

# ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

---

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

ΒΙΓΛΗΣ ΡΟΥΣΣΟΣ Α.Μ. 3613

ΛΑΒΟΥΤΑΣ ΣΤΕΛΙΟΣ Α.Μ. 3668

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΓΑΒΡΙΛΑΚΗΣ ΝΕΚΤΑΡΙΟΣ

## Περιεχόμενα

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</b> .....	5
<b>1. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</b> .....	5
<b>1.1. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</b> .....	5
<b>1.1.1. ΙΔΙΩΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</b> .....	5
<b>1.1.2. ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</b> .....	5
<b>1.2. ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ</b> .....	6
<b>1.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ</b> .....	7
<b>1.4. ΙΔΙΟΤΗΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ</b> .....	9
<b>1.5. Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ</b> .....	11
<b>1.6. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ</b> .....	12
<b>1.7. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ</b> .....	13
<b>1.7.1. ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ</b> .....	15
<b>1.8. ΑΝΟΙΧΤΕΣ ΚΑΙ ΚΛΕΙΣΤΕΣ ΑΓΟΡΕΣ</b> .....	16
<b>1.9. ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ</b> .....	16
<b>1.10. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ</b> .....	22
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ</b> .....	23
<b>2.1. Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΣΤΑ ΡΩΜΑΙΚΑ ΧΡΟΝΙΑ</b> .....	23
<b>2.2. ΧΡΗΜΑ ΚΑΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	24
<b>2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ</b> .....	25
<b>2.4. Ο ΒΑΣΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	26
<b>2.5. ΕΝΔΙΑΜΕΣΟΣ ΡΟΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	27
<b>2.6. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ/ΙΔΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ Χ.Σ</b> .....	28
<b>2.7. ΣΤΑΔΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	31
<b>2.8. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ</b> .....	32

<b>2.9. ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΡΘΗ ΚΑΙ ΕΥΡΥΘΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....</b>	<b>36</b>
<b>2.10. ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....</b>	<b>38</b>
<b>2.11. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....</b>	<b>38</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup> ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ.....</b>	<b>40</b>
<b>3.1. ΓΕΝΙΚΑ.....</b>	<b>40</b>
<b>3.2. Η ΕΞΕΛΞΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ.....</b>	<b>41</b>
<b>3.3. ARBITRAGE.....</b>	<b>43</b>
<b>3.4. ΟΡΙΣΜΟΙ.....</b>	<b>44</b>
<b>3.5. ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ.....</b>	<b>45</b>
<b>3.6. Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ.....</b>	<b>48</b>
<b>3.7. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ" ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (BEHAVIOURAL ACCOUNTING).....</b>	<b>51</b>
<b>3.8. ΒΑΘΜΟΣ ΧΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ.....</b>	<b>57</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>61</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>65</b>

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην καθημερινή επενδυτική πρακτική παρατηρούνται φαινόμενα που δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή με βάση την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και τα κλασικά υποδείγματα αποτίμησης.

Η αδυναμία εξήγησης αυτών των δυσκολιών συχνά καλείται απόκλιση από τον κανόνα. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προτείνει εναλλακτικές εξηγήσεις των φαινομένων αυτών με βάση την ψυχολογία του επενδυτή.

Στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική υπάρχουν δύο βασικοί πυλώνες πάνω στους οποίους βασίζεται η ανάπτυξη όλων των θεμάτων.

1. Οι άνθρωποι παίρνουν συχνά αποφάσεις και λύνουν προβλήματα βασιζόμενοι σε ευριστικούς κανόνες (heuristic rules) και με μεροληψία (bias)
2. Η παρουσίαση/διατύπωση/πλαίσιαση (framing) του προβλήματος επηρεάζει την απόφαση.

Επίσης τα άτομα ακολουθούν επιπλέον μια σειρά από μεροληπτικές συμπεριφορές στον τρόπο που παίρνουν αποφάσεις. Για παράδειγμα τα άτομα έχουν την τάση να:

- κάνουν και να πιστεύουν ό,τι και τα υπόλοιπα άτομα κάνουν και πιστεύουν.
- θυμούνται τα άτομα τις επιλογές τους ως καλύτερες από ότι ήταν στην πραγματικότητα.
- αξιολογούν την πληροφορία με τρόπο που να επιβεβαιώνει προγενέστερες προσδοκίες τους.
- ζητάνε περισσότερα για να δώσουν κάτι από όσα θα πλήρωναν για να το αγοράσουν.
- δίνουν μεγάλο βάρος σε μία μόνο πτυχή ενός γεγονότος.
- πιστεύουν ότι ελέγχουν καταστάσεις τις οποίες στην πραγματικότητα δεν ελέγχουν.
- αγνοούν τις πιθανότητες όταν παίρνουν αποφάσεις.
- υποεκτιμούν τον χρόνο περαίωσης μιας εργασίας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

---

## 1. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Επένδυση θεωρείται κάθε υλικό, διαρκές, παραγωγικό αγαθό που δεν καταναλώνεται με τη χρησιμοποίησή του, αλλά συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής υποδομής μιας χώρας/επιχείρησης.

Συμβάλλει δηλαδή στη δημιουργία νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού (νέα κτίρια, νέες εγκαταστάσεις, νέος μηχανολογικός εξοπλισμός, επεκτάσεις του προϋπάρχοντος κεφαλαιουχικού εξοπλισμού) (Ζαχούρης, 2011).

### 1.1. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι επενδύσεις σε μια οικονομία διακρίνονται σε ιδιωτικές και δημόσιες ανάλογα με το φορέα (ιδιωτικό ή δημόσιο) και το σκοπό (κέρδος ή κοινωνική ωφέλεια) (Ζαχούρης, 2011).

#### 1.1.1. ΙΔΙΩΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Οι ιδιωτικές επενδύσεις χρηματοδοτούνται συνήθως με αυτοχρηματοδότηση, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δανεισμό και περιλαμβάνουν δαπάνες για κατοικίες, πάγιες εγκαταστάσεις των επιχειρήσεων και αύξηση των αποθεμάτων των επιχειρήσεων (Ζαχούρης, 2011).

Οι ιδιωτικές επενδύσεις παγίων κεφαλαιουχικών αγαθών είναι εκείνες οι οποίες έχουν μεγάλη σημασία για την ανάπτυξη και τη διεύρυνση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας.

#### 1.1.2. ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Οι δημόσιες επενδύσεις (δρόμοι, σχολεία, νοσοκομεία, έργα υποδομής κλπ) χρηματοδοτούνται με εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό, φορολογίες και αυτοχρηματοδότηση (από τις κατασκευαστικές εταιρείες οι οποίες εισπράττουν τέλη από τους χρήστες των έργων υποδομής, π.χ. αεροδρόμια, μετρό, εθνικούς δρόμους, για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που καθορίζεται από τη σύμβαση με το δημόσιο) (Ζαχούρης, 2011).

Συνήθως διακρίνονται σ' εκείνες της κεντρικής διοίκησης (Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων) και των ΔΕΚΟ.



Εικόνα 1 Πηγή: <http://www.euretirio.com/2010/06/ependysi.html#ixzz2031dahvo>

Σε ορισμένες περιπτώσεις όμως, στις δημόσιες επενδύσεις, περιλαμβάνονται μόνον εκείνες της κεντρικής διοίκησης, ενώ οι επενδύσεις των ΔΕΚΟ θεωρούνται ιδιωτικές επενδύσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδύσεις των ΔΕΚΟ υποτίθεται ότι αποφασίζονται με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια όπως οι ιδιωτικές επενδύσεις, ενώ εκείνες της κεντρικής διοίκησης (κρατικός προϋπολογισμός) με κοινωνικά και πολιτικά κριτήρια.

Οι επενδύσεις, επίσης, διακρίνονται σε καθαρές και ακαθάριστες επενδύσεις. Οι τελευταίες περιλαμβάνουν και τις αποσβέσεις, ενώ οι καθαρές επενδύσεις την καθαρή προσθήκη στο κεφάλαιο και τα αποθέματα προϊόντων στην οικονομία (Ζαχούρης, 2011).

## 1.2. ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ

Όπως ακριβώς, η αγορά για ένα αγαθό είναι ο χώρος όπου οι ζητούντες και προσφέροντες ένα αγαθό προβαίνουν σε διαπραγμάτευση τιμών και ποσοτήτων μέχρι να υπάρξει συμφωνία. Έτσι αντίστοιχα και για κάθε μορφής χρηματοπιστωτικές Αγορές αποτελούν τους χώρους όπου οι ελλειμματικές και οι πλεονασματικές έρχονται σε επαφή για την αγορά και πώληση <<χρήματος>>. Ο όρος αναφέρεται στις αγορές όπου οι συμμετέχοντες πωλούν και αγοράζουν χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις οικονομικών οργανισμών. Αυτές οι απαιτήσεις διαφέρουν ως προς τους εκδότες τους, ως προς την ημερομηνία λήξης τους, τον κίνδυνο αθέτησης τους καθώς την φορολογική μεταχείριση τους και διαπραγματευσιμότητα τους (Ζαχούρης, 2011).

### 1.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

#### 1.Φυση

Ενώ σε όλους είναι γνωστός ο όρος αγοράς (market), με την πολυχρησία του ίσως διαφεύγουν ορισμένα βασικά σημεία που αφορούν τη φύση της αγοράς, το θεσμικό υπόβαθρο και το μηχανισμό της. Κατά συνέπεια, απαραίτητο είναι να γνωρίζουν οι επενδύτες μερικά πρακτικά πράγματα όπως κατά πόσο η αγορά υπηρετεί τους βασικούς στόχους της κοινωνίας, αν υπάρχει ανταγωνιστικότητα της αγοράς, ποια είναι ειδικότερα η σύσταση και οι ιδιαιτερότητες των χρηματοοικονομικών αγορών, ποιά σχέση έχει η μορφή των αγορών με την απόδοση των επενδύσεων, το κόστος δανεισμού, κ.λ.π. (Ζαχούρης, 2011).

Εν τούτοις, παρ' όλο που οι χρηματοοικονομικές αγορές αποτελούν βασικό στοιχείο του χρηματοοικονομικού συστήματος, η ανάλυση του αυτή καθαυτή δεν είναι επαρκής για την πλήρη αντίληψη της συγκρότησης, της οργάνωσης και λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών. Διότι, οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν κοινωνική αποστολή και μια σειρά από ιδιότητες, οι οποίες είναι σχετικές με την άσκηση του ρόλου τους ως διανεμητή των αποταμιευτικών πόρων «resources allocators» (Ζαχούρης, 2011).

Κατά βάση ο όρος χρηματοοικονομική αγορά εμπίπτει με στην έννοια της αγοράς, ως θεσμικής συγκρότησης και λειτουργίας, στην οποία γίνεται η διαπραγμάτευση και ανταλλαγή συγκεκριμένων προϊόντων ή υπηρεσιών. Επισημαίνεται ότι μια συγκροτημένη αγορά, δεν σημαίνει απαραίτητα ορισμένη χωροταξική εγκατάσταση, όσο ένα τεχνικό, οργανωτικό, θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο ρυθμίσεων και κανόνων, με βάση τους οποίους γίνονται διαπραγματεύσεις, συνάπτονται συμβάσεις και πραγματοποιούνται συναλλαγές. Ορισμένες αγορές, ιδιαίτερα σήμερα, κινούνται εξ αποστάσεως με το τηλέφωνο και λοιπά επικοινωνιακά μέσα, όπως συμβαίνει ιδίως με τις σύγχρονες διεθνείς χρηματαγορές στις οποίες διεξάγονται συναλλαγές τεραστίων χρηματοοικονομικών ποσών και μάλιστα σε συντομότερο χρόνο και για βραχεία διάρκεια, μέχρι για μια μέρα, οι οποίες μπορούν να αναστραφούν την επόμενη (Ζαχούρης, 2011).

Στο στάδιο αυτό χρήσιμο είναι να αναφερθούμε σε μερικές βασικές ιδιοτυπίες, που χαρακτηρίζουν τις χρηματοοικονομικές αγορές:

Πρώτο: Ένα ΧΣ μπορεί να ομοιάζει τυπικά, ως προς τα εξωτερικά χαρακτηριστικά του, με ένα άλλο και παρ' όλα αυτά να υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ τους στην πράξη, σε όρους επιπέδου ανάπτυξης, βαθμού λειτουργικότητας και αποτελεσματικότητας των αγορών. Για το λόγο αυτό είναι απαραίτητο, η εξωτερική τυπική περιγραφή των χρηματοοικονομικών αγορών να εκληφθεί σαν μέσο για την βαθύτερη ανάλυση και αντίληψη τους, σε τρόπο ώστε να είναι δυνατή η περαιτέρω επικέντρωση του επενδύτη σε κάποια από τις επιμέρους χρηματοοικονομικές αγορές.

Δεύτερο. Η επαρκής κατανόηση των ουσιαστικών χαρακτηριστικών των χρηματοοικονομικών αγορών, ενδιαφέρει ευρύτερα τις κεφαλαιακές συναλλαγές και άμεσα τους επενδυτές και τις επιχειρήσεις, στις επιλογές του ανάμεσα στις διάφορες χρηματοοικονομικές και υλικές επενδύσεις (Ζαχούρης, 2011).

Τρίτο. Η ιδιοσυγκρασία των χρηματοοικονομικών αγορών υποβοηθάει την χάραξη των κατάλληλων στρατηγικών από τους φορείς της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής, με σκοπό την επιτάχυνση της ανάπτυξης και της έγκαιρης προσαρμογής στις απαιτήσεις της σύγχρονης τεχνολογίας και του νέου επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

Τέταρτο. Οι χρηματοοικονομικές αγορές δημιουργούνται όπως είπαμε, αρχικά ως αγορές νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, διευρύνουν τις προθεσμίες κλπ δυνατότητες επενδύσεων και παράλληλα τις πηγές χρηματοδότησης των σχεδίων επιχειρηματικών έργων (Ζαχούρης, (2011)). Διότι αντίστοιχα με τη διάρκεια των επενδύσεων, οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν διάφορες προθεσμίες και μέσα στην κάθε μια καθορίζονται οι τιμές των τίτλων που συναλλάσσονται, τα επιτόκια και οι αποδόσεις. Ακόμη με την συγκρότηση και την αλληλεξάρτηση των χρηματοοικονομικών αγορών, διαχέονται και μειώνονται οι κίνδυνοι που αναπόφευκτα συνοδεύουν τις επενδύσεις (Ζαχούρης, 2011).

Πέμπτο. Στις χρηματοοικονομικές αγορές δημιουργούνται και ανταλλάσσονται χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα και υποχρεώσεις, μέσω των οποίων διευκολύνονται ποικιλοτρόπως οι συναλλαγές και η προμήθεια διαρκών καταναλωτικών αγαθών και φυσικών στοιχείων πάγιων επενδύσεων. Τα χρηματιστηριακά περιουσιακά στοιχεία που συναλλάσσονται στις αγορές αυτές δημιουργούν διάφορες σχέσεις εμπράγματος και ενοχικού χαρακτήρα και έχουν διαφορετικές ιδιότητες από τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που



προσφέρουν άμεση χρησιμότητα στην ικανοποίηση ανθρώπινων, φυσικών ή κοινωνικών αναγκών (Ζαχούρης, 2011).

Έκτο. Υψηλό επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος δεν συνεπάγεται τέλειες χρηματοοικονομικές αγορές, λόγω των εγγενών ατελειών τους, που συνδέονται με την αβεβαιότητα και το κατ' αρχήν άγνωστο μέλλον. Η ύπαρξη και η λειτουργία μιας χρηματοοικονομικής αγοράς, ακόμη και αν αυτή είναι καλά οργανωμένη και λειτουργεί ομαλώς, δεν αποτελεί απαραίτητα δείκτη του επιπέδου ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Για παράδειγμα, στις αποικίες στο παρελθόν και ακόμη και σε πρώην αποικίες σήμερα υπάρχουν εγκαταστημένες σύγχρονα οργανωμένες εμπορικές τράπεζες με την μορφή αυτοτελών εταιρειών ή θυγατρικών τραπεζών (Ζαχούρης, (2011)).

Έβδομο. Οι αγορές τίτλων και γενικότερα οι χρηματοοικονομικές αγορές και οι διάφοροι «ενδιάμεσοι» χρηματοπιστωτικοί φορείς, προσφέρουν δυνατότητα άμεσης πρόσβασης των επενδυτών, πολλοί από τους οποίους μπορεί να διαθέτουν σχετικά μικρά χρηματικά ποσά, των οποίων η συγκέντρωση και η ανακατανομή διευκολύνει την εκτέλεση μεγάλων παραγκών έργων.

Όγδοο. Οι χρηματοοικονομικές αγορές συγκροτούνται σε τρόπον ώστε να προσφέρουν ένα απλό μηχανισμό για την μεταφορά δανειακών κεφαλαίων και προσαρμόζονται στους συγκεκριμένους επενδυτές που απευθύνονται η καθεμία, με σκοπό να ελαχιστοποιείται διαχειριστική προσπάθεια, οι δυσχέρειες και το κόστος των συναλλασσόμενων με αυτές.

Ένατο. Οι χρηματοοικονομικές αγορές επιτρέπουν την χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων έργων με κεφάλαια, την τοποθέτηση των οποίων επιθυμούν οι δανειστές μόνο για μικρή χρονική περίοδο, καθότι έχουν δυνατότητα ρευστοποίησης όποτε το θελήσουν.

#### **1.4. ΙΔΙΟΤΗΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**

Η αποστολή των χρηματοοικονομικών αγορών είναι να διευκολύνουν την ομαλή διεξαγωγή των τρεχουσών και κεφαλαιακών συναλλαγών των νοικοκυριών, των επενδυτών και των παραγωγικών επιχειρήσεων (Ζαχούρης, 2011).

Η κοινωνικό-οικονομική αποστολή των χρηματοοικονομικών αγορών υλοποιείται μέσα από ένα μηχανισμό ανταπόκρισης και προσαρμογής στις μεταβολές των συνθηκών, της τεχνολογίας, του

επιχειρηματικού περιβάλλοντος, των προτιμήσεων των τελικών καταναλωτών και ακόμη ευρύτερα της λεγόμενης κοινωνικής προτίμησης. «Social preference» (Ζαχούρης, 2011).

Ο μηχανισμός των αγορών λειτουργεί ως αυτόματος «δέκτης» και «πομπός» μηνυμάτων από όλους τους φορείς που σχετίζονται με τις συναλλαγές. Όλες αυτές οι μεταβολές αποτυπώνονται στις μεταβολές των τιμών των τίτλων των χρηματοοικονομικών επενδύσεων και κατ' επέκταση των αποδόσεων και των επιτοκίων. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις με αυτοτελή και υπεύθυνη διοίκηση είναι σε θέση να σταθμίζουν έγκαιρα και πιθανόν να προλαμβάνουν την επέλευση τυχόν δυσμενών εξελίξεων ή να αξιοποιούν επενδυτικές ευκαιρίες που αναδύονται, προτού σπεύσουν ίσως άλλοι να εκμεταλλευτούν (αρκεί να υπάρχει επαρκής πληροφόρηση και να γίνεται σωστή στάθμιση και αξιολόγηση ότι οι συνθήκες πρόκειται πράγματι να μεταβληθούν ουσιωδώς)

Η αποτελεσματική εκτέλεση της κοινωνικό-οικονομικής αποστολής των χρηματοοικονομικών αγορών είναι ευρύτερα θέμα σωστής αξιολόγησης και προβλέψεων της μελλοντικής πορείας και των τάσεων των αγορών αυτών από επενδυτές, επιχειρήσεις και φορείς της νομισματικής πολιτικής. Η αξιολόγηση αυτή θα πρέπει να στηρίζεται σε σταθερά και αξιόπιστα κριτήρια και διαδικασίες εφαρμογής τους.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση στηρίζεται στην ταξινόμηση των αγορών με βάση τα διαρθρωτικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά τους, προκειμένου να βοηθηθεί ο επενδυτής στην επενδυτική και χρηματοδοτική του επιλογή. Εν τούτοις, χρήσιμο είναι ο επενδυτής να αποκτήσει μια βαθύτερη αντίληψη για τη θεσμική συγκρότηση των χρηματοοικονομικών αγορών. Σ' αυτό θα διευκολυνθεί με την αναφορά σε κάποιο πρότυπο, που είναι λεγόμενη «τέλεια αγορά» «perfect market», σε τρόπο ώστε να κατανοήσει τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά των αγορών τα οποία παρουσιάζουν έντονη αλληλεξάρτηση μεταξύ τους (Ζαχούρης, 2011).

