.

Παράλληλα, με στόχο τη διαφάνεια θα δημοσιοποιείται σε τακτά χρονικά διαστήματα ο πίνακας με την κατάταξη των αιτήσεων εισαγωγής που είναι σε εκκρεμότητα.

- **Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων εταιριών**

Αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος των αντλούμενων κεφαλαίων και επομένως δικαιολογούν τη λήψη πρόσθετων μέτρων για τη βελτίωση της πληροφόρησης στο κοινό και την ομαλή ενσωμάτωση των νέων μετοχών στην αγορά, χωρίς να δημιουργούνται εμπόδια στην εξέλιξη των επιχειρηματικών σχεδίων. Έτσι:

- Κατάρτιση ενημερωτικού δελτίου, με σύμβουλο έκδοσης (άρθρο 3α ΠΔ350/85).

- Τα μέλη του Δ.Σ. της εκδότριας που κατέχουν σημαντικό ποσοστό δηλώνουν κατά τη λήψη της απόφασης για ΑΜΚ τις προθέσεις τους για συμμετοχή στη συγκεκριμένη αύξηση. Συγκεκριμένα, δηλώνουν το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρία μετά την ΑΜΚ.

- Περιορίζεται ο χρόνος διαπραγμάτευσης και άσκησης των δικαιωμάτων από 30 σε 15 ημέρες.

- Οι μετοχές που προκύπτουν από την ΑΜΚ δεν εισάγονται προς διαπραγμάτευση πριν παρέλθει ένα έτος, όταν τα αντλούμενα κεφάλαια ξεπερνούν το 100% των ιδίων κεφαλαίων ή εάν δεν έχει μεσολαβήσει χρόνος από την προηγούμενη ΑΜΚ.

➤ **Θέματα αναδόχων.**

- Εισάγεται η διαδικασία βιβλίου προσφορών (book building) για κάθε αναδοχή. Με τον τρόπο αυτό θα διευκολυνθεί ο αποτελεσματικότερος προσδιορισμός της τιμής εισαγωγής των μετοχών.
- Εξετάζεται η επαναφορά της εξάμηνης περιόδου στήριξης της τιμής εισαγωγής.

➤ Παροχή πληροφόρησης ως προς την εξέλιξη της συμμετοχής των βασικών μετόχων, σε κάθε εισηγμένη εταιρία.

➤ Παροχή πληροφόρησης ως προς την χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων ανά εισηγμένη εταιρία.

➤ Απελευθέρωση της διακύμανσης των δικαιωμάτων, για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς τους.

- Διευκόλυνση αγοράς ιδίων μετοχών από εισηγμένες εταιρίες με μείωση των προϋποθέσεων.
- Εισαγωγή συναλλαγών στην μορφή δημοπρασίας (auction trading) για μετοχές χαμηλής εμπορευσιμότητας.
- Παροχή προς την αγορά πληροφόρησης μέσω στατιστικών στοιχείων για διάφορα θέματα όπως τον αριθμό των συναλλαγών/ συναλλασσομένων που διαμορφώνουν την τιμή.
- Κατάργηση του floor του Χ.Α.Α. και διεξαγωγή των συναλλαγών από τα γραφεία των μελών.
- Αναβάθμιση της επικοινωνίας με τις εισηγμένες εταιρίες και τα ΜΜΕ.
 - Ανάπτυξη τηλεπικοινωνιακού δικτύου διασύνδεσης του ΧΑΑ και του ΚΑΑ με τις εισηγμένες εταιρίες.
 - Αναβάθμιση της αξιοπιστίας της ελληνικής αγοράς στο εξωτερικό, εξασφαλίζοντας ίση πληροφόρηση για τα εταιρικά γεγονότα της ελληνικής αγοράς.

Η ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΣΤΟ ΧΑΑ

Όπως έχει αναφερθεί η διαφάνεια και η δημοσιότητα των πληροφοριών αποτελεί σημαντική παράμετρο σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά.

Με το Π.Δ. 348/1985 θεσπίσθηκε η υποχρεωτική έκδοση του Ενημερωτικού Δελτίου (prospectus), για όλες τις εκδόσεις της πρωτογενούς αγοράς που απευθύνονται στο επενδυτικό κοινό. Το Ενημερωτικό Δελτίο περιέχει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες που χρειάζονται για να ληφθεί μια σωστή επενδυτική απόφαση.

Πιο συγκεκριμένα, μαζί με κάθε αίτηση εισαγωγής οι εταιρίες πρέπει να υποβάλλουν εκτός από την έκθεση της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας, τις οικονομικές τους καταστάσεις και Πιστοποιητικό οικονομικού, φορολογικού και νομικού ελέγχου. Επιπλέον κάθε επενδυτής μπορεί να λάβει επιπρόσθετες πληροφορίες από τον κύριο ανάδοχο και από την εκδότρια εταιρία.

Με την εισαγωγή των μετοχών τους στο ΧΑΑ, οι εταιρίες είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν τις ετήσιες και τριμηνιαίες λογιστικές τους καταστάσεις, με βάση το ισχύον λογιστικό σχέδιο, σε απλή και ενοποιημένη βάση.

Η ανακοίνωση σημαντικών μεταβολών στη μετοχική τους σύνθεση είναι άλλη μια υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών. Κάθε μεταβολή της μετοχικής ιδιοκτησίας

μεγαλύτερη του 3% πρέπει να γνωστοποιείται, όπως και κάθε ημερήσια συναλλαγή μέλους του ΔΣ μεγαλύτερη των 100 εκατομμυρίων.

Τέλος, υποχρεωτικά πρέπει να ανακοινώνεται κάθε σημαντικό εταιρικό γεγονός που μπορεί να έχει επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή. Η υποχρέωση αυτή, που απορρέει τόσο από το ΠΔ 350/1985, όσο και από τη σχετική Ευρωπαϊκή Οδηγία, δε λειτούργησε ικανοποιητικά και κατά συνέπεια δεν είχε τα αναμενόμενα αποτελέσματα για διαφόρους λόγους. Στις παραπάνω διατάξεις, δεν γίνεται διευκρίνιση για το ποια είναι τα σημαντικά γεγονότα και δεν προσδιορίζεται ο χρόνος ανακοίνωσης, με αποτέλεσμα οι εταιρίες να σπεύδουν ή όχι να δημοσιοποιήσουν μια είδηση, αναλόγως με το αν είναι θετική η αρνητική. Πολύ συχνά μάλιστα οι ανακοινώσεις και οι ειδήσεις που διαρρέουν στον τύπο (επίσημα ή ανεπίσημα) από στελέχη των εταιριών δημιουργούν πρόβλημα στη σωστή ενημέρωση, όπως και η μετέπειτα αξιολόγηση της πληροφορίας από δημοσιογράφους και «ειδικούς».

Με το Νόμο 2651/1998, ο οποίος τίθεται σε εφαρμογή, εξειδικεύονται αρκετές από τις παραπάνω ρυθμίσεις¹³, πιο συγκεκριμένα :

- Βελτιώνεται η διάθρωση και η πληροφοριακή περιεκτικότητα των ενημερωτικών δελτίων και προστίθεται η δήλωση προθέσεων των μεγάλων μετόχων σχετικά με τη διακράτηση των μετοχών τους για ένα χρόνο (lock up).
- Τυποποιείται η υποχρεωτική έκδοση των ετήσιων απολογισμών.
- Ορίζεται η υποχρεωτική δημοσίευση, σε ετήσια βάση, του πίνακα των χρηματικών ροών της εταιρίας
- Περιγράφονται ενδεικτικά τα σημαντικά εταιρικά γεγονότα και προσδιορίζεται ότι ένα γεγονός λαμβάνει δημοσιοποιήσιμη μορφή, όταν υπάρχει απόφαση εταιρικού οργάνου
- Οι εταιρικοί παράγοντες που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες υποχρεούνται να γνωστοποιούν τις συναλλαγές τους.

Είναι κοινά αποδεκτό ότι το Χρηματιστήριο αν και βραχυπρόθεσμα μπορεί να παρουσιάζει σημαντικές μεταβολές, διαχρονικά προσφέρει τις υψηλότερες αποδόσεις σε όσους ξέρουν να περιμένουν. Απαιτεί από κάθε επενδυτή στρατηγική σε βάθος χρόνου με τοποθέτηση κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το ΧΑΑ μέσα από την προσπάθεια του για διαφήμιση και προβολή παρουσιάζει ένα πίνακα με τις

¹³ ΦΕΚ 248 Α' / 3-11-98, ΦΕΚ 79 Β' / 3-11-99, και Νόμος 2651/1998 – Ρυθμίσεις θεμάτων της χρηματιστηριακής αγοράς, Αθήνα, ΧΑΑ.

αποδόσεις που θα μπορούσε να επιτύχει κάποιος επενδυτής στο διάστημα από 1/1/1993 μέχρι 29/12/2000 αν επένδυε ένα εκατομμύριο δραχμές (βλέπε ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ, πίνακας 9).

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΑΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ο μεγάλος αριθμός των επενδυτών που προστέθηκε στην ελληνική κεφαλαιαγορά και η αναβάθμιση του ρόλου του ελληνικού χρηματιστηρίου, δεν προσδιορίζουν απλώς ένα νέο τύπο αποταμιευτικής συμπεριφοράς, αλλά αναδεικνύουν μία βαθύτερη διαρθρωτική αλλαγή στην ελληνική οικονομία.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, μέρα με τη μέρα, εδραιώνει τη θέση που κατέχει και είναι πλέον σε θέση να επηρεάζει αρκετές πτυχές της οικονομικής ζωής.

Οι διακυμάνσεις που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών του χρηματιστηρίου, έχουν αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία, καθώς συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με διάφορες οικονομικές κυρίως δραστηριότητες.

Η άνοδος των μετοχών (οι οποίες αποτελούν μορφή περιουσιακού στοιχείου), επηρεάζουν και οδηγούν σε αύξηση την καταναλωτική δαπάνη, λόγω της αύξησης του πλούτου (wealth effect). Η μεγάλη άνοδος των τιμών των μετοχών του ΧΑΑ, μέσα στο 1999, δεν έχει αποδειχθεί ότι αύξησε την κατανάλωση, αν και πιθανολογείται ότι πολλά από τα κέρδη των νοικοκυριών κατευθύνθηκαν σε εισαγόμενα είδη και κυρίως αυτοκίνητα.

Απ' την άλλη πλευρά, μέσω της μείωσης του κόστους κεφαλαίου, αυξάνονται οι πραγματικές επενδύσεις των επιχειρήσεων, οι οποίες έχουν επίδραση στο παραγωγικό αποτέλεσμα.

Επιπλέον, η πρόσφατη κάμψη του ΧΑΑ επηρεάζει την οικονομία και ευνοεί τις συνθήκες για μεσοπρόθεσμη μείωση των δημόσιων εσόδων.

Η κατάρτιση του προϋπολογισμού του 2001 έγινε με φόρο 0,6% και προβλεπόμενες εισπράξεις της τάξης των 250 δισ. δραχμών. Η αξία συναλλαγών όμως, δε θυμίζει σε τίποτα τις ημέρες του 1999 με αποτέλεσμα οι προβλέψεις του υπουργείου να απέχουν αρκετά από την πραγματικότητα. Στη συνέχεια, η κυβέρνηση για να βοηθήσει το

πτωτικό κλίμα του ΧΑΑ, μείωσε το φόρο από το 0,6% στο 0,3%, περιορίζοντας ακόμη περισσότερο τα έσοδα από τη Σοφοκλέους.

Η πτώση του τζίρου στην αγορά περιορίζει τις εισπράξεις του κράτους από το Φόρο Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ). Τα τελευταία 4 χρόνια, ο ΦΠΑ παρουσίαζε συνεχή άνοδο, ενισχύοντας τα έσοδα.

Εξαιτίας της πτώσης του τζίρου επηρεάζονται αρνητικά και οι κερδοφορίες των επιχειρήσεων, γεγονός που περιορίζει περαιτέρω τις εισπράξεις του υπουργείου Οικονομικών από το φόρο εισοδήματος.

Από την πλευρά των επιχειρήσεων, η άντληση κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου προσφέρει πολλαπλές δυνατότητες στις εισηγμένες, οι οποίες χρησιμοποιούν τα παραπάνω κεφάλαια σε παραγωγικές επενδύσεις. Χωρίς να μπορεί να αποκλείσει κανείς ότι ένα ποσοστό των κεφαλαίων δεν χρησιμοποιείται παραγωγικά από μερικές εταιρίες, ένα μεγάλο μέρος απορροφάται σε τρεις βασικές χρήσεις: Α) για νέες επενδύσεις, Β) για εξαγορές εταιρειών και Γ) για αναχρηματοδότηση με υποκατάσταση χρέους.

Α) Η χρηματοδότηση νέων επενδυτικών σχεδίων, η οποία κατά το παρελθόν αποτελούσε ένα από τα βασικά εμπόδια στην επενδυτική δραστηριότητα, προωθεί πλέον τη βελτίωση των επιχειρήσεων και την αναπτυξιακή διαδικασία της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, το εξωτερικό περιβάλλον μας, ιδίως η περιοχή της Βαλκανικής εμφανίζεται σήμερα ως αποδοτικός χώρος νέων επενδυτικών πρωτοβουλιών για ελληνικές επιχειρήσεις βοηθώντας στη διατήρηση των υψηλών ρυθμών μεγέθυνσης της οικονομίας.

Β) Η χρηματοδότηση εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι ακόμη ένας στόχος των εταιριών για τη χρήση των κεφαλαίων. Οι ελληνικές επιχειρήσεις αναδιαρθρώνονται και αναδιατάσσονται, επιδιώκοντας να πετύχουν οικονομίες κλίμακας, και αναζητούν στρατηγικούς εταίρους, συμμαχίες και συνεργασίες για την αντιμετώπιση του αυξανόμενου ανταγωνισμού, τόσο στο εθνικό, όσο και στο ευρωπαϊκό και διεθνές περιβάλλον. Ήδη, σε πολλούς κλάδους έχουν δημιουργηθεί ισχυροί όμιλοι και συνεργασίες, ενώ οι δραστηριότητες των επιχειρήσεων παρουσιάζουν μια έντονη αναπτυξιακή δραστηριότητα και επεκτείνονται συνεχώς σε νέες αγορές.

