

Κεφάλαιο 1

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1.1 Εισαγωγή

Επένδυση ορίζεται ως μια δέσμευση χρημάτων (ή γενικότερα, κεφαλαίων) ή άλλων παραγωγικών πόρων σήμερα (ή σε μια άλλη χρονική περίοδο) σε αναμονή κάποιου κέρδους ή οφέλους σε κάποια στιγμή στο μέλλον. Ως παράδειγμα, επένδυση αποτελεί η αγορά μετοχών μιας εταιρείας σε αναμονή κάποιας απόδοσης στο μέλλον που θα δικαιολογεί τόσο το χρόνο που δεσμεύονται τα χρήματα του επενδυτή όσο και τον *κίνδυνο* που αυτός αναλαμβάνει και προέρχεται από μια δυσμενή μεταβολή (δηλαδή, μείωση) της τιμής της μετοχής. Όπως θα δούμε αναλυτικότερα στη συνέχεια του βιβλίου, ο χρόνος και ο κίνδυνος αποτελούν δύο βασικά χαρακτηριστικά που προσδιορίζουν την αξία μιας επένδυσης. Αυτά συνδέονται άμεσα με την έννοια του κόστους ευκαιρίας των κεφαλαίων του επενδυτή που αποτελεί την απόδοση που μπορεί να λάβει αυτός από την επένδυση των κεφαλαίων του σε μια άλλη επενδυτική δραστηριότητα για το ίδιο χρονικό διάστημα με ανάλογα χαρακτηριστικά κινδύνου.

Οι επενδύσεις πραγματοποιούνται είτε σε φυσικά *κεφαλαιουχικά αγαθά*, όπως, ως παράδειγμα, είναι η κατασκευή ενός εργοστασίου, η απόκτηση γης, η αγορά μιας μηχανής, ενός κτηρίου, κ.ο.κ., είτε σε *χρεόγραφα* (τίτλους), όπως είναι οι μετοχές και τα ομόλογα ή τα έντοκα γραμμάτια. Αντίθετα με ένα χρεόγραφο που αποτελεί ένα απλό χαρτί ή μια ηλεκτρονική καταχώρηση, τα κεφαλαιουχικά αγαθά έχουν φυσική υπόσταση και καθορίζουν άμεσα τις πραγματικές παραγωγικές ικανότητες μιας οικονομίας και τον πλούτο που αυτή συσσωρεύει. Αυτή η κατηγορία των επενδύσεων ενδιαφέρει κυρίως επιχειρήσεις ή το κράτος. Αλλά όμως και τα νοικοκυριά ενδιαφέρονται για αυτές, όπως ως παράδειγμα για κτήρια ή άλλα διαρκή αγαθά. Στο βιβλίο αυτό εάν και αναφερόμαστε τόσο στις επενδύσεις κεφαλαιουχικών αγαθών όσο και χρεογράφων, δίνουμε μεγαλύτερο βάρος στις δεύτερες. Πολλές όμως από τις τεχνικές που παρουσιάζουμε για την άριστη επιλογή των επενδύσεων αυτών μπορούν να εφαρμοστούν και για την πρώτη κατηγορία, που περιλαμβάνει επενδύσεις σε φυσικά κεφαλαιουχικά αγαθά.

Οι επενδύσεις στα χρεόγραφα αποτελούν απαιτήσεις στα κέρδη ή τα εισοδήματα των εταιρειών ή του κράτους που τα εκδίδει. Ο κύριος σκοπός που εκδίδονται χρεόγραφα από τις εταιρείες ή το κράτος είναι για να χρηματοδοτήσουν επενδυτικές τους δραστηριότητες σε κεφαλαιουχικά αγαθά. Οι κάτοχοι χρεογράφων έχουν συμμετοχή στα κέρδη μιας εταιρείας χωρίς κατ' ανάγκη να είναι οι άμεσοι ιδιοκτήτες της. Αγοράζοντας χρεόγραφα οι επενδυτές μπορούν να μεταφέρουν εισόδημα από σήμερα σε μια μελλοντική περίοδο. Με τον τρόπο αυτό μπορούν να διαχειρίζονται τα επίπεδα της σημερινής και της μελλοντικής τους κατανάλωσης. Ως παράδειγμα, αν τους ενδιαφέρει περισσότερο το μελλοντικό επίπεδο της κατανάλωσης σε σχέση με το σημερινό (όπως, συμβαίνει στα νέα σε ηλικία νοικοκυριά), τότε θα επενδύσουν σχετικά μεγαλύτερη ποσότητα κεφαλαίων σήμερα σε χρεόγραφα για να αυξήσουν το μελλοντικό τους εισόδημα και το επίπεδο της κατανάλωσής τους. Στο παρόν κεφάλαιο περιγράφουμε τα είδη των χρεογράφων και τις αγορές που αυτά διαπραγματεύονται. Κατόπιν, εξετάζουμε τη σημασία των αγορών αυτών στην οικονομία και τέλος, αναφέρουμε ρυθμίσεις και νόμους που έχουν εισαχθεί για την ομαλή λειτουργία τους και την εποπτεία τους.

1.2 Είδη χρεογράφων

Τα χρεόγραφα μπορούμε να τα κατατάξουμε σε τρεις ευρύτερες κατηγορίες: Τα χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, τις μετοχές και τα παράγωγα προϊόντα. Οι κατηγορίες αυτές παρουσιάζονται αναλυτικότερα στη συνέχεια.¹

Χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος (Fixed income securities): Στην κατηγορία αυτή των χρεογράφων ανήκουν τα *ομόλογα* που εκδίδονται από το κράτος (government bonds) ή τις επιχειρήσεις (Corporate bonds). Τα περιουσιακά στοιχεία αυτά υπόσχονται στον κάτοχο τους ένα συγκεκριμένο, σίγουρο εισόδημα κατά τη διάρκεια της ζωής τους, που είναι γνωστό ως κουπόνια, ενώ στη λήξη τους προσφέρουν ένα ονομαστικό χρηματικό ποσό, που αναφέρεται ως ονομαστική αξία. Θα πρέπει να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι οι εισοδηματικές αυτές ροές των ομολόγων δεν είναι απολύτως εγγυημένες. Αν η κυβέρνηση ή η επιχείρηση που τα εκδίδει χρεοκοπήσει, τότε υπάρχει πιθανότητα οι απαιτήσεις των κατόχων χρεογράφων σταθερού εισοδήματος να μην ικανοποιηθούν. Ο κίνδυνος αυτός

¹ Μια πιο λεπτομερής παρουσίαση των αγορών κεφαλαίων και χρήματος και των ειδών χρεογράφων βρίσκεται στα βιβλία των Αλεξάκη (2002) και Θωμαδάκη (2006).

είναι γνωστός ως *κίνδυνος πτώχευσης* (default risk). Όμως, για τα κρατικά ομόλογα ή αυτά των εύρωστων εταιρειών ο κίνδυνος αυτός είναι πολύ μικρός, σχεδόν μηδενικός. Για το λόγο αυτό και δε λαμβάνεται υπόψη πολλές φορές στη χρηματοοικονομική ανάλυση.

Τα ομόλογα που εκδίδονται από την κυβέρνηση μπορούν να διαχωριστούν στις ακόλουθες υποκατηγορίες: Τα *έντοκα γραμμάτια δημοσίου* (Treasury Bills) και τα *κρατικά ομόλογα* (Treasury Bonds). Τα πρώτα έχουν συνήθως βραχυχρόνια περίοδο λήξης, συνήθως μέχρι ένα χρόνο. Κατά τη διάρκεια της ζωής τους, αυτά δεν πληρώνουν κουπόνια. Η απόδοση ενός εντόκου γραμματίου δημοσίου μπορεί εύκολα να υπολογισθεί από τη διαφορά της ονομαστικής του αξίας στη λήξη του και την τρέχουσα τιμή της αγοράς του. Αυτές οι αποδόσεις τείνουν να μεταβάλλονται, ανάλογα με τις μεταβολές των επιτοκίων και του πληθωρισμού. Για την κατηγορία αυτή των χρεογράφων συνήθως υπάρχουν οργανωμένες αγορές με μεγάλη ρευστότητα, καθώς οι κυβερνήσεις ανά τακτά διαστήματα κατά τη διάρκεια του έτους εκδίδουν έντοκα γραμμάτια για να καλύψουν ταμειακές τους ανάγκες. Τα κρατικά ομόλογα διαφέρουν από τα έντοκα γραμμάτια καθώς αποτελούν χρεόγραφα με ημερομηνία λήξης μεγαλύτερης του ενός έτος. Τα ομόλογα μπορούν να εκδοθούν για περιόδους πέντε, δέκα ετών ή ακόμα και για μεγαλύτερο επενδυτικό ορίζοντα. Κατά τη διάρκεια της ζωής τους, αυτά καταβάλλουν κουπόνια σε ετήσια ή εξαμηνιαία βάση. Αν δεν καταβάλλουν κουπόνια, όπως τα έντοκα γραμμάτια, τότε αυτά αναφέρονται ως *κρατικά ομόλογα με μηδενικό κουπόνι* (zero coupon bonds). Ένα άλλο χαρακτηριστικό που μπορεί να ξεχωρίσει τα κρατικά ομόλογα από τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου είναι ότι, για κάποια κατηγορία τους, η κυβέρνηση μπορεί να έχει το δικαίωμα της εξαγοράς τους πριν την ημερομηνία λήξης τους. Η κατηγορία των ομολόγων αυτών αναφέρεται ως *εξαγοράσιμα ομόλογα* (callable bonds). Για να έχει το δικαίωμα αυτό η κυβέρνηση, θα πρέπει να πωλήσει τα ομόλογα αυτά στην αγορά σε μικρότερες τιμές σε σχέση με τα μη εξαγοράσιμα ομόλογα (noncallable bonds) που έχουν την ίδια ημερομηνία λήξης. Η διαφορά αυτή ανάμεσα στην τιμή των εξαγοράσιμων και μη εξαγοράσιμων ομολόγων αντιπροσωπεύει την τιμή που πρέπει να καταβάλει η κυβέρνηση στον κάτοχο ενός εξαγοράσιμου ομόλογου έναντι του δικαιώματος προαίρεσης που διαθέτει.

