

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΗΠΕΙΡΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ**

**“ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ Η
ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ -
ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ”**



**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ :
ΖΑΡΑΓΚΑΣ ΛΕΩΝΙΔΑΣ**

ΜΠΡΑΤΣΟΥ ΣΟΦΙΑ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΠΡΕΒΕΖΑ 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1.1 Τι είναι το χρηματιστήριο.....	6
1.2 Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε.....	8
1.3 Είδη χρηματιστηρίων.....	9
1.4 Χρηματιστήριο ως αγορά	9
1.5 Περίοδος – μεγέθη	10
1.6 Οι Χρηματιστηριακοί τίτλοι	11
1.7 Οι μετοχικοί χρηματιστηριακοί τίτλοι	12
1.8 Πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα του χρηματιστηρίου.....	13
1.9 Μέλη του ΧΑΑ.....	16
1.9.1 Χρηματιστές.....	16
1.9.2 Αντικρυστές.....	17
1.9.3 Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες.....	18
1.9.4 Υποχρεώσεις και κυρώσεις των μελών του Χ.Α.Α.....	19
1.9.5. Συνδρομητές του Χ.Α.Α.....	20
1.10 Τα εποπτικά όργανα του Χ.Α.Α.....	21
1.10.1 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	21
1.10.2 Αρμοδιότητες Της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	23
1.11 Σκοπός των Χρηματιστηρίων Αξιών.....	25
1.12 Παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία ενός Χρηματιστηρίου Αξιών.....	26
1.13 Η διεθνής παρουσία του Χ.Α.Α.....	28

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΜΕΤΟΧΗ

2.1 Τι είναι μετοχή.....	31
2.2 Εννοιολογικό περιεχόμενο της Μετοχής	31

2.3 Κατηγορίες Μετοχών.....	32
2.3.1 Τρόπος Μεταβίβασης Μετοχών.....	32
2.3.2 Δικαιώματα Κομιστή.....	32
2.3.3 Τιμή Έκδοσης.....	35
2.4 Τιμές Μετοχών.....	36
2.4.1 Ονομαστική Αξία.....	37
2.4.2 Λογιστική Αξία.....	37
2.4.3 Χρηματιστηριακή Αξία.....	39
2.4.4 Χρηματιστηριακή αγορά μετοχών.....	39
2.5 Ημερήσια διακύμανση τιμών Μετοχών.....	46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΑΑ

3.1 Προϋποθέσεις Εισαγωγής Μετοχών στο ΧΑΑ(κύρια αγορά).....	49
3.2 Απαιτούμενα Δικαιολογητικά για την Εισαγωγή Μετοχών στο ΧΑΑ.....	54
3.3 Διαδικασία Εισαγωγής Μετοχών στο ΧΑΑ.....	56
3.4 Εισαγωγή Μετοχών Ναυτικών Εταιριών στο ΧΑΑ.....	58
3.5 Προϋποθέσεις Εισαγωγής Μετοχών στο ΧΑΑ (παράλληλη αγορά).....	58
3.6. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.ΧΑ)..	59
3.7 Η δευτερογενής εισαγωγή μετοχών (Secondary listing).....	61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Εισαγωγή.....	63
4.1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.....	69
4.2 Σύγχρονα υποδείγματα ανάλυσης μεταβλητότητας.....	85
4.4 Θεωρία των υποδειγμάτων ARCH και GARCH.....	86
4.4.1 Μέθοδοι εκτίμησης των υποδειγμάτων ARCH και GARCH.....	90

4.5 Δεδομένα - Μεταβλητές.....	91
4.6 Μεθοδολογία.....	92
4.6.1 Στοχαστική συμπεριφορά της Ελληνικής αγοράς.....	92
4.6.2 Αποτελέσματα του Υποδείγματος GARCH.....	94

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η ενασχόληση με τη δημιουργία μιας εργασίας αποφέρει θετικά αποτελέσματα για τους σπουδαστές, ειδικά όταν το θέμα προκαλεί το προσωπικό τους ενδιαφέρον.

Έτσι αποφάσισα να ασχοληθώ με ιδιαίτερη θέληση και να δραστηριοποιηθώ ανάλογα, όταν συζήτησα το θέμα με τον κύριο Ζάραγκα και κατέληξα στην επιλογή του. Αμέσως συνειδητοποίησα τη σπουδαιότητα και τη σημασία του θέματος στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα και ενέργησα γρήγορα για τη συλλογή των στοιχείων.

Στην προσπάθεια αυτή αρωγός ήταν ο καθηγητής της Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας του Τ.Ε.Ι. Ηπείρου κύριος Ζάραγκας ο οποίος μου υπέδειξε τις πηγές, απ' τις οποίες άντλησα την κατάλληλη βιβλιογραφία.

Καταλήγοντας το σύντομο αυτό πρόλογο ελπίζω η προσπάθειά μου να είναι ικανοποιητική, να αποκομίσει θετικά σχόλια και επικοινωνιακές κρίσεις.



10 ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ

1.1 Τι είναι το χρηματιστήριο

Χρηματιστήριο είναι το μέρος εκείνο όπου πραγματοποιούνται αγοραπωλησίες τίτλων (δηλ. αξιών ή αντικειμένων), των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση που υπάρχει στην αγορά.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ιδρύθηκε το 1876 με απόφαση του τότε Υπουργικού Συμβουλίου και λειτούργησε για πρώτη φορά το 1880. Με το Βασιλικό διάταγμα 12/1909 ορίστηκε ως μοναδικός χώρος για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους Δημοσίου, Τραπεζών και άλλων αναγνωρισμένων ανώνυμων εταιρειών.

Μετατράπηκε σε Α.Ε. με το Νόμο 2324/1995, με το Δημόσιο να κατέχει το 100% του

κεφαλαίου. Από το 1996 ξεκίνησε η ιδιωτικοποίηση του, και σταδιακά, τμήμα του μετοχικού του κεφαλαίου πωλήθηκε σε επιλεγμένους θεσμικούς επενδυτές. Ακόμα, με το Ν.2937/2001 δόθηκε το δικαίωμα στο ΧΑΑ να απορροφήσει το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) και να αποκτήσει όλες τις αρμοδιότητες, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις του ΧΠΑ, κάτι που ολοκληρώθηκε το 2002 και το ΧΑΑ μετονομάστηκε σε Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ). Κατά το 2000 ιδρύθηκε η εταιρεία συμμετοχών Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (ΕΧΑΕ), η οποία απέκτησε το 98,19% του τότε ΧΑΑ, ενώ το υπόλοιπο 1,81% ανήκε στο Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών Α.Ε. Η ΕΧΑΕ, στη συνέχεια, προχώρησε στην πλήρη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση του ομίλου, η οποία περατώθηκε το 2003, σύμφωνα με την οποία πραγματοποιήθηκε ανταλλαγή των μετοχών των άλλων εταιρειών του ομίλου με μετοχές της ΕΧΑΕ. Μ' αυτό τον τρόπο, η ΕΧΑΕ είναι άμεσα ή έμμεσα ο μοναδικός μέτοχος των εταιρειών του ομίλου, δηλαδή του Χρηματιστηρίου Αθηνών, του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, της Εταιρείας Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης. Τον έλεγχο και την εποπτεία του ΧΑ, με βάση το Ν.3152/2003, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στις 19.12.2003, η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας αποφάσισε, σύμφωνα με το Ν.3152/2003 με βάση τον οποίο επήλθε η πλήρης αποκρατικοποίηση του ομίλου της ΕΧΑΕ, την τροποποίηση του καταστατικού της, προκειμένου αυτό να προσαρμοστεί πλήρως στις διατάξεις του Ν.2190/1920, και εξέλεξε νέο Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο αποτελείται από επτά μέλη εκ των οποίων δύο (2) είναι εκτελεστικά και δύο (2) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.3016/2002.

Σήμερα, στο ΧΑ διαπραγματεύονται τα παρακάτω είδη κινητών αξιών:

- Μετοχές εισηγμένων εταιρειών
- Δικαιώματα επί των μετοχών
- Παράγωγα χρηματιστηριακά προϊόντα
- Ομόλογα δημοσίου και διεθνών οργανισμών, όπως της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων

- Ομολογιακά δάνεια εταιρειών
- Μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια
- Ομόλογα με ρήτρα ευρώ ή ξένου νομίσματος,
- Χρυσές λίρες και χρυσός

Σκοπός του Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε. είναι η οργάνωση και υποστήριξη της λειτουργίας αγορών αξιών, παραγώγων, καθώς και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. Για την επίτευξη του σκοπού της, η εταιρεία μπορεί να ασκεί κάθε δραστηριότητα που αφορά σε:

- Σχεδιασμό, ανάπτυξη, δημιουργία και λειτουργία αγορών αξιών ή παραγώγων ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων.
- Καθορισμό κανόνων και διαδικασιών λειτουργίας των αγορών.
- Εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση στις αγορές.
- Καθορισμό των χαρακτηριστικών και προϋποθέσεων που απαιτούνται για την εισαγωγή των χρηματοπιστωτικών μέσων.
- Παρακολούθηση των συναλλαγών.
- Άσκηση εκπαιδευτικών δραστηριοτήτων που αφορούν σε θέματα που συνδέονται με τις αγορές, τα προϊόντα των αγορών και τα συστήματα λειτουργίας και εκκαθάρισης.

Στο πλαίσιο του σκοπού της εταιρείας, η Διοίκηση και το προσωπικό καταβάλλουν κάθε προσπάθεια για τη βελτίωση των παρεχόμενων υπηρεσιών προς το επενδυτικό κοινό, τις εισηγμένες εταιρείες και τα μέλη του χρηματιστηρίου.

Σχετικά με την οργανωτική δομή του ΧΑ, οι βασικές Διευθύνσεις για τη λειτουργία των αγορών είναι:

- Διεύθυνση Συναλλαγών και Παρακολούθησης Αγορών
- Διεύθυνση Εισηγμένων Τίτλων
- Διεύθυνση Μάρκετινγκ
- Διεύθυνση Πωλήσεων
- Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης

- Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών Αγοράς Παραγωγών

- Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης
- Τμήμα Μάρκετινγκ
- Τμήμα Πωλήσεων

Εντός του ΧΑ λειτουργεί και μονάδα εκπαίδευσης, η οποία παρέχει εκπαίδευση πάνω στα θέματα των αγορών του ΧΑ, ενώ, ειδικότερα, προετοιμάζει τα στελέχη της αγοράς παραγωγών για τις διάφορες πιστοποιήσεις, όπως ειδικού διαπραγματευτή και εκκαθαριστή συναλλαγών.

1.2 Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε.

Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) ιδρύθηκε το 1991, και σήμερα ελέγχεται 100% από την ΕΧΑΕ. Είναι αρμόδιο για την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών επί των μετοχών που είναι εισηγμένες στο ΧΑ, την καταχώριση των μεταβιβάσεων, των δεσμεύσεων και των βαρών των αξιών που είναι εισηγμένες στο ΧΑ, και την παροχή υπηρεσιών σε θέματα μερισμάτων, τοκομεριδίων, δωρεάν μετοχών, καθώς και την εκκαθάριση των συναλλαγών σε αυλους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

1.3 Είδη χρηματιστηρίων

Εκτός από το ΧΑ, υπάρχουν και άλλα είδη Χρηματιστηρίων και συγκεκριμένα:

- ❖ Τα λεγόμενα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων (Commodities Exchanges), όπου κλείνονται συμφωνίες και συνάπτονται συμβάσεις αγοραπωλησιών προϊόντων, με βάση το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης, κτλ.
- ❖ Τα Ναυτιλιακά ή Χρηματιστήρια Ναύλων (Freight / Shipping Exchanges), που έχουν αντικείμενο τις ναυλώσεις, τις ασφαλίσεις και τις αποθηκεύσεις.
- ❖ Υπάρχουν επίσης και άλλα είδη Χρηματιστηρίων, όπως τα Χρηματιστήρια Έργων Τέχνης και το Χρηματιστήριο Εργασίας, που έχει μετεξελιχθεί σε σύγχρονη οργάνωση των αγορών εργασίας.

1.4 Χρηματιστήριο ως αγορά

Το ΧΑ, είναι η αγορά όπου ανταλλάσσονται χρηματιστηριακές αξίες ή χρηματιστηριακοί τίτλοι που εκδίδονται από τις επιχειρήσεις ή το Κράτος και κρατούνται από τους επενδυτές.

Το ΧΑ αποτελεί τμήμα της λεγόμενης "κεφαλαιαγοράς", σε αντιδιαστολή από τη "χρηματαγορά", που μαζί με τις νομισματικές αρχές συναποτελούν το Χρηματοοικονομικό Σύστημα μιας Χώρας. Η βασική διαφορά είναι ότι στη χρηματαγορά συναλλάσσονται τίτλοι διάρκειας μικρότερης από ένα έτος και έχουν συνήθως χαμηλότερο κίνδυνο αθέτησης σε σχέση με την κεφαλαιαγορά. Η κεφαλαιαγορά περιέχει όλες τις διαθέσιμες δυνατότητες για τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων έργων από τράπεζες ή από το Χρηματιστήριο. Ειδικότερα, οι μετοχικοί τίτλοι, που εκδίδονται από εταιρίες και διαθέτονται στο Χρηματιστήριο, δεν έχουν χρηματοδοτικές επιβαρύνσεις (τοκοχρεολύσια), καθότι οι επενδυτές που τους προμηθεύονται, γίνονται μέτοχοι των εταιριών.

Το Χρηματιστήριο, ως αγορά, έχει τέσσερις τουλάχιστον βασικές διαφορές από τις γνωστές αγορές προϊόντων:

Πρώτο. Στη χρηματιστηριακή αγορά ανταλλάσσονται σήμερα άυλα και όχι υλικά προϊόντα. Αποτελούν τίτλους απαιτήσεων των επενδυτών και υποχρεώσεων των φορέων που τους εκδίδουν (αποϋλοποίηση των τίτλων).

Δεύτερο. Η παραδοσιακή χρηματιστηριακή αγορά (κύρια αγορά) βρίσκεται σε συγκεκριμένο χώρο, αλλά με τις σημερινές συνθήκες της σύγχρονης ηλεκτρονικής τεχνολογίας, με πλήρες μηχανογραφημένο ηλεκτρονικό σύστημα, δίκτυα και διαδίκτυα, "τεχνητούς δορυφόρους" και το Internet, υπάρχουν τμήματα της όπου οι συναλλαγές γίνονται χωρίς να υπάρχει γεωγραφικός χώρος.

Τρίτο. Η αξία των χρηματιστηριακών τίτλων (βασικά μετοχικών και ομολογιακών τίτλων), βρίσκεται στο ότι αυτοί ενσωματώνουν προσδοκίες για μελλοντικές αποδόσεις που αποφέρουν στους επενδυτές (αγορά προσδοκιών). Κατά συνέπεια, οι τιμές των

χρηματιστηριακών τίτλων διαμορφώνονται μεν καθημερινά σύμφωνα με το "νόμο της προσφοράς και της ζήτησης", αλλά συνεπηρεάζονται από τις προσδοκίες για το μέλλον των εταιριών που τους εκδίδουν. Εύλογα, οι προσδοκίες συνοδεύονται με κίνδυνο.

Τέταρτο. Οι συναλλασσόμενοι επενδυτές, αγοραστές και πωλητές των χρηματιστηριακών τίτλων, δεν χρειάζεται να έχουν ειδικές γνώσεις για τα ηλεκτρονικά συστήματα, ούτε να παρευρίσκονται προσωπικά στις συναλλαγές τους, που διεκπεραιώνονται από μεσάζοντες (χρηματιστές), σύμφωνα με "εντολές" που τους δίνουν.

Πέμπτο. Οι επενδυτές που έχουν αποκτήσει επαρκή αντίληψη και εξοικείωση με το Χρηματιστήριο και το τοπικό και το διεθνές χρηματιστηριακό περιβάλλον ονομάζονται "ώριμοι επενδυτές", καθότι είναι σε θέση να αξιοποιούν πιο αποτελεσματικά τις διαθέσιμες δυνατότητες και να επιτυγχάνουν σταθερά υψηλότερες αποδόσεις σ' αυτό.

1.5 Περίοδος - μεγέθη

Παρακάτω γίνεται παρουσίαση των κυριότερων εξελίξεων του ΧΑΑ στη διάρκεια της τελευταίας 20ετίας και περιλαμβάνονται τα παρακάτω μεγέθη:

- ✓ Αξία χρηματιστηριακών συναλλαγών
- ✓ Χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων τίτλων
- ✓ Δείκτης Τιμών ΧΑΑ
- ✓ Αριθμός εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ
- ✓ Κερδοφορία επιχειρήσεων

1.6 Οι Χρηματιστηριακοί τίτλοι

Οι χρηματιστηριακοί τίτλοι ή κινητές αξίες, όπως επίσης λέγονται, κατατάσσονται στις παρακάτω πιο ομοιογενείς κατηγορίες:

- Τίτλοι σταθερής απόδοσης (ομόλογα, ομολογίες και προνομιούχε μετοχές).
- Τίτλοι κυμαινόμενης απόδοσης (κοινές μετοχές).
- Κρατικοί τίτλοι ή δημόσιοι τίτλοι και ιδιωτικοί τίτλοι.

- Τίτλοι εισηγμένοι στο Χρηματιστήριο Αξιών και μη εισηγμένοι τίτλοι, που η διαπραγμάτευση τους γίνεται εκτός ΧΑ.
- Τίτλοι ονομαστικοί και ανώνυμοι.
- Τίτλοι που κυκλοφορούν και όχι.
- Τίτλοι βραχυπρόθεσμης λήξης -εντός έτους- που συναλλάσσονται σε λεγόμενη χρηματαγορά και μακροπρόθεσμοι τίτλοι που συναλλάσσονται στην κεφαλαιαγορά και στη χρηματιστηριακή αγορά.
- Τίτλοι με πιο βέβαιη απόδοση και τίτλοι υψηλότερων αποδόσεων που περιέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.
- Μετοχικοί τίτλοι εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης και χρηματιστηριακής αξίας και τίτλοι εταιριών μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης κι χρηματιστηριακής αξίας (μετοχές μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίηση "περιφερειακές μετοχές").
- Ασφαλή και εγγυημένα χρεόγραφα και επισφαλή χρεόγραφα.
- Ομολογιακοί τίτλοι υψηλού κινδύνου.
- Τίτλοι με μεγάλη εμπορευσιμότητα και διαπραγματευτικό ενδιαφέρον οι ΧΑ και τίτλοι με μικρή εμπορευσιμότητα.

Παρακάτω ασχολούμαστε με τα χαρακτηριστικά των κύριων χρηματιστηριακών τίτλων, με την πιο συνήθη ταξινόμηση τους στην πράξη: μετοχικούς, δανειακούς και μικτούς χρηματιστηριακούς τίτλους. Αναφερόμαστε και σε ορισμένα είδη χρηματιστηριακών τίτλων που δεν έχουν ακόμη εισαχθεί στη Χώρα μας.

1.7 Οι μετοχικοί χρηματιστηριακοί τίτλοι

i. Κοινές μετοχές

Οι κοινοί μετοχικοί τίτλοι έχουν τα εξής κύρια χαρακτηριστικά: (α) Ο επενδυτής αποκτά εταιρική ιδιότητα ως "μέτοχος", με συμμετοχή σε επιχειρηματικό κίνδυνο και ισότιμο δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και στις ζημίες της επιχείρησης (τίτλοι μη σταθερού εισοδήματος), (β) Η συμμετοχική ιδιότητα έπεται στις υποχρεώσεις του παθητικού (χρέη προς τρίτους) των επιχειρήσεων, (γ) Οι κοινές ανώνυμες μετοχές είναι ομοιογενείς, ενιαίες, ισόποσες και ισότιμες, δηλαδή όλες έχουν την ίδια τρέχουσα χρηματιστηριακή

αξία (τιμή) στην αγορά, (δ) Είναι αδιαίρετες, δηλαδή δικαιούχος μιας μετοχής είναι μόνο ένας. Εάν υπάρχει συγκυριότητα, γίνεται αντιπροσώπευση με ένα νόμιμο πληρεξούσιο. (ε) Είναι ελεύθερα μεταβιβάσιμες, βάσει των εντολών αγορών και πωλήσεων που δίνονται από τους επενδυτές. Οι ονομαστικές μετοχές μεταβιβάζονται με εγγραφή σε ειδικό βιβλίο μετόχων της ΑΕ, που υπογράφεται και χρονολογείται και από τους δύο συναλλασσόμενους. Υπάρχουν και "δεσμευμένες ονομαστικές μετοχές" που για να μεταβιβαστούν απαιτείται έγκριση του ΔΣ ή της ΓΣ της ΑΕ. (στ) Έχουν μεταβαλλόμενη (κυμαινόμενη) και όχι σταθερή αξία. Η αξία (τιμή) των μετοχών που είναι εισηγμένες στο ΧΑ, καθορίζεται καθημερινά από την προσφορά και τη ζήτηση. Τιμές διαμορφώνονται στην αρχή, καθόλη τη διάρκεια των συναλλαγών και κατά το κλείσιμο (τιμή κλεισίματος). Η αξία των μετοχών μη εισηγμένων εταιριών αντιμετωπίζει προβλήματα αποτίμησης της "καθαρής θέσης" της επιχείρησης στον ισολογισμό (Συνολικό Παθητικό - Υποχρεώσεις προς Τρίτους = Ίδια Κεφάλαια = Μετοχικό Κεφάλαιο + Αποθεματικά κάθε φύσης).

ii. Προνομιούχες Μετοχές

Οι Προνομιούχες Μετοχές έχουν ορισμένα χαρακτηριστικά που ομοιάζουν με τις κοινές μετοχές και μερικά με τους ομολογιακούς τίτλους. Οι ΠΜ έχουν συνοπτικά τα εξής συγκεκριμένα χαρακτηριστικά:

(α) Είναι είτε ονομαστικές, είτε ανώνυμες.

(β) Συνήθως δεν έχουν δικαίωμα ψήφου και συμμετοχής στη διαχείριση της εταιρίας.

(γ) Έχουν ορισμένα προνόμια έναντι των κοινών μετόχων στην απόδοση μερίσματος ακόμη και σε περίπτωση μη ύπαρξης κερδών, καθώς και δικαίωμα προτίμησης στην περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ή διακοπής των εργασιών και εκκαθάρισης της εταιρίας. Είναι δυνατόν να προβλέπεται δικαίωμα μετατροπής των ΠΜ σε κοινές μετοχές, οπότε ορίζεται και ο χρόνος μετατροπής.

(δ) Δικαίωμα ανάληψης πρώτου μερίσματος, πριν από τις κοινές μετοχές.

(ε) Λήψη μερίσματος ακόμη κι αν αποφασιστεί μη διανομή μερίσματος για τις κοινές μετοχές. Οι ανώνυμες ΠΜ έχουν δικαίωμα απολαβής τόκου μετά από τους ομολογιούχους, ανεξάρτητα από την ύπαρξη κερδών.

(στ) Από άποψη φορολογικής μεταχείρισης των εταιριών, οι πληρωμές για ΠΜ

χειρίζονται ως μερίσματα μάλλον παρά ως πληρωμές για τόκους και δεν εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα.

(ζ) Προσελκύουν το ενδιαφέρον των επενδυτών, εκτός των άλλων, καθόσον είναι μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.

1.8 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ / ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Οι επενδυτές έχουν ευχέρεια μεταβολής των θέσεων τους με πωλήσεις τίτλων που κατέχουν και με αγορά τίτλων με καλύτερες προοπτικές, χαμηλό συναλλακτικό κόστος, κλπ. Έτσι, το όλο πλέγμα των χρηματιστηριακών αγορών ενθαρρύνει τις επενδύσεις, κινητοποιώντας τις εγχώριες αποταμιεύσεις και συντελώντας στην προσέλκυση ξένων αποταμιεύσεων, στη διαδικασία των αποκρατικοποιήσεων (ιδιωτικοποιήσεων) των ΔΕΚΟ, κλπ.

Το Χρηματιστήριο παρουσιάζει μια σειρά πλεονεκτημάτων σε σχέση με άλλες πηγές και μεθόδους μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Οι επιχειρηματικές μονάδες με θετικές προοπτικές συμβολής στην οικονομική ευημερία της κοινωνίας, διευκολύνονται να αντλούν πολύτιμους χρηματοδοτικούς πόρους (όπως έχει συμβεί σε επιχειρήσεις στη φάση της μετάβασης από την παραγωγή ιππήλατων κάρων στην παραγωγή αυτοκινήτων, κ.ο.κ.).

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Χρηματιστηρίου παρουσιάζονται παραστατικά για ευκολία, στον Πίνακα 1.1.

Τα πλεονεκτήματα του Χρηματιστηρίου παρέμεναν μέχρι τελευταία άγνωστα για τις περισσότερες ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις και για τους Έλληνες αποταμιευτές. Αυτό αντανakλάται και με το γεγονός ότι το ελληνικό ΧΑ ως μέγεθος πράγματι δεν περιλαμβανόταν μέχρι πρόσφατα στο διεθνή κατάλογο των ΧΑ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1 ΚΥΡΙΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ
<ul style="list-style-type: none"> •Πρόσβαση σε κεφάλαια χρηματοδότησης έργων επιχειρηματικής προόδου •Βελτίωση του δημόσιου προφίλ της εταιρείας και αναγνώρισης της από τους καταναλωτές •Ρευστότητα στους μετόχους / επενδυτές •Πειθαρχία της διοίκησης για επιδόσεις •Δυνατότητα εξαγορών επιχειρήσεων 	<ul style="list-style-type: none"> •Χρόνος και κόστος συναλλαγών •Βραχυπρόθεσμη προοπτική •Παρακώλυση δημιουργικότητας •Μεγάλο βάρος στην απόδοση του κεφαλαίου •Υποτίμηση επιχειρηματικής συμβολής •Κίνδυνος απώλειας ελέγχου ιδρυτικών μελών (μετόχων)

<ul style="list-style-type: none"> •Δυνατότητα ιδρυτών για διαφοροποίηση •Διευκόλυνση και χαμηλό κόστος κεφαλαίου •Προσέλκυση ικανών διοικητικών στελεχών •Διαφάνεια και ακρίβεια της διαχείρισης •Διευκόλυνση στο σχεδιασμό της διαδοχής •Αγορά μετοχών από τοπικούς επενδυτές •Ενίσχυση ανταγωνισμού των αγορών 	<ul style="list-style-type: none"> •Αποφυγή υπερτίμησης και συνεπειών της •Επικέντρωση στην αξία των μετοχών •Δυσκολίες αύξησης μεριδίου αγοράς με χαμηλό ποσοστό κέρδους •Κόστος διατήρησης της εγγραφής
--	---

1.9. Μέλη του ΧΑΑ

Τα μέλη του ΧΑΑ διακρίνονται σε :

- Τακτικά Μέλη, που είναι οι χρηματιστές και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες και
- Έκτακτα Μέλη που είναι οι αντικριστές

1.9.1 Χρηματιστές

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

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

- ✚ Ηλικία τουλάχιστον 25 ετών και εκπλήρωση των στρατιωτικών του υποχρεώσεων ή είναι νόμιμα απαλλαγμένος.
- ✚ Πτυχίο ΑΕΙ ή ΤΕΙ.
- ✚ Τριετή επαγγελματική εμπειρία στα χρηματιστηριακά θέματα η οποία αποδεικνύεται με βεβαίωση του ασφαλιστικού τομέα ή της φορολογικής αρχής και με επιστολή του εργοδότη.
- ✚ Να μην έχει καταδικαστεί για αδικήματα από εκείνα που αποτελούν κώλυμα για διορισμό σε θέση του δημοσίου υπαλλήλου.

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

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

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

- ❖ Βιβλίο κατάθεσης εγγυήσεων πελατών και
- ❖ Βιβλίο Ταμείο

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

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

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

1.9.2 Αντικρυστές

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

- ✓ Συμπλήρωση του 21^{ου} έτους της ηλικίας
- ✓ Ελληνική Υπηκοότητα
- ✓ Απολυτήριο Λυκείου πλήρης δικαιοπρακτική ικανότητα

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

Ο αντικρυστής δεν πρέπει να παρέχει τις υπηρεσίες του σε περισσότερα από ένα μέλη. Για κάθε πράξη ή παράλειψη του αντικρυστή υπεύθυνος είναι ο χρηματιστής για λογαριασμό και εντολή του οποίου ενεργεί ο αντικρυστής.

1.9.3 Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ)

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

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

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

Συγκεκριμένα ο Νόμος προβλέπει τρεις κατηγορίες ΑΧΕ.

α) Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 300.000 ευρώ, που έχουν το δικαίωμα να κάνουν χρηματιστηριακές συναλλαγές μόνο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου και μόνο για λογαριασμό των πελατών τους (συναλλαγές εντός κύκλου).

β) Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 600.000 ευρώ, που έχουν το δικαίωμα να κάνουν χρηματιστηριακές συναλλαγές εντός και εκτός της διάρκειας της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου (συναλλαγές εντός και εκτός κύκλου) για λογαριασμό πελατών τους καθώς και για ίδιο λογαριασμό.

γ) Εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 3.000.000 ευρώ που έχουν όλα τα δικαιώματα της δεύτερης κατηγορίας χρηματιστηριακής εταιρείας και επιπλέον μπορούν να αναλάβουν την εκδόσεων νέων μετοχών και ομολόγων, σαν ανάδοχος (underwriter) της εκδότριας εταιρείας ή του Δημοσίου.

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

Ούτε ο χρηματιστής ούτε ο αντικρυστής μπορούν να είναι μέτοχοι της ΑΧΕ.

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

Για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές της η Χρηματιστηριακή Εταιρεία διορίζει χρηματιστηριακό εκπρόσωπο, ο οποίος μπορεί να είναι χρηματιστής, οπότε αναστέλλεται η άσκηση του επαγγέλματος του.

Ο ανώτερος αριθμός χρηματιστηριακών εκπροσώπων για κάθε Χρηματιστηριακή Εταιρεία καθορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και κάθε Χρηματιστηριακός εκπρόσωπος αντιπροσωπεύει μια μόνο χρηματιστηριακή εταιρεία.

Κάθε χρηματιστηριακή εταιρεία μπορεί να ορίζει και αντικρυστές με την ίδια διαδικασία και τις ίδιες προϋποθέσεις όπως τους *χρηματιστές*.

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

1.9.4 Υποχρεώσεις και κυρώσεις των μελών του Χ.Α.Α.

Τα μέλη του Χ.Α.Α. έχουν τις εξής τακτικές υποχρεώσεις:

- Να ενημερώνουν καθημερινά το Χ.Α.Α. για τις συναλλαγές που υλοποίησαν.
- Να ενημερώνουν εβδομαδιαία την Ε.Κ. για τη χρήση των ιδίων κεφαλαίων, των δανείων και των μετοχών τους.
- Να ενημερώνουν μηνιαία την Ε.Κ. για τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα και για το συντελεστή φερεγγυότητας τους.
- Να εκδίδουν παραστατικά για τις συναλλαγές που τελείωσαν.
- Να τηρούν τα προβλεπόμενα από το νόμο φορολογικά στοιχεία και βιβλία.

Οι κυρώσεις τις οποίες εισηγείται το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και αποφασίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τα μέλη του Χ.Α.Α. είναι:

α) προσωρινή μέχρι ένα μήνα αναστολή του δικαιώματος συμμετοχής σε συναλλαγές του Χ.Α.Α.

β) Διαγραφή της ΕΠΕΥ από μέλους του Χ.Α.Α. εάν η Ε.Κ. κρίνει ότι:

- Δεν πληρούνται πλέον οι προϋποθέσεις απόκτησης της ιδιότητας του μέλους.
- Δεν διαθέτει τα απαραίτητα για τη λειτουργία του τεχνικά και οικονομικά μέσα.
- Το μέλος υπόπεσε σε σοβαρά παραπτώματα ως προς την τήρηση των νομοθετικών ή κανονιστικών διατάξεων περί Κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με τις ποινικές διατάξεις τα μέλη του Χ.Α.Α

α) Τιμωρούνται με φυλάκιση και χρηματική ποινή όταν χρησιμοποιούν παραπλανητικά ή απατηλά μέσα ή μεθόδους, με σκοπό τον προσπορισμό περιουσιακού οφέλους για τους ίδιους ή για τρίτους. Σαν παραπλανητικό μέσο ή μέθοδος θεωρείται η πρόκληση ή η ματαίωση χρηματιστηριακής συναλλαγής για συγκεκριμένη κινητή αξία ή με οποιοδήποτε τρόπο επίδραση επί της συναλλαγής.

β) Τιμωρούνται με φυλάκιση μέχρι 3 ετών και με χρηματική ποινή ή με μία αϊτό τις δύο.

Όταν δεν τηρούν τα επιβαλλόμενα βιβλία και στοιχεία, ενεργούν για λογαριασμό

τους αμέσως ή εμμέσως χρηματιστηριακές συναλλαγές, αντιπροσωπεύουν Α.Ε., της οποίας οι μετοχές είναι εισαγμένες στο Χ.Α.Α., ασκούν άλλη εμπορία εκτός του χρηματιστή ή αντικρυστή και ανακοινώνουν το όνομα του εντολέα στον αντισυμβαλλόμενο χρηματιστή, χωρίς την άδεια του τελευταίου.

γ) Τιμωρούνται με φυλάκιση και χρηματική ποινή χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι και τα μέλη του Δ.Σ. των Α.Χ.Ε. οι οποίοι εν γνώσει τους υποβάλλουν ψευδή και ανακριβή στοιχεία στην Ε.Κ. ή παραλείπουν την υποβολή στοιχείων ή παρεμποδίζουν με οποιονδήποτε τρόπο τη διενέργεια ελέγχου από την Ε.Κ.

Σε Ε.Π.Ε.Υ., οι οποίες δεν είναι μέλη του Χ.Α.Α, και παραβιάζουν της διατάξεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας ή θέτουν σε κίνδυνο τα συμφέροντα των επενδυτών η ΕΚ. επιβάλλει πρόστιμο ανάλογα με το είδος της ΕΠΕΥ.

1.9.5. Συνδρομητές του Χ.Α.Α

Συνδρομητές είναι όσοι έχουν δικαίωμα απλής εισόδου στο Χ.Α.Α. Α.Ε. κατά τις ώρες των συνεδριάσεων. Πριν από την εγκατάσταση του Αυτόματου Συστήματος Συναλλαγών με ηλεκτρονικούς υπολογιστές, οι συνδρομητές συγκεντρώνονταν σε ειδικό χώρο στην αίθουσα συναλλαγών.

Κατόπιν παρακολουθούσαν τις συνεδριάσεις σε ειδικό χώρο στον εξώστη. Από τον Απρίλιο του 2001, αφού η αίθουσα συνεδριάσεων καταργήθηκε σαν χώρος συναλλαγών, μεταφέρθηκαν σε αίθουσα στην Ασκληπιού 15 και Ακαδημίας.

Οι συνδρομητές εγκρίνονται από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. Α.Ε. και την ΕΧ., μετά από αίτηση τους, που υπογράφουν δύο τακτικά μέλη. Έχουν δελτίο εισόδου και πληρώνουν μηνιαία συνδρομή. Δεν επιτρέπεται να συνάπτουν απευθείας συναλλαγές με άλλους συνδρομητές.

1.10 Τα εποπτικά όργανα του Χ.Α.Α.

Το Χ.Α.Α. ελέγχεται και παρακολουθείται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας μέσω της Διεύθυνσης Πιστωτικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων και από την Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς (ΕΧ.).Οι αρμοδιότητες της Διεύθυνσης Πιστωτικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων είναι:

- η ανάλυση των εξελίξεων στην εγχώρια και στις διεθνείς αγορές του κεφαλαίου
- η επεξεργασία και διαμόρφωση προτάσεων κυβερνητικής πολιτικής σε θέματα κεφαλαιαγοράς
- η εναρμόνιση της νομοθεσίας με το Ευρωπαϊκό Δίκαιο
- η εποπτεία της τήρησης της νομιμότητας όλων των φορέων της κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου.

Σε αυτή τη Διεύθυνση υπάγεται και ο Κυβερνητικός Επόπτης ο οποίος ορίζεται από το ΥΠΕΘΟ. Ο Κυβερνητικός Επόπτης παρακολουθεί τη διεξαγωγή συναλλαγών και βασική αρμοδιότητα του είναι να εποπτεύει αν όλα τα διαπραγματευόμενα μέρη συμμορφώνονται με τους ισχύοντες νόμους και κανονισμούς.

1.10.1 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι **Ν.Π.Δ.Δ.** με έδρα την πόλη των Αθηνών και εποπτεύεται από τον υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Οι αρμοδιότητες της ασκούνται: από δύο όργανα: το επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο και την τριμελή Επιτροπή.

Το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) αποτελείται από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους (Α και Β) και 4 μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι διορίζονται από τον υπουργό Εθνικής Οικονομίας(ΥΠΕΘΟ).

Τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη εκλέγονται από κατάλογο 12 υποψηφίων που υποβάλλεται από κοινού από την Τράπεζα της Ελλάδος, το Δ.Σ. του "Χ.Α.Α.", την Ένωση θεσμικών Επενδυτών και το Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών και διορίζονται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Τα μέλη του Δ.Σ. πρέπει να είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους και να διαθέτουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία σε θέματα κεφαλαιαγοράς.

Ο Πρόεδρος και οι Αντιπρόεδροι είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης και οι αποδοχές τους καθορίζονται από τον ΥΠΕΘΟ σε επίπεδα αμοιβών διοικητή και υποδιοικητών αντίστοιχα της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η θητεία του Δ.Σ. είναι πενταετής. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι μπορούν να αναδιορίζονται, αλλά η συνολική θητεία καθενός δεν πρέπει να ξεπερνά τα 10 χρόνια. Τα λοιπά μέλη αναδιορίζονται ελεύθερα.

Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Πρόεδρο και τους 2 Αντιπρόεδρους του Δ.Σ. Συγκαλείται από τον Πρόεδρο ή τον πρώτο Αντιπρόεδρο, εφόσον υπάρχει ειδική έγγραφη εντολή του Προέδρου. Συνεδριάζει τουλάχιστον μια φορά την εβδομάδα, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως τουλάχιστον 2 από τα μέλη της. Οι αποφάσεις της Εκτελεστικής Επιτροπής λαμβάνονται με δύο θετικές ψήφους. Σε περιπτώσεις ισοψηφίας το θέμα παραπέμπεται στο Δ.Σ.

Ο βασικός ρόλος της Ε.Κ. είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς. Είναι η βασική υπεύθυνη για τον έλεγχο της σωστής εφαρμογής των διατάξεων της σχετικής νομοθεσίας και πρωταρχικά υπεύθυνη για την προστασία των επενδυτών.

Οι αρμοδιότητες της Ε.Κ είναι οι παρακάτω:

- α) Εποπτεία χρηματιστηριακών εταιριών, Ε.Π.Ε.Υ., Α.Ε.Δ.Α.Κ., Ε.Ε.Χ. και Α.Ε.Λ.Δ.Ε..
- β) Θέσπιση κανονιστικών αποφάσεων που αφορούν τη σύμφωνα με το νόμο ομαλή λειτουργία της αγοράς, διαδικασία προληπτικού ελέγχου και την προστασία των επενδυτών.
- γ) Παροχή αδειών για την ίδρυση Α.Χ.Ε., Ε.Π.Ε.Υ., Ε.Ε.Χ. και Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- δ) Παροχή αδειών για τη διενέργεια δημόσιας εγγραφής σε κινητές αξίες στην Ελλάδα.
- ε) Λήψη μέτρων και επιβολή κυρώσεων για παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Συγκεκριμένα:

- ✓ Ελέγχει την φερεγγυότητα, τη ρευστότητα, την κεφαλαιακή επάρκεια των εποπτευομένων εταιριών και αν τηρούν τον Κώδικα Δεοντολογίας, και γενικότερα τη χρηματιστηριακή νομοθεσία.
- ✓ Ελέγχει τη χρήση κεφαλαίων με βάση τα αναγραφόμενα στα ενημερωτικά δελτία κατά την εισαγωγή των εταιριών στο Χ.Α.Α
- ✓ Προβαίνει σε αναστολή διαπραγμάτευσης ή τοποθέτηση υπό επιτήρηση μετοχών, διαγραφή εταιριών και διερευνά καταγγελίες του επενδυτικού κοινού.

Για να προστατεύσει τον επενδυτή η Ε.Κ. έχει θεσπίσει και εφαρμόσει τους ακόλουθους κώδικες.

- Κώδικα Δεοντολογίας Λειτουργίας Ε.Π.Ε.Υ.
- Κώδικα Δεοντολογίας Θεσμικών Επενδυτών
- Κανονισμό Αναδοχών.
- Κανονισμό Συμπεριφοράς Εισαγμένων Εταιρειών.

Οι πόροι της Ε.Κ. προέρχονται από εισφορά επί των νέων εκδόσεων κινητών αξιών που εισάγονται στο Χ.Α.Α., από το ποσοστό που καταβάλλουν τα μέλη του επί των συναλλαγών στο χρηματιστήριο, από ποσοστό επί των καθαρών κερδών του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών και από εισφορές από τους εποπτευόμενους φορείς. Η ΕΧ. δεν επιχορηγείται από πόρους του κρατικού προϋπολογισμού.

1.10.2 Αρμοδιότητες της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει σημαντικό ρόλο στη λειτουργία του Χρηματιστηρίου, καθώς έχει μια σειρά από αποφασιστικές αρμοδιότητες καθώς και γνωμοδοτικές αρμοδιότητες.

1. Αποφασιστικές Αρμοδιότητες

Οι κυριότερες αποφασιστικές αρμοδιότητες είναι οι εξής:

- α) Η χορήγηση αδειών σύστασης Χρηματιστηριακών Εταιριών, μετατροπής Α. Ε. σε Χρηματιστηριακές Εταιρείες και εγκατάσταση και λειτουργία στην Ελλάδα αλλοδαπών Χρηματιστηριακών Εταιριών.
- β) Η χορήγηση αδείας για την ίδρυση Εταιρείας Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.
- γ) Η χορήγηση αδείας στους διεθνείς χρηματοδοτικούς οργανισμούς για την έκδοση στην Ελλάδα ομολογιών και γενικώς άντλησης κεφαλαίων από την *ελληνική αγορά κεφαλαίων*.
- δ) Έγκριση του διορισμού χρηματιστηριακών εκπροσώπων των ΑΧΕ και χρηματιστών.
- ε) Έγκριση εισαγωγής μετοχών Α.Ε. στο Χρηματιστήριο Αθηνών τόσο στην Κύρια όσο και στην Παράλληλη Αγορά.
- στ) Η λήψη αποφάσεων για τη διαγραφή κινητών αξιών από το Χρηματιστήριο.

ζ) Ο καθορισμός (με απόφαση) νέων χρηματιστηριακών πραγμάτων και ο προσδιορισμός των όρων και προϋποθέσεων έκδοσης και εισαγωγής τους στο ΧΑΑ προς διαπραγμάτευση.

Οι αποφάσεις της Ε.Κ. δημοσιεύονται στην Εφημερίδα της Κυβέρνησης.

2. Γνωμοδοτικές Αποφάσεις

Η Ε.Κ. έχει μια σειρά από γνωμοδοτικές αρμοδιότητες.

Ειδικότερα η Ε.Κ. γνωμοδοτεί:

α) Για την άρση της λειτουργίας μιας Χρηματιστηριακής Εταιρείας.

β) Για το ύψος του ελάχιστου καταβεβλημένου κεφαλαίου μιας Χρηματιστηριακής Εταιρείας,

γ) Για τα δικαιώματα των μελών της Χρηματιστηριακής Εταιρείας.

δ) Για τον Κανονισμό Εποπτείας του Χρηματιστηρίου καθώς και για τα βιβλία και στοιχεία που πρέπει να τηρούν τα μέλη του Χρηματιστηρίου.

ε) Για την αλλαγή του Κανονισμού λειτουργίας του Χρηματιστηρίου.

στ) Για την ίδρυση νέων Χρηματιστηρίων κ.λπ.

Οι αρμοδιότητες της Ε.Κ. ασκούνται από το Διοικητικό Συμβούλιό της, το οποίο μπορεί να παραχωρεί ορισμένες αρμοδιότητες στην Εκτελεστική Επιτροπή.

1.11. Σκοπός των Χρηματιστηρίων Αξιών

Σήμερα για να δημιουργηθεί μια αξιόλογη επιχείρηση χρειάζονται μεγάλα κεφάλαια. Επίσης οι επιχειρήσεις, που ήδη λειτουργούν, χρειάζονται κεφάλαια για να επεκτείνουν τις δραστηριότητες του ή να εκσυγχρονίσουν τον εξοπλισμό και τις εγκαταστάσεις τους.

Οι επιχειρηματίες λοιπόν ή καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό, που όμως είναι συνήθως βραχυπρόθεσμος και ακριβός (τόκοι, διάφορες εγγυήσεις που ζητούν οι τράπεζες) ή στη χρηματιστηριακή αγορά. Στο Χρηματιστήριο Αξιών (Χ.Α.) με τη διάθεση τίτλων στο ευρύ επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνουν όπως λέγεται πρωτογενή χρηματοδότηση. Τα κεφάλαια αντλούνται απ' ευθείας από τους επενδυτές, ώστε το

χρήμα που πλεονάζει να εξυπηρετεί παραγωγικούς σκοπούς. Επίσης η εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χ.Α. της δίνει κύρος και την κάνει γνωστή στο ευρύ κοινό.

Εκτός από τις επιχειρήσεις μπορούν να αντλούν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό, μέσω του Χρηματιστηρίου, το Κράτος, οι Δημόσιοι Οργανισμοί και οι Τράπεζες εκδίδοντας ομολογιακά δάνεια.

Το Χ.Α. δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στους αποταμιευτές να τοποθετήσουν τις οικονομίες τους σε μετοχές και ομολογίες που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα. Είναι μια επενδυτική επιλογή με τεράστια πλεονεκτήματα και συντριπτική υπεροχή στις αποδόσεις, έναντι των καταθέσεων σε Τράπεζες, επενδύσεων σε γη, ακίνητα ή συνάλλαγμα.

Στο Χ.Α. η προσφορά και η ζήτηση τίτλων γίνεται καθημερινά και με συνθήκες πλήρους δημοσιότητας. Αν δεν υπήρχε το Χ.Α. θα ήταν δύσκολο να συναντηθούν οι αγοραστές και οι πωλητές τίτλων και να οριστούν οι τιμές στις οποίες θα γίνονταν οι συναλλαγές.

Στο Χ.Α. οι τιμές των συναλλαγών διαμορφώνονται από την προσφορά και τη ζήτηση τίτλων και δημοσιεύονται για να γίνονται σε όλους γνωστές. Έμπειροι επαγγελματίες, που είναι τα μέλη του Χ.Α., διενεργούν τις συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους, γεγονός που συμβάλλει στην ταχύτητα της διεκπεραίωσης τους.

Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι αν δεν υπήρχαν τα Χρηματιστήρια Αξιών θα έπρεπε να εφευρεθούν.

1.12 Παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία ενός Χρηματιστηρίου Αξιών

Η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων και συνεπώς η πορεία ενός Χρηματιστηρίου Αξιών επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες όπως:

1) Από την οικονομική κατάσταση της χώρας

Η οικονομική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει θετικά, ή αρνητικά τα κέρδη των εταιριών και συνεπώς τη ζήτηση για χρηματιστηριακούς τίτλους.

Επίσης το επενδυτικό κοινό επηρεάζεται θετικά όταν κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση είναι καλή και υπάρχουν προοπτικές βελτίωσης της. Επικρατεί, όπως λέγεται,

αισιοδοξία στην αγορά και αυξάνεται η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων. Το αντίθετο συμβαίνει σε περίπτωση που η οικονομία βρίσκεται σε στασιμότητα και υπάρχει απαισιοδοξία για το μέλλον της·

2) Από τον πληθωρισμό

Το ύψος του πληθωρισμού είναι καθοριστικό για την ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων. Ο πληθωρισμός αναδιανέμει το εισόδημα από τους μισθούς στα κέρδη των εταιριών, γιατί οι εταιρίες προσπαθούν να ενσωματώσουν τον πληθωρισμό στο κόστος παραγωγής τους και στην τιμή πώλησης των προϊόντων τους. Τα κέρδη των επιχειρήσεων αυξάνονται καθώς και τα μερίσματα που διανέμουν και οι επενδυτές στρέφονται προς την αγορά μετοχών.

3) Από τη φορολογία

Αν το κράτος δίνει φορολογικές απαλλαγές στα εισοδήματα από χρηματιστηριακούς τίτλους, τότε αυτοί γίνονται ελκυστικότεροι για την τοποθέτηση των αποταμιεύσεων του κοινού. Αντίθετα αν από τη φορολογική πολιτική ευνοούνται οι καταθέσεις σε διάφορα πιστωτικά ιδρύματα, τότε το ενδιαφέρον των επενδυτών για χρηματιστηριακούς τίτλους μειώνεται.

4) Από το ύψος των επιτοκίων

Τα υψηλά επιτόκια, όταν είναι μεγαλύτερα από το επίπεδο του πληθωρισμού, προκαλούν στροφή του επενδυτικού κοινού στην τραπεζική αγορά. Αντίθετα η μείωση των επιτοκίων τονώνει το ενδιαφέρον των επενδυτών για τη χρηματιστηριακή αγορά.

5) Από τις ισοτιμίες των νομισμάτων

Οι διακυμάνσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων μπορεί να προκαλέσουν εισροή ξένων κεφαλαίων ή διαφυγή ντόπιων κεφαλαίων προς άλλες χώρες. Επίσης επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά τις προσδοκίες των επενδυτών και συνεπώς τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

6) Από την οργάνωση του Χρηματιστηρίου

Ένα καλά οργανωμένο Χρηματιστήριο εμπνέει εμπιστοσύνη στο επενδυτικό κοινό και προσελκύει περισσότερους μικρό-αποταμιευτές, σαν μέσο αξιοποίησης των οικονομιών τους.

7) Από την παιδεία και την πληροφόρηση του κοινού

Όσο καλύτερα είναι πληροφορημένο το κοινό για το είδος των τίτλων που διαπραγματεύονται σ' ένα Χρηματιστήριο, ποιες είναι οι αποδόσεις που του αποφέρουν σε σχέση με άλλες τοποθετήσεις των κεφαλαίων του, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να επενδύσει σε χρηματιστηριακούς τίτλους.

8) Από την πολιτική κατάσταση της χώρας

Η πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει αρνητικά την οικονομία μιας χώρας και τη χρηματιστηριακή αγορά. Ένας λόγος που η χρηματιστηριακή αγορά δεν αναπτύχθηκε στην Ελλάδα ήταν οι συχνές πολιτικές αναταραχές και οι πόλεμοι στους οποίους συμμετείχε η χώρα μας.

9) Από διάφορα διεθνή γεγονότα

Διεθνή γεγονότα όπως συρράξεις, πόλεμοι, ανεργία, πετρελαϊκή κρίση επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές σ' όλο τον κόσμο δυσμενώς. Οι επενδυτές στρέφονται σε τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους με λιγότερο κίνδυνο και απομακρύνονται από το χρηματιστήριο ή κρατούν επιφυλακτική στάση.

Υπάρχουν ορισμένοι δείκτες οι οποίοι δημοσιεύονται στον οικονομικό τύπο και δείχνουν τη θέση της οικονομίας και τη μελλοντική της κατεύθυνση. Οι οικονομικοί αυτοί δείκτες ονομάζονται Leading Indicators, Δείκτες ενδεικτικοί κατεύθυνσης σε ελεύθερη μετάφραση. Οι κυριότεροι απ' αυτούς είναι ο δείκτης του Ακαθαρίστου Εγχώριου Προϊόντος, ο δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής, ο δείκτης Απασχόλησης ή Ανεργίας, ο δείκτης Χονδρικής και Λιανικής Πώλησης, ο δείκτης του Πληθωρισμού και ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου, Έτσι θα λέγαμε ότι η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων, μεταξύ άλλων, είναι το βαρόμετρο για την οικονομία μιας χώρας.

Παρακάτω παρατίθεται σύντομα η ιστορία του Χ.Α.Α. τα τελευταία δεκαοκτώ χρόνια.

Χωρίζεται σε περιόδους:

α) Η πρώτη περίοδος είναι από το 1983 έως το 1986. Στην περίοδο αυτή θα λέγαμε ότι το ΧΑΑ βρισκόταν σε λήθαργο.

β) Στη δεύτερη περίοδο από το 1987 έως το 1990 γνώρισε μια πρωτοφανή άνθηση στη μακρόχρονη ιστορία του.

γ) Η τρίτη περίοδος, από το 1991 έως το 1993, μπορεί να μην είναι από τις καλύτερες για το Χ.Α.Α., αλλά σ' αυτή συνέβηκαν πολλές σημαντικές αλλαγές στην οργάνωση και τη λειτουργία του.

δ) Η περίοδος από το 1994 έως το 1997.

ε) Η περίοδος 1998-2000 που υπήρξε περίοδος ανάπτυξης και ωρίμανσης του ελληνικού Χρηματιστηρίου

στ) Το έτος 2001 που εμφανίζεται κάμψη και ύφεση διεθνώς και επηρεάζει την πορεία του Χ.Α.Α.

1.13 Η διεθνής παρουσία του Χ.Α.Α

Το Χ.Α.Α. είναι μέλος της Διεθνούς Ομοσπονδίας Χρηματιστηρίων (F.I.B.V.) και της Ομοσπονδίας Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων (FESE) του Ευρωπαϊκού Ινστιτούτου Κεφαλαιαγορών (E.C.M.I.) και μέλος (affiliate member) του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO).

Παράλληλα τα τελευταία χρόνια έχει ασχοληθεί με ιδέες και πρωτοβουλίες που αποσκοπούν στη σύνδεση των Χρηματιστηρίων της Ν.Α. Ευρώπης και Ν.Α. Μεσογείου και στην αναγνώριση του ρόλου του Χ.Α.Α. στην περιοχή. Οι πιο σημαντικές πρωτοβουλίες από αυτές είναι:

- Η δημιουργία της "Ελληνικής Αγοράς Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών".
- Ο προγραμματισμός για τη δημιουργία περιφερειακού δείκτη.
- Η υπογραφή συμφωνιών συνεργασίας με χρηματιστήρια της ευρύτερης περιοχής.



2^ο

ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΜΕΤΟΧΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2°

ΜΕΤΟΧΗ

2.1. Τι είναι μετοχή

Μετοχή είναι ένα μερίδιο στο κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρείας. Προκειμένου να ιδρυθεί μια ανώνυμη εταιρεία συγκεντρώνεται ένα κεφάλαιο το οποίο διαιρείται σε μικρότερα ίσα μερίδια (μετοχές). Ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει ένα μικρό ή ένα μεγαλύτερο μέρος μετοχών, ισάξιο του ποσού των χρημάτων που θέλει να επενδύσει. Από τη στιγμή που γίνεται μέτοχος μιας εταιρείας, γίνεται εν μέρει και ιδιοκτήτης της και μπορεί να συμβάλλει στη λήψη αποφάσεων που αφορούν τη διαχείριση της.

2.2. Εννοιολογικό περιεχόμενο της Μετοχής

Μετοχές εκδίδουν οι Ανώνυμες Εταιρείες με μετοχικό κεφάλαιο 30.000 Ευρώ και άνω.

Το μετοχικό κεφάλαιο διατηρείται σε ίσα μέρη τα οποία αντιπροσωπεύονται από τις μετοχές.

Η ονομαστική αξία των μετοχών μπορεί να είναι από 30 λεπτά έως 100 Ευρώ.

Ο κάτοχος της μετοχής ονομάζεται μέτοχος και είναι συνεταίρος στην Ανώνυμη Εταιρεία (Α.Ε) κατά το ποσό των μετοχών του.

Η μετοχή είναι ένας τίτλος που αντιπροσωπεύει ορισμένα δικαιώματα του μετόχου τα οποία είναι τα εξής:

- α) Στη συμμετοχή στα καθαρά κέρδη της Α.Ε (λήψη μερίσματος).
- β) Στη συμμετοχή στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας (μετά την πληρωμή των πιστωτών της), σε περίπτωση διάλυσης της Α.Ε
- γ) Συμμετοχή στις Γενικές Συνελεύσεις των μετοχών (οι οποίες αποτελούν το κυρίαρχο όργανο της εταιρείας) και δικαίωμα ψήφου σ' αυτές.
- δ) Δυνατότητα πρόκλησης της Γενικής Συνέλευσης σύμφωνα με το καταστατικό της Α. Ε
- ε) Δικαίωμα να ζητήσει 10 μέρες πριν τη Γενική Συνέλευση τον Ισολογισμό της Α.Ε μαζί με τις Εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των Ελεγκτών.
- στ) Δυνατότητα μεταβίβασης των μετοχών χωρίς περιορισμούς.
- ζ) Δικαίωμα προτίμησης κατά την έκδοση νέων μετοχών (υπό ορισμένους περιορισμούς).

