



ΙΔΡΥΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ
FOUNDATION FOR ECONOMIC & INDUSTRIAL RESEARCH

**Εκτίμηση επιδράσεων προτάσεων
για την ανάπτυξη της
κεφαλαιαγοράς**

Ιούλιος 2021

Οι κρίσεις επί θεμάτων πολιτικής και οι προτάσεις που περιέχονται στην παρούσα ανάλυση εκφράζουν τις απόψεις των ερευνητών και δεν αντανακλούν, κατ' ανάγκη, τη γνώμη των μελών ή της Διοίκησης του IOBE.

Η μελέτη εκπονήθηκε από τους Svetoslav Danchev, Γεώργιο Γατόπουλο, Ιάσονα Ζαβερδινό, Αλέξανδρο Μουστάκα και Κωνσταντίνο Πέππα, υπό τον συντονισμό του Νικόλαου Βέττα, Γενικού Διευθυντή IOBE και Καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Οι ερευνητές επιθυμούν να ευχαριστήσουν τα στελέχη του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών, της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (ΕΕΤ) και του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ), για τη συμμετοχή τους σε συναντήσεις εργασίας και για τη συνεισφορά τους στη μελέτη με στοιχεία, ιδέες και σχόλια. Κάθε ενδεχόμενο λάθος ή παράλειψη βαρύνει αποκλειστικά τους συγγραφείς.

Το Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (Ι.Ο.Β.Ε.) είναι ιδιωτικός, μη κερδοσκοπικός, κοινωφελής, ερευνητικός οργανισμός. Ιδρύθηκε το 1975 με δύο σκοπούς: αφενός να προωθεί την επιστημονική έρευνα για τα τρέχοντα και αναδυόμενα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, αφετέρου να παρέχει αντικειμενική πληροφόρηση και να διατυπώνει προτάσεις, οι οποίες είναι χρήσιμες στη διαμόρφωση πολιτικής.

ISBN 978-960-7774-01-9

Copyright © 2021 Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών

Απαγορεύεται η με οιονδήποτε τρόπο ανατύπωση ή μετάφραση οποιουδήποτε μέρους της μελέτης, χωρίς την άδεια του εκδότη.

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE)

Τσάμη Καρατάσου 11, 117 42 Αθήνα

Τηλ.: (210 9211200-10), Fax: (210 9228130 & 210 9233977)

E-mail: iobe@iobe.gr - URL: <http://www.iobe.gr>

Περιεχόμενα

Περίληψη	7
1. Εισαγωγή	9
2. Προτεινόμενα μέτρα	12
2.1 Ενίσχυση της ζήτησης επενδύσεων μέσω της αγοράς κεφαλαίων	14
2.1.1 Ειδικός ατομικός επενδυτικός λογαριασμός.....	14
2.1.2 Φορολογική ελάφρυνση για συμμετοχή σε εισηγμένα επενδυτικά ταμεία.....	17
2.2 Ενίσχυση της προσφοράς επενδυτικών επιλογών	18
2.2.1 Ιστορικές τάσεις βασικών μεγεθών προσφοράς.....	18
2.2.2 Επιδότηση εισαγωγής μετοχών και ομολόγων στο ΧΑ	25
2.2.3 Επιδότηση του κόστους παραμονής στο ΧΑ	26
2.2.4 Κατάργηση του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου μέσω του ΧΑ	26
2.2.5 Κατάργηση φόρου τοκομεριδίων εταιρικών ομολόγων	27
3. Άμεσες επιδράσεις	30
3.1 Παράμετροι σεναρίων.....	30
3.1.1 Μέτρα στη ζήτηση	30
3.1.2 Μέτρα στην προσφορά	34
3.2 Άμεσες δημοσιονομικές επιδράσεις	36
3.2.1 Δημοσιονομικό κόστος μέτρων ζήτησης.....	36
3.2.2 Δημοσιονομικό κόστος μέτρων προσφοράς	38
3.2.3 Δημοσιονομικό όφελος από αύξηση αξίας συναλλαγών	41
3.3 Άμεσες επιδράσεις σε αντληθέντα κεφάλαια.....	43
3.3.1 Μέτρα στη ζήτηση	43
3.3.2 Μέτρα στην προσφορά	44
3.4 Σύνοψη	47
4. Μακροοικονομικές επιδράσεις.....	49
4.1 Μακροοικονομικό υπόδειγμα και προσομοιώσεις.....	49
4.2 Σενάρια ταυτόχρονης εφαρμογής κινήτρων σε ζήτηση και προσφορά	51
4.3 Αποτελέσματα	52
5. Συμπεράσματα.....	56
6. Βιβλιογραφία.....	58
7. Παράρτημα	59
7.1 Αναλυτικοί πίνακες άμεσων επιδράσεων των κινήτρων προσφοράς ανά σενάριο	59
7.2 Περιγραφή του μακροοικονομικού υποδείγματος.....	76

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1.1. Αξία επενδύσεων νοικοκυριών σε εισηγμένες μετοχές και επενδυτικά κεφάλαια, ως % του ΑΕΠ	10
Διάγραμμα 1.2. Αξία μετοχικού κεφαλαίου στο σύνολο της οικονομίας, ως % του ΑΕΠ	10
Διάγραμμα 2.1. Ενδεικτικά προτεινόμενα μέτρα στην πλευρά ζήτησης και προσφοράς	12
Διάγραμμα 2.2. Κατανομή εισοδήματος και αναλογούντος φόρου φυσικών προσώπων, 2018.....	16
Διάγραμμα 2.3: Αριθμός και συνολικό ποσό αντληθέντων κεφαλαίων μέσω ΑΔΠ (2006-2020)	19
Διάγραμμα 2.4: Μέσο ποσό αντληθέντων κεφαλαίων ανά έκδοση μέσω ΑΔΠ (2006-2020)	19
Διάγραμμα 2.5: Συνολικά έξοδα εκδόσεων μέσω ΑΔΠ (2006-2020).....	20
Διάγραμμα 2.6: Κατανομή κατηγοριών εξόδων εκδόσεων μέσω ΑΔΠ ως ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων (2006-2020)	20
Διάγραμμα 2.7: Αριθμός και συνολικό ποσό αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου (2010-2020)	21
Διάγραμμα 2.8: Μέσο ποσό αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου (2010-2020)	22
Διάγραμμα 2.9: Συνολικά έξοδα αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου (2010-2020)	22
Διάγραμμα 2.10: Κατανομή κατηγοριών εξόδων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου ως ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων (2010-2020)	22
Διάγραμμα 2.11: Αριθμός και συνολικό ποσό εκδόσεων νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020).....	23
Διάγραμμα 2.12: Μέσο ποσό εκδόσεων νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020).....	24
Διάγραμμα 2.13: Συνολικά έξοδα έκδοσης νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)	24
Διάγραμμα 2.14. Συνολικά έξοδα Χρηματιστηρίου και Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετιζόμενα με την έκδοση νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020).....	25
Διάγραμμα 2.15. Φορολογικά έσοδα από τον Φόρο Συγκέντρωσης Κεφαλαίου (σε €)	27
Διάγραμμα 2.16: Αριθμός και συνολικό ποσό εκδόσεων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)	28
Διάγραμμα 2.17: Μέσο ποσό εκδόσεων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)....	28
Διάγραμμα 2.18: Παρακρατηθείς φόρος τόκων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020).....	29
Διάγραμμα 3.1. Σενάρια έντασης κινήτρων στην πλευρά της ζήτησης	31
Διάγραμμα 3.2. Αριθμός νοικοκυριών που επενδύουν σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ ανά εισοδηματικό κλιμάκιο, στο μέτριο σενάριο	33
Διάγραμμα 3.3. Σενάρια έντασης κινήτρων στην πλευρά της προσφοράς	34
Διάγραμμα 3.4. Παράγοντες που επηρεάζουν το άμεσο δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής των κινήτρων	36
Διάγραμμα 3.5. Άμεσο ετήσιο και σωρευτικό δημοσιονομικό κόστος κινήτρων ζήτησης.....	37
Διάγραμμα 3.6. Αναλογών φόρος και έκπτωση φόρου ανά εισοδηματικό κλιμάκιο νοικοκυριού λόγω κινήτρων σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ, στο μέτριο σενάριο	38
Διάγραμμα 3.7. Άμεσο ετήσιο και σωρευτικό δημοσιονομικό κόστος κινήτρων προσφοράς.....	41
Διάγραμμα 3.8. Άμεσο ετήσιο δημοσιονομικό κόστος κινήτρων στην πλευρά της προσφοράς, ανά κίνητρο στο Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)	41
Διάγραμμα 3.9. Άμεση ετήσια επίδραση σε νέα κεφάλαια από τα κίνητρα στην πλευρά της ζήτησης (σε € εκατ.)	44
Διάγραμμα 3.10. Σωρευτικά νέα κεφάλαια από τα κίνητρα στην πλευρά της ζήτησης (σε € εκατ.)	44
Διάγραμμα 3.11: Εξέλιξη συνολικού ποσού αντληθέντων κεφαλαίων, στο σενάριο βάσης (2021-2025)	45
Διάγραμμα 3.12. Συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, στην πλευρά της προσφοράς (σε € εκατ.)	45
Διάγραμμα 3.13: Σύνολο αντληθέντων κεφαλαίων κατά κατηγορία επένδυσης και σενάριο με μέτρα (2021-2025)	46
Διάγραμμα 3.14. Καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, στην πλευρά της προσφοράς (σε € εκατ.)	46
Διάγραμμα 3.15. Συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, ανά πράξη στην πλευρά της προσφοράς, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)	47
Διάγραμμα 3.16. Καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, ανά πράξη στην πλευρά της προσφοράς, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)	47
Διάγραμμα 3.17. Σύγκριση άμεσου κόστους με όφελος για τα κίνητρα από την πλευρά της ζήτησης, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)	48

Διάγραμμα 3.18. Σύγκριση άμεσου κόστους με όφελος για τα κίνητρα από την πλευρά της προσφοράς, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)	48
Διάγραμμα 4.1. Σενάρια ταυτόχρονης εφαρμογής του Μέτριου Σεναρίου κινήτρων σε ζήτηση και προσφορά	52
Διάγραμμα 4.2. Εκτιμώμενες επιδράσεις στο πραγματικό ΑΕΠ, Αισιόδοξο σενάριο.....	53
Διάγραμμα 4.3. Εκτιμώμενες επιδράσεις στο ΑΕΠ, Συντηρητικό σενάριο	53
Διάγραμμα 4.4. Σύγκριση κόστους με όφελος σε όρους ΑΕΠ, ανά σενάριο	54
Διάγραμμα 4.5. Εκτιμώμενες επιδράσεις στην απασχόληση, Αισιόδοξο σενάριο	54
Διάγραμμα 4.6. Εκτιμώμενες επιδράσεις στην απασχόληση, Συντηρητικό σενάριο	55

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 3.1. Παράμετροι σεναρίων στο κίνητρο του ΑΠΕΛ.....	32
Πίνακας 3.2. Παράμετροι σεναρίων στο κίνητρο των ΕΕΤ.....	33
Πίνακας 3.3. Παράμετροι σεναρίων στα κίνητρα της προσφοράς	35
Πίνακας 3.4. Δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής κινήτρων στη ζήτηση (σε € εκατ.).....	37
Πίνακας 3.5. Δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής κινήτρων στην προσφορά (σε € εκατ.)	40
Πίνακας 7.1: Εξέλιξη αριθμού και ποσού αρχικών δημόσιων προσφορών, στο σενάριο βάσης (2021-2025).....	59
Πίνακας 7.2: Εξέλιξη αριθμού και ποσού αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, στο σενάριο βάσης (2021-2025).....	59
Πίνακας 7.3: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων, στο σενάριο βάσης (2021-2025)	60
Πίνακας 7.4: Εξέλιξη αριθμού και ποσού υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων, στο σενάριο βάσης (2021-2025).....	61
Πίνακας 7.5: Εξέλιξη αριθμού επιχειρήσεων που θα προβούν σε ΑΔΠ, ανά κατηγορία κεφαλαιοποίησης, στο μέτριο σενάριο (2021-2025).....	61
Πίνακας 7.6: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025).....	62
Πίνακας 7.7: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025).....	62
Πίνακας 7.8: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025).....	63
Πίνακας 7.9: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025).....	63
Πίνακας 7.10: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025).....	64
Πίνακας 7.11: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για το σύνολο των επιχειρήσεων, στο μέτριο σενάριο (2021-2025)	64
Πίνακας 7.12: Εξέλιξη αριθμού παραμενόντων εταιρειών στο Χρηματιστήριο, ποσού αντληθέντων κεφαλαίων από ΑΜΚ και επιδότησης κόστους παραμονής, στο μέτριο σενάριο (2021-2025).....	65
Πίνακας 7.13: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων, συνολικού κόστους επιδότησης εξόδων έκδοσης και παρακρατηθέντος φόρου τόκων νέων εταιρικών ομολόγων, στο μέτριο σενάριο (2021-2025)	66
Πίνακας 7.14: Εξέλιξη αριθμού παραμενόντων εταιρειών στο Χρηματιστήριο, ποσού αντληθέντων κεφαλαίων από ΑΜΚ και επιδότησης κόστους παραμονής, στο υψηλό σενάριο (2021-2025).....	67
Πίνακας 7.15: Εξέλιξη αριθμού επιχειρήσεων που θα προβούν σε ΑΔΠ, ανά κατηγορία κεφαλαιοποίησης, στο υψηλό σενάριο (2021-2025).....	67

Πίνακας 7.16: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)	68
Πίνακας 7.17: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)	68
Πίνακας 7.18: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)	69
Πίνακας 7.19: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)	69
Πίνακας 7.20: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)	69
Πίνακας 7.21: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για το σύνολο των επιχειρήσεων, στο υψηλό σενάριο (2021-2025)	70
Πίνακας 7.22: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων, συνολικού κόστους επιδότησης εξόδων έκδοσης και παρακρατηθέντος φόρου τόκων νέων εταιρικών ομολόγων, στο υψηλό σενάριο (2021-2025)	70
Πίνακας 7.23: Εξέλιξη αριθμού επιχειρήσεων που θα προβούν σε ΑΔΠ, ανά κατηγορία κεφαλαιοποίησης, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	71
Πίνακας 7.24: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	71
Πίνακας 7.25: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	72
Πίνακας 7.26: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	72
Πίνακας 7.27: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	73
Πίνακας 7.28: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	73
Πίνακας 7.29: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για το σύνολο των επιχειρήσεων, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	74
Πίνακας 7.30: Εξέλιξη αριθμού παραμενόντων εταιρειών στο Χρηματιστήριο, ποσού αντληθέντων κεφαλαίων από ΑΜΚ και επιδότησης κόστους παραμονής, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	75
Πίνακας 7.31: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων, συνολικού κόστους επιδότησης εξόδων έκδοσης και παρακρατηθέντος φόρου τόκων νέων εταιρικών ομολόγων, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)	75
Πίνακας 7.32: Κίνητρα στο σκέλος της προσφοράς ανά σενάριο, κόστος των αυτών και αποτελέσματα των κινήτρων στο ύψος των νέων αντλούμενων κεφαλαίων	76

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η μελέτη προβαίνει σε εκτίμηση του κόστους εφαρμογής αλλά και την ανάδειξη των θετικών οικονομικών επιδράσεων που δημιουργούνται μέσα από ενδεικτικά, προτεινόμενα κίνητρα για την ενδυνάμωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Η ανάλυση βασίζεται σε τρία στάδια. Το πρώτο στάδιο περιλαμβάνει τον σχεδιασμό και την εξειδίκευση επιλεγμένων μέτρων, όπως επιδοτήσεις και φορολογικά κίνητρα, στο πλαίσιο των προτάσεων που αποτυπώθηκαν στην έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομώνων (2020). Το δεύτερο στάδιο ήταν η εκτίμηση του άμεσου δημοσιονομικού κόστους αλλά και της επίδρασης σε νέα επενδυτικά κεφάλαια, υπό εναλλακτικά σενάρια εφαρμογής των επιλεγμένων προτεινόμενων μέτρων. Το τρίτο αφορούσε στην εκτίμηση των βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων μακροοικονομικών επιδράσεων σε απασχόληση και ΑΕΠ, από την ταυτόχρονη εφαρμογή πακέτου κινήτρων για την τόνωση της ζήτησης και προσφοράς επενδύσεων στην κεφαλαιαγορά. Εκτιμάται ότι με σωρευτικό δημοσιονομικό κόστος περί το €0,5 δισεκ. στην 5-ετία, δημιουργούνται νέες επενδύσεις έως και €1,6 δισεκ. στην ίδια 5-ετία και σημαντικά πολλαπλασιαστικά οφέλη για την πραγματική οικονομία σε όρους ΑΕΠ και απασχόλησης σε βάθος 20-ετίας.

Σκοπός

Σκοπός της μελέτης είναι η εκτίμηση του κόστους εφαρμογής αλλά και η ανάδειξη των θετικών οικονομικών επιδράσεων που δημιουργούνται μέσα από προτεινόμενες αλλαγές για την ενδυνάμωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Δέσμη σχετικών προτάσεων διατυπώθηκαν από Επιτροπή Εμπειρογνομώνων τον Οκτώβριο του 2020, στην οποία συμμετείχαν εκπρόσωποι του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών, της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και άλλων σημαντικών φορέων, με πρωτοβουλία του Υφυπουργού Οικονομικών κ. Γ. Ζαββού. Η μελέτη επικεντρώνεται στην ποσοτικοποίηση της οικονομικής επίδρασης επιλεγμένων προτεινόμενων μέτρων που περιλαμβάνονται στην έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομώνων (2020), με στόχο την ενίσχυση της ζήτησης και προσφοράς επενδύσεων. Η ποσοτικοποίηση των άμεσων επιδράσεων αφορά στην εκτίμηση του δημοσιονομικού κόστους εφαρμογής και του οφέλους από τη δημιουργία νέων επενδυτικών κεφαλαίων, σε εναλλακτικά σενάρια εφαρμογής των επιλεγμένων προτεινόμενων μέτρων. Επιπλέον, η μελέτη περιλαμβάνει εκτίμηση των βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων μακροοικονομικών επιδράσεων, σε επενδύσεις, απασχόληση και ΑΕΠ.

Προτεινόμενα μέτρα

Τα προτεινόμενα μέτρα που αναλύονται αφορούν τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά επενδυτικών επιλογών και εφαρμόζονται ενδεικτικά για μια πενταετία. Για την κάλυψη του σημαντικού «κενού» ελληνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων από την πλευρά της ζήτησης, κρίνεται σκόπιμο να δοθούν φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις ιδιωτών σε κινητές αξίες, με έμφαση στις εγχώριες επιχειρήσεις. Τα κίνητρα αυτά αφορούν τοποθετήσεις σε έναν νέο ειδικό ατομικό επενδυτικό λογαριασμό και σε εισηγμένα επενδυτικά ταμεία. Για την ενίσχυση του σκέλους της προσφοράς, εξετάζονται τέσσερα κίνητρα με στόχο την προσέλκυση κινητών αξιών επιχειρήσεων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, καθώς και τη μείωση του κόστους άντλησης νέων κεφαλαίων μέσω μετοχών και ομολόγων. Τα ενδεικτικά κίνητρα στην προσφορά περιλαμβάνουν τέσσερις άξονες: (α) επιδότηση για

την εισαγωγή μετοχών και ομολόγων σε οργανωμένη αγορά, (β) επιδότηση για την παραμονή σε οργανωμένη αγορά, (γ) κατάργηση του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου και (δ) κατάργηση του φόρου τοκομεριδίων εταιρικών ομολόγων.

Άμεσες επιδράσεις

Η εφαρμογή των εξεταζόμενων κινήτρων για την τόνωση της κεφαλαιαγοράς τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο και από την πλευρά της προσφοράς, ενέχει μεν άμεσο δημοσιονομικό κόστος αλλά και άμεσο όφελος από την άντληση σημαντικά υψηλότερων νέων κεφαλαίων. Στο πλαίσιο εφαρμογής ενός πακέτου κινήτρων μέτριας έντασης στην πλευρά της ζήτησης, το άμεσο όφελος από τις καθαρές νέες επενδύσεις στην οικονομία εκτιμάται περίπου υπερτριπλάσιο του άμεσου δημοσιονομικού κόστους. Συγκεκριμένα, με ετήσιο δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής των κινήτρων ζήτησης περί τα €77 εκατ. αναμένονται καθαρές νέες επενδύσεις €240 εκατ. κάθε έτος.

Αντίστοιχα, η εφαρμογή ενός πακέτου κινήτρων μέτριας έντασης στην πλευρά της προσφοράς, εκτιμάται ότι δημιουργεί άμεσο όφελος από τα καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια περίπου δεκαπλάσιου μέσου ύψους στην πενταετία σε σχέση με το δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής. Ενδεικτικά, με μέσο ετήσιο δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής των κινήτρων ζήτησης περί τα €30 εκατ. αναμένονται καθαρές νέες επενδύσεις περί τα €304 εκατ. κάθε έτος.

Μακροοικονομικές επιδράσεις

Τα αποτελέσματα μακροοικονομικών προσομοιώσεων δείχνουν ότι τα σενάρια πολιτικής κινήτρων επιφέρουν σημαντική ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας σε βάθος χρόνου, η οποία αρχίζει να γίνεται αισθητή ήδη από τα πρώτα έτη. Το ετήσιο πραγματικό ΑΕΠ μπορεί να τονωθεί έως και 0,5 π.μ. και να παραμείνει υψηλότερο μεταξύ €0,3 και €1,0 δισεκ. κάθε χρόνο έως το 2040. Αντίστοιχα, η ετήσια απασχόληση εκτιμάται υψηλότερη μεσοσταθμικά την πρώτη 10-ετία κατά τουλάχιστον 5 και έως 8 χιλιάδες θέσεις απασχόλησης υψηλής παραγωγικότητας. Είναι φανερό ότι η υλοποίηση των κινήτρων έχει θετικές μακροχρόνιες επιδράσεις στην πορεία της οικονομίας, πέρα από την πενταετία εφαρμογής των μέτρων. Ταυτόχρονα, αναδεικνύεται ότι ο συντελεστής απόδοσης από τη χρήση δημοσίων πόρων για τα συγκεκριμένα κίνητρα είναι υψηλός. Ενδεικτικά, κάθε 1 ευρώ δημοσιονομικού κόστους για την εφαρμογή των προτεινόμενων κινήτρων μπορεί να συντελέσει σε σωρευτική αύξηση του πραγματικού εθνικού εισοδήματος κατά έως και 5 ευρώ σε βάθος 5-ετίας, με την απόδοση να αυξάνεται περαιτέρω σε βάθος μεγαλύτερου χρονικού ορίζοντα.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ενδυνάμωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς αναμένεται να έχει σημαντικά μακροοικονομικά οφέλη, ενισχύοντας την προοπτική βιώσιμης ανάκαμψης με μακροχρόνια χαρακτηριστικά. Αφενός δύναται να καλύψει μέρος του μεγάλου αποταμιευτικού και επενδυτικού κενού που έχει συσσωρευτεί στην ελληνική οικονομία τις περασμένες δεκαετίες (IOBE, 2019). Αφετέρου, δρα συμπληρωματικά με τον τραπεζικό τομέα στην παροχή χρηματοδότησης των παραγωγικών επενδύσεων, σε μια οικονομία η οποία ήταν παραδοσιακά τραπεζοκεντρική (IOBE, 2018). Επιπλέον, καταγράφεται διεθνώς θετική συσχέτιση μεταξύ αποταμίευσης και μεγέθους της κεφαλαιαγοράς, καθώς και μεταξύ μεγέθους και κατά κεφαλήν ΑΕΠ.

Από μικροοικονομική σκοπιά, η εισαγωγή μιας εταιρείας σε οργανωμένη αγορά αναμένεται ότι αποφέρει θετικά αποτελέσματα στη λειτουργία της ίδιας της εταιρείας, αλλά και της αγοράς ευρύτερα, προς όφελος της οικονομίας. Μεταξύ των θετικών επιδράσεων, η επιχείρηση που εισάγεται σε οργανωμένη αγορά έχει κίνητρα και υποχρέωση να βελτιώνει τις επιδόσεις της στα κριτήρια βιωσιμότητας «ESG» αλ, με βάση δηλαδή το τρίπτυχο περιβάλλον, κοινωνία και διακυβέρνηση. Παράλληλα, δημιουργούνται συνθήκες που προάγουν τη διαφάνεια, την εξωστρέφεια και τη δυνατότητα μεγέθυνσης των πλέον ανταγωνιστικών επιχειρήσεων (Πισσαρίδης et al., 2020). Μεταξύ άλλων, βελτιώνονται οι ευκαιρίες χρηματοδότησης για επιχειρήσεις σε δυναμικά ανερχόμενους κλάδους υψηλής προστιθέμενης αξίας, όπως τεχνολογία, καινοτόμα μεταποίηση, R&D, ενέργεια και περιβάλλον.

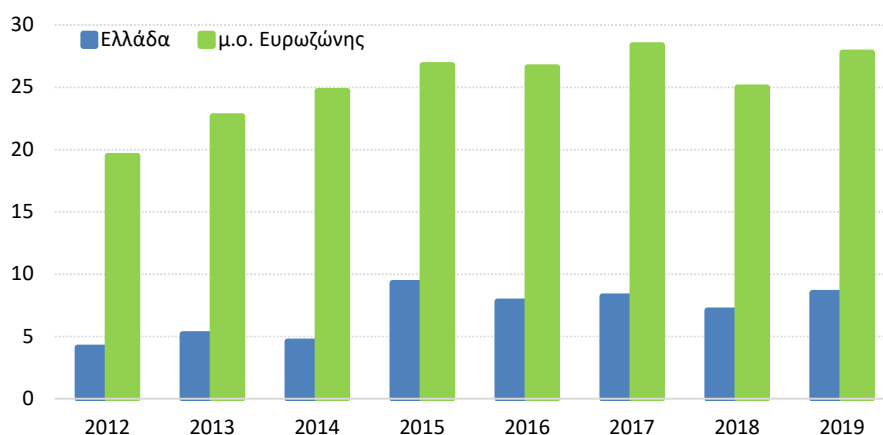
Η ελληνική κεφαλαιαγορά παρουσιάζει πολύ σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης. Από την πλευρά της εγχώριας ζήτησης επενδυτικών προϊόντων, τα ελληνικά νοικοκυριά συμμετέχουν σε μικρό μόνο βαθμό σε επενδύσεις στην κεφαλαιαγορά (Διάγραμμα 1.1). Ταυτόχρονα, σε σχέση με την προσφορά επενδυτικών επιλογών διαπραγματεύσιμων σε οργανωμένη αγορά, παρατηρείται ότι η Ελλάδα υστερεί σημαντικά του Ευρωπαϊκού μέσου όρου ως προς την αξία των εισηγμένων μετοχών σε σχέση με το ΑΕΠ (Διάγραμμα 1.2). Επιπλέον, η συνολική αξία των ελληνικών εισηγμένων ως ποσοστό του ΑΕΠ έχει παραμείνει στάσιμη την τελευταία δεκαετία, σε αντιδιαστολή με την αξία των μη εισηγμένων επιχειρήσεων η οποία αυξήθηκε σημαντικά την ίδια περίοδο.

Συνεπώς, είναι κομβικό να τονωθούν αμφότερες οι πλευρές εγχώριας ζήτησης και προσφοράς επενδυτικών επιλογών. Από την οπτική της τόνωσης της ζήτησης, παρουσιάζεται η ευκαιρία τα ελληνικά νοικοκυριά να καταστούν συμμετόχα στην οικονομική ανάκαμψη μέσω της αγοράς κεφαλαίου. Αντίστοιχα, από την πλευρά της προσφοράς, οι επιχειρήσεις διευρύνουν τις επιλογές εύρεσης χρηματοδότησης προκειμένου να προβούν σε παραγωγικές επενδύσεις που ενισχύουν την προοπτική οικονομικής ανάπτυξης.

Η τόνωση της αξιοπιστίας και η ανάπτυξη της εγχώριας κεφαλαιαγοράς αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για να αυξηθεί η ελκυστικότητα της χώρας ως επενδυτικού προορισμού. Προς αυτή την κατεύθυνση, η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων η οποία συστάθηκε με πρωτοβουλία του Υφυπουργού Οικονομικών, αρμόδιου για το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, κ. Γεώργιο Ζαββό, παρουσίασε μια σειρά από προτάσεις πολιτικής τον Οκτώβριο του 2020 στη βάση πέντε αξόνων. Οι πρώτοι δύο άξονες αφορούν την ενίσχυση της ζήτησης και προσφοράς

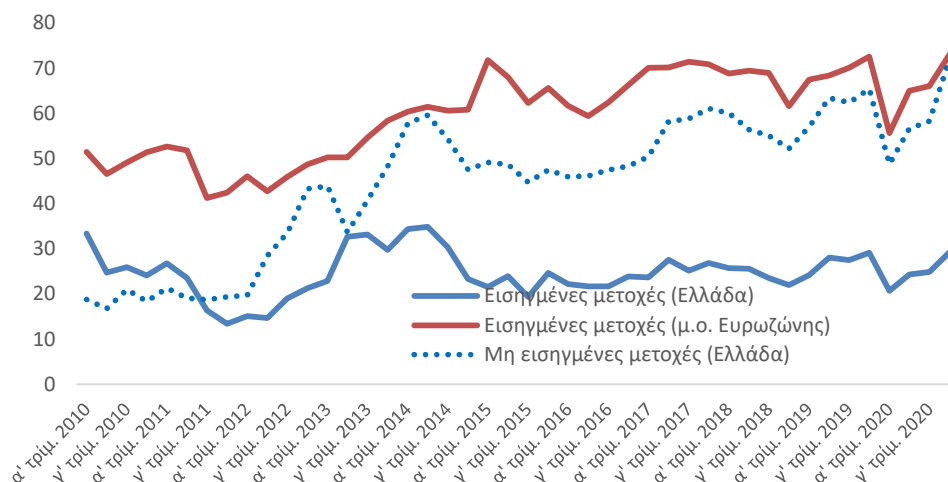
επενδύσεων αντίστοιχα για την κάλυψη του επενδυτικού κενού, όπως μέσα από τη θέσπιση φορολογικών κινήτρων για ιδιώτες επενδυτές και επιχειρήσεις και θεσμικές παρεμβάσεις. Ο τρίτος άξονας περιγράφει αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο που θα ενισχύσουν την αξιοπιστία και τη διαφάνεια της αγοράς. Ο τέταρτος άξονας επικεντρώνεται στη δημιουργία ενός ειδικού πλαισίου που θα ενθαρρύνει τις επενδύσεις στην «πράσινη» οικονομία. Τέλος, ο πέμπτος άξονας στοχεύει στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού.

Διάγραμμα 1.1. Αξία επενδύσεων νοικοκυριών σε εισηγμένες μετοχές και επενδυτικά κεφάλαια, ως % του ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 1.2. Αξία μετοχικού κεφαλαίου στο σύνολο της οικονομίας, ως % του ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Στόχος της μελέτης είναι η εκτίμηση του κόστους εφαρμογής αλλά και η ανάδειξη των θετικών οικονομικών επιδράσεων που δημιουργούνται μέσα από προτεινόμενες αλλαγές για την ενδυνάμωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Η μελέτη επικεντρώνεται στην ποσοτικοποίηση της επίδρασης επιλεγμένων προτεινόμενων μέτρων που περιλαμβάνονται στους δύο πρώτους άξονες της έκθεσης της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων (2020), δηλαδή μέτρων με στόχο την ενίσχυση της ζήτησης και προσφοράς επενδύσεων.

Η ανάλυση περιλαμβάνει τρία επίπεδα. Το πρώτο αφορά στον σχεδιασμό και την εξειδίκευση των επιλεγμένων προτεινόμενων μέτρων, που περιλαμβάνουν επιδοτήσεις και φορολογικά κίνητρα, στο πλαίσιο των προτάσεων που αποτυπώθηκαν στην έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομώνων (2020). Το δεύτερο προβαίνει σε εκτίμηση του άμεσου δημοσιονομικού κόστους σε εναλλακτικά σενάρια εφαρμογής των επιλεγμένων προτεινόμενων μέτρων. Το τρίτο περιλαμβάνει εκτίμηση των βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων μακροοικονομικών επιδράσεων, σε επενδύσεις, απασχόληση και ΑΕΠ.

Η δομή της μελέτης διακρίνεται σε πέντε κεφάλαια. Στο δεύτερο παρουσιάζονται τα ενδεικτικά, προτεινόμενα μέτρα προς ποσοτικοποίηση. Το κεφάλαιο 3 καταγράφει τις εκτιμώμενες άμεσες επιδράσεις των μέτρων σε δημοσιονομικά μεγέθη και αντληθέντα κεφάλαια, υπό τις παραδοχές διακριτών σεναρίων. Αντίστοιχα, το κεφάλαιο 4 αναδεικνύει τις μακροοικονομικές επιδράσεις που εκτιμώνται από την ταυτόχρονη εφαρμογή των προτεινόμενων μέτρων σε ζήτηση και προσφορά. Στο πέμπτο κεφάλαιο συνοψίζονται τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης.

2. ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΑ ΜΕΤΡΑ

Η ενδυνάμωση της οργανωμένης και μη οργανωμένης κεφαλαιαγοράς έχει αναγνωριστεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο ως κρίσιμος παράγοντας για την κινητοποίηση αποταμιεύσεων και επενδύσεων. Ειδικότερα, ο Γενικός Απαλλακτικός Κανονισμός ΕΕ 651/2014 δίνει τη δυνατότητα στα κράτη-μέλη να θεσπίσουν μέτρα ενίσχυσης της χρηματοδότησης εγχώριων επενδύσεων από ιδιώτες σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜμΕ), χωρίς να παραβιάζεται η απαγόρευση κρατικών ενισχύσεων (state aid) εντός της ενιαίας αγοράς της ΕΕ. Η εφαρμογή τέτοιων μέτρων έχει παρατηρηθεί μεταξύ άλλων στη Γαλλία, την Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, πριν την αποχώρησή του από την ΕΕ.

Τα προτεινόμενα μέτρα που αναλύονται στην παρούσα μελέτη καταγράφονται συνοπτικά στο Διάγραμμα 2.1, ενώ περιγράφονται αναλυτικά στην επόμενη ενότητα. Για την κάλυψη του σημαντικού «κενού» ελληνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων από την πλευρά της ζήτησης, κρίνεται σκόπιμο να δοθούν φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις ιδιωτών σε κινητές αξίες, με έμφαση στις εγχώριες επιχειρήσεις. Τα κίνητρα αυτά αφορούν τοποθετήσεις σε έναν νέο ειδικό ατομικό επενδυτικό λογαριασμό και σε εισηγμένα επενδυτικά ταμεία. Για την ενίσχυση του σκέλους της προσφοράς, εξετάζονται τέσσερα κίνητρα με στόχο την προσέλκυση κινητών αξιών επιχειρήσεων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, καθώς και την μείωση του κόστους άντλησης νέων κεφαλαίων μέσω μετοχών και ομολόγων.

Διάγραμμα 2.1. Ενδεικτικά προτεινόμενα μέτρα στην πλευρά ζήτησης και προσφοράς

Ενίσχυση της ζήτησης επενδύσεων μέσω της αγοράς κεφαλαίων	Ενίσχυση της προσφοράς επενδυτικών επιλογών
•Θέσπιση ειδικού ατομικού επενδυτικού λογαριασμού •Παροχή φορολογικής ελάφρυνσης για συμμετοχή σε εισηγμένα επενδυτικά ταμεία	•Κάλυψη του κόστους εισαγωγής μετοχών και ομολόγων στο χρηματιστήριο •Επιδότηση κόστους παραμονής •Κατάργηση του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου μέσω του χρηματιστηρίου •Κατάργηση φόρου τοκομεριδίων εταιρικών ομολόγων

Τα προτεινόμενα μέτρα βασίζονται στο πόρισμα της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων (2020), ενώ είναι σε εναρμονισμό και με συναφείς προτάσεις από το Σχέδιο Ανάπτυξης για την Ελληνική Οικονομία (Πισσαρίδης et al., 2020). Ενδεικτικά, η τελευταία προτείνει, μεταξύ άλλων, τη θέσπιση φορολογικών κινήτρων για την εισαγωγή μιας επιχείρησης σε οργανωμένη αγορά, καθώς και την άρση των υφισταμένων αντικινήτρων. Από οικονομικής άποψης, το επιχείρημα μεταξύ άλλων αναφέρει ότι «μια μεγαλύτερη αγορά με περισσότερες εισηγμένες επιχειρήσεις, προσελκύει περισσότερους επενδυτές προς όφελος όλων των επιχειρήσεων».

