



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΠΑΡΑΓΩΓΑ

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΓΟΥΡΝΙΕΖΑΚΗ ΡΑΦΑΗΛΙΑ
ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ

ΑΡ.ΜΡ: LX 32252

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΣΑΡΙΑΝΝΙΔΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΚΟΖΑΝΗ 2022

Υπεύθυνη δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της πτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την όποια είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην πτυχιακή εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις όποιες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος σπουδών της Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Δυτικής Μακεδονίας στην Κοζάνη.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Για την ολοκλήρωση αυτής της εργασίας, οφείλω να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου Κύριο Σαριαννίδη Νικόλαο, για τις χρήσιμες συμβουλές του και τις υποδείξεις του, καθώς και για την σωστή καθοδήγηση που μου παρείχε.

Θα ήταν παράλειψη μου, να μην αναφερθώ στην οικογένεια μου και τους φίλους μου για την υποστήριξη οικονομική, ψυχολογική και ηθική που μου πρόσφεραν απλόχερα όλα αυτά τα χρόνια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΕΙΚΟΝΩΝ.....	6
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	7
ABSTRACT.....	8
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	11
1.1. Financialization.....	11
1.2. Τι είναι το χρηματιστήριο.....	12
1.3. Ορισμός του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	14
1.4. Αγορές Κεφαλαίου	18
1.5. Οργανωμένη αγορά: Το Χρηματιστήριο	21
1.6. Βασικοί ορισμοί του Χρηματιστηρίου	22
1.7. Παράγοντες λειτουργίας του Χρηματιστηρίου.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο ΠΑΡΑΓΩΓΑ.....	29
2.1. Ορισμός Παραγώγων	29
2.2. Ιστορική αναδρομή.....	29
2.2.1. Τα παράγωγα στην Ελλάδα.....	31
2.3. Έννοια των παραγώγων	32
2.3.1. Έννοια παραγώγου σύμφωνα με το ΔΛΠ 39.....	32
2.3.2. Κατηγορίες παραγώγων.....	33
2.4. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures contracts)	33
2.4.1. Είδη συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης	34
2.4.2. Θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης.....	36
2.4.3. Θεωρητική τιμή	37
2.4.4. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης	38
2.5. Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (forwards).....	39
2.6. Οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων (swaps).....	41
2.7. Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (options)	43
2.7.1 Βασικές θέσεις δικαιωμάτων προαίρεσης.....	45
2.7.2. Τιμή δικαιώματος (option premium)	48
2.7.3. Παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των δικαιωμάτων προαίρεσης .	50
2.7.4. Το υπόδειγμα Black – Scholes – Merton.....	52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο ΧΡΗΣΕΙΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ	54
3.1. Η έννοια του κίνδυνου	54
3.2. Κατηγορίες κίνδυνου.....	55
3.3. Η χρήση των παράγωγων προϊόντων	57
3.3.1. Τα παράγωγα προϊόντα ως μέσα αντιστάθμισης κινδύνου (<i>hedging</i>)	58
3.3.2. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ως εργαλεία κερδοσκοπίας (<i>speculation</i>).....	59
3.3.3. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ως μέσα εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (<i>arbitrage</i>).....	60
3.4. Τα παράγωγα προϊόντα χρήσιμα για φοροαποφυγή	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑ.....	65
4.1. Συμπεράσματα	65
4.2. Προτάσεις για έρευνα	66
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	67
Ξένα	67
Ελληνική.....	70

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 1 Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων	44
Εικόνα 2 Η γλώσσα των δικαιωμάτων	45
Εικόνα 3 Τιμή δικαιώματος	49
Εικόνα 4 Η εσωτερική αξία του δικαιώματος αγοράς	49
Εικόνα 5 Η εσωτερική αξία δικαιώματος πώλησης	49

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Κατά τη συγγραφή αυτής της πτυχιακής εργασίας θα προσπαθήσουμε να έρθουμε σε επαφή με το «χρηματιστήριο παραγώγων» σαν έννοια αλλά και σαν εργαλείο με το οποίο κάνουμε την επενδυτική μας ζωή πιο εύκολη. Έχουμε ακούσει πολλά να λέγονται από τους γύρω μας για τα «κακά» παράγωγα που μπήκαν στη ζωή μας πριν από μια δεκαετία περίπου και έφεραν πτώση στις μετοχικές αξίες που ήταν επενδεδυμένοι σχεδόν όλοι οι Έλληνες με αποτέλεσμα μια τεράστια ανακατανομή πλούτου στην Ελλάδα.

Εμείς με την εργασία μας θα προσπαθήσουμε να βοηθήσουμε τον αναγνώστη να κατανοήσει ποια είναι η πραγματική έννοια των παραγώγων, θεωρητικά αλλά κυρίως πρακτικά. Θα δώσουμε έμφαση στην χρησιμότητα και την εξέλιξη που έρχεται στις αγορές μέσα από τη χρήση τους. Άλλωστε η εισαγωγή τους στην ελληνική αγορά έγινε μετά την μετάβαση του Χρηματιστηρίου Αξιών της Αθηνών σε από αναπτυσσόμενη σε ώριμη αγορά. Ουσιαστικά θα αναδείξουμε την χρησιμότητα της αγοράς παραγώγων ως μέσω αντιστάθμισης κινδύνου στις επενδύσεις μας στην υποκείμενη αγορά αξιών. Έτσι τα όποια συμπεράσματα θα είναι αντικείμενο επιστημονικής μελέτης και όχι αποτέλεσμα μιας κακής συγκυρίας.

Λέξεις κλειδιά: παράγωγα, χρηματιστήριο, προϊόντα, κίνδυνος

ABSTRACT

In writing this thesis we will try to get in touch with the "derivatives exchange" as a concept but also as a tool to make our investment life easier. We have heard a lot from those around us about the "bad" derivatives that came into our lives about a decade ago and brought down the stock values that almost all Greeks were invested in resulting in a huge redistribution of wealth in Greece.

We with our work will try to help the reader to understand what is the real meaning of derivatives, theoretically but mostly practically. We will emphasize the utility and evolution that comes to markets through their use. After all, their introduction to the Greek market took place after the transition of the Athens Stock Exchange from a developing to a mature market. In essence we will highlight the utility of the derivatives market as a means of hedging our investments in the underlying security market. Thus, any conclusions will be the subject of a scientific study and not the result of a bad situation.

Keywords: derivatives, stock exchange, products, risk

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η απελευθέρωση και η παγκοσμιοποίηση των αγορών έφεραν μεγάλες αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία, οι επιχειρήσεις πλέον, καλούνται να λειτουργήσουν σε ένα οικονομικό περιβάλλον το οποίο συνεχώς μεταβάλλεται με γοργούς ρυθμούς, κρύβοντας ταυτόχρονα πολλούς κινδύνους. Ο πιο αποτελεσματικός τρόπος αντιμετώπισης των κινδύνων αυτών, είναι η χρήση παραγώγων προϊόντων, διότι τα παράγωγα προϊόντα παρέχουν τη δυνατότητα για αποτελεσματική διαχείριση και αντιστάθμιση του κινδύνου, με συνέπεια οι επιχειρήσεις πλέον να είναι σε θέση να πραγματοποιήσουν επενδύσεις που χωρίς την χρήση παραγώγων προϊόντων δεν θα τολμούσαν ποτέ να υλοποιήσουν. Η αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου, η μείωση της μεταβλητότητας των ταμειακών ροών και ο περιορισμός στην διακύμανση των κερδών, ευνοούν την ανάπτυξη μιας επιχείρησης και οδηγούν σε αύξηση της αξίας της.

Τα παράγωγα προϊόντα καλύπτουν διαφοροποιημένες ανάγκες και μεταφέρουν με τρόπο αποτελεσματικό τον κίνδυνο σε τρίτους οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να τον αναλάβουν. Επίσης με τα παράγωγα προϊόντα μπορεί κάποιος να αποκομίσει όφελος σε ανοδική, καθοδική, αλλά και σταθερή αγορά. Ακόμη με την χρήση στρατηγικών θέσεων παραγώγων, μπορούν να δημιουργηθούν σύνθετες θέσεις οι οποίες μπορούν να καλύψουν τις ανάγκες και τις προσδοκίες κάθε είδους επενδυτή, από τον πιο συντηρητικό έως και των πιο ριψοκίνδυνο. Επιπλέον στα παράγωγα προϊόντα, δεν απαιτείται ή απαιτείται ελάχιστη αρχική επένδυση σε σύγκριση με άλλους τύπους συμβάσεων οι οποίοι έχουν παρόμοια συμπεριφορά στις μεταβολές που συμβαίνουν στις συνθήκες της αγοράς.¹

Λόγω των πολλών πλεονεκτημάτων που προσφέρουν τα παράγωγα προϊόντα, η εξάπλωσή τους τις τελευταίες δεκαετίες υπήρξε ραγδαία. Όμως η υπερβολική ανάληψη κινδύνων, η μη επαρκής κατανόηση της λειτουργίας της αγοράς παραγώγων από τους επενδυτές, η ανεπάρκεια των εποπτικών αρχών και η έλλειψη ενός οργανωμένου κανονιστικού πλαισίου, το οποίο θα ρύθμιζε την αγορά παραγώγων με τρόπο αποτελεσματικό, οδήγησαν σε

¹ Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

σημαντικές απώλειες κεφαλαίων και έφεραν το χρηματοπιστωτικό σύστημα στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση η οποία εξαπλώθηκε με ταχύτατους ρυθμούς σε κάθε γωνιά του πλανήτη, αποδεικνύει με τον πλέον εμφανή τρόπο ότι τα παράγωγα προϊόντα ενέχουν πολλούς κινδύνους και η μη ορθολογική τους χρήση μπορεί να οδηγήσει σε καταστροφικά αποτελέσματα.²

² Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1.1. Financialization

Πριν προχωρήσουμε στην αναλυτική επισκόπηση της αρθρογραφίας, κρίνεται σκόπιμη η επεξήγηση ενός όρου, ο οποίος συναντάται, κατά κόρον, στις δημοσιεύσεις που εξετάστηκαν. Ο όρος αυτός καλείται ως «Financialization», ενώ η πιο «ελεύθερή» του μετάφραση στα ελληνικά μπορεί να δοθεί ως «Χρηματιστικοποίηση».