Η μοναδική υποχρέωση των μετοχών είναι η καταβολή της αξίας των μετοχών τους (περιορισμένη ευθύνη μετόχων)

2.3. Κατηγορίες μετοχών

Οι μετοχές διακρίνονται σε κατηγορίες ανάλογα με τον τρόπο μεταβίβασης, τα δικαιώματα που παρέχουν στον κομιστή και την τιμή έκδοσης τους.

2.3.1. Τρόπος Μεταβίβασης Μετοχών

Οι μετοχές διακρίνονται σε ονομαστικές , ανώνυμες ή στον κομιστή, σε διαταγή και σε δεσμευμένες. Οι ονομαστικές μετοχές αναγράφουν το όνομα του κομιστή και η μεταβίβαση τους απαιτεί ειδική διαδικασία που προβλέπει ο νόμος.

Αντίθετα , οι μετοχές στον κομιστή δεν αναγράφουν το όνομα του κομιστή, μεταβιβάζονται με απλή παράδοση και γι' αυτό ονομάζονται ανώνυμες.

Οι μετοχές σε διαταγή μεταβιβάζονται με οπισθογράφηση. Πρέπει να τονιστεί ότι η ελληνική νομοθεσία δεν προβλέπει την έκδοση μετοχών σε διαταγή.

Οι δεσμευμένες μετοχές μεταβιβάζονται ύστερα από προηγούμενη έγκριση του οργάνου (Διοικητικό Συμβούλιο ή Γενική Συνέλευση) που στο παρελθόν με απόφαση του δεσμεύθηκαν οι μετοχές.

2.3.2. Δικαιώματα Κομιστή

Οι μετοχές διακρίνονται σε κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας. Οι κοινές μετοχές (common stocks) παρέχουν τα δικαιώματα ψήφου , προτίμησης σε περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών, συμμετοχής στη διανομή των κερδών και συμμετοχής στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης κατά τη λύση της ανώνυμης εταιρείας.

Οι προνομιούχες μετοχές (preferred stocks), εκτός από τα παραπάνω δικαιώματα των κοινών μετοχών, παρέχουν συνήθως μερικά από τα ακόλουθα πέντε προνόμια. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν όλα τα παρακάτω:

Πρώτον , προηγούνται κατά τη διανομή του πρώτου μερίσματος. Ειδικότερα, αν τα κέρδη δεν επαρκούν για τη διανομή του πρώτου μερίσματος σε όλες τις μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές θα λάβουν ολόκληρο το μέρισμα που τους αναλογεί , ενώ στις κοινές μετοχές θα κατανεμηθεί το υπόλοιπο ποσό των κερδών. Αν μάλιστα τα κέρδη είναι πολύ χαμηλά ώστε να μη καλύπτεται ούτε το πρώτο μέρισμα των προνομιούχων μετοχών, τότε το σύνολο των κερδών που προορίζεται για διανομή θα κατανεμηθεί μόνο στις προνομιούχες μετοχές.

Δεύτερον, προηγούνται κατά τη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση λύσεως της ανώνυμης εταιρείας. Συγκεκριμένα, επιστρέφεται πρώτα στους

προνομιούχους μετόχους το σύνολο της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους και έπειτα ικανοποιούνται οι κοινοί μέτοχοι.

Τρίτον, μπορεί να είναι σωρευτικές (cumulative preferred stocks), δηλαδή να παρέχουν μέρισμα σε μία χρήση αθροιστικά και για άλλες προηγούμενες χρήσεις κατά τις οποίες η ανώνυμη εταιρία δεν είχε διανείμει μέρισμα στους μετόχους εξαιτίας ανυπαρξίας κερδών.

Τέταρτον, σε ανυπαρξία κερδών παρέχουν τόκο επί της ονομαστικής αξίας τους. Όταν όμως οι προνομιούχες μετοχές έχουν αυτό το προνόμιο, τους αφαιρείται το δικαίωμα ψήφου.

Πέμπτον, μπορεί να είναι συμμετοχικές προνομιούχες μετοχές (participating preferred stocks), δηλαδή να συμμετέχουν εξίσου με τις κοινές μετοχές στα κέρδη μετά την αφαίρεση του πρώτου μερίσματος και στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρίας μετά την αφαίρεση της ονομαστικής αξίας τους.

Οι προνομιούχες μετοχές σε μερικές απόψεις ομοιάζουν με τις ομολογίες, ενώ σε άλλες με τις κοινές μετοχές. Οι λογιστές θεωρούν το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ως ίδιο κεφάλαιο και το εμφανίζουν στην καθαρή περιουσία της εταιρίας. Όμως, τα χρηματοοικονομικά στελέχη θεωρούν το προνομιούχο κεφάλαιο ως ένα είδος κεφαλαίου το οποίο κατατάσσεται μεταξύ δανείων και κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Ειδικότερα, όπως οι ομολογίες, οι προνομιούχες μετοχές επιβάλλουν στην εταιρία μία σταθερή ταμιακή εκροή, αλλά δεν έχουν κάποια ασφάλεια όπως συμβαίνει με πολλές ομολογίες (αν δεν πληρωθεί προνομιούχο μέρισμα, η εταιρία δεν μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση). Όπως οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές αντιπροσωπεύουν την ιδιοκτησία της εταιρίας, αλλά δεν ωφελούνται από την αύξηση των κερδών ή δε συμμετέχουν στη διοίκηση με την αναλογία των κατόχων κοινών μετοχών.

Κατά συνέπεια, από την πλευρά της εταιρίας, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο είναι λιγότερο επικίνδυνο από τις ομολογίες. Οι επενδυτές όμως θεωρούν το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο περισσότερο επικίνδυνο από τις ομολογίες, επειδή οι απαιτήσεις των ομολογιούχων προηγούνται εκείνων των προνομιούχων μετόχων, τόσο σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρίας όσο και σε περίπτωση διανομής κερδών.

Η ομοιότητα των προνομιούχων μετοχών με τις ομολογίες φαίνεται επίσης από το γεγονός ότι οι περισσότερες προνομιούχες μετοχές έχουν δυνατότητες ανάκλησης. Η εκδότρια εταιρία μπορεί να ανακαλέσει τις προνομιούχες μετοχές προκειμένου να εξαναγκάσει την απόσυρση της έκδοσης.

Επειδή οι προνομιούχοι μέτοχοι μπορεί να μην είναι ευχαριστημένοι εξαιτίας της ύπαρξης δυνατότητας ανάκλησης των μετοχών τους, οι εταιρείες τους καταβάλλουν ένα τίμημα υπεράνω της ονομαστικής αξίας. Γενικά το τίμημα τείνει να είναι σχετικά χαμηλό και ελαχιστοποιείται με την πάροδο του χρόνου.

Οι προνομιούχες μετοχές συνήθως ανακαλούνται περιοδικά με πληρωμές που γίνονται από την εκδότρια εταιρεία. Η περιοδική ανάκληση σημαίνει ανάκληση ενός ορισμένου αριθμού προνομιούχων μετοχών κάθε φορά έναντι ενός ποσού, το οποίο υπολογίζεται με βάση τα καθαρά κέρδη μετά την πληρωμή των προνομιούχων μερισμάτων.

Ένας άλλος τρόπος απόσυρσης των προνομιούχων μετοχών είναι η μετατροπή τους σε κοινές μετοχές, αλλά σ' αυτή την περίπτωση η απόφαση λαμβάνεται από τους προνομιούχους μετόχους μάλλον παρά από την εταιρεία. Το προνόμιο της μετατροπής δίνει στους επενδυτές το δικαίωμα να ανταλλάξουν μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές με κοινές μετοχές σε μία προκαθορισμένη τιμή ή δείκτη ανταλλαγής.

Οι προνομιούχες μετοχές έχουν γενικά ονομαστική αξία. Η ύπαρξη ονομαστικής αξίας είναι απαραίτητη επειδή τα μερίσματα εκφράζονται ως ποσοστό της ονομαστικής αξίας. Προνομιούχες μετοχές χωρίς ονομαστική αξία εκφράζουν τα μερίσματα σε απόλυτο αριθμό.

Τέλος οι μετοχές επικαρπίας εκδίδονται κατά την απόσβεση του μετοχικού κεφαλαίου και παραδίδονται στους μετόχους των οποίων οι μετοχές αποσβέστηκαν. Οι μετοχές αυτές δεν παρέχουν το δικαίωμα επιστροφής του εισφερθέντος κεφαλαίου κατά την εκκαθάριση της εταιρείας αφού η επιστροφή αυτή πραγματοποιήθηκε κατά την απόσβεση του μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης οι μετοχές επικαρπίας δεν παρέχουν το δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή του πρώτου μερίσματος. Οι αποσβεσθείσες μετοχές ακυρώνονται.

Η απόσβεση δεν αποτελεί μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρείας δεδομένου ότι γίνεται πάντοτε με τη χρησιμοποίηση σχηματισθέντων ειδικών αποθεματικών ή κερδών χρήσεως προς διανομή.

Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ μετοχών επικαρπίας και μετοχών θησαυροφυλακίου. Όταν ο νόμος επιτρέπει στις ανώνυμες εταιρείες να αγοράζουν δικές τους μετοχές, όπως τούτο συμβαίνει στις Η.Π.Α., δημιουργείται το φαινόμενο μια ανώνυμη εταιρεία να είναι μέτοχος του εαυτού της με μετοχές που έχει στο θησαυροφυλάκιο της. Οι μετοχές αυτές ονομάζονται μετοχές θησαυροφυλακίου.

2.3.3. Τιμή Έκδοσης

Οι μετοχές διακρίνονται σε μετοχές εκδιδόμενες στο άρτιο, υπέρ το άρτιο και υπό το άρτιο. Μετοχές εκδιδόμενες στο άρτιο είναι αυτές των οποίων η τιμή διάθεσης είναι καθεμίας είναι με την ονομαστική αξία της.

Μετοχές εκδιδόμενες υπέρ το άρτιο είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι ανώτερη από την ονομαστική αξία της. Στην Ελλάδα απαγορεύεται η έκδοση μετοχών υπό το άρτιο. Όμως, είναι δυνατό να υπάρξει περίπτωση έμμεσης έκδοσης μετοχών υπό το άρτιο, αν υπερεκτιμηθούν οι εισφορές σε είδος. Κάτι τέτοιο προσπαθεί να αποτρέψει ο νομοθέτης επιβάλλοντας την αποτίμηση των εισφορών σε είδος από ειδική επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190.

Σε ορισμένες πολιτείες των Η.Π.Α., οι ανώνυμες εταιρείες μπορούν να εκδίδουν μετοχές σε τιμή κατώτερη του αρτίου. Το υπό το άρτιο τμήμα της μετοχής, δηλαδή η διαφορά μεταξύ ονομαστικής τιμής και τιμής έκδοσης, δεν θεωρείται ζημιά της ανώνυμης εταιρείας.

Όταν εκδίδονται μετοχές υπό το άρτιο, οι κομιστές ευθύνονται απέναντι στους πιστωτές της ανώνυμης εταιρείας σε περίπτωση λύσεως της και αδυναμίας ικανοποίησης των απαιτήσεών τους, για το ποσόν της έκδοσης μετοχών υπό το άρτιο, ενώ αντίθετα δεν υποχρεώνονται οι μέτοχοι να καταλάβουν το ποσόν αυτό στην ανώνυμη εταιρεία.

Η διαφορά από την έκδοση μετοχών υπό το άρθρο εμφανίζεται ως λογαριασμός ενεργητικού με τίτλο διαφορά από την έκδοση μετοχών υπό το άρθρο.

Σε μερικές πολιτείες των Η.Π.Α επιτρέπει η απόσβεση της διαφοράς από την έκδοση μετοχών υπό το άρθρο με μελλοντικά κέρδη. Στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι δεν ευθύνονται απέναντι στους πιστωτές μετά την ολοκληρωτική απόσβεση της διαφοράς. Αυτό αποτελεί ουσιαστικά κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου από τα κέρδη της ανώνυμης εταιρείας και όχι από εισφορές των μετοχών. Το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση της κεφαλαιοποίησης των αποθεματικών ή της υπεραξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων. Η πλειοψηφία των νομικών θεωρεί την περίπτωση αυτή ως άδικη μεταχείριση των πιστωτών.

2.4 Τιμές Μετοχών

Οι μετοχές των ανώνυμων εταιρειών μπορούν να διαμορφώσουν τέσσερα είδη τιμών (αξιών) : ονομαστική, λογιστική ή εσωτερική, έκδοσης και χρηματιστηριακή.

2.4.1. Ονομαστική Αξία

Ονομαστική αξία ή αξία στο άρθρο (nominal value ή par value) είναι η αξία που αναγράφεται στο σώμα της μετοχής και στο καταστατικό της εταιρείας. Κύριος σκοπός της ονομαστικής αξίας είναι να καθορίσει την αναλογία κάθε μετοχής στην ιδιοκτησία της εταιρείας. Η συνολική ονομαστική αξία της εταιρείας είναι το γινόμενο του αριθμού των μετοχών επί την ονομαστική αξία της μετοχής.

Η ονομαστική αξία δεν εκφράζει απαραίτητα το ύψος των εισφορών των μετοχών ανά μετοχή κατά τη σύσταση της εταιρείας, επειδή είναι πιθανόν οι μετοχές να εκδόθηκαν υπέρ το άρθρο. Επίσης, η αξία αυτή δεν εκφράζει αξίωση του μετόχου κατά της ανώνυμης εταιρείας συγκεκριμένου ύψους, γιατί μετά τη λύση της

ανώνυμης εταιρείας ο μέτοχος για να δικαιωθεί κάποιου ποσού πρέπει το προϊόν της εκκαθάρισης να είναι μεγαλύτερο από τις απαιτήσεις των πιστωτών.

Η ονομαστική αξία παραμένει αμετάβλητη στα βιβλία της εταιρείας με την πάροδο του χρόνου και είναι συνήθως διαφορετική από την πραγματική αξία της μετοχής. Αυτός είναι ο κύριος λόγος που σε άλλες χώρες εκδίδονται μετοχές στις οποίες δεν αναγράφεται ονομαστική αξία. Στις Η.Π.Α μετοχές χωρίς ονομαστική αξία εκδόθηκαν για πρώτη φορά μετά το 1912.

2.4.2 Λογιστική Αξία

Η ονομαστική αξία δεν πρέπει να συγχέεται με τη λογιστική αξία (εσωτερική). Η ονομαστική αξία είναι νομική έννοια, ενώ η λογιστική αξία είναι λογιστική έννοια. Η ονομαστική αξία καθορίζεται από την εταιρεία, ενώ η λογιστική αξία είναι συνήθως το πηλίκο της καθαρής περιούσιας δια του αριθμού των μετοχών της εταιρεία.

Ειδικότερα, ο προσδιορισμός της λογιστικής αξίας της μετοχής προϋποθέτει την κατάταξη των προνομιούχων μετοχών σε δύο κατηγορίες. Οι προνομιούχες μετοχές που δικαιούνται μόνο σταθερό μερίσμα (στην ουσία επιτόκιο) αποτελούν (έχουν χαρακτηριστικά κοινής μετοχής και ομολογίας) και ανταποκρίνονται στην κυρίως έννοια της προνομιούχου μετοχής. Αντίθετα, οι συμμετοχικές προνομιούχες μετοχές χωρίς ψήφο ταυτίζονται περισσότερο με τις κοινές μετοχές από τις οποίες διαφέρουν μόνο κατά το δικαίωμα ψήφου. Αυτές οι προνομιούχες μετοχές αυξάνουν τον αριθμό των κοινών μετοχών και κατά συνέπεια , τα κέρδη που αντιστοιχούν στις μετοχές αυτές, ενώ οι προνομιούχες μετοχές σταθερού μερίσματος υπολογίζονται ξεχωριστά και μειώνουν τα κέρδη που αντιστοιχούν στους κοινούς μετόχους κατά το ύψος του μερίσματος τους.

Στην Ελλάδα, οι προνομιούχες μετοχές που προέκυψαν από την κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων είναι όλες συμμετοχικές και διαφέρουν ουσιαστικά των κοινών μετοχών στο δικαίωμα ψήφου. Έτσι, οι μετοχές αυτές μπορούν να πωληθούν στο κοινό, χωρίς να εξασθενίσει ο έλεγχος της εταιρείας.

Αν μια ανώνυμη εταιρεία έχει μετοχές κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας, είναι δύσκολο να υπολογιστεί η αξία των μετοχών. Στην περίπτωση αυτή υποστηρίζεται ότι η εσωτερική αξία των μετοχών εκφράζει ένα μέσο όρο λογιστικής αξίας ανά μετοχή.

Η λογιστική αξία των μετοχών δεν εκφράζει την πραγματική τους αξία. Αυτό οφείλεται σε δύο λόγους. Πρώτον, μερικές λογιστικές αξίες είναι προϊόν λογιστικών ενεργειών που γίνονται με βάση κανόνες με τους οποίους εξυπηρετούνται κυρίως οι αρχές της συντηρητικότητας και της αντικειμενικότητας. Δεύτερον, ορισμένες λογιστικές αξίες έχουν ιστορική μάλλον σημασία, αν δεν έχει αναπροσαρμοστεί η αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων ή υπάρχουν διάφορα αφανή αποθεματικά. Για να αρθούν αυτά τα μειονεκτήματα, σε πολλές περιπτώσεις, όπως για παράδειγμα όταν πρόκειται να εκδοθούν νέες μετοχές και πρέπει να καθοριστεί η τιμή έκδοσης τους, προσδιορίζεται η εσωτερική αξία μετά από αποτίμηση σε τρέχουσες αξίες των υλικών και άυλων στοιχείων της περιουσίας και συνυπολογισμό, στην προκύπτουσα λογιστική καθαρή θέση, των διάφορων που διαπιστώνονται από τις αποτιμήσεις αυτές.

2.4.3 Χρηματιστηριακή Αξία

Η χρηματιστηριακή αξία (market value) είναι η τρέχουσα αξία της μετοχής στην επίσημη χρηματιστηριακή αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές. Η πραγματική αξία της μετοχής για τις εισηγμένες εταιρείες αντιπροσωπεύεται από τη χρηματιστηριακή αξία και όχι από τη λογιστική αυξημένη κατά τη διαφορά που προκύπτει από την υπεραξία των περιουσιακών στοιχείων. Η χρηματιστηριακή αξία είναι συνάρτηση μιας σειράς παραγόντων, οι οποίοι είναι συνυφασμένοι τόσο με τις γενικές συνθήκες της αγοράς όσο και με την ίδια την ανώνυμη εταιρεία.

2.4.4 Χρηματιστηριακή αγορά μετοχών

Το 2003 όλα τα μεγέθη της χρηματιστηριακής αγοράς ύστερα από τις αρνητικές επιδόσεις σημείωσαν αισθητή ανάκαμψη. Συγκεκριμένα, οι τιμές των μετοχών, οι χρηματιστηριακές συναλλαγές και η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά παρουσίασαν άνοδο σε σύγκριση με τα χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί το 2002.

Οι εξελίξεις στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 2003 επηρεάστηκαν από ανάλογες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ. Ειδικότερα, κατά το πρώτο τρίμηνο του έτους οι τιμές των μετοχών ακολούθησαν διεθνώς πτωτική πορεία με υψηλή μεταβλητότητα, που αντανάκλασε τις συνθήκες αβεβαιότητας σε σχέση με τον πόλεμο στο Ιράκ και την παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη. Στη συνέχεια όμως οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν σημαντική άνοδο. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων στο Ιράκ, καθώς και οι αισιόδοξες προβλέψεις για την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας (κυρίως στις ΗΠΑ) και τη βελτίωση των επιχειρηματικών κερδών.

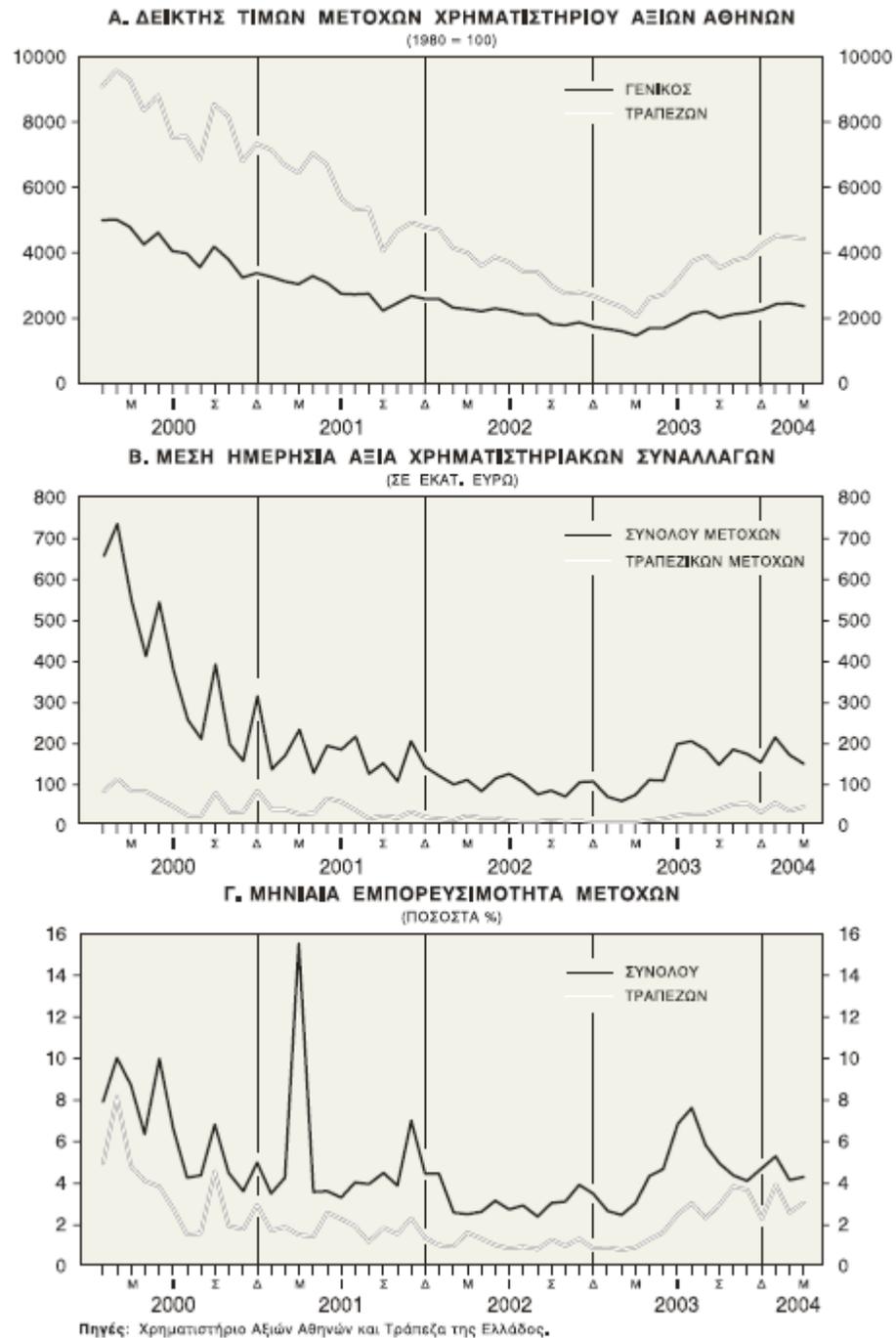
Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκε θετικά από τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν, αλλά και από τη σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των περισσότερων επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), ύστερα από τη συνεχή υποχώρηση που είχε σημειωθεί την τριετία 2000-2002. Συγκεκριμένα, τα προ φόρων κέρδη των εισηγμένων εταιριών αυξήθηκαν με ρυθμό 35% περίπου το 2003, έναντι μείωσης κατά 17% το 2002 και 19% το 2001.

Ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 29,5% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003. Η χαμηλότερη τιμή του δείκτη (1.467,3 μονάδες) καταγράφηκε στις 31 Μαρτίου και η υψηλότερη (2.310,5 μονάδες) στις 22 Αυγούστου. Μικρή άνοδο σημείωσαν οι τιμές των μετοχών και μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2004 (βλ. Διάγραμμα 1). Ο ρυθμός ανόδου του γενικού δείκτη τιμών μετοχών του ΧΑΑ στη διάρκεια του 2003 ήταν υψηλότερος από ό,τι του δείκτη Standard and Poor's στις ΗΠΑ (26,4%), αλλά και του δείκτη Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ (18,1%).

Οι εξελίξεις αυτές στις τιμές των μετοχών και την κερδοφορία των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο είχαν ως αποτέλεσμα ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή

(P/E ratio) για το σύνολο των μετοχών του ΧΑΑ να αυξηθεί σε 15 στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003, από 14 στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002. Εξάλλου, η μερισματική απόδοση του συνόλου των μετοχών του ΧΑΑ στο τέλος του 2003 εκτιμάται ότι κυμάνθηκε περίπου στα ίδια επίπεδα όπως το 2002.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ I



Η αξία του συνόλου των συναλλαγών σε μετοχές στη χρηματιστηριακή αγορά αυξήθηκε σε 34.854 εκατ. ευρώ το 2003, από 24.759 εκατ. ευρώ το 2002 (βλ. Πίνακα 2). Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν στη μεγάλη άνοδο που σημείωσαν οι συναλλαγές σε μετοχές επιχειρήσεων όλων των κλάδων, κυρίως όμως του χρηματοπιστωτικού τομέα (τράπεζες, εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, ασφαλιστικές και επενδυτικές επιχειρήσεις) και των εμποροβιομηχανικών επιχειρήσεων. Από τη σύγκριση της διάρθρωσης της αξίας των συναλλαγών σε μετοχές κατά κλάδο δραστηριότητας διαπιστώνεται ότι το 2003 αυξήθηκε το ποσοστό συμμετοχής των συναλλαγών σε μετοχές των τραπεζών, των εμποροβιομηχανικών επιχειρήσεων και των επιχειρήσεων των λοιπών κλάδων, ενώ αντίθετα το αντίστοιχο ποσοστό των επιχειρήσεων που ανήκουν στους κλάδους των κατασκευών, των τηλεπικοινωνιών και των συμμετοχών παρουσίασε πτώση.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών αυξήθηκε το 2003 και διαμορφώθηκε στα 141 εκατ. ευρώ, από 100 εκατ. ευρώ το 2002, ενώ άνοδο παρουσίασε και το πρώτο τρίμηνο του 2004 (βλ. Διάγραμμα 1B). Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη του δείκτη εμπορευσιμότητας των μετοχών, ο οποίος ανήλθε σε 4,7% το Δεκέμβριο του 2003 από 3,5% το Δεκέμβριο του 2002, αν και, στο τέλος Μαρτίου του 2004 σημείωσε μικρή υποχώρηση (βλ. Διάγραμμα 1Γ).

Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑΑ μετοχών αυξήθηκε σε 84.547 εκατ. ευρώ ή 56% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003, από 65.760 εκατ. ευρώ ή 47% του ΑΕΠ στο τέλος του 2002 (βλ. Πίνακα 1). Άνοδο παρουσίασε η χρηματιστηριακή αξία του συνόλου των μετοχών της κυρίας και της παράλληλης αγοράς. Το γεγονός αυτό αντανακλά κυρίως τη σημαντική ενίσχυση των τιμών των μετοχών, καθώς ήταν περιορισμένη η επίδραση που άσκησαν στη χρηματιστηριακή αξία το 2003 η εισαγωγή μετοχών νέων εταιριών και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εταιριών με μετοχές εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά.

ΕΤΗ	Δείκτες τιμών μετοχών		Μέση ημερ αξία συναλ (εκατ. Ευρώ)	Χρηματιστηριακή αξία (σε εκατ. Ευρώ)			Χρηματιστηριακή αξία ως ποσοστό % του ΑΕΠ			Αντληθέντα κεφάλαια του ΧΑΑ		
	Γενικός	Τραπεζών		Μετοχών	Δανείων	Σύνολο	Μετοχών	Δανείων	Σύνολο	Εταιρίες με μετοχές	Νέες εταιρίες	Σύνολο
2000	3388.9	7307	400	117956	76942	194898	97	63	100	6967	1820	8787
2001	2591.6	4788.1	166.1	96950	81180	178130	74	62	136	367	470	836
2002	1748.4	2688.2	100.2	65760	114570	180330	47	81	128	267	86	353
2003	2263.6	4246.9	141	84547	135219	219766	56	89	144	317	61	378

Πίνακας 2.1, Εξελίξεις χρηματιστηριακών μεγεθών

Η επενδυτική συμπεριφορά των εγχώριων θεσμικών επενδυτών επηρέασε θετικά τις συνθήκες που διαμορφώθηκαν στη χρηματιστηριακή αγορά από τον Απρίλιο του 2003 και μετά. Ωστόσο, στο τέλος του 2003 οι τοποθετήσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σε μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ παρουσίασαν άνοδο κατά 21% σε σχέση με το τέλος του 2002, δηλαδή αυξήθηκαν με ρυθμό μικρότερο εκείνου των τιμών των μετοχών.