Ορισμένα από τα επιλεγμένα κίνητρα επικεντρώνονται σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, κυρίως για λόγους συμβατότητας με το Ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο περί κρατικών ενισχύσεων. Σε κάθε περίπτωση, είναι εξίσου σημαντικό και για τις μεγάλες επιχειρήσεις να μην υπάρχουν αντικίνητρα για εισαγωγή στο χρηματιστήριο και να μειωθεί αντίστοιχα το κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων από τις αγορές μετοχών και ομολόγων.

Τα κίνητρα που ποσοτικοποιούνται, τόσο από τη ζήτηση όσο και την προσφορά, είναι μόνο ενδεικτικά. Χαρακτηριστικά, στην πλευρά της ζήτησης, θα μπορούσαν να εξεταστούν τέσσερα συμπληρωματικά ή εναλλακτικά μέτρα. Πρώτον, απαλλαγές επιλέξιμων μετοχών από τον φόρο μερισμάτων ή απαλλαγές επιλέξιμων ομολογιών από τον φόρο τόκων που παρακρατούνται κατά την πληρωμή. Οι απαλλαγές μπορεί να συνδέονται με τα πρώτα χρόνια διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών τους σε οργανωμένη αγορά. Δεύτερον, απαλλαγή από τη φορολογία εισοδήματος από υπεραξία μεταβίβασης κεφαλαίου σε περίπτωση διακράτησης επιλέξιμων κινητών αξιών περισσότερο από έναν ελάχιστο αριθμό (π.χ. 3) ετών. Τρίτον, απαλλαγή από τον φόρο κληρονομιάς σε περίπτωση θανάτου του δικαιούχου φυσικού προσώπου. Τέταρτον, έκπτωση φόρου για συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου μικρομεσαίων επιχειρήσεων ή για επένδυση σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες και τίτλους διαπραγματεύσιμους στην Εναλλακτική Αγορά.

Τα κίνητρα στην πλευρά της προσφοράς μπορούν να οριστούν με εναλλακτικές μορφές, ενώ στο σύνολό τους προτείνεται να είναι εντονότερα όσον αφορά στην άντληση κεφαλαίων μέσω μετοχών (ίδια κεφάλαια) παρά με ομολόγων (ξένα κεφάλαια). Σε ό,τι έχει να κάνει με τις προτεινόμενες επιδοτήσεις για εισαγωγή και παραμονή σε οργανωμένη αγορά, σε μια εναλλακτική προσέγγιση, η επιδότηση θα μπορούσε να μην αφορά αποκλειστικά στην εταιρεία που αποφασίζει να εισαχθεί η παραμείνει σε οργανωμένη αγορά, αλλά στο ευρύτερο οικοσύστημα, π.χ. διαμεσολαβητές, κ.λπ. Επιπλέον, εναλλακτικά με τις επιδοτήσεις, μπορεί να θεωρηθεί προσέγγιση κινήτρων με μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των εισηγμένων επιχειρήσεων, αντίστοιχα με την περίπτωση της ζήτησης. Αντίστοιχα, στην περίπτωση που η επιχείρηση προβαίνει σε Αρχική Δημόσια Προσφορά (ΑΔΠ) ή Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (ΑΜΚ), θα μπορούσε να εφαρμοστεί μειωμένος συντελεστής φορολογίας μερισμάτων ή φορολογίας εισοδήματος για μια σειρά ετών. Εναλλακτικά, κίνητρο για τόνωση της προσφοράς στην αγορά μετοχών, θα μπορούσε να αποτελεί η εφαρμογή επιταχυνόμενων συντελεστών απόσβεσης κεφαλαίου για μια σειρά ετών σε περίπτωση νομικών προσώπων που αντλούν κεφάλαια μέσω ΑΔΠ ή ΑΜΚ.¹

Για την αποτελεσματικότητα των προτεινόμενων κινήτρων, απαιτείται συντονισμένο σχέδιο δράσης τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο και την πλευρά της προσφοράς. Είναι χρήσιμο να προσδιοριστούν οι ανάγκες των εγχώριων ανερχόμενων επιχειρήσεων για χρηματοδότηση και το χρηματοδοτικό κενό. Παράλληλα, απαιτείται η αντίστοιχη ενίσχυση των επιχειρήσεων, ειδικά των μικρομεσαίων προκειμένου να ενταχθούν σε οργανωμένη αγορά, να διευκολυνθούν στην άντληση κεφαλαίων, και έτσι να συντελέσουν στην ενίσχυση των επενδυτικών προϊόντων από την πλευρά της προσφοράς. Στην παρούσα μελέτη, εξετάζεται ένας ενδεικτικός χρονικός ορίζοντας εφαρμογής των μέτρων διάρκειας μιας πενταετίας.

Πρόσφατες τάσεις σε Ευρωπαϊκό επίπεδο και αντίστοιχα προτεινόμενα μέτρα

Σε συνέχεια της υγειονομικής κρίσης, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Association for Financial Markets in Europe – AFME (2021), οι απώλειες στην καθαρή θέση των επιχειρήσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, λόγω της πανδημίας, κυμαίνονται από €0,7 τρισεκ. έως €1,2 τρισεκ.

¹ Συγκριτικά με άλλες χώρες, η Ελλάδα υπολείπεται σε φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις μέσω της ταχύτητας επιτρεπόμενης απόσβεσης κεφαλαίου (https://taxfoundation.org/publications/capital-cost-recovery-across-the-oecd/#_ftn1)

Αν και οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια του 2020 έφτασαν τα €77,4 δισεκ., κάλυψαν μόλις το 7,7% των εκτιμημένων απωλειών. Προκειμένου οι επιχειρήσεις να χρηματοδοτήσουν το συγκεκριμένο κενό, είτε μέσα από ξένα είτε από ίδια κεφάλαια, οι κυριότερες πηγές είναι δύο – το τραπεζικό σύστημα και οι αγορές κεφαλαίων.

Σε σχέση με τις κύριες αγορές κεφαλαίων (primary markets), σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Oxera (2020) για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ο βαθμός χρήσης τους ως πηγή χρηματοδότησης επιχειρηματικών σχεδίων είναι σημαντικά μικρότερος στην Ευρώπη από ό,τι σε ΗΠΑ και χώρες της Ασίας. Ένας από τους λόγους του περιορισμού των εισαγωγών νέων εταιρειών σε ευρωπαϊκές οργανωμένες αγορές την τελευταία δεκαετία αποτελεί, σύμφωνα με την έρευνα, το ύψος των άμεσων και έμμεσων στοιχείων κόστους, το οποίο θεωρείται υψηλό ειδικά για τους μικρότερους εκδότες. Η AFME (2021) προσθέτει σε αυτό, το ύψος των ρυθμιστικών εμποδίων, την έλλειψη φορολογικών κινήτρων, την έλλειψη επαρκών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που χαρακτηρίζει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, αλλά και την «απροθυμία» τους να αποφύγουν την (μερική) απώλεια ελέγχου στις επιχειρηματικές τους αποφάσεις ως αποτέλεσμα της εισόδου νέων μετόχων στο κεφάλαιό τους.

Παράλληλα, στην Ευρώπη δεν παρατηρείται μόνο περιορισμός των Αρχικών Δημόσιων Προσφορών (ΑΔΠ), αλλά και εθελοντική διαγραφή των μετοχών μιας εταιρείας από τον κατάλογο των μετοχών ενός χρηματιστηρίου (delisting). Αιτίες για αυτή την τάση, κατά τις δύο έρευνες, είναι το πλήθος των απαιτήσεων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, ο χρόνος και το κόστος που αφορούν το πλαίσιο κανονιστικής συμμόρφωσης (compliance), τα διαχειριστικά κόστη (administration cost), το ύψος των ετήσιων τελών που καταβάλλονται σε συμβούλους, μεσίτες και χρηματιστήρια, καθώς και οι απαιτήσεις για την αποκάλυψη ευαίσθητων πληροφοριών.

Συνολικά, για την ανάπτυξη των Ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου μέσα στα πλαίσια της ανάπτυξης της ένωσης κεφαλαιαγορών (Capital Market Union-CMU) που επιδιώκει η Ευρωπαϊκή Ένωση, η μελέτη της Oxera αναδεικνύει ως βασική πρόταση την τόνωση της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση μέσω της κεφαλαιαγοράς, ώστε να μειωθεί η «εξάρτησή» τους από τα ξένα κεφάλαια και τον τραπεζικό δανεισμό, μεταξύ άλλων, μέσω της χρήσης φορολογικών κινήτρων. Επιπλέον, προτείνεται η αναμόρφωση και βελτίωση των προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού στις κεφαλαιαγορές και για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost). Επίσης, τονίζεται η σημασία προσέλκυσης επενδυτών λιανικής με τη χρήση φορολογικών κινήτρων προκειμένου να επενδύσουν σε δημόσιες αγορές μετοχών ώστε να διασφαλιστεί ότι και αυτοί μπορούν να επωφεληθούν από τη δημιουργία πλούτου του επιχειρηματικού τομέα.

2.1 Ενίσχυση της ζήτησης επενδύσεων μέσω της αγοράς κεφαλαίων

2.1.1 ΕΙΔΙΚΟΣ ΑΤΟΜΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ

Η πρόταση αφορά τη θέσπιση ενός ειδικού ατομικού επενδυτικού λογαριασμού (Αποταμιευτικός Επενδυτικός Λογαριασμός, ΑΠΕΛ). Βασικός στόχος του ΑΠΕΛ είναι να ενισχυθεί η «αποταμιευτική κουλτούρα» και ο μακροχρόνιος ορίζοντας επενδύσεων των

νοικοκυριών. Ο ΑΠΕΛ θα περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τοποθετήσεις σε χρηματοοικονομικούς τίτλους εγχώριων ή εγχώρια εγκατεστημένων επιχειρήσεων. Η επιλογή των επιχειρήσεων θα γίνεται στη βάση συγκεκριμένων χαρακτηριστικών, με επαρκή διασπορά κινδύνου ώστε να διαμορφώνεται ένα χαρτοφυλάκιο χαμηλού ρίσκου. Αξιοποιώντας τις δυνατότητες που προσφέρει ο Γενικός Απαλλακτικός Κανονισμός ΕΕ 651/2014, ο ΑΠΕΛ δύναται να περιλαμβάνει ελάχιστα όρια για τοποθετήσεις σε εγχώριες εταιρείες με ισχυρό R&D, ή με «πράσινη» αναπτυξιακή στρατηγική ή με στόχευση σε επενδύσεις υποδομών, ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ταυτόχρονα, ο ΑΠΕΛ θα περιλαμβάνει και τοποθετήσεις στο εξωτερικό, σε τίτλους μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, για καλύτερη διαφοροποίηση κινδύνου.

Η εγχώρια επενδυτική σύνθεση του ΑΠΕΛ θα βασίζεται στα παραπάνω κριτήρια επιλεξιμότητας επενδύσεων. Σε συνδυασμό με τις τοποθετήσεις σε τίτλους του εξωτερικού, η συνολική σύνθεση θα είναι σε εναρμονισμό με κανόνες διασποράς χαρτοφυλακίου προκειμένου να περιορίζεται ο κίνδυνος αγοράς. Σε κάθε περίπτωση, τα κριτήρια επιλεξιμότητας εγχώριων επενδύσεων θα διασφαλίζουν την αποφυγή δημιουργίας ευκαιριών μετατόπισης φορολογητέας ύλης (tax shifting) και ανάληψης αδικαιολόγητα υψηλού κινδύνου επένδυσης. Ενδεικτικά, διακρίνονται εναλλακτικές κατηγορίες δυνητικών επενδύσεων, όπως: μετοχικά, μεικτά και εταιρικά ομολογιακά Α/Κ εσωτερικού, μερίδια ή κινητές αξίες σε ΟΣΕΚΑ, κινητές αξίες σε στοχευμένους τίτλους εισηγμένων ή νεοεκδιδόμενων εταιρειών σε οργανωμένη αγορά. Η στόχευση των εγχώριων τίτλων στις διάφορες κατηγορίες επενδύσεων θα ακολουθεί τουλάχιστον ένα από τα χαρακτηριστικά επιλεξιμότητας που προαναφέρθηκαν.

Το φορολογικό κίνητρο προς τους λιανικούς επενδυτές για τοποθετήσεις στον ΑΠΕΛ δύναται να οριστεί με εναλλακτικούς και ενίοτε ισοδύναμους τρόπους. Για παράδειγμα, αντίστοιχα με την πρόταση του IOBE (2019), το κίνητρο μπορεί να οριστεί είτε ως έκπτωση φόρου είτε ως μείωση από το φορολογητέο εισόδημα του ιδιώτη επενδυτή, επί του ποσού που επένδυσε κατ' αυτό το έτος στον ΑΠΕΛ. Η έκπτωση μπορεί να εφαρμοστεί σε ατομικό επίπεδο ή σε επίπεδο νοικοκυριού. Το κίνητρο προτείνεται να συνοδεύεται από δύο πλαφόν:

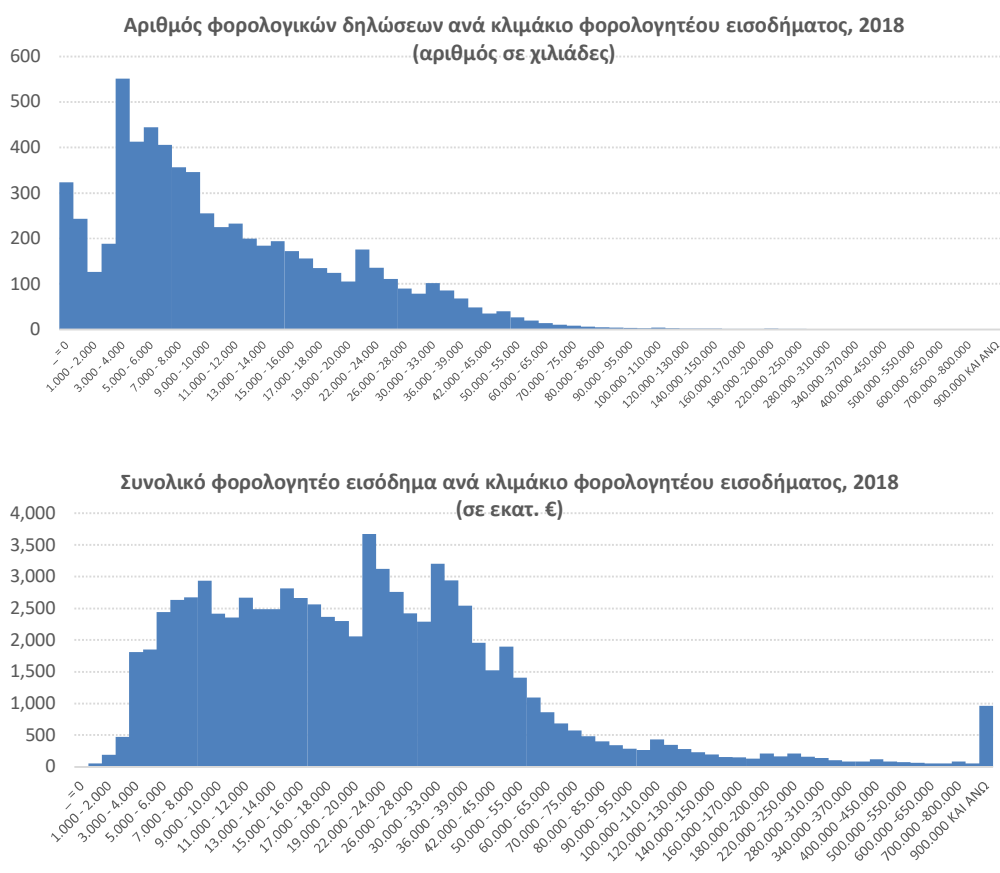
- Η έκπτωση φόρου δεν μπορεί να υπερβαίνει ένα ποσοστό του ετήσιου φορολογητέου εισοδήματος, π.χ. 10%.
- Η έκπτωση φόρου δεν μπορεί να υπερβαίνει ένα απόλυτο ποσό, π.χ. €6 χιλ.

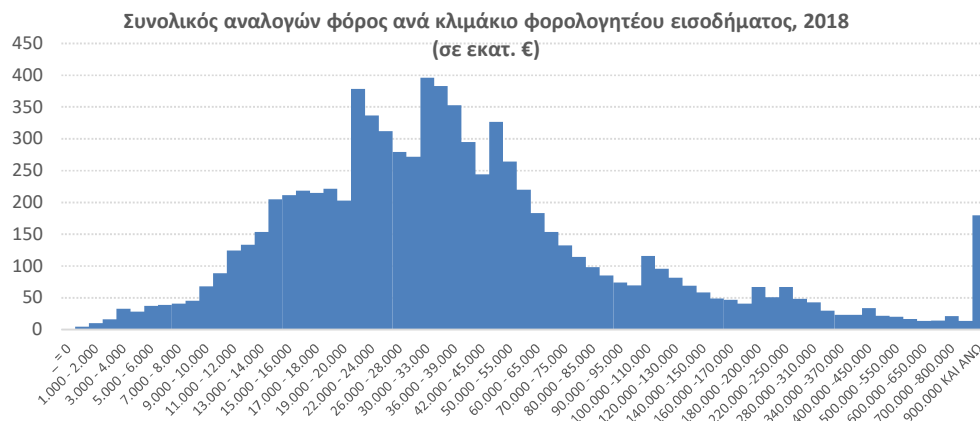
Κρίσιμος παράγοντας ώστε το κίνητρο να ενθαρρύνει την μακροχρόνια επενδυτική συμπεριφορά αποτελεί η σύνδεσή του με τον χρονικό ορίζοντα διακράτησης της επένδυσης στον ΑΠΕΛ από το νοικοκυριό. Η πίστωση της έκπτωσης φόρου μπορεί να γίνεται στο έτος της επένδυσης, σε συνδυασμό με πρόβλεψη χρέωσης του αντίστοιχου φόρου σε περίπτωση διακράτησης μικρότερης από το ελάχιστο ορισθέν διάστημα. Εναλλακτικά, το κίνητρο μπορεί να έχει τη μορφή πίστωσης φόρου και να ενεργοποιείται από τη στιγμή που συμπληρώνεται ένας ελάχιστος χρονικός ορίζοντας διακράτησης. Και στις δύο περιπτώσεις, μετά την συμπλήρωση του ελάχιστου χρόνου διακράτησης, το άτομο μπορεί να επιβραβεύεται αναλογικά, όσο περισσότερα έτη διατηρήσει την επενδυτική του θέση, και έως κάποιο όριο ετών που θα αντιστοιχεί σε ένα μέγιστο ποσοστό έκπτωσης. Ενδεικτικά, προτείνεται ελάχιστος ορίζοντας διακράτησης 3 έτη και γραμμικά αυξανόμενη έκπτωση ως συνάρτηση

των ετών, με πλαφόν τα 20 έτη. Η έκπτωση φόρου δύναται να διαφοροποιείται μεταξύ εναλλακτικών μορφών ΑΠΕΛ ως προς το επενδυτικό τους προφίλ.

Σήμερα, ένα πολύ μικρό μέρος των ελληνικών νοικοκυριών επενδύει άμεσα σε προϊόντα της κεφαλαιαγοράς. Σύμφωνα με στοιχεία της ελληνικής Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών για το 2020, ο αριθμός των ενεργών μεριδιούχων Ελλήνων ιδιωτών ήταν μικρότερος από 4% του συνολικού αριθμού των υπόχρεων σε φορολογική δήλωση. Παράλληλα, στοιχεία από τη φορολογία εισοδήματος φυσικών προσώπων για το 2018 (Διάγραμμα 2.2) δείχνουν ότι ενώ μόλις το 16,8% των φορολογούμενων δήλωσαν ετήσιο εισόδημα άνω των €20 χιλ., το εισόδημα αυτών αντιπροσώπευε €39,4 δισεκ. ή το 48,2% του συνολικού δηλωθέντος φορολογητέου εισοδήματος των €81,6 δισεκ.

Διάγραμμα 2.2. Κατανομή εισοδήματος και αναλογούντος φόρου φυσικών προσώπων, 2018





Πηγή: Ανεξάρτητη Αρχή Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ), φόρος εισοδήματος φυσικών προσώπων

Αντίστοιχα, ενώ μόλις το 2,5% των φορολογούμενων δήλωσαν ετήσιο εισόδημα άνω των €45 χιλ., το εισόδημα αυτών αντιπροσώπευε €12,9 δισεκ. ή το 15,8% του συνολικού δηλωθέντος φορολογητέου εισοδήματος. Με βάση τα στοιχεία αυτά, εκτιμάται ότι υπάρχει σημαντικό περιθώριο για μεγαλύτερη συμμετοχή των νοικοκυριών σε προϊόντα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς μέσα από την τοποθέτηση μέρους των αποταμιεύσεων νοικοκυριών με σχετικά υψηλότερα εισοδήματα.

Ο ΑΠΕΛ στοχεύει να ενισχύσει τη συμμετοχή στην εγχώρια κεφαλαιαγορά των ελληνικών νοικοκυριών με μεσαίο και υψηλό εισόδημα, ενώ προτείνεται στην επόμενη ενότητα συμπληρωματικό κίνητρο το οποίο θα στοχεύσει περισσότερο τα νοικοκυριά με υψηλό και πολύ υψηλό εισόδημα, που συνεπάγεται και σημαντική δυνατότητα αποταμίευσης.

2.1.2 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΕΛΑΦΡΥΝΣΗ ΓΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΕ ΕΙΣΗΓΜΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ

Η πρόταση αφορά την παροχή κινήτρων για τοποθετήσεις σε εγχώρια Εισηγμένα Επενδυτικά Ταμεία (EET-Listed Funds) στη βάση συγκεκριμένων χαρακτηριστικών, αξιοποιώντας τις δυνατότητες που προσφέρει ο Γενικός Απαλλακτικός Κανονισμός ΕΕ 651/2014. Τα επιλέξιμα ΕΕΤ θα περιλαμβάνουν συμμετοχή σε εγχώριες ή εγχώρια εγκατεστημένες επιχειρήσεις με ισχυρό R&D, με «πράσινη» αναπτυξιακή στρατηγική, που προάγουν τεχνολογίες αιχμής ή αποτελούν επενδύσεις υποδομών. Μεταξύ των επιλέξιμων ΕΕΤ περιλαμβάνονται και εκείνα που στοχεύουν τις εγχώριες νεοφυείς επιχειρήσεις υπό την προϋπόθεση ότι πληρούν τα παραπάνω χαρακτηριστικά.

Το φορολογικό κίνητρο προς τους λιανικούς επενδυτές για τοποθετήσεις σε ΕΕΤ δύναται να οριστεί με εναλλακτικούς και ενίοτε ισοδύναμους τρόπους, όπως στην περίπτωση του ΑΠΕΛ. Για παράδειγμα, το προτεινόμενο κίνητρο μπορεί να οριστεί είτε ως έκπτωση φόρου είτε ως μείωση από το φορολογητέο εισόδημα του ιδιώτη επενδυτή, επί του ποσού που επένδυσε κατ' αυτό το έτος σε ΕΕΤ. Η διαφορά από τον ΑΠΕΛ είναι ότι το κίνητρο προτείνεται να είναι ισχυρότερο μιας και αφορά τοποθετήσεις υψηλότερου ρίσκου και να είναι στοχευμένο περισσότερο σε ιδιώτες με υψηλό ετήσιο εισόδημα και αντίστοιχη δυνατότητα αποταμίευσης. Το κίνητρο προτείνεται να συνοδεύεται από δύο πλαφόν, όπως και στην περίπτωση του ΑΠΕΛ:

- Η έκπτωση φόρου δεν μπορεί να υπερβαίνει ένα ποσοστό του ετήσιου φορολογητέου εισοδήματος, π.χ. 10%.
- Η έκπτωση φόρου δεν μπορεί να υπερβαίνει ένα απόλυτο ποσό, π.χ. €15 χιλ.

Προκειμένου το κίνητρο να ενθαρρύνει την μακροχρόνια επενδυτική συμπεριφορά προτείνεται η σύνδεσή του με έναν ελάχιστο χρονικό ορίζοντα διακράτησης της επένδυσης στο ΕΕΤ από το νοικοκυριό, τουλάχιστον αντίστοιχης διάρκειας με την περίπτωση του ΑΠΕΛ. Η έκπτωση φόρου δύναται να διαφοροποιείται μεταξύ εναλλακτικών μορφών ΕΕΤ ως προς την επενδυτική τους στόχευση.

Η τόνωση των ΕΕΤ θα συμβάλλει στην προσέλκυση μέρους των νοικοκυριών με υψηλή ροπή προς αποταμίευση σε εγχώριες επενδυτικές επιλογές. Ταυτόχρονα, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αποτελεσματικότερη κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων μέσα από κριτήρια της αγοράς, ενώ προάγει την καινοτομία και βελτίωση στην εταιρική διακυβέρνηση των ίδιων των εγχώριων επιχειρήσεων με προοπτική μεγέθυνσής τους. Συνολικά, τα φορολογικά κίνητρα για εγχώριες επενδύσεις στην πλευρά της ζήτησης, συμβάλλουν τόσο στη μείωση (σε ισοδύναμους όρους) των υφιστάμενα πολύ υψηλών οριακών φορολογικών συντελεστών για μεσαία και υψηλά εισοδήματα, όσο και στη μείωση των κινήτρων για απόκρυψη εισοδημάτων και για αποκλειστική επένδυσή τους στο εξωτερικό. Συγκρίνοντας τα δύο ενδεικτικά κίνητρα στην πλευρά της ζήτησης, ο ΑΠΕΛ ξεχωρίζει ως ένα ευρύτερης απήχησης προϊόν αποταμίευσης, χαμηλού ρίσκου και με μεγαλύτερο εύρος τοποθετήσεων, ενώ τα ΕΕΤ είναι περισσότερο εξειδικευμένα επενδυτικά προϊόντα προσανατολισμένα στην εγχώρια αγορά και στοχευμένα σε νοικοκυριά με υψηλή σχετικά αποταμίευση.

2.2 Ενίσχυση της προσφοράς επενδυτικών επιλογών

Στο πλαίσιο της ενίσχυσης της προσφοράς επενδύσεων μέσω της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, εξετάζονται κίνητρα για τη διεύρυνση του εύρους των προσφερόμενων προϊόντων με σκοπό την ενίσχυση της ελκυστικότητας και ρευστότητας της αγοράς. Στην παρούσα μελέτη γίνεται αναφορά σε ενδεικτικά μέτρα που στοχεύουν σε δύο άξονες – την τόνωση της αγοράς μετοχών και την τόνωση της αγοράς εταιρικών ομολόγων. Τα κίνητρα στοχεύουν πρωτίστως σε ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς που θα προσανατολιστεί περισσότερο προς την έκδοση νέων μετοχών ή/και την άντληση κεφαλαίων μέσω ΑΔΠ και δευτερευόντως προς την κατεύθυνση της έκδοσης χρέους, δηλαδή εταιρικών ομολόγων.

2.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Η συνολική μετοχική αξία των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι σχετικά μικρή τόσο σε σύγκριση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης όσο και σε σχέση με την αξία των μη εισηγμένων. Αντίστοιχα, η εταιρική χρηματοδότηση μέσα από έκδοση ομολόγων παραμένει μικρής κλίμακας.

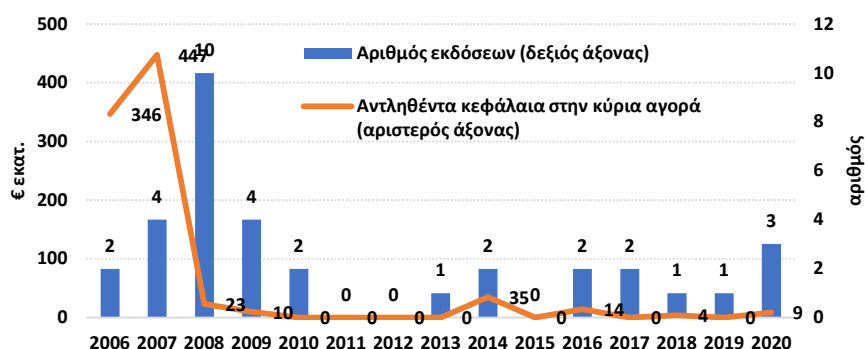
Αρχικές Δημόσιες Προσφορές μετοχών

Σε σχέση με την ανάλυση των δεδομένων που αφορούν τις αρχικές δημόσιες προσφορές (ΑΔΠ), τα στοιχεία προέρχονται από τον Όμιλο Ελληνικά Χρηματιστήρια και καλύπτουν την περίοδο 2006-2020. Οι δαπάνες που σχετίζονται με τις ΑΔΠ περιλαμβάνουν:

- τέλη υπέρ Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
- τέλος υπέρ Χρηματιστηρίου Αθηνών
- τέλος υπέρ Ελληνικού Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων του Χρηματιστηρίου Αθηνών
- φόρο Επιτροπής Ανταγωνισμού
- προμήθειες αναδοχής, διάθεσης, συντονισμού
- αμοιβή συμβούλων
- δαπάνες για έκτακτους οικονομικούς και νομικούς ελέγχους
- δαπάνες εκτυπώσεων κ.λπ.

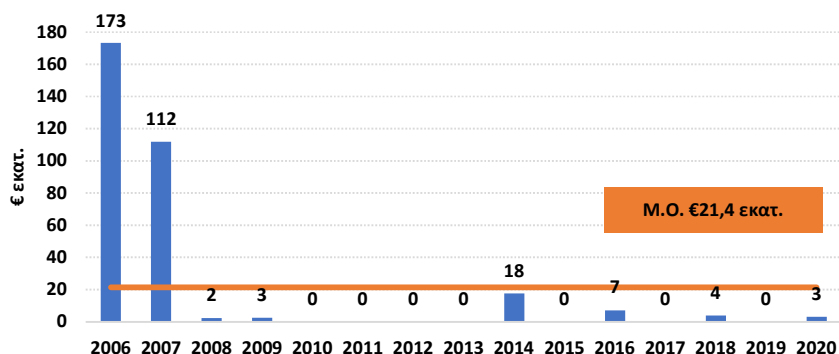
Ο αριθμός των εκδόσεων μέσω ΑΔΠ, με εξαίρεση το 2010 που φτάνει τις 10, την περίοδο 2006-2020 κυμαίνεται κατά μέσο όρο στις δύο ανά έτος. Τα έτη 2011, 2012 και 2015 – δηλαδή κατά την διάρκεια της περιόδου όπου η εγχώρια δημοσιονομική κρίση εντάθηκε – δεν πραγματοποιήθηκαν εκδόσεις μέσω ΑΔΠ. Σε ό,τι αφορά στα αντληθέντα κεφάλαια μέσω ΑΔΠ, μετά το 2007 περιορίζονται σημαντικά. Πιο αναλυτικά, ενώ τη διετία 2006-2007 τα αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε €346,4 και €447,3 εκατ., αντίστοιχα, έκτοτε και μέχρι το τέλος της υπό εξέτασης περιόδου κυμάνθηκαν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα, δηλαδή στα επίπεδα των €7,4 εκατ., κατά μέσο όρο. Συνολικά, την περίοδο 2006-2020 το μέσο ποσό αντλήσεως κεφαλαίων μέσω ΑΔΠ διαμορφώθηκε στα €59,3 εκατ. (Διάγραμμα 2.3), ενώ το μέσο αντληθέν ποσό ανά ΑΔΠ ανήλθε στα €21,4 εκατ. (Διάγραμμα 2.4).

Διάγραμμα 2.3: Αριθμός και συνολικό ποσό αντληθέντων κεφαλαίων μέσω ΑΔΠ (2006-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

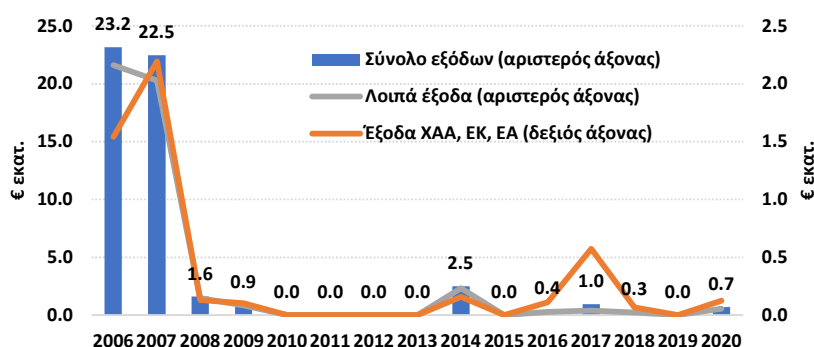
Διάγραμμα 2.4: Μέσο ποσό αντληθέντων κεφαλαίων ανά έκδοση μέσω ΑΔΠ (2006-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

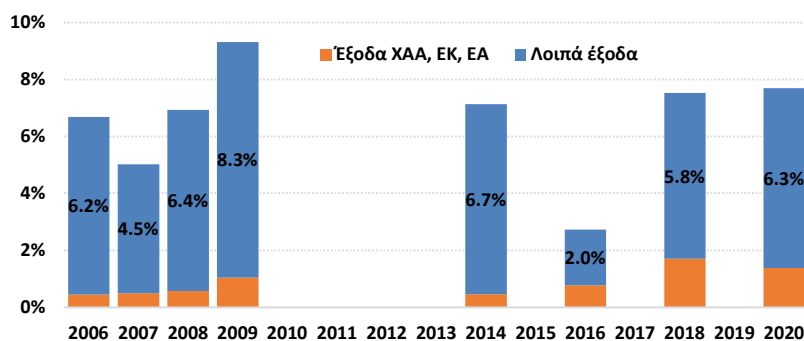
Σχετικά με τα έξοδα εκδόσεων μέσω ΑΔΠ, με δεδομένο ότι βασίζονται στο ποσό των αντληθέντων κεφαλαίων, ακολουθούν παρόμοια πορεία. Στο σύνολο της περιόδου 2006-2020 τα συνολικά έξοδα διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο σε €3,5 εκατ. Ίδια είναι η εικόνα όταν τα συνολικά έξοδα διαχωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη εξ αυτών περιλαμβάνει τα έξοδα Χρηματιστηρίου, Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και Επιτροπής Ανταγωνισμού («θεσμικά» έξοδα) και η δεύτερη τα λοιπά έξοδα (προμήθειες αναδοχής, διάθεσης, συντονισμού, αμοιβής συμβούλων, δαπάνες για έκτακτους οικονομικούς και νομικούς ελέγχους, δαπάνες εκτυπώσεων κ.λπ.). Για το σύνολο της περιόδου 2006-2020 διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο σε €0,3 και €3,2 εκατ. οι δύο κατηγορίες (Διάγραμμα 2.5). Προκύπτει ότι ένα μικρό μόνο ποσοστό εξόδων που σχετίζεται με τις εκδόσεις μέσω ΑΔΠ, περί το 10%, αφορά στα «θεσμικά» έξοδα, ενώ το μεγαλύτερο ποσοστό σχετίζεται με προμήθειες αναδοχής, διάθεσης, συντονισμού, αμοιβής συμβούλων, δαπάνες για έκτακτους οικονομικούς και νομικούς ελέγχους, δαπάνες εκτυπώσεων κ.λπ. Τα συνολικά έξοδα εκδόσεων μέσω ΑΔΠ ως ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων – για όσα έτη πραγματοποιήθηκαν εκδόσεις – διαμορφώνονται κατά μέσο όρο σε 6,6%, εκ των οποίων τα «θεσμικά» έξοδα αφορούσαν ποσοστό κοντά στο 1% (Διάγραμμα 2.6).