Γ) Τέλος, τα κεφάλαια τα οποία αντλούνται, χρησιμοποιούνται για την κεφαλαιακή εξυγίανση των επιχειρήσεων. Τα δύο τελευταία χρόνια η σχέση δανειακών προς

μετοχικά κεφάλαια των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο μειώνεται συνεχώς, αυξάνοντας την ευρωστία και τη χρηματοοικονομική υγεία των εταιρειών.

Αξίζει σε αυτό το σημείο να κάνουμε μια ιδιαίτερη αναφορά στα πραγματικά δεδομένα της περιόδου 1999 – 2001 που αποτέλεσε σημείο σταθμό για το ελληνικό χρηματιστήριο και γενικότερα την ελληνική κοινωνία.

Συνολικά τη συγκεκριμένη περίοδο (1/1/1999 – 30/6/2001) αντλήθηκαν κεφάλαια ύψους 6.235 δισ δραχμές (περίπου 18,3 δισ Ευρώ), μέσα από 101 Δημόσιες Εγγραφές (19%) και 216 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (81%).

Η ταξινόμηση των αντληθέντων κεφαλαίων με βάση την κατανομή των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ σε 12 κύριους κλάδους δραστηριότητας διαμορφώνεται ως εξής:

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΚΛΑΔΟΥ	ΑΝΤΛ. ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ	ΑΡ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ
Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες	2.619.545.267.930	42,02%	51
Μεταποιητικές βιομηχανίες	977.985.488.274	15,69%	85
Εκμίσθωση, πληροφορική, ακίνητα, εμπορικές δραστ.	814.066.350.495	13,06%	43
Κατασκευές	685.662.582.005	11,00%	38
Χονδρικό κ λιανικό εμπόριο	527.420.342.628	8,46%	61
Μεταφορές – επικοινωνίες	293.216.239.309	4,70%	8
Σημαντικών αλλαγών	87.735.513.600	1,41%	8
Πρωτογενής παραγωγή	85.672.478.613	1,37%	7
Υγεία και κοινωνική μέριμνα	57.936.388.023	0,93%	4
Ξενοδοχεία - εστιατόρια	36.871.598.971	0,59%	7
Τηλεόραση - ψυχαγωγία	33.393.000.000	0,54%	3
Δημοσίου συμφέροντος	14.018.000.000	0,22%	1
Σύνολο	6.233.523.249.851	100,00%	316

Από το σύνολο των κεφαλαίων μέσα στην εξεταζόμενη περίοδο διατέθηκαν κεφάλαια που ξεπέρασαν τα 5,5 τρις δραχμές και αποτελούσαν το 89% των αντληθέντων. Στον πίνακα που ακολουθεί παρατηρούμε πως κατανέμονται τα κεφάλαια αυτά σε 4 βασικές κατηγορίες διάθεσης.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	ΔΙΑΤΕΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ
Εξαγορές- συμμετοχές – ίδρυση νέων εταιριών	2.749.963.920.365	49,44%
Επενδύσεις-λοιπές δαπάνες	1.400.097.692.908	25,17%
Ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης	786.288.585.264	14,14%
Μείωση δανεισμού	626.198.579.738	11,26%
Σύνολο	5.562.548.778.275	100,00%

Παρατηρούμε ότι σημαντικό ποσοστό των κεφαλαίων κατευθύνθηκε σε εξαγορές και συμμετοχές γεγονός που αντανάκλα την τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις, κυρίως σε κλάδους όπως των τραπεζών της πληροφορικής και της κλωστοϋφαντουργίας. Το 14% παρατηρούμε ότι χρησιμοποιήθηκε για την ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης, γεγονός που αποδεικνύει ότι παρά τη μείωση των επιτοκίων, το χρηματιστήριο αποτελεί σημαντική εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις. Τέλος, ένα σημαντικό τμήμα των διατεθέντων κεφαλαίων (25%), κατευθύνθηκε σε άμεσες παραγωγικές επενδύσεις όπου δημιουργήθηκαν νέες θέσεις εργασίας, εκσυγχρονίζονται οι επιχειρήσεις και συμβάλουν στη βελτίωση της παραγωγικής βάσης της χώρας μας.

Σύμφωνα με την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, τόσο το ποσοστό διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων (89%), όσο και το ποσοστό για επενδύσεις κρίνεται ικανοποιητικό λαμβάνοντας υπόψη ότι η ολοκλήρωση των επενδυτικών προγραμμάτων απαιτεί σημαντικό χρονικό διάστημα.

Παράλληλα, με την είσοδο νέων εταιριών στο χρηματιστήριο, αλλά και την αυξανόμενη συμμετοχή του επενδυτικού κοινού στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, συντελείται μια εξέλιξη που αλλάζει το ελληνικό «υπόδειγμα» της εταιρίας. Οι γνωστές μικρές και ολιγομετοχικές ή μονομετοχικές εταιρίες μεταβάλλονται, διευρύνοντας τη μετοχική τους βάση και προσαρμόζονται σε ένα νέο τρόπο εταιρικής διακυβέρνησης.

Το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να αντλούν χρηματοδοτικά κεφάλαια από το χρηματιστήριο δεν σημαίνει ότι τα κεφάλαια αυτά δεν έχουν κόστος. Μπορεί πλέον να μην υπάρχουν οι τόκοι του τραπεζικού δανεισμού, αλλά η πολυμετοχικότητα προϋποθέτει εκτός των άλλων την υποχρέωση των ιδιοκτητών για

πλήρη και έγκαιρη πληροφόρηση των μετόχων καθώς και την πληρωμή ικανοποιητικών μερισμάτων.

ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Εκτός από τις σημαντικές αλλαγές που συντελέστηκαν την τελευταία διετία στο ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα, η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς πραγματοποιείται από τη μεγέθυνση της προσφοράς νέων τίτλων, και από την αντίστοιχη μεγέθυνση της άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων απευθείας από την κεφαλαιαγορά.

Το μέγεθος της άντλησης κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου ήταν περί τα 500 δισ. δρχ. το 1997, το 1998 ξεπέρασε το 1 τρις. ενώ το 1999 και το 2000 εκτοξεύεται στα 4,5 τρις. δραχμές. Αναλυτικότερα το 1999 αντλήθηκαν από το χρηματιστήριο 4,4 τρις. μέσα από 46¹⁴ δημόσιες εγγραφές και 119 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Αξίζει πάντως να σημειωθεί, ότι το 56.4% των νέων εισαγωγών και ένα μεγάλο μέρος των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου το 1999, πραγματοποιήθηκε το τέταρτο τρίμηνο του έτους, τη στιγμή που το χρηματιστήριο διόρθωνε λόγω έλλειψης ρευστότητας!

Ο ρυθμός εισαγωγής νέων εταιριών στο χρηματιστήριο αυξήθηκε σημαντικά την τελευταία διετία λόγω της εδραίωσης της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων στο θεσμό αυτό. Σήμερα οι εταιρίες που περιμένουν στον προθάλαμο της Σοφοκλέους, ξεπερνούν τις 340, ενώ η έναρξη της λειτουργίας της NEXA αναμένεται να τονώσει το ενδιαφέρον μικρότερων εταιριών. Στον Πίνακα 10 (ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ), παρουσιάζουμε τη διαχρονική εξέλιξη σημαντικών μεγεθών του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Το βασικό συμπέρασμα αυτών των στοιχείων είναι, ότι η κεφαλαιαγορά έχει μετατραπεί σε κεντρικό μηχανισμό χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα και ότι η προσφυγή των επιχειρήσεων στον μηχανισμό αυτό διευρύνεται συνεχώς.

Παράλληλα με τις εξελίξεις που συντελέστηκαν τα τελευταία χρόνια, όπως είδαμε και παραπάνω, μετασχηματίστηκε και το ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον.

¹⁴ Από τις 46 εταιρίες που πραγματοποίησαν δημόσιες εγγραφές, οι πέντε ολοκληρώθηκαν μέσα στο 1999, αλλά η διαπραγματέυσή τους έγινε στις αρχές του 2000, ενώ τέσσερις ήταν ήδη εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Στη συνέχεια μπορούμε να δούμε πως διαμορφώνεται ο επιχειρηματικός χάρτης της χώρας κατά κλάδους:

Στην τσιμεντοβιομηχανία, ο Τιτάνας με την ΑΓΕΤ Ηρακλής, ελέγχουν σχεδόν το σύνολο του τζίρου της αγοράς τσιμέντου. Στον κλάδο των αναψυκτικών η 3Ε κατέχει κυρίαρχη θέση με μερίδιο αγοράς που ξεπερνά το 65%, ενώ στη γαλακτοβιομηχανία κυριαρχούν η ΔΕΛΤΑ με τη ΦΑΓΕ.

Όμως εκτός από τους παραπάνω κλάδους στους οποίους οι ολιγοπωλιακές δομές έχουν διαμορφωθεί εδώ και αρκετά χρόνια, σημαντικές είναι οι εξελίξεις που πραγματοποιούνται και στους υπόλοιπους επιχειρηματικούς κλάδους.

ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Ο τραπεζικός κλάδος πρωταγωνίστησε τα τελευταία χρόνια, κυρίως την τελευταία πενταετία, σε πολλούς τομείς της ελληνικής οικονομίας. Κύρια χαρακτηριστικά της πορείας του κλάδου ήταν οι ισχυρές τάσεις συγκέντρωσης, που εκδηλώθηκαν μέσα από ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, προκειμένου να επιβιώσει σε ένα περιβάλλον έντονου ανταγωνισμού.

Σήμερα οι πέντε τραπεζικοί όμιλοι που έχουν διαμορφωθεί ελέγχουν περίπου το 80% της αγοράς. Τη μεγαλύτερη μερίδα στην τραπεζική αγορά κατέχει ο όμιλος της Εθνικής Τράπεζας (Κτηματική + Στεγαστική). Τη δεύτερη θέση καταλαμβάνει ο όμιλος Πίστωσης (+ Ιονική- Λαϊκή), ενώ ακολουθεί η Εμπορική τράπεζα. Στην τέταρτη και πέμπτη θέση βρίσκονται οι όμιλοι της Eurobank (+Κρήτης +Αθηνών +Εργασίας) και της Πειραιώς (+Μακεδονίας-Θράκης +Χίου) αντίστοιχα.

Παράλληλα οι τράπεζες εισέρχονται στη χρηματιστηριακή αγορά, είτε με τη δημιουργία χρηματιστηριακών εταιριών, είτε με την εξαγορά υπαρχόντων ΑΧΕ.

Οι τραπεζικοί όμιλοι που κατέχουν περισσότερες από μια χρηματιστηριακές εταιρίες προχωρούν στη συγχώνευση των τελευταίων, ενώ δε λείπουν και τα παραδείγματα εξαγοράς τραπεζών από τις χρηματιστηριακές¹⁵.

ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ

Από το συνολικό τζίρο που πραγματοποιούν οι εισηγμένες εταιρίες πληροφορικής, οι όμιλοι Πουλιάδης, Altec και Info Quest, πραγματοποιούν τις μεγαλύτερες πωλήσεις και καταλαμβάνουν κυρίαρχη θέση στον κλάδο της κατασκευής και διάθεσης

¹⁵ Το πρώτο παράδειγμα εξαγοράς είναι αυτό της Δωρικής τράπεζας από την Telesis ΑΧΕ και τη μετονομασία της σε Telesis Επενδυτική τράπεζα.

ηλεκτρονικών υπολογιστών. Στον κλάδο του Software αν και δεν έχουν διαμορφωθεί ακόμη ολιγοπωλιακές δομές, οι συγχωνεύσεις της Δέλτα Πληροφορικής με τη Singular και της Computer Logic με την Dis, οδηγούν σε αυτή την κατεύθυνση.

ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ

Η Εθνική Ασφαλιστική κατέχει κυρίαρχη παρουσία στην ασφαλιστική αγορά, ενώ μαζί με τους ομίλους της Interamerican, της Allianz και της Nationale Nederlanden συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς και παραγωγής ασφαλίσεων.

ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ

Πρωταγωνιστής στην αγορά αλεύρων είναι οι Κυλινδρόμυλοι Λούλη (έπειτα από την εξαγορά των Μύλων Αγίου Γεωργίου), ελέγχοντας περίπου το 40% της αγοράς, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό ελέγχεται κυρίως από τις εισηγμένες εταιρίες Αλλατίνη, Παπαφύλης, Σαραντόπουλος και πολλές ακόμη εταιρίες.

Αξίζει τέλος να αναφέρουμε μερικές εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται πλέον έξω από τα σύνορα της χώρας και αποτελούν το βιομηχανικό «πολυεθνικό κεφάλαιο» της Ελλάδας.

ΒΙΟΧΑΛΚΟ

Είναι ο ισχυρότερος μεταλλουργικός όμιλος στην Ελλάδα και ένας από τους μεγαλύτερους βιομηχανικούς ομίλους της χώρας. Έχει έντονα εξαγωγικό χαρακτήρα και τα προϊόντα του πωλούνται σε πάνω από 60 χώρες και στις 5 ηπείρους. Ο όμιλος απασχολεί πάνω από 3000 εργαζομένους και δραστηριοποιείται σε όλο το φάσμα της μεταλλουργίας. Διαθέτει πέντε εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χαλκός, Σιδενόρ, Ελβάλ, Ετέμ και Ελληνικά Καλώδια), αρκετές μικρότερες εταιρίες, ενώ έχει θυγατρικές εταιρίες σε πολλές χώρες του εξωτερικού.

ΟΜΙΛΟΣ 3Ε

Με την ολοκλήρωση των διαδικασιών για τη μετοχική της συνεργασία με την Coca Cola Company, η εταιρία πραγματοποιεί μια νέα επιχειρηματική πορεία διεθνούς εμβέλειας. Αποτελεί το 2^ο σε μέγεθος εμφιαλωτή της Coca Cola και η επιχειρηματική της δραστηριότητα εκτείνεται σε 23 χώρες, με τη Ρωσία και τη Νιγηρία να απορροφούν σχεδόν το 35% της παραγωγής της. Το προσωπικό που απασχολεί ξεπερνά τα 30.000 άτομα, έχει πολλές θυγατρικές κυρίως στον ευρωπαϊκό χώρο, ενώ ο όμιλος πραγματοποιεί επενδύσεις και στις αναπτυσσόμενες αγορές.