Αντίθετα, πολύ ενισχυμένες ήταν οι τοποθετήσεις μη κατοίκων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Σύμφωνα με στοιχεία της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών, η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για τοποθετήσεις σε μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 55% και ανήλθε σε 2.240 εκατ. ευρώ το 2003, έναντι 1.442 εκατ. ευρώ το 2002.

Ελαφρά ανάκαμψη σημείωσε το 2003 η άντληση κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Συγκεκριμένα, τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν ανήλθαν σε 378 εκατ. ευρώ, έναντι 353 εκατ. ευρώ το 2002.

Τα κεφάλαια αυτά άντλησαν 48 εταιρίες (2002: 37), από τις οποίες οι 13 εισήγαγαν για πρώτη φορά τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο και άντλησαν 61 εκατ. ευρώ (2002: 14 εταιρίες, 86 εκατ. ευρώ - βλ. Πίνακα 1). Ειδικότερα, 53% περίπου των συνολικών κεφαλαίων αντλήθηκε από εταιρίες του κλάδου των τραπεζών και των ασφαλειών και 21% από βιομηχανικές εταιρίες.

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003, ο δείκτης τιμών των τραπεζικών μετοχών αυξήθηκε κατά 58%, ακολουθώντας ανοδική πορεία με διακυμάνσεις στη διάρκεια του έτους, ενώ ελαφρά άνοδο σημείωσε και τους τρεις πρώτους μήνες του 2004 (βλ. Πίνακα 1 και Διάγραμμα 1Α). Εντυπωσιακή άνοδο (92%) παρουσίασε η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές του κλάδου, η οποία διαμορφώθηκε σε 26 εκατ. ευρώ το 2003, από 13 εκατ. ευρώ το 2002. Ανάλογη πορεία ακολούθησε και η μέση μηνιαία εμπορευσιμότητα των τραπεζικών μετοχών, η οποία ανήλθε σε 2,3% το Δεκέμβριο του 2003, από 0,8% το Δεκέμβριο του 2002 (βλ. Διάγραμμα 1Γ). Ο λόγος τιμών των τραπεζικών μετοχών προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E) αυξήθηκε σε 15 στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003, από 13 στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002, ενώ η μερισματική απόδοση τους² μειώθηκε σε 3% στο τέλος του 2003, από 3,4% στο τέλος του 2002. Γενικά, τα χρηματιστηριακά μεγέθη του τραπεζικού κλάδου βελτιώθηκαν το 2003 περισσότερο από ό,τι εκείνα του συνόλου της αγοράς. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται, σε μεγάλο βαθμό, εκτός από τους γενικότερους λόγους που προαναφέρθηκαν, με το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον για μετοχές του κλάδου αυτού από ξένους και εγχώριους θεσμικούς επενδυτές, αλλά και με τη σημαντική άνοδο της κερδοφορίας των τραπεζών το 2003. Αναλυτικότερα, τα προ φόρων κέρδη των ελληνικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, τα οποία είχαν μειωθεί κατά 47% το 2002 και 11% το 2001, αυξήθηκαν κατά 34% το 2003. Η άνοδος αυτή προέρχεται κυρίως από τη σημαντική ενίσχυση των οργανικών εσόδων (καθαρών εσόδων από τόκους) των τραπεζών και τη συγκράτηση του λειτουργικού κόστους. Επίσης, άνοδο, σε μικρότερο όμως βαθμό, σημείωσαν τα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις, καθώς και τα έσοδα από προμήθειες και τίτλους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2. ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΘΡΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

	2000		2001		2002		2003	
	Αξία συναλλαγών	Εκατοστιαία διάθρωση						
Μετοχών	100786,7	99,8	41525,3	100	24759,1	99,9	34853,7	99,9
Κύριας αγοράς	83962	83,1	34706,4	83,6	19674,5	79,4	29877,8	85,7
Τραπεζών	15662	15,5	8485,7	20,4	3274,1	13,2	6450,2	10,5
Χρηματοδοτικής μίσθωσης	399,9	0,3	823	0,2	22,3	0,1	41,4	0,1
Ασφαλειών	2519,7	2,5	2276,9	5,5	119,6	0,5	183,2	0,5
Επενδυτικών	2698,6	2,7	630,5	1,5	268,2	1,1	338,1	1
Κατασκευαστικών	6145,2	6,1	2775,4	6,7	1449,6	5,8	1508	4,3
Εμποροβιομηχανικών	31801,1	31,5	7666,6	18,5	3503,8	14,1	5200	14,9
Τηλεπικοινωνιών	9286,4	9,2	4684,7	11,3	4330,6	17,5	5152	14,8
Συμμετοχών	4480,1	4,4	3035,6	7,3	1903,5	7,7	2400,8	6,9
Λοιπών	10968,2	10,9	5068,8	12,2	4802,5	19,4	8604	24,7
Παράλληλης αγοράς	16824,7	16,7	6818,9	16,4	5084,6	20,5	4975,9	14,2
Δανείων	251,9	0,2	18,6	0	13	0,1	49,1	0,1
Σύνολο	101038,6	100	41543,9	100	24772,1	100	34902,8	100

Οι τιμές των μετοχών των εταιριών επενδύσεων αυξήθηκαν κατά 54,2% μεταξύ τέλους του 2002 και τέλους του 2003. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με το γεγονός ότι υψηλό ποσοστό (67%) του χαρτοφυλακίου των εταιριών αυτών αποτελείται από μετοχές εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ και η κερδοφορία των εν λόγω εταιριών παρουσίασε εντυπωσιακή ανάκαμψη (190%).

Όσον αφορά τις κατασκευαστικές εταιρίες, οι τιμές των μετοχών τους υποχώρησαν κατά 5%, παρά την αξιόλογη άνοδο της κερδοφορίας (21%) των εταιριών αυτών το 2003. Η υποχώρηση των τιμών των μετοχών του κατασκευαστικού κλάδου οφείλεται στα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετώπισαν πολλές από τις επιχειρήσεις του κλάδου λόγω του υπερδιπλασιασμού των βραχυπρόθεσμων δανειακών τους υποχρεώσεων το 2002 (109%), του πολύ υψηλού ποσοστού των υποχρεώσεων αυτών στις συνολικές δανειακές τους υποχρεώσεις, καθώς και του πολύ μικρού ύψους των κεφαλαίων (7,5 εκατ. ευρώ) που αντλήθηκαν τα τελευταία δυο έτη από το χρηματιστήριο.

Τέλος, οι τιμές των μετοχών των βιομηχανικών επιχειρήσεων παρουσίασαν άνοδο κατά 15% περίπου στο τέλος του 2003, σε σύγκριση με το τέλος του 2002. Στην εξέλιξη αυτή

συνέβαλε, εκτός από τους γενικότερους παράγοντες που προαναφέρθηκαν, και η ανάκαμψη της κερδοφορίας (16%) των βιομηχανικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Όλοι οι επιμέρους κλάδοι της μεταποίησης σημείωσαν αύξηση των κερδών τους, με εξαίρεση τους κλάδους των προϊόντων ξύλου και φελλού, προϊόντων χάρτου, ναυπηγείων, βασικών μετάλλων, μεταλλικών προϊόντων και καπνού, οι οποίοι παρουσίασαν πτώση.

Εξάλλου, κατά το προηγούμενο έτος συνεχίστηκε η εναρμόνιση του θεσμικού πλαισίου οργάνωσης και λειτουργίας της ελληνικής αγοράς κεφαλαίων με το αντίστοιχο ευρωπαϊκό και τέθηκε σε εφαρμογή σειρά μέτρων για την εξυπηρέτηση και προστασία του επενδυτικού κοινού, την ενίσχυση της διαφάνειας στην αγορά, τη βελτίωση του πλαισίου εποπτείας που διέπει την εισαγωγή εταιριών στο χρηματιστήριο, καθώς και την εύρυθμη λειτουργία των φορέων της αγοράς κεφαλαίων. Επισημαίνεται ότι το 2003 τέθηκε σε εφαρμογή ο Ν. 3152/2003, ο οποίος ρυθμίζει την ίδρυση και λειτουργία χρηματιστηρίων ως ανώνυμων πολυμετοχικών εταιριών και θεσπίζει όρους και προϋποθέσεις για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας τους, ενώ διαχωρίζονται πλήρως οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από αυτές του Χρηματιστηρίου. Επίσης, ψηφίστηκε και εφαρμόζεται ο Ν. 3156/2003 για την έκδοση εταιρικών ομολογιακών δανείων, ο οποίος βελτιώνει το ισχύον καθεστώς στην αγορά των δανείων αυτών και αναμένεται να ενισχύσει τη ρευστότητα και τις δυνατότητες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Εξάλλου, στο πλαίσιο της εισαγωγής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) στην Ελλάδα, συγκροτήθηκε με τον Ν. 3148/2003 η Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων, η οποία θα έχει την εποπτεία και την ευθύνη του έργου των ορκωτών ελεγκτών. Τέλος, σημαντική εξέλιξη θεωρείται η ολοκλήρωση (το 2003) του Κώδικα της Κεφαλαιαγοράς, που έχει στόχο να συστηματοποιήσει και να ενοποιήσει την υπάρχουσα νομοθεσία για την ελληνική αγορά κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι ο κώδικας αυτός ενσωματώνει, μεταξύ άλλων, τις διατάξεις της Ευρωπαϊκής Οδηγίας για την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και τη χειραγώγηση των τιμών στο χρηματιστήριο.

2.5. Ημερήσια διακύμανση τιμών μετοχών

Η ημερήσια διακύμανση των τιμών των μετοχών καθορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Αυτή τη στιγμή, κατά τη διάρκεια μιας συνεδρίασης η τιμή

μιας μετοχής που τελεί υπό συνεχή διαπραγμάτευση έχει κλιμακούμενο μέγιστο όριο ημερήσιας διακύμανσης. Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι το πρώτο όριο είναι +/-12% από τη τιμή κλεισίματος της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης, σημείο στο οποίο παραμένει η μετοχή για 15 λεπτά της ώρας εφόσον δεν υπάρξει καλύτερη τιμή αγοράς /πώλησης αντίστοιχα. Μόλις περάσει το χρονικό αυτό διάστημα, το όριο ημερήσιας διακύμανσης επεκτείνεται στο +/-18% αντίστοιχα. Όσον αφορά τη τιμή μιας μετοχής που τελεί υπό στιγμιαία διαπραγμάτευση δεν μπορεί να αποκλίνει περισσότερο από +/-12% από τη τιμή κλεισίματος της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης. Το μέγιστο επιτρεπόμενο όριο ανόδου κατά τη διάρκεια μιας συνεδρίασης (+12% ή +18% ανάλογα) αποκαλείται limit up και το μέγιστο επιτρεπόμενο όριο πτώσης (-12% ή -18% ανάλογα) αποκαλείται limit down. Κατά την εισαγωγή μιας νέας εταιρείας τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης δεν υπάρχει όριο διακύμανσης της τιμής της μετοχής της. Επίσης, δεν υπάρχει όριο διακύμανσης στην τιμή διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων, για όλη την περίοδο διαπραγμάτευσης τους.



30

ΚΕΦΑΛΑΙΟ

**ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΑΑ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΑΑ

3.1. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Κύρια Αγορά

Για την εισαγωγή της στην Κυρία Αγορά η εκδότρια εταιρία πρέπει:

1. Να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων (συμπεριλαμβανομένων και των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης) 11.738.811,45 ευρώ. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει για την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισαγμένες. Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, ύστερα από εισήγηση του διοικητικού συμβουλίου του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.) το παραπάνω ποσό μπορεί

να αναπροσαρμόζεται.

2. Να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής της και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

3. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

Με απόφαση της η Ε.Κ. μπορεί να επιτρέψει, υστερά από γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., την εισαγωγή μετοχών εταιρίας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μια τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον της εταιρίας ή των επενδυτών και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε να είναι αυτό σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εταιρία και τις μετοχές της.

Η ανωτέρω παρέκκλιση επιτρέπεται ιδιαίτερα στις ακόλουθες περιπτώσεις:

α) Εφόσον ποσοστό πάνω από το ενενήντα τοις εκατό (90%) του ενεργητικού της εταιρίας είναι επενδεδυμένο σε μετοχές μιας ή περισσοτέρων εταιριών, μία τουλάχιστον από τις οποίες είναι θυγατρική της και πληρεί τις προϋποθέσεις της 3ετούς

διάρκειας και ικανοποιητικής περιουσιακής διάρθρωσης με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

β) Εφόσον η αιτούσα εταιρία έχει προκύψει από συγχώνευση, διάσπαση ή απόσχιση κλάδου και μια από τις εταιρίες που συγχωνεύθηκαν ή η εταιρία που διασπάστηκε ή η εταιρία από την οποία έγινε απόσχιση κλάδου πληρούσε τις προϋποθέσεις κατά το χρόνο συγχώνευσης, διάσπασης ή απόσχισης κλάδου.

4. Η εταιρία θα πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο της υποβολής της αίτησης εισαγωγής της έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

Εάν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Η αρμόδια Δ.Ο.Υ. υποχρεούται να προβεί σε φορολογικό έλεγχο και να κοινοποιήσει στην εταιρία και τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες καταστάσεις τα σχετικά φύλλα ελέγχου μέσα σε ένα τρίμηνο από την υποβολή αίτησης της εταιρίας. Η προθεσμία αυτή παρατείνεται τρεις μήνες για εξαιρετικούς λόγους που αφορούν το μέγεθος της εταιρίας ή την έκταση των απαιτούμενων ελεγκτικών επαληθεύσεων.

5. Σε περίπτωση εισαγωγής μετοχών στο Χρηματιστήριο με δημόσια εγγραφή μέρος των εκδιδόμενων νέων ή των υφιστάμενων μετοχών μπορεί να μη διατίθεται με δημόσια εγγραφή υπό τις εξής προϋποθέσεις:

α) Η τιμή διάθεσης των μετοχών που δεν διατίθενται με δημόσια εγγραφή εξαιρουμένων αυτών που διατίθενται σε εργαζόμενους της εκδότριας εταιρίας, δεν θα είναι κατώτερη της τιμής στην οποία διατίθενται οι μετοχές με δημόσια εγγραφή.

β) Η ανάληψη των μετοχών, αν πρόκειται για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, που δεν διατίθενται με δημόσια εγγραφή, η καταβολή του ποσού της αύξησης και η πιστοποίηση της καταβολής του πρέπει να έχουν ολοκληρωθεί πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής. Στην περίπτωση αυτή η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει υποβάλει στο Λ.Σ. του Χ.Α.Α. κατάλογο προσώπων που ανέλαβαν τις μετοχές που δεν διατέθηκαν σε δημόσια εγγραφή και κατέβαλαν την αξία τους. Ο κατάλογος αυτός πρέπει να περιέχει το ονοματεπώνυμο, τη διεύθυνση κατοικίας, τον αριθμό

αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου, τον αριθμό των μετοχών που αποκτήθηκαν και την καταβληθείσα αξία τους.

γ) Προκειμένου για την εισαγωγή μετοχών εταιριών με συνολική κεφαλοποίηση βάσει της τιμής διάθεσης των μετοχών στη δημόσια εγγραφή- που δεν υπερβαίνει τα είκοσι τρία εκατομμύρια τετρακόσιες σαράντα επτά χιλιάδες εξακόσια είκοσι δυο ευρώ και ενενήντα λεπτά (23.447.622,90 ευρώ), οι μετοχές που δεν διατίθενται σε δημόσια εγγραφή δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν ποσοστό 5% των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή.

6. Το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου για την εισαγωγή, πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών στο κοινό εντός της ελληνικής επικράτειας και άλλου ή άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής είναι κατανομημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

Θεωρείται επίσης επαρκής η διασπορά όταν/ λόγω του μεγέθους της εταιρίας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της έκτασης της διασποράς του, διασφαλίζεται και με μικρότερο ποσοστό, που όμως δεν μπορεί να είναι κατώτερο του 5%, η ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Για την εκτίμηση της πλήρωσης ή μη της προϋπόθεσης της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό, απαιτείται η κατανομή των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α. σε 2.000 τουλάχιστον πρόσωπα σε κάθε περίπτωση. Στα πρόσωπα αυτά δεν περιλαμβάνονται εκείνα που κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του αριθμού των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α.

7. Η αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α.Α., πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί. Σε κάθε περίπτωση η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση της κατηγορίας κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή άλλων κατηγοριών μετοχών.

8. Η εταιρία θα πρέπει σε ικανοποιητικό χρόνο πριν από τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό να δημοσιεύει ένα Ενημερωτικό Δελτίο (prospectus) σύμφωνα με το Π.Δ. 348/85 και το "ΠΡΟΤΥΠΟ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ" που ενέκρινε το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις 26/11/96. Για την κυκλοφορία και δημοσίευση του "Ενημερωτικού Δελτίου" απαιτείται προηγούμενη έγκριση του περιεχομένου από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου. Η δημοσίευση του "Ενημερωτικού Δελτίου" είναι υποχρεωτική και για τις εισαγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο που κάνουν αύξηση κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ή κατόπιν συγχώνευσης με απορρόφηση εταιρίας.

9. Η διάθεση με δημόσια εγγραφή νέων ή υφιστάμενων μετοχών πραγματοποιείται μόνο μέσω Τράπεζας ή Τραπεζών ή επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ) που μπορούν να προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου (underwriter). Ο ανάδοχος εγγυάται την κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και αγοράζει τις μετοχές που δεν θα καλυφθούν από το κοινό στην τιμή εισαγωγής αυτών στο Χρηματιστήριο.

Το ενημερωτικό δελτίο επίσης υπογράφεται εκτός από τον εκδότη των κινητών αξιών από τον ανάδοχο έκδοσης. Αν υπάρχουν περισσότεροι από ένας ανάδοχος αρκεί η υπογραφή από τον οριζόμενο Κύριο Ανάδοχο. Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ ύστερα από εισήγηση της Τράπεζας της Ελλάδας καταρτίζεται Κανονισμός Αναδοχών με τον οποίο ρυθμίζονται θέματα που αφορούν τις υποχρεώσεις και την εν γένει συμπεριφορά των εταιριών που παρέχουν υπηρεσίες αναδοχής, έκδοσης και διάθεσης του συνόλου ή μέρους τίτλων καθώς και υπηρεσίες συνδεδεμένες με την αναδοχή έκδοσης και διάθεσης.

Ειδικότερα με τον Κανονισμό αυτό μπορεί να θεσπίζονται ειδικές υποχρεώσεις των αναδόχων και των συμβούλων έκδοσης στην περίπτωση δημόσιας εγγραφής εισαγωγής στο Χ.Α.Α. και διάθεσης με ή χωρίς δημόσια εγγραφή υφιστάμενων ή κατόπιν αύξησης του κεφαλαίου εκδιδόμενων μετοχών ή άλλων κινητών αξιών, ή διάθεσης μετοχών ή άλλων κινητών αξιών εταιριών ήδη εισαγμένων στο Χ.Α.Α.. Επίσης ρυθμίζονται θέματα που αφορούν την προπαρασκευή, τη διενέργεια, τη διεκπεραίωση, την προβολή και

διαφήμιση της δημόσιας εγγραφής, τη διαδικασία εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α. με ή χωρίς δημόσια εγγραφή, τους όρους και προϋποθέσεις διενέργειας χρηματιστηριακών πράξεων με σκοπό τη σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής τιμής μετοχών μετά την εισαγωγή και έναρξη διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α..

10. Η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή καθορίζεται από τον ανάδοχο είτε πριν από την έναρξη της δημόσιας εγγραφής είτε μετά το τέλος αυτής, εφόσον κατά τη δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών (book building).

Εάν η τιμή καθορίζεται πριν από την έναρξη της δημόσιας εγγραφής, αυτή είτε αναγράφεται στο ενημερωτικό δελτίο, είτε αναγγέλλεται το αργότερο την προηγούμενη της έναρξης της δημόσιας εγγραφής. Εφόσον κατά τη δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών, ο ανάδοχος το αργότερο την προηγούμενη της έναρξης της δημόσιας εγγραφής ανακοινώνει ένα εύρος τιμών της μετοχής. Η τελική τιμή καθορίζεται από τον ανάδοχο εντός του ανακοινωθέντος εύρους τιμών και αναγγέλλεται από αυτόν το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και πριν από την έναρξη της συνεδρίασης του Χ.Α.Α. της ημέρας εκείνης. Η τιμή διάθεσης των μετοχών στους επενδυτές που δεν συμμετείχαν στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών αναγγέλλεται σύμφωνα με τα προηγούμενα και μπορεί να είναι η κατώτερη του ανακοινωθέντος εύρους τιμών ή και υψηλότερη αυτής, δεν μπορεί όμως να υπερβαίνει την τελική τιμή που ανακοίνωσε ο ανάδοχος για τους συμμετέχοντες στη διαδικασία βιβλίου προσφορών. Με απόφαση της Ε.Κ. καθορίζεται το ανώτατο ποσοστό κατά το οποίο η ανώτατη τιμή του εύρους μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη. Το ποσοστό αυτό δεν μπορεί να είναι ανώτερο του δεκαπέντε της εκατό (15%)

11. Μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης μετοχών στο Χ.Α.Α., ο κύριος ανάδοχος μπορεί να διενεργεί υπό τους όρους και τις προϋποθέσεις του Κανονισμού Αναδοχών, χρηματιστηριακές πράξεις με σκοπό τη σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών αυτών, εφόσον έχει δηλώσει στο ενημερωτικό δελτίο ότι ενδέχεται να διενεργεί τέτοιες πράξεις. Η δυνατότητα

αυτή παρέχεται για τρεις (3) μήνες από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών.

Οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου εφαρμόζονται και σε περίπτωση διενέργειας δημόσιας εγγραφής μετοχών εισαγμένων στο (Χ.Α.Α. ή ύστερα από άδεια της ΕΚ. σε περιπτώσεις διάθεσης στο επενδυτικό κοινό σημαντικού ποσοστού μετοχών.

Επίσης ο κύριος ανάδοχος μπορεί να διενεργεί πράξεις σταθεροποίησης της τιμής των μετοχών ή τίτλων παραστατικών μετοχών σε χρηματιστηριακές αγορές της αλλοδαπής, εφόσον πρόκειται για μετοχές εισαγμένες στο Χ.Α.Α..

12. Για τη με δημόσια εγγραφή κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου απαιτείται απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

3.2 Απαιτούμενα Δικαιολογητικά για την Εισαγωγή Μετοχών στο ΧΑΑ

Προκειμένου το ΧΑΑ να πάρει απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών μιας Α.Ε. στο Χρηματιστήριο πρέπει η ενδιαφερόμενη Α.Ε. να υποβάλει τα παρακάτω δικαιολογητικά και στοιχεία:

- α) Αίτηση του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) της Α.Ε., συνοδευόμενη με απόσπασμα πρακτικών της συνεδρίασης στην οποία λήφθηκε η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο.
- β) Το αρχικό καταστατικό της Α.Ε. με όλες τις τυχόν τροποποιήσεις του και τα αντίστοιχα φύλλα της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως (Φ.Ε.Κ.) στα οποία έχουν δημοσιευθεί.
- γ) Τεκμηριωμένη οικονομοτεχνική μελέτη για την οικονομική κατάσταση της εταιρείας και τις δυναμικές της προοπτικές στον κλάδο που ανήκει, το αναπτυξιακό της πρόγραμμα, καθώς επίσης και τον σκοπό και αξιοποίηση των κεφαλαίων που συγκεντρωθούν από την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου (Μ.Κ.).
- δ) Κατάσταση με το ονοματεπώνυμο των κυριότερων μετόχων κατά τα τελευταία πέντε χρόνια.

ε) Ισολογισμοί των πέντε τελευταίων οικονομικών χρήσεων (ή τριών χρήσεων προκειμένου για εταιρείες με μικρότερη ζωή) συνοδευόμενα με τις αντίστοιχες εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι ισολογισμοί των δύο πρόσφατων χρήσεων πρέπει να συνοδεύονται από τις εκθέσεις των ορκωτών Ελεγκτών που ανήκουν στο Σώμα των Ορκωτών Ελεγκτών (ΣΟΕ).

στ) Κατάσταση, που να παρουσιάζει την εξέλιξη του Μετοχικού Κεφαλαίου και τους λόγους μεταβολής του, από την ίδρυση της εταιρείας μέχρι και την ημέρα υποβολής της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, καθώς και τον αριθμό των μετοχών (χωριστά για τις κοινές και τις προνομιούχες) που διαιρείται το Μετοχικό Κεφάλαιο της Α.Ε.

ζ) Κατάσταση που παρουσιάζει τα διανεμηθέντα μερίσματα (συνολικά και ανά μετοχή) κατά την τελευταία δεκαετία ή για μικρότερο χρονικό διάστημα, εφόσον η ζωή της Α.Ε. είναι μικρότερη.

η) Ονομαστική κατάσταση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου κατά τα τελευταία πέντε χρόνια.

θ) Αντίγραφο των εκθέσεων του φορολογικού ελέγχου της Α.Ε. των δύο προηγούμενων ετών από την τελευταία χρήση, όπως και των οφειλομένων ποσών σε περίπτωση οριστικής τακτοποίησης φορολογικών ή άλλων εκκρεμοτήτων με οποιοδήποτε τρόπο.

Επίσης γνωστοποίηση των ενδεχομένων εκκρεμών φορολογικών υποθέσεων σε οποιοδήποτε στάδιο και αν βρίσκονται αυτές.

ι) Έκθεση Ορκωτών Ελεγκτών για την πραγματική αξία των στοιχείων του παγίου ενεργητικού της Α.Ε.

κ) Αναλυτικές καταστάσεις των λογαριασμών του Ενεργητικού και Παθητικού καθώς και των αποτελεσμάτων της χρήσεως της Α.Ε.

λ) Πίνακες δαπανών τόσο του Διοικητικού Συμβουλίου όσο και του λοιπού προσωπικού της Α.Ε.

μ) Κατάσταση που να παρουσιάζει αναλυτικά κατά την τελευταία 5ετία σε ποσότητα και αξία: την παραγωγή, τις πωλήσεις, τα αποθέματα, την ανάλωση πρώτων υλών, την σημερινή παραγωγική ικανότητα των εγκαταστάσεων της επιχείρησης και τον βαθμό απασχόλησης τους κατά την τελευταία χρήση και τις εξαγωγές.

ν) Το Δ.Σ. της Α.Ε. υποχρεούται να δηλώσει τις τυχόν συμμετοχές των μελών του ή της εταιρείας σε άλλες επιχειρήσεις, την ύπαρξη συμφωνητικού συνεργασίας, τη μορφή και τα ποσοστά συμμετοχής, το ύψος των μεταξύ τους συναλλαγών και τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων στις οποίες συμμετέχει.

ξ) Κυρωμένα αντίγραφα των Δελτίων Βιομηχανικής Κινήσεως και Δραστηριότητας του Ν. 858/1979, των δύο τελευταίων χρήσεων με τα στοιχεία, που ορίζονται κάθε φορά από το Υπουργείο Βιομηχανίας.

ο) Ενημερωτικό δελτίο σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985.

π) Κάθε άλλη συμπληρωματική πληροφορία ή διευκρίνιση που τυχόν ζητηθεί από την Επιτροπή του ΧΑΑ.

3.3 Διαδικασία Εισαγωγής Μετοχών στο ΧΑΑ

Η διαδικασία που πρέπει να ακολουθήσει μια Α.Ε, για να εισαχθούν οι μετοχές της στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ είναι μακροχρόνια και μπορεί να πει κανείς (μέχρι σήμερα, Σεπτέμβριος 1997) γραφειοκρατική.

Συνοπτικά τα στάδια της διαδικασίας αυτής είναι τα παρακάτω:

α) Απόφαση της Γενικής Συνέλευσης (Γ.Σ.) των μετόχων της Α.Ε., μετά από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) της, για ταυτόχρονη είσοδο στο Χρηματιστήριο και αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες θα διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή.