Με το τρόπο αυτό ο επενδυτής θα διευκολυνθεί να αποκτήσει πιο ολοκληρωμένη αντίληψη των χρηματαγορών ,που θα συμπληρωθεί με την ανάλυση της αποτελεσματικής αγοράς «efficient market», σε όρους εισροών «inputs» ,πληροφοριών και αποτελεσμάτων «outputs» ή σχέσεων εισροών-εκροών, κτλ. Η αξιολόγηση των επιμέρους χρηματοοικονομικών αγορών ανάλογα με το επίπεδο και το βαθμό ανάπτυξης και ανταγωνιστικότητας γίνεται με ορισμένα κριτήρια:

Ελαστικότητα και ευληξία «elasticity/flexibility», δηλαδή ο βαθμός προσαρμογής στις νέες συνθήκες και καταστάσεις του επιχειρηματικού και τεχνολογικού περιβάλλοντος. Μπορούν να

μεταβληθούν ακόμη και οι μορφές χρηματοδότησης με προσαρμογή τους τις νέες συνθήκες (Ζαχούρης, 2011).

Σταθερότητα «stability», δηλαδή σε συνδυασμό με την ευελιξία, ώστε αφομοιώνονται ταχέως οι μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης χρηματοοικονομικών τίτλων και να αποφεύγονται απότομες μεταβολές στις τιμές(πρόληψη δημιουργίας ψυχολογικού κλίματος πανικού στην αγορά και μαζικών πωλήσεων των μετοχών). Η σταθερότητα των χρηματοοικονομικών αγορών προϋποθέτει οργάνωση και ευαισθησία στις μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης των τίτλων και σωστή εποπτεία και έλεγχο της κατάστασης, ο οποίος διεξάγεται από τις κεντρικές τράπεζες, το χρηματιστήριο, κτλ.

Το συναλλακτικό κόστος, που είναι απαραίτητο για την συγκέντρωση και ανακατανομή των πόρων και την διενέργεια των συναλλαγών μετατροπής τίτλων σε μετρητά, περιλαμβανομένων και των προμηθειών για παράδειγμα, τα έξοδα παροχής στεγαστικών δανείων είναι σχετικά υψηλά λόγω γραφειοκρατικών διατυπώσεων και υποχρεωτικής παράστασης δικηγόρων, οι εμπορικές τράπεζες έχουν υψηλές προμήθειες, κτλ (Ζαχούρης, 2011).

Διαφάνεια «transparency», δηλαδή οι εναλλακτικές δυνατότητες τοποθετήσεων και δανειοδοτήσεων πρέπει να είναι ορατές και σαφείς σε όλους, ώστε να μπορεί να διασφαλίζεται η αξιοπιστία τους, στην οποία στηρίζεται η προσέλκυση του ενδιαφέροντος των επενδυτών.

## **1.5. Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

Αποτελεσματικότητα «efficiency». Η αποτελεσματικότητα ως κριτήριο αξιολόγησης των αγορών χρειάζεται αποσαφήνιση, με κατάταξη σε τρεις κατηγορίες (α) τη λειτουργική αποτελεσματικότητα «operational efficiency», που αφορά στο κατά πόσον μια αγορά πετυχαίνει τον σκοπό της. Σκοπός της αποτελεί η δυνατότητα να διεκπεραιώνει τις συναλλαγές της με το μικρότερο δυνατό συναλλακτικό κόστος με άλλα λόγια να δώσει τις κατάλληλες τιμές ώστε μέσω του μηχανισμού των τιμών να διοχετεύονται τα κεφάλαια στον κατάλληλο χρήστη. Όμως η λειτουργική αποτελεσματικότητα δεν περιλαμβάνει τον στόχο αλλά στέκεται στην αγορά και στον τρόπο λειτουργίας της και σχετίζεται στενά με την ελαχιστοποίηση δύο πραγμάτων που είναι :

Η ελαχιστοποίηση του κόστους.

Η ελαχιστοποίηση του χρόνου διεκπεραίωσης των συναλλαγών από την στιγμή που θα εκφραστεί η προσφορά ή η ζήτηση σε μια χρηματοοικονομική απαίτηση. Όσο πιο σύντομο είναι το χρονικό διάστημα τόσο πιο υψηλή απόδοση που συνεπάγεται. (β) την καταναεμητική αποτελεσματικότητα «allocational efficiency», που αφορά στο κατά πόσο υπάρχουν μηχανισμοί που διασφαλίζουν την κατανομή των διαθέσιμων σε ανεπάρκεια πόρων, στις πιο παραγωγικές χρήσεις και γ) την αποτελεσματικότητα τιμών «pricing efficiency», όπου ο επενδυτής αναμένει από μια επένδυση απόδοση που θα περιλαμβάνει μόνο την αποζημίωση για τον κίνδυνο από τις μεταβολές της τιμής (Ζαχούρης, 2011). Ειδικότερα η αποτελεσματικότητα απόδοσης τιμών επικεντρώνεται άμεσα στον στόχο. Η αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών εκφράζεται κατά βάση με το κατά πόσο πληροφοριακό υλικό είναι διαθέσιμο ή μπορεί να περιέλθει με σχετικά μικρό κόστος σε όλους αδιακρίτως τους επενδυτές, που ενδιαφέρονται, και το κατά πόσο οι εξακριβωμένες πληροφορίες έχουν αποτυπωθεί στις τιμές των τίτλων που συναλλάσσονται. Διότι εφόσον υπάρχει σχετικά μεγάλος αριθμός πωλητών και αγοραστών και μη σύμπραξη μεταξύ τους, σχετικά χαμηλό κόστος της πληροφορίας και των ανταλλαγών και ειδικοί διαπραγματευτές «dealers», είναι δυνατόν να διαμορφώνονται τιμές, που μπορούν να χαρακτηριστούν ως αληθείς τιμές «true prices», με την έννοια ότι έχουν στηριχτεί σε όλο το διαθέσιμο πληροφοριακό υλικό κατά τη στιγμή που συνάπτονται οι συμφωνίες των συναλλαγών (Ζαχούρης, 2011).

## **1.6. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

Συνοπτικά θα μπορούσαμε να επισημάνουμε τις εξής:

Πρέπει να συμμετέχουν πολλοί επενδυτές στόχος των οποίων πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση της αξίας του χαρτοφυλακίου τους.

Να μην υπάρχουν διακρίσεις στην πληροφόρηση καθώς επίσης, η πληροφόρηση που διαχέεται να διακρίνεται από εγκυρότητα και αξιοπιστία.

Πρέπει να υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός ειδημόνων, εμπειρογνομόνων με πλήρη πληροφόρηση ως προς τις προοπτικές. Ρόλος αυτών να φιλτράρουν τις πληροφορίες και να

συμβάλλουν στην σωστότερη και αποδοτικότερη λειτουργία τύπου συστήματος χρηματοπιστωτικών αγορών (Ζαχούρης, 2011).

Να υπάρχει διαφάνεια στις συναλλαγές.

Ν' ασκείται εποπτεία στους κανόνες και στην εφαρμογή τους και έτσι ν' αποφεύγονται οι αυθαιρεσίες.

Να γίνεται εφαρμογή της ελαχιστοποίησης του κόστους των συναλλαγών γιατί στην οικονομία είναι γνωστό ότι δεν υπάρχουν περιθώρια για σπατάλες. Να επιδιώκεται επίσπευση των διαδικασιών και να υπάρχει αποτελεσματικότητα τιμών (Ζαχούρης, 2011).

## **1.7. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

### **1. Φύση και σημασία**

Όπως αναφέραμε ήδη, μια από τις ιδιότητες των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι ο βαθμός της αποτελεσματικότητας τους. Σύμφωνα με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς το κύριο χαρακτηριστικό της του βαθμού αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η πληροφορία, δηλαδή η ισότητα στην πληροφόρηση και την ενημέρωση. Υποθέτει δηλαδή ότι οι υπόλοιποι παράγοντες της τέλει ανταγωνιστικής αγοράς (μεγάλος αριθμός συναλλασσομένων, ομοιογένεια προϊόντος και ισότητα όρων των συναλλαγών) για να επικρατήσουν πρέπει να υπάρχουν σε ένα ελάχιστο βαθμό. Η κινητήρια δύναμη όλων των υπόλοιπων παραγόντων και των χρηματοπιστωτικών αγορών θεωρείται η πληροφορία. Αν φερειπείν υπάρχει διαφοροποίηση των επιτοκίων δανεισμού, εφόσον οι δανειζόμενοι έχουν πλήρη γνώση των δυνατοτήτων εξεύρεσης χρηματοδοτικών πόρων με μικρότερο επιτόκιο (κόστος χρήματος) θα προσφύγουν στο χρηματοπιστωτικό φορέα που το προσφέρει, σε τρόπον ώστε να εξαλειφθεί η διαφοροποίηση των πιστωτικών επιτοκίων (Ζαχούρης, 2011).

### **2. Έκταση χρήσης**

Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς έχει ευρεία χρήση ως βάση ανάλυσης και αξιολόγησης κάθε χρηματοπιστωτικής αγοράς. Με το ίδιο κριτήριο υποτίθεται ότι κάθε μια χρηματοπιστωτική αγορά επικοινωνεί με τις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές αγορές, μέσω των τιμών και των επιτοκίων ως αμοιβής των επενδυτών και επιβάρυνσης των δανειζόμενων. Έτσι,

με επαρκή γνώση των συνθηκών, σε όρους αμοιβών και επιβαρύνσεων, οι επενδυτές (δανειστές) στρέφονται στις αγορές που προσφέρουν υψηλότερες αμοιβές και δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις των επενδύσεων και οι χρηματοδοτούμενοι (δανειζόμενοι) στρέφονται σε δανειακές πηγές που παρέχουν χορηγήσεις με χαμηλότερο επιτόκιο.

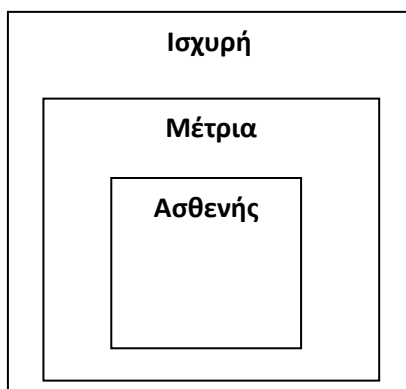
Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι τιμές και οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων δεν είναι δυνατόν να παρεκκλίνουν για σημαντικό χρονικό διάστημα από την οικονομική αξία που εκτιμάται γι' αυτές από τους επενδυτές. Σε γενικότερο περιεχόμενο, οι οικονομικές αξίες των τίτλων που ανταλλάσσονται, καθορίζονται από τις οικονομικές αξίες που δίνουν σ' αυτούς οι επενδυτές, με βάση τις προοπτικές που διαμορφώνουν για τις αποδόσεις κι τους κινδύνους που τις συνοδεύουν. Αν σημειωθεί παρέκκλιση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου από την εκτιμώμενη οικονομική του αξία, θα κινηθούν οι επενδυτές για κάρπωση της διαφοράς σε τρόπον ώστε να γεφυρωθεί το κενό που ανέκυψε μεταξύ των δύο τιμών (Ζαχούρης, 2011).

Καθώς εισρέει νέα πληροφορία, που είναι αρκετή για να υπάρξει επαναθεώρηση της οικονομικής αξίας ενός τίτλου, σημειώνεται αναπροσαρμογή της επιλογής των επενδυτών και της τιμής του στη νέα πληροφορία και μάλιστα γρήγορα και κατά κανόνα σωστά (Ζαχούρης, 2011).

Μια αγορά δεν είναι αναγκαίο να είναι πλήρως αποτελεσματική, με την τεχνική έννοια του όρου. Το κριτήριο που χρησιμοποιείται είναι κατά πόσο μια αγορά είναι οικονομικά αποτελεσματική «economically efficient». Δηλαδή ο επενδυτής μετά από την λήψη και την αξιολόγηση της πληροφορίας για αλλαγή των συνθηκών και αφαίρεση των επιβαρύνσεων (όπως του συναλλακτικού κόστους, της φορολογίας, κτλ.) μπορεί να προβεί σε βελτίωση της οικονομικής του θέσης με μια απλή ανταλλαγή (αγοραπωλησία).

Εύλογο είναι ότι η υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς «Efficient Market», έχει σημαντικές επιπτώσεις για τους επενδυτές και για την χρηματοδότηση. Οι επενδυτές που ακολουθούν την υπόθεση αυτή, μπορούν να εφαρμόσουν διάφορες επενδυτικές στρατηγικές, ανάλογα με τον βαθμό που πιστεύουν ότι είναι σε θέση να βρουν υποτιμημένες τιμές ή και να πετύχουν ελαχιστοποίηση του συναλλακτικού κόστους και της φορολογίας και του χρόνου που χρειάζονται για την ανάλυση και την αξιοποίηση των νέων πληροφοριών (Ζαχούρης, 2011).

### 1.7.1. ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ



Όπως φαίνεται και σχηματικά διακρίνουμε τρεις μορφές αποτελεσματικότητας της Αγοράς σύμφωνα με όσα ειπώθηκαν από τον FAMA.

1η Η αγορά ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας όπου σημαίνει έλλειψη δυνατότητας προβλέψεων για διαμόρφωση μελλοντικών τιμών, από τις ήδη πραγματοποιηθείσες ιστορικές τιμές όπου δεν μπορούν να μας παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για προβλέψεις, αφού οι μελλοντικές τιμές είναι ανεξάρτητες από τις ιστορικές. Συνεπώς το γεγονός αυτό αποκλείει κάθε δυνατότητα πραγματοποίησης υπερκερδών.

2η Η ημι-ισχυρή μορφή αγοράς θεωρείται ότι είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή της μορφή. Διαμορφώνεται από όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες που σχετίζονται έμμεσα ή άμεσα απ' τα χρεόγραφα και οι οποίες είναι δυνατό να διεξαχθούν από τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για την εταιρία. Είναι βέβαιο όμως ότι η μελέτη και η ανάλυση των διαθέσιμων πληροφοριών δεν πρόκειται να αποφέρουν υπερκέρδη.

3η Στην της ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όχι μόνο τις διαθέσιμες πληροφορίες αλλά το πλήρες σύνολο πληροφοριών ΔΗΜΟΣΙΩΝ=ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΩΝ και ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ=ΜΗ ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΩΝ. Επιπλέον, ν' αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη μορφή αποτελεσματικότητας αναφέρεται σ' ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα και συγκεκριμένα ως προς τον τρόπο διοχέτευσης πληροφοριών στην αγορά, γι' αυτό δεν πρέπει να αναφερόμαστε ποτέ μεμονωμένα στην αποτελεσματικότητα της αγοράς αξιόγραφων (Ζαχούρης, 2011).

Κατά την θεωρία του JENSEN:

Οι συνέπειες της αποτελεσματικότητας της αγοράς για ένα συμμετέχοντα δεν θα είναι μεγαλύτερες σε ωφέλεια από αυτές που προβλέπονται από ένα υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων συμπεριλαμβανομένου το κόστος των συναλλαγών.

## **1.8. ΑΝΟΙΧΤΕΣ ΚΑΙ ΚΛΕΙΣΤΕΣ ΑΓΟΡΕΣ**

Ανάλογα με το βαθμό ανοίγματος και επικοινωνίας των αγορών, αυτές διακρίνονται σε:

Τραπεζοκεντρικές αγορές «bankoriented markets». Στις αγορές αυτές δανειστές είναι κυρίως οι εμπορικές τράπεζες κλπ. ενδιάμεσοι πιστωτικοί φορείς και δανειζόμενοι οι επιχειρήσεις, επιχειρηματίες και επαγγελματίες, που διαπραγματεύονται σε προσωπικό επίπεδο τους όρους της επένδυσης, του δανείου ή της πιστοδότησης.

Ανοικτές αγορές (open markets). Οι αγορές αυτές είναι κατά βάση απρόσωπες αγορές, όπου πωλούνται και αγοράζονται τυποποιημένα αξιόγραφα (π.χ. ομολογίες, μετοχές). (Ζαχούρης, 2011).

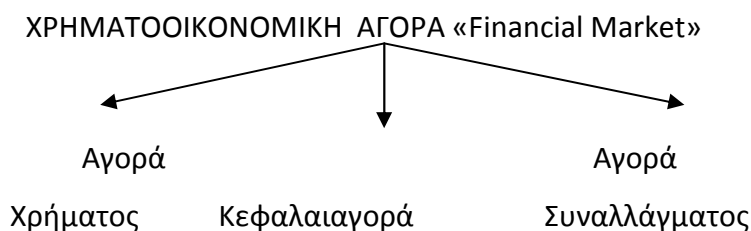
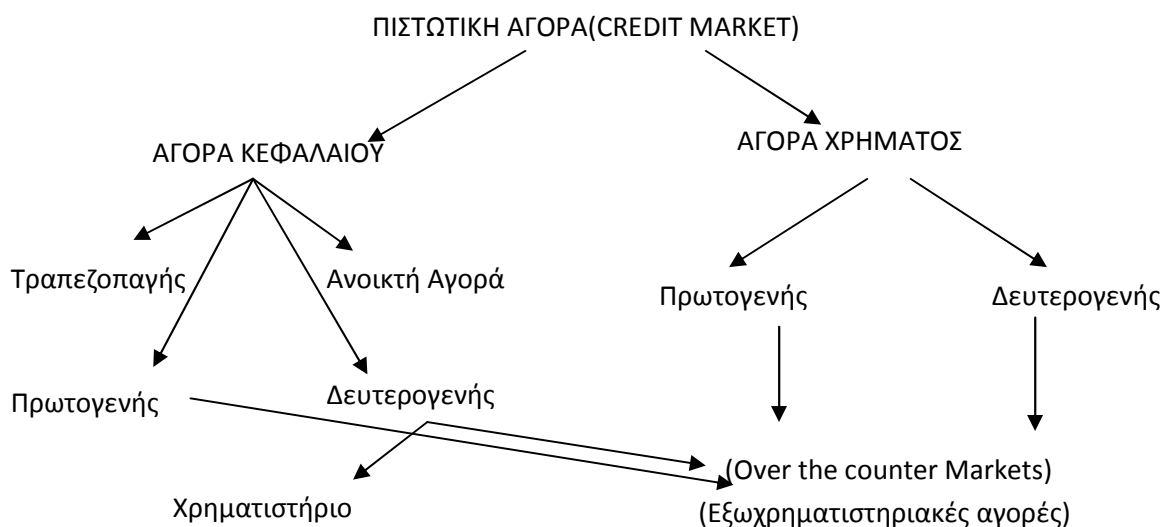
## **1.9. ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**

Στα πλαίσια της σύγχρονης τάσης για υπερξιδείκευση των χρηματοοικονομικών αγορών και πολλαπλασιασμό των διαθέσιμων μορφών και όρων επενδύσεων, ενδιαφέρον έχει για τους επενδυτές να κατανοήσουν τη διαφοροποίηση των επιμέρους επενδυτικών αγορών και των ειδικών συνθηκών, όρων, διαδικασιών, επιβαρύνσεων, ειδικών ωφελειών, κτλ. Διότι, με βάση τους παράγοντες αυτούς, οι επενδυτές θα είναι σε θέση να προβαίνουν σε συνεχή επαναξιολόγηση και αναπροσαρμογές, σε τρόπο ώστε να επιτυγχάνουν την καλύτερη δυνατή επιλογή του χαρτοφυλακίου τους διαχρονικά. Σημειωτέων ότι λόγω της υψηλής αλληλεξάρτησης που χαρακτηρίζει τις αγορές αυτές, η διάκριση και αξιολόγηση των επί μέρους χαρακτηριστικών τους και η διατύπωση έγκυρων προβλέψεων είναι κατά κανόνα δυσχερής. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές που επιθυμούν βοήθεια, προτρέχουν σε ειδικούς συμβούλους επενδύσεων ή επιλέγουν εξειδικευμένους χρηματοοικονομικούς φορείς στους οποίους αναθέτουν τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων τους, ανάλογα με τους στόχους που έχουν επιλέξει (π.χ. ελαχιστοποίηση του κινδύνου, μεγιστοποίηση της απόδοσης, απολαβή ενός σταθερού εισοδήματος για ορισμένη ή αόριστη χρονική διάρκεια στο μέλλον.



Σε πρώτη προσέγγιση, ο όρος «χρηματοοικονομική αγορά» «financial market» αντιστοιχεί στον όρο «χρηματοοικονομικό σύστημα» «financial system», με την έννοια ότι είναι ο ευρύτερος δυνατός ορισμός και περιλαμβάνει την κεφαλαιαγορά «capital market», την αγορά χρήματος «money market» και την αγορά συναλλάγματος «foreign exchange market». Μια σχετικά στενότερη έννοια είναι η πιστωτική αγορά «credit market» (Ζαχούρης, 2011).

Αυτή ορίζεται ότι περιλαμβάνει την κεφαλαιαγορά και την αγορά χρήματος και νοείται επίσης ως ενιαία αγορά.



Οι χρηματοοικονομικές Αγορές χωρίζονται κατά παράδοση και για λόγους παρουσίασης και κατανόησης όχι επειδή είναι σαφώς διαχωρισμένες σε δύο μεγάλες κατηγορίες(όπως φαίνεται και στο σχήμα).