Η Χρηματιστικοποίηση είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται, εκτενώς, σε συζητήσεις σχετικές με τον χρηματοπιστωτικό καπιταλισμό, ο οποίος αναπτύχθηκε κατά τη διάρκεια των πρόσφατων δεκαετιών. Αναφέρεται στην τάση εκείνη όπου η χρηματοοικονομική μόχλευση προέχει του μετοχικού κεφαλαίου, και στην τάση κυριαρχίας των χρηματοπιστωτικών αγορών πάνω στις παραδοσιακές βιομηχανικές και αγροτικές οικονομίες. Ο όρος Χρηματιστικοποίηση (ή Χρηματιστικοποίηση σαν εναλλακτική μετάφραση του Αγγλικού όρου) έχει εμφανιστεί τα τελευταία χρόνια στην οικονομική επιστήμη. Σαφής ορισμός της Χρηματιστικοποίηση δεν υπάρχει, τουλάχιστον όχι πλήρως προσδιορισμένος. Μπορούμε όμως να πούμε, σε γενικές γραμμές, πως Χρηματιστικοποίηση είναι η μετάβαση των οικονομικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων από τον τομέα της παραγωγής υλικών αγαθών στον τομέα των άυλων χρηματιστηριακών αγαθών τα οποία προσφέρουν, με το ισχύον θεσμικό πλαίσιο, υψηλότερα κέρδη σε βραχυχρόνια επιχειρηματική περίοδο.³

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η Χρηματιστικοποίηση μπορεί να οριστεί ως η αυξανόμενη κυριαρχία της βιομηχανίας του χρήματος επί του συνολικού ποσού της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας, των χρηματιστηριακών ελεγκτών στη διαχείριση των επιχειρήσεων, των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων έναντι των συνολικών υλικών περιουσιακών στοιχείων, των αγοραπωλησιών τίτλων και ιδιαίτερα μετοχών σε σχέση με τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, της χρηματιστηριακής αγοράς ως μια αγοράς που ασκεί εταιρικό έλεγχο και επηρεάζει τον προσδιορισμό των εταιρικών στρατηγικών, καθώς και των διακυμάνσεων της

³ Yu, L., Wang, S. and Lai, K.K. (2008). Forecasting crude oil price with an EMD-based neural network ensemble learning paradigm. *Energy Economics*, Vol. 30, pp. 2623–2635

χρηματιστηριακής αγοράς ως καθοριστικού παράγοντα των κύκλων εργασιών των επιχειρήσεων.

Στην πολύ ενδιαφέρουσα εργασία της Zwan⁴, γίνεται μια εκτενής αναφορά στον όρο της Χρηματιστικοποίησης, καθώς και πλήθους εργασιών που έχουν ασχοληθεί αναλυτικά με το συγκεκριμένο θέμα. Σύμφωνα με τα όσα αναφέρει η αρθρογράφος, ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 2000, μελετητές από ποικίλους κλάδους χρησιμοποίησαν την έννοια της Χρηματιστικοποίησης για να περιγράψουν μια σειρά διαρθρωτικών αλλαγών στις προηγμένες οικονομίες. Οι σχετικές με το θέμα αυτό μελέτες συγκλίνουν σε ένα κοινό σημείο αναφοράς, ότι δηλαδή η Χρηματιστικοποίηση έχει αλλάξει τον τρόπο που λειτουργούν και οργανώνονται οι μέχρι πρότινος βιομηχανικές οικονομίες, κάνοντας εμφανή την επιρροή της ακόμα και στις λειτουργικές καθημερινές διεργασίες των δημοκρατικών κοινωνιών.

Συμπερασματικά, η συγγραφέας υποστηρίζει ότι μια βαθύτερη κατανόηση της Χρηματιστικοποίησης θα οδηγήσει σε μια καλύτερη κατανόηση των οργανωμένων συμφερόντων της πολιτικής που θα πρέπει να εφαρμόζεται από τα κοινωνικά κράτη, καθώς και των διαδικασιών των θεσμικών αλλαγών, που, αναπόφευκτα, θα είναι ολοένα και πιο σημαντικές στα επόμενα έτη.

1.2. Τι είναι το χρηματιστήριο

Χρηματιστήρια είναι οι οργανισμοί και τα καταστήματα όπου διεξάγουν αγοραπωλησίες σε μετοχές, παράγωγα, ομόλογα και εμπορεύματα των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης.⁵

Υπάρχουν και άλλες αγορές, όπως, οι λαϊκές αγορές, τα εμπορικά καταστήματα, η διαφορά όμως με το χρηματιστήριο είναι ότι η ανταλλαγή των Χρηματιστηριακών προϊόντων γίνεται με στόχο το κέρδος. Μία άλλη διαφορά είναι ότι οι συναλλαγές στο χρηματιστήριο δεν γίνονται απευθείας μεταξύ των ατόμων που συμμετέχουν αλλά μέσω των χρηματιστών, οι οποίοι εκτελούν τις

⁴ Zwan, N. (2014). Making Sense of Financialization. *Socio-Economic Review*, 12 (1), pp. 99-129

⁵ Σιαφάκας Α. (1999). «Τι είναι το Χρηματιστήριο Αξιών» Εκδόσεις Σμπίλιας

εντολές και ως αντάλλαγμα για τις υπηρεσίες τους παρακρατούν κάποια προμήθεια.

Τα περισσότερα χρηματιστήρια έχουν έδρα τους κάποιον φυσικό χώρο, όπως το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Υπάρχουν όμως και τα ηλεκτρονικά χρηματιστήρια, όπως αυτό της NASDAQ στις Ηνωμένες Πολιτείες, στα οποία οι συναλλαγές γίνονται μέσω τηλεφώνου και υπολογιστών. Υπάρχουν δύο ειδών χρηματιστήρια, τα επίσημα και τα ελεύθερα, τα οποία διακρίνονται ανάλογα με τον τρόπο της σύστασης και της λειτουργίας τους.⁶

Επίσημα χρηματιστήρια:

Είναι τα χρηματιστήρια τα οποία ιδρύονται και ελέγχονται από το κράτος, το οποίο το ίδιο εγκρίνει το καταστατικό και τους κανονισμούς τους και λειτουργούν υπό την άμεση εποπτεία του. Τα περισσότερα χρηματιστήρια που λειτουργούν σήμερα στην Ευρώπη είναι επίσημα.

Ελεύθερα Χρηματιστήρια:

Είναι τα χρηματιστήρια τα οποία ιδρύονται και λειτουργούν με ιδιωτική πρωτοβουλία των ίδιων των εταιρειών και το κράτος δεν επεμβαίνει καθόλου στην λειτουργία τους, ούτε ασκεί οποιαδήποτε εποπτεία. Ανάλογα με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται τα χρηματιστήρια διακρίνονται σε Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων και Χρηματιστήριο Αξιών.

Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων:

Ονομάζονται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές εμπορευμάτων, όπως για παράδειγμα σιταριού, βαμβακιού, ζάχαρης, σταφίδας, ρυζιού, καφέ, πολύτιμων μετάλλων, ναυλώσεις, πλοίων κτλ. Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων είναι τυποποιημένα. Στη χώρα μας λειτουργούν δύο Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων, του Πειραιώς (1924) και της Θεσσαλονίκης (1925).

Χρηματιστήριο Αξιών:

Είναι τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές τίτλων, όπως για παράδειγμα Μετοχών Ανώνυμων Εταιρειών, Ομολογιακά Δάνεια, τα οποία εκδίδονται από το Δημόσιο, οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις καθώς και παράγωγα (π.χ Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/40).

⁶ Κίοχος Π.- Παπανικολάου Α.,(2001). Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια, Εκδόσεις ΑΘ. Σταμούλης, Αθήνα.

Στη χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών, το οποίο λειτουργεί από το 1876. Στο Χ.Α.Α διεξάγονται συναλλαγές τίτλων και όχι συναλλάγματος, όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια, καθότι οι συναλλαγές συναλλάγματος, καθώς και των χρυσών νομισμάτων και χρυσών λιρών ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος για λόγους προστασίας του εθνικού νομίσματος.⁷

1.3. Ορισμός του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Ο αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών της. Η επιχείρηση το καταφέρνει με διάφορους τρόπους για παράδειγμα με τη μεγιστοποίηση των τιμών των μετοχών της, εάν αυτή είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να οριστεί ως *"το σύμπλεγμα των αγορών για χρηματοοικονομικά προϊόντα καθώς και τα άτομα και οι οργανισμοί που δραστηριοποιούνται σε αυτές τις αγορές"*.⁸

Ο βασικός ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ο οποίος είναι ένας μηχανισμός μεταφοράς κεφαλαίου, είναι η άντληση κεφαλαίου από τις μονάδες που έχουν πλεόνασμα κεφαλαίου, και στη συνέχεια η αποτελεσματική κατανομή στις οικονομικές μονάδες οι οποίες έχουν έλλειμμα κεφαλαίου σε μια οικονομία. Ένας άλλος σημαντικός ρόλος του συστήματος είναι να δημιουργεί μηχανισμούς πληρωμών, δηλαδή να διευκολύνει τις ροές του κεφαλαίου.