Διάγραμμα 2.5: Συνολικά έξοδα εκδόσεων μέσω ΑΔΠ (2006-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Διάγραμμα 2.6: Κατανομή κατηγοριών εξόδων εκδόσεων μέσω ΑΔΠ ως ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων (2006-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

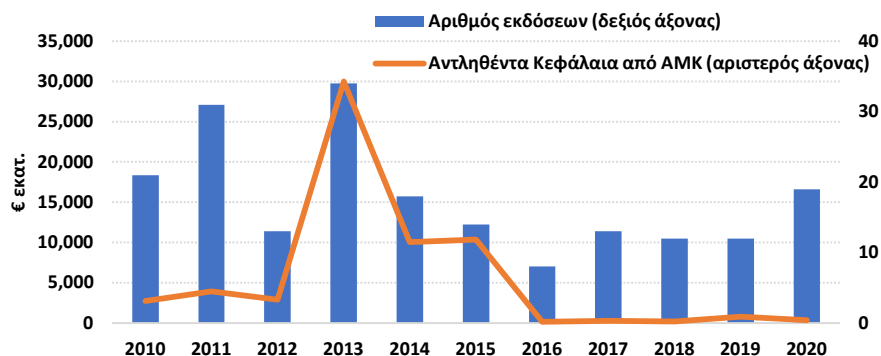
Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου

Όσον αφορά τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) τα δεδομένα προέρχονται και πάλι από τον Όμιλο Ελληνικά Χρηματιστήρια, και καλύπτουν την περίοδο 2010-2020. Σημειώνεται ότι τα έξοδα που σχετίζονται με τις ΑΜΚ περιλαμβάνουν:

- δικαιώματα Χρηματιστηρίου Αθηνών και δικαιώματα Ελληνικού Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων του Χρηματιστηρίου Αθηνών
- πόρος υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τέλος εξέτασης του Ενημερωτικού Δελτίου
- εισφορά Επιτροπής Ανταγωνισμού
- αμοιβές συμβούλων και λοιπά έξοδα

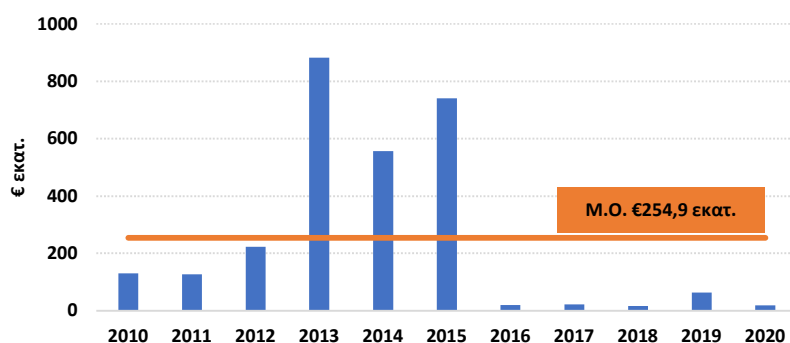
Ο αριθμός των ΑΜΚ την περίοδο 2010-2015 ήταν υψηλότερος (22 κατά μέσο όρο) συγκριτικά με την περίοδο 2016-2020 (13 κατά μέσο όρο) (Διάγραμμα 2.7). Παράλληλα, την πρώτη περίοδο και ειδικότερα τα έτη 2013-2015 τα ετήσια αντληθέντα κεφάλαια από ΑΜΚ ήταν πολύ υψηλότερα (€16,8 δισεκ. κατά μέσο όρο) συγκριτικά με την δεύτερη περίοδο (€355,8 εκατ. κατά μέσο όρο) λόγω της ανακεφαλαιοποίησης των συστημικών τραπεζών με διαδοχικές ΑΜΚ. Αντίστοιχα, το μέσο ποσό ανά ΑΜΚ στο σύνολο της περιόδου 2010-2020 διαμορφώνεται στα €254,9 εκατ. (Διάγραμμα 2.8). Στο σύνολο της περιόδου 2010-2020, το μέσο ύψος των εξόδων εκδόσεων ΑΜΚ διαμορφώθηκε σε €149,5 εκατ. (Διάγραμμα 2.9) Από τα έξοδα αυτά το μεγαλύτερο μερίδιο (€141,6 εκατ. κατά μέσο όρο) σχετίζεται με αμοιβές συμβούλων και λοιπά έξοδα ενώ το υπόλοιπο €7,9 εκατ., κατά μέσο όρο, αφορά έξοδα που σχετίζονται με το Χρηματιστήριο, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την Επιτροπή Ανταγωνισμού. Τα συνολικά έξοδα εκδόσεων ως ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων από ΑΜΚ διαμορφώθηκαν την περίοδο 2010-2020 στο 1,16%, κατά μέσο όρο (Διάγραμμα 2.10).

Διάγραμμα 2.7: Αριθμός και συνολικό ποσό αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου (2010-2020)



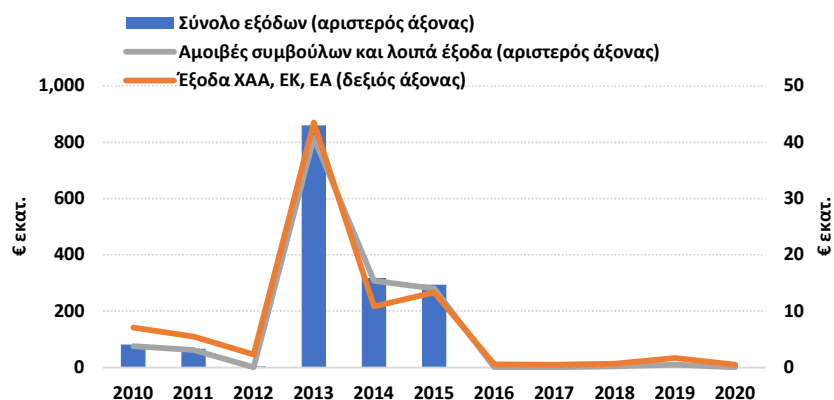
Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Διάγραμμα 2.8: Μέσο ποσό αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου (2010-2020)



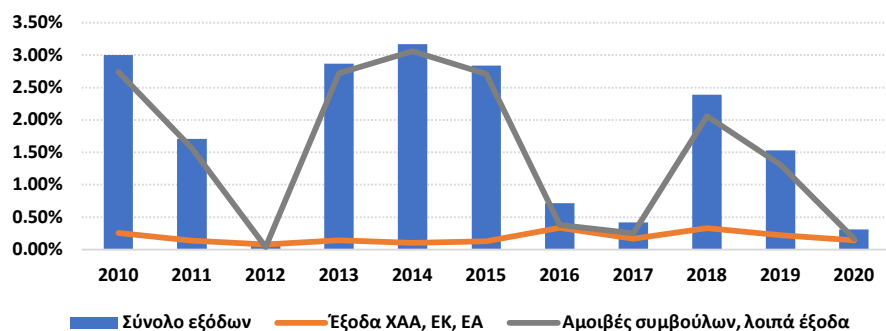
Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Διάγραμμα 2.9: Συνολικά έξοδα αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου (2010-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Διάγραμμα 2.10: Κατανομή κατηγοριών εξόδων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου ως ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων (2010-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Εκδόσεις ομολόγων

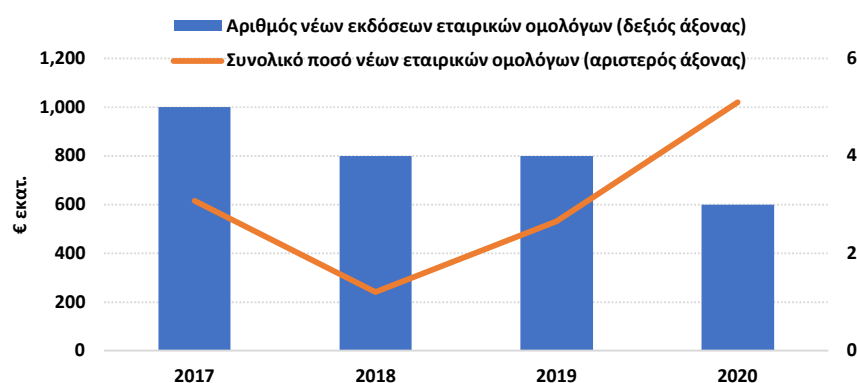
Στοιχεία για το κόστος έκδοσης εταιρικών ομολόγων αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών και συνοψίζονται παρακάτω. Υφίσταται καταρχάς χρέωση

εισαγωγής στην οργανωμένη αγορά η οποία ανέρχεται στις €3,0 χιλ. ανεξάρτητα από το ύψος της έκδοσης, ενώ η αντίστοιχη χρέωση για την εισαγωγή ομολόγων στην ενιαία αγορά διαμορφώνεται στις €1,5 χιλ. Παράλληλα, υφίσταται χρέωση καταχώρησης στο Σύστημα Άυλων Τίτλων η οποία ανέρχεται στο 0,025% επί της αξίας έκδοσης του ομολόγου, με ελάχιστη χρέωση τις €3,0 χιλ. και μέγιστη χρέωση τις €10,0 χιλ. Επιπλέον, το ετήσιο τέλος τήρησης ομολογιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων ανέρχεται στις €1,0 χιλ. Πέραν των ανωτέρω εξόδων, οι εκδότες εταιρικών ομολόγων επιβαρύνονται και με άλλα έξοδα όπως:

- φόρος υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τέλος εξέτασης του ενημερωτικού δελτίου,
- δικαιώματα Ελληνικού Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων του Χρηματιστηρίου Αθηνών
- δικαιώματα Χρηματιστηρίου και Ελληνικού Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων για τη χρήση του Ηλεκτρονικού Βιβλίου Προσφορών (ΗΒΙΠ)
- δαπάνες για έκτακτους οικονομικούς και νομικούς ελέγχους
- προμήθειες αναδοχής και αμοιβής συμβούλου έκδοσης
- λοιπές δαπάνες που σχετίζονται με την εκτύπωση και διανομή του ενημερωτικού δελτίου, ανακοινώσεις στον τύπο και προβολή της έκδοσης

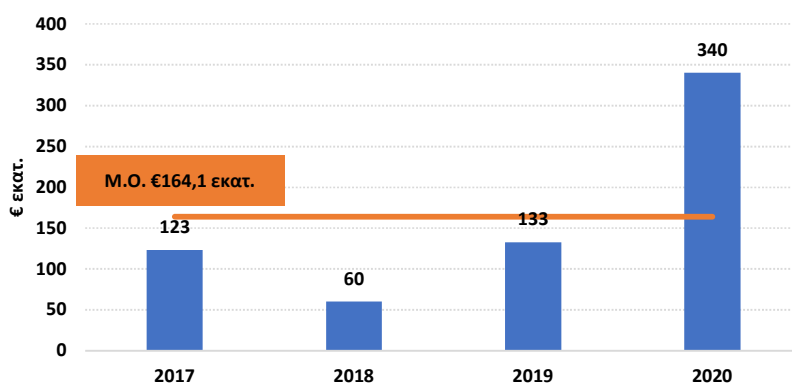
Ως προς τις νέες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων, επί των οποίων υπολογίζονται οι πιο πάνω χρεώσεις, τα στοιχεία επίσης προέχονται από τον Όμιλο Ελληνικά Χρηματιστήρια και αφορούν την περίοδο 2017-2020. Οι νέες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων ήταν περιορισμένες ενώ ο αριθμός τους μειωνόταν με την πάροδο του χρόνου. Από μόλις 5 το 2017 περιορίστηκαν στις 3 το 2020, δηλαδή την περίοδο 2017-2020 εκδίδονταν κατά μέσο όρο 4 νέα εταιρικά ομόλογα κατ' έτος. Το ετήσιο ποσό του συνόλου των εκδόσεων αν και αρχικά μειώθηκε από τα €616,0 εκατ. το 2017 στα €241,5 εκατ. το 2018, στη συνέχεια αυξήθηκε για να ανέλθει στα €1,02 δισεκ. το 2020 (Διάγραμμα 2.11). Το δε μέσο ετήσιο ποσό του συνόλου των νέων εκδόσεων διαμορφώθηκε στα €602,3 εκατ.

Διάγραμμα 2.11: Αριθμός και συνολικό ποσό εκδόσεων νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)



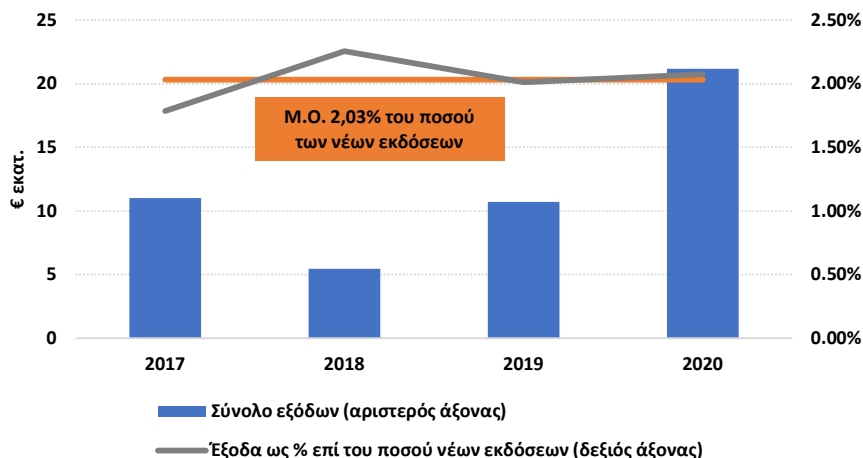
Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Ως προς την εξέλιξη του ετήσιου μέσου ποσού ανά έκδοση εταιρικού ομολόγου, σχεδόν τριπλασιάστηκε, από τα €123,2 εκατ. το 2017 στα €340,0 εκατ. το 2020, αν και το 2018 περιορίστηκε στα μόλις €60,4 εκατ. Στο σύνολο της περιόδου το μέσο υπόλοιπο ανά έκδοση διαμορφώθηκε στα €164,1 εκατ. (Διάγραμμα 2.12).

Διάγραμμα 2.12: Μέσο ποσό εκδόσεων νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

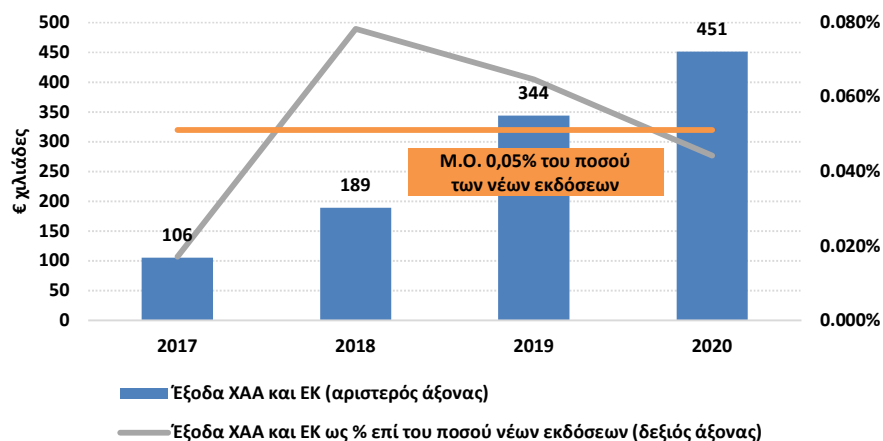
Τα συνολικά έξοδα που σχετίζονται με τις νέες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων – όπως αυτά αναφέρθηκαν στην αρχή της παραγράφου – σχεδόν διπλασιάστηκαν, με αποτέλεσμα να ανέλθουν στα €21,2 εκατ. το 2020 από τα €11,0 εκατ. το 2017, παρά την πρόσκαιρη πτώση τους το 2018 στα €5,4 εκατ. Επομένως, η εξέλιξή τους ακολουθεί την πορεία του ποσού των νέων εκδόσεων που αναφέρθηκε πιο πάνω. Σημειώνεται ότι το μέσο ετήσιο ποσό εξόδων την εν λόγω περίοδο έφτασε τα €12,1 εκατ. ή το 2,03% του ποσού των νέων εκδόσεων (Διάγραμμα 2.13).

Διάγραμμα 2.13: Συνολικά έξοδα έκδοσης νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Από αυτά τα έξοδα, τα σχετιζόμενα με έξοδα του Χρηματιστηρίου και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς παρουσιάζουν μεν αύξηση την περίοδο 2017-2020, δηλαδή από τα €105,7 χιλ. στα €451,4 χιλ., παραμένουν όμως σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τα ποσά έκδοσης. Το μέσο ποσό τους την υπό εξέταση περίοδο διαμορφώνεται σε €272,6 χιλ. ή 0,05% του ποσού των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων (Διάγραμμα 2.14).

Διάγραμμα 2.14. Συνολικά έξοδα Χρηματιστηρίου και Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετιζόμενα με την έκδοση νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Εν κατακλείδι, ο αριθμός των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων την περίοδο 2017-2020 αφενός ήταν πολύ χαμηλός αφετέρου περιορίστηκε, αν και το ποσό τους αυξήθηκε κατά 65,6%, ενώ η έκδοση ανά νέο εταιρικό ομόλογο σχεδόν τριπλασιάστηκε. Σε ό,τι αφορά στα έξοδα των νέων εκδόσεων ακολούθησαν την άνοδο του ποσού τους, ενώ πολύ χαμηλό ποσοστό αυτών των εξόδων σχετίζονται με τέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αφού τα περισσότερα σχετίζονται με λοιπές δαπάνες (έκτακτοι οικονομικοί και νομικοί έλεγχοι, προμήθειες αναδοχής και αμοιβής συμβούλου έκδοσης κ.λπ.). Το σύνολο των εξόδων ως ποσοστό του ποσού των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων διαμορφώθηκε την υπό εξέταση περίοδο στο 2,03%, κατά μέσο όρο.

2.2.2 ΕΠΙΔΟΤΗΣΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΟ ΧΑ

Προκειμένου να ενισχυθεί η ένταξη επιχειρήσεων σε οργανωμένη αγορά, καθώς και να γίνει προσβάσιμη και σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις η έκδοση ομολόγων, προτείνεται η επιδότηση μέρους των εξόδων εισαγωγής, τηρουμένων των ευρωπαϊκών κανόνων περί κρατικών ενισχύσεων.

Η επιδότηση μπορεί να αφορά είτε άμεσα στις εταιρείες προς εισαγωγή είτε έμμεσα, ενισχύοντας τις διαμεσολαβούσες εταιρείες (συμβούλους) που αναλαμβάνουν τη διαδικασία εισαγωγής. Ο σκοπός του μέτρου είναι να ενδυναμωθεί το εν λόγω οικοσύστημα και να έχει κίνητρο να κατευθύνει τις εταιρείες προς την κεφαλαιαγορά για άντληση χρηματοδότησης. Η μορφή του κινήτρου που προτείνεται είναι ένα σταθερό ποσό ανά έκδοση, έτσι ώστε να αποτελεί συγκριτικά μεγαλύτερο κίνητρο για μικρότερες εταιρείες. Ενδεικτικά, με βάση τα ιστορικά στοιχεία κόστους, προτείνεται εφάπαξ επιδότηση της τάξης των €600 χιλ. για την εισαγωγή μετοχών προς διαπραγμάτευση και €150 χιλ. για την έκδοση ομολόγου.

2.2.3 ΕΠΙΔΟΤΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΣΤΟ ΧΑ

Όπως παρουσιάστηκε στην προηγούμενη ενότητα, το μέγεθος εκδόσεων μετοχών προς διαπραγμάτευση στο ελληνικό Χρηματιστήριο, είτε μέσα από ΑΔΠ είτε μέσα από ΑΜΚ παραμένει ιδιαίτερα μικρό. Προκειμένου να ενισχυθούν τα κίνητρα έκδοσης κεφαλαίων των επιχειρήσεων μέσα από την οργανωμένη αγορά, καθώς και αυτή να γίνει περισσότερο προσβάσιμη σε μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις, προτείνεται η επιδότηση μέρους του κόστους παραμονής μικρομεσαίων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο, τηρουμένων των ευρωπαϊκών κανόνων περί κρατικών ενισχύσεων. Η οικονομική στήριξη θα αφορά τόσο υφιστάμενες όσο και νεοεισερχόμενες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις με κριτήρια συμβατά με τον ορισμό του μικρομεσαίου μεγέθους τους.

Μεταξύ των στόχων της εν λόγω στήριξης, είναι να ενδυναμωθεί η χρηματοοικονομική πληροφόρηση εγχώριων μικρομεσαίων επιχειρήσεων, να αναπτυχθούν καλές εταιρικές πρακτικές με βάση το τρίπτυχο περιβάλλον-κοινωνία-διακυβέρνηση (ESG), καθώς και να δημιουργηθούν προϋποθέσεις για εταιρική μεγέθυνση. Ένα σημαντικό μέρος των μικρότερων εισηγμένων εταιρειών δραστηριοποιούνται σε τομείς στρατηγικής σημασίας, όπως περιβάλλον, τεχνολογίες αιχμής και καινοτομίας, με υψηλή προστιθέμενη αξία για την ελληνική παραγωγική βάση.

Η μορφή της στήριξης που προτείνεται είναι ένα σταθερό ποσό ανά έτος ανά επιλέξιμη εταιρεία, έτσι ώστε να αποτελεί συγκριτικά μεγαλύτερο όφελος για μικρότερες εταιρείες. Ενδεικτικά, με βάση τα ιστορικά στοιχεία κόστους παραμονής στο Χρηματιστήριο που παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα, προτείνεται ετήσια σταθερή επιδότηση ανά εταιρεία για κάλυψη σχετικών δαπανών (όπως πρόσληψη ειδικού διαπραγματευτή), που να κυμαίνεται μεταξύ €80 χιλ., €100 χιλ. και €120 χιλ. ανάλογα με τον βαθμό έντασης του κινήτρου που θα επιλεγεί. Το καθεστώς επιδότησης ενδεικτικά προτείνεται να διαρκεί για την περίοδο 2021-2025 και εφόσον η επιχείρηση πληροί τα κριτήρια μεγέθους που θα καθοριστούν με βάση και τον Γενικό Απαλλακτικό Κανονισμό ΕΕ 651/2014.

2.2.4 ΚΑΤΑΡΓΗΣΗ ΤΟΥ ΦΟΡΟΥ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕΣΩ ΤΟΥ ΧΑ

Ο Φόρος Συγκέντρωσης Κεφαλαίου (ΦΣΚ) επιβάλλεται από τον ν. 1676/1986 σε συγκεκριμένες πράξεις που πραγματοποιούν τα υποκείμενα στον φόρο νομικά πρόσωπα, ήτοι πρόσωπα με έδρα στην Ελλάδα, που επιδιώκουν κερδοσκοπικούς σκοπούς, και τα οποία είναι εμπορικές εταιρείες, κοινοπραξίες επιτηδευματιών και συνεταιριστικές οργανώσεις. Ο ΦΣΚ ανέρχεται στο 1% και επιβάλλεται στην αύξηση του κεφαλαίου, στην αύξηση του ενεργητικού και άλλες συναφείς πράξεις.

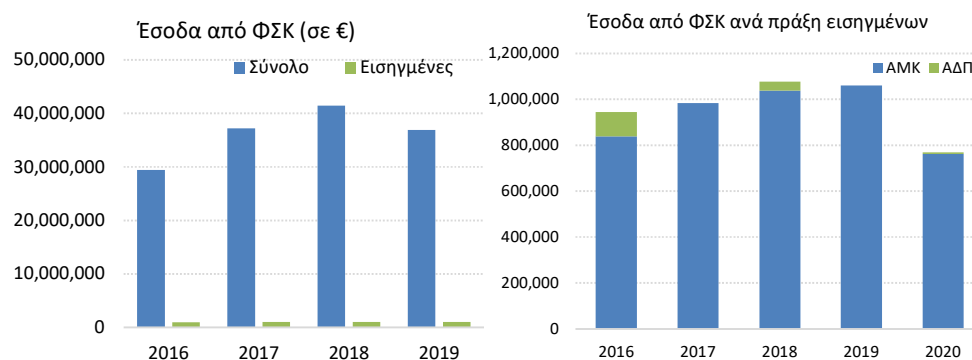
Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει γνωμοδοτήσει αρνητικά επί της εφαρμογής του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου, επισημαίνοντας ότι δημιουργεί ανισότητες και αντίκειται στη θεμελιώδη αρχή της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων εντός της Ενιαίας Αγοράς.²

² Μεταξύ άλλων, στην επιχειρηματολογία της, η ΕΕ αναφέρει: «Οι έμμεσοι φόροι που επιβάλλονται επί των συγκεντρώσεων κεφαλαίων, ήτοι ο φόρος εισφοράς (ο φόρος που επιβάλλεται επί των εισφορών κεφαλαίου σε εταιρείες και επιχειρήσεις), ο φόρος χαρτοσήμου επί των τίτλων, και ο φόρος επί των πράξεων αναδιάρθρωσης, ανεξαρτήτως του εάν οι εν λόγω πράξεις συνεπάγονται ή όχι αύξηση κεφαλαίου, δημιουργούν διακρίσεις, διπλή φορολόγηση και ανισότητες, οι οποίες παρακωλύουν την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων.»

Συγκεκριμένα, με την Οδηγία 2008/7/ΕΚ καταργήθηκε η δυνατότητα νέας επιβολής έμμεσου φόρου στη δημιουργία, έκδοση, εισαγωγή στο χρηματιστήριο ή θέση σε κυκλοφορία μετοχών.³ Ωστόσο, δόθηκε η δυνατότητα σε χώρες που είχαν ήδη αυτού του είδους φόρο την 1/1/2006 να το διατηρήσουν, με ανώτατο όριο το 1%, χωρίς τη δυνατότητα να τον αυξήσουν και με σύσταση σταδιακά να τον μειώσουν έως και την κατάργησή του. Από τις 7 χώρες της ΕΕ που είχαν φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου το 2007, σήμερα μένουν μόλις 4 – η Ελλάδα, η Ισπανία, η Πολωνία και η Πορτογαλία. Επομένως, προτείνεται η κατάργηση του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου, η οποία αφενός θα μειώσει το κόστος για πράξεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου μέσω οργανωμένης αγοράς που είναι και ο ειδικός στόχος της παρούσας μελέτης, αφετέρου κρίνεται ένα μέτρο που θα ευθυγραμμίσει την εθνική φορολογική νομοθεσία με την Ευρωπαϊκή Οδηγία.

Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, τα συνολικά φορολογικά έσοδα (προ επιστροφών) από τον φόρο στη συγκέντρωση κεφαλαίων ήταν €36,9 εκατ. το 2019 και €41,4 εκατ. το 2018 (Διάγραμμα 2.15). Σε ό,τι αφορά τις εισηγμένες μόνο, τα ετήσια έσοδα από ΦΣΚ σε ΑΜΚ και ΑΔΠ στο Χρηματιστήριο Αθηνών υπολογίζονται σε €768 χιλ. το 2020, από €1,1 εκατ. το 2018 και 2019.

Διάγραμμα 2.15. Φορολογικά έσοδα από τον Φόρο Συγκέντρωσης Κεφαλαίου (σε €)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

2.2.5 ΚΑΤΑΡΓΗΣΗ ΦΟΡΟΥ ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Σε σχέση με το υφιστάμενο καθεστώς φορολόγησης των εταιρικών ομολόγων, σημειώνεται ότι με βάση την τρέχουσα νομοθεσία δεν υφίσταται φόρος επί των συναλλαγών εταιρικών ομολόγων. Παράλληλα, εφαρμόζεται φόρος επί των τόκων εταιρικών ομολόγων με συντελεστή 15% για ημεδαπά φυσικά και νομικά πρόσωπα, ενώ τα αλλοδαπά νομικά πρόσωπα χωρίς μόνιμη εγκατάσταση στη χώρα καθώς και τα φυσικά πρόσωπα που είναι φορολογικοί κάτοικοι αλλοδαπής απαλλάσσονται από τον φόρο (Νόμος 4172/2013, άρθρα 37 και 40).

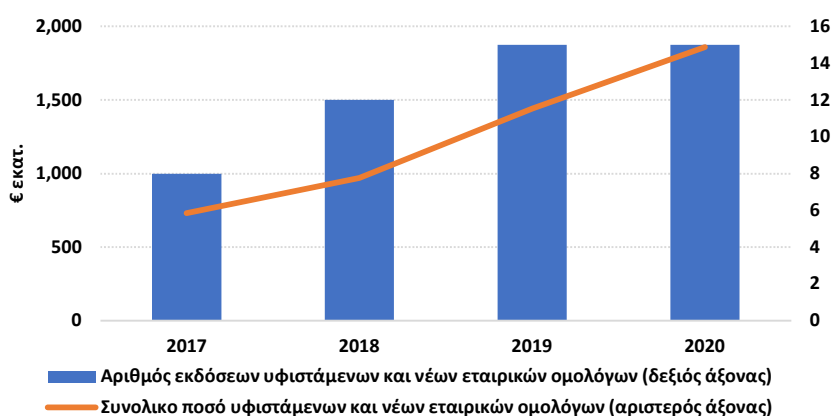
Τα στοιχεία για τον αριθμό και το ποσό υφιστάμενων και νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων αναδεικνύουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν σε πολύ μικρό βαθμό τη δυνατότητα χρηματοδότησης μέσω οργανωμένης αγοράς ομολόγων, τόσο διαχρονικά όσο και σε σύγκριση με άλλες χώρες. Προκειμένου να ενισχυθούν οι εκδόσεις εταιρικών

³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=celex%3A32008L0007>

ομολόγων, από ελληνικές εταιρείες, προτείνεται η κατάργηση του φόρου τοκομεριδίων στα εταιρικά ομόλογα.

Την περίοδο 2017-2020, ο ετήσιος αριθμός νέων και υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων που εκδόθηκαν μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν χαμηλός. Από 8 το 2017 ανήλθε σε 15 το 2020, δηλαδή τη συγκεκριμένη περίοδο ο μέσος αριθμός νέων και υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων στο Χρηματιστήριο διαμορφώθηκε σε 13. Σχετικά με την εξέλιξη του ετήσιου υπολοίπου νέων και υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων, από τα €730,1 εκατ. το 2017 ανήλθε στα €1,86 δισεκ. το 2020, δηλαδή αυξήθηκε κατά 2,5 φορές περίπου, ενώ το μέσο υπόλοιπο στο σύνολο της περιόδου διαμορφώθηκε σε €1,25 δισεκ. (Διάγραμμα 2.16).

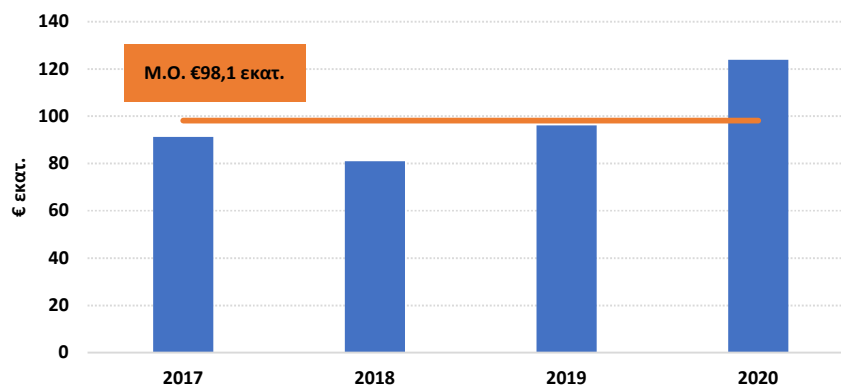
Διάγραμμα 2.16: Αριθμός και συνολικό ποσό εκδόσεων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Τέλος, το ετήσιο μέσο υπόλοιπο ανά έκδοση, από τα €91,3 το 2016 έφτασε τα €124,0 εκατ. το 2020 (αύξηση κατά 35,8%), ενώ το μέσο υπόλοιπο ανά έκδοση στο σύνολο της περιόδου τα €98,1 εκατ. (Διάγραμμα 2.17). Την ίδια περίοδο από το σύνολο των εταιρικών ομολόγων, τέσσερα ομόλογα, συνολικού ποσού €687,0 εκατ. αποπληρώθηκαν.

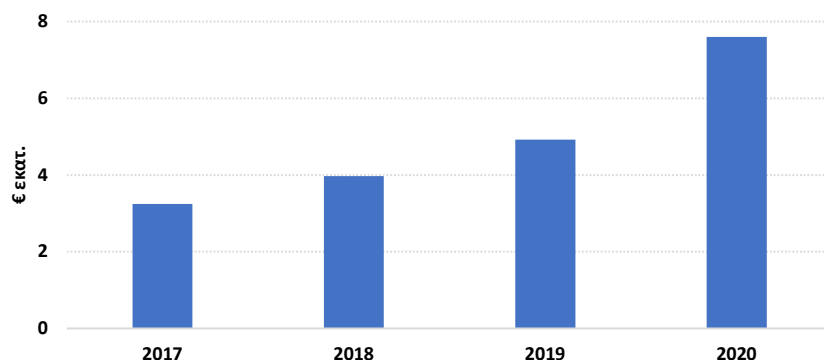
Διάγραμμα 2.17: Μέσο ποσό εκδόσεων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Αναφορικά με τον παρακρατούμενο φόρο εταιρικών ομολόγων που αναλογεί στις προαναφερθείσες εκδόσεις, το ύψος του υπερδιπλασιάστηκε (+2,3 φορές), με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί στα €7,6 εκατ. το 2020 από τα €3,24 εκατ. το 2017 (Διάγραμμα 2.18). Παρουσίασε δηλαδή παρόμοια αύξηση με το συνολικό ποσό των νέων και υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων (+2,3 φορές), ενώ η μέση φορολογική επιβάρυνση από τον τόκο εταιρικών ομολόγων διαμορφώθηκε την υπό εξέταση περίοδο στο 0,4% του ποσού των εταιρικών ομολόγων.

Διάγραμμα 2.18: Παρακρατηθείς φόρος τόκων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων (2017-2020)



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Συμπερασματικά, ο αριθμός των εκδόσεων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων, αν και αυξάνει την περίοδο 2017-2020, παραμένει περιορισμένος καθώς το 2020 δεν ξεπερνούσε τις 15, αλλά το ποσό των εκδόσεων υπερδιπλασιάστηκε, ενώ το ποσό ανά έκδοση αυξήθηκε κατά 35,8%. Ο υπερδιπλασιασμός του ποσού των εκδόσεων οδήγησε σε υπερδιπλασιασμό του παρακρατηθέντος φόρου εταιρικών ομολόγων, το ύψος του οποίου ως ποσοστό του ποσού των εκδόσεων υφιστάμενων και νέων εταιρικών ομολόγων διαμορφώθηκε την υπό εξέταση περίοδο στο 0,40%, κατά μέσο όρο.

3. ΆΜΕΣΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ

Για την ανάλυση των επιδράσεων από την εφαρμογή των προτεινόμενων μέτρων εξετάζονται τρία σενάρια κινήτρων, ένα υψηλής έντασης (Υψηλό), ένα μέτριας έντασης (Μέτριο) και ένα χαμηλής έντασης κινήτρων (Χαμηλό). Αυτά αντιπαραβάλλονται με το σενάριο στο οποίο υποτίθεται ότι δεν γίνεται κάποια αλλαγή σε σχέση με το σημερινό καθεστώς (σενάριο Βάσης).

Στην παρούσα ενότητα, αφού παρουσιαστούν οι παράμετροι των σεναρίων, αναλύονται δύο ειδών άμεσες επιδράσεις. Η πρώτη αφορά στα δημοσιονομικά μεγέθη, δηλαδή εκτιμάται το δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής των κινήτρων σε κάθε σενάριο. Η δεύτερη επικεντρώνεται στην εκτίμηση των νέων αντληθέντων κεφαλαίων που αναμένονται ότι θα προκύψουν σε βάθος πενταετίας από τα εν λόγω κίνητρα, και τα οποία επηρεάζουν άμεσα τη ρευστότητα και λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Η εκτίμηση των επιδράσεων προκύπτει από σύγκριση μεγεθών με και χωρίς την εφαρμογή των μέτρων. Για τον σκοπό αυτό, από την πλευρά της προσφοράς, εκτιμάται η νέα δραστηριότητα σε ΑΔΠ, ΑΜΚ και εκδόσεις ομολόγων που θα καταγραφόταν αν εφαρμόζονταν τα μέτρα αλλά και εν απουσία αυτών. Σημειώνεται ότι σε κάθε σενάριο, τα κεφάλαια που εκτιμάται ότι θα αντλούνταν και χωρίς τα κίνητρα (μέσω ΑΔΠ, ΑΜΚ ή έκδοση ομολόγων) δεν αποτελούν μέρος της εκτιμώμενης άμεσης επίδρασης των κινήτρων. Αντίστοιχα, τα φορολογικά έσοδα που δεν εισπράττονται λόγω των φορολογικών κινήτρων και που αντιστοιχούν σε δραστηριότητα που εκτιμάται πως δεν θα υπήρχε χωρίς τα κίνητρα, δεν αποτελεί μέρος του δημοσιονομικού κόστους.