Τα ομόλογα τα οποία εκδίδονται από τις εταιρείες είναι ανάλογα με αυτά που εκδίδονται από το κράτος. Αυτά αναφέρονται ως *εταιρικά ομόλογα*. Δύο γνωστά είδη τέτοιων ομολόγων αποτελούν τα *στεγαστικά* και τα *μετατρέψιμα*. Τα *στεγαστικά ομόλογα*

(mortgage bonds) καλύπτουν τους κατόχους τους με το δικαίωμα της κατοχής ή πώλησης περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας που τα εκδίδει, αν δεν καταβληθούν τα κουπόνια τους ή η ονομαστική τους αξία. Τα *μετατρέψιμα ομόλογα* (convertible bonds) δίνουν στους κατόχους τους το δικαίωμα ανταλλαγής ομολόγων με μετοχές της εταιρείας όταν λήξουν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1: Κατάταξη ομολόγων σύμφωνα με τη Standard & Poor's και τη Moody's

Κλίμακα	S&P	Moody's
Πολύ υψηλή αξιοπιστία	AAA	Aaa
	AA	Aa
Υψηλή αξιοπιστία	A	A
	BBB	Baa
Μέτρια αξιοπιστία	BB	Ba
	B	B
Μικρή αξιοπιστία	CCC	Caa
	CC	Ca
	C	C
	D	D

Από πλευράς αξιοπιστίας τους, τα ομόλογα ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες από δύο διεθνείς επενδυτικούς οίκους: τον Standard & Poor's και τον Moody's. Αυτό γίνεται με κριτήριο την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας που τα εκδίδει, τη θέση της στον κλάδο που ανήκει και τη χρηματοοικονομική της κατάσταση. Ως παράδειγμα, στο Πίνακα 1.1 δίνουμε την κλίμακα κατάταξης που χρησιμοποιεί η Standard & Poor's και αντίστοιχα η Moody's. Χρησιμοποιώντας τη κλίμακα του οίκου Standard & Poor's, ένα ομόλογο που ταξινομείται ως AAA δείχνει ότι η εταιρεία ή το κράτος που το εκδίδει έχει πολύ μεγάλη δυνατότητα να καταβάλει τα κουπόνια και την ονομαστική αξία του στους κατόχους του. Αντίθετα, ένα ομόλογο που ταξινομείται ως C σημαίνει ότι η εταιρεία που το εκδίδει έχει πολύ μικρό βαθμό αξιοπιστίας και επομένως, ο βαθμός πιθανής πτώχευσης του είναι μεγαλύτερος. Οι παραπάνω διαφορές στην ταξινόμηση της αξιοπιστίας των ομολόγων μεταφράζονται στην αγορά σε μικρότερες τιμές αγοράς για τα ομόλογα που

κατατάσσονται στην κατηγορία C σε σχέση με εκείνα που κατατάσσονται στην AAA. Αυτό συμβαίνει επειδή τα ομόλογα της κατηγορίας C αποτελούν πιο επικίνδυνες επενδυτικές επιλογές και επομένως, οι τιμές τους θα πρέπει να ενσωματώνουν υψηλότερο ποσοστό κινδύνου.

Μετοχές εταιρειών: Σε αντίθεση με τα ομόλογα, οι αποδόσεις μιας μετοχής είναι αβέβαιες. Αυτές προσδιορίζονται από τα μερίσματα, που αποτελούν εισόδημα που πιθανά να καταβάλλει η εταιρεία στους μετόχους της σε κάποια μελλοντική χρονική περίοδο και τις μεταβολές της τιμής της μετοχής στην αγορά. Οι τελευταίες επηρεάζονται από τα κέρδη και τις προοπτικές της εταιρείας στον κλάδο που ανήκει ή την οικονομία. Αν η εταιρεία παρουσιάζει πολύ καλές προοπτικές και έχει δυναμικό προφίλ, τότε οι κάτοχοι των μετοχών της μπορεί να πραγματοποιήσουν πολύ υψηλές αποδόσεις σε σχέση με ομόλογα ή οποιοδήποτε άλλο περιουσιακό στοιχείο αυτοί κρατούν. Αντίθετα, αν η εταιρεία δεν έχει πολύ καλές προοπτικές, τότε είναι πιθανό οι κάτοχοι των μετοχών της να χάσουν μέρος της αξίας των επενδυμένων κεφαλαίων τους σε αυτές, λόγω μη καταβολής μερισμάτων ή σημαντικής υποχώρησης της αγοραίας τιμής τους στο μέλλον.

Τις μετοχές μπορούμε να τις διακρίνουμε σε δύο ευρύτερες κατηγορίες: Τις προνομιούχες και τις κοινές. Οι *κοινές μετοχές* σημαίνουν ότι ο κάτοχός τους έχει μερίδιο στην εταιρεία που τις εκδίδει. Οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν δικαίωμα ψήφου στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών και μπορούν να συμμετέχουν στην εκλογή του διευθυντή τους. Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό μιας κοινής μετοχής είναι ότι οι κάτοχοί της είναι οι τελευταίοι που έχουν απαιτήσεις στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας της, δηλαδή μετά την ικανοποίηση των απαιτήσεων των δανειστών της ή των κατόχων άλλων χρεογράφων που έχει εκδώσει η εταιρεία, όπως είναι τα ομόλογα. Οι *προνομιούχες μετοχές* έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά με τις κοινές και τα ομόλογα. Όπως τα ομόλογα, αυτές υπόσχονται να παρέχουν στους κατόχους τους μια σταθερή ροή εισοδήματος ως μερίσματα κάθε χρόνο. Επίσης, οι κάτοχοί τους δεν έχουν δικαίωμα συμμετοχής στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών. Όμως, όπως για τις κοινές, οι εταιρείες των προνομιούχων μετοχών δεν είναι υποχρεωμένες μέσω συμβολαίων να πληρώνουν μερίσματα στους κατόχους τους κάθε χρόνο. Συνήθως, οι πληρωμές μερισμάτων τους γίνονται συσσωρευτικά. Δηλαδή, μη πληρωμένα μερίσματα αθροίζονται και πληρώνονται στους κατόχους των προνομιούχων μετοχών πριν καταβληθούν μερίσματα στους κατόχους των κοινών.

Παράγωγα προϊόντα: Τα παράγωγα προϊόντα, όπως είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και τα δικαιώματα προαίρεσης (options), παρέχουν ταμειακές ροές που προσδιορίζονται με βάση τις μελλοντικές τιμές άλλων χρεογράφων, όπως είναι οι μετοχές ή τα ομόλογα, τα οποία αποτελούν τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία τους. Ως παράδειγμα, ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μιας μετοχής σε μια μελλοντική στιγμή μπορεί να αποδειχθεί χωρίς καμία αξία, όταν η μελλοντική τιμή της υποκείμενης μετοχής είναι κάτω από την τιμή άσκησης της (exercise price). Η τελευταία καθορίζεται ρητά στο συμβόλαιο του δικαιώματος προαίρεσης της μετοχής. Η επένδυση σε ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μιας μετοχής (ή ενός άλλου χρεογράφου) μπορεί να αποδειχθεί ως κερδοφόρα, μόνο αν η μελλοντική τιμή της μετοχής βρεθεί να είναι υψηλότερη της τιμής άσκησης της. Μια σημαντική χρήση των παραγώγων είναι για την αντιστάθμιση του κινδύνου μιας δυσμενούς μελλοντικής μεταβολής της τιμής των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιούνται ευρέως στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Ως παράδειγμα, ένα δικαίωμα προαίρεσης πώλησης μιας μετοχής επιτρέπει στους επενδυτές να πουλήσουν μια μετοχή που κατέχουν σε μια προκαθορισμένη τιμή στο μέλλον και έτσι, να αποφύγουν ζημιές κεφαλαίου λόγω πτώσης της τιμής της μετοχής κάτω της τιμής αγοράς της. Σημειώστε ότι, εκτός από χρεόγραφα, τα υποκείμενα στοιχεία των παραγώγων μπορούν να αποτελούν αγαθά (ως παράδειγμα, χρυσός, πετρέλαιο ή σιτάρι) που διαπραγματεύονται στις αγορές εμπορευμάτων (commodity markets). Επίσης, μπορεί να αποτελούν πάγια περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης. Σε μια τέτοια περίπτωση, αυτά αναφέρονται ως πραγματικά παράγωγα προϊόντα. Τα πιο γνωστά από αυτά είναι τα πραγματικά δικαιώματα προαίρεσης (real options). Σε αυτά στηρίζεται η σύγχρονη θεωρία επενδύσεων της μακροοικονομικής.