Το σύνολο των οικονομικών μονάδων μιας χώρας αποτελείται από :

- ❖ τα νοικοκυριά
- ❖ τις επιχειρήσεις
- ❖ την κυβέρνηση
- ❖ τον υπόλοιπο κόσμο

Ο κάθε τομέας δραστηριοποιείται στα πλαίσια του εισοδηματικού περιορισμού, ο οποίος διαμορφώνεται από το σύνολο των εισπράξεων και των πληρωμών αυτού για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Ανάλογα με το

⁷ Σιαφάκας, Γ. Α. (1996). Τί είναι χρηματιστήριο αξιών, τί πρέπει να γνωρίζουμε, Εκδόσεις Κ. & Π. Σπύλιας, Α.Ε.Β.Ε, Αθήνα

⁸ Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.

καθαρό αποτέλεσμα που παρουσιάζει η εκάστοτε μονάδα στο τέλος της χρήσης, μπορεί να συμπεριληφθεί στις πλεονασματικές, ελλειμματικές ή στις ισοσκελισμένες μονάδες. Από το σύνολο των αποταμιεύσεων μιας οικονομίας, το μεγαλύτερο ποσοστό το κατέχουν τα νοικοκυριά. Οι επιχειρήσεις διαχωρίζονται σε μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και στις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Οι μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είναι η βασική πηγή των επενδύσεων, οι οποίες με την βοήθεια των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αντλούν κεφάλαια προς επένδυση. Οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιλαμβάνουν κατά μεγάλο ποσοστό τις τράπεζες και κατά συνέχεια τα ασφαλιστικά ταμεία, τα αμοιβαία κεφάλαια, τις επενδυτικές τράπεζες κλπ. Οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις λειτουργούν κατά κύριο λόγο ως διαμεσολαβητές μεταξύ των υπολοίπων τομέων της οικονομίας μιας χώρας και διευκολύνει την ροή των κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες προς στις ελλειμματικές.⁹

Ο τομέας της κυβέρνησης αποτελείται από κάθε δημόσιο οργανισμό σε τοπικό και σε εθνικό επίπεδο και το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων που δανείζεται αφορά περισσότερο την κατανάλωση παρά την επένδυση. Όσον αφορά τον τομέα του υπόλοιπου κόσμου, για μια ανοιχτή οικονομία, αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς τομείς και περιλαμβάνει τις συναλλαγές μεταξύ μιας συγκεκριμένης χώρας και του υπόλοιπου κόσμου. Η μεταφορά κεφαλαίων πραγματοποιείται με το δανεισμό χρημάτων από την πλεονασματική προς στην ελλειμματική μονάδα. Η τελευταία αποδέχεται μια γραπτή υπόσχεση, ότι σε συγκεκριμένη ημερομηνία θα επιστρέψει στην πρώτη το ποσό του δανεισμού συν τον τόκο. Οι γραπτές υποσχέσεις αυτού του είδους ονομάζονται πιστωτικές απαιτήσεις και είναι οι ομολογίες, τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα στεγαστικά δάνεια με τη μορφή υποθηκών και τα εμπορικά ομόλογα. Για τη μονάδα που δανείζεται η απαίτηση αποτελεί υποχρέωση, ενώ για τη μονάδα που δανείζει αποτελεί στοιχείο του ενεργητικού της.

⁹ Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.

Χρηματοπιστωτικά Προϊόντα

Τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα διακρίνονται ανάλογα με την μορφή χρηματοδότησης τους, δηλαδή εάν είναι άμεση ή έμμεση χρηματοδότηση. Οι περισσότερες επενδύσεις πλέον γίνονται με την έμμεση μορφή χρηματοδότησης.

Οι χρηματοοικονομικές αγορές, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται τα προϊόντα αυτά, είναι οργανισμοί που διευκολύνουν τις συναλλαγές σε όλων των ειδών τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις. Οι χρηματοοικονομικές αγορές διακρίνονται ανάλογα με το χρόνο λήξης των απαιτήσεων σε:

- ❖ αγορά χρήματος: οι οποίες περιλαμβάνουν βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις (μικρότερες από ένα έτος)
- ❖ αγορά κεφαλαίου: οι οποίες περιλαμβάνουν μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις (μεγαλύτερες από ένα έτος) Οι χρηματοοικονομικές αγορές ταξινομούνται επίσης ανάλογα με το εάν οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις είναι νεοεκδιδόμενες ή όχι.

Διακρίνονται σε :

- πρωτογενή αγορά : σε αυτή την κατηγορία αντικείμενο διαπραγμάτευσης αποτελούν οι νεοεκδιδόμενες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις.
- δευτερογενή αγορά : σε αυτή την κατηγορία αντικείμενο διαπραγμάτευσης αποτελούν οι ήδη υπάρχουσες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις παλαιότερων εκδόσεων¹⁰

Αγορές

Είναι μια μορφή αγοράς αξιόγραφων που αποτελούν υποκατάστατα του χρήματος, δηλαδή πρόκειται για αξιόγραφα τα οποία μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν χωρίς να ενέχουν μεγάλο κίνδυνο απώλειας κεφαλαίου.

Βασικά χαρακτηριστικά τους είναι :

- ❖ είναι βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα
- ❖ υπάρχει μεγάλος όγκος συναλλαγών
- ❖ υπάρχει υψηλή ρευστότητα
- ❖ και ο χαμηλός κίνδυνος

¹⁰ Κιόχος, Π. Α., Παπανικολάου Γ. Δ., Κιόχος Α. Π., (2001) Χρηματιστήριο αξιών και παραγώγων Αθηνών. Διεθνή χρηματιστήρια, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα

Οι κύριοι εκδότες των αξιόγραφων αυτών είναι κυρίως οι τράπεζες, το Δημόσιο, μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες είναι εισηγμένες ή μη στο Χρηματιστήριο κλπ. Σκοπός αυτής της αγοράς είναι η άντληση κεφαλαίων από τους ενδιαφερόμενους επενδυτές με σκοπό την χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων. Τα προϊόντα της αγοράς χρήματος θεωρούνται ασφαλέστερες επενδύσεις, διότι μπορεί εξ αρχής να υπολογιστεί η απόδοση των αξιόγραφων αυτών καθώς επίσης ο κίνδυνος κάθε αξιόγραφου .

Τα σημαντικότερα προϊόντα αυτής της αγοράς είναι 5 :¹¹

- ❖ Έντοκα γραμμάτια Δημοσίου (Treasury Bills)
- ❖ Συμφωνίες επαναγοράς (Repos)
- ❖ Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Negotiable Certificates of Deposits)
- ❖ Εμπορικά Ομόλογα (Commercial Paper)
- ❖ ΕυρωΔολάρια (Eurodollars)
- ❖ LIBOR (London InterBank Offer Rate)

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα με πιο περιορισμένη διάρκεια ζωής, θεωρούνται ως πιο δημοφιλή καθώς οι υποψήφιοι επενδυτές εποφθαλμιούν καλύτερα στο άμεσο αποτέλεσμα και όχι στο μακροπρόθεσμο. Αυτή η επιλογή τους μπορεί να γίνει κατανοητή καθώς μέσα από τη διαχείριση προϊόντων που έχουν μικρή άρα και ελεγχόμενη διάρκεια, τους δίνεται η ευκαιρία να επιτύχουν τη δημιουργία κέρδους καθώς η αγορά που δραστηριοποιούνται έχει ρευστότητα, η διακύμανση της τιμής των προϊόντων που τίθενται σε διαπραγμάτευση στη συγκεκριμένη αγορά είναι μικρότερη και συγκριτικά υπάρχουν λιγότερες πιθανότητες να αυξηθεί το μέγεθος του κινδύνου σε αντίθεση με τις αγορές. Στις αγορές, τα προϊόντα εξυπηρετούν καλύτερα τις απαιτήσεις των επενδυτών.¹²

¹¹ Lahmiri, S., Uddin, G. S. and Bekiros, S. (2017). Nonlinear dynamics of equity, currency and commodity markets in the aftermath of the global financial crisis. *Chaos, Solitons and Fractals, Nonlinear Science, and Nonequilibrium and Complex Phenomena*, Vol. 103, pp. 342 – 346

¹² Κιόχος, Π. Α., Παπανικολάου Γ. Δ., Κιόχος Α. Π., (2001) Χρηματιστήριο αξιών και παραγώγων Αθηνών. Διεθνή χρηματιστήρια, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα

1.4. Αγορές Κεφαλαίου

Σε αντίθεση με την αγορά χρήματος, η αγορά κεφαλαίου περιλαμβάνει αξιόγραφα των οποίων η διάρκεια τους είναι μεγαλύτερη του ενός έτους. Τα συγκεκριμένα αξιόγραφα εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο αλλά και αβεβαιότητα σε σχέση με τις τιμές των αξιογράφων. Τέτοιοι αξιόγραφοι είναι κυρίως οι μετοχές και οι ομολογίες ανωνύμων εταιριών, οι οποίες τα εκδίδουν για την άντληση κεφαλαίων για την ανάπτυξή τους καθώς και οι δημοτικές ομολογίες. Οι χρηματικοί πόροι που συγκεντρώνονται επενδύονται σε παραγωγικά κεφάλαια, απ' όπου και το όνομα «κεφαλαιαγορές». Στην αγορά κεφαλαίου χαρακτηριστικά αξιόγραφοι είναι οι ομολογίες και οι μετοχές.¹³

