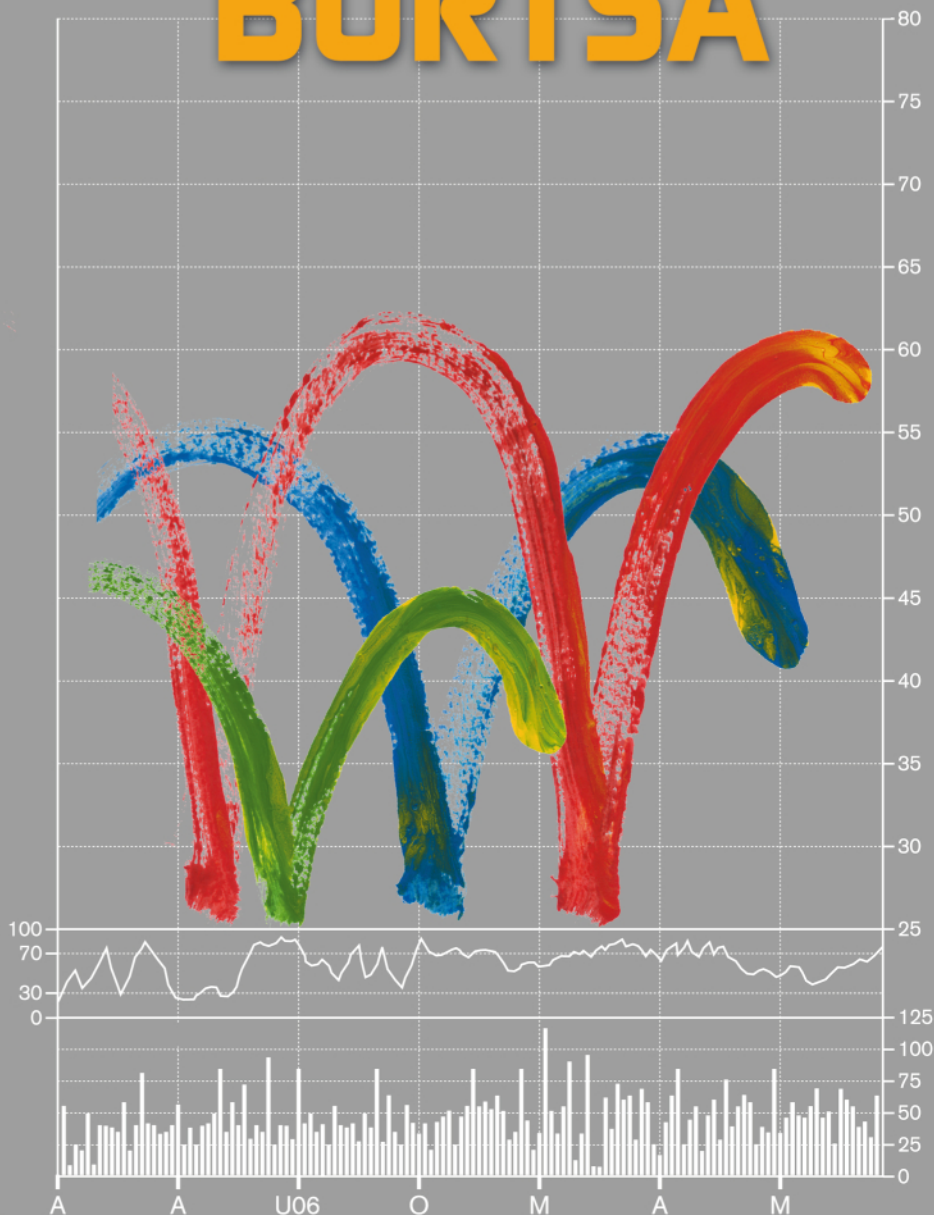


*Finantza-ekonomiaren
hastapenak*

BURTTSA



ELHUYAR
2011-2012

Iñaki Heras

AURKIBIDEA

Sarrera	7
1 - Burtsa: sarrera historiko laburra	9
2 - Burtsaren funtzionamenduaren oinarriak	13
3 - Burtsako salerosketa-eragiketak	19
4 - Salerosketarako agindu motak	27
5 - Etengabeko merkatua	31
6 - Irabaziak burtsan	35
7 - Burtsa-merkatuetako adierazle orokorrak	37
8 - Burtsan eragina duten aldagaiak	41
9 - Baloreak aztertzeko adierazleak eta ratioak	45
10 - Oinarrizko analisia	49
11 - Analisi teknikoa	57
12 - Burtsa eta aurreikuspenak	63
13 - Burtsa eta finantza-merkatuen globalizazioa	69
14 - Burtsa, espekulazioa eta burbuilak	73
15 - Burtsan inbertsioa gauzatzeko gomendio erabilgarriak ...	79
Burtsako esamoldeen hiztegi laburra	83
Bibliografia	95



Sarrera

Burtsa, dudarik gabe, ekonomia-erakunde ezagunenetako bat da; jendearen artean interesik handiena sortzen duena, apika. Azken urteetan hainbat komunikabidek burtsa oso ezagun bihurtu badute ere, burtsaren nolakotasunari eta funtzionamenduari buruzko esamolde eta topiko gutxi batzuk zabaltzea besterik ez dute lortu; gainera, beste kasu askotan gertatu ohi den bezala, informazio gehiago eskura edukitzeak ere ez du lortu jendeak merkatu berezi honi buruzko ezagutza hobea izaterik. Gero eta ohikoagoa da, halaber, jende arruntak, zuzenean edo zeharka, burtsan partaidetzak izatea, nahiz eta merkatu hori zer den edo zertarako den oso ondo jakin ez. Hortaz, burtsa eta burtsaren funtzionamendua jakingai garrantzitsuak dira gaur egungo gizartearentzat. Sarrera-testu honen helburua horixe da, burtsa zertan den erraz eta garbi azaltzea.