1.3 Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου

Οι τιμές χρεογράφων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων (financial markets). Αυτές χωρίζονται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Στις *αγορές κεφαλαίου* πωλούνται ή αγοράζονται μετοχές ή ομόλογα που εκδίδονται από εταιρείες ή το κράτος ως πηγή μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Από την άλλη μεριά, *οι αγορές χρήματος* αποτελούν αγορές βραχυπρόθεσμου δανεισμού ή καταθέσεων. Αυτές παρέχουν άμεση ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ως παράδειγμα, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα

γραμμάτια, οι συμφωνίες προθεσμιακών επιτοκίων, τα δάνεια αποτελούν προϊόντα που είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις αγορές χρήματος από τράπεζες ή χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Επίσης, στις αγορές αυτές ανήκουν και εκείνες του συναλλάγματος (ξένων νομισμάτων). Αυτές παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη ρευστότητα και ημερήσιο όγκο συναλλαγών στον κόσμο.

Τις αγορές χρεογράφων μπορούμε να τις ταξινομήσουμε σε δύο ευρύτερες κατηγορίες: τις πρωτογενείς (primary) και τις δευτερογενείς (secondary). Στις *πρωτογενείς αγορές* προσφέρονται για πρώτη φορά χρεόγραφα στο κοινό. Στις αγορές αυτές δραστηριοποιούνται εταιρείες επενδύσεων (investment banking firms) οι οποίες παρεμβάλλονται μεταξύ των εταιρειών που προσφέρουν τα χρεόγραφα και των αγοραστών τους. Οι εταιρείες αυτές παρέχουν γνώση και πληροφόρηση στους συμμετέχοντες στις πρωτογενείς αγορές χρεογράφων για την κατάσταση των αγορών της οικονομίας γενικά και το καλύτερο είδος των χρεογράφων που μπορεί να απορροφηθεί από αυτές σε κάποια δεδομένη στιγμή. Επιπλέον, αυτές μπορούν να οργανώσουν δίκτυο από τράπεζες ή άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για την πώληση χρεογράφων στην αγορά και τη συλλογή των εσόδων τους.

Από τη στιγμή που τα χρεόγραφα πουληθούν στην πρωτογενή αγορά, μπορούν να γίνουν προϊόν διαπραγμάτευσης από κοινούς επενδυτές στη *δευτερογενή αγορά*. Ο ρόλος της αγοράς αυτής είναι να παρέχει στους επενδυτές ρευστότητα και δυνατότητα αλλαγής της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου τους, ανάλογα με τις προτιμήσεις ή τις ανάγκες τους. Η αγοραπωλησία χρεογράφων στη δευτερογενή αγορά γίνεται είτε σε οργανωμένες αγορές συναλλαγής (organized exchange markets) είτε σε εξωχρηματιστηριακές (over-the-counter, *OTC*) αγορές. Οι πρώτες αποτελούν κεντρικά οργανωμένες αγορές δημοπρασιών, ενώ οι δεύτερες αποτελούν ένα δίκτυο από διαπραγματευτές (dealers) που αγοράζουν χρεόγραφα για το χαρτοφυλάκιό τους ή πουλούν αυτά που κατέχουν με σκοπό να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη των συναλλαγών τους.

Η αποτελεσματικότητα των αγορών και ο επενδυτικός κίνδυνος

Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι εξαιρετικά ανταγωνιστικές. Αυτό σημαίνει ότι πολύ δύσκολα μπορούν να βρεθούν χρεόγραφα σε αυτές που είναι σημαντικά και

συστηματικά, για πολλές περιόδους, υποτιμημένα έτσι ώστε η αγορά ή η πώλησή τους να αποδίδει κέρδη πέραν αυτών που προβλέπονται ως ανταμοιβή για τον επενδυτικό κίνδυνο που ενέχουν. Η υπόθεση αυτή είναι γνωστή ως η *υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών* (efficient market hypothesis) χρήματος και κεφαλαίου. Σύμφωνα με αυτή οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν αποτελεσματικά και αμερόληπτα τις πληροφορίες των αγορών τους. Οι πληροφορίες αυτές είναι κοινές για όλους τους επενδυτές που συμμετέχουν στις αγορές χρεογράφων. Κανένας επενδυτής δε θεωρείται ότι διαθέτει κάποιο απόλυτο ή συγκριτικό πλεονέκτημα πληροφόρησης για κάποια χρεόγραφα που μπορεί να του δώσει τη δυνατότητα πραγματοποίησης υπερβολικών (ή υπερκανονικών, όπως αναφέρεται διαφορετικά) κερδών από την αγοραπωλησία τους. Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών χρεογράφων στηρίζεται στην παραδοχή, ότι αν υπάρχουν κερδοφόρες ευκαιρίες σε αυτές που δεν ενέχουν κανένα επενδυτικό κίνδυνο, τότε αυτές θα γίνουν άμεσα αντιληπτές από τους επενδυτές ή διαπραγματευτές χρεογράφων με αποτέλεσμα να εξαλειφθούν πολύ γρήγορα και έτσι, η αγορά να βρεθεί σε ισορροπία.

Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών χρεογράφων θέτει ένα σημαντικό ερώτημα που καλείται να απαντήσει η χρηματοοικονομική θεωρία. Πώς προσδιορίζεται η δίκαιη (ή εύλογη) τιμή ή το ποσοστό του επενδυτικού κινδύνου ενός χρεογράφου; Είναι προφανές ότι αν ο κίνδυνος αυτός δεν προσδιοριστεί ποσοτικά, τότε οι προβλέψεις της υπόθεσης της αποτελεσματικότητας των αγορών δε θα έχει κανένα οικονομικό περιεχόμενο. Κάθε πρόβλεψη της αγοράς για αύξηση των τιμών των χρεογράφων θα αποτελεί και ευκαιρία πραγματοποίησης υπερβολικών κερδών. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, ο *επενδυτικός κίνδυνος ενός χρεογράφου* προέρχεται από μια δυσμενή μεταβολή της τιμής του στην αγορά (δηλαδή μια πτώση της), η οποία θα έχει ως αποτέλεσμα ο κάτοχος του χρεογράφου να απωλέσει μέρος του επενδυμένου κεφαλαίου (ή εισοδήματος) του σε αυτό. Προφανώς, ο κίνδυνος αυτός οφείλεται στο γεγονός ότι οι μελλοντικές τιμές των χρεογράφων είναι αβέβαιες. Αυτές μπορούν να μεταβληθούν προς τα πάνω ή κάτω, καθώς εξαρτώνται από τις μελλοντικές συνθήκες που θα επικρατούν στην αγορά ή την οικονομία σε μια μελλοντική στιγμή. Αυτό ισχύει όχι μόνο για τις μελλοντικές τιμές χρεογράφων, αλλά αφορά και επενδύσεις σε κεφαλαιουχικά αγαθά ή άλλα περιουσιακά στοιχεία των οποίων οι μελλοντικές ροές είναι επίσης αβέβαιες.

Η ύπαρξη κινδύνου απώλειας του κεφαλαίου μιας επένδυσης σε κάποιο χρεόγραφο ή κάποιο άλλο περιουσιακό στοιχείο θα έχει ως συνέπεια η τρέχουσα τιμή του στην αγορά να είναι μικρότερη εκείνης όταν ο κίνδυνος αυτός εκλείπει. Η μικρότερη αυτή τιμή αγοράς του χρεογράφου επιτρέπει να ενσωματωθεί σε αυτή το ποσοστό κινδύνου ως κάποιο είδος ασφάλιστρου για τον επενδυτή. Αυτό αποτελεί την ανταμοιβή για τον κίνδυνο που αυτός αναλαμβάνει όταν αγοράζει ένα χρεόγραφο που έχει αβέβαιες αποδόσεις. Συνήθως στη θεωρία αλλά και την πράξη, το ποσοστό κινδύνου των χρεογράφων θεωρείται ότι συνδέεται θετικά με τη διακύμανση των αποδόσεών τους. Αυτό σημαίνει ότι, όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση των μελλοντικών τιμών ή αποδόσεών τους, τόσο μεγαλύτερο θα είναι και το ποσοστό κινδύνου αυτών. Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει το ποσοστό κινδύνου ενός χρεογράφου είναι οι προτιμήσεις των επενδυτών ως προς τον επενδυτικό κίνδυνο. Αυτές μπορούμε να τις ταξινομήσουμε σε τρεις ευρύτερες κατηγορίες: τις προτιμήσεις αποστροφής, ουδετερότητας και ροπής στον κίνδυνο. Στη χρηματοοικονομική ανάλυση, ένας ορθολογικός επενδυτής θεωρείται ότι χαρακτηρίζεται από προτιμήσεις αποστροφής κινδύνου. Έτσι, η απόδοση που απαιτείται ως ανταμοιβή για τον κίνδυνο που ενέχει μια επένδυση σε κάποιο χρεόγραφο θεωρείται ότι αυξάνει με το βαθμό αποστροφής στον κίνδυνο του επενδυτή.