TITAN

Ο Τιτάνας είναι μια από τις μεγαλύτερες ελληνικές βιομηχανίες, ενώ για τα διεθνή δεδομένα αποτελεί μια μεσαίου μεγέθους τσιμεντοβιομηχανία. Το γεγονός ότι η χώρα μας έχει μεγάλο πλεόνασμα στην παραγωγή τσιμέντου (σε σχέση με τις ανάγκες της), ενώ άλλες αναπτυγμένες χώρες παρουσιάζουν έλλειμμα (παρ' ότι μπορεί να έχουν σημαντική τσιμεντοβιομηχανία), μετέτρεψε την Τιτάν από μια ελληνική επιχείρηση, σε μια περιφερειακή διεθνή εταιρία.

Εκτός από την Ελλάδα η Τιτάν διατηρεί παραγωγικές μονάδες στις Ηνωμένες Πολιτείες, στην Αίγυπτο, στα Σκόπια και τη Βουλγαρία. Παράλληλα προκειμένου να αναλάβει μικρότερο ρίσκο σε ορισμένες «ασταθείς» αγορές, πραγματοποιεί συνεργασίες με μεγάλες διεθνείς εταιρίες (Lafarge, Holderbank), πράγμα που καθιστά τον Τιτάνα απαραίτητο συνεργάτη των διεθνών κολοσσών.

INTRAKOM

Ο όμιλος της Ιντρακόμ βρίσκεται στην κορυφή των βιομηχανιών τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού και συστημάτων πληροφορικής στη χώρα μας αλλά και στην ευρύτερη περιοχή. Η εισαγωγή της Ιντρακόμ στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών έγινε το 1990 και σήμερα ο όμιλος έχει άλλες δυο εισηγμένες εταιρίες (Inrasoft, Intralot). Εδραιώνοντας τη θέση του στους τομείς διαχείρισης τηλεπικοινωνιακών δικτύων και συστημάτων, λογισμικού, ψηφιακής δορυφορικής τεχνολογίας και συστημάτων διαχείρισης ενέργειας, ιδρύει στη Ρουμανία την πρώτη βιομηχανική μονάδα του ομίλου (Intragom), και επεκτείνει τις δραστηριότητές του μέσω θυγατρικών.

Σήμερα, ο όμιλος δραστηριοποιείται εμπορικά και βιομηχανικά σε πάνω από 32 χώρες, απασχολεί περισσότερους από 2.500 υπαλλήλους, ενώ το μεγαλύτερο μέρος του προσωπικού του είναι ειδικευμένοι επιστήμονες.

ΔΕΛΤΑ

Η Δέλτα ξεκίνησε το 1952 ως οικογενειακή επιχείρηση και σήμερα έχει ενεργό παρουσία σε πολλές χώρες κυρίως της Μεσογείου. Ο όμιλος περιλαμβάνει δεκάδες εταιρίες, εργοστάσια στην Ελλάδα και το εξωτερικό και πολλούς σταθμούς συγκέντρωσης και επεξεργασίας γάλακτος. Με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο ξεκινά και η πολυεθνική της δράση δημιουργώντας θυγατρικές και επεκτείνοντας τις δραστηριότητές της σε έξι χώρες της Βαλκανικής. Λίγο αργότερα αρχίζει τη συνεργασία της με τη γαλλική πολυεθνική Danone, ενώ το 1999 μετατρέπεται σε

εταιρία holding. Ο όμιλος απασχολεί περισσότερους από 3.000 εργαζόμενους, και παράγει περισσότερα από 160 διαφορετικά προϊόντα.

Χωρίς τα παραπάνω παραδείγματα να αποτελούν και τα μοναδικά, ένας αυξανόμενος αριθμός εγχώριων βιομηχανιών μπαίνει σε νέους τομείς δράσης και επεκτείνεται στο εξωτερικό ισχυροποιώντας την παρουσία του όπως οι αξιόλογες εταιρίες Chirita και Μαΐλης. Θα μπορούσαμε να αναφέρουμε δεκάδες ακόμη εταιρίες, εισηγμένες και μη, αλλά δεν είναι αυτός ο σκοπός της εργασίας.

Αυτό που θέλουμε να τονίσουμε είναι ότι η ελληνική βιομηχανία μπαίνει σε μια νέα φάση εκσυγχρονισμού και οι εταιρίες χαρακτηρίζονται πλέον από μεγάλη επάρκεια ιδίων κεφαλαίων. Το «βιομηχανικό μοντέλο» αλλάζει σταδιακά, και η κεφαλαιακή συσσώρευση δημιουργεί ισχυρές βιομηχανίες οι οποίες μπορούν να ελέγχουν αποτελεσματικά την ελληνική αγορά και να επεκτείνουν την παρουσία τους σε νέες αγορές συμβάλλοντας με τον τρόπο τους στην αναπτυξιακή διαδικασία.

ΤΟ ΧΑΑ ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Ιστορικά τα χρηματιστήρια διαχωρίζονταν βάση των μορφών ιδιοκτησίας τους σε δύο κατηγορίες, α) σε κρατικά και β) σε αυτά που ανήκουν στα μέλη τους.

Αλλαγές στη δομή της ιδιοκτησίας, συνέβησαν κυρίως στην Ευρώπη όπου η ιδιωτικοποίηση των χρηματιστηρίων ξεκίνησε πριν μερικά χρόνια. Το ποσοστό των μελών και του κράτους, που μετείχαν στην ιδιοκτησία μειώθηκε σημαντικά, ενώ άλλοι φορείς όπως τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες αύξησαν το ποσοστό ιδιοκτησίας τους. Ένας λόγος που συνέβαλε στην αλλαγή αυτή είναι τα μεγάλα επενδυτικά προγράμματα που είναι απαραίτητα για τη συνεχή ανάπτυξη της τεχνολογίας και του εκσυγχρονισμού των αγορών τα οποία απαιτούν συνεχώς νέα κεφάλαια. Οι τεχνολογικές εξελίξεις και η απελευθέρωση των θεσμών που πλαισιώνουν τις επιμέρους κεφαλαιαγορές συντηρούν την ανερχόμενη τάση του ανταγωνισμού των χρηματιστηρίων και ευνοούν τις συμμαχίες και τις τάσεις συγκέντρωσης.

Η διοίκηση του ελληνικού χρηματιστηρίου, στο θέμα των συμμαχιών, φαίνεται να βρίσκεται πιο κοντά στο Euronext. Μάλιστα, έχει προταθεί από τον πρόεδρο του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, η ελληνική αγορά να συμμετάσχει και αυτή στην συμμαχία EURONEXT-NYSE και ταυτόχρονα, να έχει αυτή τη διαχείριση της

περιοχής της Ν.Α Ευρώπης¹⁶. Μια τέτοια συνεργασία του ΧΑΑ με το EURONEXT θα τονώσει τα αναπτυξιακά σχέδια του ελληνικού Χρηματιστηρίου και της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, θα εξυπηρετήσει καλύτερα τις κεφαλαιακές ανάγκες των εταιριών και τις ανάγκες των Ελλήνων επενδυτών, ενώ θα αναδείξει τη χώρα ως χρηματιστηριακό κέντρο της περιοχής.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών συνεργάζεται ήδη με το Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου (ΧΑΚ) και έχουν συμφωνήσει στην περαιτέρω ανάπτυξη της συνεργασίας αυτής.

Όσον αφορά την οργάνωση και τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς θα προωθήσουν τη συνεργασία τους στα παρακάτω θέματα¹⁷ :

- Εναρμόνιση του θεσμικού πλαισίου για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο εταιριών και τη λειτουργία της αγοράς μετοχών, σύμφωνα με τις οδηγίες της ΕΕ.
- Εναρμόνιση των συστημάτων συναλλαγών.
- Δημιουργία δικτύου χρηματιστηριακών συναλλαγών.
- Οργάνωση Διάχυσης Πληροφόρησης
- Κοινή συνεργασία ως προς τρίτες αγορές με επιδίωξη να δημιουργηθεί μία περιφερειακή σχέση και συνεργασία μεταξύ των Χρηματιστηρίων της περιοχής.
- Ανάπτυξη τεχνογνωσίας στη Σύνθεση Δεικτών και Ορισμού κλάδων (Ground Rules) και μελλοντική έκδοση κοινού δείκτη και άλλων προϊόντων.

Για την προώθηση όλων των πιο πάνω θεμάτων το ΧΑΑ, το ΧΑΚ το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) και Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) έχουν δημιουργήσει ομάδα εργασίας με τη συμμετοχή στελεχών των Οργανισμών αυτών.

¹⁶ βλ. Ανακοίνωση Τύπου ΧΑΑ - Αθήνα 1 Νοεμβρίου 2000

¹⁷ βλ. και Ανακοίνωση Τύπου ΧΑΚ Λευκωσία, 8 Σεπτεμβρίου 2000

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ολοκληρώνοντας την προσπάθεια που κάναμε να προσεγγίσουμε τη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος και να αναδείξουμε το ρόλο της κεφαλαιαγοράς και τη σημασία του στην οικονομική ανάπτυξη, μπορούμε να καταλήξουμε σε μερικά γενικά συμπεράσματα :

Τα Χρηματοοικονομικά Συστήματα διακρίνονται¹ κυρίως από τον τρόπο που γίνεται η χρηματοδότηση, σε Τραπεζικά Προσανατολισμένα ΧΣ (Bank – oriented financial systems) και σε αυτά που η χρηματοδότηση γίνεται μέσω της κεφαλαιαγοράς (Market – oriented financial systems), αλλά και ανάλογα με τη σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στις δυο οικονομικές μονάδες (πλεονασματική και ελλειμματική) και διαχωρίζονται σε συστήματα με βάση τη στενή σχέση (relationship-based financial systems) και συστήματα που χαρακτηρίζονται από την απόσταση (arm's length financial systems).

Σύμφωνα με τις πρόσφατες θεωρίες και εμπειρικές μελέτες, διαπιστώνεται μια σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος και την οικονομική ανάπτυξη.

Πάντως ακόμη και αν το χρηματοοικονομικό σύστημα δε σχετίζεται άμεσα με την οικονομική ανάπτυξη, στην πράξη ένα αποτελεσματικό χρηματοοικονομικό σύστημα μπορεί να μειώνει το κόστος εξωτερικού δανεισμού, να περιορίζει το ρίσκο των επενδύσεων και να οδηγεί τα κεφάλαια στις πιο παραγωγικές επενδύσεις, παράγοντες που με τη σειρά τους επηρεάζουν το ρυθμό μεγέθυνσης.

Σε κρατικό επίπεδο το χρηματιστήριο συνδέει την κεφαλαιαγορά με τον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Σε ένα άλλο επίπεδο συνδέει την εσωτερική με τη διεθνή οικονομία στο βαθμό που ένας επενδυτής έχει τη δυνατότητα να χρηματοδοτεί μια επιχείρηση σε ένα χρηματιστήριο του εξωτερικού. Θα μπορούσε λοιπόν να υποστηριχθεί πως ο χρηματιστηριακός τομέας συμβάλλει στην παγκόσμια ανακατανομή των χρηματοδοτικών πόρων, μεταφέροντας τα πλεονασματικά κεφάλαια σε χώρες που παρουσιάζουν έλλειμμα σε χρηματοδοτικούς πόρους.

¹ Τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για τη διάκριση των χρηματοοικονομικών συστημάτων (όπως άλλωστε διαπιστώσαμε) ποικίλουν έχοντας το καθένα τη δική του ιδιαιτερότητα. Εδώ παρατίθενται τα σπουδαιότερα (κατά την κρίση μας) που συγχρόνως εξυπηρετούν τους σκοπούς της παρούσας εργασίας.

Ο βασικότερος ρόλος των χρηματιστηρίων είναι η διαμεσολάβηση μεταξύ των επιχειρήσεων που αναζητούν κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια, και των επενδυτών που αναζητούν να επενδύσουν τα χρήματά τους προσδοκώντας μελλοντικές αποδόσεις.

Πέρα από τον απλό ρόλο του διαμεσολαβητή, ένα χρηματιστήριο που λειτουργεί σωστά έχει άμεση σχέση με την ανάπτυξη της οικονομίας συμβάλλοντας στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων, διευρύνοντας τον αριθμό των ιδιοκτητών σε μια επιχείρηση με αποτέλεσμα τη διασπορά των κερδών σε μεγαλύτερο αριθμό ατόμων και προσφέρει εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου στις επιχειρήσεις μειώνοντας το κόστος.

Η σχέση μεταξύ των χρηματιστηρίων και της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας έχει απασχολήσει κατά καιρούς την οικονομική κοινότητα σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι τρόποι με τους οποίους οι χρηματιστηριακές αγορές μπορούν να ενισχύσουν ή ακόμα και να επιταχύνουν την οικονομική ανάπτυξη είναι οι εξής:

- Αυξάνουν τη ρευστότητα και συνθέτουν ένα μηχανισμό διασποράς κινδύνου αυξάνοντας την προδιάθεση των συμμετεχόντων για επένδυση.
- Βελτιώνουν τη ροή πληροφοριών αναφορικά με τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων συμβάλλοντας στη βελτίωση του επιχειρηματικού ελέγχου και στη αποτελεσματικότητα της διοίκησης.
- Συμβάλλουν στη διοχέτευση των αποταμιευτικών πόρων μιας οικονομίας σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης και στην ενθάρρυνση της τεχνολογικής καινοτομίας.

Εξετάστηκε η επίδραση της παγκοσμιοποίησης στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς ως διαμόρφωση ενός καθεστώτος ελεύθερης αυτορύθμισης. Διαπιστώθηκε ακόμα ο παραμερισμός των με ευρεία έννοια μεσαζόντων στις χρηματιστηριακές συμβάσεις, γεγονός που τροποποιεί το περιεχόμενο της έννοιας της διεθνούς χρηματιστηριακής συναλλαγής, και οδηγεί στη λειτουργία αγορών για θεσμικούς επενδυτές. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά σε λίγα χρόνια δεν θα θυμίζει σε τίποτα την αγορά που υπήρξε για σειρά δεκαετιών: ένα σύνολο διάσπαρτων, εθνικών, άκαμπτων και συχνά αναποτελεσματικών αγορών.