Ομολογίες

Οι ομολογίες εκδίδονται είτε από το Δημόσιο είτε από ιδιωτικούς οργανισμούς. Η ομολογία αποτελεί αξιόγραφο που εκφράζει μια μορφή δανείου. Ομολογιακό δάνειο εκδίδεται όταν το ποσό του δανείου είναι πολύ μεγάλο και γι' αυτό είναι πολύ δύσκολο να βρεθεί ένας δανειστής ολόκληρου του ποσού. Στην περίπτωση αυτή το συνολικό ποσό διαιρείται σε μεγάλο πλήθος μεριδίων, που ονομάζεται ομολογία. Ο αγοραστής της ομολογίας δανείζει στον εκδότη αυτής, το ποσό που αναγράφεται στο αξιόγραφο, με την προϋπόθεση ότι ο εκδότης της ομολογίας είναι υποχρεωμένος να επιστρέψει το αναγραφόμενο ποσό στην ημερομηνία λήξης της ομολογίας. Η ομολογία αποτελεί ένα αξιόγραφο που ενσωματώνει έντοκη απαίτηση του κομιστή κατά του εκδότη. Το ποσό που αναγράφεται επί του αξιόγραφου, αντιπροσωπεύει το μερίδιο του συνολικού ποσού του ομολογιακού δανείου και ονομάζεται ονομαστική αξία της ομολογίας. Οι όροι εξόφλησης της ομολογίας καθορίζεται κατά την έκδοση του χρεογράφου.¹⁴

Στο έγγραφο της ομολογίας υπάρχουν γενικώς τα επονομαζόμενα τοκομερίδια, που αντιπροσωπεύουν απαίτηση τόκου. Το «κουπόνι» αποκόπτεται από το κύριο αξιόγραφο κατά τη λήξη του και εξοφλείται παραδιδόμενο στον εκδότη της ομολογίας. Οι ομολογίες είναι πολύ σημαντικά

¹³ Γαλιάτσος Κ., (1994), Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα

¹⁴ Lahmiri, S., Uddin, G. S. and Bekiros, S. (2017). Nonlinear dynamics of equity, currency and commodity markets in the aftermath of the global financial crisis. Chaos, Solitons and Fractals, Nonlinear Science, and Nonequilibrium and Complex Phenomena, Vol. 103, pp. 342 – 346

προϊόντα για τον επενδυτή. Δίνουν την ευκαιρία να κερδίσουν οι επενδυτές σταθερές αποδόσεις με ελάχιστο κίνδυνο και ταυτόχρονα προσδίδουν μεγαλύτερη απόδοση για αυτούς που είναι διατεθειμένοι να κερδοσκοπήσουν με τις μεταβολές των επιτοκίων.

Η ομολογία είναι ένα χρεόγραφο και έχει ορισμένη διάρκεια ζωής και μεταβιβάζεται όπως τα κινητά αντικείμενα, με την παράδοση του σώματος του τίτλου. Οι ομολογίες είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο.¹⁵

Μετοχές

Οι μετοχές είναι ένα μερίδιο στο κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρείας και είναι αξιόγραφα, δίνοντας έτσι την δυνατότητα στην επιχείρηση να αντλεί τα απαιτούμενα κεφάλαια για επενδύσεις. Οι αγοραστές των μετοχών ονομάζονται μέτοχοι και έχουν δικαίωμα ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο ανάλογα με το ποσοστό των μετοχών που έχουν στην κυριότητα τους. Δηλαδή οι κάτοχοι των μετοχών μιας εταιρείας συμμετέχουν στα κέρδη ή στις ζημίες της επιχείρησης μέχρι το ποσό της συνεισφοράς τους.

Θεωρούνται μακροπρόθεσμα προϊόντα διότι δεν έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης και περιοδικά οι επιχειρήσεις διανέμουν μέρος ή το σύνολο των κερδών τους στους μετόχους υπό την μορφή μερίσματος. Το πλεονέκτημα των μετοχών είναι ότι οι κάτοχοι αυτών συμμετέχουν πλήρως στην αύξηση της κερδοφορίας ή του ενεργητικού της επιχείρησης, ενώ το μειονέκτημα τους είναι ότι σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης θα πρέπει πρώτα η επιχείρηση να αποπληρώσει πρώτα τα δάνεια που κατέχει καθώς και τους κατόχους ομολογιών πριν από την πληρωμή των μετόχων.¹⁶

Οι μετοχές ως στοιχείο επένδυσης είναι υψηλού κινδύνου και μεγάλης αβεβαιότητας αλλά προτιμώνται από τους επενδυτές. Μπορούν να ταξινομηθούν σε κοινές και προνομιούχες μετοχές. Η διαφορά τους βρίσκεται στον τρόπο που θα γίνει η διανομή των κερδών σε μια ανώνυμη εταιρεία. Οι προνομιούχες μετοχές προηγούνται έναντι των κοινών, με την έννοια ότι πρώτα θα γίνει η διανομή των κερδών στις πρώτες και αργότερα στις κοινές.¹⁷

¹⁵ Παπαϊωάννου, Φ.Δ. (2002). Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Αγορές, Ιδιωτική Έκδοση.

¹⁶ Lahmiri, S., Uddin, G. S. and Bekiros, S. (2017). Nonlinear dynamics of equity, currency and commodity markets in the aftermath of the global financial crisis. *Chaos, Solitons and Fractals, Nonlinear Science, and Nonequilibrium and Complex Phenomena*, Vol. 103, pp. 342 – 346

¹⁷ Παπαϊωάννου, Φ.Δ. (2002). Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Αγορές, Ιδιωτική Έκδοση.

Τα βασικά δικαιώματα των κοινών μετοχών είναι:

- ❖ κάθε μέτοχος δικαιούται να συμμετέχει στην Γενική Συνέλευση
- ❖ κάθε κοινή μετοχή έχει μια ψήφο
- ❖ κάθε μέτοχος έχει δικαίωμα προτίμησης σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου
- ❖ η ευθύνη του μετόχου περιορίζεται στο ποσό του ονομαστικού κεφαλαίου που έχει στην κατοχή του, και οι δανειστές δεν μπορούν να στραφούν εναντίον της εταιρείας
- ❖ όλες οι μετοχές έχουν την ίδια ονομαστική αξία

Τα χαρακτηριστικά των προνομιούχων μετοχών δεν διαφέρουν κατά πολύ από αυτά των κοινών, όμως η διαφορά τους είναι άκρως σημαντική:

- ❖ οι προνομιούχες μετοχές δικαιούνται κάθε χρόνο ένα σταθερό ποσό μερίσματος
- ❖ σε περίπτωση που η επιχείρηση αποφασίσει να μην διανείμει μέρισμα στους κατόχους των προνομιούχων μετοχών σε μία χρονική περίοδο, υποχρεούται στην καταβολή σωρευτικού μερίσματος σε επόμενη χρονική περίοδο
- ❖ οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στην Γενική Συνέλευση
- ❖ ορισμένες προνομιούχες μετοχές συνοδεύονται από εγγύηση μερίσματος.
- ❖ οι αξιώσεις των προνομιούχων μετοχών επί της υπολειμματικής αξίας της εταιρείας σε περίπτωση εκκαθάρισης ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα έναντι των κοινών μετοχών.

Μια δεύτερη διάκριση είναι μεταξύ ονομαστικών και ανωνύμων μετοχών. Το σύνηθες είναι να εκδίδονται ανώνυμες. Η ανώνυμη μετοχή μεταβιβάζεται όπως τα κινητά αντικείμενα με την παράδοση του χρεογράφου. Η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών γίνεται με πιο περίπλοκο τρόπο, με καταγραφή του ονόματος στα βιβλία της Εταιρείας (Μητρώο Μετόχων της Εταιρείας). Η μεταβίβαση των μετοχών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο ονομαστικών μετοχών γίνεται υποχρεωτικά δια του

αποθετηρίου εγγράφου. Το αποθετήριο έγγραφο εκδίδεται από ανώνυμη εταιρεία, που αποκαλείται Εταιρεία Αποθετηρίου.¹⁸

1.5. Οργανωμένη αγορά: Το Χρηματιστήριο

Το Χρηματιστήριο είναι μια μορφή οργανωμένης αγοράς μέσα στην οποία οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές έχουν την δυνατότητα αγοροπωλησίας κινητών αξιών καθώς και εμπορεύματα. Είναι μια ιδιόμορφη αγορά με την έννοια ότι υπάρχει μια ταυτόχρονη συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησης, κάτι το οποίο δεν το συναντάμε σε άλλες μορφές αγορών. Αποτελεί έναν οικονομικό θεσμό ο οποίος λειτουργεί με κανόνες, νομοθετικές και διοικητικές διατάξεις, οι οποίοι διαμορφώνουν με την σειρά τους τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς, τις προϋποθέσεις καθώς και τους όρους αυτής.¹⁹

Τα χρηματιστήρια συναντούνται σε κάθε χώρα ή ήπειρο, τα οποία συνδέονται μεταξύ τους με μια στενή σχέση και αλληλοεπηρεάζονται ανάλογα με τις διακυμάνσεις που υφίσταται η κάθε αγορά της εκάστοτε χώρας, ανάλογα με τις πολιτικές ανακατατάξεις και αναδιαμορφώσεις καθώς και από οποιονδήποτε άλλο παράγοντα που σχετίζεται με την οικονομία μιας χώρας. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση όλα τα κράτη μέλη θα πρέπει να ακολουθούν τους ίδιους κανόνες και τις ίδιες νομοθετικές διατάξεις, προσαρμοσμένα στην εκάστοτε χώρα. Παρόλα αυτά μέχρι στιγμής δεν έχει δημιουργηθεί ή τουλάχιστον δεν έχει εφαρμοστεί η ιδέα για ένα κοινό Ευρωπαϊκό Χρηματιστήριο και έτσι κάθε κράτος μέλος έχει το δικό του «αυτόνομο» χρηματιστήριο. Βέβαια μια τέτοια ιδέα δεν ξέρουμε κατά πόσο θα είναι εφικτή στην εφαρμογή της καθώς και ποιες θα είναι οι επιπτώσεις και τα ωφέλη που θα επιφέρει η εφαρμογή αυτής. Λόγω της ποικιλίας των ειδών που μπορούν να γίνουν αντικείμενο συναλλαγών εντός των χρηματιστηρίων, διαχρονικά έχουν δημιουργηθεί διαφορετικές κατηγορίες χρηματιστηρίων, προκειμένου να καλύπτονται όλες οι ανάγκες που προκύπτουν.²⁰ Χαρακτηριστικά ενδεικτικά είδη χρηματιστηρίου είναι το Χρηματιστήριο Αξιών, το χρηματιστήριο

¹⁸ Παπαϊωάννου, Φ.Δ. (2002). Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Αγορές, Ιδιωτική Έκδοση.