Χαρτοφυλάκια χρεογράφων

Για να μειώσουν τον κίνδυνο της επένδυσης τους, οι επενδυτές δεν κρατούν μεμονωμένα χρεόγραφα, παραδείγματος χάρη μετοχές μιας εταιρείας ή δεκαετή ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου, αλλά *χαρτοφυλάκια* αυτών. Αυτά περιλαμβάνουν μεγάλο αριθμό χρεογράφων που διαφοροποιούνται ως προς τις εταιρείες έκδοσής τους (π.χ. μετοχές εταιρείας X, Y,...) ή τα είδη τους (π.χ. μετοχές ή ομόλογα). Κρατώντας χαρτοφυλάκια αντί μεμονωμένων χρεογράφων, ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα άμβλυνσης των επιπτώσεων μιας αρνητικής μεταβολής της τιμής ενός χρεογράφου στην αξία του χαρτοφυλακίου, συνολικά. Αυτό συμβαίνει επειδή οι αρνητικές μεταβολές στις τιμές κάποιων από τα χρεόγραφα ενός χαρτοφυλακίου μπορεί να εξουδετερωθούν από τις θετικές κάποιων άλλων, λόγω διαφοροποίησης των χρεογράφων του χαρτοφυλακίου. Έτσι, η αξία ενός χαρτοφυλακίου με μεγάλο αριθμό και διαφοροποίηση χρεογράφων μπορεί να μην επηρεάζεται σημαντικά από ακραίες μεταβολές στις αγορές χρεογράφων.

Προφανώς, η επένδυση σε ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο θα ενέχει μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με αυτή σε μεμονωμένα χρεόγραφα.

Γνωστά χαρτοφυλάκια μετοχών αποτελούν εκείνα των δεικτών Dow Jones (DJ) του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, FTSE100 (ή FTSE500) του χρηματιστηρίου του Λονδίνου, DAX του Γερμανικού χρηματιστηρίου κ.ο.κ. Οι τιμές των δεικτών αυτών αποτελούν τις μέσες τιμές ενός αριθμού μετοχών οι οποίες συνήθως σταθμίζονται με βάση τη συνολική αξία (κεφαλαιοποίηση) τους στην αγορά. Ο δείκτης DJ υπολογίζεται με βάση τις 30 πρώτες σε κεφαλαιοποίηση μετοχές του χρηματιστηρίου, ενώ ο FTSE100 στηρίζεται στις 100 πρώτες. Για το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ένας πιο αντιπροσωπευτικός δείκτης από τον DJ είναι αυτός των Standard & Poor's (S&P500) που βασίζεται σε 500 μετοχές. Για το Ελληνικό χρηματιστήριο, ο πιο αντιπροσωπευτικός δείκτης είναι ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου Αθηνών (ASE -Athens Stock Exchange). Αυτός αποτελεί το δείκτη τιμών όλων των μετοχών που εμπορεύονται στο χρηματιστήριο Αθηνών. Εκτός από τους δείκτες μετοχών εθνικών χρηματιστηρίων, υπάρχουν και δείκτες της παγκόσμιας αγοράς μετοχών, όπως είναι ο δείκτης της Morgan Stanley MSCI (Morgan Stanley Capital International). Ο δείκτης αυτός δίνει τη σταθμική τιμή 50 περίπου διαφορετικών εθνικών χρηματιστηριακών δεικτών του κόσμου. Τέλος, σημειώστε ότι παράλληλα με τους δείκτες χαρτοφυλακίων μετοχών υπάρχουν και αυτοί που αναφέρονται σε χαρτοφυλάκια ομολόγων, όπως αυτός της Merrill Lynch.

Για τις επενδύσεις σε χαρτοφυλάκια μετοχών ή ομολόγων και τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων τους στην πράξη είναι διαδεδομένες δύο στρατηγικές: η αμυντική και η επιθετική. Η *αμυντική στρατηγική* υποθέτει ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και προτείνει επενδύσεις σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια χρεογράφων. Τα χαρτοφυλάκια αυτά δεν παρέχουν υπερβολικά κέρδη. Οι αποδόσεις τους αντανακλούν το ποσοστό κινδύνου που είναι επιθυμητό από τους επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο και αντανακλάται στην αγορά. Συνήθως, αμυντικές στρατηγικές επενδύσεων αποτελούν εκείνες σε χαρτοφυλάκια χρεογράφων που έχουν τις ίδιες αποδόσεις με γνωστούς δείκτες της αγοράς, όπως αυτοί που αναφέρθηκαν προηγουμένως των ΑΣΕ ή FTSE100, για τις αγορές μετοχών. Οι δείκτες αυτοί αντιπροσωπεύουν καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια των οποίων οι αποδόσεις αντανακλούν ένα λογικό ποσοστό επενδυτικού κινδύνου. Αντίθετα με τις παθητικές, *οι επιθετικές στρατηγικές διαχείρισης χαρτοφυλακίων* θεωρούν ότι η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών

δεν ισχύει. Αυτές πιστεύουν ότι υπάρχει δυνατότητα αποκόμισης υπερβολικών κερδών από επενδύσεις σε χαρτοφυλάκια χρεογράφων με την κατάλληλη πρόβλεψη και ανάλυση των αγορών τους. Συνήθως, οι στρατηγικές αυτές καταφεύγουν στην εύρεση υποτιμημένων ή υπερτιμημένων χρεογράφων των οποίων η αγοραπωλησία μπορεί να επιφέρει υπερβολικά κέρδη, πέραν αυτών που αποδίδονται στον επενδυτικό κίνδυνο.

Εταιρείες επενδύσεων και αμοιβαίων κεφαλαίων

Επειδή η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων απαιτεί συνεχή ενημέρωση και αναθεώρηση της σύνθεσης του, το κόστος της είναι πολύ υψηλό. Αυτό είναι αδύνατον να καλυφθεί από μεμονωμένους επενδυτές. Έτσι, στην αγορά έχουν αναπτυχθεί πολλές εταιρείες επενδύσεων που προσφέρουν μερίδια χαρτοφυλακίων τους σε μεμονωμένους επενδυτές, όπως είναι οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου (unit trusts) και τα αμοιβαία κεφάλαια (mutual funds). Τα δεύτερα αποτελούν περίπου το 90% της αξίας των εταιρειών επενδύσεων της αγοράς. Οι *εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου* αποτελούν επενδύσεις σε κάποιο χαρτοφυλάκιο του οποίου η διάρθρωση των μεριδίων των επενδυτών παραμένει σταθερή μέχρι τη λήξη του. Οι περισσότερες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου περιλαμβάνουν επενδύσεις σε ομόλογα με καθορισμένη ημερομηνία λήξης τα οποία δε φορολογούνται. Οι κάτοχοι μεριδίων των εταιρειών αυτών λαμβάνουν σταθερές ροές εισοδημάτων από αυτές μέχρι τη λήξη τους. Στη δε λήξη τους, λαμβάνουν το μερίδιο του κεφαλαίου που τους αναλογεί.

Σε αντίθεση με τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα *αμοιβαία κεφάλαια* αποτελούν χαρτοφυλάκια ανοικτού ορίζοντα. Οι κάτοχοι μεριδίων τους μπορούν να τα κρατήσουν για πάντα ή να ρευστοποιήσουν, πουλώντας τα πίσω στις εταιρείες. Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει προκαθορισμένη επενδυτική πολιτική, η οποία περιγράφεται στον οδηγό (μπροσούρα) του. Ως παράδειγμα, τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος αποτελούνται συνήθως από βραχυπρόθεσμα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Από την άλλη μεριά, τα *αμοιβαία κεφάλαια μετοχών* αποτελούνται κυρίως από μετοχές. Αυτά χωρίζονται σε δύο ευρύτερες κατηγορίες: τα αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος (income) και ανάπτυξης (growth). Τα πρώτα αποτελούνται από μετοχές που πληρώνουν μερίσματα σε τακτά χρονικά διαστήματα (π.χ. ανά έτος), καθώς ο στόχος τους είναι να παρέχουν εισόδημα στους κατόχους μεριδίων τους. Τα δεύτερα, δηλαδή της ανάπτυξης,

αποτελούνται από μετοχές με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης στο μέλλον και επίτευξης σημαντικών αποδόσεων. Μια άλλη δημοφιλής ομάδα αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των επενδυτών είναι αυτά των οποίων οι αποδόσεις συνδέονται με εκείνες δεικτών συγκεκριμένων κλάδων της οικονομίας με δυναμική προοπτική, όπως είναι οι τηλεπικοινωνίες, η βιοτεχνολογία, τα ακριβά μέταλλα κ.ο.κ.