3.1 Παράμετροι σεναρίων

3.1.1 ΜΕΤΡΑ ΣΤΗ ΖΗΤΗΣΗ

Εξετάζονται τρία σενάρια μέτρων πολιτικής με χρονικό ορίζοντα 5-ετίας, ανάλογα με το βαθμό έντασης των κινήτρων που επιλέγονται (υψηλό, μέτριο, χαμηλό). Στα τρία αυτά σενάρια θεσπίζεται ο ΑΠΕΛ, ενώ διαφοροποίηση καταγράφεται στο μέγεθος του φορολογικού κινήτρου που προσφέρεται στους ιδιώτες προκειμένου να επενδύσουν σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ (Διάγραμμα 3.1). Στο υψηλό σενάριο, τα φορολογικά κίνητρα είναι ισχυρότερα, με αποτέλεσμα τόσο οι αναμενόμενες επιδράσεις όσο και το δημοσιονομικό κόστος να είναι μεγαλύτερα. Αντίθετα, στο χαμηλό σενάριο, μικρότερα φορολογικά κίνητρα χαμηλότερου δημοσιονομικού κόστους έχουν και μικρότερες σχετικά επιδράσεις στην αύξηση της ζήτησης. Στο μέτριο σενάριο εξετάζεται μια ενδιάμεση παρέμβαση. Ταυτόχρονα, το σενάριο βάσης αναφέρεται στην κατάσταση όπου δεν λαμβάνεται κανένα σχετικό μέτρο πολιτικής, δηλαδή δεν υφίσταται ο ΑΠΕΛ και καταγράφονται μηδενικές σχετικές επενδύσεις σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ.

Διάγραμμα 3.1. Σενάρια έντασης κινήτρων στην πλευρά της ζήτησης

Βάσης	Υψηλό	Μέτριο	Χαμηλό
• Δεν λαμβάνονται μέτρα • Μηδενικές επενδύσεις σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ	• Εφαρμογή των ισχυρότερων φορολογικών κινήτρων • Ισχυρή αύξηση της δραστηριότητας σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ • Μεγαλύτερο άμεσο δημοσιονομικό κόστος	• Εφαρμογή μεσαίου μεγέθους φορολογικών κινήτρων • Μέτρια αύξηση της δραστηριότητας σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ • Μέτριο άμεσο δημοσιονομικό κόστος	• Εφαρμογή των μικρότερων φορολογικών κινήτρων • Μικρότερη αύξηση της δραστηριότητας σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ • Μικρότερο άμεσο δημοσιονομικό κόστος

Παρουσιάζονται δύο περίπου ισοδύναμες, εναλλακτικές μορφές κινήτρων για επενδύσεις ιδιωτών σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ με τα εξής χαρακτηριστικά: (α) έκπτωση φόρου φυσικών προσώπων, για ένα συγκεκριμένο έτος, ίση με 30%, 15% ή 5% του ποσού που επένδυσαν κατ' αυτό το έτος στον ΑΠΕΛ και ίση με 50%, 40% ή 30% του ποσού που επένδυσαν κατ' αυτό το έτος σε ΕΕΤ και (β) μείωση από το φορολογητέο εισόδημα φυσικών προσώπων, για ένα συγκεκριμένο έτος, ίση με 60%, 30% ή 10% του ποσού που επένδυσαν κατ' αυτό το έτος στον ΑΠΕΛ και ίση με 100%, 80% ή 60% του ποσού που επένδυσαν κατ' αυτό το έτος σε ΕΕΤ. Η σχετική ισοδυναμία των δύο προσεγγίσεων προκύπτει για φυσικά πρόσωπα με οριακό φορολογικό συντελεστή κοντά στο 50%.

Τα σενάρια στην πλευρά της ζήτησης βασίζονται σε παραδοχές σε μια σειρά από παραμέτρους για τα κίνητρα σε ΑΠΕΛ (Πίνακας 3.1) και ΕΕΤ (Πίνακας 3.2), όπως οι παρακάτω:

- Το ποσοστό των νοικοκυριών που επιλέγουν να επενδύσουν σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ αντίστοιχα ανά κλιμάκιο εισοδήματος. Γίνεται παραδοχή ότι το ποσοστό αυτό αυξάνεται γραμμικά με το εισόδημα των νοικοκυριών, κατά 0,5 π.μ. ανά εισοδηματικό κλιμάκιο όπως ορίζεται από την ΑΑΔΕ. Συγκεκριμένα, η συμμετοχή των νοικοκυριών στον ΑΠΕΛ, ξεκινάει από 0,5% για το χαμηλότερο κλιμάκιο εισοδήματος (έως €1000), 1,0% για το δεύτερο χαμηλότερο κλιμάκιο εισοδήματος (με εισόδημα μεταξύ €1000 και €2000), κ.ο.κ., έως το υψηλότερο κλιμάκιο εισοδήματος (με εισόδημα άνω των €900 χιλ.), στο οποίο το 34% των νοικοκυριών επιλέγει να επενδύσει σε ΑΠΕΛ. Στην περίπτωση των ΕΕΤ, λόγω της φύσης της επένδυσης υψηλότερου ρίσκου, γίνεται παραδοχή ότι νοικοκυριά έως ένα επίπεδο ετήσιου εισοδήματος (€45.000) δεν συμμετέχουν. Συνεπώς, το ποσοστό των νοικοκυριών που επενδύουν σε ΕΕΤ ξεκινάει από 0,5% για το κλιμάκιο εισοδήματος μεταξύ €45.000 και €50.000, έως και 18% για το υψηλότερο κλιμάκιο εισοδήματος (με εισόδημα άνω των €900 χιλ.). Με βάση τις παραδοχές αυτές, η συμμετοχή των νοικοκυριών αγγίζει περίπου τα 400 χιλ. ως προς τον ΑΠΕΛ και τις 4 χιλ. ως προς τα ΕΕΤ (Διάγραμμα 3.2)
- Κάθε νοικοκυριό που επιλέγει να επενδύσει σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ, τοποθετεί ένα σταθερό ποσοστό του συνολικού του φορολογητέου εισοδήματος, ανεξαρτήτως από το εισοδηματικό κλιμάκιο στο οποίο ανήκει. Στην περίπτωση του ΑΠΕΛ, το ποσοστό αυτό ορίζεται σε 10%, 5% και 2% στο υψηλό, μέτριο και χαμηλό σενάριο αντίστοιχα.

- Στην περίπτωση των ΕΕΤ, λόγω της φύσης της επένδυσης που ενέχει υψηλότερο ρίσκο, τα αντίστοιχα ποσοστά είναι 6%, 5% και 4% στα τρία σενάρια.
- Η έκπτωση φόρου υπόκειται σε πλαφόν, τόσο ως ποσοστό του φορολογητέου εισοδήματος όσο και ως απόλυτο μέγεθος. Στην περίπτωση του ΑΠΕΛ, το πλαφόν είναι 10% και €6.000, ενώ για τα ΕΕΤ είναι 10% και €15.000. Ενδεικτικά, το πλαφόν των €6.000 σε μείωση φόρου 15% για ιδιώτη επενδυτή που φορολογείται με οριακό συντελεστή 50% αντιστοιχεί σε επένδυση σε ΑΠΕΛ ύψους €40.000 και δηλωθέν εισόδημα τουλάχιστον €400,000. Αντίστοιχα, το πλαφόν των €15.000 σε μείωση φόρου 30% για ιδιώτη επενδυτή που φορολογείται με οριακό συντελεστή 50% αντιστοιχεί σε επένδυση σε ΕΕΤ ύψους €50.000 και δηλωθέν εισόδημα τουλάχιστον €500.000.
 - Προκειμένου να προαχθεί ο μακροχρόνιος ορίζοντας επενδύσεων των ιδιωτών προτείνεται το κίνητρο να κατοχυρώνεται μόνο υπό την προϋπόθεση ελάχιστου χρόνου διακράτησης της επένδυσης. Η διάρκειά της μπορεί να κυμαίνεται αντίστοιχα στα τρία σενάρια (μεγαλύτερη διάρκεια σε υψηλότερης έντασης κίνητρα) και τύπους επενδύσεων (μεγαλύτερη διάρκεια σε χαμηλότερου ρίσκου επένδυση) και κατ' ελάχιστο να περιλαμβάνει τα 3 έτη. Η πίστωση του κινήτρου μπορεί να γίνεται στο έτος της επένδυσης με μελλοντική επιβάρυνση σε περίπτωση πρόωρης ρευστοποίησης των κινητών αξιών, ενώ εναλλακτικά μπορεί η πίστωση να γίνεται σταδιακά και αναλογικά κάθε έτος ή ακόμα και στο σύνολό της κατά το έτος συμπλήρωσης του ελάχιστου χρόνου διακράτησης. Στην εμπειρική ανάλυση εξετάζεται η πρώτη περίπτωση προκειμένου να εκτιμηθεί εμπροσθοβαρώς το δημοσιονομικό κόστος.

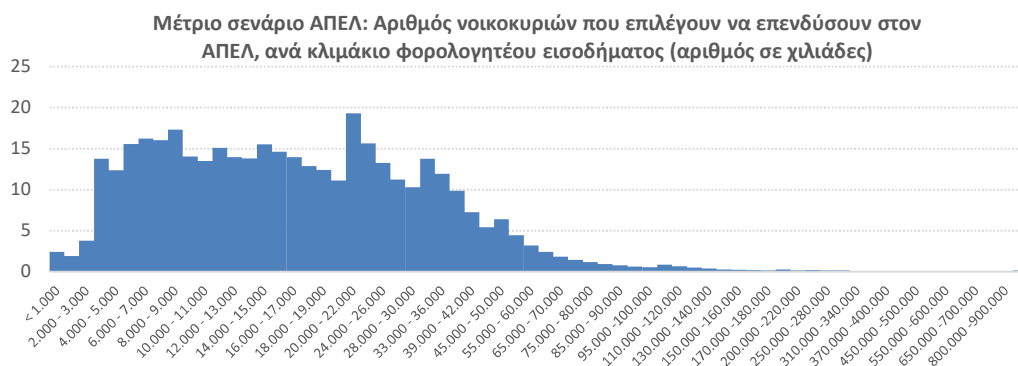
Πίνακας 3.1. Παράμετροι σεναρίων στο κίνητρο του ΑΠΕΛ

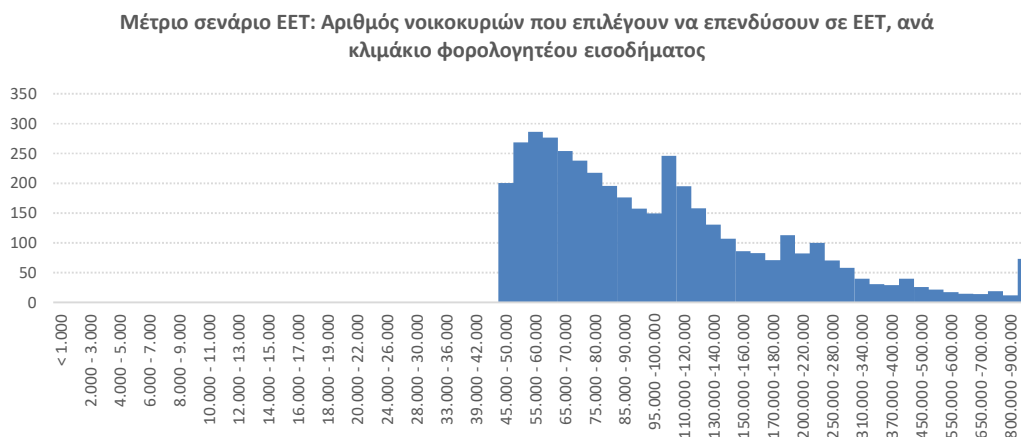
Υπόθεση	Σενάριο Βάσης	Υψηλό (κίνητρο)	Μέτριο (κίνητρο)	Χαμηλό (κίνητρο)
Ποσοστό νοικοκυριών που επιλέγουν να επενδύσουν στον ΑΠΕΛ, γραμμικά αυξανόμενο % ανά κλιμάκιο εισοδήματος	0%	1%-34%, συνολικά ~400 χιλ. νοικοκυριά	1%-34%, συνολικά ~400 χιλ. νοικοκυριά	1%-34%, συνολικά ~400 χιλ. νοικοκυριά
Ποσοστό εισοδήματος του νοικοκυριού που επιλέγεται να επενδυθεί στον ΑΠΕΛ, σταθερό % ανά κλιμάκιο εισοδήματος	0%	10%	5%	2%
Κίνητρο έκπτωσης φόρου	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Η έκπτωση φόρου ορίζεται ως % της επιλέξιμης επένδυσης		30%	15%	5%
Πλαφόν στην έκπτωση φόρου ως % του φορολογητέου εισοδήματος		10%	10%	10%
Πλαφόν στη μείωση φόρου ως απόλυτο μέγεθος		6.000	6.000	6.000
Χρονική εφαρμογή έκπτωσης φόρου, με μελλοντική επιβάρυνση σε περίπτωση διακράτησης μικρότερης από την ελάχιστη διάρκεια		Στο έτος επένδυσης	Στο έτος επένδυσης	Στο έτος επένδυσης

Πίνακας 3.2. Παράμετροι σεναρίων στο κίνητρο των ΕΕΤ

Υπόθεση	Σενάριο Βάσης	Υψηλό (κίνητρο)	Μέτριο (κίνητρο)	Χαμηλό (κίνητρο)
Ποσοστό νοικοκυριών που επιλέγουν να επενδύσουν σε ΕΕΤ, γραμμικά αυξανόμενο % ανά κλιμάκιο εισοδήματος άνω των €45χιλ.	0%	1%-18%, συνολικά ~4 χιλ. νοικοκυριά	1%-18%, συνολικά ~4 χιλ. νοικοκυριά	1%-18%, συνολικά ~4 χιλ. νοικοκυριά
Ποσοστό εισοδήματος του νοικοκυριού που επιλέγεται να επενδυθεί σε ΕΕΤ, σταθερό % ανά κλιμάκιο εισοδήματος	0%	6%	5%	4%
Κίνητρο έκπτωσης φόρου	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Η έκπτωση φόρου ορίζεται ως % της επιλέξιμης επένδυσης		50%	40%	30%
Πλαφόν στην έκπτωση φόρου ως % του φορολογητέου εισοδήματος		10%	10%	10%
Πλαφόν στη μείωση φόρου ως απόλυτο μέγεθος		15.000	15.000	15.000
Χρονική εφαρμογή έκπτωσης φόρου, με μελλοντική επιβάρυνση σε περίπτωση διακράτησης μικρότερης από την ελάχιστη διάρκεια		Στο έτος επένδυσης	Στο έτος επένδυσης	Στο έτος επένδυσης

Διάγραμμα 3.2. Αριθμός νοικοκυριών που επενδύουν σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ ανά εισοδηματικό κλιμάκιο, στο μέτριο σενάριο





Πηγή: ΑΑΔΕ φόρος εισοδήματος φυσικών προσώπων για το έτος 2018, Εκτιμήσεις IOBE

3.1.2 ΜΕΤΡΑ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ

Εξετάζονται τρία σενάρια πολιτικής κινήτρων για την ενίσχυση της προσφοράς επενδυτικών επιλογών με χρονικό ορίζοντα πενταετίας. Οι επενδυτικές επιλογές περιλαμβάνουν την άντληση κεφαλαίων μέσω της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς (ΑΔΠ), της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου (ΑΜΚ) καθώς και μέσω της έκδοσης νέων Εταιρικών Ομολόγων (ΕΟ). Όπως και στην περίπτωση της ζήτησης, τα σενάρια διαφοροποιούνται σε σχέση με τον βαθμό έντασης των κινήτρων, σε υψηλό, μέτριο και χαμηλό, ειδικά σε σχέση με την επιδότηση του κόστους παραμονής σε οργανωμένη αγορά (Διάγραμμα 3.3). Αντίστοιχα, στο σενάριο βάσης γίνεται η υπόθεση ότι δεν λαμβάνεται κανένα σχετικό μέτρο, οπότε και συνεχίζονται οι ΑΔΠ, ΑΜΚ και ΕΟ σύμφωνα με πρόσφατες ιστορικές τάσεις.

Διάγραμμα 3.3. Σενάρια έντασης κινήτρων στην πλευρά της προσφοράς

Βάσης	Υψηλό	Μέτριο	Χαμηλό
• Δεν λαμβάνονται μέτρα • Συνεχίζονται εκδόσεις ομολόγων, ΑΔΠ και ΑΜΚ σύμφωνα με ιστορικές τάσεις	• Εφαρμογή των ισχυρότερων κινήτρων επιδότησης παραμονής σε οργανωμένη αγορά • Ισχυρή αύξηση της δραστηριότητας σε ΑΔΠ και ΑΜΚ • Μεγαλύτερο άμεσο δημοσιονομικό κόστος	• Εφαρμογή μεσαίου μεγέθους κινήτρων επιδότησης παραμονής σε οργανωμένη αγορά • Μέτρια αύξηση της δραστηριότητας σε ΑΔΠ και ΑΜΚ • Μέτριο άμεσο δημοσιονομικό κόστος	• Εφαρμογή των μικρότερων κινήτρων επιδότησης παραμονής σε οργανωμένη αγορά • Μικρότερη αύξηση της δραστηριότητας σε ΑΔΠ και ΑΜΚ • Μικρότερο άμεσο δημοσιονομικό κόστος

Όπως παρουσιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, τα εξεταζόμενα κίνητρα στην προσφορά περιλαμβάνουν τέσσερις άξονες: (α) επιδότηση για την εισαγωγή μετοχών και ομολόγων σε οργανωμένη αγορά, (β) επιδότηση για την παραμονή σε οργανωμένη αγορά, (γ) κατάργηση του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου και (δ) κατάργηση του φόρου τοκομεριδίων εταιρικών ομολόγων.

Τα σενάρια στην πλευρά της προσφοράς βασίζονται σε παραδοχές σε μια σειρά από παραμέτρους (Πίνακας 3.3). Επιπλέον, σε κάθε ένα σενάριο γίνονται διαφορετικές υποθέσεις

αναφορικά με τον αριθμό των εταιρειών που επωφελούνται από τα παρεχόμενα κίνητρα και προβαίνουν σε άντληση κεφαλαίων. Στο σενάριο βάσης, εκτιμάται με ιστορικά στοιχεία ότι στο σύνολο μιας πενταετίας θα καταγράφονταν 10 νέες ΑΔΠ, με μέσο ποσό έκδοσης €3,6 εκατ. Αντίστοιχα από ΑΜΚ, εκτιμώνται συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ύψους €2,02 δισεκ. στην πενταετία, ενώ σε σχέση με ΕΟ, αναμένονται περίπου 15 εταιρικά ομόλογα σε διαπραγμάτευση στο τέλος της πενταετίας.

Πίνακας 3.3. Παράμετροι σεναρίων στα κίνητρα της προσφοράς

Παράμετρος	Σενάριο Βάσης	Υψηλό (κίνητρο)	Μέτριο (κίνητρο)	Χαμηλό (κίνητρο)
Ετήσια επιδότηση κόστους παραμονής στο ΧΑ		€120 χιλ.	€100 χιλ.	€80 χιλ.
Αριθμός νέων ΑΔΠ, σύνολο πενταετίας	10	90	63	48
Αντληθέντα κεφάλαια σε επιδοτούμενα ΑΔΠ, ως % της μέσης κεφαλαιοποίησης	-	10%	10%	10%
Μέσο ποσό έκδοσης	€3,6 εκατ.	€4,69 εκατ.	€4,56 εκατ.	€4,38 εκατ.
Αριθμός υφιστάμενων εισηγμένων ΜμΕ που υπάγονται στο καθεστώς στήριξης	-	80	80	80
Ποσοστό εισηγμένων στο καθεστώς στήριξης που προβαίνουν σε ΑΜΚ ετησίως	-	10%	10%	10%
Μέση κεφαλαιοποίηση υφιστάμενων ΜμΕ στο καθεστώς στήριξης	-	€50 εκατ.	€50 εκατ.	€50 εκατ.
ΑΜΚ υφιστάμενων ΜμΕ ως % της μέσης κεφαλαιοποίησης	-	10%	10%	10%
Αντληθέντα κεφάλαια από ΑΜΚ στην πρώτη πενταετία	€2,02 δισεκ.	€2,30 δισεκ.	€2,25 δισεκ.	€2,24 δισεκ.
Αριθμός εταιρικών ομολόγων στο τέλος της πενταετίας	15	55 (40 επιδοτούμενα)	55 (40 επιδοτούμενα)	55 (40 επιδοτούμενα)
Μέση διάρκεια των εταιρικών ομολόγων (έτη)	5	5	5	5
Ελαστικότητα της φορολογητέας αξίας πώλησης μετοχών ως προς νέες εκδόσεις (ΑΜΚ+ΑΔΠ)	-	0,12	0,12	0,12

Στα σενάρια των κινήτρων, οι βασικές παράμετροι έχουν ως εξής:

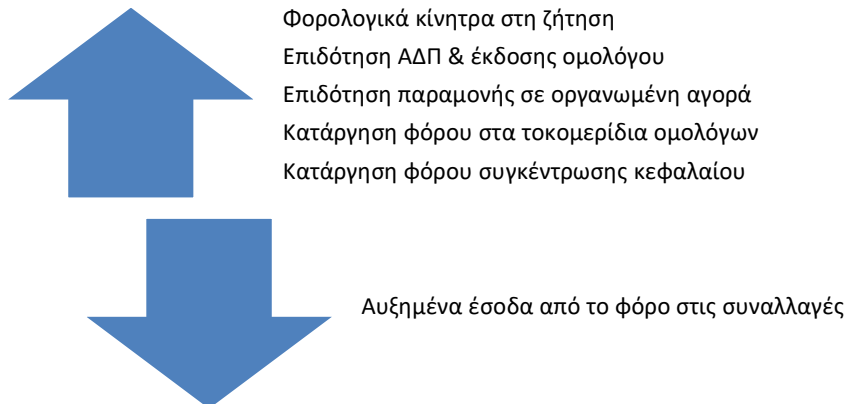
- Η ετήσια επιδότηση εξόδων παραμονής στο Χρηματιστήριο ανέρχεται στο υψηλό σενάριο στις €120 χιλ. ανά εταιρεία, στις €100 χιλ. στο μέτριο σενάριο και στις €80 χιλ. στο χαμηλό σενάριο. Το διαφορετικό ύψος της επιδότησης επηρεάζει τόσο τον αριθμό των νέων ΑΔΠ (90, 63 και 48 στην πενταετία στα τρία σενάρια) όσο και το συνολικό ύψος των ΑΜΚ στην πενταετία (από €2,24 δισεκ. έως €2,30 δισεκ.).
- Το ύψος της επιδότησης ανά ΑΔΠ ανέρχεται στα €600 χιλ. Τα κεφάλαια μέσω ΑΔΠ που θα αντληθούν από τις εταιρείες, κάθε έτος της υπό εξέταση περιόδου, ανέρχονται στο 10% της κεφαλαιοποίησής τους. Θεωρούνται πέντε κατηγορίες μικρομεσαίων επιχειρήσεων με κριτήριο το ύψος της κεφαλαιοποίησης, €10 εκατ., €30 εκατ., €50 εκατ., €70 εκατ. και €100 εκατ.

- Το 10% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, με κεφαλαιοποίηση έως και €100 εκατ., που παραμένουν στο Χρηματιστήριο προβαίνουν σε ΑΜΚ κάθε έτος που διαρκούν τα κίνητρα. Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην οποία προβαίνουν ανέρχεται στο 10% της μέσης κεφαλαιοποίησής τους. Η μέση κεφαλαιοποίησή των μικρομεσαίων εταιρειών σε καθεστώς στήριξης υποτίθεται σε €50 εκατ.
- Εκτός από την κατάργηση του φόρου τοκομεριδίων στα εταιρικά ομόλογα, η επιδότηση των εξόδων έκδοσης εταιρικών ομολόγων ανέρχεται στα €150 χιλ. ανά έκδοση. Αυτό εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε περίπου 55 εταιρικά ομόλογα σε διαπραγμάτευση στο τέλος της πενταετίας, εκ των οποίων τα 40 επιδοτούμενα, μέσης διάρκειας 5 ετών.
- Εκτιμάται ελαστικότητα της φορολογητέας αξίας από την πώληση μετοχών ως προς τις νέες εκδόσεις ίση με 0,12, η οποία επηρεάζει την εκτίμηση του δημοσιονομικού οφέλους από την εφαρμογή των κινήτρων (ενότητα 3.2.2).

3.2 Άμεσες δημοσιονομικές επιδράσεις

Στην ενότητα αυτή εκτιμάται αφενός το άμεσο δημοσιονομικό κόστος που προκύπτει από την εφαρμογή των φορολογικών κινήτρων στη ζήτηση, αλλά και των τεσσάρων κινήτρων στην πλευρά της προσφοράς (Διάγραμμα 3.4). Ταυτόχρονα, εκτιμάται το άμεσο δημοσιονομικό όφελος που προκύπτει από τα έσοδα από τον φόρο στις αυξημένες συναλλαγές. Η ανάλυση επικεντρώνεται σε εφαρμογή των κινήτρων σε χρονικό ορίζοντα 5-ετίας, δηλαδή 2021-2025.

Διάγραμμα 3.4. Παράγοντες που επηρεάζουν το άμεσο δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής των κινήτρων



3.2.1 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΜΕΤΡΩΝ ΖΗΤΗΣΗΣ

Για τον υπολογισμό του άμεσου δημοσιονομικού κόστους εφαρμογής των φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ, γίνεται υπόθεση ότι όλα τα νοικοκυριά διακρατούν τις επενδύσεις τους μακροπρόθεσμα και δεν υπάρχουν φορολογικά έσοδα λόγω πρόωρης εξαργύρωσης. Επίσης, δεν λαμβάνονται υπόψη έμμεσα δευτερογενή δημοσιονομικά οφέλη.

Το εκτιμώμενο άμεσο δημοσιονομικό κόστος εξαρτάται από το μέγεθος του φορολογικού κινήτρου και από τον βαθμό απόκρισης των νοικοκυριών σε αυτό. Στη βάση των εξεταζόμενων κινήτρων και σεναρίων, το ετήσιο δημοσιονομικό κόστος κυμαίνεται μεταξύ

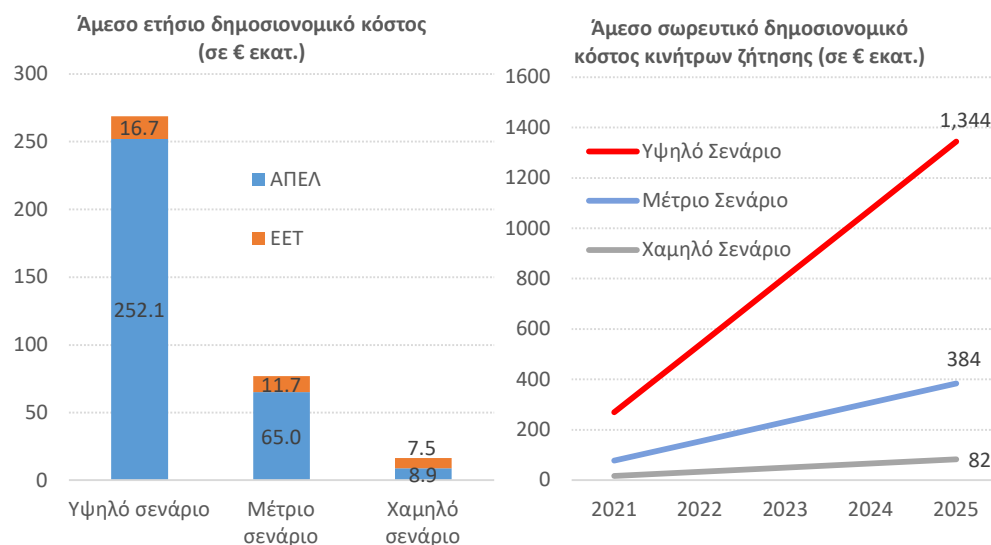
€16,4 εκατ. στην περίπτωση του Χαμηλού σεναρίου, εκ των οποίων τα €8,9 εκατ. για τον ΑΠΕΛ, και €268,8 εκατ. στην περίπτωση του Υψηλού σεναρίου, εκ των οποίων τα €252,1 εκατ. για τον ΑΠΕΛ (Πίνακας 3.4, Διάγραμμα 3.5). Σωρευτικά στην πενταετία, το δημοσιονομικό κόστος των κινήτρων ζήτησης κυμαίνεται μεταξύ €1,3 δισεκ. στο Υψηλό σενάριο και €82 εκατ. στο Χαμηλό. Αντίστοιχα, οι εκτιμώμενες νέες επενδύσεις σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ και τα προσδοκώμενα οφέλη στο μέτωπο της πραγματικής οικονομίας αναμένονται να είναι αναλόγως μεγαλύτερα στο Υψηλό σενάριο, όπως θα δειχθεί στην επόμενη ενότητα.

Πίνακας 3.4. Δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής κινήτρων στη ζήτηση (σε € εκατ.)

	Υψηλό (κίνητρο)			Μέτριο (κίνητρο)			Χαμηλό (κίνητρο)		
Έτος	ΑΠΕΛ	ΕΕΤ	Σύνολο	ΑΠΕΛ	ΕΕΤ	Σύνολο	ΑΠΕΛ	ΕΕΤ	Σύνολο
1ο	252,1	16,7	268,8	65	11,7	76,7	8,9	7,5	16,4
2ο	252,1	16,7	268,8	65	11,7	76,7	8,9	7,5	16,4
3ο	252,1	16,7	268,8	65	11,7	76,7	8,9	7,5	16,4
4ο	252,1	16,7	268,8	65	11,7	76,7	8,9	7,5	16,4
5ο	252,1	16,7	268,8	65	11,7	76,7	8,9	7,5	16,4
Σύνολο	1.261	83	1.344	325	59	384	45	38	82

Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Διάγραμμα 3.5. Άμεσο ετήσιο και σωρευτικό δημοσιονομικό κόστος κινήτρων ζήτησης

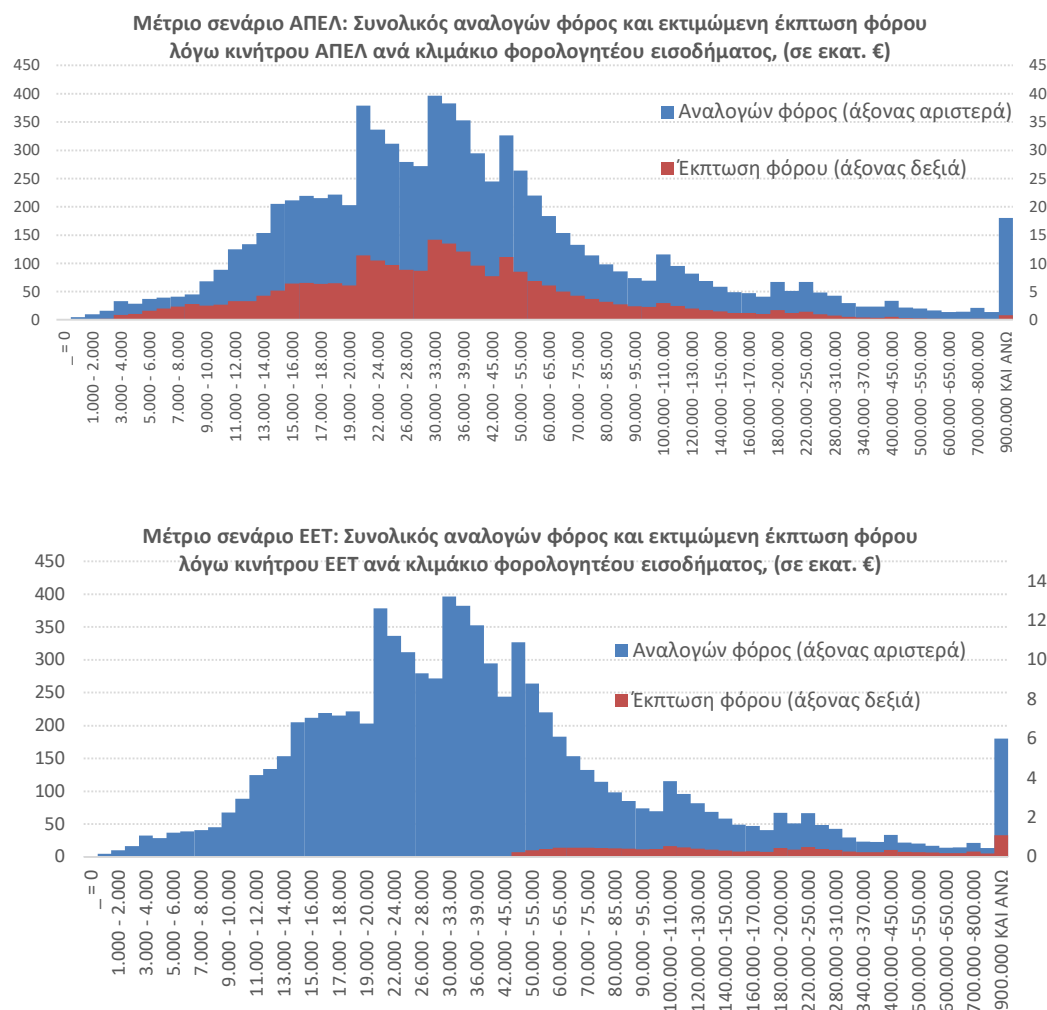


Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Η άσκηση εκτίμησης του δημοσιονομικού κόστους των κινήτρων στη βάση των παραμέτρων κάθε σεναρίου λαμβάνει επίσης υπόψη την κατανομή του φορολογητέου εισοδήματος και αναλογούντος φόρου που κλήθηκαν να πληρώσουν τα ελληνικά νοικοκυριά για το 2018, το πλέον πρόσφατο έτος για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία από την ΑΑΔΕ. Ενδεικτικά για το μέτριο σενάριο, φαίνεται ότι η εκτιμώμενη έκπτωση φόρου για τον ΑΠΕΛ αφορά μεγαλύτερο εύρος νοικοκυριών και συνολικό κόστος, ενώ η έκπτωση φόρου για τα ΕΕΤ

αφορά κυρίως νοικοκυριά υψηλών εισοδηματικών κλιμακίων και είναι συνολικά πιο περιορισμένης κλίμακας για τον προϋπολογισμό (Διάγραμμα 3.6).

Διάγραμμα 3.6. Αναλογών φόρος και έκπτωση φόρου ανά εισοδηματικό κλιμάκιο νοικοκυριού λόγω κινήτρων σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ, στο μέτριο σενάριο



Πηγή: ΑΑΔΕ, Φόρος εισοδήματος φυσικών προσώπων για το έτος 2018, εκτιμήσεις IOBE

3.2.2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΜΕΤΡΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Το εκτιμώμενο άμεσο δημοσιονομικό κόστος από την εφαρμογή των κινήτρων στο σκέλος της προσφοράς εξαρτάται από το μέγεθος του φορολογικού κινήτρου, ανάλογα με το σενάριο, και από τον βαθμό απόκρισης των επιχειρήσεων σε αυτό. Σημειώνεται ότι τα φορολογικά έσοδα που δεν εισπράττονται λόγω των φορολογικών κινήτρων και που αντιστοιχούν σε δραστηριότητα που εκτιμάται πως δεν θα υπήρχε χωρίς τα κίνητρα (από το σενάριο βάσης), δεν αποτελεί μέρος του δημοσιονομικού κόστους.

Η άσκηση εκτίμησης του δημοσιονομικού κόστους των κινήτρων στη βάση των παραμέτρων κάθε σεναρίου λαμβάνει επίσης υπόψη της ιστορικά στοιχεία της κεφαλαιαγοράς, καθώς και ποιοτικά στοιχεία που προέκυψαν από συνεντεύξεις με στελέχη του Χρηματιστηρίου Αξιών

Αθηνών και επιχειρήσεων. Εκτιμήσεις για το δημοσιονομικό κόστος της επιδότησης των ΑΔΠ (€600 χιλ. ανά πράξη), της επιδότησης του κόστους παραμονής (€100 χιλ. ανά εταιρεία, ανά έτος), της επιδότησης έκδοσης μετοχών και ομολόγων (επιδότηση εξόδων, ύψους €150 χιλ. ανά έκδοση) παρουσιάζονται μέσα από αναλυτικούς πίνακες, ανά σενάριο, στο Παράρτημα 7.1.