Η παγκοσμιοποίηση είναι ένα σύνθετο φαινόμενο που δημιουργήθηκε κυρίως από την τεχνολογική ανάπτυξη, η οποία μεταμόρφωσε πρώτα τη δομή της εθνικής επιχείρησης και της άνοιξε έτσι τις δυνατότητες οργάνωσης της παραγωγής της μέσα σε ένα δίκτυο διεθνών διασυνδέσεων. Το κεφάλαιο διεθνοποιήθηκε ακόμη περισσότερο, αλλά εκ των υστέρων, ακριβώς για να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις και στις νέες συνθήκες των νέων αγορών. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, η παγκοσμιοποίηση θέτει σε δοκιμασία όχι μόνο τον παραδοσιακό τρόπο οργάνωσης της εργασίας, αλλά και τον τρόπο οργάνωσης των επιχειρήσεων.

Οι κυριότεροι παράγοντες που συμβάλουν στη διεθνοποίηση των χρηματιστηρίων είναι οι ακόλουθοι:

- Η απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών προκειμένου να επιτευχθεί αποτελεσματικότερος ανταγωνισμός.
- Οι οικονομίες κλίμακας που βρίσκουν εφαρμογή και στα χρηματιστήρια, όπως σε κάθε εμπορικό και βιομηχανικό περιβάλλον, καθώς όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος των κεφαλαιαγορών τόσο πιο χαμηλό είναι το κόστος λειτουργίας τους.
- Η αύξηση των επενδύτων στις κεφαλαιαγορές κυρίως των ιδιωτών.
- Οι τεχνολογικές εξελίξεις που έχουν σημειωθεί τα τελευταία χρόνια και συντελούν στη μείωση του κόστους και στη διάχυση της πληροφόρησης.
- Η εισαγωγή του Ευρώ, που συνέβαλε στην εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου και ευνοεί τη διασυννοριακή επένδυση και τη χρήση κοινών χρηματιστηριακών πρακτικών.

Η εξωτερική απελευθέρωση των χρηματιστηριακών αγορών, οδηγεί στη σύνδεση μεταξύ δυο εγγενώς ασταθών αγορών, της αγοράς κεφαλαίου και της αγοράς συναλλάγματος². Η αστάθεια αυτή μπορεί να επιδράσει πάνω σε άλλες σημαντικές οικονομικές μεταβλητές όπως οι επενδύσεις, οι εισαγωγές και εξαγωγές, η κατανάλωση, κλπ.

Επιπλέον, η απελευθέρωση των χρηματιστηριακών αγορών και κυρίως η απότομη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών συνοδευόμενη από μεγάλες εισροές κεφαλαίων είναι δυνατόν να επιδράσουν αρνητικά σε μια οικονομία, όπου ο στόχος είναι η μακροπρόθεσμη σταθερότητα. Αν και η υιοθέτηση μακροπρόθεσμων στρατηγικών

² Βλ. και Μερτζάνης Χ.

κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική για το ρυθμό ανάπτυξης μιας χώρας, η λειτουργία των κεφαλαιαγορών ενθαρρύνει περισσότερο τη βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία.

Η διαμάχη συνεπώς που αναπτύσσεται γύρω από το συγκεκριμένο θέμα, θα πρέπει να εστιάζει την προσοχή της σε συγκεκριμένα μέτρα και παρεμβάσεις τόσο στο χρηματοοικονομικό σύστημα, όσο και σε πολιτικό επίπεδο, προκειμένου να αναδειχθούν οι θετικές επιδράσεις των κεφαλαιαγορών στη διαδικασία της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης και συγχρόνως να ελαχιστοποιηθούν οι αρνητικές συνέπειες ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Το ελληνικό χρηματιστήριο αναβαθμίζεται και επηρεάζει ολόένα και περισσότερο την ελληνική οικονομία, τη στιγμή που η κεφαλαιαγορά μετατρέπεται σε κεντρικό μηχανισμό χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα.

Βασικοί συντελεστές της αγοράς είναι οι εισηγμένες εταιρίες οι τίτλοι των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο αξιών το οποίο επιτελεί δυο βασικές λειτουργίες:

- Τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις μέσω της έκδοσης νέων τίτλων (πρωτογενής αγορά)
- Τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης σε μια οργανωμένη αγορά (δευτερογενής αγορά) των τίτλων που εκδόθηκαν.

Μέσω της λειτουργίας του χρηματιστηρίου επιτυγχάνεται η προώθηση της επιχειρησιακής ανάπτυξης, η αύξηση της παραγωγικότητας και η βελτίωση της εμπορευσιμότητας των επενδύσεων σε μετοχικές αξίες. Βαθμιαία, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εισήλθε στο επίκεντρο του επενδυτικού ενδιαφέροντος και κυρίως έπειτα από την ίδρυση της ONE συνέβαλε στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας αποτελώντας μια ενδιαφέρουσα πρόταση για εναλλακτική επένδυση.

Με βασικό κριτήριο την κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιριών μπορούμε να διακρίνουμε τρία είδη επιμέρους αγορών, την Κύρια Αγορά, την Παράλληλη και τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.

Παράλληλα, οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών στις χρηματοοικονομικές αγορές από τη δεκαετία του 1970 είχε ως αποτέλεσμα την αυξανόμενη ζήτηση οργανωμένων και αποτελεσματικών συναλλαγών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων. Έτσι, τον Αύγουστο του 1999, η ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών προσέφερε την ευκαιρία σε έλληνες και ξένους επενδυτές να

αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των επενδύσεων τους χρησιμοποιώντας τυποποιημένα και διαφανή χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, η προσπάθεια για φθηνότερες και αποτελεσματικότερες διασυννοριακές χρηματιστηριακές συναλλαγές, σε συνδυασμό με τις αλλαγές στη δομή της ιδιοκτησίας των χρηματιστηρίων, οδηγούν στην ολοκλήρωση της παγκόσμιας χρηματιστηριακής αγοράς μέσω των συγχωνεύσεων και συμμαχιών των χρηματιστηρίων.

Όμως πού εντάσσεται η ελληνική αγορά μέσα σε όλο αυτό το πλαίσιο των διεθνών ανακατατάξεων; Το μικρό μέγεθος της ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς, η έλλειψη βάθους και κυρίως η έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου αφήνουν μικρά περιθώρια αυτόνομης ανάπτυξης των Εναλλακτικών Αγορών Διαπραγμάτευσης. Ωστόσο, εκείνο που θα μπορούσε να αναμένει κανείς είναι η ενσωμάτωσή της σε συμμαχία δυτικών Χρηματιστηρίων ή η δημιουργία ενιαίου Χρηματιστηρίου που θα καλύπτει τις αγορές των Βαλκανίων και της ευρύτερης Ανατολικής Μεσογείου.

Θα πρέπει τέλος να αναγνωριστεί ότι η στρατηγική του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, κινείται σωστά προς την κατεύθυνση των διεθνών εξελίξεων και η ανάπτυξη με την παράλληλη ισχυροποίησή του θα συμβάλλει σημαντικά στη βελτίωση των επιδόσεων της ελληνικής οικονομίας.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΝΟΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΟΥ ΧΑΑ

1876

Ιδρύεται το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και αποτυπώνεται το πρώτο νομικό πλαίσιο το οποίο στηρίζεται στο γαλλικό εμπορικό κώδικα. Το χρηματιστήριο ξεκίνησε τη λειτουργία του ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας.

1909

Τροποποιείται το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του ΧΑΑ

1918

Νόμος 1308. Το ΧΑΑ μετατρέπεται σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου

1928

Νόμος 3632. Αποσαφηνίζεται ο ρόλος και οι υπευθυνότητες των χρηματιστών και των εν γένει μεσαζόντων.

1985

Προεδρικό Διάταγμα 350/24.5.1985. Προσδιορίζονται τα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

1988

Νόμος 1806. Εισαγάγεται νέα αντίληψη στη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Ορίζεται το νομικό πλαίσιο της παράλληλης αγοράς και του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών ΚΑΑ. Εκσυγχρονίζεται το ΧΑΑ και διευρύνεται το ΔΣ.

1989

Υπουργική απόφαση 6280/B508. Προσδιορίζονται οι νομικές και χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των μελών του χρηματιστηρίου.

Υπουργική απόφαση 6281/B. Προσδιορίζεται το είδος της πληροφόρησης που πρέπει να εμφανίζεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του ΧΑΑ.

1990

Νόμος 1892. Ιδρύεται το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) ως πολυμετοχική εταιρία.

1991

Νόμος 1969. Ιδρύεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εποπτική αρχή και τίθεται το νομικό πλαίσιο των Εταιριών Επενδύσεων και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Διαπραγμάτευση ομολόγων χωρίς τους δεδουλευμένους τόκους στην καθαρή τιμή τους.

1992

Προεδρικό Διάταγμα 50. Προσδιορίζεται το είδος της πληροφόρησης που θα πρέπει να περιέχεται στο ενημερωτικό δελτίο των εταιριών, καθώς και τη διαδικασία που θα πρέπει να ακολουθηθεί προκειμένου να εγκριθούν. Αναγνωρίζεται αμοιβαία το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών σε συμμόρφωση προς την κοινοτική οδηγία 88/627.

Προεδρικό Διάταγμα 51. Πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 88/627.

Προεδρικό Διάταγμα 53. Πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/298.

1993

Νόμος 2166. Ενισχύθηκε ο ρόλος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

1994

Νόμος 2198. Εισάγεται η αποϋλοποίηση των εντόκων γραμματίων του δημοσίου.

1995

Νόμος 2324. Μετατροπή του ΧΑΑ από Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου σε Ανώνυμη Εταιρία. Προβλέπονται οι εκτός κύκλου συναλλαγές, ορίζονται οι συνθήκες ιδιωτικής τοποθέτησης μετοχών και διευρύνεται το φάσμα των δραστηριοτήτων των χρηματιστηριακών εταιριών.

Νόμος 2328 (Άρθρο 15). Υποχρέωση όλων των Ανώνυμων Κατασκευαστικών Εταιριών οι οποίες αναλαμβάνουν έργα του δημοσίου αξίας δρχ. 1 δισ και άνω να ονομαστικοποιήσουν τις μετοχές τους σε επίπεδο φυσικού προσώπου ως επίσης και οι ανώνυμες εταιρίες συμμετοχών οι οποίες διατηρούν στο χαρτοφυλάκιο τους μετοχές των ως άνω περιγραφόμενων εταιριών.

1996

Νόμος 2396. Προβλέπονται οι επενδυτικές υπηρεσίες στο τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ενεργοποίηση των διαδικασιών αποϋλοποίησης των μετοχών.

Νόμος 2414. Τροποποιείται το άρθρο 15 του Ν2328 και η υποχρέωση

ονομαστικοποίησης, των εισηγμένων κατασκευαστικών εταιριών, μέχρι φυσικού προσώπου δεν ισχύει για τις μετοχές που κατέχονται από Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α), Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου του Ν1969/1991, Τράπεζες, Ασφαλιστικά Ταμεία, Ασφαλιστικές Εταιρίες, Χρηματιστηριακές Εταιρίες και Εταιρίες Επιχειρηματικού Κεφαλαίου και μέχρι ποσοστού 5%. Σε κάθε περίπτωση ο περιορισμός του ποσοστού 5% δεν ισχύει για τις τράπεζες εφόσον έχουν περιέλθει στη κυριότητά τους περισσότερες μετοχές, είτε λόγω αναδοχής είτε λόγω αναγκαστικής εκτελέσεως

Νόμος 2372. Ρυθμίζονται θέματα σχετικά με τη μη συμμόρφωση των εταιριών στην ονομαστικοποίηση των μετοχών τους μέχρι φυσικού προσώπου σε προκαθορισμένο χρόνο. Οι επιπτώσεις διαφοροποιούνται αναλόγως του χρόνου καθυστέρησης.

1997

Νόμος 2533. Τίθεται το νομικό πλαίσιο ιδιωτικοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Ιδρύονται τρεις νέες αγορές, η αγορά παραγώγων, η παράλληλη αγορά των αναδυόμενων αγορών, και η αγορά χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Αναδιαρθρώθηκε το Συνεγγυητικό Ταμείο των μελών του ΧΑΑ και προβλέφθηκε η πρακτική του δανεισμού μετοχών.

1998

Νόμος 2651. (Άρθρο 1) Αναθεωρούνται επί το αυστηρότερο τα απαιτούμενα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. **Απόφαση ΔΣ του ΧΑΑ Αρ. 13/19-2-98.** Διαδικασία προσφοράς προς πώληση πακέτου μετοχών μέσω Χρηματιστηρίου.

1999

Νόμος 2733. Σύσταση Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (NEXA) στη οποία εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιριών που δεν έχουν εισαχθεί στη κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ.

Νόμος 2744. Αναθεωρούνται επί το αυστηρότερο οι υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιριών, των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών ως επίσης και των χρηματιστηριακών εταιριών για την παροχή πληροφοριών σχετικών με θέματα διαφάνειας.

Απόφαση ΔΣ του ΧΑΑ της 24-5-99. Απαιτούμενα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών κατασκευαστικών εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. **Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Νο 13/174/ 26-10-99.** Τροποποίηση διαδικασίας δημόσια εγγραφής.

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά λειτουργεί σύμφωνα με τις σχετικές Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ήτοι:

- Την **Οδηγία 90/211/ΕΟΚ** η οποία τροποποιεί την οδηγία 80/390/ΕΟΚ, ως προς την αμοιβαία αναγνώριση των ενημερωτικών δελτίων (προσπέκτους) που εκδίδονται για την εισαγωγή νέων εταιρειών στο ΧΑΑ. Η Οδηγία ενσωματώθηκε στον Νόμο 1969/1991.
- Την **Οδηγία 87/345/ΕΟΚ** η οποία τροποποιεί την οδηγία 80/390/ΕΟΚ ως προς την αμοιβαία αναγνώριση των ενημερωτικών δελτίων (προσπέκτους) που εκδίδονται για την εισαγωγή των εταιριών στο ΧΑΑ και η οποία υιοθετήθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 50/1992.
- Την **Οδηγία 88/627/ΕΟΚ** για πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών και η οποία έχει υιοθετηθεί από το Προεδρικό Διάταγμα 51/1992.
- Την **Οδηγία 89/592/ΕΟΚ** για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών και η οποία υιοθετήθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 53/1992.
- Την **Οδηγία 92/122/ΕΟΚ** με την οποία επιτρέπεται στην Ελληνική Δημοκρατία να αναβάλλει την απελευθέρωση ορισμένων κινήσεων κεφαλαίων και η οποία υιοθετήθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 96/1993.
- Την **Οδηγία 93/6/ΕΟΚ** για την επάρκεια ιδίων κεφαλαίων επιχειρήσεων επενδύσεων και πιστωτικών ιδρυμάτων και η οποία ενσωματώθηκε στο Νόμο 2396/1996.
- Την **Οδηγία 93/22/ΕΟΚ** για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και η οποία ενσωματώθηκε στον Νόμο 2396/1996.