1.4 Επενδυτές στην αγορά

Στην σύγχρονη θεωρία της χρηματοοικονομικής οι επενδυτές και οι καταναλωτές θεωρούνται ως τα ίδια πρόσωπα. Με τις επενδύσεις, αυτοί μεταφέρουν εισόδημα από την τρέχουσα περίοδο σε μελλοντικές περιόδους με σκοπό να καλύψουν τις διαχρονικές καταναλωτικές τους ανάγκες. Ακόμα και αν στην πράξη φαίνεται ότι δεν είναι ακριβής η υπόθεση αυτή καθώς οι επενδύσεις πραγματοποιούνται σε μεγάλο βαθμό συνήθως από εταιρείες ή επαγγελματίες επενδυτές, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι αυτές όμως γίνονται με γνώμονα τις προτιμήσεις και το συμφέρον των καταναλωτών. Οι διαχειριστές εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίων ή αμοιβαίων κεφαλαίων, οι διοικητές επιχειρήσεων ή οι επαγγελματίες επενδυτές συνήθως λειτουργούν με βάση τις προτιμήσεις των κατόχων των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζονται, που αποτελούν κοινούς επενδυτές ή καταναλωτές σε μια οικονομία.

Ανεξάρτητα ποιο είναι το κίνητρο εταιρειών επενδύσεων ή κοινών επενδυτών στην αγορά, υπάρχει συμφωνία ότι το ενδιαφέρον τους εστιάζεται στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων των επενδύσεων που πραγματοποιούν με το μικρότερο δυνατό επενδυτικό κίνδυνο. Η άριστη σχέση ανταλλαγής μεταξύ των αποδόσεων και βαθμού κινδύνου μιας επένδυσης καθορίζεται από τις προτιμήσεις των επενδυτών για τις δύο αυτές μεταβλητές. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η σχέση αυτή μπορεί να αλλάζει μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών επενδυτών ή εταιρειών επενδύσεων. Κάποιοι επενδυτές μπορεί να αποστρέφονται περισσότερο τον κίνδυνο σε σχέση με κάποιους άλλους και έτσι, να προτιμούν επενδύσεις με μικρότερες αποδόσεις. Από την άλλη μεριά, κάποιοι άλλοι μπορεί να είναι επιρρεπείς στον κίνδυνο με συνέπεια να ενδιαφέρονται κυρίως για τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων των επενδύσεών τους. Εκτός από τις προτιμήσεις τους για τον επενδυτικό κίνδυνο και τις αποδόσεις, η συμπεριφορά των επενδυτών εξαρτάται και από διάφορους άλλους αντικειμενικούς περιορισμούς που καθορίζονται από τις εποπτικές

αρχές ή άλλους φορείς. Οι περιορισμοί αυτοί μπορούν να αφορούν τη ρευστότητα, το χρονικό ορίζοντα ή το θεσμικό ρόλο των επενδύσεων στην οικονομία. Στη συνέχεια, παρουσιάζουμε διάφορες κατηγορίες επενδυτών στην αγορά, τονίζοντας τις προτιμήσεις τους για τον κίνδυνο και τους περιορισμούς στους οποίους συνήθως υπόκεινται.

Κοινοί επενδυτές: Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, αυτοί αποτελούν τα ίδια πρόσωπα με τους καταναλωτές και λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις με βάση το σημείο του οικονομικού κύκλου ζωής τους όπου βρίσκονται. Όταν είναι αρκετά νέοι, συνήθως αποστρέφονται λιγότερο τον κίνδυνο και έτσι, επενδύουν σε πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία με στόχο τη βελτιστοποίηση του επιπέδου της μελλοντικής τους κατανάλωσης. Στην ηλικία αυτή, οι επενδύσεις αφορούν κυρίως στην εκπαίδευση και στην αγορά κατοικίας. Καθώς μεγαλώνουν ηλικιακά, οι κοινοί επενδυτές ενδιαφέρονται για επενδύσεις χρεογράφων ή χαρτοφυλακίων με ικανοποιητικές αποδόσεις και για αυτό είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κάποιο κίνδυνο. Τέλος, καθώς πλησιάζουν στην ηλικία συνταξιοδότησής τους, αυτοί τείνουν να αποστρέφονται περισσότερο τον επενδυτικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει επειδή κάθε πιθανή απώλεια εισοδήματος ή κεφαλαίου τους από την επενδυτική διαδικασία στην ηλικία αυτή θα είναι πολύ δύσκολο να αναπληρωθεί.

Επαγγελματίες επενδυτές: Αυτοί παρέχουν υπηρεσίες επενδύσεων έναντι κάποιου τιμήματος και μπορεί να αποτελούν μεμονωμένα άτομα που προσλαμβάνονται από εύπορα άτομα ή νοικοκυριά για τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους. Επίσης μπορούν να αποτελούν προσωπικές εταιρείες επενδύσεων που διαχειρίζονται την περιουσία κάποιων προσώπων ή τέλος, να αποτελούν αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σύμφωνα με τις προτιμήσεις των πελατών τους.

Ασφαλιστικά ταμεία (pension funds): Αυτά διαχειρίζονται τις εισφορές εργοδοτών και απασχολούμενων τοποθετώντας τα κεφάλαια τους σε ομόλογα ή μετοχές. Συνήθως τα ταμεία αυτά θέτουν ως στόχο μια απόδοση που απαιτείται για να καλυφθούν οι μελλοντικές ταμειακές ανάγκες (ή υποχρεώσεις έναντι των ασφαλισμένων) τους με το μικρότερο δυνατό κίνδυνο. Για το σκοπό αυτό, επιλέγουν να επενδύουν μεγαλύτερο μερίδιο των κεφαλαίων τους σε ομόλογα, που έχουν προκαθορισμένες και εγγυημένες αποδόσεις, και μικρότερο σε μετοχές.

Ασφαλιστικές εταιρείες (insurance companies): Οι εταιρείες αυτές ασχολούνται με ασφάλειες ζωής, πυρκαγιάς, τροχαίων ατυχημάτων κ.ο.κ. Σκοπός των επενδύσεών τους είναι να αντισταθμίσουν μελλοντικές ταμειακές υποχρεώσεις τους διαθέτοντας ρευστά διαθέσιμα. Για αυτό συνήθως αποφεύγουν να επενδύουν τα κεφαλαία τους τα χρεόγραφα με αβέβαιες αποδόσεις και υψηλό κίνδυνο. Οι εταιρείες αυτές επενδύουν κυρίως σε ομόλογα των οποίων η λήξη τους, οι χρονικές περίοδοι που καταβάλλονται τα κουπόνια τους ή η ονομαστική τους αξία αντιστοιχούν με αυτές των υποχρεώσεών τους.

Τράπεζες: Οι περισσότερες επενδύσεις των τραπεζών αφορούν δάνεια σε επιχειρηματίες και καταναλωτές. Για να τις χρηματοδοτήσουν στηρίζονται σε καταθέσεις αποταμιευτών ή λαμβάνουν δάνεια από την κεντρική τράπεζα ή τη διατραπεζική αγορά. Ως επενδυτές (δανειστές) και παράλληλα δανειολήπτες, οι τράπεζες προσπαθούν να αντιστοιχίσουν τον κίνδυνο απώλειας των κεφαλαίων των δανείων τους με αυτόν της μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους προς τους καταθέτες ή τους δανειστές τους. Για το σκοπό αυτό, αυτές θέτουν τα επιτόκια των δανείων τους σε υψηλότερα ποσοστά σε σχέση με εκείνα των καταθέσεων που προσφέρουν.

1.5 Ο ρόλος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου στην οικονομία

Όπως αναφέραμε στην εισαγωγή του κεφαλαίου, τα χρεόγραφα αποτελούν μέσο χρηματοδότησης επενδύσεων σε κεφαλαιουχικά αγαθά της οικονομίας που έχουν ως στόχο να αυξάνουν τον πλούτο της. Εκτός όμως από αυτό, αυτά προσφέρουν και μια άλλη σημαντική υπηρεσία στην οικονομία. Δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές (ή καταναλωτές), που αποτελούν τις αντιπροσωπευτικές μονάδες μιας οικονομίας, να μεταφέρουν αγοραστική δύναμη από το παρόν στο μέλλον και αντίστροφα, με σκοπό την επίτευξη του άριστου διαχρονικού επιπέδου κατανάλωσης τους. Πιο συγκεκριμένα, επενδύοντας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, οι καταναλωτές μπορούν να μειώσουν το τρέχον επίπεδο της κατανάλωσής τους προς όφελος του μελλοντικού. Αντίθετα δανειζόμενοι από τις αγορές αυτές, έχουν τη δυνατότητα αύξησης του τρέχοντος επιπέδου της κατανάλωσής τους σε βάρος της μελλοντικής, εφόσον βέβαια αυτό είναι επιθυμητό.