β) Απόφαση του Δ.Σ. της εταιρείας για τις λεπτομέρειες της εισαγωγής-

γ) Επιλογή Αναδόχου (underwriter) που είναι υπεύθυνος για την διαδικασία εγγραφής και διάθεσης των μετοχών της έκδοσης και ο οποίος, σε συνεργασία με την Α.Ε., καθορίζει την τιμή διάθεσης των μετοχών.

Ο Ανάδοχος εγγυάται την κάλυψη των μετοχών στην τιμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο, σε περίπτωση που αυτές δεν αγοραστούν από το επενδυτικό κοινό.

Ανάδοχος μπορεί να είναι Τράπεζα ή Ανώνυμος Χρηματιστηριακή Εταιρεία με μετοχικό κεφάλαιο 1 δις δραχμές.

Η αμοιβή του αναδόχου προσδιορίζεται με ελεύθερη διαπραγμάτευση.

δ) Σύνταξη ενημερωτικού φυλλαδίου (prospectus) από την ανάδοχο, σε συνεργασία με την Α.Ε.

ε) Υποβολή αίτησης της Α.Ε. για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο. Η αίτηση αυτή συνοδεύεται με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά που ήδη έχουμε αναφέρει στο προηγούμενο τμήμα.

στ) Έγκριση του Ενημερωτικού Φυλλαδίου (prospectus) από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών, εφόσον πληρούνται οι νόμιμες προϋποθέσεις.

ζ) Υποβολή του Ενημερωτικού Φυλλαδίου (prospectus) στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για να εγκρίνει την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με δημόσια εγγραφή.

η) Καθορισμός από το Χρηματιστήριο σε συνεργασία με την Α. Ε. της χρονικής περιόδου (συνήθως μιας εβδομάδας) κατά την οποία θα γίνει η δημόσια εγγραφή.

Η απόφαση αυτή γνωστοποιείται στο επενδυτικό κοινό με ανακοίνωση-πρόσκληση στον τύπο.

Στην Ελλάδα καθώς και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές του εξωτερικού δεν συνηθίζεται ή δεν επιτρέπεται η ανακοίνωση αυτή να γίνει μέσω τηλεόρασης.

θ) Μετά τη λήξη της προθεσμίας για τη δημόσια εγγραφή παραδίδονται στο ΧΑΑ οι αναλυτικές καταστάσεις με τα ονόματα των νέων μετόχων και του αριθμού των μετοχών που δικαιούνται ο καθένας για να διαπιστωθεί η κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και η εξασφάλιση της απαιτούμενης διασποράς (τουλάχιστον σε 100 φυσικά ή νομικά πρόσωπα).

ι) Εφόσον πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις το Δ.Σ. του ΧΑΑ εγκρίνει την εισαγωγή των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο και η απόφαση αυτή δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

κ) Τέλος, προσδιορίζεται η ημερομηνία έναρξης των διαπραγματεύσεων των μετοχών στην Κύρια (Χρηματιστηριακή) Αγορά μετά τη διανομή τους στους νέους μετόχους.

3.4 Εισαγωγή Μετοχών Ναυτικών Εταιριών στο ΧΑΑ

Ναυτική Εταιρεία του Ν. 959/1979 είναι μια ιδιαίτερη μορφή εταιρείας προσαρμοσμένης στις ανάγκες της ναυτιλιακής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με τον παραπάνω Νόμο (959/1979) όπως τροποποιήθηκε με τον Αναπτυξιακό Νόμο 1892/1990 τα χαρακτηριστικά των Ναυτιλιακών εταιριών των οποίων οι μετοχές μπορούν να εισαχθούν στο ΧΑΑ είναι τα εξής:

- Η Ναυτική Εταιρεία έχει σαν αποκλειστικό σκοπό την κυριότητα ελληνικών εμπορικών πλοίων, την εκμετάλλευση ή διαχείριση ελληνικών ή ξένης σημαίας εμπορικών πλοίων καθώς και την απόκτηση μετοχών άλλων ναυτικών εταιριών.
- Η εισαγωγή μετοχών στο ΧΑΑ επιτρέπεται με τους ίδιους όρους όπως και για τις Α. Ε. δηλαδή απαιτείται έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εφόσον συντρέχουν οι υπόλοιποι όροι και προϋποθέσεις για την εισαγωγή Αωνύμου Εταιρείας στο Χρηματιστήριο.
- Με την ίδια απόφαση της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς μπορεί να οριστεί ότι η διαπραγμάτευση των μετοχών να γίνεται αποκλειστικά και μόνο σε συνάλλαγμα.

3.5 Προϋποθέσεις Εισαγωγής Μετοχών στο ΧΑΑ (Παράλληλη αγορά)

Οι προϋποθέσεις για την ένταξη μιας εταιρείας στην «παράλληλη αγορά» είναι οι εξής:

- ❖ Να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων 100 εκατ. δραχμές.
- ❖ Να έχει δημοσιεύσει ισολογισμούς τα τρία τελευταία χρόνια από τους οποίους ο τελευταίος να έχει ελεγχθεί από την Α.Ε. Ορκωτών Ελεγκτών.
- ❖ Να έχει παρουσιάσει ικανοποιητικά κέρδη τα τελευταία τρία χρόνια.
- ❖ Να προβεί σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου τουλάχιστον κατά 15%, το οποίο διατεθεί στο επενδυτικό κοινό με δημόσια εγγραφή πριν από την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ.
- ❖ Να υπάρχει ανάδοχος για την έκδοση των μετοχών (underwriter), ο οποίος να εγγυηθεί την κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και θα αγοράσει όσες μετοχές δεν καλυφθούν από το κοινό στην τιμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο.
- ❖ Να δημοσιεύσει «ενημερωτικό δελτίο» πριν από τη έναρξη των εγγραφών συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

- ❖ Εταιρεία που ικανοποιεί τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην *Κύρια Αγορά* μπορεί, εφόσον το επιθυμεί να εισαχθεί στην Παράλληλη Αγορά.
- ❖ Κινητές αξίες που έχουν εισαχθεί στην Παράλληλη Αγορά μπορούν να μεταφερθούν στην Κύρια Αγορά, εφόσον ο εκδότης τους πληρεί τις απαραίτητες προϋποθέσεις εισαγωγής σ' αυτή.

3.6. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NE.XA)

Η ΝΕ.Χ.Α. συστάθηκε στο Χ.Α.Α. το 1999 και σε αυτήν εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιριών. Προκειμένου μια εταιρία να εισαχθεί στη ΝΕ.Χ.Α. οι βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται είναι οι ακόλουθες.

1. Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας να ανέρχονται τουλάχιστον στο ποσό των 586.940,57 ευρώ για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α..
2. Να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως ανώνυμη εταιρία για δύο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
3. Η εταιρία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις απολογιστικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Σε περίπτωση που συντάσσει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν ελεγχθεί και οι εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση.
4. Να έχει ικανοποιητική διασπορά των μετοχών της, η οποία θεωρείται επαρκής εφόσον είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό σε ποσοστό 20% του συνόλου των μετοχών της ίδια κατηγορίας και σε 150 φυσικά και νομικά πρόσωπα, καθένα από τα οποία δεν μπορεί να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του αριθμού των μετοχών.
5. Η εταιρία συντάσσει και δημοσιεύει ενημερωτικό δελτίο σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/85.
6. Για την εισαγωγή στη ΝΕ.ΧΑ διατίθενται με δημόσια εγγραφή στο κοινό τουλάχιστον 100.000 μετοχές αξίας τουλάχιστον 73.367,57 ευρώ. Από τη διάθεση των μετοχών

αυτών ποσοστό τουλάχιστον 80% προέρχεται από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

7. Μέτοχος της εταιρείας που κατέχει μετοχές που αντιστοιχούν στο 5% του μετοχικού κεφαλαίου, δεσμεύεται ότι δεν θα διαθέσει με οποιονδήποτε τρόπο:

- Το 80% των μετοχών του για ένα έτος από την εισαγωγή στη ΝΕΧΑ
- Το 50% των μετοχών του για το δεύτερο και τρίτο έτος.

Σε κάθε περίπτωση πρέπει να έχει δεσμευθεί τουλάχιστον το 80% του συνόλου των μετοχών.

8. Η εταιρία ορίζει ένα τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής είναι μέλος του Χ.Α.Α. που συνάπτει συμβάσεις εντός κύκλου στο όνομα του και για δικό του λογαριασμό και συμβάλλει στην ενίσχυση της ρευστότητας αγοράς των μετοχών της εταιρίας. Η εταιρία πριν από την υποβολή της αίτησης εισαγωγής υπογράφει σύμβαση με ένα τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή και σ' αυτή περιλαμβάνονται

α) οι υποχρεώσεις και η ευθύνη του Ειδικού Διαπραγματευτή

β) η χρονική διάρκεια της συνεργασίας του με την εταιρία που δεν μπορεί να είναι μικρότερη των τριών ετών από τη στιγμή που θα εγκριθεί η εισαγωγή των μετοχών της στο Χ.Α.Α.

γ) Κάθε όρος που αφορά την μεταβίβαση των μετοχών της. Επίσης πριν από την έναρξη διαπραγμάτευσης οφείλει να διασφαλίσει ότι ο Ειδικός Διαπραγματευτής κατέχει συνολική ποσότητα μετοχών ίση με το 4% του συνολικού αριθμού εισαγμένων στη ΝΕ.Χ.Α. μετοχών της.

Πριν τη λήξη του χρόνου που ορίζει η σύμβαση θα πρέπει να ορίσει ένα τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή, τον ίδιο ή άλλο και να το γνωστοποιήσει στο Χ.Α.Α. και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Για να διευκολυνθεί ο αναγνώστης ακολουθεί συγκριτικός πίνακας των όρων και προϋποθέσεων εισαγωγής στις τρεις αγορές του Χ.Α.Α.

3.7 Η δευτερογενής εισαγωγή μετοχών (Secondary listing)

Εταιρίες με έδρα και δραστηριότητα εκτός Ελλάδας μπορούν να εισάγουν τις μετοχές τους σε μια από τις παραπάνω αγορές του Χ.Α.Α. Εταιρίες που εδρεύουν σε χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης μπορούν να εισαχθούν στο Χ.Α.Α. ακόμα και αν οι μετοχές τους δεν είναι εισαγμένες σε άλλο Χρηματιστήριο.

Εταιρίες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν μπορούν να εισαχθούν στο Χ.Α.Α. εκτός και αν έχουν εισαχθεί προηγουμένως στο Χρηματιστήριο της χώρας που εδρεύει η εταιρία.

Οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών εταιριών που δεν εδρεύουν στην Ελλάδα είναι ίδιες με τις προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών ελληνικών εταιριών σε κάθε μία από τις αγορές του Χ.Α.Α. με τις εξής διαφορές:

- Η αλλοδαπή εταιρία θα πρέπει να συντάσσει λογιστικές καταστάσεις σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.
- Ο κύριος ανάδοχος θα πρέπει να παραθέσει επιπλέον στο ενημερωτικό δελτίο τις διαφορές του ελληνικού δικαίου και του δικαίου που διέπει την αλλοδαπή εταιρία σε θέματα που αφορούν στα δικαιώματα μειοψηφίας, στη μερισματική πολιτική και στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων τόσο για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου όσο και για άλλα θέματα.

Οι αλλοδαπές εταιρείες που εισάγουν τις μετοχές τους σε μια από τις αγορές του Χ.Α.Α έχουν τις ίδιες υποχρεώσεις με τις ελληνικές.



40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ

**ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ
ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

4.1 Εισαγωγή

Ο πρωταρχικός ρόλος των κεφαλαιαγορών σε μία ελεύθερη οικονομία είναι η ανακατανομή του κεφαλαίου από τους αποταμιευτές-νοικοκυριά στις πιο παραγωγικές μονάδες της οικονομίας. Για να λειτουργήσει ο μηχανισμός αποτελεσματικά και να έχει θετική συνεισφορά στην οικονομική ανάπτυξη του τόπου πρέπει οι τιμές των αξιόγραφων (που καθορίζουν και την τιμή του κεφαλαίου) να είναι αποτελεσματικές, να αντικατοπτρίζουν δηλαδή κάθε διαθέσιμη πληροφορία κατά τρόπο έγκυρο, αληθή και έγκαιρο. Εάν αυτό δεν συμβαίνει, τότε όχι μόνον οι μέτοχοι-επενδυτές θα παίρνουν λάθος αποφάσεις, αλλά και σημαντικοί πόροι για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας θα κατασπαταλούνται. Έτσι, εάν από την Πολιτεία το κανονιστικό και ελεγκτικό-εποπτικό πλαίσιο των κεφαλαιαγορών δομηθεί πάνω στην αρχή της έγκαιρης και υπεύθυνης πληροφόρησης, αυτό θα εξασφαλίσει σε μεγάλο βαθμό την αποτελεσματικότητα των τιμών.

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis) έχει προκαλέσει μια πολύ ζωντανή και πολλές φορές έντονη συζήτηση στα πλαίσια της ακαδημαϊκής κοινότητας, καθώς και μεταξύ των αναλυτών της αγοράς. Με μια πρώτη ματιά δείχνει μια πολύ απλή θεωρία, ωστόσο, προσφέρει μεγάλες και σημαντικές προβλέψεις τόσο για τη λειτουργία των αγορών όσο και για τη συμπεριφορά των επενδυτών.

Οι συμμετέχοντες ενεργά στην αγορά (επενδυτές, χρηματιστές, αναλυτές κ.λ.π) προσδιορίζουν τις τιμές των αξιόγραφων μετά από την επεξεργασία κάθε καινούργιας πληροφορίας και την αποτίμηση των κινδύνων καθώς και τον υπολογισμό των αναμενόμενων χρηματικών ροών που πρόκειται να εισπράξουν από την συγκεκριμένη επενδυτική τους επιλογή. Με τον τρόπο αυτό χρησιμοποιούν κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία, η οποία αποτελεί βασική έννοια στον προσδιορισμό των τιμών των

αξιόγραφων και κατά συνέπεια είναι μια έννοια- κλειδί στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς.

Η έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς έχει να κάνει με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνεται από τους ανταγωνιζόμενους επενδυτές στις χρηματιστηριακές τιμές (Fama, 1970). Η χρηματιστηριακή αγορά είναι μια έντονα ανταγωνιστική αγορά στην οποία θεωρητικά συμμετέχει ένα πλήθος από έξυπνους, λογικούς και πληροφορημένους επενδυτές. Οι επενδυτές αυτοί στην προσπάθειά τους να αγοράσουν μετοχές χαμηλά και να τις πουλήσουν υψηλά, δηλαδή να κερδίσουν και μάλιστα όσο πιο πολλά χρήματα μπορούν, ενσωματώνουν πλήρως και 'άμεσα στις χρηματιστηριακές τιμές τις σχετικές πληροφορίες που κατέχουν με τις πράξεις αγοράς και πώλησης μετοχών που πραγματοποιούν. Οι τιμές των μετοχών σε μια αποτελεσματική αγορά δεν θα πρέπει να αντιδρούν στις παλιές πληροφορίες, διότι αυτές έχουν ήδη ενσωματωθεί στις χρηματιστηριακές τιμές (Muth, 1961). Οι παλιές πληροφορίες είναι άχρηστες για τους επενδυτές σε μια αποτελεσματική αγορά,

Το αποτέλεσμα της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών είναι ότι εφόσον η νέα πληροφορία (είδηση), καλή ή κακή, έρχεται στην αγορά με έναν τυχαίο τρόπο, πρέπει και οι μεταβολές των τιμών, ως αντανάκλαση της πληροφορίας, να διακυμαίνονται και αυτές με έναν τυχαίο τρόπο. Το πιο πάνω αποτέλεσμα καθιστά αδύνατο για κάποιον επενδυτή να προβλέπει τις χρηματιστηριακές τιμές σωστά και με συνέπεια και να αυξάνει συστηματικά τον πλούτο του από τις προβλέψεις αυτές.

Τέλος, πρέπει να αναφέρουμε ότι εφόσον σύμφωνα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι αποτέλεσμα των νέων ειδήσεων και μόνο αυτών, παράγοντες όπως η ψυχολογία των επενδυτών, η αισιοδοξία και απαισιοδοξία που εκφράζεται με την απληστία ή το φόβο, αλλά και άλλα ψυχοκοινωνικά φαινόμενα δεν θα πρέπει να επιδρούν στις χρηματιστηριακές τιμές (Le Roy, 1989, 1990). Με άλλα λόγια, μία αγορά είναι αποτελεσματική όταν οι αγοραίες τιμές των αξιόγραφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε πληροφορία σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη, τα μερίσματα, τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων, τον κίνδυνο του αξιόγραφου, την αναμενόμενη απόδοση, και γενικά ότι σχετική πληροφορία μπορεί να επηρεάσει την τιμή.

Σαν αποτέλεσμα, εάν η αγορά μίας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες σχετικά με την μετοχή και να επιτύχει υπερβολικές (μη-κανονικές) αποδόσεις. Ο λόγος είναι απλός, αυτές οι πληροφορίες έχουν ήδη προεξοφληθεί και είναι ενσωματωμένες στην τιμή του αξιόγραφου. Οι επενδυτές θα επιτύχουν μόνον κανονικές αποδόσεις, ανάλογες δηλαδή του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, για να είναι μία αγορά αποτελεσματική, σε σχέση με την διαθέσιμη πληροφόρηση, πρέπει:

- ❖ Να υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικά σκεπτόμενων επενδυτών, χρηματιστών, αναλυτών, κ.λ.π., οι οποίοι συμμετέχουν ενεργά στην αγορά και συνεχώς αναλύουν και αξιολογούν κάθε διαθέσιμη πληροφορία. Οι απόψεις που διαμορφώνουν σχετικά με τις τιμές των αξιόγραφων διαφαίνονται μέσα από τις επενδυτικές επιλογές τους
- ❖ Ένας μεμονωμένος επενδυτής (ή ομάδα επενδυτών) να μην μπορεί να επηρεάζει την τιμή της μετοχής
- ❖ Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά ταυτόχρονα, και να μην έχει κόστος
- ❖ Η πληροφορία θα πρέπει να φτάνει στην αγορά με τυχαίο τρόπο (δηλαδή να μην μπορεί κάποιος να την κατευθύνει)
- ❖ Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.

Η πιο Βασική υπόθεση της είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί. Ξέρουν, με μία συλλογική έννοια, ποια πληροφορία είναι σημαντική και ποια όχι. Έτσι, μετά την επεξεργασία κάθε καινούριας πληροφορίας και την αποτίμηση των κινδύνων, η συλλογική διεργασία θα εξασφαλίσει την τιμή της ισορροπίας. Επιπλέον η ύπαρξη ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών, αναλυτών, χρηματιστών, κ.λ.π., είναι αυτή που θα εξασφαλίσει ότι η τιμή ενός τίτλου στην αγορά είναι «τίμια», δηλαδή ορθολογική.

Έτσι, σε μία αποτελεσματική αγορά, η σημερινή μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής μίας μετοχής προέρχεται μόνον από τα σημερινά, απροσδόκητα, νέα. Τα χθεσινά νέα

(αλλά και τα νέα που προσδοκά και περιμένει η αγορά) δεν είναι πια σημαντικά γιατί έχουν ήδη προεξοφληθεί και αντικατοπτρίζονται στην τιμή. Αφού όμως η πληροφορία και τα νέα φτάνουν στην αγορά με τυχαίο τρόπο θα είναι και η μεταβολή στην τιμή τυχαία και μη-προβλέψιμη. Άρα, η σημερινή μεταβολή της τιμής μίας μετοχής (η απόδοση της δηλαδή) είναι ανεξάρτητη από την χθεσινή μεταβολή, οι μεταβολές δηλαδή είναι τυχαίες μεταβλητές που ακολουθούν μία τυχαία διαδικασία (ή, όπως αναφέρεται και στην διεθνή βιβλιογραφία, έναν «τυχαίο περίπατο», Random Walk).

Σύμφωνα με την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς(EMH):

$$P_t = (E_t P_{t+1} + d_{t+1}) / (1 + \rho) \quad (1)$$

όπου I_{t-1} είναι το διαθέσιμο στη χρονική περίοδο $t-1$ σύνολο πληροφόρησης $E(\square)$ είναι η αναμενόμενη τιμή του αξιόγραφου κατά την περίοδο t με δεδομένο το σύνολο πληροφόρησης I_{t-1} , d_{t+1} είναι τα μερίσματα και ρ το προεξοφλητικό επιτόκιο ή απόδοση ισορροπίας της αγοράς. Επίσης η αναμενόμενη αξία του P_t / I_{t-1} δεν σχετίζεται με τον όρο σφάλματος και το σφάλμα πρόβλεψης $P_t - P_t^e$ δεν σχετίζεται με τις μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο σύνολο πληροφόρησης I_{t-1} (χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα μερίσματα και θεωρώντας ότι για τα ημερήσια δεδομένα ισχύει ότι $\rho = 0$):

$$P_t - E(P_t | I_{t-1}) = \varepsilon_t \quad (2)$$

$$E(\varepsilon_t | I_{t-1}) = 0, \text{Var}(\varepsilon_t | I_{t-1}) = \sigma_\varepsilon^2 \quad (3)$$

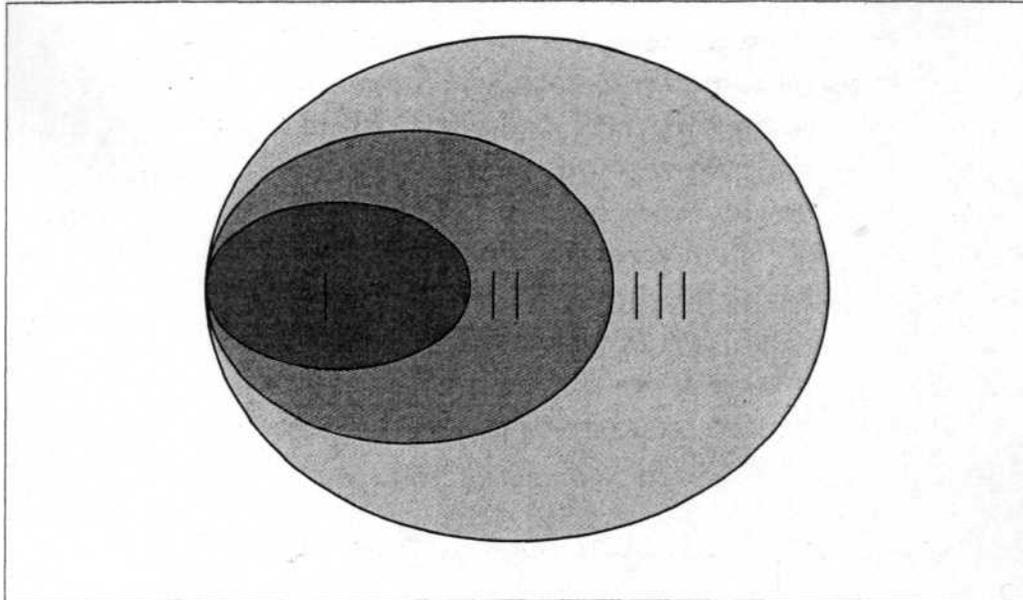
Επομένως, σε μια αποτελεσματική αγορά οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών δεν σχετίζονται με τις μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο σύνολο πληροφόρησης I_{t-1} .

Ο Fama (1970), με βάση τα σύνολα πληροφοριών που χρησιμοποιούμε κάθε φορά για να προβλέψουμε τις χρηματιστηριακές τιμές, όρισε τρία είδη αποτελεσματικής αγοράς. Μια χρηματιστηριακή αγορά λέγεται Αδύναμα Αποτελεσματική (Weak Form Efficient) όταν ενσωματώνει άμεσα τις παρελθούσες πληροφορίες που αφορούν μόνο τα ιστορικά στοιχεία χρηματιστηριακών τιμών, έτσι ώστε αυτά να μην μπορούν να βοηθήσουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών. Μια χρηματιστηριακή αγορά λέγεται Ημι-ισχυρώς

Αποτελεσματική (Semi-Strong Efficient) όταν ενσωματώνει άμεσα όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες, όπως τα μακροοικονομικά δεδομένα αλλά και τις επιχειρηματικές ειδήσεις και στοιχεία. Τέλος, μια αγορά λέγεται Ισχυρώς Αποτελεσματική (Strong Efficient) όταν ενσωματώνει άμεσα στις χρηματιστηριακές τιμές όλες τις δυνατές πληροφορίες, το σύνολο των πληροφοριών, που τις αφορούν, ακόμη και τις λεγόμενες «εσωτερικές», αυτές δηλαδή στις οποίες δεν έχει πρόσβαση το ευρύ επενδυτικό κοινό. Εάν μια αγορά είναι ισχυρώς αποτελεσματική είναι και ημισχυρώς και αδύναμα. Το αντίθετο όμως δεν ισχύει.

Τα τεστ για τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας γενικά ερευνούν για ενδείξεις ότι παλιές πληροφορίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν συστηματικά και να αποδώσουν συστηματικά χρηματιστηριακά κέρδη (Al Loughani and Chappell, 1997). Δύο σημαντικά εργαλεία για τον έλεγχο αποτελεσματικότητας μιας αγοράς αποδείχθηκαν η τεχνική και η θεμελιώδης ανάλυση. Τούτο διότι, σε μια αδύναμα αποτελεσματική αγορά η χρήση τεχνικής ανάλυσης, η οποία εξετάζει την πορεία των τιμών, δεν αποφέρει κέρδη, ενώ αντιστοίχως σε μια ημισχυρή αγορά η χρήση θεμελιώδους ανάλυσης δεν αποφέρει κέρδη.

Επίπεδα αποτελεσματικότητας



| Αδύναμα Αποτελεσματική

|| Ημισχυρώς Αποτελεσματική

||| Ισχυρώς Αποτελεσματική

Η εμπειρική έρευνα σχετικών υποδειγμάτων έδειξε σε μεγάλο βαθμό ότι οι χρηματιστηριακές τιμές είναι απρόβλεπτες, όπως άλλωστε έχουμε αναφέρει και πιο πριν. Χαρακτηριστικά, υπάρχουν μελέτες στις οποίες φαίνεται ότι η πρόβλεψη που βασίζεται στην τύχη είναι καλή όσο και η καλύτερη πρόβλεψη που βασίζεται σε κάποια τεχνική πρόβλεψης. Τέλος, στις μελέτες που δείχνουν κάποιο βαθμό προβλεψιμότητας των χρηματιστηριακών τιμών τα κέρδη που προκύπτουν είναι πολύ μικρά και συνήθως εξανεμίζονται όταν υπολογιστούν τα κόστη αγοράς και πώλησης στις συναλλαγές

4.2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Η εμπειρική έρευνα για τον έλεγχο της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς είναι ιδιαίτερα ογκώδης και οι αναφορές στο τμήμα αυτό δεν αποτελούν την πλήρη παράθεση.

Μετά την εργασία του Bachelier (1900), ο οποίος στο βιβλίο του *Η θεωρία της Κερδοσκοπίας*, το 1900, απέδειξε ότι η κερδοσκοπία στις τιμές των προϊόντων στη Γαλλία, ήταν ένα "δίκαιο παιχνίδι" (fair game), ο H. Working (1934) μελέτησε τη συμπεριφορά των τιμών διαφόρων προϊόντων και κατέληξε ότι ακολουθεί το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου. Στη συνέχεια, δημοσιεύτηκε η μελέτη του M. Kendall (1953), στην οποία ο συγγραφέας προσπάθησε να βρει κύκλους σε δείκτες μετοχών και τιμές προϊόντων, χωρίς όμως επιτυχία. Έτσι, οι τιμές και οι δείκτες, ακολουθούν τυχαίο περίπατο και η σημερινή τιμή προβλέπεται από την χτεσινή συν κάποια τυχαία μεταβολή (νέα είδηση).

Σε ένα άλλο άρθρο, ο Roberts (1959), έδειξε ότι χρονοσειρές που παράγονται από τυχαίους αριθμούς έχουν μεγάλες ομοιότητες με τις χρονοσειρές των τιμών των μετοχών. Και στις δύο σειρές παρατηρούνται οι γνωστοί σχηματισμοί, όπως "κεφαλή και ώμοι", διπλή/ τριπλή κορυφή ή βάση" κ.ά., γνωστοί στους τεχνικούς αναλυτές από τις αρχές του αιώνα από τη θεωρία του Charles Dow (για αυτούς και άλλους σχηματισμούς ασχολείται το κεφάλαιο της Τεχνικής Ανάλυσης", παρακάτω). Ακόμα ο ίδιος συγγραφέας παρατήρησε ότι η χρονοσειρά των πρώτων διαφορών των τυχαίων αριθμών, έμοιαζε πολύ με τη χρονοσειρά των πρώτων διαφορών των τιμών των μετοχών.