Βασικό κριτήριο της συμβατικής διάκρισης είναι η χρονική διάρκεια σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις και χρηματοδότηση. Με βάση το κριτήριο αυτό γίνεται ταξινόμηση σε αγορά χρήματος ή Χρηματαγορά (Money market) και σε αγορά κεφαλαίου ή

Κεφαλαιαγορά «Capital market». Ειδικότερα η χρηματαγορά, καλύπτει τη δημιουργία και τη διαπραγμάτωση απαιτήσεων που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος (Ζαχούρης, 2011).

Στην χρηματαγορά εκδίδονται και συναλλάσσονται τίτλοι που έχουν βραχυπρόθεσμη διάρκεια (μέχρι ενός έτους), όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά κλπ αποδεικτικά καταθέσεων, κλπ. Οι τίτλοι της χρηματαγοράς είναι καταρχήν εύκολα ρευστοποιήσιμοι και χωρίς μεγάλες απώλειες απόδοσης, ιδιαίτερα εφόσον υπάρχουν αναπτυγμένες δευτερογενείς αγορές (Ζαχούρης, 2011).

Στην κεφαλαιαγορά γίνεται διαπραγμάτευση και ανταλλαγή μέσο-και μακροπρόθεσμων απαιτήσεων. Σ' αυτήν προσφεύγουν οι επιχειρήσεις και το δημόσιο, προκειμένου να αποκτήσουν κεφάλαια μακροπρόθεσμης διάρκειας. Η άντληση κεφαλαίων από την αγορά αυτή πραγματοποιείται μέσω της έκδοσης και διάθεσης στο επενδυτικό κοινό, μετοχών και ομολογιών των επιχειρήσεων και μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών του δημοσίου ή με μακροπρόθεσμη τραπεζική δανειοδότηση. Κατά συνέπεια στην αγορά κεφαλαίου πωλούνται και αγοράζονται αξιόγραφα μακροχρόνιας διάρκειας. Η Χρηματαγορά και η Κεφαλαιαγορά απαρτίζονται από δυο επιμέρους κατηγορίες αγορών (Ζαχούρης, 2011):

#### **ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ «PRIMARY MARKETS»**

Είναι η αγορά από την οποία πραγματοποιείται η μακροπρόθεσμη άντληση κεφαλαίων, με σκοπό οι χρηματικοί πόροι που συγκεντρώνονται να επενδυθούν σε παραγωγικά κεφάλαια. Με άλλα λόγια είναι η δημιουργία ενός μηχανισμού διευκόλυνσης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επιχειρηματικών έργων παγίων επενδύσεων με παράλληλη ικανοποίηση της επιθυμίας των επενδυτών για υψηλές αποδόσεις και χαμηλό κίνδυνο των τοποθετήσεων τους. Ο βαθμός συνεπίτευξης των παραπάνω εξαρτάται από την δημιουργία ανταγωνιστικών συνθηκών και αποτελεί κριτήριο ανάπτυξης και αποτελεσματικότητας του θεσμού της κεφαλαιαγοράς. Αντλούνται κεφάλαια από τους εκδότες με πώληση μετοχών και ομολογιών και μέσης διάρκειας με πώληση ομολόγων. Οι κύριοι πρωταγωνιστές στην αγορά αυτή είναι οι εκδότριες εταιρίες (ιδιωτικές ή δημόσιες), οι ανάδοχοι και οι επενδυτές. Οι επενδυτές ή αγοραστές αξιόγραφων, αγοράζουν τις νέες αξίες από τους αντιπρόσωπους των εταιριών που τα έχουν εκδώσει. Οι αντιπρόσωποι συνήθως είναι οι ανάδοχοι, οι Τράπεζες και το χρηματιστήριο Αξιών. Τα χρήματα από την πώληση νέων αξιογράφων εισπράττονται από τον εκδότη των αξιογράφων (Ζαχούρης, 2011).

Κύριες πηγές και μορφές (ροές) κεφαλαίων για μακροχρόνιες επενδύσεις, είναι οι παρακάτω:

- οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών
- οι αποταμιεύσεις των ασφαλιστικών εταιριών και των ασφαλιστικών ταμείων
- οι αποταμιεύσεις από τα αδιάθετα κέρδη των επιχειρήσεων
- οι αποταμιεύσεις του κράτους(όταν τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τα έξοδα).

Στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά γίνεται έκδοση, διάθεση και πώληση νέων εκδόσεων τίτλων από τις επιχειρήσεις. Αυτό μπορεί να γίνει και μέσω ειδικών τραπεζών (Investment Bank) με κάποιο κέρδος (πωλούν δηλαδή τα αξιόγραφα σε υψηλότερη τιμή). Η πώληση αξιόγραφων μπορεί να γίνει μέσω:

- i. Αναδοχής «underwriting», όπου ένας ανάδοχος «underwriter», αναλαμβάνει να οπισθογραφήσει τα αξιόγραφα (Ζαχούρης, 2011).
- ii. Ιδιωτικών τοποθετήσεων «private placements» όπου ο εκδότης των αξιόγραφων τα πουλάει απευθείας στο κοινό(χωρίς μεσάζοντα)

Στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά εναπωλούνται και επαναγοράζονται τα αξιόγραφα. Κυριότερος φορέας της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς είναι το Χρηματιστήριο Αξιών «Stock Exchange». Το χρηματιστήριο αξιών αποτελεί εθελουσία ένωση προσώπων, που συγκεντρώνονταν συμβατικά σε συγκεκριμένο τόπο, με σκοπό την αγορά και πώληση χρηματιστηριακών τίτλων, κυρίως για λογαριασμό των επενδυτών. Το χρηματιστήριο έχει πολύ μεγάλη σημασία για την οικονομία, γιατί αυξάνει την ρευστότητα και αποδεσμεύει την μακροχρόνια δέσμευση, δηλαδή μεταβάλλει τη μακροχρόνια χρηματοδότηση σε βραχυχρόνια.(πώληση μετοχών)

Εξωχρηματιστηριακές αγορές «over the counter markets» είναι αγορές όπου γίνονται συναλλαγές σε μετοχές εταιριών, που δεν είναι εισηγμένες στο κύριο χρηματιστήριο.

Στη δευτερογενή αγορά πέραν των αγοραπωλησιών κυκλοφορούντων ήδη τίτλων, γίνεται και διάθεση νέων εκδόσεων πολυετών ιδίως τίτλων με τη διαδικασία των δημοπρασιών. Με την διαδικασία αυτή επιτυγχάνεται άμεση επικοινωνία και κατευθείαν διαπραγμάτευση με τους επενδυτές και σφυγμομετρούνται οι συνθήκες της αγοράς, οι οποίες δεν είναι έκδηλες, ιδιαίτερα με συνθήκες χαμηλού επιπέδου ανάπτυξης (Ζαχούρης, 2011).

Στην μετοχική και ομολογιακή αγορά χρησιμοποιείται απαραίτητα αντιπρόσωπος/μεσάζων, γνωστός ως ανάδοχος «underwriter», οποίος αναλαμβάνει και επιμελείται την έκδοση. Στις υποχρεώσεις του κυρίως περιλαμβάνονται:

Α) Συμβουλές βασική του αρμοδιότητα είναι ο ορισμός των χαρακτηριστικών της έκδοσης (τιμή, διασπορά, χρόνος έκδοσης κ.λπ.),

Β) Ανάλυση κινδύνου αγοράζει ολόκληρη την έκδοση ή μέρος αυτής,

Γ) Πώληση της έκδοσης (έναντι προμήθειας),

Δ) Σταθεροποίηση της τιμής στο χρηματιστήριο με εντολές που έχει κάνει γνωστές στη διοίκηση του χρηματιστηρίου.

#### **ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ «SECONDARY MARKETS» – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ**

Πρόκειται για την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα (μετοχές, ομολογίες, κτλ) που δεν προσφέρονται στους επενδυτές για πρώτη φορά. Εκεί γίνεται η άμεση διαπραγμάτευση των τίτλων μετά την ολοκλήρωση διαδικασιών της Πρωτογενής Αγοράς. Δηλαδή στα χρηματιστηριακά πωλούνται και αγοράζονται αξίες οι οποίες αποκτήθηκαν στην προηγούμενη αγορά (κεφαλαιαγορά) είτε δημιουργήθηκαν σε άλλες αγορές.

Ο βασικός σκοπός ύπαρξης της δευτερογενούς αγοράς είναι η παροχή δυνατότητας στους κατόχους των διαπραγματευόμενων μετοχών, να πουλούν τους τίτλους τους σε επενδυτές που ενδιαφέρονται να το αγοράσουν σε μια συγκεκριμένη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις ζήτησης και προσφοράς. Με άλλα λόγια δίνει στους επενδυτές πρόσθετες δυνατότητες για άμεση ρευστοποίηση των επενδύσεων τους, στην περίπτωση που ενσκήψουν απρόβλεπτα γεγονότα και ανακλύουν έκτακτες ανάγκες, το «προληπτικό κίνητρο». Παρόμοια οι επενδυτές έχουν δυνατότητες επαναθεώρησης και αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου το οποίο είχαν επιλέξει στο παρελθόν, αφ' ότου διαπιστώσουν ότι έχει επέλθει ολική μεταβολή των συνθηκών των αγορών και το χαρτοφυλάκιο δεν ανταποκρίνεται πλέον στους στόχους που έχουν θέσει. Η ύπαρξη και η αποτελεσματική λειτουργία μιας δευτερογενούς αγοράς(ων) συνεπάγεται μείωση του κινδύνου των επενδυτών και μειωτική επίδραση στην ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης, μείωση του «κόστους του χρήματος» για τις

επιχειρήσεις και θετική επίδραση στην ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και της οικονομίας (Ζαχούρης, 2011).

Οι αγοραπωλησίες των αξιών γίνονται μεταξύ των επενδυτών, μέσω των υπηρεσιών των εκπροσώπων των χρηματιστηριακών εταιριών.

Στη δευτερογενή αγορά οι συναλλαγές με αξιόγραφα δε δημιουργούν νέα, απλά τα υπάρχοντα αξιόγραφα αλλάζουν ιδιοκτήτες. Οι συναλλαγές δεν επηρεάζουν άμεσα την εταιρεία που τα έχει εκδώσει. Ο εκδότης δεν εισπράττει χρήματα. Τα χρήματα εισπράττονται από τον πωλητή και καταβάλλονται από τον νέο αγοραστή. Η εκδότρια εταιρία επηρεάζεται έμμεσα (αλλά σημαντικά), με την έννοια ότι οι μεταβολές στις τιμές των αξιογράφων στην δευτερογενή αγορά επηρεάζουν την αγοραία αξία (χρηματιστηριακά) της εταιρείας. Οι δυο αγορές αξιών, η πρωτογενής και δευτερογενής δεν είναι ανεξάρτητες η μια από την άλλη. Η υγιής λειτουργία της μιας συντελεί στην αποτελεσματικότητα της άλλης (Ζαχούρης, 2011).

Τα Χρηματιστηριακά Αξίων παρέχουν το χώρο, ορίζουν τους κανόνες και εφαρμόζουν τους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών. Ειδικότερα σ' αυτά:

Ρευστοποιούνται εύκολα οι αξίες

Εξασφαλίζεται η ομαλή εκτέλεση των πράξεων και κάθε είδους συναλλαγής

Ορίζεται η δίκαιη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις της αγοράς, προσφορά και ζήτηση.

Επιπλέον,

Μεταφέρονται ή καλύπτονται κίνδυνοι χρηματοδότησης και συναλλαγών.

Βοηθείται έμμεσα η χρηματοδότηση εταιρειών .

Παρέχεται πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και υποβοηθείται η προστασία του.

## 1.10. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Οι Χρηματοπιστωτικές αγορές μεταφοράς κεφαλαίων διακρίνονται σε:

Χρηματαγορά ή Αγορά Χρήματος

-τραπεζική

-βραχυπρόθεσμων χρεογράφων

-συναλλάγματος

Κεφαλαιαγορά

-Αγορά Μακροπρόθεσμων Δανειακών Τίτλων (Ομολόγων)

-Αγορά Μετοχικών Κεφαλαίων

-Αγορές μεταφοράς Κινδύνου – Προθεσμιακές Αγορές και Αγορές Παραγώγων

Αγορά Options

-μετοχών

-νομισμάτων

-δεικτών

-future options πάνω σε:

εμπορεύματα

νομίσματα

επιτόκιο

δείκτες

Αγορά Futures

-εμπορευμάτων

-δεικτών

-επιτοκίων

-συναλλάγματος

Swaps και forwards

(Ζαχούρης, 2011).

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

---

## 2.1. Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΣΤΑ ΡΩΜΑΙΚΑ ΧΡΟΝΙΑ

Το ρωμαϊκό οικονομικό σύστημα του 2ου αιώνα, την περίοδο της Δημοκρατίας είχε αναπτύξει πολλά από τα χαρακτηριστικά του σύγχρονου καπιταλισμού: Οι αγορές ευημερούσαν επειδή το ρωμαϊκό δίκαιο επέτρεπε την ελεύθερη μεταβίβαση της ιδιοκτησίας, χρήματα δανείζονταν με τόκο, οι αργυραμοιβοί εξαργύρωναν ξένο συνάλλαγμα και οι πληρωμές σε όλη την επικράτεια μπορούσαν να γίνουν με τραπεζικές συναλλαγματικές (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

Στην Ρώμη συσσωρεύονταν κεφάλαια, όπως θα συνέβαινε αργότερα στο Άμστερνταμ, στο Λονδίνο και στην Νέα Υόρκη. Είχε επίσης αναπτυχθεί η έννοια της πίστωσης στις συναλλαγές, και μια μορφή ασφάλισης των πλοίων και άλλων μορφών ιδιοκτησίας. Ο λαός της Ρώμης είχε κυριευτεί από το πάθος της συσσώρευσης πλούτου, το οποίο συνδυαζόταν με υπερβολές στην επίδειξη του πλούτου και στην κατανάλωσή του. Τα τυχερά παιχνίδια ήταν ιδιαίτερα διαδεδομένα.

Ο τόπος συνάντησης τους ήταν το φόρουμ, κοντά στο ναό του Κάστορα, όπου πλήθη ανθρώπων αγόραζαν και πουλούσαν μετοχές και ομόλογα των εταιρειών που εισέπρατταν τους φόρους, διάφορα αγαθά τοις μετρητοίς ή με πίστωση, αγροκτήματα και ακίνητα στην Ιταλία και στις επαρχίες, σπίτια και καταστήματα στη Ρώμη και αλλού, πλοία και αποθήκες, σκλάβους και ζώα.

Το Ρωμαϊκό κράτος εκμίσθωνε πολλές από τις λειτουργίες του, από την συλλογή των φόρων έως την κατασκευή ναών, σε εταιρίες κεφαλαιούχων που ονομάζονταν *publicani*. Όπως και οι σύγχρονες εταιρίες μετοχικού κεφαλαίου οι *publicani* ήταν νόμιμοι οργανισμοί ανεξάρτητοι από τα μέλη τους και η κυριότητα τους ήταν διαιρεμένη σε *partes*, δηλαδή σε μετοχές. Είχαν διοικητικά συμβούλια που διαχειρίζονταν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, δημοσίευαν ισολογισμούς (*tabulae*) και πραγματοποιούσαν περιστασιακές συνελεύσεις των μετόχων. Υπήρχαν δύο ειδών μετοχών. Οι μεγάλες μετοχές που ονομάζονταν *socci* και άνηκαν στους

κεφαλαιούχους οι οποίοι διήθυναν την εταιρία και οι μικρότερες μετοχές που ονομάζονταν *particulae* (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

Ο τρόπος με τον οποίο γίνονταν οι συναλλαγές για τις μετοχές *particulae* ήταν ανεπίσημος και έμοιαζε με τον τρόπο που γίνονται οι συναλλαγές στις σημερινές ανεπίσημες χρηματιστηριακές αγορές.

Δεν έχουν διασωθεί στοιχεία για τις τιμές στις οποίες πωλούνταν οι *partes*, όπως επίσης δεν υπάρχουν περιγραφές για τη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς. Γνωρίζουμε πάντως ότι υπήρχαν διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών. Οι μετοχές των *publicani* δεν προσέλκυαν το ενδιαφέρον μόνο των πολιτικών και των μεγάλων κεφαλαιούχων. Ο Έλληνας χρονικογράφος Πολύβιος περιγράφει το ευρύτατα διαδεδομένο λαϊκό ενδιαφέρον για την απόκτηση μετοχών.

Οι ρωμαϊκές *publicani* άρχισαν να φθίνουν στην περίοδο της αυτοκρατορίας όμως η κερδοσκοπία σε περιουσίες, εμπορεύματα και χρήμα συνεχίστηκε. Η εξάπλωση του Χριστιανισμού καθώς και ο Μεσαίωνας που επήλθε «απαγόρευσε» την ύπαρξη κάθε χρηματοοικονομικού συστήματος. Έπρεπε να περάσουν 16 αιώνες με την έλευση της Βιομηχανικής Επανάστασης και της ιδέας του οικονομικού φιλελευθερισμού για να ιδρυθεί το πρώτο χρηματιστήριο στο Άμστερνταμ (1610) με τα πρωτόγνωρα κερδοσκοπικά παιχνίδια και τη manía του εμπορίου της τουλίπας (1630).

Σήμερα η κεφαλαιαγορά έχει αναπτυχθεί και διευρυνθεί και έχουν θεσμοθετηθεί νόμοι για την προστασία του επενδυτή αλλά και την αποτροπή κερδοσκοπικών παιχνιδιών εις βάρος των απλών επενδυτών (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

## **2.2. ΧΡΗΜΑ ΚΑΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

Από την εποχή όπου τα άτομα ξεπέρασαν το στάδιο της αυτό-παραγωγής και αυτοκατανάλωσης, ακολούθησε το στάδιο της ανταλλαγής αγαθών και υπηρεσιών με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν εν συνεχεία οι προϋποθέσεις για εκχρήματη οικονομία. Στην εποχή του αντιπραγματισμού υπήρχε το πρόβλημα σύμπτωσης αναγκών και αξίας. Η εισαγωγή του χρήματος έδωσε οριστικό τέλος σ' αυτή τη προφανή υπάρχουσα δυσκολία διπλής



σύμπτωσης αναγκών. Σχηματικά λοιπόν στην κοινωνία του αντιπραγματισμού η συναλλακτική πράξη είναι :  $ΑΓΑΘΑ=ΑΓΑΘΑ$  ενώ στην εγχρήματη οικονομία η συναλλακτική πράξη διαμορφώνεται :  $ΑΓΑΘΟ=ΧΡΗΜΑ=ΑΓΑΘΟ$  (Φίλιος Β, 1998).

Χρήμα ετυμολογικά <χρώμαι> χρησιμοποιώ. Είναι οτιδήποτε χρησιμοποιείται μέσα στις κοινωνίες ως μέσο αποθεματοποίησης πλούτου, μέσο διατήρησης της αγοραστικής δύναμης. Είναι μέσο συναλλαγών αυτούσιο, ομοιογενές, διαιρετό, κοινά αποδεκτό και αναγνωρίσιμο. Επίσης μπορεί να περιγραφεί ως μια αρχή που εγγυάται, αντιπροσωπεύει και εξασφαλίζει μια αξία. Προτού εισαχθεί αυτό δεν υπήρχαν σταθερές αρχές που να αντικατοπτρίζουν συγκεκριμένα αγαθά και υπηρεσίες.

Το χρήμα διευκολύνει την οικονομική δραστηριότητα αποτελεί μέσο παραγωγής, ανταλλαγής, διανομής και ανάλωσης υλικών. Στο συμπέρασμα που καταλήγουμε είναι ότι το χρήμα και οι όλες σχετικές μ' αυτό ενέργειες, αποτελεί την πραγματική Οικονομική δραστηριότητα. Εξελικτικά ακολούθησε η εμφάνιση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος του οποίου κύριο και αναγκαίο για να λειτουργήσει, συστατικό είναι το ΧΡΗΜΑ (Φίλιος Β, 1998).

### **2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα είναι αποτέλεσμα μιας μακράς ιστορικής εξελικτικής πορείας που εξατομικεύεται με την ανάπτυξη εξειδικευμένων αγορών επενδυτικών και χρηματοδοτικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα περιλαμβάνει μια σειρά από «υποσυστήματα», ώστε η ταύτιση του ενίοτε με όρους όπως «τραπεζικό σύστημα», «ασφαλιστικό σύστημα», κλπ, να μην ανταποκρίνεται στην συνολική του διάσταση, συγκρότηση, οργάνωση και λειτουργία. Η ανάλυση του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος συμπεριλαμβάνει «τα μέσα», τις υπηρεσίες και παράλληλα το μηχανισμό της μεταβίβασης χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές στη χρηματοδότηση ελλειμματικών μονάδων στα πλαίσια της διαδικασίας μετασχηματισμού και ανακατανομής των αποταμιεύσεων σε έργα παγίων επενδύσεων (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

Σημειώνεται ότι η συμβατική θεωρητική προσέγγιση των επενδύσεων εκλαμβάνει ως δεδομένο το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και την χρηματοοικονομική διάρθρωση (financial structure),

υποβαθμίζοντας τη σημασία τους και επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον σε λειτουργικές μεταβλητές, όπως την προσφορά και την ζήτηση χρήματος, το επιτόκιο και την αποδοτικότητα του «πάγιου υλικού κεφαλαίου».