Burtsa, balore-burtsa edo balore-merkatu izenez ere ezagutzen dena, finantza-sistemaren erakunde bat da; zehazki esanda, kapitalen merkatuari dagokion erakunde mota bat. Beste motetako edozein merkatutan bezala, produktu jakin bat erosi nahi dutenak eta produktu hori bera saldu nahi dutenak daude; kasu honetan, kapitala edo diru kopuruak dira salerosten diren produktuak. Merkatu horretan enpresak izaten dira kapitalak erosi edo eskatu nahi dituztenak (dirua maileguz hartuz, hots, finantzabideren bat eskatuz), eta, oro har, inbertitzaile pribatuak izaten dira kapitalak saldu edo eskaini nahi dituztenak (hau da, errentagarritasun finko bat lortzeko aurreztutako dirua ezartzen dutenak). Inbertitzaile partikular

horiez gainera, enpresek berek ere inbertitzen dute burtsan: esate baterako, aldi baterako finantza-ekarpen bat egiteko, dirua geldirik ez edukitzeko, alegia; edo baita han kotizatzen duen enpresa baten gaineko kontrola edukitzeko ere.

Hala ere, nabarmendu beharra dago, beste hainbat merkatutan bezala, erosleek eta saltzaileek ez dituztela produktuak zuzenean trukutzen eta, aldiz, eta oraintxe azalduko dugunez, badirela erosi eta saltzeko eragiketez arduratzen diren profesionalak.

Merkatu mota hauetan salerosten diren kapitalak edo diru kopuruak era askotako produktuetan, edo finantza-aktiboetan, gauzatzen dira: mailegu, kreditu, obligazio, bonu, letra, akzio eta abarretan. Hortaz, enpresek, zorrak hartzean, goian aipatutako edozein aktibo mota sal dezakete (finantzaren hizkuntzan, aktiboak jaulki egiten dituzte), eta inbertitzaileek ere aktibo horietan ezartzen dute aurreztutako dirua. Aktibo mota horiek hain desberdinak eta konplexuak direnez, merkatu desberdinak bereizten dira ohiko kapital merkatuen barnean. Merkatu horietan ezagunena, dudarik gabe, burtsa dela esan daiteke, hots, akzioen salerosketan espezializaturiko merkatua. Burtsaren funtzionamendua eta burtsaren erabilera sakonago aztertu baino lehen, geldialdi labur bat egingo dugu haren bilakaera historikoa azaltzeko.