¹⁹ Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1999). Χρηματιστήριο Αξιών, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

²⁰ Lahmiri, S., Uddin, G. S. and Bekiros, S. (2017). Nonlinear dynamics of equity, currency and commodity markets in the aftermath of the global financial crisis. *Chaos, Solitons and Fractals, Nonlinear Science, and Nonequilibrium and Complex Phenomena*, Vol. 103, pp. 342 – 346

Εμπορευμάτων, το Χρηματιστήριο Έργων Τέχνης, το Χρηματιστήριο Ναύλων καθώς επίσης και πολλά άλλα.²¹

1.6. Βασικοί ορισμοί του Χρηματιστηρίου

Στην ενότητα αυτή θα αναλυθούν οι βασικοί ορισμοί που σχετίζονται με τη λειτουργία των χρηματιστηρίων.²²

- ❖ **Αγορά ή Οργανωμένη Αγορά:** Κάθε οργανωμένη αγορά της οποίας διαχειριστής είναι το Χ.Α. και για την οποία διενεργεί την εκκαθάριση η ΕΤ.ΕΚ. Όπου γίνεται αναφορά στον παρόντα Κανονισμό σε Αγορά Αξιών και Αγορά Παραγώγων νοούνται οι Οργανωμένες Αγορές του Χ.Α. με αντικείμενο διαπραγμάτευσης Κινητές Αξίες και Παράγωγα, αντίστοιχα.
- ❖ **Άμεση Πρόσβαση στην Αγορά:** Η ρύθμιση μέσω της οποίας ΕΠΕΥ, η οποία είναι Μέλος Αγοράς επιτρέπει σε συγκεκριμένους πελάτες την ηλεκτρονική διαβίβαση εντολών στα εσωτερικά ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσής της, προκειμένου οι εν λόγω εντολές να προωθούνται αυτόματα στην Αγορά με χρήση του κωδικού διαπραγμάτευσης της ΕΠΕΥ.
- ❖ **Απευθείας Πρόσβαση στην Αγορά:** Η ρύθμιση μέσω της οποίας ΕΠΕΥ, η οποία είναι Μέλος Αγοράς, επιτρέπει σε συγκεκριμένους πελάτες την ηλεκτρονική απευθείας διαβίβαση εντολών στην Αγορά με χρήση του κωδικού διαπραγμάτευσής της, χωρίς οι εντολές αυτές να διακομίζονται μέσω των εσωτερικών ηλεκτρονικών συστημάτων διαπραγμάτευσης της ΕΠΕΥ
- ❖ **Απόφαση:** Η Απόφαση που εκδίδεται, από το Δ.Σ. του Χ.Α. ή άλλο εξουσιοδοτημένο προς τούτο όργανο του Χ.Α. και δημοσιοποιείται στην ιστοσελίδα του Χ.Α.
- ❖ **Αρμόδια Αρχή:** Η αρμόδια εποπτική αρχή του κράτους καταγωγής ή υποδοχής, ανάλογα με την περίπτωση, του προσώπου στο οποίο αφορά κάθε φορά²³

²¹ Κιόχος, Π. Α., Παπανικολάου Γ. Δ., Κιόχος Α. Π., (2001) Χρηματιστήριο αξιών και παραγώγων Αθηνών. Διεθνή χρηματιστήρια, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα

²² Κιόχος, Π. Α., Παπανικολάου Γ. Δ., Κιόχος Α. Π., (2001) Χρηματιστήριο αξιών και παραγώγων Αθηνών. Διεθνή χρηματιστήρια, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα

- ❖ **Βάθος Εντολών:** Ο συνολικός, ανά Βιβλίο Εντολών, αριθμός Εντολών και Χρηματοπιστωτικών Μέσων, που οι Εντολές αυτές αντιπροσωπεύουν σε κάθε επίπεδο τιμών, ως προς τα καλύτερα επίπεδα τιμών αγοράς και πώλησης, όπως εκάστοτε ορίζονται από το Χ.Α. και δημοσιοποιούνται μέσω του Συστήματος.
- ❖ **Βιβλίο Εντολών:** Το ηλεκτρονικό αρχείο που δημιουργείται στο Σύστημα, ως προς κάθε Αγορά του Χ.Α. και είδος διαπραγματεύσιμων σε αυτή Χρηματοπιστωτικών Μέσων, στο οποίο καταχωρούνται οι εντολές προς διενέργεια συναλλαγών επί αυτών.
- ❖ **Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια ή Δ.Α.Κ.:** Τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια, των οποίων τα μερίδια είναι εισηγμένα ή για τα μερίδια των οποίων έχει κατατεθεί αίτηση εισαγωγής σε Αγορά του Χ.Α., είναι: α) αμοιβαία 18 κεφάλαια κατά την έννοια του άρθρου 24α παρ. 1 του ν. 3283/2004 και β) αμοιβαία κεφάλαια που αναπαράγουν χρηματιστηριακό δείκτη και έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από τις αρμόδιες αρχές κράτους μέλους, εκτός Ελλάδος, σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου, εφόσον η εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά προβλέπεται στον κανονισμό τους και εφόσον πληρούνται οι όροι της απόφασης 2/435/12-7-2007 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- ❖ **Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών ή Δ.Χ.Σ.:** Το διαχειριζόμενο από το Χ.Α. δίκτυο διασύνδεσης και επικοινωνίας μεταξύ του Συστήματος και των Μελών ή και λοιπών προσώπων που έχουν πρόσβαση στο Σύστημα, συμπεριλαμβανομένων επιχειρήσεων οι οποίες εξαιρούνται από την Οδηγία 2004/39/ΕΚ και διαπραγματεύονται για ίδιο λογαριασμό μέσω μηχανισμών παροχής άμεσης πρόσβασης στην αγορά ή απευθείας πρόσβασης στην αγορά.
- ❖ **Διμερής δανεισμός τίτλων – Διμερής δανειοδοσία ή δανειοληψία:** Οι συμβάσεις δανειοδοσίας ή δανειοληψίας που

²³ Deloitte, (2018). GPoC 2017 Global powers of construction, Madrid. Journal of Financial Economics, 33(1), pp.3-56.

λειτουργούν ως χρηματοδότηση τίτλων οι οποίες καταρτίζονται στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α. διημερώς από το ίδιο ή από δύο διαφορετικά Μέλη με εισαγωγή στο Σύστημα των δύο εκατέρωθεν εντολών για τον δανειοδότη και τον δανειολήπτη αντίστοιχα ή, προκειμένου για εντολή εισαχθείσα για λογαριασμό δανειολήπτη, με ταύτισή της και με Συγκεντρωτική Εντολή Δανειοδοσίας κατά τους όρους του Κανονισμού.

- ❖ **Ειδικός Διαπραγματευτής:** Το Μέλος που δραστηριοποιείται σε Αγορές του Χ.Α. σε συνεχή βάση και αναλαμβάνει να συναλλάσσεται για ίδιο λογαριασμό, αγοράζοντας και πωλώντας διαπραγματεύσιμα σε αυτές Χρηματοπιστωτικά Μέσα έναντι ιδίων κεφαλαίων σε τιμές που έχει καθορίσει ο ίδιος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον παρόντα Κανονισμό.
- ❖ **Εκδότης:** Το πρόσωπο που εισάγει κινητές αξίες του στην Αγορά Αξιών του ΧΑ.
- ❖ **Εκδότρια Δ.Α.Κ.:** Εάν μεν πρόκειται για ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια, η προβλεπόμενη στο ν. 3283/2004 Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων, εάν δε πρόκειται για αλλοδαπά αμοιβαία κεφάλαια, η προβλεπόμενη στην Οδηγία 85/611/ΕΟΚ Διαχειρίστρια Εταιρία.
- ❖ **ΕΤ.ΕΚ:** Η ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Αθηνών Ανώνυμη Εταιρεία» και διακριτικό τίτλο «ΑΤΗΕΧ Clear» που διενεγεί την εκκαθάριση των συναλλαγών στο Χ.Α. 19
- ❖ **Ημερήσιο Δελτίο Τιμών ή Η.Δ.Τ.:** Το επίσημο δελτίο τιμών του Χ.Α., όπως αυτό εκδίδεται και τηρείται από το Χ.Α. σε ηλεκτρονική ή και άλλη μορφή, στο οποίο δημοσιεύονται τα στοιχεία που προβλέπονται στην κείμενη νομοθεσία και στον Κανονισμό, ως και κάθε άλλο στοιχείο κατ' επιλογή του Χ.Α.
- ❖ **Ημερολόγιο Ημερών Διαπραγμάτευσης:** Το ημερολόγιο των ημερών διαπραγμάτευσης που ισχύει για τις Οργανωμένες Αγορές του Χ.Α., όπως αυτό εκδίδεται και δημοσιοποιείται από το Χ.Α. σύμφωνα με τις διατάξεις του παρόντος Κανονισμού.