Αποφάσεις ΔΣ του ΧΑΑ Νο 18,19,20,32,33 #18: Μέθοδοι και διαδικασίες διαπραγμάτευσης μετοχών και ρύθμιση τεχνικής φύσεως θεμάτων για τη σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών μέσω του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ)

#19: Υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων- εξαγορών, αλλαγής της κύριας δραστηριότητας, απόσχισης κλάδου.

#20: Διαδικασίες και δικαιολογητικά εισαγωγής μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

#32.33: Δημιουργία αγορών ειδικής κατηγορίας "ΥΠΟ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ" και "ΧΑΜΗΛΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ".

2000

Υπουργικές Αποφάσεις 3444/Β.253, 3445/Β.254. Ορίζεται νέο ελάχιστο μέγεθος εταιρίας για την εισαγωγή μετοχών της στην Κύρια και στη Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ.

Κύρια Αγορά: απαιτούμενο ποσό ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον δρχ. 4 δισ.

Παράλληλη Αγορά: απαιτούμενο ποσό ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον δρχ. 1 δισ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ Γ.Δ -
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ - ΑΕΠ - ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ (1980 - 2000)

ΕΤΟΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΓΕΥ.ΔΕΙΚΤΗ (%)	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΑΕΠ	ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ
1980	-1,50	26,20	1,80	13,80
1981	-13,41	22,50	0,10	14,00
1982	7,89	19,00	0,40	14,00
1983	-37,64	20,20	0,40	14,00
1984	1,58	18,00	2,80	15,50
1985	19,89	24,80	3,10	15,50
1986	46,38	17,00	1,40	15,50
1987	162,34	15,80	-0,50	15,50
1988	2,64	14,00	4,10	16,00
1989	64,29	14,80	3,80	16,00
1990	102,86	22,90	0,00	18,00
1991	-13,12	18,00	3,10	18,00
1992	-16,97	14,40	0,70	16,20
1993	42,59	12,00	-1,60	17,10
1994	-9,36	10,70	2,00	15,10
1995	5,21	7,90	2,10	12,80
1996	2,11	7,30	2,40	9,10
1997	58,51	4,70	3,50	8,10
1998	85,02	3,90	3,10	7,48
1999	102,19	2,70	3,40	7,45
2000	-38,77	4,20	3,90	4,75

Πηγή : Περιοδικό "Χρήμα & Αγορά"

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΝΑΛΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΕΠΕΝΔΥΟΥΝ ΤΑ ΕΚΑΑ ΚΑΙ ΟΙ ΕΧΑΑ

Χρηματιστήριο της Κύπρου
Χρηματιστήριο της Βαρσοβίας
Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης
Χρηματιστήριο της Κροατίας
Χρηματιστήριο της Πράγας
Χρηματιστήριο της Βουδαπέστης
Χρηματιστήριο του Βουκουρεστίου
Χρηματιστήριο της Βουλγαρίας
Χρηματιστήριο της Λουμπλιάνα
Χρηματιστήριο της Ουκρανίας
Χρηματιστήριο του Τελ Αβίβ
Χρηματιστήριο της Μπρατισλάβα
Χρηματιστήριο της Μάλτα
Χρηματιστήριο της Ρίγα
Χρηματιστήριο του Ταλίν
Εθνικό Χρηματιστήριο της Λιθουανίας
Χρηματιστήριο των Σκοπίων
Χρηματιστήριο των Τιράνων
Χρηματιστήριο του Σαράγιεβο
Χρηματιστήριο του Βελιγραδίου
Χρηματιστήριο της Λευκορωσίας
Χρηματιστήριο της Μόσχας
Χρηματιστήριο της Γεωργίας
Χρηματιστήριο του Γέρεβαν
Χρηματιστήριο της Μολδαβίας
Χρηματιστήριο του Καίρου και της Αλεξάνδρειας
Χρηματιστήριο της Τεχεράνης
Χρηματιστήριο της Βηρυτού
Χρηματιστήριο του Αμμάν
Χρηματιστήριο του Γιοχάνεσμπουργκ
Χρηματιστήριο του Καζακστάν
Διατραπεζικό Χρηματιστήριο Συναλλάγματος του Μπακού
Κρατικό Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων και Πρώτων Υλών του Τουρκμενιστάν
Χρηματιστήριο της Νιγηρίας
Χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα
Χρηματιστήριο του Μουσκάτ
Χρηματιστήριο του Καράτσι
Χρηματιστήριο του Μπαχρέιν
Χρηματιστήριο του Κατάρ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΑ	ΕΙΔΙΚΟΥ ΤΥΠΟΥ
	Επενδύουν κυρίως* σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε Μακροχρόνιους τίτλους σταθ. εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών	Επενδύουν κυρίως σε ειδικού τύπου επενδ. Προϊόν. και τουλάχισ. 10% σε τίτλους σταθ. εισοδήματος
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχ. τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρημ/ράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικού του στο εσωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδ. προϊόντα εσωτερικού
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχ. τίτλους σταθ. εισοδ. εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρημ/ράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. εξωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικού του στο εξωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδ. προϊόντα εξωτερικού
ΔΙΕΘΝΗ	Επενδύουν σε μετοχές εσωτερικού - εξωτερικού	Επενδύουν σε μακροχ. τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού - εξωτερικού	Επενδύουν σε μέσα (τίτλους) χρημ/ράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού - εξωτερικού	Επενδύουν το ενεργητικό του στο εσωτερικό και εξωτερικό	Επενδύουν σε επενδ. προϊόντα εσωτερικού - εξωτερικού

* Η έκφραση "κυρίως" υπονοεί ποσοστό μεγαλύτερο του 65% επί του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

**ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΣΥΜΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ
FTSE/ASE**

Α/Α	ΕΤΗΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΕΤΟΧΩΝ
1	ΟΤΕ Α.Ε. (ΚΟ)	5.756.298.952,58	75%
2	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. (ΚΟ)	3.759.724.176,00	75%
3	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	3.585.424.705,44	100%
4	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	3.488.495.105,04	30%
5	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	3.280.480.000,00	20%
6	ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	3.087.920.000,00	30%
7	COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)	2.772.469.308,00	20%
8	VODAFONE - ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	2.466.645.560,00	30%
9	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	2.222.058.720,00	100%
10	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	1.747.820.000,00	20%
11	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	1.599.657.471,36	75%
12	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	1.561.938.918,02	40%
13	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΙΤΤΑΝ (ΚΟ)	1.384.064.572,88	75%
14	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	1.036.376.400,80	100%
15	ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	879.086.540,64	75%
16	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (ΚΟ)	751.108.604,40	20%
17	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)	733.515.502,84	75%
18	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	611.983.532,16	75%
19	ΕΤΒΑ (ΚΟ)	410.184.740,10	30%
20	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	405.235.591,20	40%
ΕΤΗΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ			
1	ΜΙΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	622.954.800,00	30%
2	ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	596.921.563,00	30%
3	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ)	575.769.926,70	30%
4	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. (ΚΟ)	567.354.600,00	30%
5	HYATT REGENCY ΞΕΝΚΗ & ΤΟΥΡ. Α.Ε. (ΚΟ)	512.400.000,00	40%
6	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	498.815.687,50	50%
7	ΠΑΠΑΣΠΙΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ. (ΚΟ)	446.438.546,40	75%
8	J. & P. - ΑΒΑΞ Α.Ε. (ΚΟ)	444.324.000,00	30%
9	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	408.430.000,00	50%
10	ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ (ΚΟ)	400.221.000,00	75%
11	Ε.Υ.Δ.Α.Π. Α.Ε. (ΚΟ)	391.920.000,00	30%
12	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	387.500.000,00	75%
13	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	372.310.143,20	50%
14	ΙΑΣΩ Α.Ε. (ΚΟ)	309.380.040,00	100%
15	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)	303.145.408,80	75%
16	ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	292.046.380,00	30%
17	(ΚΟ)	279.790.200,00	20%
18	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΑΙΚΟΝ) (ΚΑ)	276.014.149,14	40%
19	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΑ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	268.642.500,00	50%
20	ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	238.196.764,80	40%
21	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	225.780.000,00	30%

22	Ε.Τ.Ε.Β.Α. Α.Ε. (ΚΟ)	225.634.006,56	30%
23	ΕΙΝΑΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	223.179.431,18	100%
24	ΕΛΑΪΣ Α.Ε. ΕΛΛΙΟΥΡΓ. ΕΙΛΧ. (ΚΟ)	211.007.160,00	40%
25	GOODYS Α.Ε. (ΚΑ)	208.716.022,82	40%
26	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	203.826.794,50	40%
27	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΚΟ)	203.312.174,78	75%
28	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. (ΚΟ)	194.847.473,60	50%
29	ΑΕΤΕΚ (ΚΟ)	189.303.750,00	75%
30	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ) (ΚΑ)	189.113.104,05	30%
31	ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)	179.749.076,00	40%
32	Η ΕΘΝΙΚΗ (Α.Ε. ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ) (ΚΟ)	179.315.000,00	30%
33	ALPHA LEASING Α.Ε.(ΚΟ)	178.132.500,00	30%
34	ΣΗΡΠΙΑ INTERNATIONAL S.A. (ΚΑ)	176.440.519,36	75%
35	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	155.375.358,06	40%
36	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	139.612.345,60	75%
37	ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΙΩ Α.Ε. (ΚΑ)	134.374.899,16	20%
38	ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	134.034.000,00	40%
39	ALTEC ABEE (ΚΟ)	122.430.660,00	75%
40	ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ (ΚΟ)	115.077.765,60	75%
FINLEASE Small Capital			
1	Α.Ε.Ε. ΑΡΙΓΥΡΟΜΕΤ/ΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ (ΚΟ)	206.164.166,40	50%
2	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε. (ΚΟ)	181.782.975,00	40%
3	ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	179.200.000,00	30%
4	UNISYSTEMS Α.Ε. (ΚΟ)	149.600.920,00	50%
5	ΚΛΩΝΑΤΕΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΙΣΕΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	141.335.244,90	50%
6	ΥΤΕΙΑ (ΚΟ)	137.816.000,00	30%
7	NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	132.752.606,62	75%
8	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΟ)	127.277.568,00	50%
9	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	125.574.750,00	75%
10	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)	122.585.992,92	75%
11	ΠΕΙΡΑΚΩΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ (ΚΟ)	122.067.000,00	50%
12	ΝΕΩΡΙΟΝ ΝΕΑ Α.Ε. ΝΑΥΤΗΓΕΙΩΝ ΣΥΡΟΥ (ΚΟ)	121.073.589,84	40%
13	INFORMER Α.Ε. (ΚΟ)	115.309.350,00	30%
14	INFORMIL ΔΥΚΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	109.248.804,00	50%
15	HELLAS CAN Α.Ε. (ΚΑ)	108.762.500,00	30%
16	ΕΤΑΙΡ (ΚΟ)	107.109.277,44	20%
17	ASPIS BANK Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	107.075.925,00	40%
18	ΛΑΜΠΑ Α.Ε. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ (ΚΑ)	106.820.000,00	100%
19	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	105.984.000,00	30%
20	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	105.480.540,00	30%
21	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	104.868.791,36	75%
22	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. (ΚΟ)	102.660.684,23	50%
23	INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	101.575.359,60	40%
24	FORTHnet Α.Ε. (ΚΟ)	100.759.481,72	40%
25	ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	99.792.000,00	75%
26	ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.(ΚΟ)	98.805.907,20	50%
27	FRIGOGLOSS Α.Ε.(ΚΟ)	95.200.000,00	50%

28	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ(ΚΟ)	92.913.060,00	100%
29	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ & ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	91.875.000,00	30%
30	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ. ΑΛΟΥΜ. Α.Ε. (ΚΟ)	91.587.600,00	30%
31	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	91.068.552,90	75%
32	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)	90.929.508,43	75%
33	ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ. ΡΟΚΑΣ (ΚΟ)	90.806.477,84	50%
34	ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΠΤΙΖΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε. (ΚΑ)	90.300.000,00	75%
35	AUTOHELLAS Α.Ε. (ΚΟ)	89.640.000,00	40%
36	ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧ. ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	89.100.000,00	30%
37	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	88.740.510,00	75%
38	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	86.016.320,00	50%
39	LOGIC DATA INFORMATION SYSTEMS Α.Ε. (ΚΟ)	82.193.679,20	50%
40	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.(ΚΟ)	80.925.312,00	50%
41	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	80.892.000,00	75%
42	F.H.L. ΗΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	80.261.280,00	50%
43	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)	74.173.407,84	30%
44	ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε. (ΚΟ)	73.128.000,00	50%
45	ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε. (ΚΑ)	72.101.232,00	20%
46	EVEREST Α.Ε.(ΚΟ)	71.910.000,00	50%
47	(ΚΟ)	71.809.337,75	30%
48	ΤΕΡΝΑ Α.Ε. (ΚΟ)	71.645.897,60	30%
49	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	71.484.698,40	50%
50	MLS ΠΑΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	70.900.880,00	30%
51	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε. (ΚΑ)	68.187.290,46	40%
52	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	67.764.980,65	75%
53	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΔΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	66.521.400,00	30%
54	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.(ΚΑ)	65.975.000,00	40%
55	ΕΜΠΕΛΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	65.848.100,40	100%
56	ΑΛΦΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε. (ΚΟ)	65.800.000,00	50%
57	ΜΠΑΛΑΦΑΣ ΚΑΤΑΣΚ. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	65.319.045,00	75%
58	ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α. (ΚΟ)	65.011.488,00	30%
59	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε. ΕΚΔΕΝΤΥΓΩΝ-ΜΜΕ (ΚΟ)	64.600.000,00	30%
60	SPIDER Ν.ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.(ΚΟ)	63.840.000,00	50%
61	ΑΛΦΑ ΑΛΦΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α. Ε. (ΚΟ)	62.994.090,00	50%
62	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΑΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)	62.913.492,50	50%
63	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	62.299.287,80	50%
64	ΑΣΠΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. (ΚΟ)	62.068.166,00	50%
65	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.(ΚΟ)	59.976.000,00	20%
66	ΣΕΛΑΜΑΝ Α.Ε.(ΚΟ)	58.964.356,00	40%
67	ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε. (ΚΑ)	58.911.001,56	40%
68	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)	58.776.960,00	50%
69	ΑΝΕΚ Α.Ε. (ΚΟ)	56.918.233,80	100%
70	FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	54.537.000,00	100%
71	Ο ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε. (ΚΟ)	54.461.368,50	40%
72	ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (ΚΟ)	53.941.384,56	40%
73	ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ. Β. & Τ.Ε. (ΚΟ)	52.777.200,00	75%
74	ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ (ΚΟ)	52.722.556,00	30%