Για την εκτίμηση του κόστους από την κατάργηση του φόρου τοκομεριδίων στα εταιρικά ομόλογα, με βάση τα ιστορικά στοιχεία, γίνεται η παραδοχή ότι το ύψος του παρακρατηθέντος φόρου εταιρικών ομολόγων την περίοδο 2021-2025 θα διαμορφωνόταν στο 0,40% επί του υπολοίπου των εταιρικών ομολόγων, που περιλαμβάνονται στο σενάριο βάσης. Το εκτιμώμενο ετήσιο κόστος κυμαίνεται την περίοδο 2021-2025 από €8,8 εκατ. μέχρι €11,1 εκατ.

Για την εκτίμηση του δημοσιονομικού κόστους από την κατάργηση του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου (ΦΣΚ), σε σχέση με το σκέλος του μέτρου που αφορά την άντληση κεφαλαίων σε οργανωμένη αγορά, υπολογίζεται η σχετική απώλεια εσόδων μόνο από πράξεις μέσω οργανωμένης αγοράς. Με βάση τα ιστορικά στοιχεία, στο σενάριο βάσης υποτίθεται ότι κάθε ένα από τα επόμενα πέντε έτη (2021-2025) οι ΑΜΚ θα ανέρχονται σε €404,1 εκατ. για το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών και η αξία των ΑΔΠ σε €7,2 εκατ. Επομένως, η συνολική αξία στην οποία επιβάλλεται ο ΦΣΚ (1%) θα είναι €411,3 εκατ. ετησίως, που αντιστοιχεί σε φορολογικά έσοδα €4,1 εκατ. ετησίως ή €20,56 εκατ. συνολικά στην πενταετία. Στα σενάρια κινήτρων, όπου ο ΦΣΚ καταργείται, το αντίστοιχο δημοσιονομικό κόστος του κινήτρου είναι €4,1 εκατ. ετησίως ή €20,56 εκατ. σωρευτικά στην πενταετία 2021-2025.

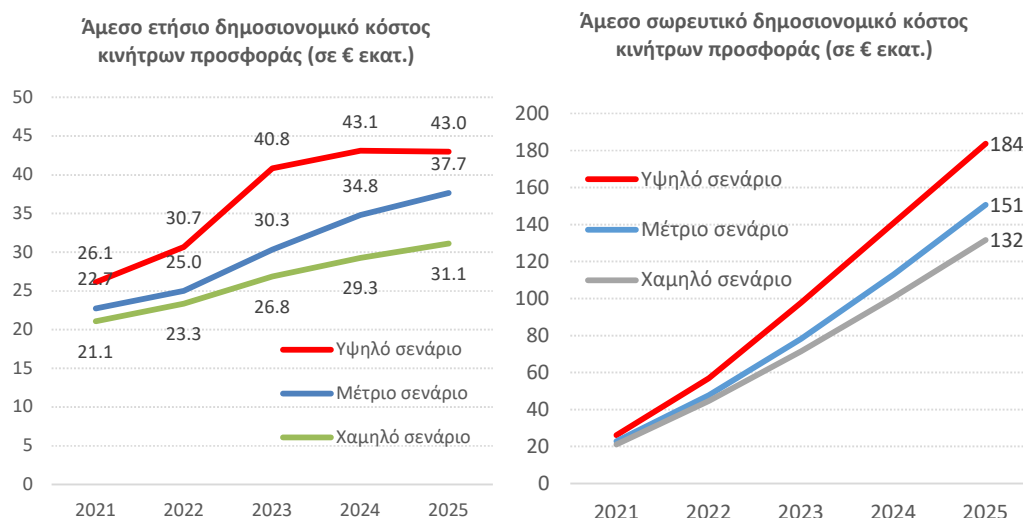
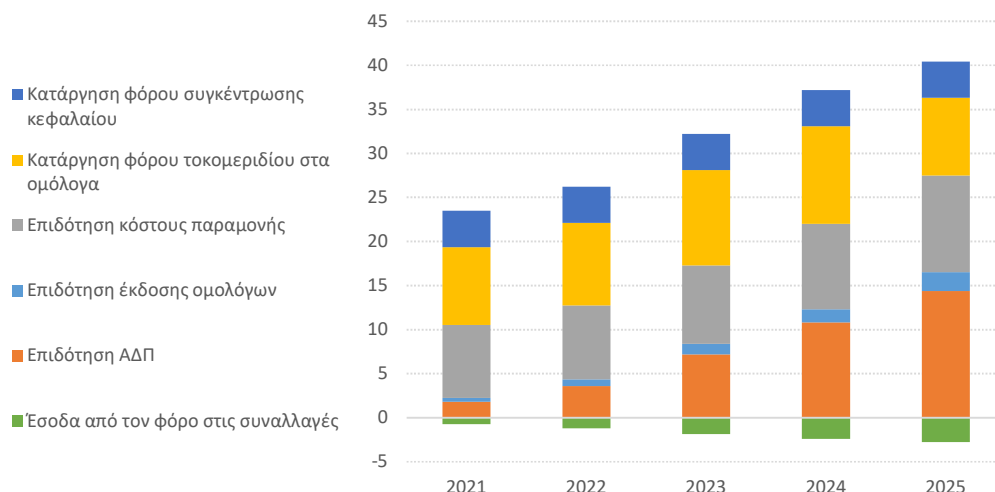
Στη βάση των εξεταζόμενων κινήτρων και σεναρίων, το ετήσιο δημοσιονομικό κόστος κυμαίνεται μεταξύ €21,1 και €31,1 εκατ. στην περίπτωση του Χαμηλού σεναρίου, εκ των οποίων η μεγαλύτερη συνιστώσα είναι η κατάργηση του φόρου τοκομεριδίων στα ομόλογα, και μεταξύ €26,1 και €43,1 εκατ. στην περίπτωση του Υψηλού σεναρίου, εκ των οποίων η μεγαλύτερη συνιστώσα είναι η επιδότηση του κόστους παραμονής (Πίνακας 3.5, Διάγραμμα 3.7). Σωρευτικά στην πενταετία, το δημοσιονομικό κόστος των κινήτρων ζήτησης κυμαίνεται μεταξύ €183,7 εκατ. στο Υψηλό σενάριο και €131,6 εκατ. στο Χαμηλό. Αντίστοιχα, οι εκτιμώμενες νέες αντλήσεις κεφαλαίων μέσω ΑΔΠ, ΑΜΚ και ΕΟ και τα προσδοκώμενα οφέλη στο μέτωπο της πραγματικής οικονομίας αναμένονται να είναι αναλόγως μεγαλύτερα στο Υψηλό σενάριο, όπως θα δειχθεί στην επόμενη ενότητα.

Πίνακας 3.5. Δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής κινήτρων στην προσφορά (σε € εκατ.)

Υψηλό (κίνητρο)							
Έτος	Επιδότηση ΑΔΠ	Επιδότηση έκδοσης ομολόγων	Επιδότηση κόστους παραμονής	Κατάργηση φόρου τοκομεριδίου στα ομόλογα	Κατάργηση φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου	Έσοδα από τον φόρο στις συναλλαγές	Σύνολο
1ο	3,6	0,45	10,3	8,8	4,1	-1,2	26,1
2ο	7,2	0,75	11,2	9,4	4,1	-1,9	30,7
3ο	14,4	1,20	13,2	10,8	4,1	-2,9	40,8
4ο	14,4	1,50	14,9	11,1	4,1	-2,9	43,1
5ο	14,4	2,10	16,4	8,8	4,1	-2,9	43,0
Σύνολο	54,0	6,0	66,0	48,9	20,6	-11,8	183,7

Μέτριο (κίνητρο)							
Έτος	Επιδότηση ΑΔΠ	Επιδότηση έκδοσης ομολόγων	Επιδότηση κόστους παραμονής	Κατάργηση φόρου τοκομεριδίου στα ομόλογα	Κατάργηση φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου	Έσοδα από τον φόρο στις συναλλαγές	Σύνολο
1ο	1,8	0,45	8,3	8,8	4,1	-0,7	22,7
2ο	3,6	0,75	8,4	9,4	4,1	-1,2	25,0
3ο	7,2	1,20	8,9	10,8	4,1	-1,9	30,3
4ο	10,8	1,50	9,7	11,1	4,1	-2,4	34,8
5ο	14,4	2,10	11,0	8,8	4,1	-2,8	37,7
Σύνολο	37,8	6,0	46,3	48,9	20,6	-9,0	150,5

Χαμηλό (κίνητρο)							
Έτος	Επιδότηση ΑΔΠ	Επιδότηση έκδοσης ομολόγων	Επιδότηση κόστους παραμονής	Κατάργηση φόρου τοκομεριδίου στα ομόλογα	Κατάργηση φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου	Έσοδα από τον φόρο στις συναλλαγές	Σύνολο
1ο	1,8	0,45	6,6	8,8	4,1	-0,7	21,1
2ο	3,6	0,75	6,7	9,4	4,1	-1,2	23,3
3ο	5,4	1,20	6,9	10,8	4,1	-1,5	26,8
4ο	7,2	1,50	7,0	11,1	4,1	-1,7	29,3
5ο	10,8	2,10	7,6	8,8	4,1	-2,3	31,1
Σύνολο	28,8	6,0	34,9	48,9	20,6	-7,5	131,6

Διάγραμμα 3.7. Άμεσο ετήσιο και σωρευτικό δημοσιονομικό κόστος κινήτρων προσφοράς**Διάγραμμα 3.8. Άμεσο ετήσιο δημοσιονομικό κόστος κινήτρων στην πλευρά της προσφοράς, ανά κίνητρο στο Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)**

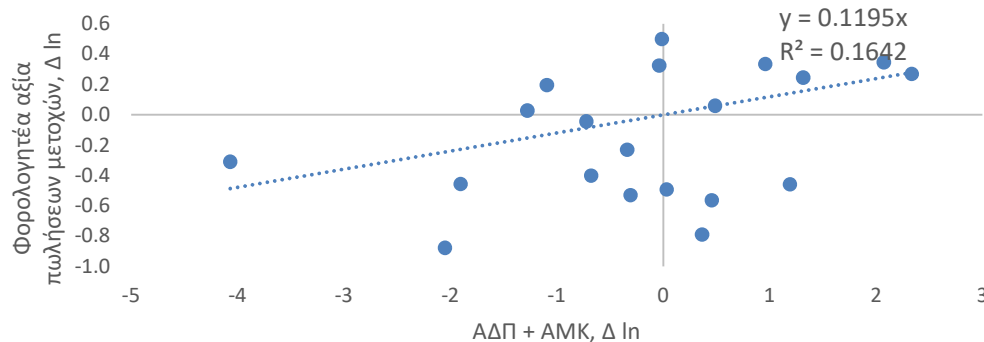
3.2.3 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ ΑΠΟ ΑΥΞΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Τα κίνητρα σε αμφότερες τις πλευρές ζήτησης και προσφοράς αναμένεται πως θα δημιουργήσουν άμεσα δημοσιονομικά οφέλη μέσα από την αύξηση του αριθμού των εισηγμένων εταιρειών και του όγκου συναλλαγών, με συνέπεια την αύξηση των δημοσίων εσόδων από τον φόρο συναλλαγών ή φόρο αξίας επί των πωλήσεων (0,2%).

Στο σενάριο βάσης, για τον υπολογισμό των δημοσιονομικών εσόδων από τον φόρο συναλλαγών, χρησιμοποιείται ο μέσος όρος της ετήσιας φορολογητέας αξίας πωλήσεων μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο από το 2011 έως το 2020 (περίπου €8,2 δισεκ.). Στο σενάριο βάσης, υποτίθεται ότι η μέση ετήσια φορολογητέα αξία πωλήσεων των μετοχών θα συνεχίσει να κινείται στα επίπεδα των €8,2 δισεκ. την περίοδο 2021-2025. Σε αυτή την περίπτωση, τα ετήσια φορολογικά έσοδα από τον φόρο συναλλαγών θα είναι €16,4 εκατ.

Στα σενάρια κινήτρων, αναμένεται ότι η φορολογητέα αξία πωλήσεων των μετοχών θα αυξηθεί. Οι ΑΜΚ, ΑΔΠ και οι αυξήσεις στον αριθμό των ομολόγων θα οδηγήσουν σε αύξηση της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας και συνακόλουθα της συνολικής αξίας πωλήσεων κινητών αξιών. Η συνολική αξία των ΑΔΠ και ΑΜΚ φαίνεται ότι σχετίζεται θετικά ιστορικά με τη φορολογητέα αξία πωλήσεων μετοχών. Ο συντελεστής ανέρχεται σε 0.1195 (Διάγραμμα 4.19).

Διάγραμμα 4.19: Συσχέτιση της φορολογητέας αξίας πωλήσεων μετοχών με την συνολική αξία ΑΔΠ και ΑΜΚ (2000-2020)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Σημείωση: Τα αποτελέσματα αφορούν γραμμική παλινδρόμηση της φορολογητέας αξίας πωλήσεων μετοχών στην συνολική αξία ΑΔΠ και ΑΜΚ. Χρησιμοποιούνται οι διαφορές των λογαρίθμων ως μεταβλητές της παλινδρόμησης. Γίνεται χρήση των ιστορικών δεδομένων από το 2000 έως το 2020.

Από την εφαρμογή των σεναρίων κινήτρων αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά στη διάρκεια της πενταετίας, η αξία των ΑΔΠ και ΑΜΚ. Προκειμένου να εκτιμηθεί η επίδραση αυτής της αύξησης στην φορολογητέα αξία πωλήσεων μετοχών, χρησιμοποιείται αυτή η ιστορική ελαστικότητα. Έτσι, πολλαπλασιάζοντας τις προβλεπόμενες αυξήσεις της συνολικής αξίας ΑΔΠ και ΑΜΚ της επόμενης πενταετίας με αυτό τον συντελεστή εκτιμώνται οι αυξήσεις στην φορολογητέα αξία πωλήσεων των μετοχών. Στη συνέχεια, πολλαπλασιάζοντας την εκτιμώμενη φορολογητέα αξία πωλήσεων σε κάθε σενάριο με τον συντελεστή φορολογίας (0,2%), υπολογίζεται το φορολογικό όφελος από την αύξηση των πωλήσεων μετοχών σε κάθε σενάριο. Για το καθαρό φορολογικό όφελος από την εφαρμογή των κινήτρων, υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ των φορολογικών εσόδων στο κάθε σενάριο κινήτρων από το σενάριο βάσης. Το συνολικό όφελος εκτιμάται ότι κυμαίνεται περίπου μεταξύ €11,74 εκατ. (Υψηλό σενάριο) και €7,46 εκατ. (Χαμηλό σενάριο).

Πίνακας 4.1: Εκτιμώμενο δημοσιονομικό όφελος από υψηλότερη αξία πωλήσεων μετοχών, ανά σενάριο κινήτρων (σε € εκατ.)

Υψηλό σενάριο	Φορολογητέα Αξία Πωλήσεων Μετοχών	Φορολογικά έσοδα	Καθαρό όφελος
2021	8,80	17,60	1,18
2022	9,17	18,34	1,92
2023	9,65	19,29	2,87
2024	9,65	19,30	2,88
2025	9,66	19,31	2,89
Σύνολο			11,74

Μέτριο σενάριο	Φορολογητέα Αξία Πωλήσεων Μετοχών	Φορολογικά έσοδα	Καθαρό όφελος
2021	8,58	17,16	0,73
2022	8,81	17,62	1,20
2023	9,15	18,29	1,87
2024	9,41	18,82	2,40
2025	9,60	19,19	2,77
Σύνολο			8,97

Χαμηλό σενάριο	Φορολογητέα Αξία Πωλήσεων Μετοχών	Φορολογικά έσοδα	Καθαρό όφελος
2021	8,58	17,16	0,73
2022	8,81	17,62	1,20
2023	8,98	17,97	1,55
2024	9,05	18,09	1,67
2025	9,37	18,73	2,31
Σύνολο			7,46

Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

3.3 Άμεσες επιδράσεις σε αντληθέντα κεφάλαια

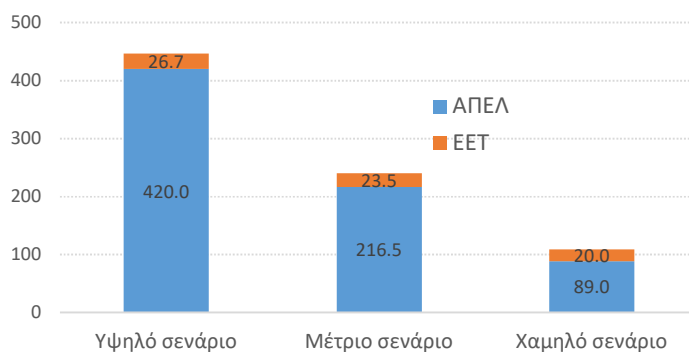
3.3.1 ΜΕΤΡΑ ΣΤΗ ΖΗΤΗΣΗ

Προκειμένου να εκτιμηθούν οι καθαρές νέες επενδύσεις που προκύπτουν από τα κίνητρα στη ζήτηση, γίνονται δύο επιπλέον παραδοχές:

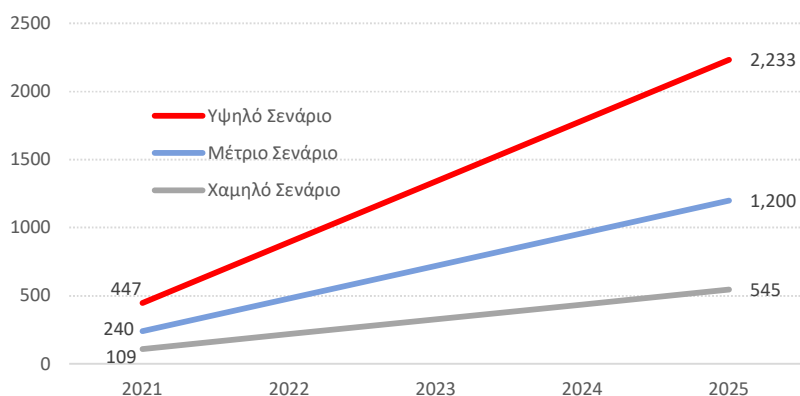
- Ένα ποσοστό των νέων τοποθετήσεων σε ΑΠΕΛ και ΕΕΤ είτε επενδύεται σε κινητές αξίες του εξωτερικού είτε αποτελεί ανακατανομή από άλλες εγχώριες επενδυτικές τοποθετήσεις και συνεπώς δεν αυξάνει τις καθαρές εγχώριες νέες επενδύσεις. Το ποσοστό αυτό υποτίθεται ίσο με 70% στην περίπτωση του ΑΠΕΛ και 40% για τα ΕΕΤ.
- Προκαλούνται νέες ξένες επενδύσεις στην εγχώρια κεφαλαιαγορά λόγω αύξησης της ρευστότητας, κατά 20% επί των νέων εγχώριων τοποθετήσεων.

Σύμφωνα με τις παραδοχές αυτές, από την εφαρμογή των κινήτρων στη ζήτηση προκύπτει άμεση ετήσια αύξηση των καθαρών νέων επενδύσεων που αποδίδεται στον ΑΠΕΛ και τα ΕΕΤ αντίστοιχα. Συγκεκριμένα, στον ΑΠΕΛ αναμένεται αύξηση κατά €89,0 εκατ., €216,5 εκατ. και €420,0 εκατ. στο χαμηλό, μέτριο και υψηλό σενάριο, ενώ στα ΕΕΤ η επίδραση είναι αρκετά μικρότερη περί τα €20,0 εκατ., €23,5 εκατ. και €26,7 εκατ. στα τρία σενάρια (Διάγραμμα 3.9). Σωρευτικά στην πενταετία, αναμένεται αύξηση των καθαρών νέων επενδύσεων κατά περίπου €545 εκατ., €1,2 δισεκ. και €2,2 δισεκ. στα τρία σενάρια (Διάγραμμα 3.10). Όπως τονίστηκε και στο Κεφάλαιο 2, πέρα από το ποσοτικό μέγεθος της επίδρασης, υπάρχει μια σημαντική ποιοτική και διαρθρωτική επίδραση, η σταδιακή ενίσχυση της «αποταμιευτικής κουλτούρας» και του μακροχρόνιου ορίζοντα επενδύσεων των νοικοκυριών.

Διάγραμμα 3.9. Άμεση ετήσια επίδραση σε νέα κεφάλαια από τα κίνητρα στην πλευρά της ζήτησης (σε € εκατ.)



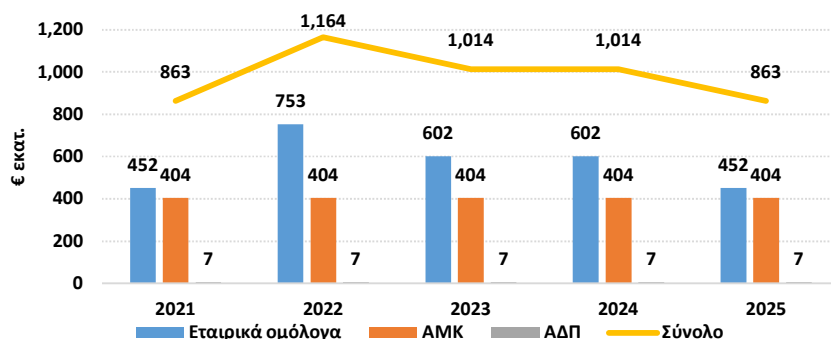
Διάγραμμα 3.10. Σωρευτικά νέα κεφάλαια από τα κίνητρα στην πλευρά της ζήτησης (σε € εκατ.)



3.3.2 ΜΕΤΡΑ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ

Σε κάθε σενάριο, τα κεφάλαια που εκτιμάται ότι θα αντλούνταν μέσω ΑΔΠ, ΑΜΚ ή έκδοση ομολόγων χωρίς τα κίνητρα (σενάριο βάσης) δεν αποτελούν μέρος της εκτιμώμενης άμεσης επίδρασης των κινήτρων. Στο σενάριο βάσης, στηριζόμενοι σε ιστορικά στοιχεία, το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων από έκδοση νέων εταιρικών ομολόγων, ΑΜΚ και ΑΔΠ εκτιμάται ότι θα ανέλθει την περίοδο 2021-2025 στα €4,92 δισεκ. (Διάγραμμα 3.11). Το μεγαλύτερο μερίδιο αυτών αφορά εταιρικά ομόλογα (58,2% ή €2,86 δισεκ.) και έπονται οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (41,1% ή €2,02 δισεκ.), ενώ πολύ χαμηλό είναι το μερίδιο των ποσών που θα αντληθούν από αρχικές δημόσιες προσφορές (0,7% ή €36,0 εκατ.).

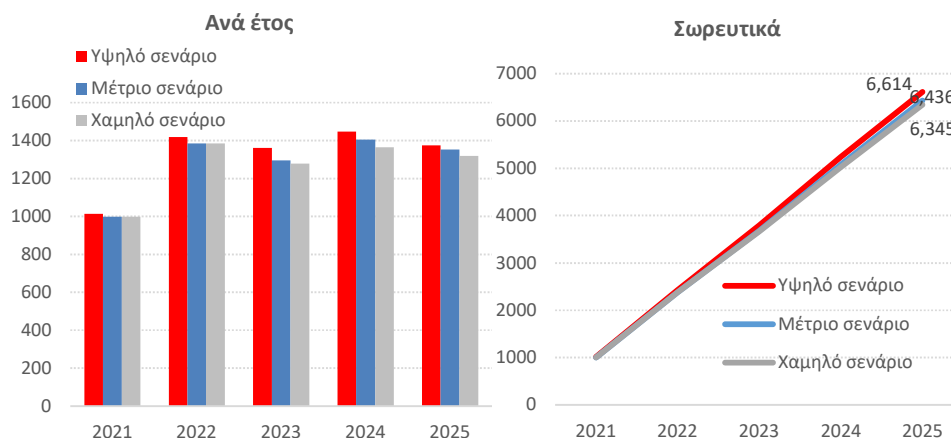
Διάγραμμα 3.11: Εξέλιξη συνολικού ποσού αντληθέντων κεφαλαίων, στο σενάριο βάσης (2021-2025)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων στα σενάρια εφαρμογής κινήτρων προσφοράς είναι το άθροισμα των αντληθέντων κεφαλαίων στο σενάριο βάσης (χωρίς μέτρα) συν τα νέα αντληθέντα κεφάλαια από εκδόσεις εταιρικών ομολόγων, AMK και ΑΔΠ που θα προκύψουν από την παροχή των κινήτρων. Αυτά κυμαίνονται σε ετήσια ποσά μεταξύ €1,0 δισεκ. και €1,4 δισεκ. ανάλογα το σενάριο (Διάγραμμα 3.12). Σωρευτικά στην πενταετία, αναμένεται άντληση συνολικών κεφαλαίων μεταξύ €6,3 δισεκ. και €6,6 δισεκ., ανά σενάριο εφαρμογής των κινήτρων.

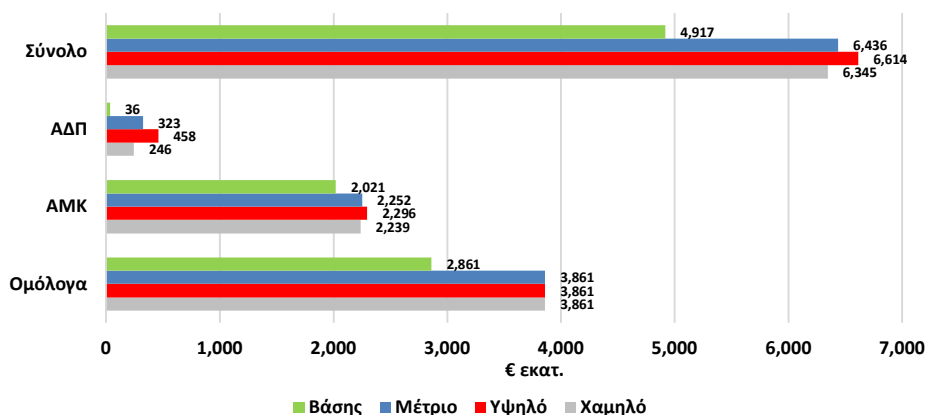
Διάγραμμα 3.12. Συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, στην πλευρά της προσφοράς (σε € εκατ.)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Ως προς τις κατηγορίες επενδύσεων, σε όλα τα σενάρια με μέτρα, όπως και στο βασικό, τα περισσότερα κεφάλαια αντλούνται μέσω της έκδοσης εταιρικών ομολόγων – €3,86 δισεκ. σωρευτικά στην πενταετία σε κάθε ένα από τα εναλλακτικά σενάρια (Διάγραμμα 3.13). Ακολουθούν τα κεφάλαια που αντλούνται μέσω AMK (συνολικό ποσό €2,24 δισεκ. στο χαμηλό, €2,25 δισεκ. στο μέτριο και €2,30 δισεκ. στο υψηλό σενάριο). Ωστόσο, η μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση σε όλα τα σενάρια με μέτρα (+9 φορές στο μέτριο σενάριο, +13 φορές στο υψηλό, +7 φορές στο χαμηλό) παρατηρείται στα κεφάλαια που αντλούνται μέσω ΑΔΠ, με συνολικό ποσό €246,0 εκατ. στο χαμηλό, €323,0 εκατ. στο μέτριο και €458,0 εκατ. στο υψηλό σενάριο.

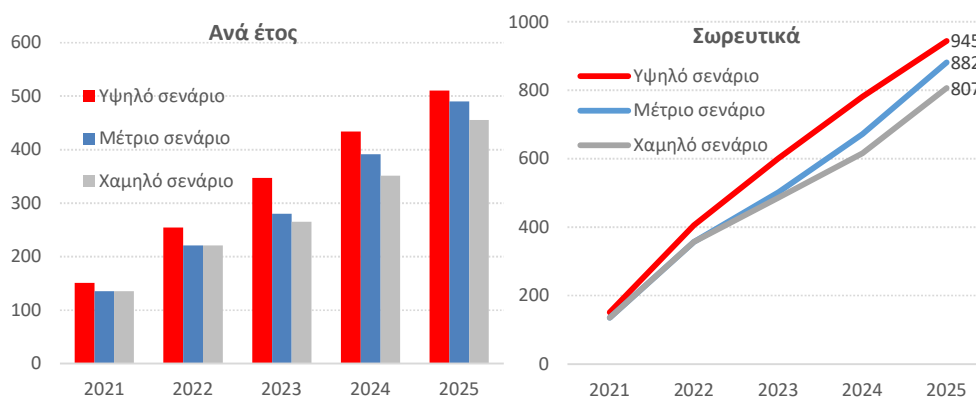
Διάγραμμα 3.13: Σύνολο αντληθέντων κεφαλαίων κατά κατηγορία επένδυσης και σενάριο με μέτρα (2021-2025)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Το σύνολο των καθαρών νέων αντληθέντων κεφαλαίων στα σενάρια εφαρμογής κινήτρων προσφοράς είναι η διαφορά μεταξύ των συνολικά αντληθέντων κεφαλαίων μείον τα νέα αντληθέντα κεφάλαια στο σενάριο βάσης (χωρίς μέτρα). Αυτά κυμαίνονται σε ετήσια ποσά μεταξύ €136 εκατ. και €511 εκατ. ανάλογα το σενάριο και το έτος (Διάγραμμα 3.14). Σωρευτικά στην πενταετία, εκτιμάται άντληση συνολικών νέων κεφαλαίων μεταξύ €807 εκατ. και €945 εκατ., ανά σενάριο εφαρμογής των κινήτρων.

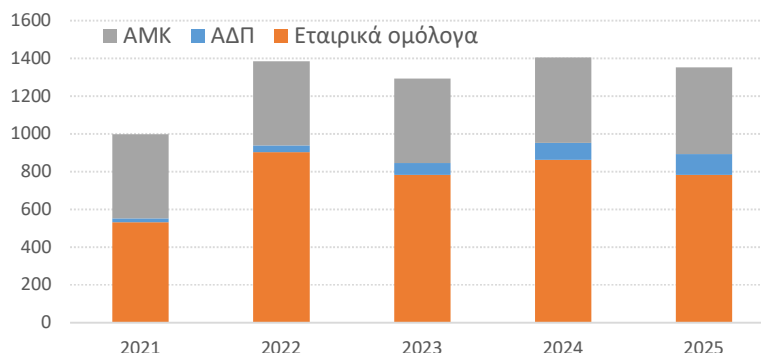
Διάγραμμα 3.14. Καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, στην πλευρά της προσφοράς (σε € εκατ.)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Ενδεικτικά για το μέτριο σενάριο, το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων ανά πράξη στην πλευρά της προσφοράς, αναδεικνύει ότι το μεγαλύτερο μέρος προέρχεται από εκδόσεις εταιρικών ομολόγων, ακολουθούμενο από ΑΜΚ και σχετικά μικρότερη είναι η άμεση επίδραση από ΑΔΠ (Διάγραμμα 3.15). Η εικόνα διαφοροποιείται ελαφρά όταν εξετάζονται τα καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια, όπου η επίδραση από τις ΑΔΠ εμφανίζεται μεγαλύτερη από την αντίστοιχη των ΑΜΚ με την πάροδο των ετών (Διάγραμμα 3.16).

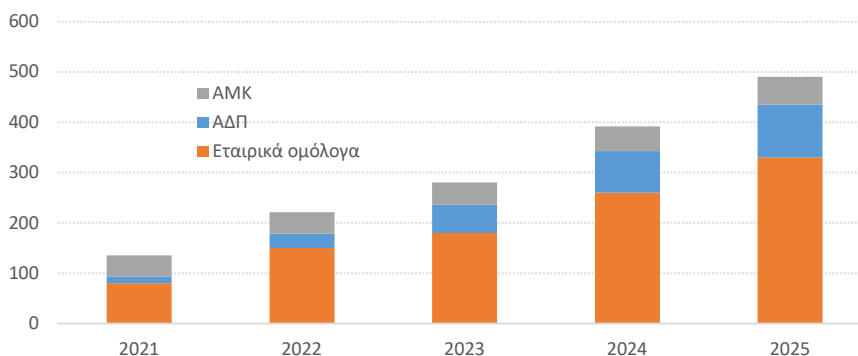
Διάγραμμα 3.15. Συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, ανά πράξη στην πλευρά της προσφοράς, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Στο πλαίσιο των καθαρών νέων αντληθέντων κεφαλαίων στο μέτριο σενάριο, σε όλες τις κατηγορίες εταιρικών πράξεων (εταιρικά ομόλογα, ΑΜΚ, ΑΔΠ) παρουσιάζεται αύξηση των αντλούμενων κεφαλαίων συγκριτικά με την περίπτωση που δεν λαμβάνονται μέτρα (Διάγραμμα 3.16). Η αύξηση αυτή στο σύνολο της περιόδου 2021-2025 διαμορφώνεται σε 35% ή +€1,0 δισεκ. (από €2,86 δισεκ. στα €3,86 δισεκ.) για τα κεφάλαια που αντλούνται μέσω έκδοσης νέων εταιρικών ομολόγων και σε 11,5% ή +€231,5 εκατ. (από €2,02 δισεκ. στα €2,25 δισεκ.) για τα κεφάλαια που αντλούνται μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου. Τα αντληθέντα κεφάλαια μέσω αρχικών δημόσιων προσφορών την υπό εξέταση περίοδο, με τη λήψη μέτρων, αυξάνονται κατά 9,0 περίπου φορές ή κατά 287,0 εκατ. (από τα €36,0 εκατ. στα €323,0 εκατ.). Συνολικά, τα καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια, με την εφαρμογή κινήτρων προσφοράς στο μέτριο σενάριο, αυξάνονται την περίοδο 2021-2025 κατά €1,52 δισεκ. ή κατά 30,9% (από τα €4,92 δισεκ. στα €6,44 δισεκ.).

Διάγραμμα 3.16. Καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος, ανά πράξη στην πλευρά της προσφοράς, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

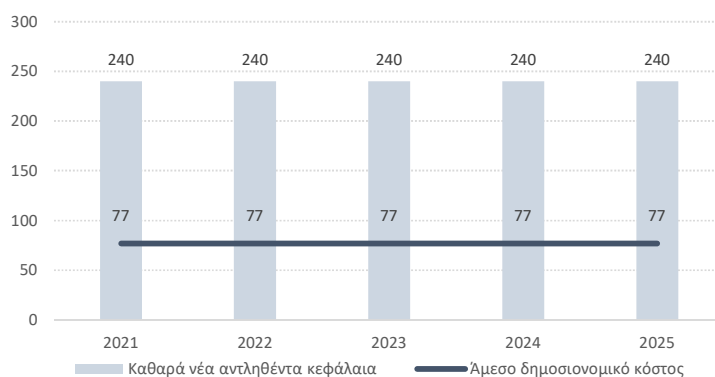
3.4 Σύνοψη

Η εφαρμογή των εξεταζόμενων κινήτρων για την τόνωση της κεφαλαιαγοράς τόσο από την πλευρά της ζήτησης, όσο και από την πλευρά της προσφοράς ενέχουν μεν άμεσο δημοσιονομικό κόστος, αλλά και άμεσο όφελος από την άντληση σημαντικά υψηλότερων

νέων κεφαλαίων. Τα νέα κεφάλαια αποτελούν κλειδί για την τόνωση των παραγωγικών επενδύσεων με σημαντικές μακροοικονομικές επιδράσεις όπως αναδεικνύεται στο επόμενο κεφάλαιο.

Στο πλαίσιο εφαρμογής ενός πακέτου κινήτρων μέτριας έντασης στην πλευρά της ζήτησης (μέτριο σενάριο) το άμεσο όφελος από τις καθαρές νέες επενδύσεις στην οικονομία εκτιμάται περίπου υπερτριπλάσιο του άμεσου δημοσιονομικού κόστους (Διάγραμμα 3.17). Με ετήσιο δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής των κινήτρων ζήτησης περί τα €77 εκατ. προσδοκούνται καθαρές νέες επενδύσεις €240 εκατ. κάθε έτος.