I

Burtsa: sarrera historiko laburra

Burtsaren aurrekari historikoak antzinako Greziako eta Erromako garaietara iristen badira ere –Atenasko Korintoko Plazako *Deigma*, eta Erromako *Collegium Mercatorum* aipatu ohi dira, besteak beste–, historialari gehienek ustean Mediterraneoan lonjak dira gaur egungo burtsa-merkatuen zuzeneko aurrekari historikoak; Erdi Aroko salerosleak lonja horietan elkartzen ziren, salgaiak eta orobat edozein jabetza-titulu trukatzeko.

Badirudi, era berean, Berant Erdi Aroaren bukaeran jadanik, garai horretako Mendebaldeko Europako merkatu-zentro handietan bazirela jabetza- eta zor-tituluak trukatzeko balio zuten azokak, Herbehereetan batez ere. Izan ere, burtsa hitzaren jatorria azaltzen duten teoretariek seguruena Brujasko hiriarekin lotzen da: Flandesko merkatu-azoka hori Berant Erdi Aroan, XIV. mendearen erdialdean eta XV. mendearen hasieran, kokatu ohi da. Hiri eder hartako tratulariak Van der Buerse jaunaren jauregiaren aurrean elkartu ohi ziren; Van der Buerse flandestar bankarien dinastia ezagun bateko kide zen,



Amsterdamgo Burtsa XVII. mendean (Emmanuel de Witte-ren pintura; 1617-1692)

eta familiaren armarrian hiru poltsa irudikatzen ziren. Nonbait salerosle haiek burtsa hitza hartu zuten beren merkatua izendatzeko, eta izen hori garai hartako merkatu-hiri garrantzitsuenetan zabaldu zen: besteak beste, Anberesen, hiri horrek bereganatu baitzuen azkenik Brujasek finantzetan zuen nagusitasuna. Anberesko Burtsa, 1460an sortua, hartu ohi da gaur egungo balore-merkatuen erakunde aitzindari gisa.

XVI. mendearen bukaera aldera eratu ziren Londresko Burtsa (1570) eta Lyongo Burtsa (1595). Burtsa ugari sortu ziren XVIII. mendean eta XIX. mendearen hasieran: 1794an, Pariskoa, eta, 1792an, New Yorkeko Burtsa famatua, Wall Street-eko Burtsa izenez ezagutzen dena, munduko burtsa garrantzitsuenetako bat.

*Bilboko Burtsa 1890eko
uztailaren 21ean eratu zen*

Espainiar estatuko burtsak ez dira hain zaharrak: Madrilgoa, gaur egun burtsa-eragiketa gehien hartzen dituen, 1831n sortua da; Bilbokoa, 1890ean sortua; Bartzelonakoa, ofizialki 1915ean sortua; eta Valentziakoa, 1981ean sortutakoa.

Hasieratik bertatik Bilboko Burtsak zerikusi handia izan zuen Euskal Herriko ekonomia-, industria- eta finantza-jardueren nondik norakoarekin. Bideak eskaini zituen sasoi hartako inbertsio-proiektu nagusiak finantzatzeko: ontzi-konpainiak, ontziolak, meatzaritza-entresak eta banketxeak. 1890eko uztailaren 21ean eratu zen Bilboko Burtsa. Erregeorde Maria Kristina Habsburgo-Lorenakoak errege-dekretu baten bidez baimena emana zuen Bilbon Merkataritzako Burtsa Orokorra sortzeko, efektu publikoak eta merkataritzakoak negoziatzeko gai izango zena. Norbanako askoren ekimenari zor zaio ehun urte baino gehiagoko erakunde hau sortu izana. Izan ere, Bilboko Burtsaren sortzaileak entresaburuak izan ziren, industrian, merkataritzan eta, oro har, negozioetan ari ziren talde ekonomiko-koen ordezkariak.