75	LAVIPHARM Α.Ε. (ΚΟ)	51.473.961,00	50%
76	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	51.125.200,00	30%
77	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	50.935.945,50	40%
78	ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε.Ε. ΗΛΕΚΤΡΟΛ. ΥΛΙΚΟΥ (ΚΟ)	48.508.416,00	30%
79	ΒΑΛΚΑΝΕΞΠΟΡΤ Α.Ε. (ΚΟ)	48.292.104,00	75%
80	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	44.943.360,00	40%

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΑΠΑΡΤΙΖΟΥΝ ΤΟΥΣ ΓΕΝΙΚΟΥΣ ΚΑΙ ΚΛΑΔΙΚΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΟΥ ΧΑΑ

ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΡΙΑΣ ΑΓΟΡΑΣ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΣ
HYATT REGENCY ΞΕΝΙΚΗ & ΤΟΥΡ. Α.Ε. (ΚΟ)	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε. (ΚΑ)
ΑΚΤΩΡ Α.Ε. (ΚΟ)	Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΑΕΓΕΚ Α.Ε. (ΚΟ)	ΤΕΞΑΠΡΕΤ (ΚΑ)
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)
Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	
ΕΛΒΑΛ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ & ΠΟΤΩΝ
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ) (ΚΑ)	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ) (ΚΑ)	ΚΕΡΑΜΕΙΑ-ΑΛΛΑΤΙΝΗ (ΚΑ)
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)
ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΧΑΛΥΨ (ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ -) (ΚΟ)
INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)
Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΗΡΑΚΛΗΣ (ΑΝΩΝ. ΓΕΝ. ΕΤΑΙΡ. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ -) (ΚΟ)
INTRACOM Α.Ε. (ΚΟ)	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ (ΚΟ)
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)	
Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε. (ΚΑ)	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ & ΠΟΤΩΝ
ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)
ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ (ΚΟ)	ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΗΡΑΚΛΗΣ (ΑΝΩΝ. ΓΕΝ. ΕΤΑΙΡ. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ -) (ΚΟ)	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ (ΚΟ)
ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	CHIRITA INTERNATIONAL S.A. (ΚΑ)
ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ (Α.Β.Ε.Σ.) (Κ)	ΕΛΑΪΣ (ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ.) (Κ)
COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε. (ΚΑ)
ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)	
ΑΛΦΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε. (ΚΟ)	ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΙΔΩΝ ΑΥΤΕΡΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	ALTEC ΑΒΕΕ (ΚΟ)
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α. Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)
ΑΛΦΑ ΑΛΦΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α. Ε. (ΚΟ)	UNISYSTEMS Α.Ε. (ΚΟ)
ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. (Κ)	INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)
ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	SYSWARE Α.Ε. (ΚΟ)
INTRASOFT Α.Ε. (ΚΟ)	DATAMEDIA Α.Ε. (ΚΟ)
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	
SINGULAR Α.Ε. (ΚΟ)	ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ
ΕΥΔΑΠ Α.Ε. (ΚΟ)	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)
ΕΘΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠ. ΑΚΙΝ. & ΕΚΜ/ΣΕΩΣ ΓΕΝ. ΑΠΟΘ. ΑΕ (ΚΟ)	Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)	ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε. (ΚΟ)
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΛΗΡΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)
ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	ΠΛΑΪΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε. (ΚΟ)
COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΟ)
GOODYS Α.Ε. (ΚΑ)	
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. (ΚΟ)	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ (ΚΟ)
ALTEC ΑΒΕΕ (ΚΟ)	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)
ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)
ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	ΛΑΒΙΡΦΑΡΜ Α.Ε. (ΚΟ)
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ (ΚΟ)	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε. (ΚΟ)
ΛΑΒΙΡΦΑΡΜ Α.Ε. (ΚΟ)	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε. (ΚΑ)
ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε. (ΚΟ)	ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ Α.Ε. (ΚΑ)
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	VETERIN Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. (ΚΟ)	RIDENCO Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)
ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	ΗΛΕΚΤΡΑ ΑΝ. ΕΙΣ. ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΑ)
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε. (ΚΑ)	ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε. - DELONGHI (ΚΑ)
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & Β/ΝΙΑΣ (ΚΑ)
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ S.A. (ΚΟ)	
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	
ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΤΡΑΠΕΖΑ) (ΚΟ)	

ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΩΝ
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΚΟ)
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΚΑ)
ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)
Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ (ΚΟ)
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε. (ΚΟ)	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΙΜΑΚΟ MEDIA NET GROUP Α.Ε. (ΚΟ)	ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)
ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	ΕΛΒΑΛ Α.Ε. ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)
FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	ΗΡΑΚΛΗΣ (ΑΝΩΝ. ΓΕΝ. ΕΤΑΙΡ. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ -) (ΚΟ)
SPIDER ΜΕΤΑΛΛΧΑΝΙΑ Ν.ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε. (ΚΟ)	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)
KLEEMAN HELLAS Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ (ΚΟ)
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)
ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ (ΚΑ)	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΟΡ) (ΚΑ)
ΣΕΑΦΑΡΜ ΙΟΝΙΑΝ ΙΧΘΥΟΚΑΛΙΕΡΓΙΕΣ Α.Ε. (Κ)	Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΚΟΥΜΠΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΜΕΤΑΛΛΟΠΛΑΣΤΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ Α.Ε. (ΚΑ)	ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. (ΚΟ)	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)
LOGIC DATA INFORMATION SYSTEMS Α.Ε. (ΚΟ)	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ (ΚΟ)
INFORMER Α.Ε. (ΚΟ)	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ (Α.Β.Ε.Σ.) (Κ)
UNISOFT Α.Ε. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ Η/Υ (ΚΟ)	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ) (ΚΑ)
EVEREST Α.Ε. (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε. (ΚΟ)
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ Π. ΦΑΛΗΡΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)	CHIRITA INTERNATIONAL S.A. (ΚΑ)
ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε. (ΚΑ)
INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ & ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
SYSWARE Α.Ε. (ΚΟ)	FANCO Α.Ε. (ΚΑ)
ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. (ΚΟ)	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε. (ΚΑ)
ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε. (ΚΟ)
Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	FRIGOGLOSS Α.Ε. (ΚΟ)
ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε. (ΚΟ)	ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ. ΡΟΚΑΣ (ΚΟ)
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ (Κ)
JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΟ)	ΕΛΑΪΣ (ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ.) (Κ)
ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)
Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)
ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε. (ΚΑ)	ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)
ΗΛΕΚΤΡΑ ΑΝ. ΕΙΣ. ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΑ)	ΣΑΤΟ Α.Ε. (ΚΟ)
METROLIFE Ε.Α.Ε.Α.Ζ. (ΚΟ)	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΧΡΗΜΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ (ΚΟ)	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)
	KLEEMAN HELLAS Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)
ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ (ΚΑ)
ΑΛΦΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	SPIDER ΜΕΤΑΛΛΧΑΝΙΑ Ν.ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε. (ΚΟ)
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦG EUROBANK ERGASIAS S.A. (ΚΟ)	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ Α.Ε. (ΚΑ)
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	ΣΕΛΜΑΝ (Κ)
ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΤΡΑΠΕΖΑ) (ΚΟ)	ΙΜΑΚΟ MEDIA NET GROUP Α.Ε. Μ.Μ.Ε. (ΚΟ)
ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠ/ΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)
Η ΕΘΝΙΚΗ (ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ) (ΚΟ)	ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. (ΚΟ)	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)
ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α. (ΚΟ)	
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΝ. ΑΣΦΑΛΙΣΤ.ΕΤΑΙΡ. ΖΩΗΣ & ΥΓΕΙΑΣ (ΚΟ)	ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
	ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε. (ΚΟ)
ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. (ΚΟ)
ΑΛΦΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε. (ΚΑ)	SINGULAR Α.Ε. (ΚΟ)
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ. (ΚΑ)	LOGIC DATA INFORMATION SYSTEMS Α.Ε. (ΚΟ)
ΕΘΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ. (ΚΑ)	
ΠΡΟΟΔΟΣ Α.Ε.-ΕΛΛ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ (ΚΑ)	
MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΑ)	
ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΑ)	

ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΤΑΛΛΩΝ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΚΔΟΣΕΩΝ & ΕΚΤΥΠΩΣΕΩΝ
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
Μ. Γ. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. (Κ)	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)
ΕΛΒΑΛ Α.Ε. ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΟΡ) (ΚΑ)	ΓΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ & ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΑΙΚΟΝ) (ΚΑ)	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε. (ΚΟ)

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α. Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)
ΑΚΤΩΡ Α.Ε. (ΚΟ)	ALPHA FINANCE Α.Ε. (ΚΟ)
ΑΒΑΣ Α.Ε. ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΟ)	ALFA ALFA ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α. Ε. (ΚΟ)
ΑΕΓΕΚ Α.Ε. (ΚΟ)	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. (Κ)
ΓΕΝ.ΕΤ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ (ΚΟ)	FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΚΟ)
ΑΤΤΗ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)
ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)
ΑΛΤΕ ΑΝΩΝ. ΤΕΧΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΟ)	ΑΘΗΝΑΪΚΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)
ΤΕΡΝΑ Α.Ε. (ΚΟ)	ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)
ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	
ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	
ΓΝΩΜΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΚΛΑΔΟΙ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

1 ΓΕΩΡΓΙΑ - ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑ	
1 ΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	7 ΕΙΛΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ
2 ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ	1 ΑΦΟΙΛ&Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ"
1 ΙΧΘΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	2 ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΞΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε.
2 ΝΗΡΕΥΣ - ΙΧΘΥΕΙΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	3 ΕΛΒΕ - ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.
3 SEA FARM ΙΟΝΙΑΝ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΣ Α.Ε.	4 FANCO Α.Ε.
4 ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	8 ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΞΥΛΟΥ & ΦΕΛΛΟΥ
3 ΟΡΥΧΕΙΑ - ΛΑΤΟΜΕΙΑ	1 ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ
1 Α.Ε.Ε. ΑΡΓΥΡΟΜΕΤ/ΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ	2 ΑΚΡΠΑΣ
	3 ΣΕΛΜΑΝ
4 ΤΡΟΦΙΜΑ - ΠΟΤΑ	
1 ΚΥΑΙΝΑΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ	9 ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ
2 ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.	1 ΒΕΛ Α.Ε.
3 ΕΛΛΑΣ (ΕΛΛΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ.)	2 PAPERPACK - ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. Α.Β.Ε.Ε.
4 ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	10 ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ
5 Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.	1 INFORM IL ΛΥΚΟΣ Α.Ε.
6 CHIRITA INTERNATIONAL S.A.	2 ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.
7 ΚΥΑΙΝΑΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	3 ΙΜΑΚΟ ΜΗΤΗΡΙΑ ΝΕΤ ΓΚΡΟΥΠ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.
8 ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ	4 ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ
9 ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	5 ΠΗΓΑΣΟΣ
10 ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	6 ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.
11 ΥΙΟΙ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ-ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	7 ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
12 ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	8 Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
13 ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	9 Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ-Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.
14 ΚΡΕ.ΚΑ Α.Ε.	10 Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΝΤΥΠΩΝ Μ.Μ.Ε.
15 ΣΟΚΟΛΑΤΟΠΟΙΑ ΠΑΥΛΙΔΟΥ Α.Ε.	11 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
16 ΜΙΦΑΡΜΙΑ ΣΤΑΘΗΣ ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε.	11 ΧΗΜΙΚΑ
17 COCA-COLA B.E.E.	1 ΕΤΜΑ (Α.Ε. ΤΕΧΝ. ΜΕΤΑΞΗΣ)
5 ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΠΝΟΥ	2 RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΥΝΤΙΚΩΝ Α.Ε.
1 ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.	3 ΕΛΛΑΤΕΣ ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε.
2 ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ (Α.Β.Ε.Σ.)	12 ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ
6 ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	1 ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.
1 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	2 ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
2 ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	3 EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.
3 ΚΑ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΙΑΚΤΟΥ Γ. ΠΟΛΥΧΡΟΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	4 ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ
4 ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.	5 Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ
5 ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.	6 FLEXORACK Α.Ε.Β.Ε.Π.
6 ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΒΕΕ	7 ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ Α.Ε.
7 ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ - ΚΟΡ-ΦΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	13 ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ - ΤΣΙΜΕΝΤΑ
8 ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.	1 ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε.
9 ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.	2 ΧΑΛΥΨ (ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ)
10 ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	3 ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ
11 ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	4 ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.
12 ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	5 F.H.L.H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ
13 ΜΑΞΙΜ - ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	6 ΚΕΡΑΜΕΙΑ-ΑΛΛΑΤΙΝΗ
14 Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.	7 ΗΡΑΚΛΗΣ (ΑΝΩΝ. ΓΕΝ. ΕΤΑΙΡ. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ)
15 ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε.	8 ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ
16 Μ. & Α. ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	
17 ΦΙΕΡΑΤΕΣ - ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	

14 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	7 ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ
1 ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	8 ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.
2 Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	9 ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.
3 ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ)	10 ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & Β/ΝΙΑΣ