## **2.4. Ο ΒΑΣΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.**

Ο βασικός ρόλος του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος σε μια οικονομία είναι η αποτελεσματική κατανομή (στις παραγωγικότερες χρήσεις) των αποταμιεύσεων. Λειτουργία του Χρημα/κού Συστήματος είναι η μεταφορά αγοραστικής δύναμης (κεφαλαίων) από τις οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς τις οικονομικές μονάδες με χρεωστικό υπόλοιπο. Πρακτικά αυτό επιτυγχάνεται με την απόδοση εκ μέρους της ελλειμματικής μονάδας κάποιας γραπτής υπόσχεσης (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

Στον τρόπο διοχέτευσης χρηματικών πόρων μπορεί να υπάρξει ένας γενικός διαχωρισμός σε:

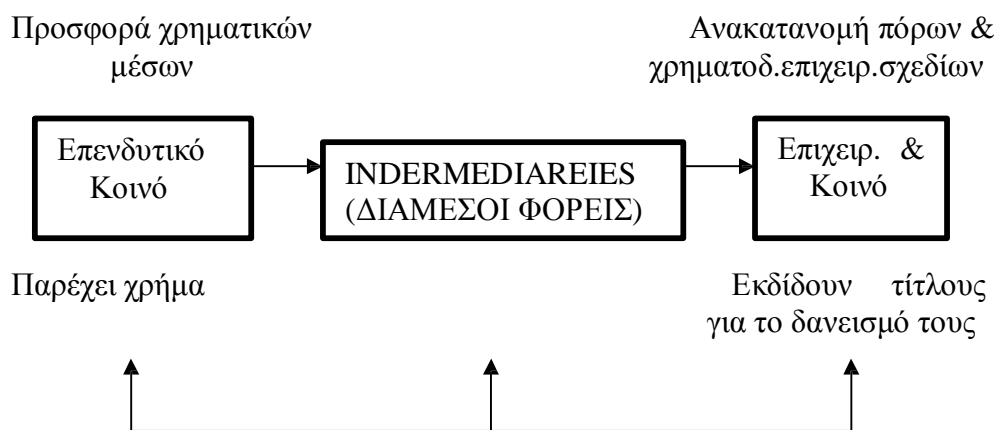
### **A) ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ Β) ΕΜΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

Στην περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης η διοχέτευση χρηματικών πόρων μεταξύ των οικονομικών μονάδων γίνεται με αντάλλαγμα πιστωτικές απαιτήσεις. Το κύριο χαρακτηριστικό των άμεσων συναλλαγών είναι ότι η διαπραγμάτευση γίνεται απευθείας από τις δύο μονάδες και δεν επεμβαίνουν μεσολαβητές (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

Αντίθετα, στην περίπτωση της έμμεσης χρηματοδότησης η διαδικασία διοχέτευσης αγοραστικής δύναμης από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές μονάδες πραγματοποιείται με την μεσολάβηση χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς απαρτίζουν κατά βάσει οι Τράπεζες αλλά και άλλοι οργανισμοί. Ειδικότερα στην περίπτωση έμμεσης χρηματοδότησης εμπλέκονται τρία μέρη:

- α) το αποταμιευτικό κοινό
- β) οι διαμεσολαβητικοί πιστωτικοί οργανισμοί
- γ) οι επιχειρήσεις

## 2.5. ΕΝΔΙΑΜΕΣΟΣ ΡΟΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ



## 2.6. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ/ΙΔΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΧΣ

Τα χαρακτηριστικά του ΧΣ εξετάζονται εδώ ως ενιαίο σύνολο, με την εξής ταξινόμηση:

- ταυτότητα
- αλληλεξάρτηση
- σταθερότητα
- ανάπτυξη
- αποτελεσματικότητα

### 1.Σχετικοποίηση

Οι τοποθετήσεις και οι δυνατότητες των επενδυτών, η ευχέρεια, οι όροι και το κόστος του δανεισμού των επιχειρήσεων, καθορίζονται από τη μορφή και το επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοδοτικού ή χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μέσα σ' αυτό διαπραγματεύονται και ανταλλάσσονται οι διάφορες επενδύσεις και τα λεγόμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα, οι τίτλοι δημοσίου και επιχειρηματικού χρέους, οι μετοχικοί τίτλοι, το συνάλλαγμα με αποτέλεσμα να συγκεντρώνονται και να ανακατανέμονται οι αποταμιεύσεις και να λειτουργεί ο μηχανισμός της χρηματοδότησης των πάγιων επενδύσεων (Φίλιος Β, 1998).

### 2.Δομική ταυτότητα

Το ΧΣ περιέχει πολυάριθμα στοιχεία, ώστε να συγκαταλέγεται μεταξύ των σύνθετων όρων. Η ανάλυση του ΧΣ είναι γενικότερα χρήσιμη για την συσσώρευση θεωρητικών γνώσεων και την ανάπτυξη της σκέψης. Με σκοπό την ολοκληρωμένη ανάλυση αλλά και την απλοποίηση των πραγματικών συστημάτων, ενίοτε γίνεται σχεδίαση και χρήση υποδειγμάτων (models) και διαφόρων και άλλων τεχνικών μεθόδων, με συνεργασία διαφόρων επιστημονικών ειδικοτήτων και τεχνολογικών εξειδικεύσεων. Η διαρθρωτική συγκρότηση του ΧΣ αναφέρεται στην ιδιαίτερη αποστολή και λειτουργία του, το βαθμό

ολοκλήρωσης, αυτοτέλειας, τάξης και επαναληπτικότητας (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

Με βάση τα διορθωτικά χαρακτηριστικά του, το ΧΣ έχει αποστολή τη δημιουργία χρήματος και χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και την διευκόλυνση της ομαλής διενέργειας των συναλλαγών που εκφράζονται σε χρήμα στα πλαίσια της σύγχρονης εγχρήματης οικονομίας. Το ΧΣ περιλαμβάνει σήμερα μια μεγάλη σειρά από συγκροτημένους θεσμούς και φορείς όπως το τραπεζικό σύστημα στο οποίο υπάγεται η Κεντρική Τράπεζα, οι εμπορικές τράπεζες, επενδυτικές τράπεζες, οι κτηματικές τράπεζες και οι αποκαλούμενοι «λοιποί πιστωτικοί οργανισμοί», στους οποίους υπάγονται διάφοροι αποταμιευτικοί ιδίως φορείς, ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικοί οργανισμοί, αμοιβαία κεφάλαια, κτλ (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε. 2008).

### 3.Αλληλεξάρτηση

Βασικό χαρακτηριστικό των ανοικτών συστημάτων είναι η αλληλεξάρτηση μεταξύ τους. Η αλληλεξάρτηση των ανοικτών συστημάτων βρίσκει ίσως και την κυριότερη της έκφραση στο φαινόμενο της διεθνοποίησης των αγορών και των οικονομιών με επίκεντρο την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίου και των επενδύσεων στη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου και τη μετεξέλιξη του σε φαινόμενο «παγκοσμιοποίησης» μετά από την κατάρρευση του συστήματος κεντρικού σχεδιασμού της οικονομίας στα τέλη της 10ετίας του 80. Η έννοια της αλληλεξάρτησης (interaction/interchange) υπάρχει επίσης και κάθετα, δηλαδή μεταξύ των μερών εντός του ΧΣ. Η εσωτερική αλληλεξάρτηση έχει τριπλή διάσταση ανάμεσα στα επιμέρους τμήματα (υποσυστήματα), τη λειτουργική, τη διαρθρωτική και την οργανική αλληλεξάρτηση (Φίλιος Β, 1998).

Η οργανική αλληλεξάρτηση έχει την έννοια ότι τυχόν διαταραχή ή διακοπή της λειτουργίας κάποιου τμήματος, δεν μπορεί να υποκατασταθεί και να επικαλυφθεί αποτελεσματικά από κάποιο(α) άλλο(α), με συνέπεια το όλο σύστημα να οδηγηθεί σε κρίση, αποσύνθεση μέχρι και πλήρη κατάρρευση και διακοπή της λειτουργίας του. Μια άλλη θέση είναι ότι η αλληλεξάρτηση των μερών του ΧΣ σημαίνει ότι «έλλειμμα» σε ένα τμήμα αποδυναμώνει και μειώνει την αξιοπιστία, την ευκαμψία προσαρμογής και την αποτελεσματικότητά του συνολικά (Φίλιος Β, 1998).

Η λειτουργική αλληλεξάρτηση και η συμπληρωματικότητα έχουν ουσιαστικά, δυναμικό χαρακτήρα ανατροφοδότησης(dynamic feedback)του ΧΣ, με την έννοια ότι ένα τμήμα ή στοιχείο επηρεάζει κάποιο(α) άλλο(α) τμήμα(ατα) ή στοιχείο(α) και κατόπιν δέχεται επίδραση από αυτά. Δηλαδή τα επιμέρους στοιχεία αλλάζουν συνεχώς ρόλους, δημιουργείται δηλαδή συλλογικό και συνεργικό αποτέλεσμα (team work,synergy effects), μεγιστοποίηση ομαδικής επίδοσης και ανάπτυξη μηχανισμού σωρευτικής αιεφόρου ανάπτυξης και προόδου. (self-sustained growth) (Νιάρχου Ν., 2004)

Η αλληλεξάρτηση στα πλαίσια της διαρθρωτικής ανάλυσης του ΧΣ, επικεντρώνεται στην αλληλεπίδραση του τραπεζικού συστήματος, του ασφαλιστικού συστήματος και της κεφαλαιαγοράς.

#### 4.Σταθερότητα

Η σταθερότητα (stability) του ΧΣ καθορίζει τους «κανόνες του παιχνιδιού» στους οποίους στηρίζουν το σχεδιασμό και τις επιλογές τους οι επενδυτές και οι δανειζόμενοι. Εξωτερικές παρεμβάσεις «εξ υπολοίπου» στο ΧΣ προκαλούν στρεβλώσεις στις επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές (Νιάρχου Ν., 2004).

Η σταθερότητα του ΧΣ είναι θέμα βαθμού και συνάρτησης πολλών παραγόντων, εξωγενούς και ενδογενούς χαρακτήρα. Γενικά ο βαθμός σταθερότητας του ΧΣ δεν θα πρέπει να συγγέεται με την ευελιξία προσαρμογής, με την έννοια ότι όσο πιο ανοικτό προς τα έξω είναι ένα σύνθημα, τόσο πιο πλουραλιστικό και υποκεντρικό είναι προς τα μέσα.

Η σταθερότητα ενός συστήματος έχει διαχρονικές διαστάσεις, σε αγοραία, βραχυχρόνια και μακροχρόνια περίοδο και δεν συμπίπτει με την έννοια της ισορροπίας, που ισχύει σε κάθε συναλλαγή και διαμόρφωση τιμών(Ζαχούρης 2011).

#### 5.Ανάπτυξη

Η ανάπτυξη (development), ως γενικός όρος και ειδικότερα η οικονομική ανάπτυξη(economic development), έχει δεχθεί μια ποικιλία ορισμών. Στα φυσικά συστήματα χρησιμοποιείται ο όρος εξέλιξη (evolution), ενώ τα κοινωνικά συστήματα

έχουν σχεδιαστεί, αναπτυχθεί και μετεξελισσονται βαθμιαία για την βελτίωση της εξυπηρέτησης των τρεχουσών και μελλοντικών αναγκών μέσω των επενδύσεων όπως στην περίπτωση του ΧΣ (Νιάρχου Ν., 2004).

#### 6.Αποτελεσματικότητα του συστήματος

Η έννοια της αποτελεσματικότητας (efficiency) του ΧΣ εδώ ανάγεται στην σχέση των παραγωγικών μέσων (εισροών) και των παραγωγικών αποτελεσμάτων (εκροών) σύμφωνα με το «θεμελιακό οικονομικό αξίωμα», που εκφράζεται με διπλή μορφή, είτε ως ελαχιστοποίηση των εισροών κατά μονάδα εκροής, είτε ως μεγιστοποίηση της εκροής κατά μονάδα εισροής.

Αυτή η έννοια της τεχνικής αποτελεσματικότητας ταυτίζεται χονδρικά με την έννοια της παραγωγικότητας (productivity) (Νιάρχου Ν., 2004).

Η οικονομική αποτελεσματικότητα του ΧΣ αφορά στο πώς η τεχνική αποτελεσματικότητα θα μετουσιωθεί σε οικονομική αποτελεσματικότητα. Με σύγχρονες συνθήκες ραγδαίας τεχνολογικής προόδου, μεταβολής «τοπίου» του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος και διεθνοποίησης των αγορών και των οικονομιών, το ενδιαφέρον μετατοπίζεται από την έννοια της τεχνικής παραγωγικότητας, στην ανάλυση κόπου-οφέλους συμπεριλαμβάνοντας στοιχεία ποιότητας, αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικότητας (competitiveness) (Φίλιος Β, 1998).

Ο όρος αποτελεσματικότητα του ΧΣ, πέρα από τον όρο της κερδοφορίας, περιέχει και την κοινωνική διάσταση της κατανομής των πόρων. Από την διεθνή πείρα, οι επενδύσεις στο χρηματο-πιστωτικό τομέα ασκούν επιδράσεις που διαχέονται σε ολόκληρο το φάσμα της οικονομίας, δηλαδή αποφέρουν κοινωνικό όφελος και αποτελεσματικότητα (Ζαχούρης 2011).

## **2.7. ΣΤΑΔΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.**

Όταν ολοκληρωθεί ο κύκλος της συμφωνίας μιας χρηματοδοτικής απαίτησης έπεται η διαδικασία της επιστροφής αυτής, όπου μπορεί να γίνει ενιαία ή σταδιακά.

Τα στάδια που εντοπίζονται είναι τα εξής:

**1ο Στάδιο** : Εντοπισμός της ανάγκης όπου συνεπάγεται η έκδοση συναλλαγματικής. Έχει σχέση με την πρώιμη δημιουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ειδικότερα το πρώτο στάδιο ξεκινά με την ανάγκη χρηματοδότησης των ελλειμματικών οικονομικών μονάδων από τις πλεονασματικές.

**2ο Στάδιο** : Το επόμενο στάδιο είναι προσανατολισμένο στους διαμεσολαβητές και πιο συγκεκριμένα στο ρόλο που καλούνται να επιτελέσουν στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

**3ο Στάδιο** : Στάδιο αποδέσμευσης, το οποίο στη συνέχεια ασχολείται με την τιτλοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

**4ο Στάδιο** : Στάδιο τιτλοποίησης των εγγράφων. Πληροφοριακά προσανατολισμένο. Κυρίαρχα στοιχεία του είναι η αμεσότητα και η εγκυρότητα γενικότερα η εύκολη και γρήγορη διάθεση πληροφοριών. (Φίλιος Β, 1998)

## 2.8. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Κάθε εύρωστη και υγιής οικονομία χρειάζεται ένα χρηματοοικονομικό σύστημα ικανό να μεταφέρει κεφάλαια από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες (αυτές που αποταμιεύουν την τρέχουσα διαχείριση) στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες, δηλαδή εκείνες που δανείζονται για να επενδύσουν στις παραγωγικές ευκαιρίες που έχουν επισημάνει. Πως όμως εξασφαλίζεται ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα διοχετεύει τους αποταμιευτικούς πόρους της κοινωνίας σε παραγωγικές δραστηριότητες και όχι σε ανεδαφικά επενδυτικά σχέδια; Γιατί υπάρχουν τράπεζες ή πως μετράται το προϊόν που παράγουν; Ειδικότερα θα εξεταστεί ο ρόλος των τραπεζών στην μεταφορά αποταμιευτικών πόρων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές (Νιάρχου Ν., 2004).



Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι αρκετά πολύπλοκο τόσο στην διάθρωση όσο και στην λειτουργία του. Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι χρηματοοικονομικών τραπεζών, όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλοι θεσμικοί επενδυτές, που δραστηριοποιούνται στις αγορές κεφαλαίων κ.λπ. . Πυρήνας του χρηματοοικονομικού τομέα είναι το τραπεζικό σύστημα το οποίο συναπαρτίζεται από την κεντρική τράπεζα, τις εμπορικές τράπεζες και τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς.

Οι εμπορικές τράπεζες ασχολούνται με πάσης φύσεως τραπεζικές εργασίες διαμεσολαβώντας μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών μονάδων. Οι ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί διαθέτουν άδεια για τη διεξαγωγή περιορισμένων τραπεζικών εργασιών. Παραδείγματα ειδικών πιστωτικών οργανισμών είναι οι τράπεζες που εξειδικεύονται στη στεγαστική και κτηματική πίστη, οι επενδυτικές τράπεζες που εξειδικεύονται στη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων.

Ο ευρύτερος χρηματοοικονομικός τομέας περιλαμβάνει εκτός του τραπεζικού συστήματος και μια σειρά εταιριών που συνήθως ονομάζονται «θεσμικοί επενδυτές», όπως είναι οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρίες κλπ. Στην Ελλάδα και στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες υφίσταται ένα μικτό σύστημα ομίλων. Οι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι συμπεριλαμβάνουν ένα πλήθος εταιριών, που καλύπτουν όλο το φάσμα των διαμεσολαβητικών χρηματοοικονομικών εργασιών αξιοποιώντας τις οικονομίες κλίμακας και της οικονομίες εύρους που προκύπτουν από τις συμπληρωματικές δραστηριότητες (Νιάρχου Ν., 2004).

**ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΑ:** Ο ρόλος των διαμεσολαβητών είναι να διευκολύνουν και να επιταχύνουν τη ροή του χρήματος και γενικότερα τις άλλες διαδικασίες. Στις αρμοδιότητες τους περιλαμβάνεται και η προστασία των συμφερόντων τους.

Ως σύνολο εκτελούν μια σειρά από λειτουργίες που μπορούν να συνοψισθούν και να παρουσιαστούν ως εξής:

□ Παρέχουν συγκεκριμένες υπηρεσίες που έχουν στόχο την μεγαλύτερη απόδοση, από την τοποθέτηση διαθέσιμων χρηματικών πόρων καθώς και τον οικονομικότερο τρόπο εξεύρεσης χρηματικών πόρων (Νιάρχου Ν., 2004).

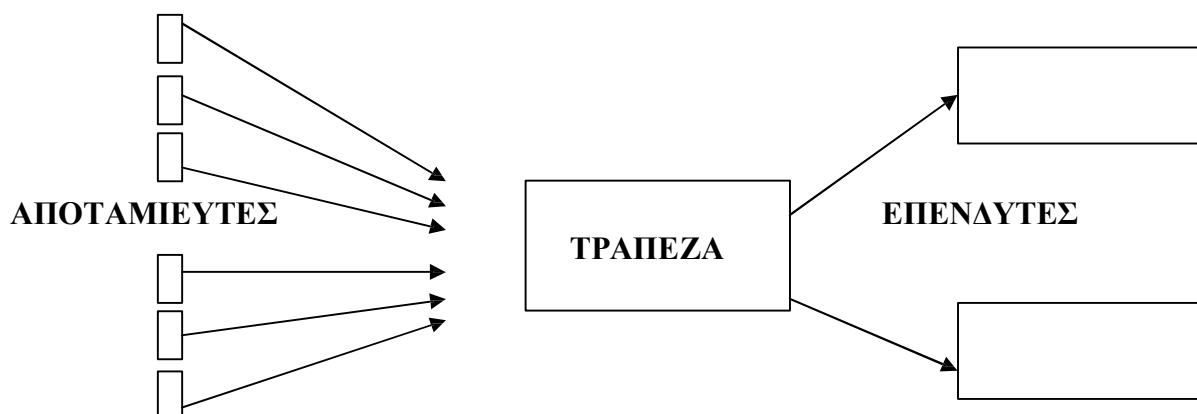
□ Θα πρέπει να είναι σε θέση να μετασχηματίζουν σχετικά βραχυχρόνιες τοποθετήσεις σε μακροχρόνιες χορηγήσεις. Η δυνατότητα τους αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι ο μεγάλος αριθμός των τοποθετούμενων κεφαλαίων στους οργανισμούς αυτούς δεν αποσύρονται μαζικά.

□ Τέλος, θα πρέπει να επιδιώκουν τον μετασχηματισμό και την μείωση του κινδύνου.