Burtsa-merkatuen lehenengo urrezko garaiak XX. mende-ko lehen gatazka armatu handiaren amaiera aldera arte iraun zuen, hots, Lehen Mundu Gerraren bukaera arte. Urte hartan, 1914an, 'City' izenez ere ezagutzen den Londresko Burtsa zen, dudarik gabe, munduko burtsa nagusia. Lehen Mundu Gerratik aurrera urte txarrak izan ziren burtsaren-

tzat: nabarmentzekoa da, adibidez, gerrateen arteko garaia, ekonomiari dagokionez oso inflazio-maila altuak izan zituena. 1929. urtean jarri ziren kolokan, lehenengo aldiz, burtsaren funtsak berak, Wall Street-eko Burtsaren crash handiaren ondorioz, eta halaxe hasi zen depresio handia.

Harrezkeroztik, oparoaldiak izan dira finantzetan, atzeraldi handi edo txikiko garaiekin tartekatua. 1973ko petrolioaren krisialdi sakonak atzeraldi handiko aldia ekarri zuen munduko burtsetara, ez baitziren laurogeiko hamarkadara arte suspertu; gainera, 1987. eta 1989. urteetako udazkeneko crash-ek kolokan jarri zituzten burtsak berriro ere.

90eko hamarkadan nazioarteko burtsek aldaketa handiak izan zituzten. Aurrerago ere aztertuko dugunez, nazioartean kapital-merkatuen desarautze-prozesu indartsua bizi izan da, eta horrek etengabe areagotu ditu nazioarteko finantza-trukeak, eta, ondorioz, burtsen eragina. Bestalde, sistema informatikoak nagusitu ziren merkatuetan, eta horien bidez gidaturiko

etengabeko merkatuak sortu ziren; aldaketa horren ondorioz, eguneroko burtsa-saioak asko luzatu ziren. Berrikuntza horrek egin du posible gaur egun egunak dituen 24 orduetan munduko burtsa garrantzitsuren bat martxan aritzea (hauek dira, gaur egun, munduko burtsa garrantzitsuenak: Tokio, Hong Kong, Frankfurt, Zurich, Milan, Brusela, Paris, Londres eta New

Munduko burtsa garrantzitsuenak Tokio, Hong Kong, Frankfurt, Zurich, Milan, Brusela, Paris, Londres eta New Yorkekoak dira

Yorkekoak). Gaur egungo finantza-ekonomian, burtsetako jarduera etengabea da; Europako burtsek eguneko lanaldia ixten dutenean, orduantxe ekiten dio lanari Wall Street-eko Burtsak, eta horiek lanaren erdiak eginak dituztenean zabaltzen da Tokioko Burtsa.

New Yorkeko, Tokioko eta Londresko burtsa erraldioen eragiketek berehalako eragina izaten dute munduko edozein finantza-gunetan.



Wall Street-ekoa da munduko burtsarik ezagunena

Ordu gutxian iristen dira edozein burtsatako crash-ek eragindako ondorioak; ezaugarri horixe nabarmendu zen, jadanik, 1989ko krisialdian, eta, batez ere, 1995eko Mexikoko finantza-krisialdian (*tekila efektua* izenez ere ezagutzen denean), eta baita Asiako hego-ekialdeko krisialdian ere, 1997. urtearen bukaeran.