4 ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ. ΑΛΟΥΜ. Α.Ε.	11 ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Ε.Ε.
5 ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	12 ΕΥΔΕΜΠΟΡΙΑ Α.Ε.
6 ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	13 Α. ΚΑΛΠΙΝΗΣ-Ν.ΣΙΜΟΣ Α.Ε.Ε.
7 ΣΩΛΗΝ. Α. ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΑ Α.Ε.	14 ΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.
8 ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.	15 SPACE ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
9 ΣΙΑΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΤΙΝ ΕΡΑΙΚΟΝ)	16 Α.Σ. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ
10 ΕΤΕΜ Α.Ε.	17 ΕΛΤΟΝ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.
15 ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	18 ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.
1 ΒΙΟΣΩΛ Α.Ε.Ε.	19 ΜΟΥΣΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ
2 SPIDER ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΕΧΑΝΙΑ	20 ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Ε.
3 ΜΕΥΑCO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.Ε.	21 ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.
4 HELLAS CAN - Α.Ε. ΒΙΟΜ. ΚΥΤΙΩΝ	22 ΕΛΙΕΚΑ Α.Ε.
5 ΧΑΛΥΒΑΟΦΥΛΛΩΝ	23 ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε. ΕΞ.ΗΛΕΚΤΡΟΛ. ΥΛΙΚΟΥ
6 ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ. ΡΟΚΑΣ	24 VETERIN Α.Ε.Ε.
7 ΜΕΙΚΑ Α.Ε.	25 CONNECTION Α.Ε.Ε.Ε.
8 Ο. ΔΑΡΙΠΚ & ΣΙΑ Α.Β.Ν.Ε.	26 ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Ε.
9 Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΙΣ Α.Ε.	27 YALCO - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.
16 ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	28 C.A.P. COSMETICS Α.Ε.Ε.
1 KLEEMAN HELLAS Α.Ε.Ε.	29 RIDENCO Α.Ε.Ε.
2 FRIGOGLOSS	30 ΜΥΤΙΛΙΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ
17 ΚΑΛΩΔΙΑ	31 Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΑΡΙΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Ε.
1 NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	32 ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ Α.Ε.
2 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	33 ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε. - DELONGHI
18 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	34 MICROMEDIA - ΜΠΡΙΤΑΝΝΙΑ Α.Ε.
1 INTRAKOM Α.Ε.	35 ΚΕΓΟ Α.Ε.
19 ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ	36 ΝΙΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.
1 Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Ε.	37 ΒΟΙΤΑΤΖΟΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.
20 ΝΑΥΠΗΓΕΙΑ	27 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
1 ΝΕΩΡΙΟΝ ΝΕΑ Α.Ε. ΝΑΥΠΗΓΙΩΝ ΣΥΡΟΥ	1 DATAMEDIA
21 ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ	2 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΥΤΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.
1 SATO Α.Ε.	3 ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΕΣ Η/Υ Α.Ε.Ε.
2 ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ Α.Ε.	4 UNISYSTEMS
3 ΔΡΟΜΕΑΣ Α.Ε.	5 MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.Ε.
22 ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ	6 ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
1 FOLLI - FOLLIE Α.Ε.Ε.	7 INFO-QUEST Α.Ε.Ε.
23 ΑΙΥΑΙΣΤΗΡΙΑ	8 SYSWARE Α.Ε.
1 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΡΙΦΡΑΞΙΑ Α.Ε.	9 ALTEC ABLE
24 ΥΔΡΕΥΣΗ	10 ΠΟΥΛΙΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Ε.
1 ΕΥΔΑΠ	11 ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΣ ΤΕΧΝΙΤΕΣ
25 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΧΟΝΔΡΙΚΟΥ ΚΑΙ ΛΙΑΝΙΚΟΥ ΕΜΠΟΡΙΟΥ	12 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.
26 ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	13 CPT Α.Ε. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΜΠΟΡΙΟ, ΣΥΝΤΗΡΗΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ	28 ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
1 ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Ε.	1 ΡΑΔΙΟ-ΑΘΗΝΑΙ
26 ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2 ΠΛΑΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε.
1 ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Ε.Ε.	3 ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
2 Γ.Ρ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Ε.Ε.	4 JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
3 LAVIPHARM Α.Ε.	5 ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.Ε.
4 Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	6 ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.
5 ZAMPA Α.Ε.	7 ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ Α.Ε.
6 ΓΕΚΙΜΟ Α.Ε.	8 ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ Α.Ε.

9 ΔΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΙ ΑΦΟΙ Α.Ε.	37 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
10 ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.	1 ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.
11 Ν. ΒΑΡΒΕΡΙΣ - MODA BAGNO Α.Ε.	2 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
12 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.	3 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.
13 Π. ΚΩΣΤΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Ε.	4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ.
14 ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	5 ΕΘΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ.
15 ΑΤΑΛΑΝΤΙΚ Α.Ε.	6 ALPHA TRUST ΟΡΙΩΝ Α.Α.Ε.Ε.Χ.
29 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	
1 UNIFON Α.Ε.	7 ΠΡΟΔΟΣ Α.Ε.-ΕΛΛ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ
30 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	
31 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	
32 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	
33 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	
34 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	
35 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	
36 ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	
37 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
38 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
39 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
40 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
41 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
42 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
43 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
44 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
45 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
46 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
47 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
48 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
49 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
50 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
51 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
52 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
53 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
54 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
55 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
56 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
57 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
58 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
59 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
60 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
61 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
62 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
63 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
64 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
65 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
66 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
67 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
68 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
69 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
70 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
71 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
72 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
73 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
74 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
75 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
76 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
77 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
78 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
79 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
80 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
81 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
82 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
83 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
84 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
85 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
86 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
87 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
88 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
89 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
90 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
91 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
92 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
93 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
94 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
95 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
96 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
97 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
98 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
99 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
100 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	

2 ΝΕΧΤΙΝΕΤ Α.Ε.	9 ΜΑΡΦΙΝ Α.Ε.Ε.Χ.
3 ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Ε.	10 ΑΛΦΑ TRUST-ASSET MAN. FUND Α.Ε.Ε.Χ.
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ - ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΩΝ	
30 ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΑ ΚΑΤΑΛΥΜΑΤΑ	11 INTERINVEST - ΔΙΦΩΝΗΣ ΕΠΕΝΔ. Α.Ε.Ε.Χ.
1 ΑΣΥΗΡ PALACE	12 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.
2 ΓΕΚΕ Α.Ε.	13 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΩΣ Α.Ε.
3 ΛΑΜΠΑ (ΑΝ. ΕΤ. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ)	14 ΞΕΛΑΙΩ Α.Ε.Ε.Χ.
4 ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ ΚΕΝΤΡΑ ΝΕΟΤ.	15 ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
31 ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ	16 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ
1 OLYMPIC CATERING Α.Ε.	17 ΑΣΠΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ
2 ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΤΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε.	38 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΜΙΣΘΩΣΕΩΝ
3 EVEREST Α.Ε.	1 ΠΕΙΡΑΚΩΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ
4 GOODYS Α.Ε.	2 ΕΤΒΑ ΔΗΣΙΝΙΚ Α.Ε.
	3 ALPHA LEASING Α.Ε.
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ - ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ	
32 ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ	39 ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ
1 ΙΜΠΕΡΙΟ Α.Ε.	1 ΗΘΟΝΙΚΗ (ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΩΝ)
33 ΕΠΙΒΑΤΗΙΟΣ ΝΑΥΤΙΑ	2 Ο ΦΟΙΝΙΣ (ΑΝ. ΕΛΛ. ΕΤ. ΓΕΝ. ΑΣΦ.)
1 ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΙΖΗ Α.Ε.	3 ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΩΣΤΗ
2 ΝΑΥΠΑΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΡΣΒΟΥ Α.Ε.	4 ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ
3 ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΠΑΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	5 ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α.
4 ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	6 ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΕΛΛ. ΑΣΦ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΖΩΗΣ
34 ΒΟΗΘΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	7 ΜΕΤΡΟΛΙΦ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.Α.Ε.Ζ.
1 ΘΟΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠ. ΑΚΙΝ ΓΕΝ. ΑΠΟΘ. Α.Ε.	8 ΑΣΠΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α.
35 ΘΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΤΕΛΕΜΑΤΩΝ / ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ / ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ
1 ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΘΗΛΕΠΙΚΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	40 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
2 ΠΑΝΑΦΩΝ Α.Ε.Ε.Τ.	1 Ο ΚΕΚΡΟΥ ΞΕΝΟΔ.ΤΟΥΡΙΣΤ. ΟΙΚ.ΕΠΙΧ.
3 COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	2 ΕΡΜΗΣ Α.Ε. (ΟΙΚΟΔ. ΕΠΙΧΕΙΡΙΣΕΙΣ)
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	3 ΙΟΝΙΚΗ (ΞΕΝ/ΚΕΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ)
36 ΤΡΑΠΕΖΕΣ	4 ΑΙΡΙΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.
1 ΑΤΤΙΚΙΣ (ΤΡΑΠΕΖΑ)	41 ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ
2 ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	1 ΒΕΡΝΙΚΟΣ -ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΠΑΙΑΚΗ Α.Ε.
3 ΘΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	2 AUTOHELLAS Α.Ε.
4 ΕΙΣΑΓΓΕΛΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	3 ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΙΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.
5 ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓ EUROBANK -ΕΡΓΑΣΙΑΣ S.A.	42 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
6 ΠΕΙΡΑΚΩΣ (ΤΡΑΠΕΖΑ)	1 ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε.
7 Ε.Τ.Ε.Β.Α.	2 ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
8 ΑΣΠΣ ΣΤΙΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	3 BYTE COMPUTER ΑΒ.Ε.Ε.
9 ΕΤΒΑ	4 ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.
10 ΤΕΛΕΣΤΕ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	5 QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.
11 ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΩΣΤΕΩΣ	6 INFORMER Α.Ε.
12 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	7 FORTINET Α.Ε.
13 ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	8 LOGIC DATA INFORMATION SYSTEMS Α.Ε.
14 ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	9 SINGULAR Α.Ε.
15 ΕΛΛΑΔΟΣ (ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣ-)	10 UNISOFT Α.Ε. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ HY

43 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	17 ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.
1 ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ.	18 ΑΦΟΙ ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ Α.Τ.Ε.
2 ΚΑΩΝΑΤΕΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΙΣΕΩΝ Α.Ε.	19 Κ. Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
3 ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	20 ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.
4 ΕΠΙΧΕΙΡΙΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΙΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	21 ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
5 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΕΣΤΗΡΙΑ	22 ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε.
6 ΧΑΤΖΗΧΩΑΝΝΟΥ Α.Ε. ΣΥΜ. ΠΑΡ. ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ	23 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε.
7 ΑΧΩΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	24 ΕΑΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.
8 ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΛΛ Α.Β.Ε.Ι. Α.Ε. & Σ.	25 Ι ΝΟΜΩΝ Α.Ε.
9 ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	26 ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.
10 ΚΟΥΜΙΛΙΑΣ ΑΝΩΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	27 ΑΒΑΣ Α.Ε. ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
11 ΑΛΦΑ ΑΛΦΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.	28 ΑΕΤΕΚ Α.Ε.
12 ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	29 ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Β. & Τ.Ε.
13 Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	30 ΑΚΤΩΡ Α.Ε.

14 ALPHA FINANCE A.E.	31 ΑΤΕΜΚΕ Α.Τ.Ε.
15 ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	32 ΑΛΤΕ ΑΝΩΝ. ΤΕΧΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ
16 ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	33 ΜΕΤΑΦΡΑΣΤΙΚΑ ΕΡΓΑ
17 ALBIO A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	48 ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΑΛΛΑΓΩΝ - ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ
18 ΦΟΥΡΑΗΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	1 ΜΥΛΟΙ ΑΓ. ΓΕΩΡΓΙΟΥ
19 ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	2 STABILTON A.E.
20 ΜΕΑΓΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	3 ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.
21 ΑΘΗΝΑΙΚΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.Ε.	4 Π.Δ. ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
44 ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ	5 LAMDA DEVELOPMENT S.A.
1 ΑΤΕΡΜΩΝ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ Α.Ε.	6 ΙΝΤΕΡΣΑΤ Α.Ε.
2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΗΛΕΣΤΑΣΤΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ	7 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤ. ΜΠΕΣΚΟΙΣΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	8 MULTIRAMA Α.Ε.Β.Ε. ΘΗΑΕΙΛ ΚΑΙ ΗΛ. ΥΛΙΚΟΥ
45 ΥΓΕΙΑ	9 ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ Α.Ε.
1 ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	10 ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΠΑΠΑΦΙΛΗ Α.Ε.
2 ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ Π.Λ. ΦΑΛΗΡΟΥ Α.Ε.	11 Α. ΚΑΜΠΑΣ ΑΝΩΝ.ΟΙΝΟΠ.ΒΙΟΜ.ΚΤΗΜ.ΕΤ
3 ΙΑΣΩ	49 ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ
4 ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡ.ΚΕΝΤΡΟ Κ.Ι. ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ	1 ΑΛΚΑΡ Α.Ε. ΜΕΤΑΦ. ΕΜΠ. & ΤΟΥΡΙΣΜ.
5 ΤΟ ΕΝΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	2 COSMOS Α.Ε.ΒΙΟΜ. ΕΜΠ/ΚΗ,ΚΑΩΣΤ.&ΜΕΤ/ΚΗ
46 ΘΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	3 GLOBE Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
1 ΘΛΕΤΥΠΙΟΣ Α.Ε.	4 Δ.Α.Ν.Ε. SEA LINE
2 ΗΥΑΤΤ REGENCY ΞΕΝ/ΚΗ & ΤΟΥΡ. Α.Ε.	5 ΑΦΟΙ ΜΑΓΡΙΖΟΥ Α.Ε.
3 ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΘΛΕΟΡΑΣΗ	6 ΝΗΜΑΤΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)
47 ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	7 ΠΥΡΡΙΔΟΠΟΙΕΙΟΥ (ΕΤ.ΕΛΛ.-& ΚΑΛ.)
1 ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.	8 ΦΙΛΙΠΠΟΥ ΕΡΓΑ Α.Ε.
2 ΓΕΚΑΤ ΓΕΝ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Τ.Ε.	9 "ΣΙΜΕΝΤΑ ΧΑΛΚΙΔΟΣ"
3 ΓΕΝ.ΕΤ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	10 ΕCΟΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ Α.Ε.
4 ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	11 ΘΕΣΣΑΛΙΚΗ (Α. - ΟΙΝΟΠΝΕΥΜ. ΕΤ.)
5 ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	12 ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΟΜΗΧ. ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.
6 ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	13 ΕΛΒΙΕΜΕΚ Α.Ε.
7 ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	
8 ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	
9 ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙΜ. ΤΡΑΥΛΟΥ Α.Ε.Τ.Ε.	
10 ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.	
11 ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ	
12 ΤΕΡΝΑ Α.Ε.	
13 ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.	
14 ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	
15 Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ Α.Τ.Ε.	
16 ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 1,000,000 Δρχ (1/1/1993-29/12/2000)