Είναι γεγονός ότι σε ατομικό και επιχειρηματικό επίπεδο, ο δανεισμός με την προοπτική επανάκτησης κεφαλαίων του σε μελλοντικό χρόνο εμπεριέχει πάντοτε ποικιλία κινδύνων. Οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές είναι σε θέση να διαμοιράζουν τέτοιους κινδύνους ανάλογα με την φερεγγυότητα αλλά και τα στοιχεία του κάθε εξατομικευμένου δανειζομένου.

#### Οι Λειτουργίες των Τραπεζών

Ο παραδοσιακός ρόλος των τραπεζών είναι αυτός του διαμεσολαβητή ανάμεσα σε αποταμιευτές και πιστούχους. Οι τράπεζες διαχειρίζονται το παθητικό τους χορηγώντας δάνεια, δημιουργώντας έτσι το ενεργητικό τους. Εναλλακτικά μπορούμε να πούμε ότι οι τράπεζες διαχειρίζονται το ενεργητικό τους, το οποίο χρηματοδοτείται από καταθέσεις ή αλλά στοιχεία του παθητικού.



Για να παρουσιάσουμε με τον απλούστερο δυνατό τρόπο το διαμεσολαβητικό ρόλο των τραπεζών, θα χρησιμοποιήσουμε τη διαγραμματική ανάλυση μιας αγοράς δανειακών κεφαλαίων. Στον κατακόρυφο άξονα του σχήματος μετρούμε το επιτόκιο ( $i$ ), ενώ στον οριζόντιο άξονα μετρούμε τον όγκο των αποταμιεύσεων ( $K$ ) και των δανείων ( $\Delta$ ). Υποθέτουμε ότι το επιτόκιο είναι εξωγενώς καθοριζόμενο είτε από κάποια νομισματική αρχή είτε από τις διεθνείς αγορές, έτσι ώστε μια τράπεζα είναι αδύνατον να το επηρεάσει. Σε αυτό το αναλυτικό πλαίσιο, η τράπεζα αντιμετωπίζει μια καμπύλη προσφοράς καταθέσεων ( $\Pi_k$ ) και μια καμπύλη προσφοράς δανείων ( $\Pi_\Delta$ ) με θετική κλίση. Τούτο σημαίνει ότι η τράπεζα θα δέχεται περισσότερες καταθέσεις και θα χορηγεί περισσότερα δάνεια όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των επιτοκίων<sup>1</sup>. Τέλος η καμπύλη ( $Z_\Delta$ ) αναπαριστά τη ζήτηση για δάνεια σε κάθε επίπεδο επιτοκίου, η οποία όπως είναι φυσικό έχει αρνητική κλίση (Νιάρχου Ν., 2004).

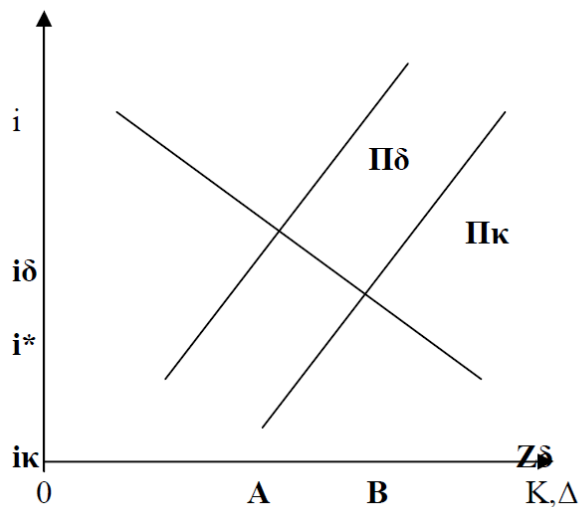
Σε κατάσταση ισορροπίας η τράπεζα καταβάλλει ένα επιτόκιο ύψους ( $i_k$ ) στους αποταμιευτές και επιβάλλει ένα επιτοκίου ύψους ( $i_\Delta$ ) στους πιστούχους. Το περιθώριο κέρδους ( $\text{spread}$  ή  $\text{escart}$ ) της τράπεζας είναι ίσο με  $i_\Delta - i_k$  και πρέπει να υπερκαλύπτει το λειτουργικό κόστος, το κόστος κεφαλαίου, τα επασφάλιστρα κινδύνου που επιβαρύνουν τα δάνεια και τις πληρωμές φόρων. Υπό μια έννοια το περιθώριο ( $i_\Delta - i_k$ ) αντανακλά το κόστος που πληρώνει συνολικά η κοινωνία για τις διαμεσολαβητικές υπηρεσίες των τραπεζών. Είναι εύλογο ότι το περιθώριο κέρδους συρρικνώνεται όσο ενισχύεται ο ανταγωνισμός στην χορήγηση δανείων. Ο όγκος των καταθέσεων και των χορηγήσεων είναι η ποσότητα  $O_A$ .

Εάν δεν υπήρχε κόστος διαμεσολάβησης, το επιτόκιο ισορροπίας της αγοράς θα ήταν  $i^*$ . Ο όγκος των αποταμιευτικών πόρων και συνεπώς των δανειακών κεφαλαίων θα αυξάνονταν σε  $O_B$ . Ωστόσο ακόμη και αν δεν υπήρχαν τράπεζες, θα υπήρχε κόστος διαμεσολάβησης, και μάλιστα να ήταν πολύ πιο υψηλότερο. Για παράδειγμα εάν δεν υπήρχαν τράπεζες ο υποψήφιος δανειστής θα έπρεπε να εκτιμήσει ο ίδιος τον πιστωτικό κίνδυνο για κάθε υποψήφιο δανειολήπτη και να προβεί σε τιμολόγηση τόσο του επασφάλιστρου κινδύνου όσο και την υπηρεσία αξιολόγησης του κινδύνου που πρόσφερε. Σε αυτή την περίπτωση, το κόστος για να έρθουν σε επαφή οι ελλειμματικές με τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες θα ήταν ιδιαίτερα υψηλό. Η ύπαρξη, επομένως του τραπεζικού συστήματος εξασφαλίζει χαμηλό κόστος διαμεσολάβησης (Νιάρχου Ν., 2004).

Πράγματι, μια λύση στο πρόβλημα του υψηλού κόστους συναλλαγών είναι η συγκέντρωση των κεφαλαίων πολλών αποταμιευτών. Και αυτό διότι έτσι γίνεται αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας, δηλαδή η μείωση του κόστους συναλλαγών ανα επενδυμένη δραχμή όταν το μέγεθος των συναλλαγών ανέρχεται.

Η ύπαρξη οικονομιών κλίμακας στις χρηματοοικονομικές αγορές εξηγεί για πιο λόγο υπάρχουν όχι μόνο τα τραπεζικά συστήματα αλλά και οι αποκαλούμενοι θεσμικοί επενδυτές. Για παράδειγμα, μια εταιρία αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ένας διαμεσολαβητής που διαχειρίζεται χρήματα αποταμιευτών, προβαίνοντας σε τοποθετήσεις, σε ομολογιακούς ή μετοχικούς τίτλους.

Επειδή προβαίνει σε αγορές μεγάλου αριθμού τεμαχίων, διαθέτει το πλεονέκτημα του μειωμένου κόστους συναλλαγής. Η εξοικονόμηση πόρων μετακυλύετε στον ατομικό επενδυτή (πελάτη του αμοιβαίου κεφαλαίου). (Νιάρχου Ν., 2004)



## 2.9. ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΡΘΗ ΚΑΙ ΕΥΡΥΘΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

Οι προϋποθέσεις για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορούν να παρουσιαστούν συγκεντρωτικά ως εξής (Ζαχούρης 2011):

✚ Η σταθερότητα τιμών και η καταπολέμηση του πληθωρισμού. Είναι γνωστό ότι αν δεν υπάρχει διατήρηση της αξίας παρατηρείται:

α) Τάση για αύξηση της κατανάλωσης. β) Η μείωση των επενδύσεων.

✚ Δεύτερο στοιχείο που θα συμβάλλει είναι η αποθάρρυνση της κατανάλωσης αφού η υπερκατανάλωση σχετίζεται άμεσα με την καταναλωτική κουλτούρα.

✚ Κατόπιν, η αποθάρρυνση του αποθησαυρισμού. Φτάνουμε σ' αυτό, αφού γνωρίζουμε εκ των προτέρων, ότι η διατήρηση περιουσιακών στοιχείων στην μορφή υλικών αγαθών και όχι σε μορφή χρήματος-ρευστού, αποτελεί τροχοπέδη στην αβίαστη και ομαλή ροή του χρήματος, δεν διευκολύνει τις επενδύσεις και γενικότερα δεν διευκολύνει καθόλου την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτό με την σειρά του εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη. Αιτία του φαινομένου του αποθησαυρισμού είναι η μη εμπιστοσύνη των ανθρώπων στο χρήμα (Ζαχούρης 2011).

✚ Ύπαρξη κανονιστικού/ρυθμιστικού πλαισίου που ρυθμίζεται από κανονιστική αρχή. Απαιτείται η ύπαρξη ελέγχου και εποπτείας κανόνων. Την εκτέλεση αυτού του έργου αναλαμβάνουν οι εποπτικές αρχές με σκοπό την ενίσχυση του αισθήματος εμπιστοσύνης και ασφάλειας των συμμετεχόντων.

✚ Τέλος, πρέπει να διασφαλίζεται από το σύστημα η απρόσκοπτη και γρήγορη φθηνή παροχή, έγκυρων, έγκαιρων πληροφοριών, σχετικών με τις τιμές των συναλλαγών ώστε να βοηθούν άμεσα τη λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων. Γενικότερα να επικρατεί πλήρης διαφάνεια.

Μετά τις προϋποθέσεις για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, απορρέει το ερώτημα: Η ομαλή και εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας ;

Η απάντηση είναι ότι η ορθή και τυπική λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν σχετίζεται άμεσα με την οικονομική πορεία μιας χώρας αλλά εμμέσως βοηθά στην ανάπτυξη της οικονομίας της. Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην ανάπτυξη του εισοδήματος σε μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα.

## **2.10. ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

Ουσιαστικά η σκοπιμότητα έγκειται στην μεταφορά κεφαλαίων από οικονομικές μονάδες με πλεονάζοντα και μη άμεσα χρησιμοποιούμενα απ' αυτές (κεφάλαια), σε οικονομικές μονάδες όπου είναι απαραίτητο, για την επιβίωση τους και την συνέχεια της λειτουργίας τους να προβούν σε άμεσα στην απόκτηση και χρησιμοποίηση αυτών των ξένων κεφαλαίων, μέχρι την ομαλοποίηση και σχετική σταθεροποίηση τους (Σπύρος Σ., 2009).

## **2.11. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.**

Είναι γνωστό ότι εκτός από το ρόλο των διαμεσολαβητών, εξίσου καίριο ρόλο κατέχουν σ' ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι εποπτικές αρχές. Η παρουσία και η λειτουργία τους χαρακτηρίζεται επιτακτική. Συγκεκριμένα ο ρόλος τους είναι η επόπτευση της δράσης των διαμεσολαβητών, αποφεύγοντας έτσι τις αυθαιρεσίες. Ακόμη επιβάλλει από το Νόμο τις προβλεπόμενες κυρώσεις και τις πειθαρχικές ποινές. Ρυθμίζουν κάθε θέμα που απορρέει από τις διατάξεις. Επίσης εποπτεύει την τήρηση των διατάξεων των Νόμων και δικαιούται να ζητά κάθε πληροφορία για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα καθώς και τις αντίστοιχες αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών- μελών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Σημειωτέο είναι ότι η σωστή λειτουργία των εποπτικών αρχών αποτελεί σημαντική προϋπόθεση της αποτελεσματικής και ωφέλιμης διαμεσολάβησης για το χρηματοπιστωτικό σύστημα καθώς και της ασφάλειας και ακεραιότητας του συστήματος (Σπύρος Σ., 2009).

Σχετικά με τον έλεγχο των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων εντοπίζονται τρία σημεία προβληματισμού για τις αρχές της οικονομικής πολιτικής. Είναι οι εξής:

- 1) Αν θα πρέπει να ελέγχονται όλα τα είδη χρηματοοικονομικών μεσαζόντων.
- 2) Αν θα πρέπει να υπόκεινται σε έλεγχο όλες οι λειτουργίες ενός ελεγχόμενου οργανισμού.

3) Αν θα πρέπει να εφαρμόζονται ανάλογες τεχνικές σε οργανισμούς που ασκούν τις ίδιες λειτουργίες (Σπύρος Σ., 2009).

Ως προς το πρώτο, η τάση που διαμορφώνεται είναι ότι, εφόσον οι διαχωριστικές γραμμές μεταξύ οργανισμών που ασκούν τραπεζικές λειτουργίες τείνουν να εξαλειφθούν, όλοι οι οργανισμοί θα πρέπει να υπόκεινται σε έλεγχο. Επίσης εφόσον η επιφάνεια ενός τραπεζικού οργανισμού και οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθεται επηρεάζονται από τις δραστηριότητες του, είναι λογικό όλες οι τελευταίες να συμπεριλαμβάνονται στα πλαίσια ελέγχου.

Ακόμη, θα πρέπει να προβλέπονται ομοιόμορφες τεχνικές ελέγχου για όλους τους οργανισμούς με όμοιες λειτουργίες, διότι η διαφορετική μεταχείριση θα οδηγούσε σε άνισο ανταγωνισμό (Σπύρος Σ., 2009).

Τόσο οι ελεγκτικές αρχές, όσο και οι ίδιες οι τράπεζες έδωσαν έμφαση στην ανάγκη για ενίσχυση και διατήρηση κεφαλαιακών αποθεμάτων. Μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση αυξάνει την εμπιστοσύνη σε μια τράπεζα και παρέχει προστασία από πιθανές ζημιές.

Με τη φιλελευθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος τίθεται με τη σειρά του το θέμα, κατά πόσο η αγορά μπορεί να επιβάλλει πειθαρχία όσον αφορά την σταθερότητα του συστήματος, προσδιορίζοντας την επιτυχία ή αποτυχία μιας επιμέρους τράπεζας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup> ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

---

## 3.1. ΓΕΝΙΚΑ

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν είναι καινούργια στο πεδίο της χρηματοοικονομικής. Πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι η ψυχολογία παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της συμπεριφοράς των αγορών. Παρόλα αυτά τα τελευταία αυτά χρόνια μια σειρά κοινά αποδεκτών επίσημων μελετών έχουν συμβάλλει σ' αυτόν τον τομέα.

Στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική μελετώνται οι χρηματοοικονομικές αγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα που είναι λιγότερο λεπτομερή από αυτά που βασίζονται στη θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας και τις αξιώσεις του αρμπιτράζ(πρόκριση συναλλαγής). Πιο συγκεκριμένα, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική στηρίζεται σε δυο πυλώνες: τη γνωστική ψυχολογία και τα όρια της διαιτησίας. Η γνωστική ψυχολογία αναφέρεται στον τρόπο που σκέφτονται οι άνθρωποι. Υπάρχει μια τεράστια βιβλιοθήκη ψυχολογίας που τεκμηριώνει ότι οι άνθρωποι κάνουν συστηματικά λάθη στον τρόπο που σκέφτονται: έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση, δίνουν μεγάλη βαρύτητα στην πρόσφατη εμπειρία, και διάφορες άλλες παραμέτρους. Οι προτιμήσεις τους μπορεί επίσης να δημιουργήσουν 'παραμορφώσεις'. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική χρησιμοποιεί αυτό το γνωστικό πλαίσιο αντί για την υπεροπτική προσέγγιση του ότι πρέπει η συμπεριφορά των ανθρώπων να αγνοηθεί όπως ορίζεται στην κλασική αντίληψη περί χρηματοοικονομικών θεμάτων (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008).

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική χρησιμοποιεί μοντέλα στα οποία κάποιιο παράγοντες δεν είναι απόλυτα λογικοί, είτε λόγω προτιμήσεων είτε λόγω λανθασμένων αντιλήψεων. Μια τέτοια αντίληψη είναι η αποστροφή του ανθρώπου προς τον κίνδυνο ή τη ζημία. Ακόμα και το ελάχιστο κέρδος προσφέρει στον άνθρωπο ικανοποίηση σε αντίθεση με τη ζημία που συγκεντρωτικά μπορεί να είναι κατά πολύ μικρότερη σε σχέση με το κέρδος που έχει επιτευχθεί και όμως είναι αυτή που αποτυπώνεται στο μυαλό τους και τους προκαλεί την αίσθηση της απώλειας.



Η μοντέρνα χρηματοοικονομική έχει ως οικοδομικό λίθο την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς υποστηρίζει ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ επενδυτών που ζητάνε ασυνήθιστα κέρδη, οδηγεί τις τιμές στη «σωστή» τους αξία. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς θεωρεί επίσης ότι όλες οι αγορές είναι λογικές, όχι όμως και όλοι οι επενδυτές. Στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αυτό που προκύπτει είναι ότι οι αγορές δεν μπορούν να προβλέψουν το μέλλον, αλλά ότι κάνουν αμερόληπτες προβλέψεις για το μέλλον. Κατά τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική αυτό που υποστηρίζεται είναι ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι πληροφοριακά ανεπαρκείς (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008).

### **3.2. Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

Κατά τη διάρκεια της κλασσικής περιόδου η οποία αναπτύχθηκε στα μέσα του 19ου αιώνα, τα οικονομικά άρχισαν να αποκτούν μια πιο στενή σχέση σε σχέση με την ψυχολογία. Για παράδειγμα, ο Adam Smith το 1759 έγραψε το *The Theory of Moral Sentiments*, ένα σημαντικό κείμενο που περιγράφει τις ψυχολογικές αρχές της ατομικής συμπεριφοράς. Οι οικονομολόγοι άρχισαν να απομακρύνονται από την ψυχολογία κατά τη διάρκεια της ανάπτυξης της νεοκλασσικής θεωρίας, δηλαδή στις αρχές του 1870, δεδομένου ότι επιδίωξαν να αναδιαμορφώσουν την πειθαρχία ως φυσική επιστήμη. Η έννοια του *homo economicus* αναπτύχθηκε, και η ψυχολογία αυτής της οντότητας ήταν πλήρως ορθολογική. Εντούτοις, οι ψυχολογικές ερμηνείες συνέχισαν να απασχολούν την ανάλυση πολλών σημαντικών προσωπικοτήτων όπως ο Francis Edgeworth, ο Vilfredo Pareto, ο Irving Fisher και ο John Maynard Keynes για την ανάπτυξη της νεοκλασσικής θεωρίας (Μπόμπα Ειρήνη-Γεωργία, 2010).

Παρόλο που η ψυχολογία είχε εξαφανιστεί από τις οικονομικές συζητήσεις, κατά τη διάρκεια του 20ου αιώνα μια οικονομική ψυχολογία εμφανίστηκε στις εργασίες του γάλλου Gabriel Tarde, του Αμερικάνου George Katona και του Ούγγρου Laszlo Garai. Τα μοντέλα της αναμενόμενης χρησιμότητας και της μειωμένης χρησιμότητας (*discount utility*) άρχισαν να κερδίζουν ευρεία αποδοχή, παράγοντας υποθέσεις για τη λήψη αποφάσεων υπό αβεβαιότητα. Σύντομα ένας αριθμός από παρατηρήσιμες και επαναλαμβανόμενες ανωμαλίες αμφισβήτησαν αυτές τις υποθέσεις. Επιπλέον κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960 η γνωστική ψυχολογία άρχισε να αντιμετωπίζει τον

εγκέφαλο σαν συσκευή επεξεργασίας πληροφοριών. Οι ψυχολόγοι αυτού του τομέα όπως ο Ward Edwards, ο Amos Tversky και ο Daniel Kahneman άρχισαν να συγκρίνουν τα μοντέλα αποφάσεων υπό αβεβαιότητα και κίνδυνο, με τα οικονομικά 13 μοντέλα της ορθολογικής συμπεριφοράς. Στην μαθηματική ψυχολογία, υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για την μεταβατικότητα της προτίμησης (transitivity of preference) καθώς και ποια είναι η κλίμακα μέτρησης της χρησιμότητας (Μπόμπα Ειρήνη-Γεωργία, 2010).

Ένα πολύ σημαντικό άρθρο στην ανάπτυξη του κλάδου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής γράφτηκε από τον Kahneman και Tvesky το 1979. Το άρθρο αυτό, με την ονομασία Prospect theory : An Analysis of Decision Under Risk, χρησιμοποίησε τεχνικές από την γνωστική ψυχολογία για να εξηγήσει κάποιες αποκλίσεις της λήψης αποφάσεων, στα οικονομικά, από την νεοκλασική θεωρία (Μπόμπα Ειρήνη-Γεωργία, 2010).