Οι αγορές χρεογράφων επιτυγχάνουν επίσης το διαχωρισμό της διοίκησης από την ιδιοκτησία μιας εταιρείας. Αυτό γίνεται μέσω της αγοράς ή πώλησης μετοχών της εταιρείας ή της έκδοσης νέων στο ευρύτερο κοινό. Οι εκδόσεις μετοχών θεωρούνται σήμερα ως αναγκαίο εργαλείο για τη χρηματοδότηση και τη δυναμική εξέλιξη ανωνύμων εταιρειών. Αυτό συμβαίνει γιατί, για να αναπτυχθούν εταιρείες με μεγάλη κλίμακα παραγωγής, απαιτούνται τεράστια ποσά κεφαλαίου που είναι δύσκολο να διατεθούν από μεμονωμένα άτομα. Είναι ενδεικτικό ότι υπάρχουν εταιρείες σήμερα (π.χ. General Electric), στις οποίες οι μέτοχοί τους υπερβαίνουν το μισό εκατομμύριο και διοικούνται από ολιγάριθμα διοικητικά συμβούλια τα οποία είναι ανεξάρτητα από τους αρχικούς ιδιοκτήτες (ή μετόχους) της εταιρείας.

Στη τμήμα αυτού του κεφαλαίου θα δείξουμε αναλυτικά πώς η ύπαρξη αγορών χρήματος ή κεφαλαίου βελτιώνει το επίπεδο ευημερίας μιας οικονομίας μεταφέροντας κεφάλαια ή εισοδήματα από περίοδο σε περίοδο. Αυτό θα γίνει συγκρίνοντας μια οικονομία με αγορές χρήματος ή κεφαλαίου με μια χωρίς τις αγορές αυτές. Στην ανάλυσή μας, θα υποθέσουμε ότι όλοι οι καταναλωτές στην οικονομία έχουν τις ίδιες προτιμήσεις και ότι γνωρίζουν τα μελλοντικά επίπεδα της κατανάλωσης ή των εισοδημάτων τους με βεβαιότητα. Η υπόθεση των ομοειδών προτιμήσεων των καταναλωτών διευκολύνει την ανάλυσή σημαντικά, καθώς αυτή βασίζεται στην οικονομική συμπεριφορά ενός αντιπροσωπευτικού καταναλωτή στην αγορά για να θεμελιώσει τα πορίσματά της.

Βέλτιστη κατανάλωση και επένδυση χωρίς αγορές χρήματος ή κεφαλαίου

Υποθέστε ότι σε μια οικονομία κάποιος αντιπροσωπευτικός καταναλωτής ζει δύο περιόδους την τρέχουσα (έστω $t=0$) και την μελλοντική (έστω $t+1=1$). Η διαχρονική συνάρτηση χρησιμότητας του καταναλωτή εξαρτάται από το τρέχον (σημερινό) επίπεδο της κατανάλωσης του, που συμβολίζεται ως C_0 , και αυτό της επόμενης περιόδου, που συμβολίζεται ως C_1 . Η συνάρτηση αυτή γράφεται ως εξής:

$$U(C_0, C_1).$$

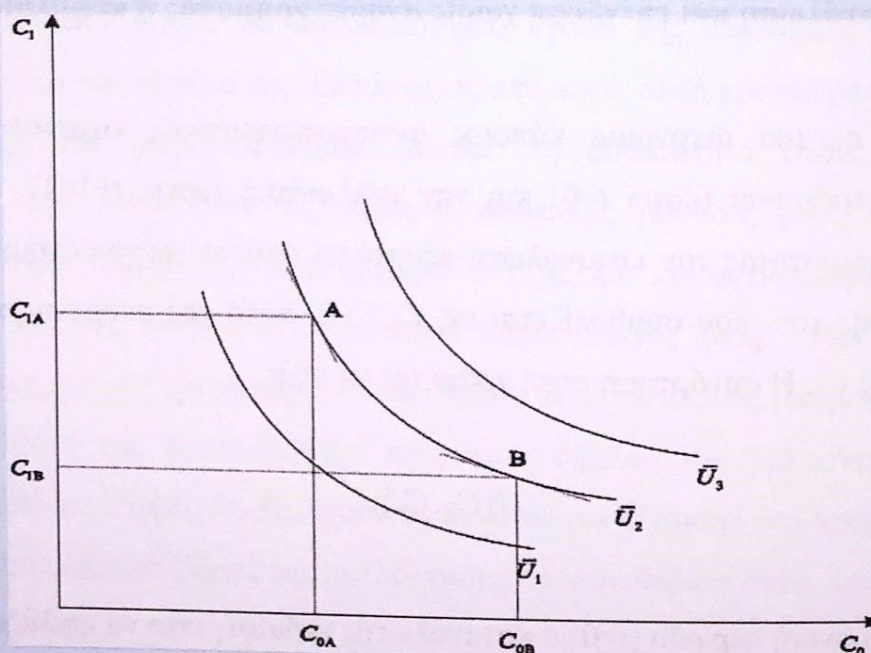
Την τρέχουσα χρονική περίοδο ($t=0$) ο καταναλωτής ενδιαφέρεται να επιλέξει τη βέλτιστη κατανομή της κατανάλωσης του διαχρονικά, που θα συμβολίζεται στο εξής ως C_0^* και

C_1^* . Τα επίπεδα αυτά κατανάλωσης θεωρούμε ότι επιλέγονται έτσι ώστε να επιτυγχάνουν το μέγιστο επίπεδο της χρησιμότητας του καταναλωτή, που γράφεται ως εξής:

$$U^* = U(C_0^*, C_1^*).$$

Για την συνάρτηση χρησιμότητας $U(C_0, C_1)$, υποθέτουμε τα γνωστά αξιώματα της οικονομικής θεωρίας για αυτή. Πρώτον, θεωρούμε ότι αυτή αποτελεί αύξουσα συνάρτηση των επιπέδων κατανάλωσης είτε της τρέχουσας ή της μελλοντικής περιόδου. Δεύτερον, ότι η οριακή χρησιμότητα μιας επιπλέον μονάδας κατανάλωσης μειώνεται καθώς αυξάνει το επίπεδο αυτής και τρίτον, ότι ο καταναλωτής έχει κάποιες υποκειμενικές προτιμήσεις ως προς το χρονικό σημείο της κατανάλωσης του. Με βάση τα παραπάνω αξιώματα, μπορεί εύκολα να διαπιστωθεί ότι οι καμπύλες αδιαφορίας του καταναλωτή μεταξύ του επιπέδου κατανάλωσης της τρέχουσας περιόδου C_0 και της μελλοντικής C_1 έχουν κυρτή μορφή, βλέπε Διάγραμμα 1.1 Σημειώστε ότι οι καμπύλες αυτές δίνουν τον άριστο συνδυασμό μεταξύ των επιπέδων κατανάλωσης C_0 και C_1 που εξασφαλίζουν κάποιο δεδομένο επίπεδο χρησιμότητας για τον καταναλωτή, που συμβολίζεται ως $\bar{U}_i \equiv U_i(C_0, C_1)$ και αυξάνει με τον υποδείκτη i .

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1: Καμπύλες αδιαφορίας της διαχρονικής συνάρτησης χρησιμότητας



Για να εξηγήσουμε οικονομικά την κυρτότητα των καμπύλων αδιαφορίας, θεωρήστε δύο σημεία μιας καμπύλης αδιαφορίας που αντιστοιχούν στο ίδιο επίπεδο χρησιμότητας: τα A και B, βλέπε Διάγραμμα 1.1. Στο σημείο B ο καταναλωτής επιλέγει να καταναλώσει περισσότερο την τρέχουσα περίοδο $t=0$ σε σχέση με τη μελλοντική $t+1=1$, ενώ στο σημείο A συμβαίνει το αντίθετο. Οι εφαπτόμενες γραμμές στα σημεία A και B μετρούν το *οριακό ρυθμό (ή λόγο) υποκατάστασης* (marginal rate of substitution -MRS) μεταξύ του επιπέδου της τρέχουσας και της μελλοντικής κατανάλωσης σε αυτά. Μαθηματικά, ο ρυθμός αυτός ορίζεται με βάση την πρώτη παράγωγο ως εξής: $MRS_{C_1}^{C_0} = \frac{\partial C_1}{\partial C_0} = -(1+g)$. Οι κλίσεις των