Έτος	Τομείο		Ετήσιο Εντόκο Γράμμα Ελληνικού Δημοσίου		Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.Α.	
	Ποσό	Απόδοση	Ποσό	Απόδοση	Ποσό	Απόδοση
1993	1,174,576	17.46%	1,225,000	22.50%	1,425,920	42.59%
1994	1,363,778	16.11%	1,466,938	19.75%	1,292,425	-9.96%
1995	1,551,596	13.77%	1,732,652	17.50%	1,359,715	5.21%
1996	1,736,736	11.93%	1,961,515	13.80%	1,388,467	2.11%
1997	1,896,948	9.22%	2,175,321	10.90%	2,200,815	58.51%
1998	2,066,406	8.93%	2,445,060	12.40%	4,071,857	85.02%
1999	2,232,407	8.03%	2,676,852	9.48%	8,232,943	102.19%
2000	2,364,565	5.92%	2,897,960	8.26%	5,040,621	-38.77%
Συνολική Απόδοση 1/1/1993-29/12/2000		136.46%	189.80%		404.06%	
Μέση Ετήσια Απόδοση 1/1/1993-29/12/2000		11.36%	14.23%		22.41%	

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

Χρηματιστηριακά δεδομένα κατά την περίοδο 1990 - 2000

Έτος	Τιμή Γενικού Δείκτη ΧΑΑ	Αξία Συναλλαγών*	Αριθμός Εισηγμένων Εταιριών	Χρηματιστηριακή Αξία Εισηγμένων**	Εισαγωγή Νέων Εταιριών	Αντληθέντα Κεφάλαια Από Νέες Εισαγωγές*	Αντληθέντα Κεφάλαια Από ΑΜΚ *	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ *
1990	932,00	608.688	145	2.427	28	58.986	130.836	189.822
1991	809,71	437.550	159	2.355	14	54.341	96.089	150.430
1992	672,31	307.290	164	2.044	5	424	30.820	31.244
1993	958,66	637.077	150	3.117	10	22.455	79.530	101.985
1994	868,91	1.262.050	196	3.578	46	100.534	164.267	264.801
1995	914,15	1.408.470	215	4.026	20	22.378	64.438	86.816
1996	933,47	1.990.007	235	5.945	22	113.142	35.766	148.908
1997	1479,63	5.802.031	237	9.811	12	20.092	510.094	530.186
1998	2737,55	14.083.589	258	22.839	23	333.292	933.185	1.266.477
1999	5535,09	58.954.509	294	67.311	37	566.591	3.834.029	4.400.620
2000	3388,86	34.392.278	342	40.292	53	1.015.858	3.583.383	4.599.241

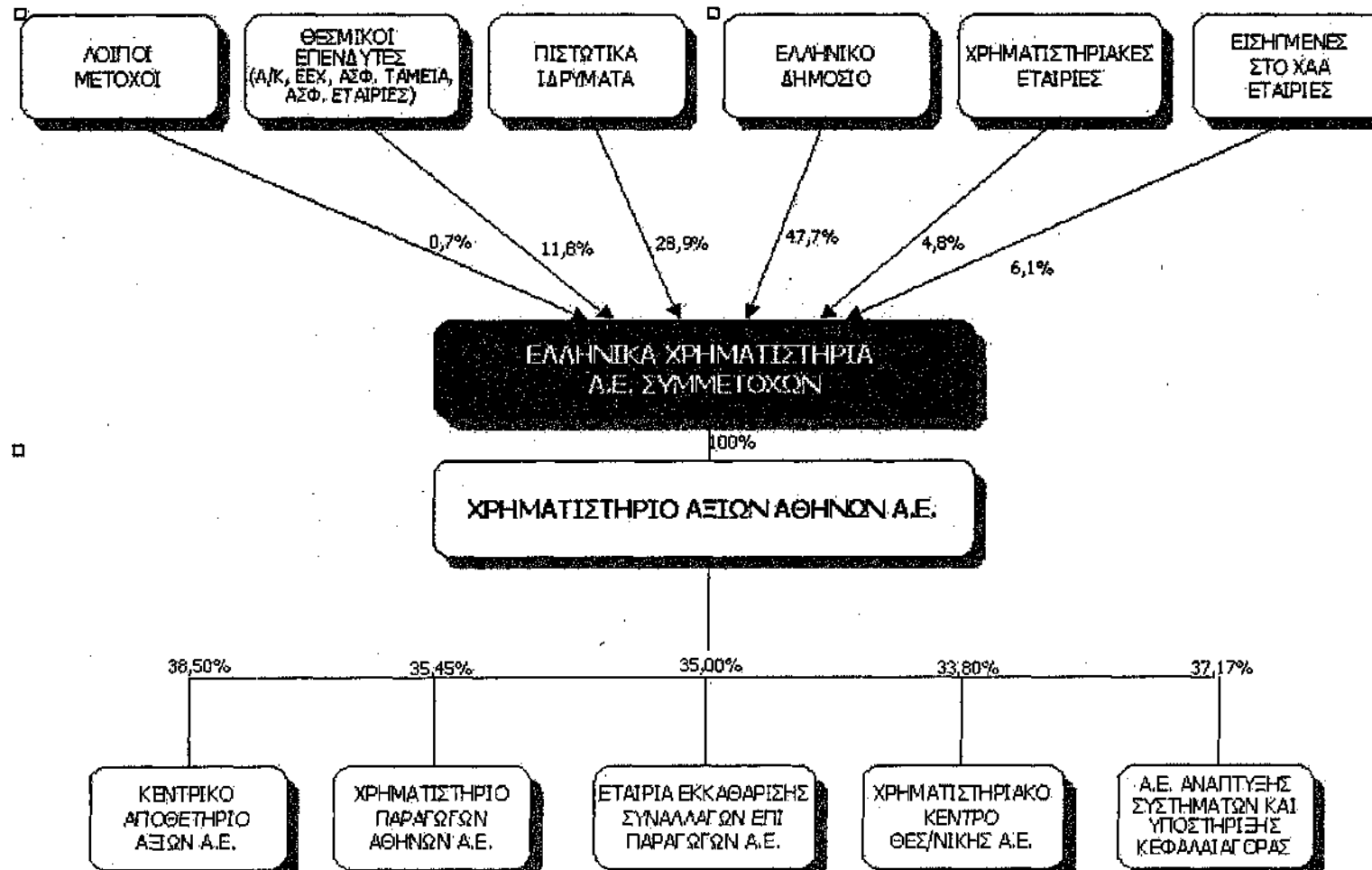
πηγή: ΧΑΑ, Περιοδικό Χρήμα& Αγορά.

* Εκατομ. Δρχ

** Δισ. Δρχ

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

Η μετοχική σύνθεση της ΕΧΑΕ και ο όμιλος των συνδεδεμένων εταιρειών της.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ΒΑΒΟΥΡΑΣ, Ι. (1999), *Πολιτική οικονομικής ανάπτυξης*, Αθήνα : εκδόσεις Παπαζήση.
- ΓΑΛΙΑΤΣΟΣ, Κ. (1994), *Διεθνείς κεφαλαιαγορές και ελληνικό χρηματιστήριο*, Αθήνα – Κομοτηνή : εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.
- ΔΕΛΗΘΕΟΥ, Β. (1996), *Το νομικό καθεστώς προστασίας ξένων κεφαλαίων και επενδύσεων αναπτυξιακού χαρακτήρα στην Ελλάδα*, Αθήνα.
- ΔΕΛΗΣ, Κ. (1996), *Αγορές χρήματος και κεφαλαίου*, Αθήνα – Κομοτηνή: εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.
- ΖΑΒΒΟΣ, Γ. (1989), *Η τραπεζική πολιτική της ΕΟΚ εν όψει του 1992*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα : εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.
- ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ, Σ. ΞΑΝΘΑΚΗΣ, Μ. (1990), *Αγορές χρήματος και κεφαλαίου*, Αθήνα: εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.
- ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗΣ, Γ. (1994), *Αξιολόγηση επενδύσεων χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές*, Αθήνα : εκδόσεις Κ. Σμπίλια «Το Οικονομικό».
- ΛΥΜΠΕΡΑΚΗ, ΑΝΤ. (2000), *Κεφαλαιαγορά – χρηματαγορά*, Αθήνα : Πάντειο Πανεπιστήμιο, Πανεπιστημιακές σημειώσεις.
- ΜΑΛΙΝΔΡΕΤΟΥ, Μ. (1999), *Χρηματοοικονομική ανάλυση - Χρηματιστήριο*, Αθήνα : εκδόσεις Παπαζήση.
- ΜΑΛΙΝΔΡΕΤΟΥ, Μ. (1998), *Επενδύσεις*, Αθήνα : εκδόσεις Παπαζήση.
- ΜΕΛΑΣ, Κ. (1999), *Παγκοσμιοποίηση*, Αθήνα : εκδόσεις Εξάντας.
- ΜΕΡΤΖΑΝΗΣ, Χ. (1998), *Διεθνείς μετακινήσεις κεφαλαίων, αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές και οικονομική ανάπτυξη*, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Διεύθυνση Μελετών.
- ΜΗΤΣΙΟΠΟΥΛΟΣ, Γ. (1997), *Σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές και προϊόντα*, Αθήνα : εκδόσεις Ipirotiki Publications.
- ΠΑΛΑΣΚΑΣ, Θ. (1996), *«Η ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων χωρών θα σώσει τις οικονομίες των ανεπτυγμένων;»*, Οικονομικός Ταχυδρόμος, 18-4.

- ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ, Γ. (1997), *Επενδύσεις – Διοίκηση και ανάλυση*, Αθήνα : εκδότης Γ. Παπούλιας.
- ΠΤΕΛΗΣ, Χ. ΑΝΤΩΝΑΚΗΣ, Ν. (1998), *Διεθνής ανταγωνιστικότητα και βιομηχανική στρατηγική*, Αθήνα : εκδόσεις Τυπωθήτω – Γ. Δαρδανός.
- ΠΡΟΒΟΠΟΥΛΟΣ, Γ. (1995), *Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα – τάσεις και προοπτικές*, Αθήνα : Ινστιτούτο Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών.
- ΡΕΠΠΑΣ, Π. (1991), *Οικονομική ανάπτυξη, θεωρίες και στρατηγικές*, Αθήνα : εκδόσεις Παπαζήση.
- ΣΙΑΦΑΚΑΣ, Γ. (1991), *Τι είναι το Χρηματιστήριο Αξιών*, Αθήνα : εκδόσεις Κ. Σμπύλια «Το Οικονομικό».
- ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ, Κ. (1999), *Διεθνείς κεφαλαιαγορές*, Θεσσαλονίκη : εκδόσεις Ανικούλα.
- ΤΑ ΝΕΑ (2000), «Χρηματιστηριακές συμμαχίες», *ΤΑ ΝΕΑ 20 Νοεμβρίου*.
- ΤΑ ΝΕΑ (2000), «Ετοιμάζεται το παγκόσμιο χρηματιστήριο» *ΤΑ ΝΕΑ 25 Νοεμβρίου 2000*.
- ΦΙΛΙΠΠΙΑΣ, Ν. (1999), *Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον*, Αθήνα : εκδόσεις Globus invest.
- WESTON, J. BRIGHAM, E. (1986), *Βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής*, Αθήνα : εκδόσεις Παπαζήση.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (2000), *Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς*, Αθήνα.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (2000), *Νόμος 2651/1998 – Ρυθμίσεις θεμάτων της Χρηματιστηριακής Αγοράς – Λειτουργία Παράλληλης Αγοράς στο ΧΑΑ*, Αθήνα, Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (ΧΠΑ-ΕΤΕΣΕΠ) (2000), *Νομοθετικό & Κανονιστικό Πλαίσιο*, Αθήνα.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (2000), *Η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών*, Θεσσαλονίκη.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (2000), *Η Παράλληλη Εισαγωγή Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Μετοχών Εισηγμένων Σε Χρηματιστήρια Εκτός Ελλάδας*, Θεσσαλονίκη.
- ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕ (2000), *Απολογισμός Χρήσεως 1999*, Αθήνα.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (2000), *Κανονισμός Αναδοχών*, Αθήνα, Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης.

ΕΞΗΓΑΣΗ

ARESTIS, PH. DEMETRIADES, P. (1996), *Finance and Growth: Institutional considerations and causality*, Paper presented at the Royal Economic Society Annual Conference, University of Wales Swansea.

ARESTIS, PH. and MALCOLM, S. (1997), *The relevance of Keynesian economic today*, Great Britain: Macmillan Press LTD.

ATHENS STOCK EXCHANGE (2000), *FactBook 2000*, Athens

BECK, T. LEVINE, R. LOYAZA, N. (1999), *Finance and the sources of growth*, World Bank mimeo.

DEMIRGUC-KUNT, A. MAKSIMOVIC, V. (1998), *Law Finance and Firm Growth*, Journal of Finance, 53(6).

Di NOIA, C. (1998), *Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects Implicit Mergers and Remote Access*, The Wharton School, University of Pennsylvania.

EATWELL, J. TAYLOR, L. (1998), *International capital markets and the futures of economic policy*, New York, Center for Economic Policy Analysis.

FRANKLIN, A. SANTOMERO, A. (1999), *What do financial intermediaries do?* The Wharton School, University of Pennsylvania, 99-30b.

GREENWOOD, J. SMITH, B. (1997), *Financial markets in development, and the development of financial markets*, Journal of Economic Dynamics and Control, 145-181.

LEVINE, R. ZERVOS, S. (1996), *Stock market development and long-run growth*, World Bank, unpublished paper.

LEVINE, R. ZERVOS, S. (1998), *Stock markets, Banks and Economic Growth*, American Economic Review, 88(3).

- LEVINE, R. (2000), *Bank-Based or Market-Based Financial Systems : Which is better?*, University of Minnesota, Unpublished paper.
- LEVINE, R. (2000), *International Financial Liberalization and Economic Growth*, Review of International Economics.
- LEVINE, R. LOYAZA, N. BECK, T. (2000), *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, Journal of Monetary Economics, 46, 31-77.
- MAURO, P. (2000), *Stock returns and output growth in emerging and advanced economies*, International Monetary Fund, WP/00/89.
- OXELHEIM, L. (1996), *Financial markets in transition*, London: International Thomson Business Press.
- PILBEAM, K. (1998), *Finance & financial markets*, Great Britain: Macmillan Press LTD.
- TSURU, K. (2000), *Finance and growth: some theoretical considerations, and a review of the empirical literature*, OECD, Economics Department Working Papers, No.228.

ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ

- Alpha bank ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ, διάφορα τεύχη.
- Περιοδικό “ΧΡΗΜΑ και ΑΓΟΡΑ”, διάφορα τεύχη.
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΑ ΔΕΛΤΙΑ.
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ ΤΥΠΟΥ.
- Ένωση Ελληνικών τραπεζών.