Το 1967 ο βραβευμένος με νόμπελ Gary Becker έγραψε την θεωρία του εγκλήματος (Theory of Crime) η οποία αποτελεί μια σύνδεση των ψυχολογικών στοιχείων στην λήψη οικονομικών αποφάσεων. Ο Becker επέμεινε στην ύπαρξη αυστηρής συνέπειας στις προτιμήσεις. Συνεχίζοντας την ιστορία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, πρέπει να αναφερθούμε στην θεωρία της περιορισμένης ορθολογικότητας (bounded rationality) του βραβευμένου με νόμπελ Herbert Simon, ο οποίος εξήγησε πως οι άνθρωποι τείνουν να είναι ικανοποιημένοι, χωρίς την μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους (μη ορθολογικά), όπως γενικά υποθέτουμε. Ένας άλλος σημαντικός πρωτοπόρος στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι ο Maurice Allais του οποίου το Παράδοξο του Allais αντιπροσωπεύει μια ύψιστη πρόκληση στην αναμενόμενη χρησιμότητα (Μπόμπα Ειρήνη-Γεωργία, 2010).

Με την πάροδο του χρόνου πολλές άλλες ψυχολογικές επιδράσεις έχουν ενσωματωθεί στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική όπως η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση, η μεροληψία και οι επιδράσεις της περιορισμένης προσοχής. Παραπέρα ορόσημο στην ανάπτυξη του τομέα αποτελούν ένα συνέδριο στο Πανεπιστήμιο του Σικάγου, μια ειδική έκδοση της Quarterly Journal of Economics αφιερωμένη στο θέμα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (στη μνήμη του Amos Tversky) και η απονομή του βραβείου νόμπελ στον Daniel Kahneman το 2002 για την ενσωμάτωση της ψυχολογικής έρευνας

στην οικονομική επιστήμη, ειδικά όσον αφορά την ανθρώπινη κρίση και την λήψη αποφάσεων υπό αβεβαιότητα.

Η θεωρία προοπτικής (prospect theory) είναι ένα παράδειγμα της γενικευμένης αναμενόμενης θεωρίας χρησιμότητας. Αν και δεν περιλαμβάνεται συνήθως στις συζητήσεις του τομέα των συμπεριφορικών χρηματοοικονομικών, η γενικευμένη αναμενόμενη θεωρία χρησιμότητας παρακινείται και αυτή από τις αμφιβολίες που υπάρχουν σχετικά με την περιγραφική ανακρίβεια της αναμενόμενης θεωρίας χρησιμότητας (Μπόμπα Ειρήνη-Γεωργία, 2010).

### **3.3. ARBITRAGE**

Με δεδομένη την γνώση και την πληροφόρηση, όλοι οι λογικοί άνθρωποι(και συγκεκριμένα οι επενδυτές) που έχουν πρόσβαση στην πληροφορήσει, μπορούν να αγοράσουν στην αγορά με τη χαμηλότερη τιμή και να πουλήσουν στην αγορά με την υψηλότερη τιμή. Με αυτές τις ταυτόχρονες αλλά αντίθετες συναλλαγές στις διαφορετικές αγορές αποκομίζουν ως κέρδος την διαφορά των τιμών. Η ταυτόχρονη αυτή συναλλαγή είναι πολύ διαδεδομένη και ονομάζεται εξισορροπητική κερδοσκοπία(arbitrage) (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008).

Γενικά, η εξισορροπητική κερδοσκοπία είναι η διαδικασία απόκτησης ενός αγαθού ή τίτλου σε μια αγορά και η ταυτόχρονη πώληση του σε μια άλλη αγορά με υψηλότερη τιμή με στόχο την αποκόμιση κέρδους χωρίς επένδυση. Εάν η εξισορροπητική κερδοσκοπία γίνεται χωρίς την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και με τρόπο ώστε η θέση αγοράς να αντισταθμίζεται πλήρως από την θέση πώλησης, τότε η διαδικασία αυτή ονομάζεται ακίνδυνη εξισορροπητική κερδοσκοπία (riskless arbitrage).

Εκτός από την ακίνδυνη εξισορροπητική κερδοσκοπία υπάρχει και η κινδυνοφόρα. Σε αυτή την διαδικασία ο εξισορροπιστής (arbitrageur) αναλαμβάνει κίνδυνο για κάποιο μικρό χρονικό διάστημα μη δυνάμενος να κλείσει ταυτόχρονα την θέση του στις δυο αγορές. Αυτό συμβαίνει συνήθως όταν οι αγορές δεν λειτουργούν ταυτόχρονα ή δεν είναι συνδεδεμένες άμεσα παρόλο που λειτουργούν ταυτόχρονα με αποτέλεσμα την καθυστέρηση υποβολής εντολών. Επίσης το ίδιο πρόβλημα παρουσιάζεται όταν υπάρχει διαφορετικός βαθμός ρευστότητας στις δυο αγορές με αποτέλεσμα η εντολή στη ρευστή

αγορά να εκτελεστεί αμέσως ενώ η εκτέλεση της εντολής στην άλλη αγορά να γίνει με καθυστέρηση λόγω έλλειψης ρευστότητας. Παρόμοιο πρόβλημα παρουσιάζεται όταν οι τιμές στις δυο αγορές είναι σε διαφορετικό νόμισμα και επομένως ο εξισορροπιστής αναλαμβάνει συναλλαγματικό κίνδυνο (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008).

Ένας άλλος τρόπος που κάποιος θέλει μια Short θέση ή ένα Hedge είναι να έχει ένα Arbitrage. Arbitraging είναι σαν το Hedging γιατί και οι δυο (ο ιδιοκτήτης του Hedge και ο ιδιοκτήτης του arbitrage) πουλάνε και αγοράζουνε τα ίδια τεμάχια. Το Arbitrage μπορεί να οριστεί ως η στιγμιαία αγορά Long και πώληση Short των ίδιων αξιών με σκοπό το κέρδος από μη ρεαλιστικές μεταβολές της τιμής. Το Arbitrage μπορεί να λάβει μέρος σε ίδιες ή διαφορετικές αγορές (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008).

### **3.4. ΟΡΙΣΜΟΙ**

Οι ορισμοί που δίνονται για τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική συγκλίνουν σε μεγάλο βαθμό. Κατά τον Lintner η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ορίζεται ως ‘η διαδικασία που οι άνθρωποι ερμηνεύουν και δρουν σε πληροφορίες για να πάρουν ενημερωμένες αποφάσεις επένδυσης’. Ο Thaler την ορίζει ως ‘απλώς ανοιχτόμυαλη οικονομία’ ισχυριζόμενος ότι ‘κάποιες φορές για να βρεις τη λύση σε ένα οικονομικό πρόβλημα είναι αναγκαίο να δεχτείς την πιθανότητα ότι κάποιος από τους παράγοντες της οικονομίας συμπεριφέρονται λιγότερο λογικά κάποιες φορές’.

Κατά τον Olsen η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν προσπαθεί να ορίσει την ‘λογική’ συμπεριφορά ή να ορίσει την λήψη αποφάσεων ως προκατειλημμένη ή λανθασμένη, παρά ψάχνει να αντιληφθεί και να προβλέψει τις συστηματικές χρηματοοικονομικές ενδείξεις των ψυχολογικών διαδικασιών που επιδρούν στη λήψη αποφάσεων. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι δεν υπάρχει καμία ενοποιημένη θεωρία για την συμπεριφορική χρηματοοικονομική αυτή τη στιγμή (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008).

### 3.5. ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Τα κριτήρια αποφάσεων που παρουσιάστηκαν μέχρι τώρα, βασίζονται στην προϋπόθεση ότι οι υπεύθυνοι για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων έχουν ακριβή γνώση της ζήτησης των προϊόντων της επιχείρησης, του ύψους παραγωγής, του κόστους των συντελεστών παραγωγής και των άλλων βασικών μεταβλητών. Επιπλέον, προϋποθέσαμε ότι οι προσδοκώμενες μελλοντικές ροές από τα διάφορα έργα είναι ανεξάρτητες ή άσχετες μεταξύ τους. Όμως, για μια ρεαλιστικότερη ανάλυση πρέπει να εξοικειωθούμε με την έννοια και τους τρόπους μετρήσεως της αβεβαιότητας που συνοδεύει όλες τις προσδοκίες για το μέλλον (Ζαχούρης 2011).

Για να μπορέσουμε να εξετάσουμε την αβεβαιότητα μέσα στο κατάλληλο θεωρητικό πλαίσιο, πρέπει πρώτα να προσδιορίσουμε διάφορες περιπτώσεις λήψης επενδυτικών αποφάσεων και το περιβάλλον τους. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τους Cohen και Cyert, οι περιπτώσεις λήψης επενδυτικών αποφάσεων και το περιβάλλον τους διέπονται από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

I. Μια αβέβαιη κατάσταση περιλαμβάνει δύο τουλάχιστον εναλλακτικούς τρόπους δράσης. Αυτοί καθορίζουν το φάσμα των πιθανών αποφάσεων (Ζαχούρης, 2011).

II. Ο υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων θα εξετάσει δύο τουλάχιστον εναλλακτικούς τρόπους δράσης, στους οποίους θα καταλήξει μετά από συστηματική έρευνα. Αυτή η έρευνα θα μπορούσε να αποκαλύψει όλες τις δυνατές εναλλακτικές λύσεις ή κάποιο υποσύνολο τους.

III. Οι ενέργειες του υπεύθυνου για τη λήψη αποφάσεων μπορούν να έχουν δύο ή περισσότερες δυνατές εκβάσεις. Αυτές οι ενέργειες μπορεί να βασίζονται σε υποκειμενικά ή αντικειμενικά κριτήρια.

IV. Η κάθε περίπτωση προϋποθέτει την ύπαρξη μιας συνάρτησης αποδόσεων η οποία προσδιορίζει την κατάταξη του συνόλου των δυνατών εκβάσεων, καθώς και τη χρησιμότητα καθεμιάς από αυτές. Η χρησιμότητα είναι υποκειμενική και μπορεί να εκφραστεί είτε με τακτικούς είτε με απόλυτους αριθμητικούς όρους.

V. Ο υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων έχει στη διάθεσή του στοιχεία σχετικά με τις δυνατές εκβάσεις μιας συγκεκριμένης κατάστασης. Αν τα στοιχεία αυτά είναι πλήρη, τότε ενεργεί σε περιβάλλον βεβαιότητας και γνωρίζει ότι κάθε εναλλακτικός τρόπος δράσης έχει και μια μοναδική έκβαση. Όμως, αν τα στοιχεία που έχει στη διάθεσή του δεν είναι πλήρη, αναγκαστικά ενεργεί σ' ένα περιβάλλον αβεβαιότητας.

Το χαρακτηριστικό που αναφέρεται στην προϋπόθεση της πληροφόρησης μας παρέχει την ευκαιρία για μια ανάλυση των εννοιών της βεβαιότητας, του κινδύνου και της αβεβαιότητας. Ειδικότερα, η προϋπόθεση της βεβαιότητας απαιτεί πλήρη πληροφόρηση για κάθε εναλλακτικό τρόπο δράσης και επίγνωση ότι ο καθένας από αυτούς έχει μια μοναδική έκβαση. Αντίθετα, τόσο ο κίνδυνος όσο και η αβεβαιότητα χαρακτηρίζονται από ατελή γνώση των συνεπειών κάθε εναλλακτικής λύσης και το γεγονός ότι καθεμιά από αυτές έχει δύο ή περισσότερες δυνατές εκβάσεις. Ποια είναι η διάκριση ανάμεσα στον κίνδυνο και την αβεβαιότητα; Η συνήθης απάντηση είναι ότι, όταν ο υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων γνωρίζει τις πιθανότητες των δύο εκβάσεων, τότε έχουμε συνθήκες κινδύνου. Επιπλέον, για να θεωρηθεί ότι ένα συμβάν ανήκει στις περιπτώσεις κινδύνου, πρέπει να είναι επαναλαμβανόμενο στη φύση του και να διαθέτει μια κατανομή συχνοτήτων. Μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την κατανομή αυτή για να κάνουμε παρατηρήσεις και να βγάλουμε συμπεράσματα με τη βοήθεια αντικειμενικών στατιστικών μεθόδων. Με αυτό τον τρόπο είναι δυνατό να ταξινομήσουμε τα περισσότερα από τα πιθανά συμβάντα που είναι εμπορικά ασφαλίσιμα ως περιπτώσεις κινδύνου. Αντίθετα, συνθήκες αβεβαιότητας υπάρχουν όταν ένα περιστατικό δεν είναι δυνατό να αναπαραχθεί και η περίπτωση είναι μοναδική. Σε παρόμοιες περιπτώσεις, οι οποίες ισχύουν στην πλειοψηφία των επενδυτικών αποφάσεων, δεν είμαστε σε θέση να κάνουμε παρατηρήσεις και να βγάλουμε συμπεράσματα από κατανομές συχνοτήτων.

Αφού προσδιορίσουμε το πλαίσιο μιας επενδυτικής απόφασης, θα προχωρήσουμε τώρα στην κατανόηση της έννοιας της πληροφόρησης. Για παράδειγμα, τι μπορούμε να κάνουμε όταν δεν έχουμε αντικειμενικά στοιχεία για την κατανομή πιθανοτήτων μιας παρόμοιας κατάστασης; Τη θεωρούμε ισοδύναμη με την περίπτωση μη πληροφόρησης ή επιτρέπουμε στις αντιλήψεις και εμπειρίες – με άλλα λόγια στην υποκειμενική κατανομή πιθανοτήτων – του υπεύθυνου για τη λήψη αποφάσεων να υπεισέλθουν στη διαδικασία αυτή;

Και αν υποτεθεί ότι αποδεχόμαστε τις υποκειμενικές πληροφορίες, τους αποδίδουμε την ίδια σημασία με αυτή των αντικειμενικών στοιχείων; Για να απαντήσουμε σε μερικά από αυτά τα ερωτήματα, θα πρέπει να εμπλακούμε στην έντονη διαμάχη μεταξύ των φιλοσοφικών σχολών αντικειμενικής και υποκειμενικής γνώσεως. Οι δύο σχολές απέχουν σημαντικά στο θέμα της πληροφόρησης. Για παράδειγμα, ο υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων που αποδέχεται την ισχύ των υποκειμενικών κατανομών πιθανοτήτων, θα αναζητήσει τη μεθοδολογία του στη στατιστική θεωρία των αποφάσεων. Αντίθετα, αυτός που δεν παραδέχεται την ύπαρξη υποκειμενικής πληροφόρησης θα χρησιμοποιήσει τη μεθοδολογία της θεωρίας των παιγνίων (Ζαχούρης, 2011).

Σ' αυτό το σημείο είμαστε σε θέση να αναλύσουμε με μεγαλύτερη ακρίβεια όρους όπως είναι ο «επιχειρηματικός κίνδυνος», ο «χρηματοοικονομικός κίνδυνος», ο «κίνδυνος της αγοράς», ο «κίνδυνος του επιτοκίου» και ο «κίνδυνος του πληθωρισμού». Αυτοί οι όροι χρησιμοποιούνται ευρύτατα από τα διάφορα οικονομικά στελέχη. Γενικότερα, όταν αναφέρονται σε επιχειρηματικές δραστηριότητες, οι παραπάνω όροι εκφράζουν το ενδεχόμενο απώλειας ή την πιθανότητα αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης, ακόμη και της χρεοκοπίας της, ή τουλάχιστον την πιθανότητα μη υλοποίησης συγκεκριμένων προσδοκιών. Για παράδειγμα, ο όρος επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk) χρησιμοποιείται για να εκφράσει την αδυναμία ακριβούς πρόβλεψης των μελλοντικών εσόδων, εξόδων και κατά συνέπεια των κερδών μιας επιχείρησης. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να καταμετρηθεί με τη μορφή αποκλίσεων από μια προσδοκώμενη τιμή ή έναν προσδοκώμενο τρόπο συμπεριφοράς. Πράγματι, ο επιχειρηματικός κίνδυνος εκφράζεται από τη μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας επένδυσης (ή ομάδας επενδύσεων) διαχρονικά (Ζαχούρης, 2011).

Αντίθετα, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk) χρησιμοποιείται σε γενικές γραμμές για να αποδώσει το ενδεχόμενο μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων ή την πιθανότητα οικονομικών απωλειών ή πιο συγκεκριμένα την εκδοχή ότι η επιχείρηση δε θα είναι σε θέση να πληρώσει τους τόκους και τα χρεολύσιά της μερικά ή ολικά. Με άλλα λόγια, ενώ ο επιχειρηματικός κίνδυνος (λειτουργικός κίνδυνος) αναφέρεται στις καθημερινές δραστηριότητες της επιχείρησης, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος απορρέει από την έκδοση χρεογράφων σταθερού κόστους εκ μέρους της, δηλαδή χρέους και προνομιούχων μετοχών.

Αν θέλουμε να θέσουμε το ζήτημα σε κάπως διαφορετικό πλαίσιο, ο επιχειρηματικός κίνδυνος εκφράζει το ενδεχόμενο απωλειών και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων, που απορρέουν από τη διάθεση των κεφαλαίων της επιχείρησης, ενώ ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος εκφράζει παρόμοια ενδεχόμενα, που όμως απορρέουν από τις πηγές κεφαλαίων της.

Με το ίδιο σκεπτικό είναι δυνατό να κάνουμε τις ακόλουθες απλές διευκρινίσεις: Ο κίνδυνος της αγοράς (systematic risk) αναφέρεται σε απρόβλεπτες μεταβολές τιμών στις χρηματαγορές και τις κεφαλαιαγορές. Ο κίνδυνος των επιτοκίων στις διακυμάνσεις των επιτοκίων και ο κίνδυνος πληθωρισμού σε απρόβλεπτες διακυμάνσεις στο γενικό δείκτη τιμών, οι οποίες επηρεάζουν άμεσα την αγοραστική δύναμη του χρήματος.

Επειδή ο κίνδυνος είναι ένα καθολικό φαινόμενο που περιβάλλει κάθε μορφή επιχειρηματικής δραστηριότητας και εκδηλώνεται σε πολλαπλές διαστάσεις, είναι αδύνατο να συνθέσουμε ένα σαφή και απλό τρόπο μέτρησής του, ο οποίος θα γίνει αποδεκτός από όλους. (Ζαχούρης, 2011).

### **3.6. Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ.**

Η επενδυτική συμπεριφορά, τόσο των ιδιωτών όσο και των θεσμικών επενδυτών, είναι σημαντικός παράγοντας στη μελέτη των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών. Τελευταία, μάλιστα, έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλών ακαδημαϊκών ερευνών, αλλά και διεθνών οργανισμών. Ακόμα περισσότερο, τελευταία, αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης του κατά πόσον οι πρακτικές των μεγάλων θεσμικών επενδυτικών οργανισμών λειτούργησαν αποσταθεροποιητικά ή όχι κατά τη διάρκεια της τελευταίας χρηματοοικονομικής αναταραχής στην Ασία (1997-1998). Βέβαια, το μεγαλύτερο μέρος των μελετών αυτών αναφέρεται στη συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών και τις επιπτώσεις των στρατηγικών τους στην αγορά. Δύο βασικά ερωτήματα είναι τα παρακάτω (Αλεξάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008):

Πώς επηρεάζεται η μεταβλητότητα των αγορών, γενικά, από την επενδυτική συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών;



Πώς αντικατοπτρίζεται η επενδυτική συμπεριφορά των θεσμικών στις αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές;

Με άλλα λόγια, οι θεσμικοί επενδυτές και οι επαγγελματίες διαχειριστές είναι ορθολογικοί στις επενδυτικές αποφάσεις τους; Βοηθούν στην εξομάλυνση και αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών; Επιλέγουν συντηρητικότερες ή επικινδυνότερες επενδύσεις; Διαφοροποιείται η συμπεριφορά τους ανάμεσα στις ανεπτυγμένες και αναδιδόμενες κεφαλαιαγορές; Οι απαντήσεις σε αυτά τα ερωτήματα είναι σημαντικές τόσο για τους επενδυτές όσο και τα εποπτικά όργανα.

Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών στην ανάπτυξη μιας αγοράς έχει συζητηθεί και υποστηριχτεί σε σειρά από άρθρα και εκθέσεις των διεθνών οργανισμών και φορέων, θα περίμενε κανείς ότι, οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν σε λιγότερο επικίνδυνα χρεόγραφα για μια σειρά από λόγους: πολλοί θεσμικοί είναι συντηρητικοί στις επενδυτικές τους επιλογές, επηρεάζονται λιγότερο από τις φήμες που κυκλοφορούν στην αγορά σε δεδομένη χρονική στιγμή και, γενικότερα λειτουργούν εξομαλυντικά σε μία αγορά. Πολλές μελέτες υποστηρίζουν την υπόθεση αυτή (Badrinath, S.G., G.D.Gay, and J.R.Kale "Patterns of institutional investment, Prudence, and the managerial safety-net-hypothesis", *Journal of Risk and Insurance*, 55(4), pp. 605-629, 1989 ή R.Aggarwal and R.P.Rao "Institutional ownership and distribution of equity returns", *The Financial Review*, 25 ( 2 ), pp. 211-229, 1990, μεταξύ άλλων), άλλες όμως καταλήγουν σε αντίθετα συμπεράσματα (M.Kothare and P.A.Laux "Trading costs and the trading systems for Nasdaq stocks", *Financial Analysts Journal*, 51 (2), pp. 42-53, 1995 ή R. W.Sias "Volatility and the Institutional investor", *Financial Analysts Journal*, 52 ( 2 ), pp. 13-20, 1996, μεταξύ άλλων).