Μία άλλη, πολύ σημαντική επίσης, μελέτη παρουσιάστηκε από τον φυσικό ερευνητή Osborne (1959). Ο συγγραφέας αυτός παρατήρησε τις τιμές των μετοχών με σκοπό να ταυτοποιήσει εάν ακολουθούσαν τους νόμους κίνησης των φυσικών αντικειμένων. Ειδικότερα, ήθελε να δει εάν οι Τιμές των μετοχών μοιάζουν με την κίνηση πολύ μικρών μορίων, γνωστή στους φυσικούς σαν "κίνηση Brown" και, βρήκε πολύ μεγάλες ομοιότητες. Ακόμα, παρατήρησε ότι η διακύμανση των μεταβολών των τιμών των μετοχών σε αυξανόμενα διαδοχικά χρονικά διαστήματα, αυξάνεται ανάλογα με την τετραγωνική ρίζα της χρονικής απόστασης. Αυτό σημαίνει ότι οι λογάριθμοι των

μεταβολών των τιμών είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους, που συμφωνεί - από άλλη οπτική γωνία, όμως - με τα ευρήματα του Roberts (1959), προτείνοντας ότι οι μεταβολές των τιμών των μετοχών ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου.

Οι Granger και Morgenstern (1963) χρησιμοποίησαν την τεχνική της φασματικής ανάλυσης (spectral analysis), με σκοπό να διερευνήσουν την ύπαρξη κύκλων στις τιμές των μετοχών. Η μελέτη αυτή είναι η πρώτη που χρησιμοποιεί την τεχνική αυτή, η οποία είναι πολυπλοκότερη της μεθόδου της συσχέτισης που χρησιμοποιήθηκε από τους προηγούμενους ερευνητές. Από τα αποτελέσματα τους δεν συνεπάγεται στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των αποδόσεων μιας περιόδου με εκείνες σε προγενέστερες περιόδους, υποστηρίζοντας έτσι, ακόμα περισσότερο, την υπόθεση ότι οι τιμές ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου.

Όμως, οι μελέτες αυτές δεν έγιναν δεκτές από τους επαγγελματίες του χώρου, αναλυτές, συμβούλους και διαχειριστές. Πρώτος ο Alexander (1961) επινόησε κάποιους τεχνικούς κανόνες φίλτρων τιμής (filter rules) με σκοπό να δει αν μπορούσε να παράγει υπέρ-κανονικά κέρδη. Εάν μπορούν να βρεθούν τέτοιοι κανόνες, τότε αυτό σημαίνει ότι οι μεταβολές των τιμών ακολουθούν τάσεις και δεν είναι τυχαίες. Οι κανόνες φίλτρου του Alexander ήσαν της μορφής: "εάν η τιμή αυξηθεί κατά $Y\%$ από τη βάση τους, τότε αγόρασε τη μετοχή αυτή και διακράτησέ την έως ότου μειωθεί $Y\%$ από την κορυφή της, οπότε την πουλάς ή την πουλάς ανοιχτά (short sell)". Βρήκε, έτσι, ότι δεν ισχύει η τυχειότητα στις τιμές των μετοχών, ωστόσο, τα αποτελέσματα του αυτά δεν επιβεβαιώθηκαν από μεταγενέστερες μελέτες των Fama (1965) και Fama and Blume (1966). Η αδυναμία της μεθοδολογίας του Alexander ήταν ότι (α) το μέρισμα (dividend) που δεν λαμβάνεται από τον επενδυτή για μετοχές που πουλάει ανοιχτά αποτελεί κόστος στον επενδυτή, (β) δεν ελάμβανε υπόψη του το κόστος συναλλαγών (transaction cost) και (γ) η υπόθεση ότι μπορεί ο επενδυτής να αγοράζει και να πουλάει χρεόγραφα σε όποια τιμή του υποδεικνύουν οι κανόνες φίλτρου δεν ανταποκρίνεται πάντα στην πραγματικότητα (πρόβλημα ρευστότητας). Ακόμα, να σημειωθεί ότι (δ) η επιλογή του φίλτρου $Y\%$ είναι υποκειμενική και δεν υπάρχει ασφαλής κανόνας για τον άριστο προσδιορισμό του. Όταν η τιμή του Y είναι πολύ μικρή, τότε ο κανόνας φίλτρου παράγει περισσότερα σήματα αγοράς και πώλησης, δείχνοντας την ύπαρξη τάσης βραχυχρόνια.

Ωστόσο, τα έξοδα συναλλαγών είναι επίσης πολύ αυξημένα και, πιθανόν, τα όποια κέρδη να μειώνονται σημαντικά, ακόμα και να μηδενίζονται.

Επίσης, οι κανόνες φίλτρου αγνοούν τον κίνδυνο που ενσωματώνουν τα χρεόγραφα, καθώς και κάθε θεμελιώδη αξία που συνδέονται με αυτά. Βασίζονται μόνο στις παρελθούσες τιμές των μετοχών. Η θεωρία του τυχαίου περιπάτου αντικατοπτρίζει, από την άλλη, μία αγορά όπου η ανακοίνωση κάθε νέας πληροφορίας απορροφάται άμεσα και πλήρως από τις τιμές και δεν σχηματίζουν τάσεις που θα μπορούσε να εκμεταλλευτεί ένας επενδυτής ούτε μπορεί να έχει υπερβολικές αποδόσεις από αγοραπωλησίες βασιζόμενες σε νέες πληροφορίες.

Η σημασία του κανόνα του φίλτρου άνοιξε μία μεγάλη στη συζήτηση του υποδείγματος του τυχαίου περιπάτου και της ασθενούς μορφής της αποτελεσματικής αγοράς. Πράγματι, ο κανόνας αυτός υποστηρίζει ότι μπορεί να δώσει καλύτερες αποδόσεις από την απλή στρατηγική "αγορά και διακράτηση" (buy-and-hold), μόνο με την προϋπόθεση ότι η αγορά δεν είναι αποτελεσματική.

Η στρατηγική "αγορά και διακράτηση", θέτει σαν κανόνα αγοράς του χρεογράφου στην αρχή της επενδυτικής περιόδου και διακράτηση του χρεογράφου μέχρι το τέλος της επενδυτικής περιόδου, οπότε και ρευστοποιείται. Εάν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε ο κανόνας φίλτρου δεν αναμένεται να έχει χρησιμότητα, αφού, σύμφωνα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, η απόκλιση της τιμής του χρεογράφου από την τιμή της ισορροπίας του με την ανακοίνωση μιας νέας πληροφορίας, θα επιτευχθεί αυτόματα.

Προς την κατεύθυνση της υποστήριξης της υπόθεσης ότι οι τιμές δεν ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου, ο Cootner (1962) θέτει ότι οι αγορές μοιάζουν να ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο για τους περισσότερους επενδυτές. Όμως, οι επαγγελματίες διαχειριστές είναι ικανοί να παρατηρήσουν και να απομονώσουν τα διαστήματα που οι τιμές ακολουθούν τον τυχαίο περίπατο. Στη συνέχεια, είναι εύκολο για αυτούς να υπολογίσουν την απόκλιση (υπερτίμηση ή υποτίμηση) των τιμών από την εσωτερική αξία του χρεογράφου και, έτσι, να παράγουν υπερβολικά κέρδη.

Η τεχνική του φίλτρου του Alexander δεν απέφυγε την κριτική άλλων ερευνητών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Fama (1965) και Fama and Blume (1966) για διάφορα

φίλτρα από 0.5% έως 20%, έδωσαν για μία περίοδο πέντε ετών μέση απόδοση 2.7% πριν την αφαίρεση των προμηθειών, έναντι 9.9% της στρατηγικής "αγορά και διακράτηση". Το μόνο φίλτρο όπου αυτό δεν συνέβη ήταν το μικρότερο, 0.5% και αυτό μόνον οριακά. Εάν μάλιστα υπολογιζόταν η απόδοση μετά την αφαίρεση των εξόδων προμηθειών, η μέση απόδοση θα ήταν -19.1 %.

Βέβαια, υπάρχουν και άλλοι κανόνες φίλτρου και πολλοί περισσότεροι με την τεχνική ανάλυση. Ένας άλλος, γνωστός στους αναλυτές, κανόνας φίλτρου βασίζεται στη σχετική δυναμική του χρεογράφου. Η σχετική δύναμη ορίζεται από τη σχέση $\frac{P_t}{\bar{P}_t}$ όπου \bar{P}_t είναι η

μέση τιμή του χρεογράφου για ένα διάστημα που επιλέγει ο αναλυτής. Σύμφωνα με τον κανόνα αυτό αγοράζονται τα χρεόγραφα με υψηλό λόγο της σχετικής δύναμης του χρεογράφου. Η αγοραπωλησία τίτλων με τον κανόνα αυτό προϋποθέτει την εξάρτηση των τιμών των μετοχών. Στη βάση της επενδυτικής στρατηγικής, επιλέγονται για αγορές χρεόγραφα που κατατάσσονται στο 5% των υψηλών τιμών της σχετικής δύναμης, ανάμεσα σε ένα σύνολο μετοχών. Στη συνέχεια, τα μέλη της ακαδημαϊκής κοινότητας κατευθύνθηκαν προς την έρευνα και επινόηση διαφόρων στατιστικών ελέγχων χρησιμοποιώντας μεγαλύτερα και διαφορετικά δείγματα τιμών από αυτά των Roberts και Osborne, με σκοπό να επιβεβαιώσουν ή να αντικρούσουν τα προγενέστερα αποτελέσματα. Τα πρώτα αποτελέσματα δημοσιεύτηκαν από τους Moore (1964), Fama (1965), Granger and Morgestern (1963), τα οποία επιβεβαίωναν τα αποτελέσματα των Roberts και Osborne. Οι πρώτοι αυτοί έλεγχοι εβασίζοντο στη μελέτη των συσχετίσεων (first-order autocorrelation coefficients) και, περιορισμένα, στην τεχνική της φασματικής ανάλυσης των μεταβολών των τιμών των μετοχών και, κατέληξαν ότι οι όποιες αποκλίσεις από το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου είναι στατιστικά ασήμαντες.

Εάν οι μεταβολές των τιμών είναι στατιστικά ανεξάρτητες και ισόνομα κατανεμημένες (identically and independently distributed, IID), τότε, εξ' ορισμού η συσχέτιση τους θα είναι μηδενική.

Ο Moore (1964) ήταν ο πρώτος που μελέτησε τις συσχετίσεις των μεταβολών των τιμών των μετοχών. Η ερμηνεία αυτού του τύπου ελέγχου είναι ότι οι χαμηλοί συντελεστές συσχέτισης δείχνουν ότι οι προηγούμενες μεταβολές των τιμών δεν μπορούν να

χρησιμοποιηθούν για την πρόβλεψη των μελλοντικών μεταβολών. Ο Moore , εξέτασε τις εβδομαδιαίες μεταβολές 29 τυχαία επιλεγμένων μετοχών για το διάστημα 1951-1958 και βρήκε ένα μέσο συντελεστή συσχέτισης ίσο με -0.06, ο οποίος, πράγματι, είναι πολύ χαμηλός.

Ο Fama (1965) υπολόγισε τους συντελεστές συσχέτισης των ημερήσιων μεταβολών των τιμών στις 30 μετοχές του Dow-Jones Average για πέντε χρόνια. Και αυτός βρήκε πολύ χαμηλούς συντελεστές συσχέτισης (0.03). Στη συνέχεια μελέτησε τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ $\Delta p_t, \Delta p_{t-i}, i=1,2,\dots,10$, όπου και πάλι πήρε πολύ χαμηλούς συντελεστές συσχέτισης, από -0.04 έως +0.03. Όμως, ένα από τα στατιστικά χαρακτηριστικά του συντελεστή συσχέτισης είναι ότι επηρεάζεται από τις ακραίες παρατηρήσεις, όσο λιγοστές και αν είναι. Έτσι, ο Fama, ενδιαφέρθηκε, στη συνέχεια, να μελετήσει τα πρόσημα των συντελεστών συσχέτισης και όχι μόνο το μέγεθος τους. Έκανε, λοιπόν, ελέγχους ροών (runs test, δες Κ. Συριόπουλος, 1996) στις ημερήσιες μεταβολές των τιμών των μετοχών για να αποκαλύψει τυχόν εμμονή των ροών αυτών, δηλαδή να μελετήσει την ανεξαρτησία των τιμών των μετοχών.

Ωστόσο και, αυτός ο έλεγχος έχει περιορισμούς. Συγκεκριμένα, εξαρτάται μόνον από το εάν μία παρατήρηση είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη της μέσης τιμής, άρα από την κατεύθυνση και όχι από το μέγεθος της απόκλισης. Ένας εναλλακτικός έλεγχος είναι ο έλεγχος αυτοσυσχετίσεων, δηλαδή η παλινδρόμηση των παρατηρήσεων των αποδόσεων της χρονοσειράς στον εαυτό της με χρονικές υστερήσεις. Ένας θετικός συντελεστής αυτοσυσχετίσης και στατιστικά σημαντικός δηλώνει ότι η σειρά έχει τάση. Ένας αρνητικός συντελεστής αυτοσυσχετίσης και στατιστικά σημαντικός δηλώνει ότι η σειρά είναι mean reverting.

Ελαφρώς διαφοροποιημένα αποτελέσματα έδωσε η μελέτη των Niederhoffer και Osborne (1966) χρησιμοποιώντας, επίσης, τη μέθοδο του ελέγχου ροών, προκειμένου να μελετήσουν το φαινόμενο της εσωτερικής πληροφόρησης (που θα δούμε και παρακάτω στην ισχυρή μορφή της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς).

Στη μελέτη τους αυτή οι συγγραφείς έδειξαν πως, στη διάρκεια της ημέρας οι μεταβολές των τιμών συσχετίζονται μεταξύ τους και, μάλιστα αρνητικά με συντελεστή συσχέτισης

ίσο με -0.25 . Αυτή η πληροφορία είναι γνωστή στους ειδικούς, την οποία μπορούν να χρησιμοποιήσουν για επικερδείς επενδυτικές αποφάσεις βραχυχρόνιου χαρακτήρα.

Έτσι, στην παραπάνω βιβλιογραφία, το κοινό υπόδειγμα ισορροπίας στον έλεγχο της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών είναι η υπόθεση ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι σταθερές στο χρόνο. Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς σημαίνει, λοιπόν, ότι οι αποδόσεις δεν προβλέπονται από τις παρελθούσες αποδόσεις ή από τις παρελθούσες τιμές άλλων σχετικών μεταβλητών και ότι, η καλύτερη πρόβλεψη των μελλοντικών αποδόσεων είναι ο ιστορικός μέσος των αποδόσεων.

Η χαρακτηριστική θέση του υποδείγματος του τυχαίου περιπάτου είναι ότι οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν την ισορροπία προσφοράς και ζήτησης, αλλά αυτό το επίπεδο τιμών είναι απρόβλεπτο. Πρόσφατα, όμως, πολλές άλλες μελέτες, υπό το πρίσμα σύγχρονων στατιστικών ελέγχων, έρχονται σε αντίθεση με τα προγενέστερα ευρήματα. Αυτά τα εμπειρικά αποτελέσματα συνοψίζονται στην έκφραση του S.Meyer (1988) (Symposium of the London School of Economics, Financial Times, 5 April 1988): "η θεωρία περί των αποτελεσματικών αγορών, στην απλή τουλάχιστον μορφή της, πρέπει σήμερα να θεωρείται νεκρή". Ο Leroy (1989) παρατηρεί ότι, σύμφωνα με το ορισμό του Fama για την αποτελεσματική αγορά, "οποιαδήποτε αγορά είναι αποτελεσματική και κανένας εμπειρικός έλεγχος δεν μπορεί να εξετάσει την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών".

Ακόμα περισσότερο ερευνητές, όπως ο Fama (1992), δηλώνουν ότι "ο συντελεστής βήτα, σαν η μόνη επεξηγηματική μεταβλητή των αποδόσεων των μετοχών, πρέπει να θεωρείται "νεκρός" (The N.Times, 18 Febr.1992) ή ότι "η σχέση μεταξύ μέσης απόδοσης και βήτα είναι εντελώς εσφαλμένη" (Institutional Investor, 1992). Οι Lo και McKinley (1991) απορρίπτουν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου σε εβδομαδιαία στοιχεία μετοχών του NYSE για την περίοδο 1962-1987. Συγκεκριμένα, παρατήρησαν μία αυτοσυσχέτιση των αποδόσεων κατά 30%, δείχνοντας ότι περίπου το 10% της μεταβλητικότητας των αποδόσεων της επόμενης εβδομάδας ερμηνεύεται από τις αποδόσεις της προηγούμενης εβδομάδας. Ακόμα, βρήκαν ότι ένα ισοσταθμισμένο χαρτοφυλάκιο μετοχών μικρού μεγέθους εταιριών παρουσίασε αυτοσυσχέτιση 47% για την περίοδο 1957 - 1987.

Λέγοντας ότι οι αποδόσεις των τιμών ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου σημαίνει ότι κάθε παρατήρηση (απόδοση) είναι ανεξάρτητη (independent) από την προηγούμενη. Αντίθετα, αν οι αποδόσεις είναι εξαρτώμενες (serial dependence), τότε είναι μερικώς προβλέψιμες, οπότε η μεθοδολογία της τεχνικής ανάλυσης (trading rules) και οι στατιστικές τεχνικές πρόβλεψης, γενικότερα, μπορούν να αποδειχθούν χρήσιμες. Είδαμε και παραπάνω κάποιους από τους πλέον κλασσικούς στατιστικούς ελέγχους, όμως, ενδιαφέρον έχει να παρουσιάσουμε άλλους, περισσότερο σύγχρονους ελέγχους. Μία άλλη παραμετρική διαδικασία για τον έλεγχο της εξάρτησης των αποδόσεων είναι ο λόγος των διακυμάνσεων (variance ratio test).

Εάν η χρονοσειρά των αποδόσεων είναι τυχαία, τότε εάν υπολογίσουμε τις διακυμάνσεις σε διάφορες υποπεριόδους της χρονοσειράς αυτής, θα πρέπει να συνδέονται κατά γραμμικό τρόπο.

Οι Poterba και Summers, (1988) βρίσκουν, για παράδειγμα $VR=0.462$ για τα δεδομένα του χρηματιστηρίου της Γερμανίας και 0.438 για τα δεδομένα του χρηματιστηρίου της Γαλλίας.

Επίσης, οι Frennberg και Hansson ("Testing the random walk hypothesis on Swedish stock prices: 1919-1990", Journal of Banking and Finance, 17, pp.175-191, 1993), βρίσκουν για το χρηματιστήριο της Σουηδίας θετική αυτοσυσχέτιση σε βραχυχρόνιους επενδυτικούς ορίζοντες και αρνητική σε μακροχρόνιους ορίζοντες επένδυσης.

Η μελέτη της μεταβλητικότητας (volatility) των αποδόσεων των τιμών των μετοχών πήρε ιδιαίτερα μεγάλη διάσταση στη δεκαετία του 1980 μεταξύ των ερευνητών και, θεωρήθηκε σαν η σημαντικότερη, ίσως, παρατηρηθείσα ανωμαλία της αγοράς, που δεν δικαιολογείται εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές. Πρώτοι, στην παρατήρηση αυτή, ήσαν οι Leroy and Porter (1981) και ο Shiller (1981). Παρατήρησαν ότι οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών είναι πάρα πολύ ευμετάβλητες - από 5 έως 13 φορές περισσότερο (Shiller 1981) - για να μπορεί να αποδοθεί η ανωμαλία αυτή στην εισροή νέων πληροφοριών και, συγκεκριμένα, στις ειδήσεις για τα αναμενόμενα μερίσματα των εταιριών. Δηλαδή, εάν οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία, τότε γιατί να είναι τόσο ευμετάβλητες (σχετικά με τις ανακοινώσεις των μερισμάτων); Και

αντίστροφα, εάν οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία, τότε γιατί τα μερίσματα είναι τόσο λίγο ευμετάβλητα (σχετικά με τις τιμές των μετοχών);

Στη συνέχεια, από πολλούς ερευνητές, η παρατηρηθείσα πολύ μεγάλη μεταβλητικότητα των τιμών αποδόθηκε στην αυταεπιβεβαίωση τάσεων, που ονομάζονται στη διεθνή βιβλιογραφία "speculative bubbles" ή κερδοσκοπικές "φούσκες" (West 1988, Flood and Hodrick 1990). Έτσι, το κραχ του 1929, ή η άνοδος των τιμών των μετοχών, διεθνώς, από το 1982 μέχρι την πτώση τους το 1987, ή, ακόμα, η ανατίμηση του δολαρίου στις διεθνείς χρηματαγορές με κορυφή το 1985 κ.ά. ερμηνεύτηκαν σαν "κερδοσκοπικές φούσκες".

Οι ρίζες της ιδέας αυτής έχουν αποδοθεί στον Keynes (1936), σύμφωνα με τον οποίο "η χρηματοοικονομική αγορά είναι ένας χώρος, όπου οι κερδοσκόποι προσπαθούν να προβλέψουν την μέση κοινή άποψη για τις μελλοντικές τιμές [ότι αυτή θα επιβεβαιωθεί], παρά να μελετήσουν τα θεμελιώδη γεγονότα και στοιχεία της αγοράς" (ο ίδιος υπήρξε ένας επιτυχημένος κερδοσκόπος των χρηματιστηριακών αγορών της εποχής του).

Ένας ιδιαίτερος τύπος σε αυτό το πλαίσιο ανάλυσης, είναι οι ορθολογικές φούσκες (rational bubbles), που βασίζονται στις υποθέσεις των ορθολογικών προσδοκιών και που ορίζονται σαν άσχετα γεγονότα που επηρεάζουν τις τιμές των, γιατί ο καθένας πιστεύει ότι θα τις επηρεάσουν (West 1988).

Είδαμε και παραπάνω ότι, εάν οι τιμές ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου, σημαίνει ότι οι μεταβολές τους είναι ανεξάρτητες και ομοιόμορφα κατανομημένες (iid). Αυτό με την σειρά του, σημαίνει ότι, όχι μόνον η μέση απόδοση διατηρείται σταθερή στον χρόνο, αλλά και ότι η κατανομή των αποδόσεων πρέπει και αυτή να διατηρείται σταθερή. Η ασθενής μορφή της υπόθεσης της αποτελεσματικότητας της αγοράς, από την άλλη, δεν απαιτεί την ανεξαρτησία των αποδόσεων, ωστόσο, θέτει ότι δεν μπορούμε να έχουμε υπέρ-κανονικές αποδόσεις βασιζόμενοι μόνον στα ιστορικά στοιχεία των τιμών των μετοχών.

Η ερμηνεία για τη φαινομενική τυχαιότητα των τιμών των μετοχών βρίσκεται ακριβώς στους μηχανισμούς λειτουργίας της αγοράς. Σε μία αποτελεσματική αγορά αναμένεται οι τιμές να προσεγγίζουν την πραγματική τους αξία, λόγω της ανταγωνιστικότητας των επενδυτών. Εάν, όμως, η διάχυση και η αντίληψη των νέων πληροφοριών και των

συνεπειών τους στην αγορά είναι σταδιακή, τότε αναμένεται οι τιμές να έχουν σχετική εξάρτηση. Αντίθετα, εάν - όπως υποτίθεται στις αποτελεσματικές αγορές - οι τιμές προσαρμόζονται άμεσα και πλήρως, τότε οι μεταβολές των τιμών θα είναι τυχαίες. Ωστόσο, η υπόθεση ότι οι διαδοχικές μεταβολές των τιμών είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους, είναι κατά πολύ ασθενέστερη της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών. Η πρώτη αυτή υπόθεση - γνωστή σαν αδύναμη μορφή (weak form) αποτελεσματικής αγοράς - θέτει με άλλα λόγια ότι η ιστορία των τιμών αντανακλάται πλήρως στα τρέχοντα επίπεδα των τιμών.

Στην ημισχυρή της μορφή η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, θέτει ότι m τιμές αντικατροπτίζουν κάθε δημοσιευμένη πληροφορία, αμερόληπτα. Έτσι, οι εμπειρικοί έλεγχοι της υπόθεσης της ημισχυρής μορφής της αποτελεσματικής αγοράς αναφέρονται στο βαθμό και την ταχύτητα προσαρμογής των τιμών σε κάθε νέα είδηση.

Οι Fama, Fisher, Jensen και Roll (FFJR, 1969), πρώτοι έλεγξαν την επενδυτική συμπεριφορά όπως αυτή εκφράζεται στις τιμές μετά τα splits μετοχών. Όταν μία εταιρία προχωράει σε split της μετοχής της, τότε ο συνολικός αριθμός των μετοχών της αυξάνεται. Οι πιστοί στην αποτελεσματικότητα της αγοράς και τον ορθολογισμό των επενδυτών ήθελαν να ερμηνεύσουν τη συμπεριφορά της αγοράς απέναντι σε αυτό το φαινόμενο. Οι FFJR, θέλοντας να ελέγξουν την επενδυτική συμπεριφορά απέναντι στα splits, ερμήνευσαν αυτό το γεγονός σαν μία πρόβλεψη για το μέρισμα που μελλοντικά θα εδιανέμετο από την εταιρία. Ωστόσο, αυτό δεν συμβαίνει πάντοτε στην πράξη. Η μεταβολή των μερισμάτων αποτελεί πληροφορία της διοίκησης της εταιρίας για τα μελλοντικά της κέρδη.

Έτσι, οι FFJR μελέτησαν όλα τα splits 622 μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange, NYSE) για το χρονικό διάστημα 1927-1959, εξετάζοντας αν οι τιμές των μετοχών αυτών οδηγήθηκαν πολύ υψηλότερα ή χαμηλότερα από τα επίπεδα ισορροπίας τους (abnormal returns).

Οι FFJR υπολόγισαν τις αθροιστικές αποκλίσεις (δηλαδή τα κατάλοιπα, cumulative deviations) των αποδόσεων από το εκτιμημένο υπόδειγμα της αγοράς (market model) για κάθε μία μετοχή, 29 μήνες πριν το split και 30 μήνες μετά από αυτό. Η χρονική στιγμή "0" στην κλίμακα [-29,30] αναφέρεται στη στιγμή του split. Πριν από το split,

διάστημα $[-29,0]$, η μέση τιμή των καταλοίπων (που παριστάνει τα υπέρ-κανονικά κέρδη) είναι θετική και, οι τιμές των μετοχών ήταν πολύ ανοδικότερες από αυτές που προβλέπει το υπόδειγμα της αγοράς. Μετά το split, περίοδος (0,30), δεν παρατηρήθηκαν υπερβολικά κέρδη και οι τιμές των μετοχών ήταν αυτές που προέβλεπε το υπόδειγμα της αγοράς. Παρατήρησαν ότι οι μετοχές που προχώρησαν σε split και δεν μοίρασαν αυξημένα μερίσματα είχαν σχετικά μειωμένες αποδόσεις τιμών την περίοδο μετά το split, αντίθετα από αυτές που έδωσαν μεγαλύτερο μέρισμα (το 80% των περιπτώσεων). Αυτό σημαίνει ότι η είδηση για το split μιας μετοχής αυξάνει της αποδόσεις της τιμής της. Η αύξηση όμως των αποδόσεων των τιμών μετά το split για τις μετοχές που διανέμουν μεγαλύτερο μέρισμα είναι μικρή (κανονική, αναμενόμενη), γιατί η θετική αυτή είδηση απορροφάται στις τιμές με το τέλος του μήνα που συμβαίνει το split.

Συνολικά, η μελέτη των FFJR επιβεβαιώνει την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς ότι, δηλαδή, οι τιμές αντιδρούν άμεσα και σωστά στην ανακοίνωση του split των μετοχών. Ωστόσο, είναι δύσκολο να μετρήσουμε την ταχύτητα της αντίδρασης στην περίπτωση αυτή, γιατί οι συγγραφείς χρησιμοποιούν μηνιαίες παρατηρήσεις.