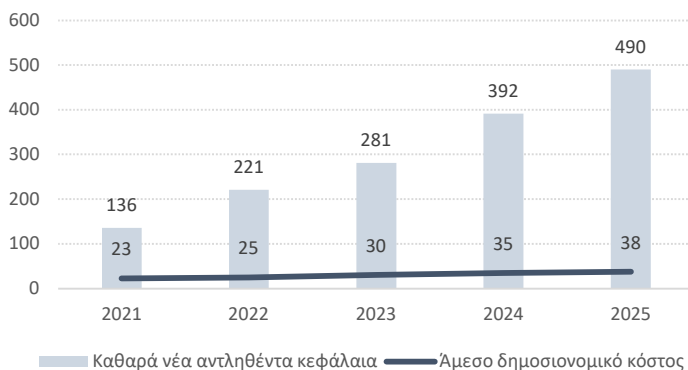
Διάγραμμα 3.17. Σύγκριση άμεσου κόστους με όφελος για τα κίνητρα από την πλευρά της ζήτησης, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Αντίστοιχα, η εφαρμογή ενός πακέτου από κίνητρα μέτριας έντασης στην πλευρά της προσφοράς (Μέτριο σενάριο), εκτιμάται ότι δημιουργεί άμεσο όφελος από τα καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια περίπου δεκαπλάσιου μέσου ύψους στην πενταετία σε σχέση με το δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής (Διάγραμμα 3.18). Με μέσο ετήσιο δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής των κινήτρων ζήτησης περί τα €30 εκατ. προσδοκούνται καθαρές νέες επενδύσεις περί τα €304 εκατ. κάθε έτος.

Διάγραμμα 3.18. Σύγκριση άμεσου κόστους με όφελος για τα κίνητρα από την πλευρά της προσφοράς, Μέτριο σενάριο (σε € εκατ.)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

4. ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ

4.1 Μακροοικονομικό υπόδειγμα και προσομοιώσεις

Η εκτίμηση των μακροοικονομικών επιδράσεων που προκύπτουν από τα προτεινόμενα μέτρα πραγματοποιείται με χρήση του υποδείγματος Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF). Πρόκειται για ένα δυναμικό στοχαστικό μακροοικονομικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (DSGE model), το οποίο αναπτύχθηκε από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και χρησιμοποιείται ευρέως για τη μελέτη των επιδράσεων μεταβολών στην οικονομική πολιτική. Το GIMF έχει ισχυρή μικροοικονομική θεμελίωση, Κεϋνσιανά και μη-Ρικαρδιανά χαρακτηριστικά, που το καθιστούν κατεξοχήν κατάλληλο για την ανάλυση των επιδράσεων μεταβολών στη δημοσιονομική πολιτική Gunter, et al. (2010), όπως μεταξύ άλλων οι μεταβολές στη φορολογία και τις μεταβιβαστικές πληρωμές του Δημοσίου, αλλά και μεταβολών στις συμπεριφορές ιδιωτών.

Το υπόδειγμα περιλαμβάνει πλήθος μεταβλητών που επιτρέπουν αναλυτική περιγραφή της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής. Αξίζει να γίνει ιδιαίτερη αναφορά στα εργαλεία που προσφέρει το υπόδειγμα για την παραμετροποίηση και περιγραφή της δημοσιονομικής πολιτικής. Σε ό,τι αφορά την πλευρά των δημοσίων εσόδων, το υπόδειγμα περιλαμβάνει μεταβλητές για τη φορολογία εισοδήματος φυσικών προσώπων (φόρος στο εισόδημα από εργασία), για τη φορολογία των επιχειρήσεων (φόρος στα κέρδη των επιχειρήσεων), για τη φορολογία στην κατανάλωση (φόρος επί του ύψους της τελικής κατανάλωσης από τα νοικοκυριά, που αντιστοιχεί στον ΦΠΑ, τους ειδικούς φόρους κατανάλωσης και άλλους συναφείς φόρους), για τη φορολογία στην περιουσία (lump-sum φόρος, ανεξάρτητος από το ύψος εισοδήματος, ή κατανάλωσης των νοικοκυριών) και για τον δημόσιο δανεισμό. Σε ό,τι αφορά την πλευρά των δημοσίων δαπανών, το υπόδειγμα περιλαμβάνει μεταβλητές για τη δημόσια κατανάλωση (δαπάνες του Δημοσίου για την παροχή υπηρεσιών), για τις μεταβιβαστικές πληρωμές του Δημοσίου (συντάξεις, επιδόματα κοινωνικής πολιτικής κ.ά.), για τις δημόσιες επενδύσεις, καθώς και για τις δαπάνες για τοκοχρεολύσια, που αφορούν τον δανεισμό του Δημοσίου. Μία εκτενέστερη περιγραφή της δομής και των χαρακτηριστικών του υποδείγματος παρατίθεται στο Παράρτημα 7.1. Η πλήρης και αναλυτική περιγραφή του υποδείγματος δίνεται από τους Kumhof et al. (2010), ενώ μία διεξοδική παρουσίαση των χαρακτηριστικών και της συμπεριφοράς του υποδείγματος παρουσιάζεται από τους Anderson, et al. (2013).

Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης, η διαμέτρηση (calibration) του υποδείγματος έγινε με βάση τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα αναλυτικά στατιστικά στοιχεία για την Ελλάδα, από τις βάσεις δεδομένων εθνικών λογαριασμών της Eurostat, τα οποία αφορούν το έτος 2019.

Η προσομοίωση ενός σεναρίου στο πλαίσιο του μακροοικονομικού υποδείγματος γίνεται ακολουθώντας την εξής διαδικασία. Αρχικά κατασκευάζονται χρονοσειρές για τα δημόσια έσοδα από φορολογία του Δημοσίου και για τις επενδύσεις, με όλα αυτά τα μεγέθη εκπεφρασμένα ως ποσοστά του ΑΕΠ. Οι χρονοσειρές αυτές ξεκινούν από τις τιμές των μεγεθών στο σημείο ισορροπίας της διαμέτρησης του υποδείγματος (στατιστικά στοιχεία για το έτος 2019) και εξελίσσονται στον χρόνο ακολουθώντας, αντιστοίχως, τις μεταβολές των εσόδων από φορολογία και των εγχώριων επενδύσεων, πάντα ως ποσοστά του ΑΕΠ, όπως προβλέπονται στο υπό εξέταση σενάριο. Οι χρονοσειρές αυτές εισάγονται στην

προσομοίωση του μακροοικονομικού υποδείγματος ως ταυτόχρονες εξωγενείς διαταραχές (σοκ) και υπολογίζεται η απόκριση του υποδείγματος, που περιλαμβάνει χρονοσειρές για όλες τις μεταβλητές του υποδείγματος, για τη μετάβαση από την αρχική κατάσταση της οικονομίας (διαμέτρηση σε στατιστικά στοιχεία των μεγεθών για το 2019) σε μία νέα κατάσταση της οικονομίας, στην οποία τα εξωγενώς καθορισμένα μεγέθη έχουν τις τιμές του τελευταίου έτους της ανάλυσης (2040).

Αρχικά εκτελείται προσομοίωση του υποδείγματος με το σενάριο βάσης και αποθηκεύονται τα αποτελέσματα (χρονοσειρές) για τις μεταβλητές του υποδείγματος, συμπεριλαμβανομένου του ΑΕΠ και της απασχόλησης στην Ελλάδα. Ακολούθως εκτελείται προσομοίωση του υποδείγματος για κάθε ένα από τα σενάρια πολιτικής κινήτρων. Από την προσομοίωση ενός σεναρίου προκύπτουν, μεταξύ άλλων, χρονοσειρές για το ελληνικό ΑΕΠ και την απασχόληση. Από τις χρονοσειρές αυτές αφαιρούνται οι αντίστοιχες χρονοσειρές του σεναρίου βάσης. Με τον τρόπο αυτό απομονώνεται και αναδεικνύεται η επίδραση επί αυτών των οικονομικών μεγεθών, η οποία πηγάζει από τη διαφορά του υπό εξέταση σεναρίου από το σενάριο βάσης. Πιο συγκεκριμένα, με αυτήν την διαδικασία εξουδετερώνεται κάθε επίδραση επί αυτών των οικονομικών μεγεθών (ΑΕΠ και απασχόληση) που απορρέει από όλες τις υπόλοιπες υποθέσεις, οι οποίες υπεισέρχονται στην διαμόρφωση των σεναρίων, συμπεριλαμβανομένων των υποθέσεων για τις δημογραφικές και τις μακροοικονομικές εξελίξεις κατά την διάρκεια της περιόδου 2021-2040 κ.λπ., καθώς όλες αυτές οι υποθέσεις είναι κοινές στο σενάριο βάσης και στα σενάρια πολιτικής κινήτρων. Έτσι, οι διακυμάνσεις που απομένουν στα οικονομικά μεγέθη (ΑΕΠ, απασχόληση) μπορούν να αποδοθούν εξ ολοκλήρου στις πολιτικές κινήτρων που περιγράφονται στο εκάστοτε υπό εξέταση σενάριο.

Στο πλαίσιο του υποδείγματος, τα νέα αντληθέντα κεφάλαια σε κάθε σενάριο πολιτικής ενίσχυσης της κεφαλαιαγοράς θεωρούνται ότι αντιστοιχούν σε νέες εγχώριες επενδύσεις που αντιμετωπίζονται ως μέρος των δημοσίων επενδύσεων.⁴

Στο σενάριο βάσης γίνεται η υπόθεση ότι δεν λαμβάνονται μέτρα στήριξης της κεφαλαιαγοράς. Έτσι, το σενάριο περιλαμβάνει την εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών την περίοδο 2017-2040 στη βάση των πλέον πρόσφατων προβλέψεων του Σώματος Οικονομικών Εμπειρογνομόνων του Υπουργείου Οικονομικών στο πλαίσιο του Ageing Working Group της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

⁴ Στην πραγματικότητα, οι εγχώριες αυτές επενδύσεις αναμένεται να γίνουν από ιδιωτικούς φορείς και όχι από το Δημόσιο. Το υπόδειγμα περιλαμβάνει μεν μεταβλητή για τις ιδιωτικές επενδύσεις, εντούτοις, στο πλαίσιο του υποδείγματος, οι ιδιωτικές αυτές επενδύσεις καθορίζονται ενδογενώς, ως αποτέλεσμα της βελτιστοποιητικής συμπεριφοράς των οικονομικών μονάδων. Προκειμένου να εισαχθεί ως στοιχείο των προσομοιώσεων μια εξωγενής αύξηση των επενδύσεων και να μελετηθούν οι μακροοικονομικές επιδράσεις της, ιδιαίτερα μέσω της ενίσχυσης του σχηματισμού κεφαλαίου και της παρεπόμενης τόνωσης της παραγωγικότητας της εργασίας, η αύξηση των επενδύσεων αντιμετωπίστηκε ως ενίσχυση των δημοσίων επενδύσεων, οι οποίες στο υπόδειγμα καθορίζονται εξωγενώς, με τη μορφή παραμέτρου της δημοσιονομικής πολιτικής. Τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων που διεξήχθησαν με βάση αυτήν την αντιμετώπιση των επενδύσεων προσφέρουν μια πολύ καλή προσέγγιση των αποτελεσμάτων που θα προέκυπταν από μία εξωγενή τόνωση των ιδιωτικών επενδύσεων, δεδομένου ότι στη διαμέτρηση των παραμέτρων του υποδείγματος, οι παράμετροι που καθορίζουν την οικονομική σημασία των δημοσίων και ιδιωτικών επενδύσεων (βαρύτητα του ιδιωτικού/δημοσίου κεφαλαίου στις συναρτήσεις παραγωγής και ρυθμός απομείωσης-απόσβεσης δημοσίου/ιδιωτικού κεφαλαίου) τέθηκαν στο ίδιο ύψος.

Κάθε πρόταση πολιτικής κινήτρων επηρεάζει το ύψος των επενδύσεων στη χώρα. Παράλληλα, ενέχει και επίδραση στο δημοσιονομικό ισοζύγιο, όπως περιγράφηκε στο κεφάλαιο 3. Αφενός στην περίπτωση των κινήτρων στην πλευρά της ζήτησης, επηρεάζονται τα έσοδα του Δημοσίου από φορολογία εισοδήματος, ενώ στην περίπτωση των κινήτρων από την πλευρά της προσφοράς επέρχεται αύξηση των δαπανών για επιδοτήσεις αλλά και αύξηση των εσόδων από τον φόρο συναλλαγών.⁵

Με δεδομένα τα χαρακτηριστικά κάθε σεναρίου κινήτρων και εκείνα του σεναρίου βάσης, υπολογίστηκαν για κάθε πρόταση και για το σενάριο βάσης, οι συνολικές ετήσιες επιδράσεις στα έσοδα και τις δαπάνες του Δημοσίου ως ποσοστά του ΑΕΠ για κάθε έτος την περίοδο 2021-2025. Υπολογίστηκε επίσης για κάθε πρόταση μεταρρύθμισης το ύψος των νέων επενδύσεων, ετησίως, ως ποσοστό του ΑΕΠ για την ίδια περίοδο. Στο πλαίσιο της μακροοικονομικής ανάλυσης, κάθε σενάριο πακέτου κινήτρων για την τόνωση της κεφαλαιαγοράς εκφράζεται και αποτυπώνεται μαθηματικά ως συνδυασμός μεταβολών σε μακροοικονομικές μεταβλητές, που περιλαμβάνει μεταβολές στο ύψος των εσόδων του Δημοσίου από φόρους στο εισόδημα, εκπεφρασμένων ως ποσοστό του ΑΕΠ, στο ύψος των εσόδων του Δημοσίου από φόρους κατ' αποκοπή ως ποσοστό του ΑΕΠ και στο ύψος των επενδύσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2021-2025.

Παρά το ότι η εφαρμογή των κινήτρων που προσομοιώνεται έχει ορισμένη διάρκεια, μιας πενταετίας, οι εκτιμώμενες μακροοικονομικές επιδράσεις εκτείνονται σε μεγαλύτερη διάρκεια. Ενδεικτικά, εδώ εξετάζεται το βάθος εικοσαετίας γιατί εκτός από επιδράσεις των μέτρων την ίδια περίοδο μέσω των παραγωγικών επενδύσεων που προκαλούνται, το υπόδειγμα εκτιμά και δευτερογενείς μακροχρόνιες επιδράσεις μέσω της αύξησης της παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής που προκύπτει από το ενισχυμένο απόθεμα πάγιου κεφαλαίου. Σημειώνεται ότι το μακροοικονομικό υπόδειγμα δε λαμβάνει υπ' όψιν κλαδικές διαστάσεις των θετικών επιδράσεων των κινήτρων, οι οποίες ενδεχόμενα να αφορούν περισσότερο εταιρείες σε ανερχόμενους κλάδους με υψηλή προστιθέμενη αξία, με αποτέλεσμα οι εκτιμώμενες επιδράσεις πιθανά να υπο-εκτιμούν σε κάποιο βαθμό τις πραγματικές.

4.2 Σενάρια ταυτόχρονης εφαρμογής κινήτρων σε ζήτηση και προσφορά

Η ισορροπία σε μια οποιαδήποτε αγορά, συμπεριλαμβανομένης της αγοράς κεφαλαίου επέρχεται στον βαθμό στον οποίο η ζήτηση για ένα αγαθό, εν προκειμένω τις επενδύσεις, καλύπτεται από αντίστοιχη προσφορά και αντίστροφα. Προκειμένου να διασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα των κινήτρων, θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικό να εφαρμοστούν ταυτόχρονα τα προτεινόμενα πακέτα κινήτρων στο σκέλος της ζήτησης και της προσφοράς. Σε αυτό το πλαίσιο, για την εκτίμηση των μακροοικονομικών επιδράσεων, εξετάζεται παρέμβαση πολιτικής η οποία εφαρμόζει ταυτόχρονα τα ενδεικτικά πακέτα κινήτρων μέτριας έντασης (Μέτριο σενάριο), τόσο στην πλευρά της ζήτησης όσο και την πλευρά της προσφοράς. Η ταυτόχρονη εφαρμογή του Μέτριου σεναρίου σε ζήτηση και προσφορά ενέχει

⁵ Στο μακροοικονομικό υπόδειγμα, η επιδότηση προς επιχειρήσεις ισοδυναμεί με μείωση των καθαρών εσόδων από φορολογία νομικών προσώπων, ενώ η αύξηση εσόδων από τη φορολογία συναλλαγών θεωρείται αύξηση εσόδων από κατ' αποκοπή (lump-sum) φορολογία.

δημοσιονομικό κόστος το οποίο, όπως παρουσιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, αγγίζει σωρευτικά τα €534 εκατ. στην πενταετία εφαρμογής.

Σε σχέση με την εκτίμηση των καθαρών νέων αντληθέντων κεφαλαίων που προκύπτουν από την ταυτόχρονη εφαρμογή του Μέτριου σεναρίου σε ζήτηση και προσφορά, γίνονται δύο εναλλακτικές παραδοχές για την ισορροπία στην αγορά, οι οποίες και οδηγούν στην εξέταση δύο εναλλακτικών σεναρίων (Διάγραμμα 4.1), ως εξής:

- **Συντηρητικό σενάριο.** Θεωρείται ότι η νέα ζήτηση και προσφορά επενδύσεων αλληλοκαλύπτονται, με τη διαφορά τους να μην επιδρά στις καθарές νέες επενδύσεις οι οποίες αποτελούν εισροή στο μακροοικονομικό υπόδειγμα. Ως καθαρή επίδραση στις νέες επενδύσεις λαμβάνεται η ελάχιστη μεταξύ των σεναρίων ζήτησης και προσφοράς. Αυτό συνεπάγεται σωρευτικές νέες επενδύσεις περί τα €1.076 εκατ. στην 5-ετία ταυτόχρονης εφαρμογής των κινήτρων.
- **Αισιόδοξο σενάριο.** Θεωρείται ότι η υπερβάλλουσα νέα ζήτηση τα έτη 2021 και 2022 και υπερβάλλουσα προσφορά τα έτη 2023, 2024 και 2025, καλύπτονται από λουπές συνιστώσες της προσφοράς και ζήτησης αντίστοιχα, με αποτέλεσμα η διαφορά τους να επιδρά στις νέες επενδύσεις. Ως καθαρή επίδραση στις νέες επενδύσεις λαμβάνεται η μέγιστη μεταξύ των σεναρίων ζήτησης και προσφοράς. Αυτό συνεπάγεται σωρευτικές νέες επενδύσεις περί τα €1.642 εκατ. στην 5-ετία ταυτόχρονης εφαρμογής των κινήτρων.

Διάγραμμα 4.1. Σεσάρια ταυτόχρονης εφαρμογής του Μέτριου Σεναρίου κινήτρων σε ζήτηση και προσφορά

Σενάριο Βάσης	Συντηρητικό	Αισιόδοξο
• Δεν λαμβάνονται μέτρα	• Η νέα ζήτηση και προσφορά αλληλοκαλύπτονται, με τη διαφορά τους να μην επιδρά στις νέες επενδύσεις • Ως καθαρή επίδραση στις νέες επενδύσεις λαμβάνεται η ελάχιστη μεταξύ των σεναρίων ζήτησης και προσφοράς • Σωρευτικές νέες επενδύσεις €1.076 εκατ. στην 5-ετία εφαρμογής	• Η υπερβάλλουσα νέα ζήτηση ή προσφορά καλύπτεται από λουπές συνιστώσες της προσφοράς ή ζήτησης αντίστοιχα, με αποτέλεσμα η διαφορά τους να επιδρά στις νέες επενδύσεις • Ως καθαρή επίδραση στις νέες επενδύσεις λαμβάνεται η μέγιστη μεταξύ των σεναρίων ζήτησης και προσφοράς • Σωρευτικές νέες επενδύσεις €1.642 εκατ. στην 5-ετία εφαρμογής

Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

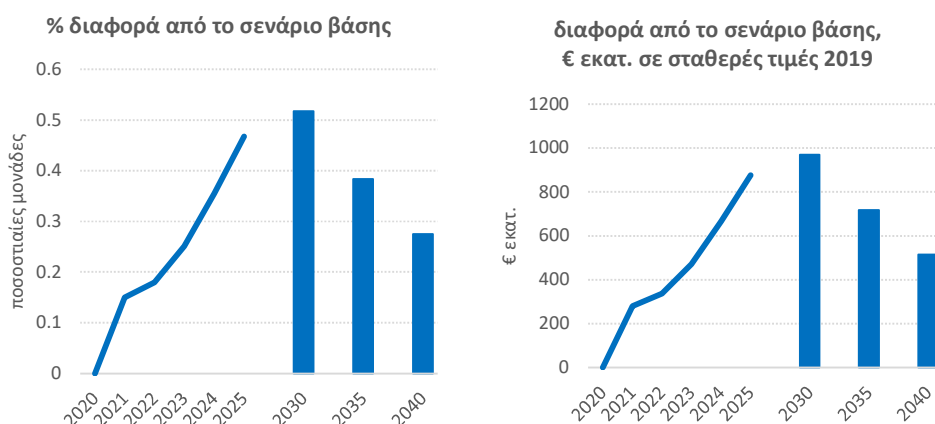
4.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα των μακροοικονομικών προσομοιώσεων δείχνουν ότι τα σεσάρια πολιτικής κινήτρων επιφέρουν σημαντική ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας σε βάθος χρόνου, η οποία αρχίζει να γίνεται αισθητή ήδη από τα πρώτα έτη. Βασικό κανάλι της επίδρασης αποτελεί η τόνωση των παραγωγικών επενδύσεων, με ευεργετικές άμεσες συνέπειες σε όρους ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος και απασχόλησης αλλά και έμμεσες μακροχρόνιες συνέπειες μέσω βελτίωσης της παραγωγικότητας των συντελεστών

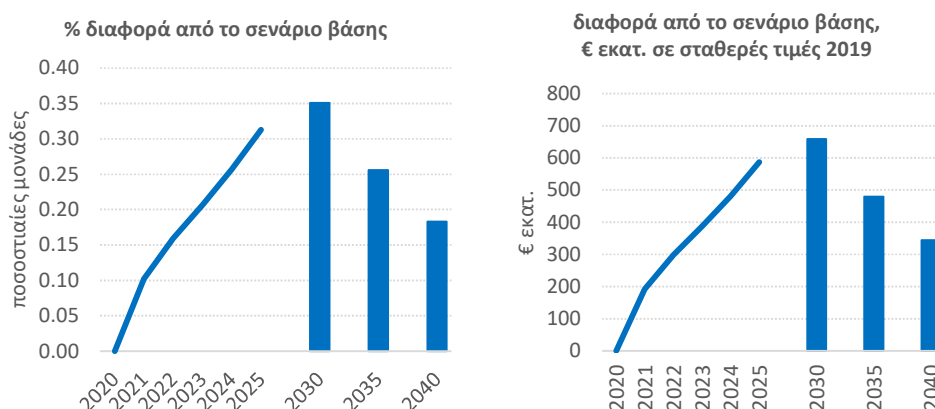
παραγωγής, της κατανομής των πόρων και της οικονομικής αποτελεσματικότητας της παραγωγικής δομής ευρύτερα.

Η επίδραση της εφαρμογής των κινήτρων στο ΑΕΠ παρουσιάζεται ως διαφορά από το σενάριο βάσης για κάθε έτος την περίοδο 2020-2040, τόσο ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς και σε σταθερές τιμές του έτους 2019 (Διάγραμμα 4.2, Διάγραμμα 4.3). Το πραγματικό ΑΕΠ μπορεί να τονωθεί έως και 0,5 π.μ. στο Αισιόδοξο σενάριο (0,35 π.μ. στο Συντηρητικό) και να παραμείνει υψηλότερο μεταξύ €0,3 και €1,0 δισεκ. κάθε χρόνο έως το 2040 (μεταξύ €300 εκατ. και €650 εκατ. στο Συντηρητικό). Είναι φανερό ότι η υλοποίηση των κινήτρων έχει θετικές μακροχρόνιες επιδράσεις στην πορεία της οικονομίας, πέρα από την πενταετία εφαρμογής των μέτρων.

Διάγραμμα 4.2. Εκτιμώμενες επιδράσεις στο πραγματικό ΑΕΠ, Αισιόδοξο σενάριο



Διάγραμμα 4.3. Εκτιμώμενες επιδράσεις στο ΑΕΠ, Συντηρητικό σενάριο

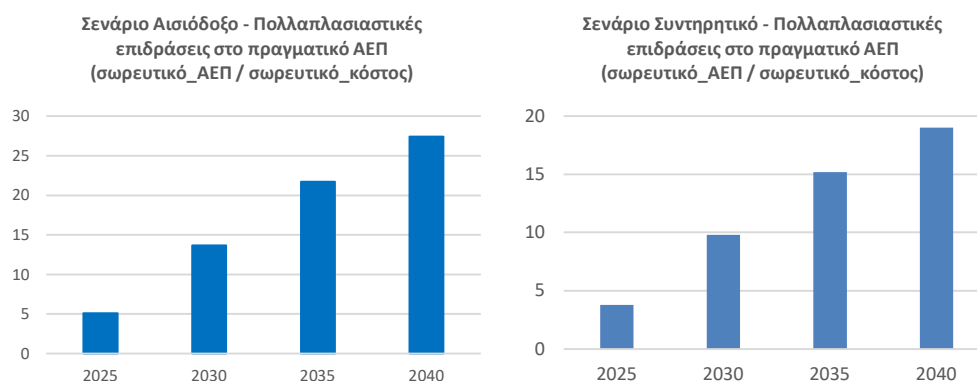


Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Συγκρίνοντας το δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής κάθε σεναρίου με το εκτιμώμενο μακροοικονομικό όφελος στο ΑΕΠ σε βάθος χρόνου, αναδεικνύεται ένας συντελεστής απόδοσης ή ελαστικότητα των δημοσίων πόρων (Διάγραμμα 4.4). Αυτό επιτρέπει να εκτιμηθεί το κόστος ευκαιρίας από τη χρήση δημοσίων πόρων για τα συγκεκριμένα κίνητρα σε σχέση με εναλλακτικές πολιτικές που περιλαμβάνουν δημόσια χρηματοδότηση. Οι εκτιμήσεις οδηγούν στο συμπέρασμα ότι κάθε 1 ευρώ δημοσιονομικού κόστους για την

εφαρμογή των προτεινόμενων κινήτρων μπορεί να συντελέσει σε σωρευτική αύξηση του πραγματικού εθνικού εισοδήματος στο Αισιόδοξο σενάριο, κατά έως και 5 ευρώ (4 ευρώ στο Συντηρητικό σενάριο) σε βάθος 5-ετίας, και κατά έως και 27 ευρώ σε βάθος 20-ετίας (19 ευρώ στο Συντηρητικό σενάριο). Οι εν λόγω συντελεστές απόδοσης κρίνονται ιδιαίτερα υψηλοί, αν ληφθεί υπ'όψιν ότι πρόσφατες εκτιμήσεις για αντίστοιχες ελαστικότητες των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης κάνουν λόγω για τιμές μεταξύ 2 και 4 σε βάθος πενταετίας.

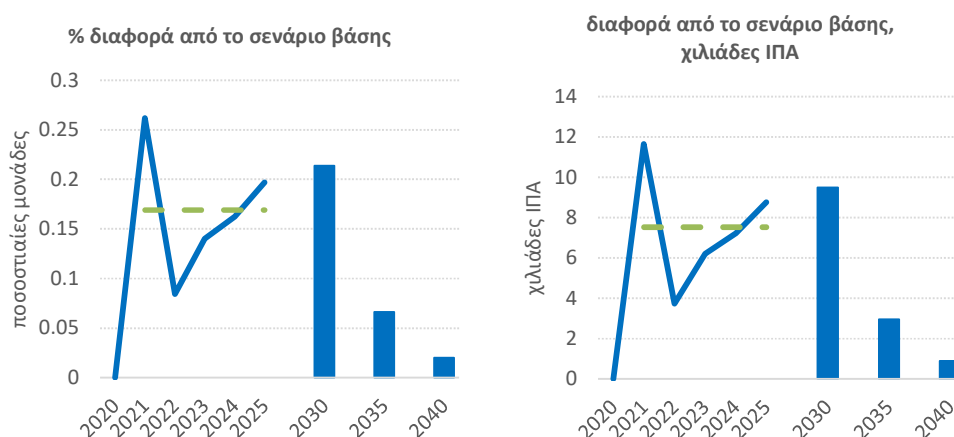
Διάγραμμα 4.4. Σύγκριση κόστους με όφελος σε όρους ΑΕΠ, ανά σενάριο

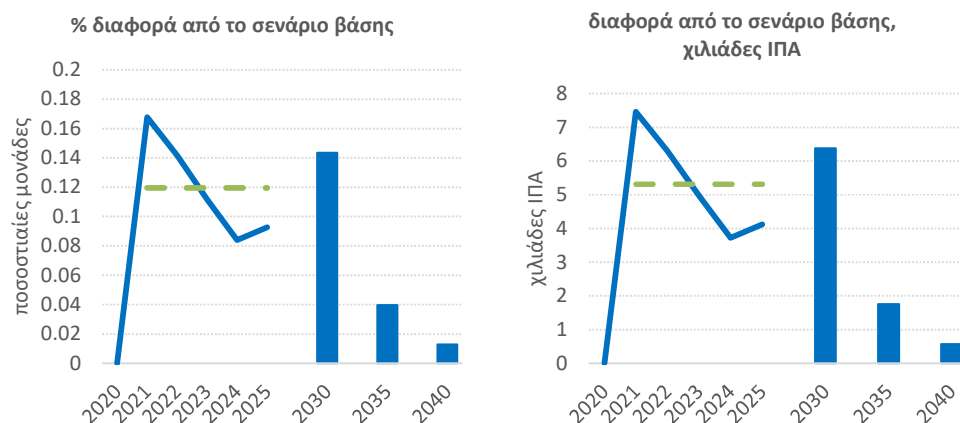


Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Η επίδραση της μεταρρύθμισης στην απασχόληση παρουσιάζεται για την περίοδο 2021-2040 (Διάγραμμα 4.5, Διάγραμμα 4.6) ως διαφορά από το σενάριο βάσης, τόσο ως ποσοστό όσο και σε όρους χιλιάδων ατόμων σε όρους Ισοδύναμου Πλήρους Απασχόλησης (ΙΠΑ). Η εφαρμογή των κινήτρων οδηγεί σε υψηλότερη μεσοσταθμικά απασχόληση σε όρους Ισοδύναμου Πλήρους Απασχόλησης (ΙΠΑ), κατά 7.500 την πρώτη πενταετία στο Αισιόδοξο σενάριο (5.300 περισσότερες θέσεις εργασίας στο Συντηρητικό σενάριο). Συμπεραίνεται ότι, καθώς η αύξηση του ΑΕΠ ως ποσοστιαία διαφορά από το σενάριο βάσης είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη της αύξησης της απασχόλησης, οι νέες θέσεις εργασίας είναι υψηλής παραγωγικότητας.

Διάγραμμα 4.5. Εκτιμώμενες επιδράσεις στην απασχόληση, Αισιόδοξο σενάριο



Διάγραμμα 4.6. Εκτιμώμενες επιδράσεις στην απασχόληση, Συντηρητικό σενάριο

Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μελέτη προβαίνει στην εκτίμηση του κόστους εφαρμογής αλλά και την ανάδειξη των θετικών οικονομικών επιδράσεων που δημιουργούνται μέσα από ενδεικτικά, προτεινόμενα κίνητρα για την ενδυνάμωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Η ανάλυση βασίστηκε σε τρία στάδια. Το πρώτο στάδιο περιλάμβανε τον σχεδιασμό και την εξειδίκευση επιλεγμένων μέτρων, όπως επιδοτήσεις και φορολογικά κίνητρα, στο πλαίσιο των προτάσεων που αποτυπώθηκαν στην έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομώνων (2020). Το δεύτερο στάδιο ήταν η εκτίμηση του άμεσου δημοσιονομικού κόστους αλλά και της επίδρασης σε νέα επενδυτικά κεφάλαια, υπό εναλλακτικά σενάρια εφαρμογής των επιλεγμένων προτεινόμενων μέτρων. Το τρίτο αφορούσε στην εκτίμηση των βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων μακροοικονομικών επιδράσεων σε απασχόληση και ΑΕΠ, από την ταυτόχρονη εφαρμογή πακέτου κινήτρων για την τόνωση της ζήτησης και προσφοράς επενδύσεων στην κεφαλαιαγορά.

Σε σχέση με το πρώτο στάδιο ανάλυσης, τα επιλεγμένα κίνητρα αφορούν τόσο τη ζήτηση όσο και την προσφορά. Για την κάλυψη του σημαντικού «κενού» ελληνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων από την πλευρά της ζήτησης, κρίνεται σκόπιμο να δοθούν φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις ιδιωτών σε κινητές αξίες, με έμφαση στις εγχώριες επιχειρήσεις. Τα κίνητρα αυτά αφορούν τοποθετήσεις σε έναν νέο ειδικό ατομικό επενδυτικό λογαριασμό, και σε εισηγμένα επενδυτικά ταμεία. Για την ενίσχυση του σκέλους της προσφοράς, εξετάζονται τέσσερα κίνητρα με στόχο την προσέλκυση κινητών αξιών επιχειρήσεων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, καθώς και τη μείωση του κόστους άντλησης νέων κεφαλαίων μέσω μετοχών και ομολόγων.

Στο στάδιο ανάδειξης των άμεσων επιδράσεων, η εφαρμογή των εξεταζόμενων κινήτρων για την τόνωση της κεφαλαιαγοράς τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο και από την πλευρά της προσφοράς, ενέχει μεν άμεσο δημοσιονομικό κόστος, αλλά και άμεσο όφελος από την άντληση σημαντικά υψηλότερων νέων κεφαλαίων. Ενδεικτικά, στο πλαίσιο εφαρμογής ενός μέτριας έντασης πακέτου κινήτρων στην πλευρά της ζήτησης, το άμεσο όφελος από τις καθαρές νέες επενδύσεις στην οικονομία εκτιμάται περίπου υπερτριπλάσιο του άμεσου δημοσιονομικού κόστους. Αντίστοιχα, η εφαρμογή ενός πακέτου από κίνητρα μέτριας έντασης στην πλευρά της προσφοράς, εκτιμάται ότι δημιουργεί άμεσο όφελος από τα καθαρά νέα αντληθέντα κεφάλαια περίπου δεκαπλάσιου μέσου ύψους στην πενταετία σε σχέση με το δημοσιονομικό κόστος εφαρμογής.

Τα αποτελέσματα των μακροοικονομικών προσομοιώσεων δείχνουν ότι τα σενάρια ταυτόχρονης εφαρμογής κινήτρων σε ζήτηση και προσφορά επιφέρουν σημαντική ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας σε βάθος χρόνου, η οποία αρχίζει να γίνεται αισθητή ήδη από τα πρώτα έτη. Το πραγματικό ΑΕΠ μπορεί να τονωθεί έως και 0,5 π.μ. και να παραμείνει υψηλότερο μεταξύ €0,3 και €1,0 δισεκ. κάθε χρόνο έως το 2040. Η απασχόληση σε όρους ΙΠΑ μπορεί να αυξηθεί κατά μέσο όρο την πρώτη 10-ετία από 5 έως και 8 χιλιάδες θέσεις απασχόλησης υψηλής παραγωγικότητας. Είναι φανερό ότι η υλοποίηση των κινήτρων έχει θετικές μακροχρόνιες επιδράσεις στην πορεία της οικονομίας, πέρα από την πρώτη πενταετία εφαρμογής των μέτρων. Ταυτόχρονα, αναδεικνύεται ότι ο συντελεστής απόδοσης από τη χρήση δημοσίων πόρων για τα συγκεκριμένα κίνητρα είναι υψηλός. Ενδεικτικά, κάθε 1 ευρώ δημοσιονομικού κόστους για την εφαρμογή των προτεινόμενων κινήτρων μπορεί να

συντελέσει σε σωρευτική αύξηση του πραγματικού εθνικού εισοδήματος κατά έως και 5 ευρώ σε βάθος 5-ετίας, με την απόδοση να αυξάνεται περαιτέρω σε βάθος μεγαλύτερου χρονικού ορίζοντα.