Συγχρόνως, οι μεγάλοι θεσμικοί" επενδυτές επενδύουν σε διάφορες ανεπτυγμένες και αναδιδόμενες αγορές. Αυτό έχει σημαντικές συνέπειες, που μεταφέρονται στις άλλες αγορές, ιδίως σε περιόδους αναταραχών και κρίσεων και επηρεάζουν περισσότερες τις αναπτυσσόμενες αγορές. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί από το γεγονός ότι, οι θεσμικοί επενδυτές θεωρούν τις αναδιδόμενες αγορές σαν μία ξεχωριστή τάξη, για την οποία αποφασίζουν πρώτα ποιο ποσοστό των διαθέσιμων τους θα επενδύσουν σε αυτές (γεωγραφικά) και, ύστερα πώς θα το καταναείμουν ανάμεσα σε αυτές, καθώς και σε ποιές μετοχές (top-down fashion).

Έχει ενδιαφέρον, λοιπόν, να εξετάσει κανείς πώς επηρεάζεται η μεταβλητότητα των τιμών στις αναδυόμενες αγορές από την παρουσία των διεθνών θεσμικών επενδυτών. Σε πρόσφατη έκθεση του διεθνούς οργανισμού IMF ("Private market financing for developing countries", World Economic and Financial Surveys, IMF, pp. 31-37, 1995), ελέγχθηκε η υπόθεση εάν οι θεσμικοί επενδυτές λειτουργούν αποσταθεροποιητικά σε μία αναδυόμενη αγορά. Για τον έλεγχο αυτής της υπόθεσης χρησιμοποιήθηκε ο έλεγχος του λόγου διακυμάνσεων (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008):

$$VRT = \frac{\text{Variance}(T)}{\text{Variance}(I)}$$

Όπου *Variance (T)* είναι η διακύμανση των αποδόσεων του χρεογράφου στο διάστημα περιόδου *T* (π.χ. *T* εβδομάδες) και *variance (I)* είναι η διακύμανση των αποδόσεων της περιόδου βάσης (π.χ. μία εβδομάδα). Εάν η αγορά είναι αποτελεσματική (δηλαδή, κάτω από προϋποθέσεις, ακολουθεί το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου) τότε ο λόγος *VRTQa* ισούται με τη μονάδα. Δηλαδή η διακύμανση των αποδόσεων θα αυξάνεται ανάλογα με τη χρονική περίοδο διακράτησης του χρεογράφου. Εάν η τιμή του λόγου αυτού είναι μεγαλύτερη της μονάδας, τότε η αύξηση των τιμών την περίοδο *t* θα σημαίνει αύξηση των τιμών την περίοδο *t+I* ( η διακύμανση των αποδόσεων των τιμών του χρεογράφου θα αυξάνεται κατά μη-γραμμικό τρόπο προς το διάστημα της χρονικής περιόδου διακράτησης του χρεογράφου) (Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε, 2008).

Εάν οι θεσμικοί επενδυτές επιδρούν σταθεροποιητικά σε μία αγορά (στην περίπτωση που εξετάζουμε, μία αναδυόμενη αγορά), ο λόγος των διακυμάνσεων ανάμεσα σε διάφορες χρονικές περιόδους αναμένεται να έχει φθίνουσα πορεία. Στη μελέτη του IMF ( 1995, op. cit.) εξετάστηκε ο λόγος διακυμάνσεων σε δύο διαφορετικές χρονικές περιόδους: 1989-1991 και 1992-1995, όπου η παρουσία των θεσμικών επενδυτών στις αναδυόμενες αγορές ήταν μεγαλύτερη. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την άποψη ότι οι θεσμικοί δεν λειτούργησαν σταθεροποιητικά στις αναδυόμενες αγορές, τόσο συνολικά, αλλά ειδικότερα στις αγορές της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας (Χαράμης Γ., 1998).

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Τιμολόγησης Χρεογράφων (CAPM ) και, κάτω από τις (γενναίες) υποθέσεις ότι το κόστος συναλλαγών και πληροφόρησης είναι μηδέν και ότι τα περιουσιακά στοιχεία είναι απείρως διαιρετά, ένας επενδυτής αναμένεται να επιλέξει

και να διακρατήσει ένα χαρτοφυλάκιο επικίνδυνων χρεογράφων, που είναι ταυτόσημο με ένα παγκόσμιο χαρτοφυλάκιο. Ο επενδυτής, θα δεχόταν να αποκλίσει αυτού του χαρτοφυλακίου μόνον εάν περίμενε αυξημένη απόδοση χωρίς να αυξήσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του. Έτσι, ο μοναδικός παράγοντας που επηρεάζει τη ζήτηση του επενδυτή για ένα συγκεκριμένο χρεόγραφο είναι ο βαθμός ευαισθησίας των αποδόσεων του χρεογράφου ως προς την απόδοση του παγκόσμιου χαρτοφυλακίου ( με άλλα λόγια, η συνδιακύμανση, που μπορεί να εκφραστεί από το συντελεστή συστηματικού κινδύνου "βήτα"). Η σχέση αυτή μπορεί να διαμορφωθεί και να εκφραστεί ως εξής (Χαράμης Γ., 1998):

$$r_{j,t} = \alpha + \beta r_{m,t} + u_{j,t} \quad (B.67)$$

όπου  $\beta r_{m,t}$  = αναδυόμενη αγορά και  $v$  = παγκόσμιο χαρτοφυλάκιο. Όταν ο συντελεστής  $\beta$  είναι στατιστικά σημαντικός διάφορος του μηδενός, αυτό ερμηνεύει ότι, ο (θεσμικός) επενδυτής θεωρεί την αναδυόμενη αγορά σαν μία διαφορετική επενδυτική κλάση. Αντίστοιχη μελέτη πραγματοποιήθηκε από τον Οργανισμό IHF ( 1995, op. cit.), η οποία επιβεβαίωσε την παραπάνω υπόθεση για το διάστημα 1989:1 έως 1995:4.

Έτσι, λοιπόν, ενώ έχει υποστηριχτεί η άποψη ότι η παρουσία των θεσμικών επενδυτών λειτουργεί σταθεροποιητικά σε μια αγορά, ή ότι οι θεσμικοί επενδυτές (και, συνεπώς, οι επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίου) επιλέγουν εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, ή, ακόμα ότι, δεν "αναστατώνουν" την αγορά όταν εισέρχονται ή εξέρχονται από αυτή, τα εμπειρικά αποτελέσματα ερευνών καταλήγουν σε διαφορετικά συμπεράσματα. Τα αποτελέσματα αυτά είναι ιδιαίτερα εμφανή στις περιπτώσεις των αναδυόμενων αγορών, οι οποίες θεωρούνται από τους θεσμικούς σαν ξεχωριστή τάξη επενδύσεων (Χαράμης Γ., 1998).

### 3.7. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (BEHAVIOURAL ACCOUNTING)

Οι επιδράσεις προϋπολογιστικών συστημάτων στην ανθρώπινη συμπεριφορά μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα σημεία:

(i) Η κατάρτιση των προϋπολογισμών προϋποθέτει γνώση του τι υποκινεί τους ανθρώπους. Η παραδοσιακή άποψη υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι υποκινούνται από οικονομικές δυνάμεις μόνο. Η σύγχρονη άποψη προσθέτει και προσωπικούς στόχους.

(ii) Πώς θα υποκινηθούν σωστά (δίχως δηλ. παρενέργειες) οι εργαζόμενοι να επιτύχουν τους στόχους μιας επιχειρήσεως; (B., Φ. Φίλιος, 2007)

Η συνηθισμένη άποψη είναι ότι πρέπει και αυτοί να συμμετέχουν στην διαδικασία καθορισμού των επιχειρηματικών στόχων για να είναι δυνατόν μετά να τους ζητηθούν ευθύνες.

(iii) Επιδράσεις των σφικτών (-αυστηρών) έναντι των χαλαρών προτύπων

- Γιατί η απόδοση έργου διαφέρει;

- Υπάρχουν αυτοί που βοηθούν ουσιαστικά στην επίτευξη ενός προϋπολογισμού και αυτοί που εργάζονται ενάντια της.

- Βασικός παράγοντας προς ανάλυση είναι η επίδραση του συστήματος ανταμοιβών όπου πρέπει να εξηγηθεί η σχέση του με την επίτευξη των σκοπών του προϋπολογισμού.

(iv) Τι επηρεάζει την απόδοση έργου;

- Η ικανοποίηση;

- Παρελθούσα απόδοση έργου;

Χρειάζεται να τεθούν σφικτά πρότυπα για να βελτιωθεί η απόδοση έργου;

(v) Αν ο σκοπός τους δεν εξηγηθεί, συχνά δημιουργείται αντιπάθεια για τους προϋπολογισμούς (B., Φ. Φίλιος, 2007).

(vi) Η αποκέντρωση για την καλλίτερη λειτουργία των προϋπολογιστικών ελέγχων είναι συχνά μία βασική προϋπόθεση επιτυχίας.

(vii) Η άσκηση πιέσεων στα σχετικά με τις εκχωρηθείσες ευθύνες άτομα τα κάνει να δυσφορούν και να φεύγουν από την εταιρεία στην πρώτη ευκαιρία (B., Φ. Φίλιος, 2007).

- Η Λογιστική Ανθρωπίνων πόρων: Αυτή επιδιώκει ακριβώς να μετρήσει (μεταξύ των άλλων στόχων της) το χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα αυτών των πιέσεων.

(νίι) Ο ρόλος των ανταμοιβών στο σύστημα προϋπολογιστικών ελέγχων αποτελούν ουσιαστικό κίνητρο για την αποδοχή τους;

Οι απαιτήσεις των διευθυντών τμημάτων όπως εκφράζονται μέσα από τους προϋπολογισμούς των τμημάτων τους αντανακλούν και οργανωτικές ανάγκες και ατομικές φιλοδοξίες αναμιγνύοντας τις λογικές αμφοτέρων, της οικονομικής επιστήμης και της πολιτικής επιστήμης, και γινόμενες έτσι επιχειρηματικές στρατηγικές σ' ένα έντονα σοβαρό παιχνίδι εντός της επιχειρήσεως (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Αν και οι τελικά διαμορφούμενοι προϋπολογισμοί σχεδόν αναπόφευκτα αντανακλούν μία συνδιαλλαγή μεταξύ της αναμενόμενης μελλοντικής αποδόσεως έργου και του αποτελέσματος μιας διαδικασίας "πολιτικού παζαρέματος", από την στιγμή που θα οριστικοποιηθούν χρησιμοποιούνται συχνά σαν ένα μέσο για κινητοποίηση των διευθυντών και των υπ' αυτών υπαλλήλων τους (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Με αυτή την έννοια, ο προϋπολογισμός γίνεται ένας στόχος που προτίθεται να δημιουργήσει μία δραστηριοποιημένη και ενδεχομένως πιεστική ατμόσφαιρα στον οργανισμό που πιστεύεται ότι θα συνεπάγεται υψηλότερα επίπεδα αποδόσεως έργου εντός του οργανισμού. Ενώ όμως οι προϋπολογισμοί που είναι τόσο αναγκαίοι για σχεδιασμό και για την λήψη αποφάσεων χρειάζονται να δηλωθούν ως την καλλίτερα εκτιμώμενη προσδοκία πραγματικής αποδόσεως έργου. Έτσι αν και χρησιμοποιούνται οι προϋπολογισμοί για αμφοτέρους αυτούς τους σκοπούς σε πολλούς οργανισμούς, οι τύποι προϋπολογισμών που είναι ιδεωδώς αναγκαίοι να επιτύχουν τα διαφορετικά αυτά αποτελέσματα είναι σε σύγκρουση (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Η μεγάλη πλειονότητα των σχετικών ερευνητών συμφωνεί ότι ο πιο χρήσιμος τύπος προτύπου είναι αυτός που αντιπροσωπεύει "επιτεύξιμη καλή απόδοση έργου". Το ερώτημα όμως αυτό επανήλθε στην επιφάνεια με το (αντιφατικό σε πολλά μέρη του) έργο του Stedry (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Η επιρροή του προτύπου στο επίπεδο αποδόσεως έργου αρκετές φορές είχε αγνοηθεί με βάση την υπόθεση ότι αφού η διαδικασία μετρήσεως φυσικών ποσοτήτων δεν επιδρά σε αυτό που είναι υπό μέτρηση, έτσι το επίπεδο στο οποίο ένα πρότυπο τίθεται δεν έχει επιρροή πάνω στο επίπεδο επιτεύξεως.

Εναλλακτικά, είχε πάλι υποθεθεί ότι ένα υψηλό πρότυπο, που να μην είναι δυνατό να επιτευχθεί, θα αγνοηθεί από αυτούς που αναμένονται να εργασθούν με στόχο αυτό και συνεπώς δεν θα είναι αποτελεσματικό. Τα πειραματικά αποτελέσματα του Stedry αμφισβήτησαν αυτές τις υποθέσεις και υπέδειξαν ότι θέτοντας ένα ψηλό πρότυπο, ακόμα κι αν αυτό δεν επιτευχθεί, δύναται να εξυψώσει το επίπεδο αποδόσεως έργου υπεράνω αυτού που επιτυγχάνεται όταν τα πρότυπα είναι χαλαρά (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Η μετέπειτα επαναθεώρηση του θέματος και μάλιστα σε συνδυασμό αργότερα με την λογιστική ανθρωπίνων πόρων έδειξε ότι κάτω από κανονικές συνθήκες εργασίας και σε βραχυχρόνια πλαίσια συμπεριφοράς των εργαζομένων τα συμπεράσματα του Stedry δεν ισχύουν. Άλλωστε τα ευρήματα αυτά του Stedry έγιναν με βάση βραχυχρόνιους πειραματισμούς σε φοιτητές έστω κι αν ήσαν προσεκτικά σχεδιασμένα και εκτελεσθέντα.

Όπως ο ίδιος ο Stedry αναγνώρισε, ένα ερέθισμα (stimulus) που είναι αποτελεσματικό βραχυχρόνια μπορεί να μην συνεχίζεται ή ακόμα είναι δυνατόν να έχει αρνητικά και ανεπιθύμητα αποτελέσματα μακροχρόνια. Το τελευταίο αποδείχθηκε με την εμπειρική θεμελίωση της λογιστικής ανθρωπίνων πόρων.

Ο έλεγχος κόστους και η μείωση κόστους δεν μπορούν να διαχωρισθούν μεταξύ τους πλήρως. Αν το επίπεδο αποδόσεως έργου αποτελεί συνάρτηση των διαφόρων επιπέδων του προϋπολογισμού και των προτύπων, οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για να ελέγχονται τα κόστη θα επηρεάζουν άμεσα το επιτευχθέν επίπεδο κοστών (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Μία γενικότερη προσέγγιση του διοικητικού συστήματος πληροφοριών αποτελεί η εργασία των Ijiri, Jaedicke, και Knight<sup>6</sup> που ανέπτυξαν ένα συμπεριφορικό μοντέλο της διαδικασίας λήψης αποφάσεων από τα στελέχη επιχειρήσεων. Ο Lindhe μελέτησε ειδικά τις επιχειρήσεις που δεν υιοθετούν – αν και φορολογικά επιτρεπόμενη - την

επιταχυνόμενη απόσβεση για να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι οι επιλογές της διοικήσεως δεν είναι πάντοτε ορθολογικές σε αντίθεση με τα όσα συνήθως υποτίθενται. Οι ακολουθήσασες μελέτες του Sorter<sup>8</sup> με άλλους και του Livingstone υποδεικνύουν μερικές ψυχολογικές βάσεις γι' αυτή την συμπεριφορά.

Σημαντικότερες είναι οι διερευνήσεις των επιπτώσεων από την λογιστική διαδικασία του διοικητικού ελέγχου. Έτσι η μελέτη του Stedry διαφώτισε την σπουδαιότητα των βλέψεων και φιλοδοξιών των εργαζομένων (aspiration levels) στην διαδικασία ελέγχου. Καλλίτερη απόδοση έργου μπορεί να επιτευχθεί σχετίζοντας τον προϋπολογισμό προς τις βλέψεις και φιλοδοξίες των εργαζομένων που καλούνται να τον υλοποιήσουν (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Η εργασία του McGregor λίγα χρόνια πιο πριν είχε ρίξει φως στους τρόπους διοικήσεως και την σχέση τους με την διαδικασία προϋπολογισμού. Αυτός ονόμασε τους δύο ακραίους τρόπους επιχειρησιακής ηγεσίας θεωρία X και θεωρία Y. Η πρώτη, στην πιο ακραία της μορφή μπορεί να λεχθεί ότι περιγράφει τους ανθρώπους ως αποφεύγοντες την εργασία, δηλαδή, αυτοί πρόκειται να αποδίδουν καλό έργο μόνο εφόσον ο προϊστάμενος τους τους αναγκάζει να εργάζονται. Αυτή, ουσιαστικά είναι η αυταρχική σχολή των προϋπολογισμών, προτύπων, και ελέγχου. Σε αντιδιαστολή, η θεωρία Y υποθέτει ότι η εργασία δεν είναι μία ανεπιθύμητη κατάσταση αυτή καθ' εαυτή. Οι εργαζόμενοι πρέπει να έχουν κίνητρα για να εργασθούν, αλλά από την στιγμή που θα τους δώσουν τα κατάλληλα κίνητρα αυτοί θα αποδίδουν καλό έργο. Αυταρχικότητα και τιμωρία αντικαθίστανται με κίνητρα και ανταμοιβές. Η θεωρία Y αντανακλάται στην ιδέα του φιλελεύθερου τρόπου διοικήσεως και στα διάφορα σχήματα συμμετοχής στον προϋπολογισμό και τα εκ της εφαρμογής του αποτελέσματα (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Οι Becker και Green τόνισαν τα οφέλη που αποκτώνται με την συμμετοχή των εργαζομένων στην διαμόρφωση ενός προϋπολογισμού ή προτύπου. Συμμετέχοντας στην δημιουργία του προϋπολογισμού, ο εργαζόμενος θα υιοθετήσει τον προϋπολογισμό και θα τον αποδεχθεί σαν το ιδικό του πρότυπο αποδόσεως έργου.

Η καταλληλότητα του τρόπου συμμετοχής των εργαζομένων στην διοίκηση μπορεί να αλλάξει την στάση των εργαζομένων προς τις υπάρχουσες μεθόδους ελέγχου των κόστων και της παραγωγής. Ο περίφημος Έλληνας καθηγητής Χρήστος Αργύρης βρήκε ότι οι

εργαζόμενοι θεωρούσαν τους προϋπολογισμούς σαν μηχανισμούς που χρησιμοποιούνταν από την διοίκηση για να τους "καταφέρνουν". Αν αυτό είναι σωστό οι προσπάθειες συμμετοχής στην διαδικασία προϋπολογισμού διατρέχουν τον κίνδυνο να ερμηνευθούν σαν ψεύτικες. Αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε αποτυχία της συμμετοχής των εργαζομένων στην διαδικασία καταστρώσεως προϋπολογισμού όπως τον κατανοούν οι Becker και Green.

Το πρόβλημα επιτεύξεως αποδοχής των προτύπων που η διοίκηση θέτει γίνεται πιο πολύπλοκο με την υπόθεση του λογιστή ότι το πρότυπο είναι "καλό". Οι προϋπολογισμοί και τα πρότυπα ούτε καλά ούτε κακά είναι αλλά μάλλον είναι για τους εργαζόμενους αυτό που εκείνοι εκλαμβάνουν να είναι (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Μετά από ατυχείς εμπειρίες με πρότυπα, οι εργαζόμενοι έχουν μάθει να μην εμπιστεύονται τους προϋπολογισμούς. Έτσι απόπειρες να εξασφαλισθεί η συνεργασία τους πιθανότατα θα τύχει κυνικότητας και έλλειψης εμπιστοσύνης εκ μέρους των εργαζομένων. Οι πιθανότητες επιτυχίας των προϋπολογισμών που καταστρώνονται με την συμμετοχή των εργαζομένων όταν δεν υπάρχει αμοιβαία εμπιστοσύνη με την διοίκηση είναι ελάχιστες (B., Φ. Φίλιος, 2007).