2

Burtsaren funtzionamenduaren oinarriak

Burtsa enpresen akzioen salerosketan espezializaturiko kapitalen merkatua da (akzioak titulu edo balore higitari izenez ere ezagutzen dira). Nahiz eta burtsak akzioen salerosketan espezializatuta dauden merkatuak izan, burtsan beste hainbat eta hainbat finantza-aktibo negoziatzen dira halaber; besteak beste, bonuak edo obligazioak, guztiak ere enpresek beren finantza-beharrak asetzeko jaulkitzen dituztenak. Azken horiek errenta finkoko aktiboak direla esaten da; izan ere, enpresek aktibo horiek jaulkitzen dituzten unean bertan dakite inbertitzaileek zenbateko errenta jasoko duten dirua bertan inbertituz gero. Aitzitik, akzioak errenta aldakorreko aktiboak direla esaten da; izan ere, inbertitzaile batek, akzio bat erostean, ez du aldez aurretik jakiten zer nolako errentagarritasuna aterako duen inbertsio horrekin.

Baina, tira, aurrera egin aurretik, lehenik eta behin, azal dezagun taxuz zer diren eta zertarako balio duten akzioek. Enpresa bat osatzean diru kopuru jakin bat edo dirutan balora daitezkeen ondasun jakin batzuk jartzen dituzte enpresaren sortzaileek. Horren truke, enpresak ekarpena egindako inbertitzaileekin zor bat izango du; zor horri enpresaren kapitala deritzo. Enpresen kapitala akzio izeneko balio berdineko partaidetzetan banatzen da. Enpresen partaidetza horiek dira, hain zuzen ere, burtsan salerosten direnak.

Beraz, burtsan enpresa baten akzioak erosten dituenak automatikoki enpresa jakin horren jabe bihurtzen da, noski, dagokion proportzioan. Enpresaren jabetzan partaidetza izateak eskubide politiko (nagusiki akziodunen batzar nagusian boto-eskubidea) eta ekonomiko batzuk ematen ditu (funtsean, enpresako mozkinetan partaidetza). Bestalde, akziodunak

enpresarekiko duen erantzukizuna enpresari egindako ekarpenera mugatzen da; alegia, enpresa baten akzio batzuk erosi eta enpresa horrek, zoritxarrez, porrot egiten badu, akziodunak bere inbertsioaren zati handi bat nahiz inbertsio oso-osea gal dezake; hori bai, akziodunak ez du sekula inbertitutakoa baino gehiago galduko (akziodunen erantzukizuna mugatua duten enpresez ari gara, noski).



CEPSA enpresaren akzioa

Enpresen jabetza-titulua diren akzio horiek, beste edozein ondasun bezala, salerosi egin daitezke. Eta badaude araututako merkatu bereziak akzioak salerosteko: burtsak, hain zuzen ere. Dena den, argi eduki

beharra dago herrialde jakin bateko enpresa guztien akzioak ez direla, inondik inora, burtsan salerosten. Enpresa gutxi batzuen akzioak salerosten dira soilik antolaturiko merkatu horretan. Burtsara ateratzea erabakitzen dutenen akzioak soilik salerosten dira merkatu horretan. Gainerako enpresen akzioak arautu gabeko beste merkatu edo salerosketa-guneetan salerosten dira, hainbat modu desberdinetara (enpresako ezagunen artean, inbertitzaile ezagunen artean, enpresek ezarritako iragarkien bidez eta abar). Baina antolaturiko merkatu honen funtzio hau hobeto ulertu ahal izateko, jar dezagun adibide bat.

Demagun jadanik urte dezente lanean daramatzan enpresa bateko inbertsio bat egiteko finantziazioa behar duela. Horrelako egoeran diren enpresek kapital-merkatuetara jotzen dute finantzaketa eskuratzeko, merkatu horietan aukera ugari izaten baitituzte: finantza-erakunde bati mailegu bat eskatu, zorra jaulki (hau da, inbertitzaileei epe jakin baterako eta errentagarritasun jakin baten truke obligazioak edo bonuak saldu) edota finantzaketa ekarriko duten bazkide berriak (akziodunak) lortzeko akzio

berriak jaulki. Enpresa txikietan langile, senide eta lagunen artean egin ohi da finantzaketa. Baina, noski, milaka milioi eskuratu nahi dituzten enpresa handiek merkatu antolatuen beharra dute. Gure adibideko enpresaren kasua da hori: gainerako aukera guztiak taxuz aztertu ondoren, enpresaren kapitala hedatzea erabaki du, eta diru kopuru handia behar duenez, bazkide berri bila burtsara ateratzea ere bai.