Η ανάλυση δεν ποσοτικοποιεί ορισμένες δευτερογενείς θετικές επιδράσεις (spillover effects) που αναμένονται τόσο σε μικροοικονομικό αλλά και μακροοικονομικό επίπεδο. Κατά συνέπεια, η συνολική θετική επίδραση στην οικονομία από την εφαρμογή των κινήτρων αναμένεται μεγαλύτερη, μεταξύ άλλων λόγω βελτιώσεων στη διακυβέρνηση εταιρειών που εισάγονται σε οργανωμένη αγορά, αναβάθμισης του ρυθμιστικού πλαισίου, αύξησης της ρευστότητας της αγοράς (IOBE, 2021), η οποία με τη σειρά της προσελκύει ξένους και θεσμικούς επενδυτές με μακροχρόνιο ορίζοντα, καθώς και άντληση νέων κεφαλαίων από λοιπές εταιρείες. Επιπλέον, η ανάλυση δεν λαμβάνει υπόψη κλαδικές διαστάσεις των θετικών επιδράσεων των κινήτρων, τα οποία ενδεχομένως να επηρεάσουν περισσότερο εταιρείες ανερχόμενων κλάδων με υψηλή προστιθέμενη αξία. Σε μικροοικονομικό επίπεδο κινήτρων, λαμβάνεται υπόψη έμμεσα ότι καθίσταται πιο ελκυστική σε εγχώριους λιανικούς επενδυτές η επιλογή να συμμετέχουν σε εταιρείες που αναπτύσσονται και δημιουργούν προστιθέμενη αξία, με τρόπο ώστε τα ελληνικά νοικοκυριά να γίνουν ενεργοί «συμμέτοχοι» στο εγχείρημα ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας.

6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Anderson, D., Hunt, B., Kortelainen, M., Kumhof, M., Laxton, D., Muir, D., . . . Snudden, S. (2013). Getting to know GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model. *IMF Working Paper Series*, WP/13/55.
- Association for Financial Markets in Europe. (2021). *Recapitalising EU businesses post COVID-19*.
- Gunter, C., Erceg, C., Freedman, C., Furceri, D., Kumhof, M., Lalonde, R., . . . Veld, J. (2010). Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models. *IMF Working Paper Series*, WP/10/73.
- Kumhof, M., Muir, D., Mursula, S., & Laxton, D. (2010). The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) - Theoretical Structure. *IMF Working Paper Series*, WP/10/34.
- Oxera. (2020). *Primary and secondary equity markets in the EU*. Oxera Consulting LLP.
- Επιτροπή Εμπειρογνομόνων. (2020). *Προτάσεις για την στρατηγική ανάπτυξης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς*.
- IOBE. (2018). *Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακής αγοράς και το νέο αναπτυξιακό πρότυπο της Ελλάδας*.
- IOBE. (2019). *Ενίσχυση της αποταμίευσης και ανάπτυξη με μοχλό την κεφαλαιαγορά*.
- IOBE. (2021). *Ιδιωτικοποιήσεις μέσω της κεφαλαιαγοράς και πραγματική οικονομία*.
- Πισσαρίδης, Χ.; Βαγιανός, Δ.; Βέττας, Ν.; Μεγλήρ, Κ. (2020). *Σχέδιο Ανάπτυξης για την Ελληνική Οικονομία: Τελική έκθεση*.

7. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

7.1 Αναλυτικοί πίνακες άμεσων επιδράσεων των κινήτρων προσφοράς ανά σενάριο

Σενάριο βάσης

Εκτιμάται η εξέλιξη των μεγεθών της κεφαλαιαγοράς την περίοδο 2021-2025 αναφορικά με τις νέες αρχικές δημόσιες προσφορές (ΑΔΠ), νέες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) και νέες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων (ΕΟ), χωρίς την παροχή κινήτρων ενίσχυσής τους.

Σε σχέση με τις ΑΔΠ, χωρίς την παροχή κινήτρων, γίνεται η υπόθεση ότι συνολικά την περίοδο 2021-2025 θα ανέλθουν στις 10, δηλαδή στις δύο ανά έτος και το ποσό που θα αντληθεί από αυτές στα €36,0 εκατ., δηλαδή στα €7,2 εκατ. ανά έτος. Ο ετήσιος αριθμός ΑΔΠ την περίοδο 2021-2025 υποτίθεται ίσος με τον μέσο ετήσιο αριθμό τους την περίοδο 2017-2020 (Διάγραμμα 2.3) ενώ το μέσο ετήσιο ποσό τους την περίοδο 2021-2025 προκύπτει από το μέσο ποσό ανά ΑΔΠ της περιόδου 2017-2020 (€3,6 εκατ.) επί τον αριθμό των ΑΔΠ κάθε έτους (Πίνακας 7.1).

Πίνακας 7.1: Εξέλιξη αριθμού και ποσού αρχικών δημόσιων προσφορών, στο σενάριο βάσης (2021-2025)

	Αριθμός αρχικών δημόσιων προσφορών	Ποσό αρχικών δημόσιων προσφορών
2021	2	€7.202.635
2022	2	€7.202.635
2023	2	€7.202.635
2024	2	€7.202.635
2025	2	€7.202.635
ΣΥΝΟΛΟ	10	€36.013.173

Πηγή: IOBE

Όσον αφορά στον αριθμό των ΑΜΚ, γίνεται η υπόθεση ότι την περίοδο 2021-2025, χωρίς την παροχή κινήτρων, θα πραγματοποιηθούν 14 νέες αυξήσεις ανά έτος, δηλαδή συνολικά 70 ΑΜΚ. Ο συγκεκριμένος αριθμός είναι ο ετήσιος μέσος όρος του αριθμού αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου της περιόδου 2017-2020 (Διάγραμμα 2.7). Το ετήσιο ποσό ΑΜΚ την περίοδο 2021-2025 θεωρείται ότι θα ανέλθει στα €404,1 εκατ., και είναι ίσο με το ετήσιο μέσο ποσό αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου της περιόδου 2017-2020. Την πενταετία 2021-2025 το συνολικό ποσό ΑΜΚ θα διαμορφωθεί στα €2,02 δισεκ. (Πίνακας 7.2).

Πίνακας 7.2: Εξέλιξη αριθμού και ποσού αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, στο σενάριο βάσης (2021-2025)

	Αριθμός νέων εκδόσεων μετοχικού κεφαλαίου	Ποσό νέων εκδόσεων μετοχικού κεφαλαίου
2021	14	€404.102.704
2022	14	€404.102.704
2023	14	€404.102.704
2024	14	€404.102.704
2025	14	€404.102.704
ΣΥΝΟΛΟ	70	€2.020.513.522

Πηγή: IOBE

Για τον αριθμό εκδόσεων νέων εταιρικών ομολόγων, γίνεται η υπόθεση ότι την περίοδο 2021-2025, χωρίς την παροχή κινήτρων, θα πραγματοποιηθούν συνολικά 19 νέες εκδόσεις, οι οποίες θα κατανεμηθούν ως εξής: τρεις το 2021, πέντε το 2022, τέσσερις το 2023, τέσσερις το 2024 και τρεις το 2025. Το ποσό ανά έκδοση θα ανέλθει στα €150,6 εκατ., δηλαδή στο ύψος του μέσου ποσού ανά έκδοση εταιρικού ομολόγου της περιόδου 2017-2020. Έτσι, με βάση αυτή την υπόθεση τα ποσά των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων για την περίοδο 2021-2025 θα διαμορφωθούν σε €451,7 εκατ. το 2021, €752,9 εκατ. το 2022, €602,3 εκατ. το 2023, €602,3 εκατ. το 2024 και €451,7 το 2025. Δηλαδή το συνολικό ποσό των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων την περίοδο 2021-2025 εκτιμάται στο σενάριο βάσης ότι θα ανέλθει σε €2,86 δισεκ. (Πίνακας 7.3).

Πίνακας 7.3: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων, στο σενάριο βάσης (2021-2025)

	Αριθμός νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων	Ποσό νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων
2021	3	€451.725.000
2022	5	€752.875.000
2023	4	€602.300.000
2024	4	€602.300.000
2025	3	€451.725.000
ΣΥΝΟΛΟ	19	€2.860.925.000

Πηγή: IOBE

Ως προς τον αριθμό των υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων, γίνεται η υπόθεση ότι την περίοδο 2021-2025 θα διαμορφωθεί στα ίδια επίπεδα με τον αριθμό τους το 2020, δηλαδή στα 15 ανά έτος και συνολικά στα 75 για το σύνολο της πενταετίας. Η εξέλιξη του ετήσιου υπολοίπου των συγκεκριμένων ομολόγων προκύπτει από το υπόλοιπό τους το προηγούμενο έτος, πλέον των ετήσιων νέων εκδόσεων της περιόδου 2021-2025, μείον τις αποπληρωμές παλαιότερων εταιρικών ομολόγων (υπό την υπόθεση ότι η μέση διάρκεια τους είναι πέντε έτη). Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, το υπόλοιπο των υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων θα διαμορφωθεί στα €2,20 δισεκ. το 2021, €2,33 δισεκ. το 2022, €2,70 δισεκ. το 2023, €2,77 δισεκ. το 2024 και €2,20 δισεκ. το 2025 (Πίνακας 7.4).

Το ποσό του παρακρατηθέντος φόρου τόκων των υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων της περιόδου 2021-2025, θα προκύψει με βάση την υπόθεση ότι το ποσοστό του θα διαμορφωθεί στο 0,40% επί του υπολοίπου των εταιρικών ομολόγων, το οποίο είναι το μέσο ποσοστό φορολογικής επιβάρυνσης τόκων εταιρικών ομολόγων για την περίοδο 2017-2020. Με βάση το συγκεκριμένο ποσοστό (0,40%) και τα υπόλοιπα των υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων την περίοδο 2021-2025, όπως αναφέρθηκαν αμέσως πιο πάνω, τα έσοδα από το συγκεκριμένο φόρο για το δημόσιο θα διαμορφωθούν στα €8,81 εκατ. το 2021, στα €9,36 εκατ. το 2022, στα €10,8 εκατ. το 2023, στα €11,1 εκατ. το 2024 και στα €8,81 εκατ. το 2025. Επομένως, στο σύνολο της πενταετίας τα έσοδα του δημοσίου από το συγκεκριμένο φόρο θα ανέλθουν στα €48,9 εκατ. (Πίνακας 7.4).

Πίνακας 7.4: Εξέλιξη αριθμού και ποσού υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων, στο σενάριο βάσης (2021-2025)

	Αριθμός υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων	Ποσό υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων	Φόρος τόκων υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων
2021	15	€2.197.179.637	€8.809.118
2022	15	€2.334.054.637	€9.357.888
2023	15	€2.694.854.637	€10.804.438
2024	15	€2.765.454.637	€11.087.494
2025	15	€2.197.179.637	€8.809.118
ΣΥΝΟΛΟ	75		€48.868.055

Πηγή: IOBE

Μέτριο σενάριο

Σε ότι αφορά στις αρχικές δημόσιες προσφορές, σημειώνεται καταρχάς ότι ο αριθμός των εταιρειών που θα αντλήσουν κεφάλαια μέσω ΑΔΠ κάθε έτος της περιόδου 2021-2025 προκύπτει από το άθροισμα εταιρειών που ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες κεφαλαιοποίησης. Σε αυτό το πλαίσιο, δημιουργήθηκαν πέντε κατηγορίες επιχειρήσεων, με βάση τη μέση κεφαλαιοποίησή τους. Η πρώτη κατηγορία αφορά στις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €10 εκατ. (σύνολο 17 επιχειρήσεις την υπό εξέταση περίοδο), η δεύτερη αυτές με κεφαλαιοποίηση €20 εκατ. (σύνολο 15 επιχειρήσεις), η τρίτη αυτές με κεφαλαιοποίηση €50 εκατ. (σύνολο 11 επιχειρήσεις), η τέταρτη αυτές με κεφαλαιοποίηση €70 εκατ. (σύνολο 10 επιχειρήσεις) και η τελευταία κατηγορία τις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €100 εκατ. (σύνολο 10 επιχειρήσεις). Η κατανομή των συγκεκριμένων εταιρειών την περίοδο 2021-2025 φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί. Από τον πίνακα αυτό προκύπτει ότι 3 επιχειρήσεις συνολικά (από όλες τις κατηγορίες κεφαλαιοποίησης) θα προβούν σε ΑΔΠ το 2021, 6 το 2022, 12 το 2023, 18 το 2024, 24 το 2025, και συνολικά 63 την περίοδο 2021-2025 (Πίνακας 7.5).

Πίνακας 7.5: Εξέλιξη αριθμού επιχειρήσεων που θα προβούν σε ΑΔΠ, ανά κατηγορία κεφαλαιοποίησης, στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	€10 εκατ.	€30 εκατ.	€50 εκατ.	€70 εκατ.	€100 εκατ.	ΣΥΝΟΛΟ
2021	1	1	0	0	1	3
2022	1	2	1	1	1	6
2023	3	3	2	2	2	12
2024	5	4	3	3	3	18
2025	7	5	5	4	3	24
ΣΥΝΟΛΟ	17	15	11	10	10	63

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ξεκινώντας με τις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, μία το 2022, τρεις το 2023, πέντε το 2024 και επτά θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2025 (σύνολο 17). Παράλληλα, γίνεται η υπόθεση ότι τα κεφάλαια που θα αντληθούν κάθε έτος της υπό εξέτασης περιόδου ανέρχονται στο 10% της μέσης κεφαλαιοποίησής τους. Έτσι, τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €1,0 εκατ. το 2021, €1,0 εκατ. το 2022, €3,0 εκατ. το 2023, €5,0 εκατ. το 2024 και σε €7,0 εκατ. το 2025, ενώ συνολικά, την υπό εξέταση περίοδο θα αντληθούν €17,0 εκατ. Αν γίνει η υπόθεση ότι η επιδότηση των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €600 χιλ. ανά ΑΔΠ, τότε την περίοδο 2021-2025 το συνολικό κόστος της συγκεκριμένης ενίσχυσης θα διαμορφωθεί σε €10,2 εκατ. (Πίνακας 7.6).

Πίνακας 7.6: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	1	€10.000.000	€1.000.000	€600.000
2022	1	€10.000.000	€1.000.000	€600.000
2023	3	€30.000.000	€3.000.000	€1.800.000
2024	5	€50.000.000	€5.000.000	€3.000.000
2025	7	€70.000.000	€7.000.000	€4.200.000
ΣΥΝΟΛΟ	17	€170.000.000	€17.000.000	€10.200.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Συνεχίζοντας με τις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, δύο το 2022, τρεις το 2023, τέσσερις το 2024 και πέντε το 2025 (συνολικά 15 επιχειρήσεις). Χρησιμοποιώντας την ίδια υπόθεση, ότι τα κεφάλαια που θα αντληθούν κάθε έτος της υπό εξέτασης περιόδου ανέρχονται στο 10% της μέσης κεφαλαιοποίησης τους, θα αντληθούν €3,0 εκατ. το 2021, €6,0 εκατ. το 2022, €9,0 εκατ. το 2023, €12,0 εκατ. το 2024, €15,0 εκατ. το 2025, και συνολικά €45,0 εκατ. την περίοδο 2021-2025. Και πάλι με τη χρήση της υπόθεσης ότι η επιδότηση των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €600 χιλ. ανά ΑΔΠ, τότε την περίοδο 2021-2025 το συνολικό κόστος αυτής θα διαμορφωθεί σε €9,0 εκατ. (Πίνακας 7.7).

Πίνακας 7.7: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	1	€30.000.000	€3.000.000	€600.000
2022	2	€60.000.000	€6.000.000	€1.200.000
2023	3	€90.000.000	€9.000.000	€1.800.000
2024	4	€120.000.000	€12.000.000	€2.400.000
2025	5	€150.000.000	€15.000.000	€3.000.000
ΣΥΝΟΛΟ	15	€450.000.000	€45.000.000	€9.000.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Προχωρώντας στις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., γίνονται και πάλι οι υποθέσεις ότι τα αντληθέντα κεφάλαια θα ανέλθουν στο 10% της κεφαλαιοποίησης τους και η επιδότηση ανά ΑΔΠ θα διαμορφωθεί στα €600 χιλ. Παράλληλα, γίνεται η υπόθεση ότι καμία επιχείρηση δεν θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2022, δύο το 2023, τρεις το 2024 και πέντε το 2025 (συνολικά 11). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €5,0 εκατ. το 2022, €10,0 εκατ. το 2023, €15,0 εκατ. το 2024, €25,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €55,0 εκατ. την περίοδο 2021-2025, ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €6,6 εκατ. (Πίνακας 7.8).

Πίνακας 7.8: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	0	€0	€0	€0
2022	1	€50.000.000	€5.000.000	€600.000
2023	2	€100.000.000	€10.000.000	€1.200.000
2024	3	€150.000.000	€15.000.000	€1.800.000
2025	5	€250.000.000	€25.000.000	€3.000.000
ΣΥΝΟΛΟ	11	€550.000.000	€55.000.000	€6.600.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Στην κατηγορία των επιχειρήσεων με μέση κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., γίνονται και πάλι οι ίδιες υποθέσεις για τα αντληθέντα κεφάλαια και την επιδότηση ανά ΑΔΠ. Παράλληλα, γίνεται η υπόθεση ότι καμία επιχείρηση δεν θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2022, δύο το 2023, τρεις το 2024 και τέσσερις το 2025 (συνολικά 10 επιχειρήσεις). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €7,0 εκατ. το 2022, €14,0 εκατ. το 2023, €21,0 εκατ. το 2024, €28,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €70,0 εκατ. την περίοδο 2021-2025, ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €6,0 εκατ. (Πίνακας 7.9).

Πίνακας 7.9: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	0	€0	€0	€0
2022	1	€70.000.000	€7.000.000	€600.000
2023	2	€140.000.000	€14.000.000	€1.200.000
2024	3	€210.000.000	€21.000.000	€1.800.000
2025	4	€280.000.000	€28.000.000	€2.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	10	€700.000.000	€70.000.000	€6.000.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Τέλος, στην περίπτωση των επιχειρήσεων με μέση κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι μία επιχείρηση θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, μία το 2022, δύο το 2023, τρεις το 2024 και τρεις το 2025 (συνολικά 10). Με βάση τις γνωστές υποθέσεις για τα αντληθέντα κεφάλαια και την επιδότηση ανά ΑΔΠ, τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €10,0 εκατ. το 2021, €10,0 εκατ. το 2022, €20,0 εκατ. το 2023, €30,0 εκατ. το 2024, €30,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €100,0 εκατ. την περίοδο 2021-2025, ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €6,0 εκατ. (Πίνακας 7.10).

Πίνακας 7.10: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	1	€100.000.000	€10.000.000	€600.000
2022	1	€100.000.000	€10.000.000	€600.000
2023	2	€200.000.000	€20.000.000	€1.200.000
2024	3	€300.000.000	€30.000.000	€1.800.000
2025	3	€300.000.000	€30.000.000	€1.800.000
ΣΥΝΟΛΟ	10	€1.000.000.000	€100.000.000	€6.000.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι την περίοδο 2021-2025, συνολικά, τρεις επιχειρήσεις θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2021, έξι το 2022, 12 το 2023, 18 το 2024, 24 το 2025, και συνολικά 63 επιχειρήσεις την υπό εξέταση περίοδο. Τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια από ΑΔΠ θα διαμορφωθούν σε €14,0 εκατ. το 2021, €29,0 εκατ. το 2022, €56,0 εκατ. το 2023, €83,0 εκατ. το 2024, €105,0 εκατ. το 2025 και συνολικά σε €287,0 εκατ. την υπό εξέταση περίοδο. Το συνολικό κόστος της επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα διαμορφωθεί στα €37,8 εκατ. (Πίνακας 7.11).

Πίνακας 7.11: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για το σύνολο των επιχειρήσεων, στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	3	€140.000.000	€14.000.000	€1.800.000
2022	6	€290.000.000	€29.000.000	€3.600.000
2023	12	€560.000.000	€56.000.000	€7.200.000
2024	18	€830.000.000	€83.000.000	€10.800.000
2025	24	€1.050.000.000	€105.000.000	€14.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	63	€2.870.000.000	€287.000.000	€37.800.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Αναφορικά με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, σημειώνεται αρχικά ότι στις επιχειρήσεις που είναι ήδη Χρηματιστήριο θα δοθεί ένα κίνητρο παραμονής σε αυτό με τη μορφή επιδότησης του κόστους παραμονής τους που ανέρχεται στα €100 χιλ. ανά εταιρεία, ανά έτος. Παράλληλα, γίνεται η υπόθεση ότι μέρος των συγκεκριμένων εταιρειών που θα λάβουν αυτή την επιδότηση θα προβούν κάποια στιγμή μέσα στην πενταετία σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Τα ποσά που θα αντλήσουν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στηρίζονται στις ακόλουθες υποθέσεις:

- κάθε έτος της πενταετίας 2021-2025 το 10% των επιχειρήσεων που παραμένουν στο Χρηματιστήριο προβαίνουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου,
- η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην οποία προβαίνουν ανέρχεται στο 10% της μέσης κεφαλαιοποίησής τους,
- η μέση κεφαλαιοποίησή τους διαμορφώνεται σε €50 εκατ.

Με βάση τις ανωτέρω υποθέσεις, το σύνολο των εταιρειών που θα παραμείνει στο Χρηματιστήριο την υπό εξέταση περίοδο θα αυξηθεί από τις 83 εταιρείες το 2021 στις 110 το 2025 (Πίνακας 7.12). Ο αριθμός αυτός προκύπτει αν γίνουν οι ακόλουθες υποθέσεις. Στις

υφιστάμενες εταιρείες που παραμένουν στο Χρηματιστήριο (80 το 2021, 83 το 2022, 84 το 2023, 89 το 2024 και 97 το 2025), προστεθούν οι νέες εταιρείες που θα εισέλθουν σε αυτό (3 το 2021, 6 το 2022, 12 το 2023, 18 το 2024 και 24 το 2025) και αφαιρεθούν οι εταιρείες που θα αποχωρήσουν από το καθεστώς επιδότησης λόγω μεγέθυσής τους (καμία το 2021, 5 το 2022, 7 το 2023, 10 το 2024 και 11 το 2025, σύνολο 33 εταιρείες).

Με βάση τις υποθέσεις που αναφέρθηκαν πιο πάνω, τα κεφάλαια που θα αντληθούν από μέρος των εταιρειών (συνολικά 44) που θα παραμείνουν στο Χρηματιστήριο, μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, θα διαμορφωθούν σε €41,5 εκατ. το 2021, €42,0 εκατ. το 2022, €44,5 εκατ. το 2023, €48,5 εκατ. το 2024 και €55,0 εκατ. το 2025, δηλαδή συνολικά €231,5 εκατ. την πενταετία 2021-2025 (Πίνακας 7.12).

Το συνολικό κόστος επιδότησης του κόστους παραμονής των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο – λαμβάνοντας υπόψη την εξέλιξη του ετήσιου αριθμού τους όπως αναφέρθηκε πιο πάνω – θα ανέλθει από τα €8,3 εκατ. το 2021 στα €11,0 το 2025, και συνολικά την υπό εξέταση περίοδο θα διαμορφωθεί στα €46,3 εκατ. (Πίνακας 7.12).

Πίνακας 7.12: Εξέλιξη αριθμού παραμενόντων εταιρειών στο Χρηματιστήριο, ποσού αντληθέντων κεφαλαίων από ΑΜΚ και επιδότησης κόστους παραμονής, στο μέτρο σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Σύνολο εταιρειών που άντλούν κεφάλαια από ΑΜΚ	Αντληθέντα Κεφάλαια από ΑΜΚ	Σύνολο επιδότησης κόστους παραμονής
2021	83	8	€41.500.000	€8.300.000
2022	84	8	€42.000.000	€8.400.000
2023	89	8	€44.500.000	€8.900.000
2024	97	9	€48.500.000	€9.700.000
2025	110	11	€55.000.000	€11.000.000
ΣΥΝΟΛΟ		44	€231.500.000	€46.300.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Σε σχέση με τις εκδόσεις νέων εταιρικών ομολόγων γίνεται η υπόθεση ότι στο σύνολο της περιόδου 2021-2025 θα ανέλθουν στις 40, με τον αριθμό τους να αυξάνεται σταδιακά από τις 3 εκδόσεις το 2021 στις 14 εκδόσεις το 2025, και με μέσο ποσό έκδοσης €4,56 εκατ. Σχετικά με το συνολικό ποσό των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων, από τα €80,0 εκατ. το 2021, θα ανέλθουν στα €150,0 εκατ. το 2022, στα €180,0 εκατ. το 2023, στα €260,0 εκατ. το 2024 και στα €330,0 εκατ. το 2025. Συνολικά, στην πενταετία 2021-2025 το ποσό των νέων εταιρικών ομολόγων θα διαμορφωθεί στο €1,0 δισεκ. οπότε το μέσο ύψος κάθε εταιρικού ομολόγου – λαμβάνοντας υπόψη το συνολικό αριθμό τους την περίοδο 2021-2025 – διαμορφώνεται στα €25,0 εκατ. (Πίνακας 7.13).

Παράλληλα, στο συγκεκριμένο σενάριο, το μέτρο ενίσχυσης της έκδοσης νέων εταιρικών ομολόγων αφορά στην επιδότηση των εξόδων έκδοσης τους, που ανέρχεται στα €150 χιλ. ανά έκδοση. Με βάση, τον αριθμό των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων της περιόδου 2021-2025, το σχετικό κόστος της επιδότησης διαμορφώνεται στα €450 χιλ. το 2021, στα €750 χιλ. το 2022, στα €1,2 εκατ. το 2023, στα €1,5 εκατ. το 2024 και στα €2,1 εκατ. το 2025, και συνολικά την υπό εξέταση περίοδο στα €6,0 εκατ. Τέλος, το συνολικό ποσό του παρακρατηθέντος φόρου εταιρικών ομολόγων την περίοδο 2021-2025 – λαμβάνοντας

υπόψη ότι αυτός θα διαμορφωθεί στο 0,40% επί του υπολοίπου των εταιρικών ομολόγων, όπως ανωτέρω – θα διαμορφωθεί στα €4,0 εκατ. (Πίνακας 7.13).

Πίνακας 7.13: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων, συνολικού κόστους επιδότησης εξόδων έκδοσης και παρακρατηθέντος φόρου τόκων νέων εταιρικών ομολόγων, στο μέτριο σενάριο (2021-2025)

	Αριθμός νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων	Ποσό νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων	Σύνολο επιδότησης εξόδων ομολόγων	Παρακρατηθείς φόρος τόκων νέων εταιρικών ομολόγων
2021	3	€80.000.000	€450.000	€320.743
2022	5	€150.000.000	€750.000	€601.393
2023	8	€180.000.000	€1.200.000	€721.671
2024	10	€260.000.000	€1.500.000	€1.042.414
2025	14	€330.000.000	€2.100.000	€1.323.064
ΣΥΝΟΛΟ	40	€1.000.000.000	€6.000.000	€4.009.284

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Υψηλό σενάριο

Σε ότι αφορά στις ΑΜΚ, το σύνολο των εταιρειών που θα ωφεληθούν από την επιδότηση παραμονής – μέρος των οποίων θα προβεί σε ΑΜΚ – προκύπτει από το άθροισμα των υφιστάμενων εταιρειών στο Χρηματιστήριο και των νέων που θα εισέλθουν σε αυτό μείον αυτών που θα αποχωρήσουν από το καθεστώς επιδότησης λόγω μεγέθυνσής τους.

Στο συγκεκριμένο σενάριο γίνεται η υπόθεση ότι ο αριθμός των υφιστάμενων επιχειρήσεων παρουσιάζεται αυξημένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο αφού αυτός θα διαμορφωθεί στις 80 το 2021 (80 στο μέτριο σενάριο), στις 86 το 2022 (83 στο μέτριο σενάριο), 93 το 2023 (84 στο μέτριο σενάριο), 110 το 2024 (89 στο μέτριο σενάριο) και στις 124 το 2025 (97 στο μέτριο σενάριο). Ο αριθμός των νέων επιχειρήσεων επίσης παρουσιάζεται αυξημένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο καθώς θα ανέλθει στις 6 το 2021 (3 στο μέτριο σενάριο), στις 12 το 2022 (6 στο μέτριο σενάριο), στις 24 το 2023 (12 στο μέτριο σενάριο), στις 24 το 2024 (18 στο μέτριο σενάριο) και στις 24 το 2025 (24 στο μέτριο σενάριο), και συνολικά στις 90 νέες επιχειρήσεις (63 στο μέτριο σενάριο). Τέλος, ο αριθμός αυτών που θα αποχωρήσουν από το καθεστώς επιδότησης λόγω μεγέθυνσής τους παραμένει ίδιος με το μέτριο σενάριο, δηλαδή ανέρχεται στις 33 επιχειρήσεις (καμία το 2021, 5 το 2022, 7 το 2023, 10 το 2024 και 11 το 2025).

Σαν αποτέλεσμα των ανωτέρω, το σύνολο των εταιρειών που τελικά θα παραμείνει στο Χρηματιστήριο παρουσιάζεται αυξημένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο. Πιο συγκεκριμένα, ο αριθμός τους θα αυξηθεί από τις 86 εταιρείες το 2021 (83 στο μέτριο σενάριο), στις 93 το 2022 (84 στο μέτριο), στις 110 το 2023 (89 στο μέτριο), στις 124 το 2024 (97 στο μέτριο) και στις 137 το 2025 (110 στο μέτριο) (Πίνακας 7.14).

Με βάση τις υποθέσεις που αναφέρθηκαν πιο πάνω, τα κεφάλαια που θα αντληθούν από μέρος των εταιρειών (συνολικά 53) που θα παραμείνουν στο Χρηματιστήριο, μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, θα διαμορφωθούν σε €43,0 εκατ. το 2021, €46,5 εκατ. το 2022, €55,0 εκατ. το 2023, €62,0 εκατ. το 2024 και €68,5 εκατ. το 2025, δηλαδή συνολικά €275,0 εκατ. (Πίνακας 7.14).

Το συνολικό κόστος επιδότησης του κόστους παραμονής των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο – λαμβάνοντας υπόψη την εξέλιξη του ετήσιου αριθμού τους όπως αναφέρθηκε πιο πάνω – θα ανέλθει από τα €10,3 εκατ. το 2021 στα €16,4 το 2025, και συνολικά την υπό εξέταση περίοδο στα €66,0 εκατ. (Πίνακας 7.14).

Πίνακας 7.14: Εξέλιξη αριθμού παραμενόντων εταιρειών στο Χρηματιστήριο, ποσού αντληθέντων κεφαλαίων από ΑΜΚ και επιδότησης κόστους παραμονής, στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Σύνολο εταιρειών που αντλούν κεφάλαια από ΑΜΚ	Αντληθέντα Κεφάλαια από ΑΜΚ	Σύνολο επιδότησης κόστους παραμονής
2021	86	8	€43.000.000	€10.320.000
2022	93	9	€46.500.000	€11.160.000
2023	110	11	€55.000.000	€13.200.000
2024	124	12	€62.000.000	€14.880.000
2025	137	13	€68.500.000	€16.440.000
ΣΥΝΟΛΟ		53	€275.000.000	€66.000.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Σε ότι αφορά στις αρχικές δημόσιες προσφορές, καταρχάς θα πρέπει να καθορισθεί ο αριθμός των εταιρειών που θα αντλήσουν κεφάλαια με κριτήριο τη μέση κεφαλαιοποίηση τους. Στο υψηλό σενάριο, γίνεται η υπόθεση ότι ο αριθμός τους παρουσιάζεται αυξημένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο (90 έναντι 63 επιχειρήσεων). Έτσι, οι επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €10 εκατ. ανέρχονται σε 22 (17 στο μέτριο σενάριο), αυτές με μέση κεφαλαιοποίηση €20 εκατ. σε 24 (15 στο μέτριο σενάριο), αυτές με μέση κεφαλαιοποίηση €50 εκατ. σε 14 (11 στο μέτριο σενάριο), αυτές με μέση κεφαλαιοποίηση €70 εκατ. σε 14 (10 στο μέτριο σενάριο) και οι επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €100 εκατ. ανέρχονται σε 16 (10 στο μέτριο σενάριο). Η κατανομή του αριθμού των συγκεκριμένων εταιρειών την περίοδο 2021-2025 φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί. Από τον πίνακα αυτό προκύπτει ότι έξι (06) επιχειρήσεις συνολικά (από όλες τις κατηγορίες κεφαλαιοποίησης) θα προβούν σε ΑΔΠ το 2021, 12 το 2022, και από 24 κατ' έτος τα έτη 2023, 2024 και 2025, δηλαδή συνολικά 90 επιχειρήσεις (63 στο μέτριο σενάριο) την περίοδο 2021-2025 (Πίνακας 7.15).

Πίνακας 7.15: Εξέλιξη αριθμού επιχειρήσεων που θα προβούν σε ΑΔΠ, ανά κατηγορία κεφαλαιοποίησης, στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	€10 εκατ.	€30 εκατ.	€50 εκατ.	€70 εκατ.	€100 εκατ.	ΣΥΝΟΛΟ
2021	2	2	0	0	2	6
2022	2	4	2	2	2	12
2023	6	6	4	4	4	24
2024	6	6	4	4	4	24
2025	6	6	4	4	4	24
ΣΥΝΟΛΟ	22	24	14	14	16	90

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ξεκινώντας με τις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., δύο θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2021, δύο το 2022, και από έξι κατ' έτος τα έτη 2023, 2024 και 2025 (συνολικά 22 επιχειρήσεις). Τα κεφάλαια που θα αντλήσουν θα διαμορφωθούν σε €2,0 εκατ. κατ' έτος τα έτη 2021 και 2022 και σε €6,0 εκατ. κατ' έτος την τριετία 2023-2025.

Συνολικά, την υπό εξέταση περίοδο θα αντληθούν €22,0 εκατ., ενώ το συνολικό κόστος της επιδότησης εξόδων θα ανέλθει την πενταετία 2021-2025 στα €13,2 εκατ. (Πίνακας 7.16).

Πίνακας 7.16: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	2	€20.000.000	€2.000.000	€1.200.000
2022	2	€20.000.000	€2.000.000	€1.200.000
2023	6	€60.000.000	€6.000.000	€3.600.000
2024	6	€60.000.000	€6.000.000	€3.600.000
2025	6	€60.000.000	€6.000.000	€3.600.000
ΣΥΝΟΛΟ	22	€220.000.000	€22.000.000	€13.200.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Συνεχίζοντας με τις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., δύο θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2021, τέσσερις το 2022, και από έξι κατ' έτος την τριετία 2023-2025 (συνολικά 24 επιχειρήσεις). Τα κεφάλαια που θα αντληθούν κάθε έτος της υπό εξέτασης περιόδου ανέρχονται σε €6,0 εκατ. το 2021, €12,0 εκατ. το 2022, και σε €18,0 εκατ. κατ' έτος την περίοδο 2023-2025, και συνολικά σε €72,0 εκατ. την πενταετία 2021-2025. Και πάλι, με τη χρήση της υπόθεσης ότι η επιδότηση των εξόδων θα ανέλθει σε €600 χιλ. ανά ΑΔΠ, τότε την περίοδο 2021-2025 το συνολικό κόστος αυτής θα διαμορφωθεί σε €14,4 εκατ. (Πίνακας 7.17).

Πίνακας 7.17: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	2	€60.000.000	€6.000.000	€1.200.000
2022	4	€120.000.000	€12.000.000	€2.400.000
2023	6	€180.000.000	€18.000.000	€3.600.000
2024	6	€180.000.000	€18.000.000	€3.600.000
2025	6	€180.000.000	€18.000.000	€3.600.000
ΣΥΝΟΛΟ	24	€720.000.000	€72.000.000	€14.400.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Προχωρώντας στις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι καμία επιχείρηση δεν θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, δύο θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2022, και από τέσσερις κατ' έτος την περίοδο 2023-2025 (συνολικά 14). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €10,0 εκατ. το 2022, €20,0 εκατ. το 2023, €20,0 εκατ. το 2024, €20,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €70,0 εκατ. την περίοδο 2021-2025, ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €8,4 εκατ. (Πίνακας 7.18).