εφαπτόμενων γραμμών στα σημεία A και B δείχνουν ότι ισχύει η ακόλουθη ανισότητα ανάμεσα στους λόγους οριακής υποκατάστασης $MRS_{C_1}^{C_0}(A)$ και $MRS_{C_1}^{C_0}(B)$: $MRS_{C_1}^{C_0}(A) > MRS_{C_1}^{C_0}(B)$. Η ανισότητα αυτή οφείλεται στην υπόθεση ότι οι καμπύλες αδιαφορίας του καταναλωτή είναι κυρτές ως προς τους άξονες των επιπέδων κατανάλωσης C_0 και C_1 . Αυτή σημαίνει ότι, για να βρεθεί στο ίδιο επίπεδο ευημερίας, ο καταναλωτής θα πρέπει για τη θυσία μιας μονάδας της σημερινής κατανάλωσης του C_0 να αντισταθμιστεί με μεγαλύτερη ποσότητα από τη μελλοντική C_1 . Η σχέση αυτή ανάμεσα στον οριακό ρυθμό υποκατάστασης και το επίπεδο της μελλοντικής ή τρέχουσας κατανάλωσης του καταναλωτή είναι συνέπεια του αξιώματος της θεωρίας της χρησιμότητας που αναφέρει ότι η οριακή χρησιμότητα μιας επιπλέον μονάδας μελλοντικής κατανάλωσης μειώνεται καθώς το επίπεδό της αυξάνεται. Το αντίθετο συμβαίνει όταν ο καταναλωτής υποκαθιστά μια μονάδα μελλοντικής κατανάλωσης με μονάδες της τρέχουσας, δηλαδή μετακινείται από το σημείο A στο B. Στην περίπτωση αυτή, ο καταναλωτής θα χρειασθεί περισσότερες μονάδες τρέχουσας κατανάλωσης για να υποκαταστήσει μια μονάδα μελλοντικής, καθώς το επίπεδο της τελευταίας μειώνεται.

Βέλτιστη κατανάλωση και επένδυση όταν υπάρχουν αγορές χρήματος ή κεφαλαίου

Στην προηγούμενη ανάλυσή μας υποθέσαμε ότι δεν υπάρχουν αγορές χρήματος ή κεφαλαίου. Η οικονομία που περιγράψαμε αποτελεί μια οικονομία καθαρής ανταλλαγής (pure exchange). Τι γίνεται όμως αν υπάρχουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οργανωμένες αγορές χρήματος που παρέχουν την δυνατότητα στον καταναλωτή να δανεισθεί ή να δανείσει κάποιο μέρος του εισοδήματός του; Τότε, θα δείξουμε ότι αυτός

μπορεί να επιτύχει μεγαλύτερο επίπεδο ευημερίας σε σχέση με εκείνο όταν δεν υπάρχουν αγορές χρήματος ή κεφαλαίου.

Η ύπαρξη αγορών χρήματος ή κεφαλαίου σε μια οικονομία παρέχει τη δυνατότητα στον καταναλωτή να επενδύσει (ή να δανείσει) ένα μέρος του αρχικού εισοδήματος του Y_0 (ή να δανειστεί κάποιο χρηματικό ποσό), έτσι ώστε να επιτύχει μεγαλύτερο επίπεδο μελλοντικής (ή τρέχουσας) κατανάλωσης αν αυτό συνάδει με τις προτιμήσεις του. Για να διαπιστώσουμε αναλυτικά αν οι δυνατότητες αυτές που προσφέρει η αγορά χρήματος οδηγούν σε αύξηση του επιπέδου ευημερίας της οικονομίας, στο Διάγραμμα 1.2 παρουσιάζουμε την περίπτωση ενός καταναλωτή που έχει την ακόλουθη διαχρονική κατανομή του εισοδήματος: Y_0 και Y_1 και δανείζει ένα μέρος του σημερινού εισοδήματός του Y_0 , δηλαδή $Y_0 - C_0$, στην αγορά χρήματος. Με θετικό το επιτόκιο της αγοράς χρήματος (όπως προβλέπει η οικονομική θ. ρία), η επένδυση αυτή του καταναλωτή θα του δώσει τη δυνατότητα να αυξήσει το διαθέσιμο εισόδημά του για κατανάλωση την επόμενη περίοδο. Πιο συγκεκριμένα, το εισόδημα αυτό θα αποτελεί το άθροισμα εκείνου της επόμενης περιόδου Y_1 και του κεφαλαίου της επένδυσής του μαζί με τους τόκους της $(Y_0 - C_0)(1+r)$, όπου r συμβολίζει το επιτόκιο της αγοράς χρήματος. Δηλαδή, αυτό θα ανέρχεται στο εξής χρηματικό ποσό:

$$Y_1 + (Y_0 - C_0)(1+r).$$

Επειδή στην ανάλυσή μας θεωρείται ότι όλο το διαθέσιμο εισόδημα της μελλοντικής περιόδου $t+1$ καταναλώνεται, τότε θα ισχύει η εξής λογιστική ταυτότητα:

$$C_1 = Y_1 + (Y_0 - C_0)(1+r).$$

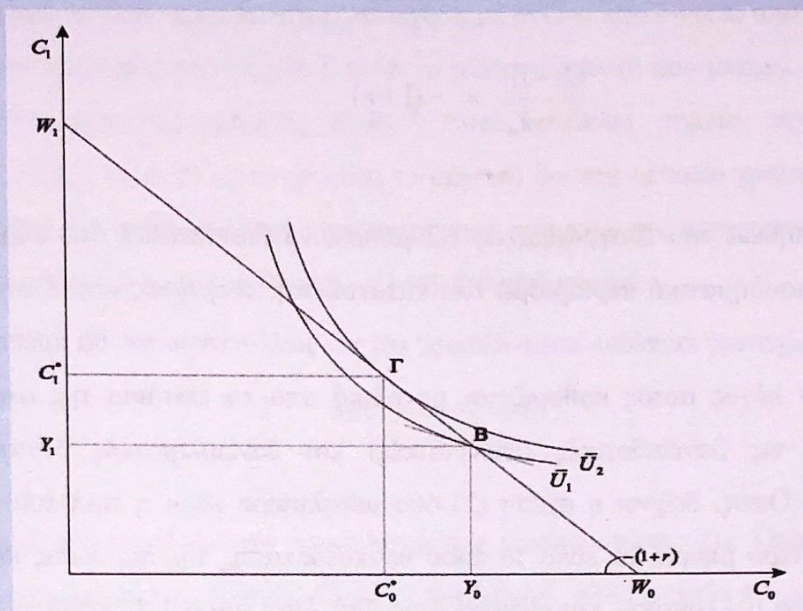
Αλλάζοντας όρους, αυτή γράφεται ως εξής:

$$C_1 - Y_1 = -(C_0 - Y_0)(1+r),$$

ή ως

$$C_0 + \frac{C_1}{(1+r)} = Y_0 + \frac{Y_1}{(1+r)} \quad (1)$$

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2: Βέλτιστη κατανάλωση όταν υπάρχουν αγορές χρήματος



Η σχέση (1) αποτελεί ένα *διαχρονικό εισοδηματικό περιορισμό* (intertemporal budget constraint) που αντιμετωπίζει ο καταναλωτής, όταν κατανέμει το εισόδημά του ή την κατανάλωσή του ανάμεσα σε δύο περιόδους. Ο περιορισμός αυτός σημαίνει ότι το άθροισμα του τρέχοντος επιπέδου της κατανάλωσης C_0 και η παρούσα αξία του μελλοντικού της $\frac{C_1}{(1+r)}$ θα πρέπει να ισούται με το άθροισμα του τρέχοντος εισοδήματος

Y_0 και της παρούσας αξίας του μελλοντικού $\frac{Y_1}{(1+r)}$. Το άθροισμα αυτό των εισοδημάτων

αποτελεί τον πλούτο του επενδυτή την τρέχουσα περίοδο $t=0$, που ορίζεται ως $W_0 = Y_0 + \frac{Y_1}{(1+r)}$. Την επόμενη χρονική περίοδο $t+1=1$, ο πλούτος αυτός γίνεται

$W_1 = Y_0(1+r) + Y_1$, ή $W_1 = W_0(1+r)$.² Σημειώστε ότι για τον υπολογισμό των

παρουσών αξιών των μελλοντικών επιπέδων κατανάλωσης και εισοδήματος, στην ανάλυσή μας χρησιμοποιήσαμε το επιτόκιο της αγοράς χρήματος r ως προεξοφλητικό όρο, καθώς αυτό μετρά την *αξία του χρήματος* στο χρόνο (time value of money). Με βάση το επιτόκιο αυτό, υπολογίζουμε τη μελλοντική αξία μιας νομισματικής μονάδας του τρέχοντος εισοδήματος του καταναλωτή (π.χ. ενός ευρώ).

¹ Αυτό επαληθεύεται αν αντικαταστήσουμε $W_0 = Y_0 + \frac{Y_1}{(1+r)}$ στη σχέση $W_1 = W_0(1+r)$.