Edozein enpresak, burtsan kotizatzen badu, inbertitzaile-komunitate handiagora izango du sarbidea, hots, proiektuak finantzatzeko baliabide gehiago lortzeko aukera izango du. Enpresek beren kapitala zabaltzeko, berrantolatzeko eta pribatizatzeke eragiketak egin ditzakete burtsaren bidez. Gainera, burtsak enpresen ospea igoarazten du eta publizitatea ematen die produktuei; asko dira azken urteetan, batik bat merkatuen bolada onean, burtsara enpresa-izena sendotzera atera diren korporazioak. Zalantzarik gabe, finantzaketa modu hau interesgarria da enpresentzat, ospe eta sona handiena ematen duena (desabantailak ere baditu, nola ez). Erabaki hori ezin du edozein enpresak hartu, noski; muga batzuk daude. Burtsara atera nahi duten enpresek baldintza jakin batzuk bete behar dituzte: baldintza formalak (enpresaren urteroko kontuek ikuskapena egina izatea, esaterako), legezkoak nahiz ekonomikoak. Esaterako, espainiar estatuko burtsan, parte-hartze minimoa 1,2 milioi euroan ezarrita dago, zenbateko hori baino gutxiagoko diruarekin ez dago burtsara ateratzetik. Gainera, ez litzateke errentagarria izango; izan ere, asko eta handiak dira burtsara ateratzean izaten diren gastuak (inbertsio-bankuei ordaindu, abokatuak, publizitatea eta abar).

Baina gure adibideko enpresak betetzen ditu baldintza minimo horiek, eta burtsara ateratzea erabaki du. Enpresaren akzio-hedapena prestatzea da erabaki horren lehenengo urratsa. Enpresak bere akzio berriak erosi nahi dituzten erosleak beharko ditu, eta, horretarako, akzioen salmenta-kanpaina bat jarriko du abian. Hainbat hedabidetan publizitatea egitea garrantzitsua izango da, enpresaren bermea eta irabaziak izateko ahalmena azpimarratzea. Enpresaren akzioak erosi nahi dituzten inbertitzaileek hainbat finantza-erakundetan



'Bigarren eskuko' merkatua da burtsa

edukiko dute erosi nahi dituzten akzio-en zenbatekoen eskaerak egiteko aukera. Enpresek beren akzioak lehenengo aldiz saltzen dituzten merkatuari lehen mailako merkatu edo harpidetza-merkatu deritzo. Akzioak edo tituluak lehen aldiz jaulki eta akziodunek akzio horiek erosi ahal izateko merkatua da. Azken finean, enpresak beharrezko finantzaketa-merkatu horretan eskuratzen du.

Jakina, lehenengo harpidetzan akzioak erosten dituzten guztiek ez dituzte luzerako gordeko. Inbertitzaile askok eta askok izango dute jabetza-tituluak jaso bezain laster haiek saltzeko gogo. Horretarako dago bigarren mailako merkatua, negoziazio-merkatu ere deitua, burtsan kotizatzen duten enpresen akzioak eskualdatzeko merkatua. Beraz, esan ohi da burtsa bigarren mailako merkatu nagusia dela; nolabait esanda, esan daiteke burtsa bigarren eskuko akzioen merkatua dela.