Οι Reilly and Drzycinski (1981), επεκτείνοντας την παραπάνω εργασία, μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών για split των αγορών με την προαναγγελία για split. Βρήκαν ότι 15 ημέρες πριν την προαναγγελία οι κάτοχοι των μετοχών είχαν μία υπέρ-κανονική απόδοση της τάξης του 4.25%, ενώ μετά από αυτήν δεν υπήρχαν υπέρ-κανονικές αποδόσεις, συμπέρασμα που επιβεβαιώνει τα εμπειρικά ευρήματα των FFJR και την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς στην ημισχυρή της μορφή.

Εάν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε οι αθροιστικές με κανονικές μέσες αποδόσεις πρέπει να είναι ή να πλησιάζουν το μηδέν. Εάν, για παράδειγμα, το split μιας μετοχής (ή κάποιο άλλο γεγονός) προσφέρει μία νέα θετική πληροφορία ως προς την μελλοντική εξέλιξη μιας εταιρίας και η αγορά είναι αποτελεσματική στην ημισχυρή μορφή της, τότε είτε (i) εάν η πληροφορία δεν είχε προεξοφληθεί από τους επενδυτές η τιμή της μετοχής πρέπει να έχει κανονική απόδοση πριν το γεγονός, στην εμφάνιση του γεγονότος να αυξηθεί βραχυχρόνια υπερβολικά κατ' ύστερα να έχει πάλι κανονική απόδοση, είτε εάν η νέα πληροφορία είχε σταδιακά πριν το γεγονός προεξοφληθεί από τους επενδυτές, η τιμή της μετοχής θα πρέπει να αυξηθεί σταδιακά, στην κοινή γνωστοποίηση του

γεγονότος να αυξηθεί λίγο έως καθόλου και ύστερα από το γεγονός να αποδίδει κανονικά και πάλι.

Οι Ball and Brown (1968), χρησιμοποίησαν την ίδια μεθοδολογία και κατασκεύασαν έναν δείκτη που ονόμασαν abnormal performance index που βασίζεται στη διαφορά μεταξύ προβλεπόμενης και πραγματοποιούμενης κερδοφορίας των εταιριών. Στη μελέτη τους, 261 εταιρίες για την περίοδο 1964 - 1965, υποστηρίζουν την ισχύ της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς στην ημισχυρή της μορφή, με την έννοια ότι, η αγορά προεξοφλεί τα οικονομικά γεγονότα.

Μία άλλη σχετική μελέτη είναι αυτή των Rendelman, Jones και Latane (RJL, 1982), οι οποίοι μελέτησαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση της κερδοφορίας των εταιριών. Στο πρώτο βήμα εκτίμησαν τα κέρδη ανά μετοχή με βάση την ιστορία της κερδοφορίας των εταιριών των προηγούμενων ετών και, στη συνέχεια συνέκριναν τα τρέχοντα κέρδη με τις προβλέψεις τους. Εάν τα τρέχοντα κέρδη ήταν υψηλότερα από τα εκτιμημένα κέρδη στο διπλάσιο της τυπικής απόκλισης, τότε ταξινομούσαν την εταιρία στην κατηγορία 10. Εάν ήταν μεταξύ 1.5 φορές και 2 φορές την τυπική απόκλιση την ταξινομούσαν στην ομάδα 9 κ.ο.κ. μέχρι την ομάδα 1 όπου τα τρέχοντα κέρδη ήτα δυο φορές η τυπική απόκλιση χαμηλότερα από τα εκτιμώμενα.

Τα αποτελέσματα της εργασίας των RJL δείχνουν, γενικά ότι, υπάρχει περίπτωση χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών και ότι, η αγορά είναι λιγότερο από αποτελεσματική. Ακόμα, δείχνουν ότι υπάρχει μία επιτάχυνση της ανοδικής ή καθοδικής αντίδρασης των τιμών, καθώς και μία δεύτερη αντίδραση μεταξύ 60ης και 70ης ημέρας μετά τη δημοσιοποίηση του γεγονότος.

Οι Karlan και Roll μελέτησαν τις συνέπειες στα επίπεδα των τιμών από την αποτίμηση των λογιστικών καταστάσεων. Το δείγμα τους περιελάμβανε 71 εισηγμένες εταιρίες της Αγγλίας και κατέληξαν ότι η τιμή της μετοχής δεν επηρεάζεται από την αύξηση των κερδών ανά μετοχή. Οι μέτοχοι, ορθολογικά δρώντας, προεξοφλούν τις μελλοντικές ροές της εταιρίας και όχι τα κέρδη ανά μετοχή. Ακόμα, υποστηρίζουν ότι τα αποτελέσματα χρήσης έχουν προσωρινό μόνο αποτέλεσμα επί της συμπεριφοράς των επενδυτών και της τιμής των μετοχών και όχι διαρκή αποτελέσματα.

Οι Kraus και Stoll (1972) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών με τη συναλλαγή μεγάλων πακέτων (πάνω από 10,000 μετοχές) στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης για το χρονικό διάστημα μεταξύ Ιουλίου 1968 και Σεπτεμβρίου 1969. Βρίσκουν ότι τέτοιες συναλλαγές οδηγούν σε πτώση τις τιμές, οι οποίες, όμως, ανακάμπτουν αμέσως, την ίδια ημέρα. Την επόμενη ημέρα είναι αδύνατη η πρόβλεψη της τιμής. Έτσι, δεν είναι δυνατόν να προκύψουν υπερβολικά κέρδη με τη γνώση και χρησιμοποίηση δημόσιας πληροφορίας, που αφορά τη συναλλαγή μεγάλων πακέτων (block trade). Σε παρόμοια συμπεράσματα για τις συναλλαγές μεγάλων πακέτων, καταλήγει και η έρευνα του Scholes (1972).

Ο Pettit εξέτασε την αντίδραση των τιμών στις ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων, που αποτελεί δημόσια πληροφορία. Στην έρευνα αυτή δεν βρέθηκαν ενδείξεις ότι οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται από τις ανακοινώσεις των εταιριών για τα διανεμηθέντα μερίσματα, που σημαίνει ότι η είδηση αυτή απορροφάται άμεσα από τις τιμές κάνοντας, έτσι, δεκτή την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς στην ημισχυρή της μορφή.

Μία τρίτη κατηγορία της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς είναι αυτή της ισχυρής μορφής. Υπάρχουν, όμως, πολύ λιγότεροι έλεγχοι της υπόθεσης αυτής της μορφής, λόγω της δυσκολίας συλλογής και επεξεργασίας δεδομένων. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς στην ισχυρή της μορφή, θέτει ότι κανένας επενδυτής δεν μπορεί να έχει υπερβολικές αποδόσεις από τη χρησιμοποίηση κάθε δημόσιας και ιδιωτικής πληροφόρησης. Οι έλεγχοι για αυτή τη μορφή της υπόθεσης, συνίστανται στην εξέταση της αποτελεσματικότητας των επαγγελματιών διαχειριστών χαρτοφυλακίων, όπως αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικοί οργανισμοί κλπ.

Αυτή η ομάδα των επενδυτών επιλέγεται στη βάση ότι, οι επαγγελματίες διαχειριστές είναι πιθανότερο να βρίσκονται πιο κοντά στις πηγές πληροφόρησης, που αφορούν την εξέλιξη των μεγεθών μιας εταιρίας, της αναμενόμενης κερδοφορίας της, της μερισματικής της πολιτικής κλπ. Εάν τα χαρτοφυλάκια αυτά έχουν ανώτερες αποδόσεις, τότε αυτό θα σημαίνει ότι, πράγματι, κάποιοι επενδυτές που έχουν πρόσβαση σε ιδιωτική πληροφόρηση μπορούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις. Έτσι, η πληροφορία αυτή δεν απορροφάται από τις τιμές ούτε αντανakλάται σε αυτές.

Η πρώτη μελέτη-έλεγχος της υπόθεσης αυτής παρουσιάστηκε από τους Friend et.al. (1962). Η μελέτη αυτή αναφερόταν σε 189 αμοιβαία κεφάλαια για το διάστημα 1952:12 έως 1958. Το βασικό συμπέρασμα της μελέτης αυτής είναι ότι, κατά μέσο όρο, η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι διαφορετική από την απόδοση ενός μη-διαχειρίσιμου χαρτοφυλακίου παρόμοιας σύνεσης, αλλά τα αποτελέσματα ήταν στατιστικά μη-σημαντικά. Δηλαδή, βρέθηκε ότι περίπου τα μισά από τα μελετημένα αμοιβαία κεφάλαια είχαν χειρότερη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και τα άλλα καλύτερη απόδοση. Ακόμα, ενώ βρέθηκαν ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια των οποίων η απόδοση ήταν καλύτερη στο σύνολο της χρονικής διάρκειας της μελέτης, δεν είχαν όμως σταθερά καλύτερες αποδόσεις ανά έτος. Εξαιρέση απετέλεσαν τα αμοιβαία εκείνα κεφάλαια που επένδυσαν σε συγκεκριμένους κλάδους μετοχών.

Η δεύτερη σημαντική μελέτη ήταν αυτή του Sharpe (1966), ο οποίος μελέτησε τις σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο αποδόσεις 34 αμοιβαίων κεφαλαίων για το διάστημα 1954-1963 (στο προηγούμενο κεφάλαιο συζητήσαμε τη μέθοδο αποτίμησης του Sharpe, αναλυτικότερα). Στη μελέτη του αυτή ο Sharpe, αντίθετα αϊτό την προηγούμενη μελέτη, βρήκε ότι τα 19 από τα 34 αμοιβαία κεφάλαια έδωσαν ανώτερες αποδόσεις από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Εάν, όμως, λάβουμε υπόψη και το ύψος των προμηθειών, τότε μόνο τα 11 αμοιβαία κεφάλαια έδωσαν ανώτερες αποδόσεις από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, ενώ τα 23 είχαν χειρότερα αποτελέσματα. Η μελέτη του Sharpe, υποστηρίζει την άποψη ότι η κεφαλαιαγορά είναι αποτελεσματική και ότι οι ικανοί διαχειριστές μπορούν να διαφοροποιούν κατάλληλα τα χαρτοφυλάκια τους αποτιμώντας σωστά τον κίνδυνο των μετοχών, με αποτέλεσμα να έχουν καλές αποδόσεις.

Στη φιλοσοφία της ανάλυσης του Sharpe, ο Jensen (1968,1972) μελέτησε 115 αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1945 έως 1964 (σε άλλη ενότητα, παρακάτω, θα μελετήσουμε τη μέθοδο αποτίμησης του Jensen, αναλυτικότερα). Μελέτησε δε τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων αυτών λαμβάνοντας και αυτός υπόψη τον κίνδυνο των επιμέρους μετοχών. Λαμβάνοντας υπόψη το κόστος συναλλαγών, βρήκε ότι μόνο 4 3 από τα 115 χαρτοφυλάκια έδωσαν ανώτερες αποδόσεις από αυτές της αγοράς. Κατά μέσο όρο, η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν χαμηλότερη από την αναμενόμενη απόδοση

τους, δεδομένου του συστηματικού τους κινδύνου (συντελεστής βήτα) κατά 1.1% ετησίως. Και ο Jensen, συνοπτικά, κατέληξε υπέρ της αποτελεσματικής αγοράς και του υποδείγματος του τυχαίου περιπάτου.

Οι Friend, Blume και Crockett (1970) μελέτησαν 136 αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1960-1968, όπου βρήκαν ότι οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν ήταν καλύτερες από ισοκατανεμημένα τυχαία χαρτοφυλάκια. Όμως, ήταν καλύτερες από ειδικά διαρθρωμένα και επεξεργασμένα χαρτοφυλάκια. Αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου, ωστόσο, κατάφεραν να ξεπεράσουν τις αποδόσεις των τυχαίων χαρτοφυλακίων για την περίοδο 1964-1968. Γενικά, πάντως και, αυτή η μελέτη υποστηρίζει την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς στην ισχυρή της μορφή.

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγει και η μελέτη του Firth (1978), ο οποίος μελέτησε 360 αμοιβαία κεφάλαια της Αγγλίας για τη χρονική περίοδο 1967-1975. Από τη μελέτη αυτή προκύπτει το συμπέρασμα ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων της Αγγλίας δεν έχουν πρόσβαση σε μη-δημόσια πληροφορία ή δεν διαθέτουν τις ικανότητες για να "κερδίσουν" τις επιδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Από τις παραπάνω μελέτες προκύπτει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις από αυτές της αγοράς και ότι - για τις μελέτες αυτές - οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν κάνουν αποτελεσματική διαχείριση χαρτοφυλακίων. Αυτά σημαίνουν, επίσης, ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων συναγωνίζονται σε μία αποτελεσματική αγορά.

Ακόμα, οι Palmon και Schneller (1980) κατέταξαν τις ειδήσεις και τα νέα για 500 μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης σε θετικά και αρνητικά, όπως εδημοσιεύοντο στην οικονομική εφημερίδα Wall Street Journal (WSJ) για τα έτη 1954 έως 1965. Στην συνέχεια, υπολόγισαν τις υπερβολικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών (APM) και ανέλυσαν την επίδραση των ειδήσεων σε-αυτές τις αποδόσεις 15 μήνες πριν και 9 μήνες μετά. Τα ευρήματα της μελέτης τους απορρίπτουν την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αφού: (α) στην περίπτωση των θετικών APM τα καλά νέα ήσαν αυξανόμενα από τα αρνητικά νέα σε διάστημα 6-8 μήνες πριν, (β) στην περίπτωση των αρνητικών APM, παρατηρήθηκε ακριβώς το αντίθετο για διάστημα 4-7 μηνών πριν.

Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν ότι οι ειδήσεις της WSJ έχουν πραγματικό πληροφοριακό περιεχόμενο και οι μεταβολές των θετικών και αρνητικών ειδήσεων συμβαίνουν αρκετό διάστημα πριν την συνοδεύουσα APM, που αντιτίθεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Από την άλλη, όπως οι ίδιοι οι συγγραφείς σημειώνουν στο άρθρο τους, τα παραπάνω αποτελέσματα δεν σημαίνουν κατ' ανάγκην και κερδοφορία για κάποιον επενδυτή.

Αντίθετη με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς στην ισχυρή της μορφή είναι και η έρευνα του Jaffe (1974), ο οποίος μελέτησε το φαινόμενο της εσωτερικής πληροφόρησης στη χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ. Η μελέτη αυτή καταλήγει σε δύο σημαντικά συμπεράσματα: (α) οι κατέχοντες εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να κερδίσουν υπέρ-κανονικές αποδόσεις, που αντιτίθεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και (β) οι νομοθετικές ρυθμίσεις για την καταπολέμηση του φαινομένου αυτού στις ΗΠΑ έφεραν πολύ μικρά αποτελέσματα.

Άλλοι ερευνητές ενδιαφέρθηκαν να μελετήσουν την απόκλιση των πραγματοποιούμενων αποδόσεων από τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων. Δύο από αυτές τις μελέτες, είναι του Ambachtsheer (1974) και των Dimson και Marsh (1984).

Η μελέτη του Ambachtsheer (1974) εξετάζει την ικανότητα των διαχειριστών και αναλυτών (ή επενδυτών) να προβλέπουν ορθά τις τιμές των μετοχών, δίνοντας μία άλλη διάσταση στην αξιολόγηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Εάν οι διαχειριστές δεν διαθέτουν τέτοια ικανότητα, τότε η συσχέτιση μεταξύ προβλέψεων και πραγματοποιήσεων αναμένεται να είναι μηδενική. Η παραπάνω μελέτη, ωστόσο, έδειξε ότι η συσχέτιση δεν είναι μηδενική και, αν και μικρή, ισούται με 0.16. Έτσι, ακόμα και η ασθενής ικανότητα πρόβλεψης μπορεί να οδηγήσει σε υπέρ-κανονικές αποδόσεις.

Η μελέτη των Dimson και Marsh (1984) αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες και σημαντικότερες μελέτες (για την εποχή της) στην αγορά της Αγγλίας. Οι συγγραφείς εξέτασαν τις ετήσιες αποδόσεις των 200 μεγαλύτερων μετοχών των ει-π γενών στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και βρήκαν ότι η συσχέτιση μεταξύ προβλέψεων και πραγματοποιήσεων ήταν μικρή και ίση με 0.08.

Ωστόσο, οι συναλλαγές που έγιναν βασισμένες στις προβλέψεις αυτές είχαν συνολική απόδοση κατά 2.2% υψηλότερη από την απόδοση της αγοράς και παρουσίασαν μία

υπέρ-κανονική απόδοση της τάξης των τριών εκατομμυρίων στερλινών. Όμως, ο επενδυτής που θα ήθελε να ακολουθήσει τις προβλέψεις του συμβούλου του έπρεπε να αντιδράσει άμεσα στην αγορά για να μπορεί να ωφεληθεί από αυτές.

Μέχρι τώρα συζητήσαμε για την "πληροφοριακή" αποτελεσματικότητα των αγορών. Εκτός, όμως, από αυτήν υπάρχει και μία εναλλακτική μορφή, η οποία στηρίζεται στις ορθολογικές προσδοκίες των επενδυτών. Αυτή έχει τον όρο "υπόθεση της ορθολογικής αγοράς" (market rationality). Στη διεθνή εμπειρική βιβλιογραφία και οι δύο μορφές της αποτελεσματικής αγοράς ταυτίζονται με τη θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών. Εάν ισχύει η υπόθεση της ορθολογικής αγοράς, τότε η χρηματιστηριακή τιμή και η πραγματική αξία μιας μετοχής δεν θα πρέπει να παρουσιάζουν συστηματικές διαφορές. Από τα παραπάνω γίνεται αμέσως φανερό γιατί η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς δεν είναι δημοφιλής ανάμεσα στους επαγγελματίες διαχειριστές, αναλυτές και συμβούλους επενδύσεων. Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή στην ασθενή υ της μορφή, οι παρελθούσες τιμές δεν μπορούν να βοηθήσουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών. Συνεπώς, η ισχύς της αποτελεσματικότητας της αγοράς έχει επιπτώσεις στην επιλογή των μετοχών και την πρόβλεψη των μελλοντικών επιπέδων των τιμών τους, αφού απορρίπτει την ικανότητα τόσο της θεμελιώδους όσο και αυτήν της τεχνικής ανάλυσης. Όμως, απορρίπτει και την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιριών (financial statement analysis), που έχουν εισηγμένες μετοχές στα χρηματιστήρια αξιών. Πράγματι, εάν κάποιος διαχειριστής (ή επενδυτής) μπορεί να έχει σταθερά υπέρ-κανονικά κέρδη από την σε βάθος ανάλυση τέτοιων δημόσιων πληροφοριών, τότε μπορεί να αποδείξει προβλεπτικές ικανότητες, περίπτωση της οποίας δεν αποδέχεται η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών.

Από τη σκοπιά της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, μία θέση της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών είναι ότι οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται σύμφωνα με τις υποδείξεις και τις υποθέσεις της. Με άλλα λόγια, συμπεριφέρονται σαν να μην την δέχονται. Δεν διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους αποτελεσματικά. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές ενδιαφέρονται να προσδιορίσουν υποτιμημένες μετοχές και, αυτός ο μεταξύ τους ανταγωνισμός (και διαφοροποίηση των εκτιμήσεων τους) είναι που οδηγεί τις αγορές στο να είναι (ή κατά περιόδους να είναι) αποτελεσματικές. Κατά συνέπεια, για να

είναι οι αγορές αποτελεσματικές, θα πρέπει να μην πιστεύουν οι επενδυτές ότι πράγματι, είναι!

4.3 Σύγχρονα υποδείγματα ανάλυσης μεταβλητότητας

Οι χρονοσειρές των μετοχικών αποδόσεων αποτελούν μια ειδική κατηγορία όχι μόνο χρονολογικών σειρών, αλλά και ειδικότερα, των οικονομικών χρονολογικών σειρών. Η μετοχικές χρονολογικές σειρές έχουν ειδικά χαρακτηριστικά που τις προσδιορίζουν και συνεπώς έχουν διαμορφωθεί ειδικές τεχνικές για την ανάλυση τους. Το πρώτο γνώρισμα των κατανομών των αποδόσεων είναι η τάση τους να είναι λεπτόκυρτες με φαρδιές ουρές σε σχέση με την κανονική κατανομή (Fama 1963, 1965).

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό των μετοχικών αποδόσεων είναι το volatility-clustering, το οποίο συνδέεται όχι μόνο με την άφιξη της πληροφορίας αλλά και με την μετάδοση. Σχετικά με την άφιξη της πληροφορίας είχε ειπωθεί ότι νέα (ειδήσεις) με μεγάλη επίδραση στις τιμές έχουν την τάση να ανακοινώνονται μαζί κάτι που επίσης συμβαίνει στα νέα με μικρή επίδραση (Engle 1982). Η τάση των μεταβολών να εμφανίζονται ομαδικά (volatility clustering), δηλαδή μεγάλες μεταβολές των τιμών να ακολουθούνται από άλλες με παρόμοια ένταση, περιγράφηκε πολύ ικανοποιητικά στη μελέτη του Kyle (1985). Ο ρόλος της μετάδοσης των πληροφοριών στην εξήγηση του volatility clustering έχει σχέση και με την δυναμική των αγορών. Για παράδειγμα, αν οι συναλλασσόμενοι έχουν ετερογενείς (ανόμοιες) προσδοκίες για την εσωτερική πληροφόρηση που κάποιοι διαθέτουν, τότε οι πληροφορίες μπορεί να έχουν επίδραση σε περισσότερες από μια περιόδους. Με άλλα λόγια, οι διαφορές στις προσδοκίες των επενδυτών θα χρειαστούν περισσότερο χρόνο για να εξαλειφθούν με συνέπεια πολλαπλές αντιδράσεις (μεταβολές) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της είδησης.

Ένα τρίτο φαινόμενο που συνδέεται με τις μετοχικές αποδόσεις είναι αυτό της μόχλευσης. Ερευνητές όπως οι Black (1976) και Christie (1982) απέδωσαν τις ασυμμετρίες που παρουσιάζουν πολλές κατανομές μετοχικών αποδόσεων σ' αυτό το φαινόμενο. Ο Black συνέδεσε τη λειτουργική και χρηματοοικονομική μόχλευση με τη μεταβλητότητα, ενώ ο Christie όπως και οι περισσότεροι κατοπινοί ερευνητές

υποστήριξαν μόνον τη σχέση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης με τη μεταβλητότητα. Παρόλα αυτά, το επίπεδο επίδρασης της μόχλευσης τίθεται από πολλούς επιστήμονες υπό αμφισβήτηση. Συγκεκριμένα, οι Braun, Nelson και Sunnier (1991) όπως και οι Campbell and Hentshel (1992) πρόσθεσαν ότι η προσδοκία για μεγαλύτερη μεταβλητότητα (κίνδυνο) αύξανα το απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης λόγω της αύξησης του risk premium με αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής της μετοχής. Η θεωρία αυτή αναφέρεται στη διεθνή βιβλιογραφία ως υπόθεση του volatility feedback. Άλλοι ερευνητές όπως οι Bekaert και Wu (2000) εξέτασαν την ισχύ και των δυο θεωριών. Στη μελέτη τους για την Ιαπωνική αγορά συμπεριέλαβαν σε ένα πολυμεταβλητό μοντέλο GARCH μεταβλητές που να ανταποκρίνονται και στις δυο θεωρίες και κατέληξαν ότι οι ασυμμετρίες οφείλονται μόνο στη θεωρία του volatility feedback.

Τέλος, ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό των ημερήσιων απλών και τετραγωνισμένων αποδόσεων είναι η αυτοσυσχέτιση με συνέπεια την διαχρονική εμμονή της μεταβλητότητας (Akgiray, 1989). Το μοντέλο της υπό συνθήκης αυτοπαλίνδρομης ετεροσκεδαστικότητας (ARCH) (Engle, 1982) και η επέκτασή του στο μοντέλο της υπο συνθήκης γενικευμένης αυτοπαλίνδρομης ετεροσκεδαστικότητας (Bollerslev, 1986) έχουν το πλεονέκτημα να λαμβάνουν υπόψη όχι μόνο τη μεταβαλλόμενη υπό συνθήκη μεταβλητότητα αλλά και το φαινόμενο της συγκέντρωσης μεταβλητότητας (volatility clustering).

4.4 Θεωρία των υποδειγμάτων ARCH και GARCH

Όπως είναι γνωστό, οι τυπικές κλασικές μέθοδοι εκτίμησης στην εφαρμοσμένη οικονομετρία βασίζονται στην υπόθεση ότι οι μέσοι και οι διακυμάνσεις των μεταβλητών είναι καλώς καθορισμένες σταθερές, ανεξάρτητες του χρόνου. Ωστόσο, έχει αποδειχθεί ότι αυτές οι υποθέσεις δεν ικανοποιούνται από ένα μεγάλο αριθμό μακροοικονομικών διαχρονικών σειρών και τα αποτελέσματα των κλασικών οικονομετρικών παλινδρομήσεων, ως εκ τούτου, είναι παραπλανητικά.

Παρά τη δημοτικότητα τους, τα υποδείγματα ARMA (Autoregressive Moving Average) φέρουν ένα σημαντικό περιορισμό και, συγκεκριμένα, υποθέτουν την ύπαρξη σταθερής

μεταβλητότητας. Στη χρηματοοικονομική, στην οποία ο σωστός καθορισμός της μεταβλητότητας είναι ύψιστης σημασίας, κάτι τέτοιο μπορεί να αποτελέσει έναν σοβαρό περιορισμό. Η έρευνα και υποδειματοποίηση της συμπεριφοράς της δεύτερης ροπής (διακύμανσης) (second moment variance) των χρονοσειρών, η οποία θεωρείται ως το μέτρο της μεταβλητότητας, αποτελεί ένα πολύ σημαντικό βήμα. Ο Mandelbrot (1963) υποστηρίζει ότι μεγάλες (μικρές) μεταβολές τείνουν να ακολουθούνται από μεγάλες (μικρές) μεταβολές, φαινόμενο που ονομάζεται συγκέντρωση μεταβλητότητας (volatility clustering). Η επίπτωση αυτής της συγκέντρωσης μεταβλητότητας είναι ότι μη αναμενόμενα γεγονότα της μεταβλητότητας σήμερα θα επηρεάσουν την αναμενόμενη μεταβλητότητα πολλών μελλοντικών περιόδων. Η μελέτη Mandelbrot ενέπνευσε μία σειρά από εργασίες με θέμα την υποδειματοποίηση της μεταβλητότητας. Τα υποδείγματα ARCH που προτάθηκαν από τον Engle (1982), σχεδιάστηκαν ειδικά για να υποδειματοποιήσουν και να προβλέψουν υπό συνθήκη διακυμάνσεις. Η διακύμανση της εξαρτημένης μεταβλητής εξαρτάται από το τετράγωνο των διάφορων γεγονότων με χρονικές υστερήσεις (square of lagged shocks) στις σειρές αυτοπαλίνδρομης μορφής. Από τότε, αφιερώθηκαν πολυάριθμες έρευνες στη βιβλιογραφία για την ανάπτυξη και εύρεση της πιο λειτουργικής μορφής γι' αυτή την τάξη υποδειγμάτων. Για παράδειγμα, ο Bollerslev (1986) προτείνει το Γενικευμένο ARCH (GARCH) υπόδειγμα, οι Engle et al. (1987) εισάγουν το υπόδειγμα ARCH στο Μέσο (ARCH-M), οι Bollerslev et al. (1988) αναπτύσσουν το Πολυμεταβλητό GARCH (M-GARCH) υπόδειγμα, ο Nelson (1991) επεκτείνει τα υποδείγματα ARCH επιτρέποντας την ασυμμετρική επίδραση των γεγονότων στην μεταβλητότητα (Exponential ARCH ή EARCH), μεταξύ πολλών άλλων. Τα υποδείγματα αυτά χρησιμοποιούνται ευρέως σε διάφορα παρακλάδια της οικονομετρίας, κυρίως, στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών σειρών σε διαφορετικές περιοχές, όπως, για παράδειγμα, τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων, συναλλαγματικών ισοτιμιών και επιτοκίων. Οι Bollerslev et al. (1992), Bera and Higgins (1993) Engle (1993) και Bollerslev et al. (1994) περιλαμβάνονται μεταξύ των πρόσφατων ερευνών της επέκτασης των υποδειγμάτων της μορφής ARCH και παραθέτουν ένα μεγάλο αριθμό αρθρογραφίας σε διαφορετικές κατευθύνσεις προσδιορισμού, εκτίμησης και εφαρμογών των υποδειγμάτων αυτών.