Πίνακας 7.18: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	0	€0	€0	€0
2022	2	€100.000.000	€10.000.000	€1.200.000
2023	4	€200.000.000	€20.000.000	€2.400.000
2024	4	€200.000.000	€20.000.000	€2.400.000
2025	4	€200.000.000	€20.000.000	€2.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	14	€700.000.000	€70.000.000	€8.400.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Στην κατηγορία των επιχειρήσεων με μέση κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι καμία επιχείρηση δεν θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, δύο θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2022, και από τέσσερις κατ' έτος την τριετία 2023-2025 (συνολικά 14). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €14,0 εκατ. το 2022, και σε €28,0 εκατ. κατ' έτος την τριετία 2023-2025 (συνολικά σε €98,0 εκατ.), ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει στα €8,4 εκατ. (Πίνακας 7.19).

Πίνακας 7.19: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	0	€0	€0	€0
2022	2	€140.000.000	€14.000.000	€1.200.000
2023	4	€280.000.000	€28.000.000	€2.400.000
2024	4	€280.000.000	€28.000.000	€2.400.000
2025	4	€280.000.000	€28.000.000	€2.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	14	€980.000.000	€98.000.000	€8.400.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Τέλος στην κατηγορία των επιχειρήσεων με μέση κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι δύο επιχειρήσεις θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2021, δύο το 2022 κι από τέσσερις κατ' έτος την περίοδο 2023-2025 (συνολικά 16 επιχειρήσεις). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €20,0 εκατ. κατ' έτος τη διετία 2021-2022 και τα €40,0 εκατ. κατ' έτος την τριετία 2023-2025 (συνολικά €160,0 εκατ.), ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €9,6 εκατ. (Πίνακας 7.20).

Πίνακας 7.20: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	2	€200.000.000	€20.000.000	€1.200.000
2022	2	€200.000.000	€20.000.000	€1.200.000
2023	4	€400.000.000	€40.000.000	€2.400.000
2024	4	€400.000.000	€40.000.000	€2.400.000
2025	4	€400.000.000	€40.000.000	€2.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	16	€1.600.000.000	€160.000.000	€9.600.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι την περίοδο 2021-2025, συνολικά, έξι επιχειρήσεις θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2021, 12 το 2022, 24 το 2023, 24 το 2024, 24 το 2025, και συνολικά 90 επιχειρήσεις την υπό εξέταση περίοδο. Τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια από ΑΔΠ θα διαμορφωθούν σε €28,0 εκατ. το 2021, €58,0 εκατ. το 2022, €112,0 εκατ. το 2023, €112,0 εκατ. το 2024, €112,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €422,0 εκατ. την υπό εξέταση περίοδο. Το κόστος της επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ στο σύνολο της πενταετίας θα διαμορφωθεί στα €54,0 εκατ. (Πίνακας 7.21).

Πίνακας 7.21: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για το σύνολο των επιχειρήσεων, στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	6	€280.000.000	€28.000.000	€3.600.000
2022	12	€580.000.000	€58.000.000	€7.200.000
2023	24	€1.120.000.000	€112.000.000	€14.400.000
2024	24	€1.120.000.000	€112.000.000	€14.400.000
2025	24	€1.120.000.000	€112.000.000	€14.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	90	€4.220.000.000	€422.000.000	€54.000.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Σε σχέση με τις εκδόσεις νέων εταιρικών ομολόγων, όπως και στο μέτριο σενάριο, γίνεται η υπόθεση ότι στο σύνολο της περιόδου 2021-2025 θα ανέλθουν στις 40, με τον αριθμό τους να αυξάνεται σταδιακά από τις 3 εκδόσεις το 2021 στις 14 εκδόσεις το 2025. Σχετικά με το ποσό των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων, από τα €80,0 εκατ. το 2021, θα ανέλθουν στα €150,0 εκατ. το 2022, στα €180,0 εκατ. το 2023, στα €260,0 εκατ. το 2024 και στα €330,0 εκατ. το 2025. Συνολικά, στην πενταετία το ποσό των νέων εταιρικών ομολόγων θα διαμορφωθεί στο €1,0 δισεκ. (Πίνακας 7.22).

Το κόστος της επιδότησης εξόδων έκδοσης εταιρικών ομολόγων διαμορφώνεται, όπως και στο μέτριο σενάριο, στα €450 χιλ. το 2021, στα €750 χιλ. το 2022, στα €1,2 εκατ. το 2023, στα €1,5 εκατ. το 2024 και στα €2,1 εκατ. το 2025. Συνολικά την υπό εξέταση περίοδο το συγκεκριμένο κόστος διαμορφώνεται στα €6,0 εκατ. Τέλος, το συνολικό ποσό του παρακρατηθέντος φόρου εταιρικών ομολόγων την περίοδο 2021-2025 θα διαμορφωθεί – όπως και στο μέτριο σενάριο – στα €4,0 εκατ. (Πίνακας 7.22).

Πίνακας 7.22: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων, συνολικού κόστους επιδότησης εξόδων έκδοσης και παρακρατηθέντος φόρου τόκων νέων εταιρικών ομολόγων, στο υψηλό σενάριο (2021-2025)

	Αριθμός νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων	Ποσό νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων	Σύνολο επιδότησης εξόδων ομολόγων	Παρακρατηθείς φόρος τόκων νέων εταιρικών ομολόγων
2021	3	€80.000.000	€450.000	€320.743
2022	5	€150.000.000	€750.000	€601.393
2023	8	€180.000.000	€1.200.000	€721.671
2024	10	€260.000.000	€1.500.000	€1.042.414
2025	14	€330.000.000	€2.100.000	€1.323.064
ΣΥΝΟΛΟ	40	€1.000.000.000	€6.000.000	€4.009.284

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Χαμηλό σενάριο

Οι υποθέσεις που ισχύουν στο μέτριο και στο υψηλό σενάριο, ισχύουν και στην περίπτωση του χαμηλού σεναρίου με τη μόνη διαφοροποίηση, ότι η επιδότηση εξόδων παραμονής στο Χρηματιστήριο ανέρχεται στο χαμηλό σενάριο στις €80,0 χιλ. ανά εταιρεία, ανά έτος (και όχι στις €100,0 χιλ. όπως στο μέτριο σενάριο ή στις €120,0 χιλ. όπως στο υψηλό σενάριο).

Όπως αναφέρθηκε και στα προηγούμενα δύο σενάρια σχετικά με τις αρχικές δημόσιες προσφορές, θα πρέπει να καθορισθεί ο αριθμός των εταιρειών που θα αντλήσουν κεφάλαια με κριτήριο τη μέση κεφαλαιοποίηση τους. Έτσι, γίνεται η υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €10 εκατ. ανέρχονται σε 13 (17 στο μέτριο σενάριο), αυτές με μέση κεφαλαιοποίηση €20 εκατ. σε 12 (15 στο μέτριο σενάριο), αυτές με μέση κεφαλαιοποίηση €50 εκατ. σε 9 (11 στο μέτριο σενάριο), αυτές με μέση κεφαλαιοποίηση €70 εκατ. σε 8 (10 στο μέτριο σενάριο) και οι επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €100 εκατ. ανέρχονται σε 6 (10 στο μέτριο σενάριο). Συνολικά, ο αριθμός τους παρουσιάζεται μειωμένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο (48 έναντι 63 επιχειρήσεων). Η κατανομή του αριθμού των συγκεκριμένων εταιρειών την περίοδο 2021-2025 φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί. Από τον πίνακα αυτό προκύπτει ότι τρεις επιχειρήσεις συνολικά (από όλες τις κατηγορίες κεφαλαιοποίησης) θα προβούν σε ΑΔΠ το 2021, έξι το 2022, εννέα το 2023, 12 το 2024 και 18 το 2025 (Πίνακας 7.23).

Πίνακας 7.23: Εξέλιξη αριθμού επιχειρήσεων που θα προβούν σε ΑΔΠ, ανά κατηγορία κεφαλαιοποίησης, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	€10 εκατ.	€30 εκατ.	€50 εκατ.	€70 εκατ.	€100 εκατ.	ΣΥΝΟΛΟ
2021	1	1	0	0	1	3
2022	1	2	1	1	1	6
2023	2	2	2	2	1	9
2024	4	3	2	2	1	12
2025	5	4	4	3	2	18
ΣΥΝΟΛΟ	13	12	9	8	6	48

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ξεκινώντας με τις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, μία το 2022, δύο το 2023, τέσσερις το 2024 και πέντε 2025 (συνολικά 13 επιχειρήσεις). Τα κεφάλαια που θα αντλήσουν θα διαμορφωθούν σε €1,0 εκατ. το 2021, €1,0 εκατ. το 2022, €2,0 εκατ. το 2023, €4,0 εκατ. το 2024 και €5,0 εκατ. το 2025. Συνολικά, την υπό εξέταση περίοδο θα αντληθούν €13,0 εκατ., ενώ το συνολικό κόστος της επιδότησης εξόδων θα ανέλθει την πενταετία 2021-2025 στα €7,8 εκατ. (Πίνακας 7.24).

Πίνακας 7.24: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €10 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	1	€10.000.000	€1.000.000	€600.000
2022	1	€10.000.000	€1.000.000	€600.000
2023	2	€20.000.000	€2.000.000	€1.200.000
2024	4	€40.000.000	€4.000.000	€2.400.000
2025	5	€50.000.000	€5.000.000	€3.000.000
ΣΥΝΟΛΟ	13	€130.000.000	€13.000.000	€7.800.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Συνεχίζοντας με τις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, δύο το 2022, δύο το 2023, τρεις το 2024 και τέσσερις (04) το 2025 (συνολικά 12 επιχειρήσεις). Τα κεφάλαια που θα αντληθούν κάθε έτος της υπό εξέτασης περιόδου ανέρχονται σε €3,0 εκατ. το 2021, €6,0 εκατ. το 2022, €6,0 εκατ. το 2023, €9,0 εκατ. το 2024, €12,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €36,0 εκατ. την πενταετία 2021-2025. Με χρήση της υπόθεσης ότι η επιδότηση των εξόδων θα ανέλθει σε €600 χιλ. ανά ΑΔΠ, τότε την περίοδο 2021-2025 το συνολικό κόστος αυτής θα διαμορφωθεί σε €7,2 εκατ. (Πίνακας 7.25).

Πίνακας 7.25: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €30 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	1	€30.000.000	€3.000.000	€600.000
2022	2	€60.000.000	€6.000.000	€1.200.000
2023	2	€60.000.000	€6.000.000	€1.200.000
2024	3	€90.000.000	€9.000.000	€1.800.000
2025	4	€120.000.000	€12.000.000	€2.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	12	€360.000.000	€36.000.000	€7.200.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Προχωρώντας στις επιχειρήσεις με μέση κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι καμία επιχείρηση δεν θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2022, από δύο κατ' έτος τη διετία 2023-2024 και τέσσερις το 2025 (συνολικά 9). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €5,0 εκατ. το 2022, €10,0 εκατ. το 2023, €10,0 εκατ. το 2024, €20,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €45,0 εκατ. την περίοδο 2021-2025, ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €5,4 εκατ. (Πίνακας 7.26).

Πίνακας 7.26: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €50 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	0	€0	€0	€0
2022	1	€50.000.000	€5.000.000	€600.000
2023	2	€100.000.000	€10.000.000	€1.200.000
2024	2	€100.000.000	€10.000.000	€1.200.000
2025	4	€200.000.000	€20.000.000	€2.400.000
ΣΥΝΟΛΟ	9	€450.000.000	€45.000.000	€5.400.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Στην κατηγορία των επιχειρήσεων με μέση κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι καμία επιχείρηση δεν θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2021, μία θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ το 2022, δύο 2023, δύο το 2024 και τρεις το 2025 (συνολικά 8). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €7,0 εκατ. το 2022, €14,0 εκατ. το 2023, €14,0 εκατ. το 2024 και σε €21,0 εκατ. 2025 (συνολικά σε €56,0 εκατ.), ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει στα €4,8 εκατ. (Πίνακας 7.27).

Πίνακας 7.27: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €70 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	0	€0	€0	€0
2022	1	€70.000.000	€7.000.000	€600.000
2023	2	€140.000.000	€14.000.000	€1.200.000
2024	2	€140.000.000	€14.000.000	€1.200.000
2025	3	€210.000.000	€21.000.000	€1.800.000
ΣΥΝΟΛΟ	8	€560.000.000	€56.000.000	€4.800.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Τέλος στην κατηγορία των επιχειρήσεων με μέση κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., γίνεται η υπόθεση ότι από μία επιχείρηση κατ' έτος θα πραγματοποιήσει ΑΔΠ την τετραετία 2021-2024 και δύο το 2025 (συνολικά 6 επιχειρήσεις). Τα αντληθέντα κεφάλαια θα διαμορφωθούν σε €10,0 εκατ. κατ' έτος την περίοδο 2021-2024 και σε €20,0 εκατ. το 2025 (συνολικά €60,0 εκατ.), ενώ το συνολικό κόστος επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ θα ανέλθει σε €3,6 εκατ. (Πίνακας 7.28).

Πίνακας 7.28: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για επιχειρήσεις με κεφαλαιοποίηση €100 εκατ., στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	1	€100.000.000	€10.000.000	€600.000
2022	1	€100.000.000	€10.000.000	€600.000
2023	1	€100.000.000	€10.000.000	€600.000
2024	1	€100.000.000	€10.000.000	€600.000
2025	2	€200.000.000	€20.000.000	€1.200.000
ΣΥΝΟΛΟ	6	€600.000.000	€60.000.000	€3.600.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι την περίοδο 2021-2025, συνολικά, τρεις επιχειρήσεις θα πραγματοποιήσουν ΑΔΠ το 2021, έξι το 2022, εννέα το 2023, 12 το 2024, 18 το 2025, και συνολικά 48 επιχειρήσεις την υπό εξέταση περίοδο. Τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια από ΑΔΠ θα διαμορφωθούν σε €14,0 εκατ. το 2021, €29,0 εκατ. το 2022, €42,0 εκατ. το 2023, €47,0 εκατ. το 2024, €78,0 εκατ. το 2025, και συνολικά σε €210,0 εκατ. την υπό εξέταση περίοδο. Το συνολικό κόστος της επιδότησης των εξόδων ΑΔΠ στο σύνολο της πενταετίας θα διαμορφωθεί στα €28,8 εκατ. (Πίνακας 7.29).

Πίνακας 7.29: Εξέλιξη αριθμού εταιρειών που προβαίνουν σε ΑΔΠ, ποσού ΑΔΠ, αντληθέντων κεφαλαίων και επιδότησης εξόδων, για το σύνολο των επιχειρήσεων, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Αρχική δημόσια προσφορά	Αντληθέντα κεφάλαια	Επιδότηση εξόδων
2021	3	€140.000.000	€14.000.000	€1.800.000
2022	6	€290.000.000	€29.000.000	€3.600.000
2023	9	€420.000.000	€42.000.000	€5.400.000
2024	12	€470.000.000	€47.000.000	€7.200.000
2025	18	€780.000.000	€78.000.000	€10.800.000
ΣΥΝΟΛΟ	48	€2.100.000.000	€210.000.000	€28.800.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Συνεχίζοντας με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, το σύνολο των μικρομεσαίων εταιρειών που θα είναι επιλέξιμες για την επιδότηση παραμονής – μέρος των οποίων θα προβεί σε ΑΜΚ – προκύπτει από το άθροισμα των υφιστάμενων εταιρειών στο Χρηματιστήριο και των νέων που θα εισέλθουν σε αυτό εκτός αυτών που θα αποχωρήσουν από το καθεστώς επιδότησης λόγω μεγέθυνσής τους.

Σε αυτό το σενάριο γίνεται η υπόθεση ότι ο αριθμός των υφιστάμενων επιχειρήσεων παρουσιάζεται μειωμένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο αφού θα διαμορφωθεί στις 80 το 2021 (80 στο μέτριο σενάριο), στις 83 το 2022 (83 στο μέτριο σενάριο), 84 το 2023 (84 στο μέτριο σενάριο), 86 το 2024 (89 στο μέτριο σενάριο) και στις 88 το 2025 (97 στο μέτριο σενάριο). Ομοίως, ο αριθμός των νέων επιχειρήσεων παρουσιάζεται μειωμένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο καθώς θα ανέλθει στις 3 το 2021 (3 στο μέτριο σενάριο), στις 6 το 2022 (6 στο μέτριο σενάριο), στις 9 το 2023 (12 στο μέτριο σενάριο), στις 12 το 2024 (18 στο μέτριο σενάριο) και στις 18 το 2025 (24 στο μέτριο σενάριο), και συνολικά στις 48 νέες επιχειρήσεις (63 στο μέτριο σενάριο). Τέλος, η υπόθεση αναφορικά με τον αριθμό αυτών που θα αποχωρήσουν από το καθεστώς επιδότησης λόγω μεγέθυνσής τους παραμένει ίδια με το μέτριο σενάριο (καμία το 2021, 5 το 2022, 7 το 2023, 10 το 2024 και 11 το 2025, δηλαδή συνολικά 33 επιχειρήσεις).

Σαν αποτέλεσμα των ανωτέρω, το σύνολο των εταιρειών που τελικά θα παραμείνει στο Χρηματιστήριο επίσης παρουσιάζεται μειωμένος συγκριτικά με το μέτριο σενάριο. Πιο συγκεκριμένα, ο αριθμός τους θα διαμορφωθεί στις 83 εταιρείες το 2021 (83 στο μέτριο σενάριο), στις 84 το 2022 (84 στο μέτριο σενάριο), στις 86 το 2023 (89 στο μέτριο σενάριο), στις 88 το 2024 (97 στο μέτριο σενάριο) και στις 95 το 2025 (110 στο μέτριο σενάριο) (Πίνακας 7.30).

Με βάση τις υποθέσεις που αναφέρθηκαν πιο πάνω, τα κεφάλαια που θα αντληθούν από μέρος των εταιρειών (συνολικά 41) που θα παραμείνουν στο Χρηματιστήριο, μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου θα διαμορφωθούν σε €41,5 εκατ. το 2021, €42,0 εκατ. το 2022, €43,0 εκατ. το 2023, €44,0 εκατ. το 2024 και €47,5 εκατ. το 2025, δηλαδή συνολικά σε €218,0 εκατ. (Πίνακας 7.30).

Το συνολικό κόστος επιδότησης του κόστους παραμονής των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο θα ανέλθει από τα €6,64 εκατ. το 2021 στα €7,6 το 2025, και συνολικά την υπό εξέταση περίοδο στα €34,9 εκατ. (Πίνακας 7.30).

Πίνακας 7.30: Εξέλιξη αριθμού παραμενόντων εταιρειών στο Χρηματιστήριο, ποσού αντληθέντων κεφαλαίων από ΑΜΚ και επιδότησης κόστους παραμονής, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Σύνολο εταιρειών	Σύνολο εταιρειών που άντλούν κεφάλαια από ΑΜΚ	Αντληθέντα Κεφάλαια από ΑΜΚ	Σύνολο επιδότησης κόστους παραμονής
2021	83	8	€41.500.000	€6.640.000
2022	84	8	€42.000.000	€6.720.000
2023	86	8	€43.000.000	€6.880.000
2024	88	8	€44.000.000	€7.040.000
2025	95	9	€47.500.000	€7.600.000
ΣΥΝΟΛΟ		41	€218.000.000	€34.880.000

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Αναφορικά με τις εκδόσεις νέων εταιρικών ομολόγων, όπως και στα δύο προηγούμενα σενάρια, τα μεγέθη δεν διαφοροποιούνται. Έτσι, γίνεται η υπόθεση ότι στο σύνολο της περιόδου 2021-2025 οι νέες εκδόσεις θα ανέλθουν στις 40, με τον αριθμό τους να αυξάνεται σταδιακά από τις 3 εκδόσεις το 2021 στις 14 εκδόσεις το 2025. Σχετικά με το ποσό των νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων, από τα €80,0 εκατ. το 2021 θα ανέλθουν σταδιακά στα €330,0 εκατ. το 2025. Συνολικά, στην πενταετία το ποσό των νέων εταιρικών ομολόγων θα διαμορφωθεί στο €1,0 δισεκ. (Πίνακας 7.31).

Το κόστος της επιδότησης εξόδων έκδοσης εταιρικών ομολόγων διαμορφώνεται, όπως στα δύο προηγούμενα σενάρια στα €450 χιλ. το 2021, στα €750 χιλ. το 2022, στα €1,2 εκατ. το 2023, στα €1,5 εκατ. το 2024 και στα €2,1 εκατ. το 2025. Συνολικά την υπό εξέταση περίοδο το συγκεκριμένο κόστος διαμορφώνεται στα €6,0 εκατ., ενώ το συνολικό ποσό του παρακρατηθέντος φόρου εταιρικών ομολόγων την περίοδο 2021-2025 θα διαμορφωθεί στα €4,0 εκατ. (Πίνακας 7.31).

Πίνακας 7.31: Εξέλιξη αριθμού και ποσού νέων εκδόσεων, συνολικού κόστους επιδότησης εξόδων έκδοσης και παρακρατηθέντος φόρου τόκων νέων εταιρικών ομολόγων, στο χαμηλό σενάριο (2021-2025)

	Αριθμός νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων	Ποσό νέων εκδόσεων εταιρικών ομολόγων	Σύνολο επιδότησης εξόδων ομολόγων	Παρακρατηθείς φόρος τόκων νέων εταιρικών ομολόγων
2021	3	€80.000.000	€450.000	€320.743
2022	5	€150.000.000	€750.000	€601.393
2023	8	€180.000.000	€1.200.000	€721.671
2024	10	€260.000.000	€1.500.000	€1.042.414
2025	14	€330.000.000	€2.100.000	€1.323.064
ΣΥΝΟΛΟ	40	€1.000.000.000	€6.000.000	€4.009.284

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών **Επεξεργασία στοιχείων:** IOBE

Πίνακας 7.32: Κίνητρα στο σκέλος της προσφοράς ανά σενάριο, κόστος των αυτών και αποτελέσματα των κινήτρων στο ύψος των νέων αντλούμενων κεφαλαίων

	Υψηλό	Μέτριο	Χαμηλό
Επιδότηση έκδοσης ομολόγων (€ χιλ.)	150,0	150,0	150,0
Επιδότηση παραμονής στο ΧΑΑ ανά έτος (€ χιλ.)	120,0	100,0	80,0
Επιδότηση εισαγωγής μέσω ΑΔΠ (€ χιλ.)	600,0	600,0	600,0
% υφιστάμενων εταιρειών που κάνουν ΑΜΚ	10,0%	10,0%	10,0%
Ποσό ΑΜΚ ως % της μέσης κεφαλαιοποίησης	10,0%	10,0%	10,0%
Μέση κεφαλαιοποίηση υφιστάμενων εταιρειών που κάνουν ΑΜΚ (€ εκατ.)	50,0	50,0	50,0
Ποσό ΑΔΠ ως 10% της μέσης κεφαλαιοποίησης	10,0%	10,0%	10,0%
% φορολογίας νέων εταιρικών ομολόγων, ως % της συνολικής ονομαστικής αξίας τους	0,40%	0,40%	0,40%
Αριθμός νέων ομολόγων στην 5-ετία	40	40	40
Αριθμός νέων ΑΜΚ στην 5-ετία	53	44	41
Αριθμός νέων ΑΔΠ στην 5-ετία	90	63	48
Νέα αντληθέντα κεφάλαια από νέες εκδόσεις ομολόγων στην 5-ετία (€ εκατ.)	1.000,0	1.000,0	1.000,0
Νέα αντληθέντα κεφάλαια από νέες ΑΜΚ στην 5-ετία (€ εκατ.)	275,0	231,5	218,0
Νέα αντληθέντα κεφάλαια από νέες ΑΔΠ στην 5-ετία (€ εκατ.)	422,0	287,0	210,0
Σύνολο νέων αντληθέντων κεφαλαίων (€ εκατ.)	1.697,0	1.518,5	1.428,0
Δημοσιονομικό κόστος νέων εταιρικών ομολόγων στην 5-ετία (€ εκατ.)	6,0	6,0	6,0
Δημοσιονομικό κόστος νέων ΑΜΚ στην 5-ετία (€ εκατ.)	66,0	46,3	34,9
Δημοσιονομικό κόστος νέων ΑΔΠ στην 5-ετία (€ εκατ.)	54,0	37,8	28,8
Κατάργηση φόρου τοκομεριδίου στα ομόλογα στην 5-ετία (€ εκατ.)	48,9	48,9	48,9
Δημοσιονομικό κόστος από κατάργηση ΦΣΚ (€ εκατ.)	20,6	20,6	20,6
Δημοσιονομικό όφελος από αύξηση συναλλαγών (€ εκατ.)	11,8	9,0	7,5
Καθαρό δημοσιονομικό κόστος (€ εκατ.)	183,7	150,5	131,6

Πηγή: IOBE

7.2 Περιγραφή του μακροοικονομικού υποδείγματος

Το Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) είναι ένα δυναμικό στοχαστικό μακροοικονομικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (DSGE model) ανοικτών οικονομιών (πολύ-περιφερειακό υπόδειγμα) που αναπτύχθηκε και χρησιμοποιείται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο για τη μελέτη των επιδράσεων μεταβολών στην οικονομική πολιτική.

Στο πλαίσιο της εκδοχής του υποδείγματος που υλοποιήθηκε, η παγκόσμια οικονομία διαιρείται σε τρεις οικονομικές περιοχές – την Ελλάδα, την Ευρωζώνη πλην της Ελλάδος και τον υπόλοιπο κόσμο. Σε κάθε περιοχή, υπάρχουν δύο είδη νοικοκυριών, διαφοροποιούμενα ανάλογα με τη δυνατότητά τους να έχουν πρόσβαση στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα νοικοκυριά που έχουν πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες έχουν την δυνατότητα να αποταμιεύουν. Την αξιοποιούν, προγραμματίζοντας την κατανάλωση και αποταμίευσή τους σε δεδομένο βάθος χρόνου, έτσι ώστε να μεγιστοποιήσουν την διαχρονική τους ευημερία. Ο προγραμματισμός των νοικοκυριών αυτών αφορά ένα πεπερασμένο βάθος χρόνου («μυωπικά» νοικοκυριά/κάθε νοικοκυριό έχει πεπερασμένη διάρκεια ζωής).

Τα νοικοκυριά που δεν έχουν πρόσβαση στον χρηματοπιστωτικό τομέα δεν έχουν δυνατότητα αποταμίευσης. Μεγιστοποιούν την ευημερία τους καταναλώνοντας σε κάθε περίοδο το σύνολο του εισοδήματος που εισέπραξαν εντός της περιόδου, μετά την πληρωμή φόρων.

Όλα τα νοικοκυριά προσφέρουν την εργασία τους σε συνδικάτα, τα οποία στην συνέχεια προσφέρουν την εργασία στις επιχειρήσεις. Τα νοικοκυριά λαμβάνουν εισόδημα για την εργασία τους, αγοράζουν καταναλωτικά αγαθά και πληρώνουν φόρους.

Η παραγωγή γίνεται από μονοπωλιακά ανταγωνιστικές επιχειρήσεις σε μία σειρά από στάδια (βαθμίδες). Οι επιχειρήσεις ανήκουν στα νοικοκυριά που έχουν πρόσβαση στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις έχουν επίσης πεπερασμένο χρονικό ορίζοντα προγραμματισμού, εντός του οποίου επιδιώκουν την μεγιστοποίηση των κερδών τους.

Στο αρχικό στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας, η παραγωγή διεξάγεται από επιχειρήσεις που παράγουν εμπορεύσιμα και μη-εμπορεύσιμα αγαθά. Οι πρωτοβάθμιες αυτές επιχειρήσεις προμηθεύονται κεφαλαιουχικές υπηρεσίες από επιχειρηματίες και εργασία από μονοπωλιακά ανταγωνιστικά συνδικάτα.

Κατά την τιμολόγηση του προϊόντος τους, οι επιχειρήσεις αυτές αντιμετωπίζουν δυσκαμψία τιμών (ονομαστικές δυσκαμψίες-nominal rigidities). Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις αυτές αντιμετωπίζουν κόστος αν μεταβάλλουν την τιμή του προϊόντος τους, με το κόστος αυτό να είναι ανάλογο της μεταβολής της τιμής.

Οι πρωτοβάθμιες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν επίσης δυσκαμψία στην μεταβολή της ποσότητας εργασίας που χρησιμοποιούν (πραγματικές δυσκαμψίες-real rigidities). Η μεταβολή της ποσότητας εργασίας που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις συνεπάγεται κόστος για αυτές, ανάλογο της μεταβολής.

Υπάρχουν επίσης παραγωγοί κεφαλαιουχικών αγαθών, οι οποίοι αντιμετωπίζουν κόστη μεταβολής του ύψους των επενδύσεών τους. Οι επιχειρηματίες αγοράζουν το απόθεμα κεφαλαίου από τους παραγωγούς κεφαλαιουχικών αγαθών και το εκμισθώνουν στις πρωτοβάθμιες επιχειρήσεις. Οι επιχειρηματίες χρηματοδοτούν τα κεφάλαιά τους με έναν συνδυασμό εσωτερικής και εξωτερικής χρηματοδότησης.

Τα συνδικάτα προμηθεύονται εργασία από τα νοικοκυριά και αντιμετωπίζουν δυσκαμψίες στον καθορισμό του ύψους του μισθού. Οι πρωτοβάθμιοι παραγωγοί πωλούν το προϊόν τους σε εγχώριους διανομείς και σε αντιπροσώπους/εισαγωγείς που ανήκουν σε εγχώρια νοικοκυριά αλλά δραστηριοποιούνται σε κάθε προορισμό εξαγωγών (σε κάθε άλλη περιοχή). Οι εισαγωγείς πωλούν το προϊόν τους σε ξένους διανομείς, ενώ υπόκεινται σε δυσκαμψίες καθορισμού τιμών στο ξένο νόμισμα.

Οι διανομείς λειτουργούν ως δευτεροβάθμιοι και τριτοβάθμιοι παραγωγοί. Χρησιμοποιούν ως εισροές τα μη εμπορεύσιμα αγαθά, μαζί με τα εγχώρια και εισαγόμενα εμπορεύσιμα αγαθά που προμηθεύονται και παράγουν το συνολικό εγχώριο προϊόν του ιδιωτικού τομέα (δευτεροβάθμιο προϊόν). Οι διανομείς αντιμετωπίζουν δυσκαμψίες στην μεταβολή του όγκου των εισαγόμενων εισροών που χρησιμοποιούν.

Στη συνέχεια, οι διανομείς συνδυάζουν το συνολικό προϊόν του ιδιωτικού τομέα (δευτεροβάθμιο προϊόν) με το εγχώριο απόθεμα δημοσίου κεφαλαίου (υποδομές) για να παράξουν το τελικό εγχώριο προϊόν της οικονομίας (τριτοβάθμιο προϊόν). Το απόθεμα δημοσίου κεφαλαίου δημιουργείται και συντηρείται από δημόσιες επενδυτικές δαπάνες, οι οποίες χρηματοδοτούνται από φορολογικά έσοδα και δημόσιο δανεισμό. Το απόθεμα δημοσίου κεφαλαίου απαξιώνεται με σταθερό ρυθμό στον χρόνο.

Το τελικό εγχώριο προϊόν (τριτοβάθμιο) πωλείται ακολούθως σε παραγωγούς καταναλωτικών αγαθών, σε παραγωγούς επενδυτικών αγαθών και σε αντιπροσώπους/εισαγωγείς που δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό. Οι παραγωγοί καταναλωτικών και επενδυτικών αγαθών συνδυάζουν εγχώριο και ξένο τελικό προϊόν (τριτοβάθμιο) για να πράξουν τελικά καταναλωτικά και επενδυτικά αγαθά (παραγωγή τετάρτου βαθμού). Αυτοί οι παραγωγοί προμηθεύονται το εισαγόμενο τελικό προϊόν από μία δεύτερη ομάδα αντιπροσώπων/εισαγωγέων από άλλες περιοχές, οι οποίοι τιμολογούν στην εγχώρια αγορά. Και αυτές οι εισαγωγές υπόκεινται σε δυσκαμψίες μεταβολής του όγκου των εισαγωγών.

Τα καταναλωτικά αγαθά πωλούνται σε λιανοπωλητές και στην κυβέρνηση, ενώ τα επενδυτικά αγαθά πωλούνται στους εγχώριους παραγωγούς κεφαλαιουχικών αγαθών και στην κυβέρνηση. Οι παραγωγοί καταναλωτικών και επενδυτικών αγαθών υπόκεινται επίσης σε δυσκαμψίες στην μεταβολή των τιμών τους. Οι λιανοπωλητές, οι οποίοι είναι επίσης μονοπωλιακά ανταγωνιστικοί, αντιμετωπίζουν πραγματικές δυσκαμψίες, και όχι ονομαστικές. Μπορούν να τιμολογούν ευέλικτα – χωρίς κόστος – τα αγαθά που πωλούν, ωστόσο υπόκεινται σε κόστη όταν μεταβάλλουν τον όγκο των πωλήσεών τους.

Η κυβέρνηση επιβάλλει φόρους στο εισόδημα των νοικοκυριών από εργασία, στην κατανάλωση των νοικοκυριών και στο εισόδημα των επιχειρήσεων, ενώ επιβάλλει επίσης εφάπαξ φόρους στα νοικοκυριά (φόροι στην περιουσία). Επίσης, η κυβέρνηση μπορεί να δανείζεται εκδίδοντας ομόλογα μίας περιόδου στο εγχώριο νόμισμα, τα οποία αποδίδουν δεδομένο ονομαστικό ποσό στη λήξη τους. Οι δημόσιες δαπάνες κατευθύνονται σε δημόσια κατανάλωση, δημόσιες επενδύσεις, τοκοχρεολύσια ή μεταβιβαστικές πληρωμές.

Στην παγκόσμια οικονομία υπάρχει σταθερή θετική τάση τεχνολογικής προόδου, με την έννοια της αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας, με τον ίδιο ρυθμό για όλες τις περιοχές και σταθερός θετικός ρυθμός πληθυσμιακής μεγέθυνσης για όλες τις περιοχές.

Οι αγορές περιουσιακών στοιχείων δεν είναι πλήρεις. Για την Ελλάδα και για τον υπόλοιπο κόσμο το δημόσιο χρέος βρίσκεται εξ ολοκλήρου στα χέρια εγχώριων νοικοκυριών. Μόνο τα ομόλογα που εκδίδονται από την Ευρωζώνη πλην της Ελλάδος σε ευρώ είναι διεθνώς εμπορεύσιμα. Αντίστοιχα, διεθνώς εμπορεύσιμα ομόλογα μπορούν να εκδοθούν από τον ιδιωτικό τομέα (νοικοκυριά) κάθε χώρας, αλλά όχι από άλλες κυβερνήσεις. Επίσης οι επιχειρήσεις κάθε χώρας ανήκουν εξ ολοκλήρου στα εγχώρια νοικοκυριά.

Δεν υπάρχουν αγορές μετοχών. Τα νοικοκυριά με πρόσβαση στον χρηματοπιστωτικό τομέα λαμβάνουν μερίσματα με την μορφή εφάπαξ (*lump sum*) πληρωμών από τις επιχειρήσεις και μπορούν να αποταμιεύσουν είτε αγοράζοντας εγχώρια ή ξένα ομόλογα, είτε προβαίνοντας

σε τραπεζικές καταθέσεις μίας περιόδου, τις οποίες οι τράπεζες χρησιμοποιούν για να χρηματοδοτήσουν τους επιχειρηματίες.

Η αναλυτική παρουσίαση του υποδείγματος GIMF δίνεται από τους Kumhof et al. (2010). Επίσης, μία διεξοδική ανάλυση των χαρακτηριστικών και της συμπεριφοράς του υποδείγματος παρουσιάζεται από τους Anderson et al. (2013). Περαιτέρω ανάλυση των χαρακτηριστικών του υποδείγματος, σε σύγκριση και με άλλα μακροοικονομικά υποδείγματα, παρουσιάζεται από τους Coenen et al. (2010). Για πρόσφατες εφαρμογές του υποδείγματος στην ανάλυση οικονομικής πολιτικής βλ. IMF Country Reports No. 17/78 Kingdom of the Netherlands Selected Issues (April 2017), No. 17/27 Austria (February 2017), No. 16/203 Germany (June 2016), No. 15/80 Romania (March 2015), No. 15/73 Iceland (March 2015), No. 15/312 Finland (November 2015), No. 13/155 Greece (June 2013) και άλλες πρόσφατες εκθέσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.