- ❖ **Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών:** Η ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων» που ενεργεί ως Διαχειριστής του Σ.Α.Τ. και Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών.
- ❖ **Κινητές Αξίες:** Οι κινητές αξίες είναι εκείνες που εκάστοτε εισάγονται ή είναι εισηγμένες στην Αγορά Αξιών του Χ.Α. σύμφωνα με τον Κανονισμό ή οι κινητές αξίες που αποτελούν υποκείμενη αξία Παραγώγου στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. ανάλογα με την περίπτωση.
- ❖ **Μέλη (Αγοράς) Ε.Π.Ε.Υ.** ή πιστωτικό ίδρυμα που συμμετέχει σε Αγορά του Χ.Α. προς διενέργεια συναλλαγών σε διαπραγματεύσιμα σε αυτές Χρηματοπιστωτικά Μέσα
- ❖ **Συμμετέχοντες στη δανειοδοσίας ή δανειοληψίας:** Τα Μέλη και οι Χειριστές που συμμετέχουν στις συναλλαγές στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- ❖ **Μερίδια Δ.Α.Κ.:** Τα μερίδια της Κατηγορίας Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Αγοράς Αξιών του Χ.Α..
- ❖ **ΜΗΑΣ:** Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών μετοχής.
- ❖ **Μηχανισμός Δανεισμού Τίτλων:** Ο μηχανισμός που διαχειρίζεται το Χ.Α. μέσω του οποίου καταρτίζονται οι Συμβάσεις δανεισμού τίτλων
- ❖ **Νόμισμα διαπραγμάτευσης:** Το νόμισμα στο οποίο διαπραγματεύονται Χρηματοπιστωτικά μέσα σε Αγορά.
- ❖ **Πιστοποιημένος Διαπραγματευτής:** Το φυσικό πρόσωπο που έχει πιστοποιηθεί από το Χ.Α. για την άσκηση σε Μέλος εργασιών διεξαγωγής συναλλαγών σε Αγορές του Χ.Α
- ❖ **Προϊόντα δανεισμού τίτλων:** Οι τυποποιημένοι όροι λειτουργίας των Συμβάσεων δανεισμού τίτλων στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- ❖ **Συγκεντρωτικές Εντολές Δανειοδοσίας:** Οι ποσότητες τίτλων που καθορίζονται από τον Αλγόριθμο Διάθεσης Ποσοτήτων και Επιτοκίων ως ποσότητες διατιθέμενες προς δανεισμό στον Μηχανισμό Δανεισμού τίτλων Τίτλων με βάση τις 20 εισηγμένες στο Σύστημα εντολές δανειοδοσίας, τα επιτόκια δανεισμού ως και

κάθε άλλη παράμετρο που προβλέπεται σε σχετική Απόφαση του Χ.Α.

- ❖ **Συμβάσεις δανειοδοσίας ή δανειοληψίας:** Οι συμβάσεις ή συναλλαγές δανειοδοσίας ή δανειοληψίας που λειτουργούν ως χρηματοδότηση τίτλων οι οποίες καταρτίζονται στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- ❖ **Συμβάσεις δανεισμού τίτλων:** Οι Συμβάσεις δανειοδοσίας ή δανειοληψίας ως και οι Διμερείς δανειοδοσίες ή δανειοληψίες που καταρτίζονται στον Μηχανισμό Δανεισμού τίτλων του Χ.Α. σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον παρόντα Κανονισμό.
- ❖ **Σύμβουλος:** Ο Σύμβουλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- ❖ **Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα:** Οι κινητές αξίες της που εισάγονται ή είναι εισηγμένες στην Αγορά Αξιών του Χ.Α.
- ❖ **Σύστημα:** Το Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών και κάθε άλλο ηλεκτρονικό σύστημα ή εφαρμογή που χρησιμοποιεί το Χ.Α. μέσω των οποίων διενεργούνται οι συναλλαγές στις Αγορές του Χ.Α. ή στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- ❖ **Σύστημα Άυλων Τίτλων:** Το μηχανογραφικό/λειτουργικό σύστημα καταχώρισης και παρακολούθησης σε λογιστική μορφή κινητών αξιών, παρακολούθησης των επ' αυτών μεταβολών και εν γένει διεξαγωγής των πράξεων και διαδικασιών . Οι εγγραφές στο Σ.Α.Τ. θεωρούνται εγγραφές στα αρχεία του Κ.Α.Α.
- ❖ **Σύστημα Επικοινωνίας:** Το εγκεκριμένο από το Χ.Α. σύστημα «ΕΡΜΗΣ» ή άλλο σύστημα επικοινωνίας που ορίζεται από το Χ.Α. με Απόφασή του, μέσω του οποίου οι εκδότες εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους για αποστολή της απαιτούμενης ενημέρωσης στο Χ.Α.
- ❖ **Χρηματική Διανομή:** Η διανομή χρηματικού ποσού από Εκδότη προς δικαιούχους, ιδίως με τη μορφή μερίσματος, προμερίσματος, ειδικών και πάσης φύσεως αποθεματικών, επιστροφής κεφαλαίου, τόκου προνομίου, τόκου ομολογιακού δανείου²⁴

²⁴ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

Αντιλαμβανόμαστε την πληθώρα των γνώσεων που οφείλει να έχει ο κάθε ενδιαφερόμενος σχετικά με τη συγκεκριμένη αγορά και να γνωρίζει ακριβώς τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά της. Πρέπει να γίνει σαφές ότι η ύπαρξη του Χρηματιστηρίου εμφανίζει σημαντικά πλεονεκτήματα τόσο για το σύνολο της κοινωνίας όσο και για τους επενδυτές. Όσες οικονομικές μονάδες παρουσιάζουν έλλειμμα αναζητούν τα απαραίτητα κεφάλαια για να το καλύψουν, ενώ εκείνες που παρουσιάζουν πλεόνασμα έχουν συμφέρον να μην κρατούν τα κεφάλαιά τους αδρανή, αλλά να τα δανείζουν, αποκομίζοντας έτσι επιπλέον αμοιβή.

Γεγονός πολύ σημαντικό για τη λειτουργία της οικονομίας και τη δημιουργία ανάπτυξης. Η ενασχόληση με το χρηματιστήριο ελλοχεύει σαφώς και κινδύνους. Οι αποδόσεις τις οποίες υπόσχεται, σε αντίθεση με τις τραπεζικές καταθέσεις, δεν είναι βέβαιες και έτσι η πιθανότητα δημιουργίας ζημιών εγκυμονεί πάντα. Επηρεάζεται εύκολα από εξωγενείς πολιτικο-οικονομικούς παράγοντες και κατά καιρούς έχει οδηγηθεί σε μεγάλες κρίσεις.²⁵

1.7. Παράγοντες λειτουργίας του Χρηματιστηρίου

Η λειτουργία των Χρηματιστηρίων Αξιών στηρίζεται σε μια διαδικασία στην οποία οι κύριοι παράγοντες είναι:

- ❖ **οι χρηματιστές:** αυτοί πρέπει να γνωρίζουν εξειδικευμένα σχετικά με τις συμβάσεις αγοραπωλησιών, τις οποίες πραγματοποιούν εκ μέρους των πελατών τους
- ❖ **οι πελάτες:** δίνουν εντολές στους χρηματιστές έτσι ώστε να πραγματοποιούν αγορές ή πωλήσεις κινητών αξιών.
- ❖ **η διοίκηση του οργανισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών:** είναι υπεύθυνη για την εύρυθμη λειτουργία του Χρηματιστηρίου, γεγονός που προβλέπει ο κανονισμός του, αλλά και η ισχύουσα νομοθεσία.
- ❖ **η κρατική παρέμβαση και εποπτεία:** αυτό ισχύει για τις περιπτώσεις, όπου τα Χρηματιστήρια ανήκουν στον Δημόσια τομέα.²⁶

²⁵ Βούλαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.

²⁶ Σιαφάκας, Γ. Α. (1996). Τί είναι χρηματιστήριο αξιών, τί πρέπει να γνωρίζουμε, Εκδόσεις Κ. & Π. Σπίλιας, Α.Ε.Β.Ε, Αθήνα

Τα αντικείμενα αγοραπωλησιών των χρηματιστηριακών συναλλαγών ορίζονται από τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών, αλλά και την ισχύουσα σχετική νομοθεσία. Επιπλέον πρέπει να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις για να μπορούν να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο και στη συνέχεια να αποτελέσουν αντικείμενα συναλλαγών. Η τελική απόφαση για την εισαγωγή τους ανήκει στην Διοίκηση του Χρηματιστηρίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο ΠΑΡΑΓΩΓΑ

2.1. Ορισμός Παραγώγων

Παράγωγο ορίζεται ένα συμβόλαιο που η αξία του εξαρτάται από την αξία ενός υποκειμενικού περιουσιακού στοιχείου ή ενός δείκτη. Τα παράγωγα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομόλογα, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα. Η αξία των παραγώγων εξαρτάται από την μεταβολή της αξίας των παραπάνω.

Στην ουσία ένα παράγωγο είναι μια συμφωνία ανάμεσα σε δύο μέρη, που έχουν ως στόχο να εκπληρώσουν υποχρεώσεις που συμφωνήσαν με την έναρξη της συμφωνίας. Οι διαπραγματευόμενες τιμές είναι η τιμή που θέλει κάποιος να αγοράσει (bid offer) και η τιμή στην οποία κάποιος θέλει να πουλήσει (offer price).