Μία από τις προϋποθέσεις της κλασικής γραμμικής παλινδρόμησης, προκειμένου οι εκτιμήσεις των παραμέτρων να είναι άριστες, γραμμικές και αμερόληπτες (BLUE), είναι ότι τα κατάλοιπα θα πρέπει να είναι ομοσκεδαστικά (η διακύμανση των καταλοίπων, σ² θα πρέπει να είναι σταθερή). Ωστόσο, αν το σ² είναι χρονικά εξαρτημένο (τα κατάλοιπα εμφανίζουν χρονικά μεταβαλλόμενη ετεροσκεδαστικότητα), οι εκτιμητές των κανονικών ελάχιστων τετραγώνων (OLS) δεν είναι BLUE. Σε άρθρο του, ο Engle (1982) προτείνει έναν έλεγχο για να ανιχνεύσει τέτοιες αποκλίσεις στη διακύμανση, και στη συνέχεια χρησιμοποιεί αυτές τις αποκλίσεις για να μετρήσει και να υποδειγματοποιήσει τη μεταβλητότητα των/ της εξαρτημένων/ης μεταβλητών/ής. Ο έλεγχος του Engle βασίζεται σε μία βοηθητική παλινδρόμηση τετραγωνικών καταλοίπων (από την αρχική παλινδρόμηση) στα τετραγωνικά κατάλοιπα με χρονική υστέρηση και στον όρο σφάλματος, ο οποίος είναι ανεξάρτητης ταυτόσημης κατανομής (iid-independent identical distribution) με μέσο μηδέν και σταθερή διακύμανση. Η από κοινού σημαντικότητα των παραμέτρων των τετραγωνικών καταλοίπων με υστέρηση μπορεί να ελεγχθεί χρησιμοποιώντας τον πολλαπλασιαστή Lagrange (LM) ή ελέγχους F (F-tests), και υποδεικνύει αν τα κατάλοιπα με χρονική υστέρηση μπορούν να ερμηνεύσουν τα τρέχοντα τετραγωνικά κατάλοιπα.

Στο γραμμικό υπόδειγμα GARCH (p, q) με τα Gaussian σφάλματα ε_t, η υπό συνθήκη διακύμανση απαιτείται να είναι γραμμική συνάρτηση των προηγούμενων q τετραγωνικών σφαλμάτων (ο όρος ARCH) και των προηγούμενων p υπό συνθήκη διακυμάνσεων (ο όρος GARCH):

$$y_t = \phi_0 + \sum_{i=1}^k \phi_i x_i + \varepsilon_t; \varepsilon_t | \Omega_{t-1} \square iid(0, h) \quad (1)$$

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i h_{t-i} + \sum_{j=1}^q \beta_j \varepsilon_{t-j}^2 \quad (2)$$

Η εξίσωση (1) είναι η εξίσωση του μέσου και είναι γραμμένη ως συνάρτηση των εξωγενών μεταβλητών με έναν όρο σφάλματος. Αφού η h_t είναι η μίας περιόδου μελλοντική προβλεπτική διακύμανση που βασίζεται σε προηγούμενη πληροφόρηση, η εξίσωση (2) ονομάζεται υπό συνθήκη διακύμανση. Η υπό συνθήκη διακύμανση είναι μία συνάρτηση τριών όρων: του μέσου α₀ των ειδήσεων σχετικά με τη μεταβλητότητα από

τις προηγούμενες περιόδους, λαμβανόμενες ως η υστέρηση των τετραγωνικών καταλοίπων από τη μέση εξίσωση (1) ε_{t-j}^2 και παλαιότερων προβλεπτικών διακυμάνσεων h_{t-i} . Η διαδικασία αυτή περιγράφεται από q συντελεστές $\beta_j, j=0, \dots, q, p+1$ συντελεστές $\alpha_i, i=1, \dots, p$ μέσω ϕ_0 , k γραμμικούς συντελεστές παλινδρόμησης $\phi_i, i=1, \dots, k$ ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές y_t , και x_t , αντιστοίχως, όρους σφάλματος ε_t , και το σύνολο όλης της διαθέσιμης πληροφόρησης έως τη χρονική στιγμή $t-1, \Omega_{t-1}$.

Για να είναι το υπόδειγμα αυτό καλά ορισμένο και η υπό συνθήκη διακύμανση να είναι θετική, οι παράμετροι θα πρέπει να ικανοποιούν την ανισότητα $\alpha_0 > 0, \alpha_i > 0$, και $\beta_j > 0$. Η διαδικασία είναι στάσιμη (stationary) με πεπερασμένη διακύμανση, αν και

μόνον αν,
$$0 < \sum_{i=1}^p \alpha_i + \sum_{j=1}^q \beta_j < 1.$$
 Για $p = 0$, ένα GARCH (p, q) υπόδειγμα ονομάζεται

ARCH υπόδειγμα του Engle (1982). Ο αριθμός των όρων σφάλματος με υστέρηση και οι διακυμάνσεις με υστέρηση στην εξίσωση της διακύμανσης ονομάζεται η τάξη του ARCH ή GARCH υποδείγματος, αναφερόμενο στο ARCH(p) ή GARCH (p, q), αντιστοίχως. Ωστόσο, ο πιο κοινός τύπος υποδείγματος GARCH (p, q) που χρησιμοποιείται στην αρθρογραφία για να υποδειγματοποιήσει τις οικονομικές μεταβλητές, είναι το υπόδειγμα GARCH(1,1).

Η σημαντικότητα των παραμέτρων διακύμανσης με υστέρηση, α_i , στην εξίσωση (2) υποδηλώνει την εξάρτηση των τρεχουσών αξιών της υπό συνθήκη διακύμανσης στις τιμές με υστέρηση. Από την άλλη πλευρά, αν οι παράμετροι των τετραγωνικών σφαλμάτων με υστέρηση και των διακυμάνσεων δεν είναι στατιστικά σημαντικές, τότε η διακύμανση της παλινδρόμησης είναι σταθερή (δεν υπάρχει επίδραση GARCH). Οι διαδικασίες GARCH (p, q), στις οποίες ο μέσος είναι σταθερός (υπό συνθήκη και μη), η χωρίς συνθήκη διακύμανση είναι σταθερή, αλλά η υπό συνθήκη διακύμανση δεν είναι σταθερή, είναι ασυσχέτιστες αλλά όχι ανεξάρτητες. Η εξάρτηση της δεσμευμένης διακύμανσης από τις παρελθούσες τιμές (on the past) είναι ο λόγος που η διαδικασία δεν είναι ανεξάρτητη. Η ανεξαρτησία τού υπό συνθήκη μέσου στο παρελθόν, είναι ο

λόγος που η διαδικασία είναι ασυσχέτιστη. Σε αρκετές εφαρμογές με υψηλής συχνότητας στοιχεία, η εκτίμηση για $\sum_{i=1}^p \alpha_i + \sum_{j=1}^q \beta_j$ αποδεικνύεται να είναι πολύ κοντά στη μονάδα. Αυτό παρέχει ένα εμπειρικό κίνητρο για το λεγόμενο Ολοκληρωμένο GARCH (p, q) ή I-GARCH(p, q), το οποίο πρωτοεφαρμόστηκε από τους Engle and Bollerslev (1986). Στην ομάδα των I-GARCH υποδειγμάτων, ένα αναπάντεχο γεγονός στην υπό συνθήκη διακύμανση είναι μόνιμο, με την έννοια ότι παραμένει σημαντικό για μελλοντικές προβλέψεις σε κάθε ορίζοντα. Οι I-GARCH διαδικασίες είτε είναι μη στάσιμες (non stationary) είτε έχουν άπειρη (μη πεπερασμένη) διακύμανση (heavy-tailed distribution).

4.4.1. Μέθοδοι εκτίμησης των υποδειγμάτων ARCH και GARCH

Η πραγματική εφαρμογή της διαδικασίας μέγιστης πιθανοφάνειας απαιτεί μία ρητή προϋπόθεση αναφορικά με την υπό συνθήκη πυκνότητα της διαδικασίας. Υποθέτοντας ότι η υπό συνθήκη από κοινού κατανομή των αποδόσεων των δύο αγορών είναι κανονική, η λογαριθμική πιθανοφάνεια για τα υποδείγματα GARCH μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$L(\Theta) = -T \log(2\pi) - (0.5) \sum_{t=1}^T (\log |H_t| + \varepsilon_t' H_t^{-1} \varepsilon_t) \quad (3)$$

όπου H_t είναι ένας 2x2 πίνακας χρονικά μεταβαλλόμενης υπό συνθήκη διακύμανσης, $\varepsilon_t = (\varepsilon_{Y,t}, \varepsilon_{X,t})'$ είναι ένα 2x1 διάνυσμα καταλοίπων τη χρονική στιγμή t , T είναι το μέγεθος του δείγματος και Θ είναι το διάνυσμα παραμέτρων που πρέπει να εκτιμηθούν. Η συνάρτηση λογαριθμικής πιθανοφάνειας (log-likelihood) είναι αυστηρώς μη γραμμική και, συνεπώς, θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν αριθμητικές τεχνικές μεγιστοποίησης. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ο αλγόριθμος επαναλαμβανόμενων μεγιστοποιήσεων των Broyden, Fletcher, Goldfarb, και Shanno (BFGS), ο οποίος χρησιμοποιεί παραγώγους για να μεγιστοποιήσει τη λογαριθμική πιθανοφάνεια, ή, εναλλακτικά, ο αλγόριθμος επαναλαμβανόμενων βελτιστοποιήσεων των Berndt, Hall, Hall και Hausman (1974) (BHLL).

Το υπόδειγμα GARCH(p, q) με δεσμευμένα κανονικά σφάλματα καταλήγει σε μία λεπτόκυρτη χωρίς συνθήκες κατανομή. Ωστόσο, ο βαθμός της λεπτοκύρτωσης που προέρχεται από τη χρονικά μεταβαλλόμενη υπό συνθήκη διακύμανση, συχνά δεν προσδιορίζει όλη τη λεπτοκύρτωση που εντοπίζεται σε υψηλής συχνότητας κερδοσκοπικές τιμές. Για να αντιμετωπίσει το πρόβλημα αυτό, ο Bollerslev (1987) χρησιμοποιεί μία τυποποιημένη κατανομή t-Student

$$L(H_t, \varepsilon_t, \theta) = \frac{\Gamma[(2+\nu)/2]}{\Gamma(\nu/2)[\pi(\nu-2)]} |H(\theta)_t|^{-1/2} \left[1 + \frac{1}{\nu-2} \varepsilon(\theta)_t' H(\theta)_t^{-1} \varepsilon(\theta)_t \right]^{-[(2+\nu)/2]} \quad (4)$$

για $\nu > 2$

όπου $\Gamma(\cdot)$ προσδιορίζει τη γάμα συνάρτηση και το ν προσδιορίζει τους βαθμούς ελευθερίας. Η t-κατανομή είναι συμμετρική γύρω από το μηδέν και συγκλίνει στην κανονική κατανομή για $n \rightarrow \infty$. Ωστόσο, για $\nu < 4$, η Student t-κατανομή έχει μη προσδιορισμένο ή άπειρο βαθμό κύρτωσης [η θεωρητική κύρτωση υπολογίζεται ως $3(\nu-2)(\nu-4)^{-1}$]. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η οιονεί μέγιστης πιθανοφάνειας εκτίμηση (Quasi-Maximum Likelihood Estimation) (QMLE), η οποία εκτιμά ισχυρώς τα τυποποιημένα σφάλματα κι έτσι αποδίδει έναν ασυμπτωτικά συνεπή κανονικό πίνακα συνδιακύμανσης, είναι προτιμητέα (Bollerslev and Wooldridge, 1992). Κάτω από τις κατάλληλες συνθήκες κανονικότητας (regularity), αυτό είναι ικανό να προσδώσει συνέπεια και ασυμπτωτική κανονικότητα (Wooldridge, 1994). Για συμμετρικές αποκλίσεις από την υπό συνθήκη κανονικότητα, η QMLE είναι γενικότερα κοντά στην ακριβή MLE.

4.5 Δεδομένα - Μεταβλητές

Τα δεδομένα της έρευνας αφορούν τις ημερήσιες τιμές του Γενικού δείκτη ASE και καλύπτουν την περίοδο από τον Ιούνιο του 2001 έως τον Μάιο του 2003.

Τα δεδομένα αντλήθηκαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ οι αποδόσεις ορίστηκαν ως ο φυσικός λογάριθμος των τιμών: $R_t = \log(P_t / P_{t-1})$ όπου P_t το κλείσιμο του δείκτη στο χρόνο t .

4.6. Μεθοδολογία

4.6.1 Στοχαστική συμπεριφορά της Ελληνικής αγοράς

Προτού χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο ανάλυσης της μεταβλητότητας θα πρέπει να εξετάσουμε τα χαρακτηριστικά των αποδόσεων του Γενικού δείκτη ASE, για να είμαστε συνεπείς με τις υποθέσεις του υποδείγματος. Θα αρχίσουμε την ανάλυση με μια σύντομη αναφορά στα ευρήματα των μελετητών για τη στοχαστική συμπεριφορά της Ελληνικής αγοράς.

Οι ερευνητές που εξέτασαν τη στοχαστική συμπεριφορά των μετοχικών αποδόσεων της Ελληνικής αγοράς αποφάνθηκαν για την αποτελεσματικότητα της (efficiency) και μάλιστα οι περισσότεροι την αμφισβήτησαν. Συγκεκριμένα οι Koutmos, Negakis και Theodossiou(1993) και Laorodis (1996) με τη χρήση εβδομαδιαίων δεδομένων και οι Chortareas, McDermott και Ritsatos (2000) με τη χρήση εβδομαδιαίων και ημερήσιων δεδομένων του δείκτη Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ASEI) βρήκαν στατιστικά σημαντική εξάρτηση πρώτης $\{R_t\}$ και δεύτερης ροπής $\{R_t\}$ στις αποδόσεις του δείκτη. Οι Barkoulas και Travlos (1998) με τη χρήση ημερήσιων δεδομένων και στη συνέχεια οι Barkoulas, Baum και Travlos (2000) με τη χρήση εβδομαδιαίων δεδομένων μελέτησαν τις αποδόσεις του δείκτη ASE30 (επινοήθηκε από τους μελετητές) και ισχυρίστηκαν τη στοχαστική μη γραμμικότητα της διαδικασίας παραγωγής των αποδόσεων της Ελληνικής αγοράς. Επίσης, οι Alexakis και Xanthakis (1995), Courts, Kaplanidis και Roberts (2000) όπως και οι Mills, Siriopoulos, Markellos και Harizanis, (2000) βρήκαν περιοδικότητα στις αποδόσεις της Ελληνικής αγοράς. Επιπλέον, σε ανάλυση της συμπεριφοράς των ενδοσυνεδριακών μετοχικών τιμών της Ελληνικής αγοράς, οι Niarchos και Alexakis (2003) και οι Markellos, Mills και Siriopoulos (2003) βρήκαν εκμεταλλεύσιμο τον τρόπο σχηματισμού των τιμών. Τέλος, οι Niarchos και Alexakis (1998) μελετώντας τις κοινές και προνομιούχες μετοχές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών βρήκαν στοιχεία τα οποία έρχονται σε αντίθεση με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών.

Αντίθετα ο Panas (1990) με τη χρήση μηνιαίων δεδομένων ισχυρίστηκε ότι οι αποδόσεις της Ελληνικής αγοράς είναι ανεξάρτητες. Επίσης οι Dockery, Vergari D. και Vergari F. (2001) με τη χρήση πάλι μηνιαίων δεδομένων δεν μπόρεσαν να απορρίψουν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου (random walk) για τα δυο τρίτα των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τέλος, ο Laorodis (2003) στη μελέτη του για την επίδραση των χρηματοοικονομικών μεταρρυθμίσεων στην αποτελεσματικότητα της αγοράς κατέληξε ότι στη υπόθεση της αδύναμα αποτελεσματικής αγοράς (week form efficient).

Στον πίνακα 1 περιγράφεται στατιστικά η κατανομή των αποδόσεων του Γενικού δείκτη ASE. Η κατανομή των αποδόσεων του Γενικού δείκτη ASE είναι λεπτόκυρτη 5.909 και θετικά ασύμμετρη 0.0857. Ο μέσος της κατανομής του δείγματος είναι κοντά στο μηδέν 0.00025 γεγονός που σημαίνει ότι η βασική υπόθεση του μηδενικού μέσου δεν μπορεί να απορριφθεί σε επίπεδο 10%. Επιπλέον, σύμφωνα με τη στατιστική συνάρτηση Jarque - Bera (JB) η κατανομή δεν μπορεί να θεωρηθεί κανονική, ενώ η εφαρμογή του Dickey-Fuller test για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας αποκάλυψε ότι η σειρά των αποδόσεων του Γενικού δείκτη ASE έχει παραχθεί από στάσιμη στοχαστική διαδικασία.

Πίνακας 4.1: Στατιστικές των αποδόσεων του Γενικού δείκτη

Statistics	R_t
Mean	-0.00127
Median	
Std. Dev.	0.01569
Skewness	0.28917
Kurtosis	61,499
J-B	307.69
Probability	(0.000)
Q(20)	313,391
Q ² (20)	166,988
ARCH-Test	23,282
Unit Root test statistics	
Dickey-Fuller(ADF)	-24.27872*
Phillips-Perron(PP)	-24.36751*

Η τιμή της στατιστική Ljung - Box για τον έλεγχο της υπόθεσης της ανεξαρτησίας των σειρών $\{R_t\}$, $\{R_t^2\}$ 31.3391, και 166.988 αντίστοιχα, υποδεικνύουν στατιστικά σημαντική εξάρτηση στην πρώτη και δεύτερη ροπή. Τα παραπάνω αποτελέσματα υποδεικνύουν ως καταλληλότερο μοντέλο για την περιγραφή της εξίσωσης του μέσου το AR(1). Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα του Engle (1982) ARCH - LM test υποδεικνύουν ότι υπάρχει επίδραση ARCH στα δεδομένα σε όλες τις συχνότητες: για παράδειγμα η στατιστική ARCH - LM των καταλοίπων της παλινδρόμησης της εξίσωσης του μέσου που περιγράφεται παρακάτω είναι στατιστικά σημαντική για τέσσερις υστερήσεις (πίνακας 4.1).

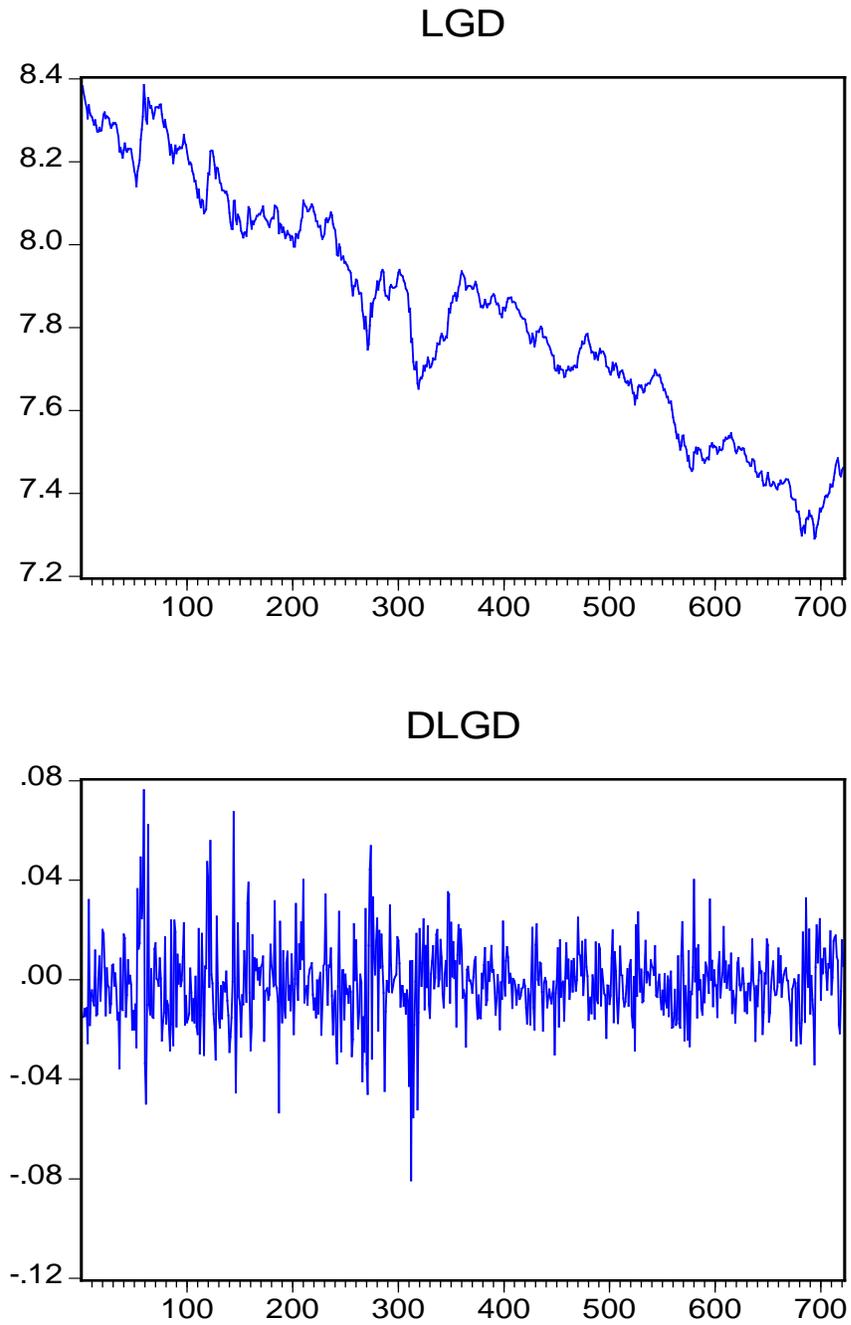
4.6.2 Αποτελέσματα του Υποδείγματος GARCH

Ο Πίνακας 4.2 παρουσιάζει την εκτίμηση μέγιστης πιθανοφάνειας του υποδείγματος GARCH(1,1). Από τα δεδομένα του Πίνακα παρατηρούμε ότι όλοι οι συντελεστές που εκτιμήθηκαν είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Ο συντελεστής της υπό συνθήκη διακύμανσης με χρονική υστέρηση δείχνει ότι το 73% της μεταβλητότητας του παρελθόντος συνεχίζεται και στην επόμενη περίοδο. Το Σχήμα 2 δείχνει την τυπική απόκλιση της εκτιμηθείσας υπό συνθήκη διακύμανσης, απ' όπου φαίνεται ότι ακολουθεί την πορεία της μεταβλητότητας των αποδόσεων R_t (Σχήμα1). Επίσης είναι φανερό ότι η αγορά έζησε μερικές περιόδους πολύ υψηλής μεταβλητότητας, όπως αυτή προς το τέλος της δεκαετίας του 1980.

Η σωστή εξειδίκευση του υποδείγματος σημαίνει ότι τα κατάλοιπα είναι ασυσχέτιστα και θα έχουν μέσο μηδέν και διακύμανση ίση με την μονάδα. Η τιμή της στατιστικής Ljung - Box για τον έλεγχο της υπόθεσης της ανεξαρτησίας των καταλοίπων δείχνει ότι δεν υπάρχει εξάρτηση, η δε διακύμανση βρίσκεται κοντά στη μονάδα. Μεγάλο μέρος της ασυμμετρίας και της κύρτωσης σε σχέση με αυτές της σειράς των αποδόσεων R_t φαίνεται ότι εξηγείται από το υπόδειγμα. Η σωστή εξειδίκευση του υποδείγματος για τις ημερήσιες αποδόσεις του Γενικού δείκτη ASE απορρίπτει την υπόθεση του αυστηρά τυχαίου βήματος(martingale). Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα

αποτελέσματα των εργασιών των Panas (1990) και Stengos and Panas(1992) που στηρίζουν την υπόθεση της αποτελεσματικότητας στην αδύναμη και την ημισχυρή μορφή της.

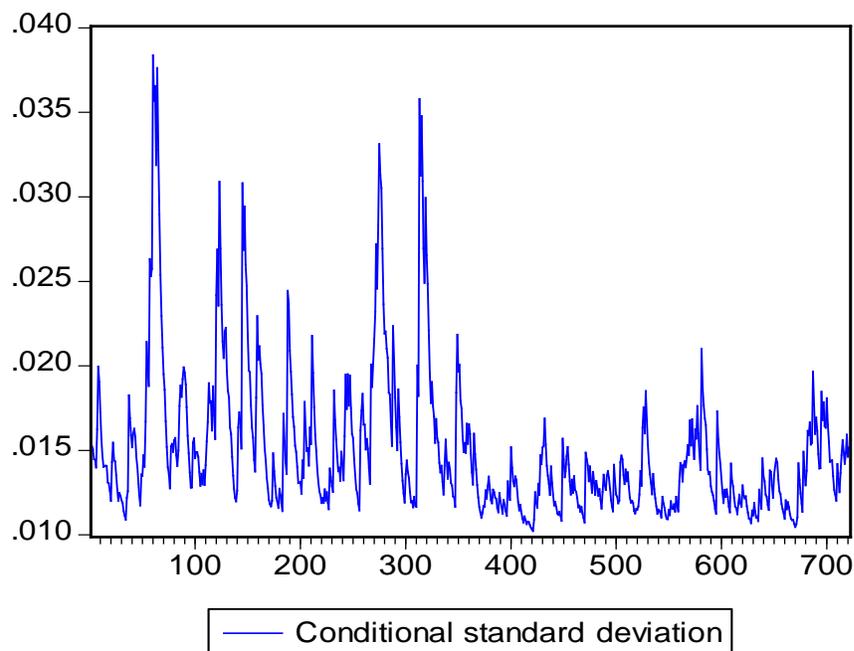
Πάντως τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας συμφωνούν με εκείνα των Dockery and Kavoussanos (1996) και Niarchos and Alexakis(1998), που βρίσκουν ότι η Ελληνική κεφαλαιαγορά δεν είναι αποτελεσματική και ότι άλλοι διαφορετικοί των ειδήσεων(news) επηρεάζουν την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών.



Σχήμα 1: $\log(P_t)$ και R_t

Πίνακας 4.2: Εκτίμηση του Υποδείγματος GARCH

ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ DLGD	GARCH (1,1)
Εξίσωση μέσου	-0.001186(-2.36)
Εξίσωση διακύμανσης Σταθερά	2.66E-05(3.58)
ARCH(1)	0.160505(5.999)
GARCH(1)	0.731166(15.172)
Διαγνωστικές Στατιστικές	
AdjR ²	-0.0034
σ	0.015734
AIC	-5,606,041
SC	-5,580,601
LL	-1,293,545
Ασυμμετρία	0.10691(0.1069)
Κύρτωση	4.6811(0.0000)
J-B	86.150(0.000)
Q(20)	34.398(0.023)
Q ² (20)	20.4995(0.305)



Σχήμα 2: Υπό συνθήκη τυπική απόκλιση ,Υπόδειγμα GARCH(1,1)

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΑΛΕΞΑΚΗΣ, «ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΙ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ», ΑΘΗΝΑ 2005, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝ

Β. ΓΚΙΟΥΡΔΑΣ, «ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΓΚΟΛΠΙΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ», ΑΘΗΝΑ 1999

ΒΑΣΙΛΙΚΗ ΜΑΛΙΝΔΡΕΤΟΥ – ΠΑΥΛΟΣ ΜΑΛΙΝΔΡΕΤΟΣ, «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ», ΑΘΗΝΑ 2000

ΔΡ. Π.Α. ΚΙΟΧΟΣ – ΔΡ. Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, «ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ, ΤΡΑΠΕΖΕΣ», ΑΘΗΝΑ 2000

ΚΩΣΤΑΣ ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ, «ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ, ΤΟΜΟΣ ΠΡΩΤΟΣ, ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ», ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 1999

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2003»

ΧΡΗΣΤΟΣ ΑΛΕΞΑΚΗΣ, «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ, ΤΟ ΠΑΙΧΝΙΔΙ ΤΗΣ ΛΟΓΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΑΡΟΡΜΗΣΗΣ», ΑΘΗΝΑ 2003

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΑ, www.eap.gr, «ΤΟ ΑΛΦΑΒΗΤΑΡΙ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ»

«TESTING THE RANDOM WALK HYPOTHESIS ON SWEDISH STOCK PRICES: 1919 – 1990» JOURNAL OF BANKING AND FINANCE

ASTERIOU D. AND SIRIOPOULOS C. 2000, «THE ROLE OF POLITICAL INSTABILITY IN STOCK MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH: THE CASE OF GREECE», ECONOMIC NOTES

«ANALYSIS STOCK MARKET BEHAVIOR IN A SMALL CAPITAL MARKET», JOURNAL OF BUSINESS, ALEXAKIS. P AND PETRAKIS P., 1991