Γράφοντας τη σχέση (1) ως εξής:

$$\frac{C_1 - Y_1}{C_0 - Y_0} = -(1+r) \quad (2)$$

και με τη βοήθεια του Διαγράμματος 1.2 μπορεί να διαπιστωθεί ότι, σύμφωνα με το διαχρονικό εισοδηματικό περιορισμό του καταναλωτή, ο *οριακός λόγος υποκατάστασης μεταξύ του τρέχοντος επιπέδου κατανάλωσης και του μελλοντικού του* θα πρέπει να ισούται με $-(1+r)$. Ο λόγος αυτός καθορίζεται μοναδικά από το επιτόκιο της αγοράς r , που προσδιορίζει τις δανειοδοτικές (επενδυτικές) και δανειοληπτικές δυνατότητες του καταναλωτή. Όπως, δείχνει η σχέση (2) όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του επιτοκίου r , τόσο μεγαλύτερο μπορεί να είναι το ποσό υποκατάστασης της παρούσας κατανάλωσης για μια μονάδα μελλοντικής και αντιστρόφως. Στο Διάγραμμα 1.2, η σχέση (2) αποτελεί μια ευθεία γραμμής που έχει κλίση $-(1+r)$ και ενώνει τα σημεία του τρέχοντος και του μελλοντικού επιπέδου του πλούτου W_0 και W_1 , αντίστοιχα.

Λαμβάνοντας υπόψη τις δυνατότητες υποκατάστασης σημερινής με μελλοντική κατανάλωση που καθορίζονται από τη σχέση (2), μπορεί εύκολα να διαπιστωθεί ότι η ύπαρξη της αγοράς χρήματος μπορεί να βελτιώσει σημαντικά το επίπεδο ευημερίας του καταναλωτή. Για να διαπιστωθεί αυτό, θεωρήστε έναν καταναλωτή του οποίου η διαχρονική κατανομή εισοδήματος περιγράφεται από το σημείο Β του Διαγράμματος 1.2 και δίνεται ως εξής: (Y_0, Y_1) . Αν δεν υπάρχουν αγορές χρήματος στην οικονομία, τότε τα επίπεδα της κατανάλωσης που θα επιλέγει ο καταναλωτής θα αντιστοιχούν σε αυτά του εισοδήματός και θα δίνονται ως εξής: $C_0 = Y_0$ και $C_1 = Y_1$. Το δε επίπεδο της χρησιμότητάς του θα ισούται με \bar{U}_1 . Αν όμως υπάρχουν αγορές χρήματος στην οικονομία, τότε ο καταναλωτής μπορεί να επενδύσει ένα μέρος του τρέχοντος εισοδήματός του (δηλ. $Y_0 - C_0$) στην αγορά χρήματος για να εξασφαλίσει μεγαλύτερο εισόδημα και επίπεδο κατανάλωσης την επόμενη περίοδο (δηλ. $C_1 = Y_1 + (Y_0 - C_0)(1+r)$) σε σχέση με αυτό που δίνεται από το σημείο Β.

Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 1.2, αν ο καταναλωτής επιλέξει το επίπεδο της τρέχουσας και μελλοντικής κατανάλωσης που δίνονται από το σημείο Γ (δηλ. C_0^* και C_1^* ,

αντίστοιχα), που σημαίνει ότι αυτός επενδύει το χρηματικό ποσό $Y_0 - C_0^*$ σήμερα, τότε θα πετύχει καλύτερο επίπεδο χρησιμότητας σε σχέση με εκείνο που δίνεται από το σημείο Β. Το επίπεδο χρησιμότητας στο σημείο Γ είναι το μέγιστο δυνατό που μπορεί να επιτευχθεί με βάση την κλίση της γραμμής W_0W_1 .³ Αυτό αποτελεί σημείο ισορροπίας του καταναλωτή, καθώς σε αυτό επιτυγχάνεται το μέγιστο δυνατό επίπεδο χρησιμότητας του. Σε αυτό ισχύει ότι ο οριακός λόγος υποκατάστασης ανάμεσα στο τρέχον και μελλοντικό επίπεδο της κατανάλωσης του ισούται με $-(1+r)$, δηλαδή έχουμε

$$\Gamma: \quad MRS_{C_1^0}^{C_0^0} = -(1+r),$$

που ικανοποιεί τον εισοδηματικό περιορισμό του (βλέπε σχέση (2)). Όπως μπορεί να διαπιστωθεί εύκολα από το Διάγραμμα 1.2, οποιοδήποτε άλλο σημείο πάνω στη γραμμή W_0W_1 δεν αποτελεί βέλτιστη λύση για τον καταναλωτή, καθώς δε μεγιστοποιείται η χρησιμότητά του.

Ανακεφαλαιώνοντας, η παραπάνω ανάλυση δείχνει καθαρά ότι η ύπαρξη της αγοράς χρήματος μπορεί να βοηθήσει τον καταναλωτή να βελτιώσει το επίπεδο της χρησιμότητας και ευημερίας του. Μαζί με του αντιπροσωπευτικού καταναλωτή, βελτιώνεται επίσης και το επίπεδο ευημερίας της οικονομίας, συνολικά.

1.6 Το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των αγορών χρήματος και κεφαλαίου

Παρόλα τα οφέλη που παρέχουν οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου στην ανάπτυξη της οικονομίας, υπάρχουν και κάποιες εγγενείς αδυναμίες τους. Αυτές προκύπτουν λόγω παραπληροφόρησης ή ασύμμετρης πληροφόρησης για τις τιμές χρεογράφων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων, εκμετάλλευσης εκ των έσω πληροφόρησης στις συναλλαγές, πτώχευσης εταιρειών επένδυσης, τυχόν πανικών στις αγορές και υπερτιμημένων μετοχών, έκδοσης επισφαλών δανείων κ.ο.κ. Οι αδυναμίες αυτές παρεμποδίζουν τον ανταγωνισμό και την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών χρήματος ή κεφαλαίου. Αυτές έχουν ως συνέπεια την ανισοκατανομή του εισοδήματος σε βάρος της μεγάλης μάζας των

² Παρατηρήστε ότι στο σημείο Γ η γραμμή W_0W_1 είναι εφαπτόμενη στην καμπύλη αδιαφορίας \bar{U}_2 .

επενδυτών που συμμετέχουν στις αγορές, την υπερχρέωση νοικοκυριών ή επιχειρήσεων και την απομάκρυνση κοινών επενδυτών από τις αγορές.

Για να αντιμετωπιστούν οι παραπάνω αδυναμίες των αγορών χρήματος ή κεφαλαίων στις περισσότερες χώρες, ιδιαίτερα δε σε αυτές που είναι οικονομικά πιο ανεπτυγμένες υπάρχουν θεσμοθετημένες ανεξάρτητες *ρυθμιστικές αρχές*, όπως είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα ή η επιτροπή χρεογράφων και συναλλαγών (Securities and Exchange Commission -SEC) στις ΗΠΑ. Οι αρχές αυτές έχουν την ευθύνη εποπτείας και ελέγχου των κεφαλαιαγορών ή του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πιο συγκεκριμένα, αυτές έχουν την δυνατότητα ελέγχου των συναλλαγών στις αγορές κεφαλαίου σε ημερήσια βάση, μπορούν να σταματήσουν τη διεξαγωγή συναλλαγών σε περιόδους πανικού ή υπερβολικών μεταβολών στις τιμές των χρεογράφων. Επίσης, μπορούν να επιβάλλουν σημαντικά πρόστιμα αν υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις ύπαρξης και εκμετάλλευσης εκ των έσω πληροφόρησης στις αγοραπωλησίες χρεογράφων. Τέλος, οι αρχές αυτές απαιτούν οι διευθύνοντες των εταιρειών ή οι μεγαλομέτοχοί τους να δημοσιεύουν τις συναλλαγές τους για τη μετοχή της εταιρείας τους για λόγους διαφάνειας.

ΑΣΚΗΣΕΙΣ

1.1 Γιατί τα ομόλογα που εκδίδονται από εταιρείες έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο απώλειας εισοδήματος από τα ομόλογα δημοσίου;

1.2 Είναι λογικό να θεωρείται ότι οι μετοχές που έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις ιστορικά έχουν και μεγαλύτερο ρίσκο;

1.3 Γιατί είναι προτιμότερο να επενδύουμε σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών έναντι μιας μεμονωμένης μετοχής;

1.4 Ποια είναι τα προσδιοριστικά χαρακτηριστικά των ομολόγων, των μετοχών και των παράγωγων προϊόντων;

1.5 Δεδομένου ότι οι επενδυτές έχουν διαφορετικές απόψεις για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας και τα κέρδη των διαφόρων επιχειρήσεων, εξηγήστε πως είναι δυνατόν να επιτευχθεί μια τιμή ισορροπίας για μια μετοχή.

1.6 Εξηγήστε περιληπτικά γιατί η ύπαρξη αγορών χρήματος και κεφαλαίου αυξάνει το επίπεδο ευημερίας του επενδυτή. Αφού συμβαίνει αυτό, τότε γιατί απαιτείται η ύπαρξη ρυθμιστικού πλαισίου για τη λειτουργία τους;