2.2. Ιστορική αναδρομή

Τα παράγωγα προϊόντα δεν αποτελούν καινοτομία των σύγχρονων αγορών κεφαλαίου και χρήματος, η πρώτη ιστορική αναφορά που έχουμε για τη χρήση τέτοιων προϊόντων προέρχεται από την αρχαία Ελλάδα γύρω στο 330 π.χ. όπου ο φιλόσοφος Θαλής ο Μιλήσιος, όπως αναφέρεται στο βιβλίο «Πολιτικά του Αριστοτέλη»,²⁷ χρησιμοποιώντας την γνώση της αστρολογίας είχε προβλέψει ότι η συγκομιδή ελιάς στην περιοχή της Μιλήτου, την επόμενη χρονιά, θα ήταν αρκετά μεγάλη. Για τον λόγο αυτόν, έδωσε ένα μικρό ποσό και συμφώνησε από την προηγούμενη κιόλας χρονιά, να χρησιμοποιήσει τα ελαιотριβεία της περιοχής για όλο το διάστημα που θα κρατούσε η συγκομιδή. Την επόμενη περίοδο η συγκομιδή ελιάς ήταν πολύ μεγάλη, με αποτέλεσμα να αυξηθεί η ζήτηση ελαιотριβείων δίνοντας έτσι την δυνατότητα στον Θαλή να ενοικιάσει τα ελαιотριβεία σε τιμές πολύ μεγαλύτερες από αυτές που ο ίδιος είχε κλείσει, αποκομίζοντας με αυτόν τον τρόπο πολύ υψηλό κέρδος.

Έκτοτε παράγωγα συναντάμε τον 17ο αιώνα στην Ολλανδία, όπου και γίνεται η πρώτη προσπάθεια για οργανωμένη διαπραγμάτευση τέτοιων

²⁷ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

προϊόντων στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ. Οι παραγωγοί και οι αγοραστές τουλίπας προκειμένου να προστατέψουν το εισόδημά τους από τις πιθανές μεταβολές στην τιμή και στην ποσότητα της τουλίπας, κλείνανε συμφωνίες και δίνανε προκαταβολές για αγορά ή πώληση συγκεκριμένης ποσότητας τουλίπας, σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και σε συγκεκριμένη ποιότητα, επιδιώκοντας με αυτόν τον τρόπο να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο. Όμως οι κερδοσκόποι βασιζόμενοι σε διακυμάνσεις των τιμών των συμβολαίων της τουλίπας, βρήκαν ευκαιρία να κάνουν συναλλαγές, με αποτέλεσμα να εκτοξευθούν στα ύψη οι τιμές των βολβών των τουλιπών. Πολλά αντισυμβαλλόμενα μέρη αθέτησαν τις υποχρεώσεις τους μη μπορώντας να εκπληρώσουν τις χρηματικές τους υποχρεώσεις με αποτέλεσμα η Ολλανδική οικονομία τότε να καταρρεύσει.

Στις αρχές του 18ου αιώνα στην Αγγλία, όπου η εταιρεία της Νότιας Θάλασσας ανέλαβε να εξοφλήσει τις κρατικές όφειλες προς τρίτους με αντάλλαγμα το μονοπώλιο στο εμπόριο. Η ζήτηση για τις μονοπωλιακές επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας στην Νότια Θάλασσα κορυφώθηκε και η τιμή της μετοχής εκτοξεύθηκε στα ύψη. Σύντομα όμως έγινε αντιληπτό από τους μεγαλομετόχους της εταιρείας ότι η υπερτιμημένη τιμή της μετοχής δεν ανταποκρίνονταν στα κέρδη της, με συνέπεια να αρχίσουν να ξεπουλάν τις μετοχές τους. Εκείνη την περίοδο τα παράγωγα έκαναν πάλι την εμφάνισή τους, η εταιρεία είδη είχε κυκλοφορήσει στην αγορά παράγωγα με βάση την μετοχή της, έτσι οι επενδυτές μπορούσαν να αγοράσουν ή να πουλήσουν μετοχές της εταιρείας σε μελλοντικές ημερομηνίες και σε προκαθορισμένες τιμές.²⁸

Το 1790 στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μετά την δημιουργία του New York stock Exchange, προέκυψε για τους επενδυτές η ανάγκη να δημιουργηθεί ένα οργανωμένο χρηματιστήριο παραγώγων. Στις αρχές του 20ου αιώνα οι συναλλαγές των παραγώγων μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών, γίνονταν over the counter σε ένα οργανωμένο δίκτυο μεγαλοεπενδυτών. Παρόλο που μέχρι τις αρχές του 20ου αιώνα υπήρξαν σημαντικές προσπάθειες για την ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων, ο όγκος των συναλλαγών ήταν μικρός διότι η χρήση των παραγώγων ήταν κυρίως για

²⁸ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

κερδοσκοπικούς σκοπούς, με αποτέλεσμα πολλοί κερδοσκόποι να αθετούν τις υποχρεώσεις τους.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μετά το χρηματιστηριακό κραχ του 1929 όταν ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική ύφεση, αποφασίστηκε από το κογκρέσο η σύσταση ενός σώματος που θα επιβλέπει την διαφάνεια των συναλλαγών στην αγορά. Έτσι δημιουργήθηκε το Securities Exchange Commission.

Η ραγδαία ανάπτυξη των Χρηματοοικονομικών παραγώγων ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 1970, όπου ουσιαστικά εγκαταλείφθηκε ο κανόνας του χρυσού για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στο διεθνές εμπόριο που ίσχυε με την συμφωνία του Bretton Woods από το 1944 και καθιερώθηκε το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών το οποίο ισχύει μέχρι και σήμερα. Η αγορά στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής ομαλοποιήθηκε το 1973, όταν διασφαλίστηκε και η εκκαθάριση των συμβολαίων με τη δημιουργία του χρηματιστηρίου CBOE στο Σικάγο και του Options Clearing Corporation. Με την καθιέρωση κανόνων συγκεκριμένης ορολογίας και την εξάλειψη του κινδύνου ασυνέπειας των συμβαλλόμενων μερών, η αγορά αναπτύχθηκε ταχύτατα ωθώντας και άλλα χρηματιστήρια όπως της Νέας Υόρκης, της Φιλαδέλφειας, του Σύδνεϋ, του Μόντρεαλ και του Τόκιο να ξεκινήσουν συναλλαγές σε παράγωγα.

2.2.1. Τα παράγωγα στην Ελλάδα

Τα παράγωγα στην Ελλάδα έγιναν γνωστά το 1999 και μετά, με τη διαπραγμάτευση του πρώτου παράγωγου που δημιουργήθηκε στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Στη συνέχεια, στην αγορά παραγώγων του χρηματιστηρίου Αθηνών, της εταιρίας που προέκυψε από τη συγχώνευση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών το 2002, διαπραγματεύονται παράγωγα προϊόντα «καθημερινά» μέσω μιας σύγχρονης ηλεκτρονικής αγοράς.

Στην τελευταία διαπραγματεύονται Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης στους δείκτες υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE – Large Cap (πρώην FTSE/ASE - 20) και μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE – Mid Cap (πρώην FTSE/ASE Mid 40),

συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα επί μετοχών, συμβόλαια Repo και Reverse Repo επί μετοχών, συμβάσεις επαναγοράς (RA – Repurchase Agreements).²⁹

2.3. Έννοια των παραγώγων

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ονομάζονται έτσι, επειδή δεν αποτελούν ουσιαστικά μια νέα κατηγορία χρηματοοικονομικών προϊόντων, αλλά «παράγονται» από κάποια άλλα. Παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν ονομάζεται ένα συμβόλαιο, η αξία του οποίου εξαρτάται από την αξία κάποιου άλλου υποκείμενου προϊόντος. Πρόκειται δηλαδή για ένα αξιόγραφο, η τιμή του οποίου καθορίζεται με άμεσο τρόπο από την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Υποκείμενοι τίτλοι ή υποκείμενα προϊόντα μπορεί να είναι μετοχές, χρηματοοικονομικοί δείκτες, συναλλαγματικές ισοτιμίες, κρατικά ομόλογα, επιτόκια, εμπορεύματα, πολύτιμα μέταλλα, ενεργειακά προϊόντα, κ.α.. Τα προϊόντα αυτά μπορούν να τίθενται υπό διαπραγμάτευση σε μία οργανωμένη δευτερογενή αγορά, όπως ένα χρηματιστήριο, είτε σε μη οργανωμένες αγορές.³⁰

2.3.1. Έννοια παραγώγου σύμφωνα με το ΔΛΠ 39

Παράγωγο είναι χρηματοοικονομικό μέσο ή άλλο συμβόλαιο που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του Δ.Λ.Π. 39 όπως αυτό το πεδίο καθορίζεται στις παραγράφους 2-7 του προαναφερόμενου προτύπου και έχει τα τρία ακόλουθα χαρακτηριστικά:³¹

- A. η αξία του μεταβάλλεται σύμφωνα με τις μεταβολές ενός καθορισμένου επιτοκίου, μιας τιμής χρηματοοικονομικού μέσου, ενός αγαθού, μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενός δείκτη τιμών ή συντελεστών, μιας πιστωτικής διαβάθμισης ή ενός πιστωτικού δείκτη ή μιας άλλης μεταβλητής, με την προϋπόθεση, στην περίπτωση μη

²⁹ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

³⁰ Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

³¹ Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο (Δ.Λ.Π.) 39 <https://www.e-forologia.gr/>

- χρηματοοικονομικής μεταβλητής, ότι η μεταβλητή δεν αναφέρεται ειδικά σε κάποιον αντισυμβαλλόμενο της σύμβασης
- B. δεν προϋποθέτει αρχική καθαρή επένδυση ή απαιτεί ελάχιστη αρχική επένδυση σε σχέση με άλλους τύπους συμβάσεων που έχουν παρόμοια συμπεριφορά στις μεταβολές των συνθηκών της αγοράς και
- C. διακανονίζεται σε μια μελλοντική ημερομηνία.³²

2.3.2. Κατηγορίες παραγώγων

Τα πιο γνωστά παράγωγα προϊόντα είναι:

- ❖ Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures contracts)
- ❖ Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (options)
- ❖ Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards)
- ❖ Οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων (swaps)

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και τα Δικαιώματα Προαίρεσης διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, στα Χρηματιστήρια Παραγώγων, καθώς ορισμένα στοιχεία των συμβολαίων αυτών έχουν τυποποιηθεί.