Στην ιδανική περίπτωση, καθώς οι εργαζόμενοι και η διοίκηση συνεργάζονται, οι φόβοι των εργαζομένων για τους προϋπολογισμούς και τα πρότυπα θα πρέπει να μετριάζονται. Αν όμως ο εργαζόμενος αισθάνεται ότι η διοίκηση σποραδικά "του την φέρνει" χρησιμοποιώντας τον προϋπολογισμό ή το πρότυπο ως μέσο, οι παλαιοί του φόβοι θα ξαναενισχυθούν. Και αν αυτό συμβαίνει συχνά, η διοίκηση θα έχει τότε μεγάλη δυσκολία στην εξάλειψη της δυσπιστίας κατά την συμμετοχή στη διαδικασία κατάρτισης του προϋπολογισμού (participative budgeting process).

Μία από τις ενδιαφέρουσες και πιο πρωτοποριακές λογιστικές μελέτες προσπάθησε να απομονώσει τις συνέπειες διαφορετικών οργανωτικών μορφών για το σύστημα διοικητικής πληροφόρησης μιας επιχειρήσεως. Ο Grimstad διάλεξε σαν σημείο αφετηρίας να ταξινομήσει πέντε επιχειρήσεις σύμφωνα με τα διάφορα χαρακτηριστικά των οργανωτικών μορφών και να κατατάξει το καθένα σύμφωνα με μία ομάδα κοινωνιολογικής φύσεως μεταβλητών. Αυτός έδειξε πως αυτές οι μεταβλητές άλλαξαν



την φύση και λειτουργία του συστήματος πληροφοριοδοτήσεως. Αυτή η μελέτη υποστήριξε την τότε εικασία του Golembiewski ότι η μεταβλητή κλειδί που επηρεάζει τη φύση του συστήματος διοικητικής λογιστικής είναι η φύση του οργανισμού και της οργανώσεως αυτής καθ' εαυτής.

### **3.8. ΒΑΘΜΟΣ ΧΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ.**

Οι επιδράσεις προϋπολογιστικών συστημάτων στην ανθρώπινη συμπεριφορά μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα σημεία:

Η κατάρτιση των προϋπολογισμών προϋποθέτει γνώση του τι υποκινεί τους ανθρώπους. Η παραδοσιακή άποψη υποστηρίζει ότι α άνθρωποι υποκινούνται από οικονομικές δυνάμεις μόνο. Η σύγχρονη άποψη προσθέτει και προσωπικούς στόχους (Χαράμης Γ., 1998).

Πώς θα υποκινηθούν σωστά (δίχως δηλ. παρενέργειες) οι εργαζόμενοι να επιτύχουν τους στόχους μιας επιχειρήσεως;

Η συνηθισμένη άποψη είναι ότι πρέπει και αυτοί να συμμετέχουν στη, διαδικασία καθορισμού των επιχειρηματικών στόχων για να είναι δυνατό μετά να τους ζητηθούν ευθύνες.

Επιδράσεις των σφικτών (-αυστηρών) έναντι των χαλαρών. προτύπων

Γιατί η απόδοση έργου διαφέρει;

Υπάρχουν αυτοί που βοηθούν ουσιαστικά στην επίτευξη ενός προϋπολογισμού και αυτοί που εργάζονται ενάντιά της (Χαράμης Γ., 1998).

Βασικός παράγοντας προς ανάλυση είναι η επίδραση του συστήματος ανταμοιβών όπου πρέπει να εξηγηθεί η σχέση του με την επίτευξη τα σκοπών του προϋπολογισμού.

Τι επηρεάζει την απόδοση έργου;

Η ικανοποίηση;

Παρελθούσα απόδοση έργου;

Χρειάζεται να τεθούν σφικτά πρότυπα για να βελτιωθεί η απόδοση έργου (v) Αν ο σκοπός τους δεν εξηγηθεί, συχνά δημιουργείται αντιπάθεια γι: τους προϋπολογισμούς.

Η αποκέντρωση για την καλλίτερη λειτουργία των προϋπολογιστικών ελέγχων είναι συχνά μία βασική προϋπόθεση επιτυχίας.

Η άσκηση πιέσεων στα σχετικά με τις εκχωρηθείσες ευθύνες που τα κάνει να δυσφορούν και να φεύγουν από την εταιρεία στην πρώτη ευκαιρία.

- Η Λογιστική Ανθρωπίνων πόρων: Αυτή επιδιώκει ακριβώς να μετρήσει (μεταξύ των άλλων στόχων της) το χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα αυτών των πιέσεων.

Ο ρόλος των ανταμοιβών στο σύστημα προϋπολογιστικών ελέγχων· αποτελούν ουσιαστικό κίνητρο για την αποδοχή τους;

Οι απαιτήσεις των διευθυντών τμημάτων όπως εκφράζονται μέσα από τους προϋπολογισμούς των τμημάτων τους αντανακλούν και οργανωτικές ανάγκες και ατομικές φιλοδοξίες αναμιγνύοντας τις λογικές αμφοτέρων, της οικονομικής επιστήμης και της πολιτικής επιστήμης, και γινόμενες έτσι επιχειρηματικές στρατηγικές ο' ένα έντονα σοβαρό παιχνίδι εντός της επιχειρήσεως (Χαράμης Γ., 1998).

Αν και οι τελικά διαμορφούμενοι προϋπολογισμοί σχεδόν αναπόφευκτα αντανακλούν μία συνδιαλλαγή μεταξύ της αναμενόμενης μελλοντικής αποδόσεως έργου και του αποτελέσματος μιας διαδικασίας "πολιτικού παζαρέματος", από την στιγμή που θα οριστικοποιηθούν χρησιμοποιούνται συχνά σαν ένα μέσο για κινητοποίηση των διευθυντών και των υπ' αυτών υπαλλήλων τους.

Με αυτή την έννοια, ο προϋπολογισμός γίνεται ένας στόχος που προτίθεται να δημιουργήσει μία δραστηριοποιημένη και ενδεχομένως πιεστική ατμόσφαιρα στον οργανισμό που πιστεύεται ότι θα συνεπάγεται υψηλότερα επίπεδα αποδόσεως έργου εντός του οργανισμού. Ενώ όμως οι προϋπολογισμοί που είναι τόσο αναγκαίοι για σχεδιασμό και για την λήψη αποφάσεων χρειάζονται να δηλωθούν ως την καλλίτερα

εκτιμώμενη προσδοκία πραγματικής αποδόσεως έργου. Έτσι αν και χρησιμοποιούνται οι προϋπολογισμοί για αμφότερους αυτούς τους σκοπούς σε πολλούς οργανισμούς, οι τύποι προϋπολογισμών που είναι ιδεωδώς αναγκαίοι να επιτύχουν τα διαφορετικά αυτά αποτελέσματα είναι σε σύγκρουση (Χαράμης Γ., 1998).

Η μεγάλη πλειονότητα των σχετικών ερευνητών συμφωνεί ότι ο πιο χρήσιμος τύπος προτύπου είναι αυτός που αντιπροσωπεύει "επιτεύξιμη καλή απόδοση έργου". Το ερώτημα όμως αυτό επανήλθε στην επιφάνεια με το (αντιφατικό σε πολλά μέρη του) έργο του Stedry.

Η επιρροή του προτύπου στο επίπεδο αποδόσεως έργου αρκετές φορές ::χε αγνοηθεί με βάση την υπόθεση ότι αφού η διαδικασία μετρήσεως φυσικών ποσοτήτων δεν επιδρά σε αυτό που είναι υπό μέτρηση, έτσι το επίπεδο στο οποίο ένα πρότυπο τίθεται δεν έχει επιρροή πάνω στο επίπεδο επιτεύξεως. Εναλλακτικά, είχε πάλι υποτεθεί ότι ένα υψηλό πρότυπο, που να μην είναι δυνατό να επιτευχθεί, θα αγνοηθεί από αυτούς που αναμένονται να εργασθούν με στόχο αυτό και συνεπώς δεν θα είναι αποτελεσματικό. Τα πειραματικά αποτελέσματα του Stedry αμφισβήτησαν αυτές τις υποθέσεις και έδειξαν ότι θέτοντας ένα ψηλό πρότυπο, ακόμα κι αν αυτό δεν επιτευχθεί δύναται να εξυψώσει το επίπεδο αποδόσεως έργου υπεράνω αυτού επιτυγχάνεται όταν τα πρότυπα είναι χαλαρά.

Η μετέπειτα επαναθεώρηση του θέματος και μάλιστα σε συνδυασμό αργότερα με την λογιστική ανθρωπίνων πόρων έδειξε ότι κάτω από κανόνι κι συνθήκες εργασίας και σε βραχυχρόνια πλαίσια συμπεριφοράς των εργαζομένων τα συμπεράσματα του Stedry δεν ισχύουν. Άλλωστε τα ευρήματα αυτά του Stedry έγιναν με βάση βραχυχρόνιους πειραματισμούς σε φοιτητές έστω κι αν ήσαν προσεκτικά σχεδιασμένα και εκτελεσθέντα. Όπως ο ίδιος ο Stedry αναγνώρισε, ένα ερέθισμα (stimulus) που είναι αποτελεσματικό βραχυχρόνια μπορεί να μην συνεχίζεται ή ακόμα είναι δυνατόν να έχει αρνητικά και ανεπιθύμητα αποτελέσματα μακροχρόνια. Το τελευταίο αποδείχθηκε με την εμπειρική θεμελίωση της λογιστικής ανθρωπίνων πόρων (Χαράμης Γ., 1998).

Ο έλεγχος κόστους και η μείωση κόστους δεν μπορούν να διαχωριστούν μεταξύ τους πλήρως. Αν το επίπεδο αποδόσεως έργου αποτελεί συνάρτηση των διαφόρων επιπέδων του προϋπολογισμού και των προτύπων, οι μέθοδο που χρησιμοποιούνται για να ελέγχονται τα κόστη θα επηρεάζουν άμεσα το επιτευχθέν επίπεδο κοστών.

Μία γενικότερη προσέγγιση του διοικητικού συστήματος πληροφοριών αποτελεί η εργασία των Ijiri, Jaedicke, και Knight που ανέπτυξαν ένα συμπεριφορικό μοντέλο της διαδικασίας λήψης αποφάσεων από τα στελέχη επιχειρήσεων. Ο Lindhe μελέτησε ειδικά τις επιχειρήσεις που δεν υιοθετούν - αν και φορολογικά επιτρεπόμενη - την επιταχυνόμενη απόσβεση για να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι οι επιλογές της διοικήσεως δεν είναι πάντοτε ορθολογικές σε αντίθεση με τα όσα συνήθως υποτίθενται. Οι επακολουθήσασες μελέτες του Sorter με άλλους και του Livingstone υποδεικνύουν μερικές ψυχολογικές βάσεις γι' αυτή την συμπεριφορά (Χαράμης Γ., 1998).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

---

Επένδυση θεωρείται κάθε υλικό, διαρκές, παραγωγικό αγαθό που δεν καταναλώνεται με τη χρησιμοποίησή του, αλλά συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής υποδομής μιας χώρας/επιχείρησης.

Οι επενδύσεις σε μια οικονομία διακρίνονται σε ιδιωτικές και δημόσιες ανάλογα με το φορέα (ιδιωτικό ή δημόσιο) και το σκοπό (κέρδος ή κοινωνική ωφέλεια)

Όπως ακριβώς, η αγορά για ένα αγαθό είναι ο χώρος όπου οι ζητούντες και προσφέροντες ένα αγαθό προβαίνουν σε διαπραγμάτευση τιμών και ποσοτήτων μέχρι να υπάρξει συμφωνία. Έτσι αντίστοιχα και για κάθε μορφής χρηματοπιστωτικές Αγορές αποτελούν τους χώρους όπου οι ελλειμματικές και οι πλεονασματικές έρχονται σε επαφή για την αγορά και πώληση «χρήματος». Ο όρος αναφέρεται στις αγορές όπου οι συμμετέχοντες πωλούν και αγοράζουν χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις οικονομικών οργανισμών. Αυτές οι απαιτήσεις διαφέρουν ως προς τους εκδότες τους, ως προς την ημερομηνία λήξης τους, τον κίνδυνο αθέτησής τους καθώς την φορολογική μεταχείριση τους και διαπραγματευσιμότητά τους

Η αποστολή των χρηματοοικονομικών αφορών είναι να διευκολύνουν την ομαλή διεξαγωγή των τρεχουσών και κεφαλαιακών συναλλαγών των νοικοκυριών, των επενδυτών και των παραγωγικών επιχειρήσεων.

Η κοινωνικό-οικονομική αποστολή των χρηματοοικονομικών αγορών υλοποιείται μέσα από ένα μηχανισμό ανταπόκρισης και προσαρμογής στις μεταβολές των συνθηκών, της τεχνολογίας, του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, των προτιμήσεων των τελικών καταναλωτών και ακόμη ευρύτερα της λεγόμενης κοινωνικής προτίμησης. «Social preference».

Η αποτελεσματική εκτέλεση της κοινωνικό-οικονομικής αποστολής των χρηματοοικονομικών αγορών είναι ευρύτερα θέμα σωστής αξιολόγησης και προβλέψεων της μελλοντικής πορείας και των τάσεων των αγορών αυτών από επενδυτές, επιχειρήσεις και φορείς της νομισματικής πολιτικής. Η αξιολόγηση αυτή θα πρέπει να στηρίζεται σε σταθερά και αξιόπιστα κριτήρια και διαδικασίες εφαρμογής τους.

Αποτελεσματικότητα «efficiency». Η αποτελεσματικότητα ως κριτήριο αξιολόγησης των αγορών χρειάζεται αποσαφήνιση, με κατάταξη σε τρεις κατηγορίες (α) τη λειτουργική αποτελεσματικότητα «operational efficiency», που αφορά στο κατά πόσον μια αγορά πετυχαίνει τον σκοπό της. Σκοπός της αποτελεί η δυνατότητα να διεκπεραιώνει τις συναλλαγές της με το μικρότερο δυνατό συναλλακτικό κόστος με άλλα λόγια να δώσει τις κατάλληλες τιμές ώστε μέσω του μηχανισμού των τιμών να διοχετεύονται τα κεφάλαια στον κατάλληλο χρήστη.

Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα είναι αποτέλεσμα μιας μακράς ιστορικής εξελικτικής πορείας που εξατομικεύεται με την ανάπτυξη εξειδικευμένων αγορών επενδυτικών και χρηματοδοτικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα περιλαμβάνει μια σειρά από «υποσυστήματα», ώστε η ταύτιση του ενίοτε με όρους όπως «τραπεζικό σύστημα», «ασφαλιστικό σύστημα», κλπ, να μην ανταποκρίνεται στην συνολική του διάσταση, συγκρότηση, οργάνωση και λειτουργία. Η ανάλυση του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος συμπεριλαμβάνει «τα μέσα», τις υπηρεσίες και παράλληλα το μηχανισμό της μεταβίβασης χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές στη χρηματοδότηση ελλειμματικών μονάδων στα πλαίσια της διαδικασίας μετασχηματισμού και ανακατανομής των αποταμιεύσεων σε έργα παγίων επενδύσεων.

Ο βασικός ρόλος του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος σε μια οικονομία είναι η αποτελεσματική κατανομή (στις παραγωγικότερες χρήσεις) των αποταμιεύσεων. Λειτουργία του Χρηματικού Συστήματος είναι η μεταφορά αγοραστικής δύναμης (κεφαλαίων) από τις οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς τις οικονομικές μονάδες με χρεωστικό υπόλοιπο. Πρακτικά αυτό επιτυγχάνεται με την απόδοση εκ μέρους της ελλειμματικής μονάδας κάποιας γραπτής υπόσχεσης .

Ο ρόλος των διαμεσολαβητών είναι να διευκολύνουν και να επιταχύνουν τη ροή του χρήματος και γενικότερα τις άλλες διαδικασίες. Στις αρμοδιότητες τους περιλαμβάνεται και η προστασία των συμφερόντων τους.

Ουσιαστικά η σκοπιμότητα έγκειται στην μεταφορά κεφαλαίων από οικονομικές μονάδες με πλεονάζοντα και μη άμεσα χρησιμοποιούμενα απ' αυτές (κεφάλαια), σε οικονομικές

μονάδες όπου είναι απαραίτητο, για την επιβίωση τους και την συνέχεια της λειτουργίας τους να προβούν σε άμεσα στην απόκτηση και χρησιμοποίηση αυτών των ξένων κεφαλαίων, μέχρι την ομαλοποίηση και σχετική σταθεροποίηση τους.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν είναι καινούργια στο πεδίο της χρηματοοικονομικής. Πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι η ψυχολογία παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της συμπεριφοράς των αγορών. Παρόλα αυτά τα τελευταία αυτά χρόνια μια σειρά κοινά αποδεκτών επίσημων μελετών έχουν συμβάλλει σ' αυτόν τον τομέα.

Στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική μελετώνται οι χρηματοοικονομικές αγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα που είναι λιγότερο λεπτομερή από αυτά που βασίζονται στη θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας και τις αξιώσεις του αρμπιτράζ(πρόκριση συναλλαγής).

Πιο συγκεκριμένα, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική στηρίζεται σε δυο πυλώνες: τη γνωστική ψυχολογία και τα όρια της διαιτησίας.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική χρησιμοποιεί μοντέλα στα οποία κάποιοι παράγοντες δεν είναι απόλυτα λογικοί, είτε λόγω προτιμήσεων είτε λόγω λανθασμένων αντιλήψεων. Μια τέτοια αντίληψη είναι η αποστροφή του ανθρώπου προς τον κίνδυνο ή τη ζημία.

Η μοντέρνα χρηματοοικονομική έχει ως οικοδομικό λίθο την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς υποστηρίζει ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ επενδυτών που ζητάνε ασυνήθιστα κέρδη, οδηγεί τις τιμές στη «σωστή» τους αξία. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς θεωρεί επίσης ότι όλες οι αγορές είναι λογικές, όχι όμως και όλοι οι επενδυτές. Στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αυτό που προκύπτει είναι ότι οι αγορές δεν μπορούν να προβλέψουν το μέλλον, αλλά ότι κάνουν αμερόληπτες προβλέψεις για το μέλλον. Κατά τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική αυτό που υποστηρίζεται είναι ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι πληροφοριακά ανεπαρκείς.

Η επενδυτική συμπεριφορά, τόσο των ιδιωτών όσο και των θεσμικών επενδυτών, είναι σημαντικός παράγοντας στη μελέτη των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών. Τελευταία, μάλιστα, έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλών ακαδημαϊκών ερευνών, αλλά και διεθνών

οργανισμών. Ακόμα περισσότερο, τελευταία, αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης του κατά πόσον οι πρακτικές των μεγάλων θεσμικών επενδυτικών οργανισμών λειτούργησαν αποσταθεροποιητικά ή όχι κατά τη διάρκεια της τελευταίας χρηματοοικονομικής αναταραχής στην Ασία (1997-1998). Βέβαια, το μεγαλύτερο μέρος των μελετών αυτών αναφέρεται στη συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών και τις επιπτώσεις των στρατηγικών τους στην αγορά.

Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών στην ανάπτυξη μιας αγοράς έχει συζητηθεί και υποστηριχτεί σε σειρά από άρθρα και εκθέσεις των διεθνών οργανισμών και φορέων, θα περίμενε κανείς ότι, οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν σε λιγότερο επικίνδυνα χρεόγραφα για μια σειρά από λόγους: πολλοί θεσμικοί είναι συντηρητικοί στις επενδυτικές τους επιλογές, επηρεάζονται λιγότερο από τις φήμες που κυκλοφορούν στην αγορά σε δεδομένη χρονική στιγμή και, γενικότερα λειτουργούν εξομαλυντικά σε μία αγορά.



# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

---

Αλεξάκης Χ., Ξανθάκης Ε., «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 2008.

Ζαχούρης Π., Ανάλυση Χρηματοπιστωτικών Αγορών, ΑΤΕΙ Πάτρας, 2011.

Θεοδωρόπουλος Θ., «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2000

Κλεάνης Π Γιώργος., πτυχιακή εργασία, Θεσσαλονίκη 8 Ιανουαρίου 2007

Μητσίοπουλος Γ., « Χρηματιστηριακές Κρίσεις και Επενδυτικά Εργαλεία», Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2001.

Νιάρχου Ν., Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, Σταμούλης, 2004

Σπύρος Σ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2003.

Σπύρος Σ., «Εισαγωγή στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική» , Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2009.

Συριόπουλος Κ., Διεθνείς Κεφαλαιαγορές Θεωρία και Ανάλυση, Ανικούλα, 1999

Φίλιος Β., Διοικητική Λογιστική, ΕΛΛΗΝ, 1998.

Φίλιππας Ν. ,«Επενδύσεις», Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, Αθήνα 2005.

Χαράμης Γ., «Επενδυτικές Επιλογές του Μέσου Έλληνα», Εκδόσεις Nubis, Αθήνα 1998.

Χολέβας Γ., «Το Χρηματιστήριο», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 1995.