Laburbilduz, burtsara jotzen duen enpresak akzioak jaulkitzen ditu, eta akzio horiek lehenengo mailako merkatuan akziodun batzuek har-

pidetzen dituzte; akzio horiek, era berean, bigarren mailako merkatuan sal daitezke, eta hor ez dago inolako mugarik jabez aldatzeko. Bigarren mailako merkatuak ez du zuzenki enpresaren finantza-ketan parte hartzen, eta, horregatik, zenbaitek dio burtsa espekulazio hutseko merkatua dela. Baina hori ez da horrela (erabat behintzat); izan ere, bigarren mailako merkatua da inbertsioen likide-

zia ziurtatzen duena, eta merkatu hori gabe enpresa gutxik salduko lituzkete beren akzio guztiak lehen mailako merkatuan.

*Japonian eta Suitzan badi-
ra 5.000 -tik gorako balio
nominala duten akzioak*

Bigarren mailako merkatuan, burtsan, alegia, oztoporik gabe salerosiko dira gure enpresaren akzioak. Enpresa horren bilakaerari buruz dauden aurreikuspen eta iritzien arabera, inbertitzaileek akzio horiek erosteko gogo handiagoa edo txikiagoa izango dute, eta, beraz, halakoa izango da akzio horien prezioa edo kotizazioa. Hain zuzen ere, eskaintzaren eta eskariaren *legearen* arabera aldatuko dira, aurrerago aztertuko dugunez, enpresen akzioen prezio edo kotizazioak. Saltzeko eta erosteko aginduak balore- eta burtsa-sozietate eta -agentzietan aritzen diren bitartekari edo

operadoreek gauzaten dituzte, bezeroen kopuru eta prezioei buruzko agin-
duei jarraituz.

Burtsan kotizatzen duten akzioez hitz egitean, tituluen balio nomi-
nala eta burtsako kotizazio-balioa bereizi beharra dago. Lehenengoak azal-
tzen du akzioak enpresaren kapital sozialean duen zenbatekoa. Akzioaren
aurpegia balioa da, eta dokumentuan bertan idatzita egoten da. Akzioen
balio nominal guztiak batuz enpresa baten kapitala lortzen da. Akzio bakoit-
zaren nominalaren balioa asko aldatzen da batetik bestera. Badira 0,6
euroko balio nominala duten akzioak, eta 60 baita eurotik gorakoa dute-
nak ere. Horren ondorioz, oso desberdina izango da akzio batengatik
ordaintzen dena. Japonian edo Suitzan, esaterako, badira 5.000 euroko
baliotik gorako akzioak; espainiar estatuko burtsan, berriz, badira euro bat
baino balio nominal txikiagoa duten akzioak. Dena den, garrantzitsuena
enpresaren balio osoa da, alegia, enpresa batek dituen akzio-en zenbate-
ko osoa bider bakoitzaren balioa eginik ateratzen den zenbatekoa.

Akzioak, lehen aldiz jaulkitzean, hau da, lehen mailako merka-
tuan, hiru modutara jaulki daitezke balio nominalari dagokionez: parean
(inbertitzaileak akzioa erosteko balio nominalaren % 100 ordaindu behar
duenean), parearen azpitik (adibidez, inbertitzaileak nominalaren % 90
ordaintzen duenean) edo parearen gaintetik edo jaulkipen-primarekin
(inbertitzaileak nominala baino gehiago ordaintzen duenean, esaterako,
% 110).

Bestalde, akzio baten kotizazio-balio deritzo bigarren mailako
merkatuak salerosketa-eragiketen bidez, akzioei egunetik egunera eslei-
tzen dien prezioari. Prezio edo kotizazio-balio hori egunero eskariaren eta
eskaintzaren mugimendu askea dela medio aldatuz doa: burtsako akzio
baten eskaria areagotzen bada, horren kotizazio-balioak gora egingo du,
eta eskaintza bada areagotzen dena, behera. Horregatik, egunero burtsan
kotizatzen duten enpresen balorazioa egingo du merkatuak: enpresa batek
jaulki duen akzio kopurua bider akzio bakoitzaren eguneko kotizazioa,
enpresaren burtsa-kapitalizazioa izenekoa, hain zuzen ere.