Ενώ τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές Over The Counter και προσφέρονται κυρίως από τράπεζες.³³

2.4. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures contracts)

Ορισμός

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, είναι δεσμευτικές συμφωνίες μεταξύ δυο μερών για την αγορά ή πώληση ενός υποκείμενου τίτλου η αγαθού, σε προκαθορισμένη ποσότητα και ποιότητα, σε ορισμένη ημερομηνία στο μέλλον και σε μια συγκεκριμένη τιμή που καθορίζεται σήμερα. Από την συμφωνία αυτήν, για τον αγοραστή προκύπτει η υποχρέωση να παραλάβει το υποκείμενο αγαθό κατά την ημερομηνία λήξης και στην τιμή που

³² Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

³³ Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

διαπραγματεύτηκε το συμβόλαιο, ενώ για τον πωλητή προκύπτει η υποχρέωση να παραδώσει το υποκείμενο αγαθό σ' αυτήν την ημερομηνία και στην προκαθορισμένη τιμή που διαπραγματεύτηκε το συμβόλαιο.

Σε ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης, οι όροι καθορίζονται σε ένα κοινό συμβόλαιο για όλους όσους συμμετέχουν στο χρηματιστήριο όπου τίθενται σε διαπραγμάτευση τα ΣΜΕ, το μόνο που μεταβάλλεται είναι η τιμή του συμβολαίου η οποία επηρεάζεται από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Οι τιμές των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων ορίζονται από τους συναλλασσόμενους κάτω από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης που ισχύουν σε μια ελεύθερη αγορά και είναι διαθέσιμες σε ολόκληρη την χρηματιστηριακή κοινότητα.³⁴

Επιπλέον όταν ένας επενδυτής αγοράζει ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι υποχρεωμένος να καταθέσει μόνο ένα τμήμα της αξίας του συμβολαίου το οποίο ονομάζεται «περιθώριο ασφάλισης». Το περιθώριο ασφάλισης υφίσταται για να διασφαλίσει ότι ο αγοραστής του συμβολαίου είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του αν αυτό απαιτηθεί.

2.4.1. Είδη συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης διακρίνονται σε χρηματοοικονομικά, τα οποία έχουν ως υποκείμενο τίτλο ένα επιτόκιο, μια μετοχή, ένα ομόλογο, μια συναλλαγματικά ισοτιμία, η κάποιοι δείκτη και σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης προϊόντων τα οποία έχουν ως υποκείμενο τίτλο ένα εμπορεύσιμο αγαθό.

Οι κυριότερες κατηγορίες Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι οι ακόλουθες:³⁵

- ❖ ΣΜΕ με υποκείμενο τίτλο τα ομόλογα (Bonds Futures).
- ❖ ΣΜΕ με υποκείμενο τίτλο μια συναλλαγματική ισοτιμία Currency Futures. Τα εν λόγω ΣΜΕ αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου.
- ❖ ΣΜΕ με υποκείμενο τίτλο ένα χρηματιστηριακό ή χρηματοοικονομικό δείκτη (Index Futures / Interest Rate Futures).

³⁴ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

³⁵ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

- ❖ ΣΜΕ με υποκείμενο τίτλο ένα εμπορεύσιμο αγαθό (Commodity Futures).

Τα βασικά χαρακτηριστικά των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι:³⁶

- ❖ Ο υποκείμενος τίτλος, δηλαδή το υποκείμενο του συμβολαίου που καθορίζει την τιμή του.
- ❖ Η τυποποίηση, η οποία είναι απαραίτητη για την εγγύηση και την ομαλή λειτουργία των συναλλαγών στην αγορά.
- ❖ Η διαπραγμάτευση σε οργανωμένα χρηματιστήρια.
- ❖ Η λήξη σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον.
- ❖ Η μόχλευση, η δυνατότητα δηλαδή, ελέγχου μεγάλων χρηματικών ποσών ενός υποκειμένου μέσου με ένα σχετικά μικρό αρχικό κεφάλαιο επένδυσης. Η μόχλευση μπορεί να χρησιμοποιηθεί με πολύ επιθετικό ή συντηρητικό τρόπο.
- ❖ Το περιθώριο ασφάλισης, το ελάχιστο δηλαδή ποσό που θα πρέπει να καταβάλουν οι αντισυμβαλλόμενοι, ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας της συναλλαγής.
- ❖ Ο πολλαπλασιαστής, ο οποίος καθορίζει την χρηματική αξία ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης.
- ❖ Όρια θέσης, ο μέγιστος δηλαδή αριθμός συμβολαίων που μπορεί να διαπραγματευτεί ο συναλλασσόμενος σε μία συνεδρίαση. Τα όρια θέσης επιβάλλονται με σκοπό να αποτραπεί η χειραγώγηση της αγοράς.
- ❖ Ανώτατη και ελάχιστη διακύμανση της τιμής, δηλαδή η ανώτατη ή κατώτατη μεταβολή της τιμής κατά την διάρκεια μίας συνεδρίασης.

³⁶ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

2.4.2. Θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης

Θέση αγοράς ΣΜΕ (long position)

Στη θέση αγοράς Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης, ο αγοραστής του συμβολαίου εκτιμά ότι θα υπάρξει άνοδος στην τιμή του υποκείμενου αγαθού, οπότε προκειμένου να προφυλαχθεί από την επικείμενη άνοδο, πραγματοποιεί συμφωνία για αγορά του αγαθού σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε μια προκαθορισμένη τιμή η οποία επηρεάζεται από την τρέχουσα τιμή αγοράς. Αν πράγματι η τιμή του υποκείμενου αγαθού αυξηθεί κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, τότε ο αγοραστής θα έχει αγοράσει το αγαθό σε τιμή χαμηλότερη από αυτήν που θα είχε καταβάλει αν το αγόραζε στη συγκεκριμένη μελλοντική στιγμή στην τρέχουσα αγορά, με αποτέλεσμα να έχει πραγματοποιήσει κέρδος. Η διαφορά της τρέχουσας τιμής του αγαθού και της προσυμφωνημένης τιμής του συμβολαίου, αποτελεί το κέρδος του αγοραστή το οποίο δύναται να είναι απεριόριστο καθώς αυξάνεται η διαφορά αυτή.³⁷

Θέση πώλησης ΣΜΕ (short position)

Στη θέση πώλησης Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης, ο πωλητής του συμβολαίου, από την άλλη πλευρά, εκτιμά ότι θα υπάρξει πτώση στην τιμή του υποκείμενου αγαθού, οπότε προκειμένου να προφυλαχθεί από την επικείμενη κάθοδο, πραγματοποιεί συμφωνία για πώληση του αγαθού σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε μια προκαθορισμένη τιμή η οποία επηρεάζεται από την τρέχουσα τιμή αγοράς. Αν πράγματι η τιμή του υποκείμενου αγαθού μειωθεί κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, τότε ο πωλητής θα έχει πουλήσει το αγαθό σε τιμή υψηλότερη από αυτήν που θα ίσχυε αν το πουλούσε στη συγκεκριμένη μελλοντική στιγμή στην τρέχουσα αγορά, με αποτέλεσμα να έχει πραγματοποιήσει κέρδος. Αντίθετα με την θέση αγοράς στην θέση πώλησης το κέρδος είναι περιορισμένο, διότι η τιμή ενός αγαθού δεν μπορεί να είναι αρνητική. Επιπλέον σε μια τέτοια επένδυση η ζημιά μπορεί να είναι απεριόριστη, εφόσον στις ανοδικές μεταβολές της τιμής ενός αγαθού δεν υπάρχουν όρια.³⁸

³⁷ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

³⁸ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

2.4.3. Θεωρητική τιμή

Πολύ σημαντικό για κάθε επενδυτή είναι να γνωρίζει κατά πόσο η αξία ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης, αντανακλά τις πληροφορίες που αφορούν στον υποκείμενο τίτλο πάνω στον οποίο το εν λόγω συμβόλαιο βασίζεται. Για τον λόγο αυτόν δημιουργήθηκαν υποδείγματα αποτίμησης των ΣΜΕ για να μπορέσει να ελεγχθεί εάν αυτά είναι ορθώς τιμολογημένα στην αγορά, έτσι ώστε να μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για την πραγματοποίηση κέρδους χωρίς κίνδυνο.³⁹

Ένα τέτοιο υπόδειγμα είναι, της θεωρητικής τιμής. Η θεωρητική τιμή ενός ΣΜΕ είναι η προσδοκώμενη τιμή του συμβολαίου στη λήξη του. Ουσιαστικά είναι η μελλοντική αξία του υποκείμενου τίτλου. Ο υπολογισμός ενός ΣΜΕ βασίζεται στον τύπο:

$$F = S [1 + (i - d) t/365]$$

όπου

F: θεωρητική τιμή του ΣΜΕ

S: Η σημερινή τιμή του υποκείμενου

i: Το επιτόκιο δίχως κίνδυνο

d: Η μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας

t: Ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία λήξης

Αν η θεωρητική τιμή του συμβολαίου είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, τότε το ΣΜΕ είναι υποτιμημένο, οπότε συμφέρει σε κάποιον επενδυτή να αγοράσει το συμβόλαιο και να πωλήσει τον υποκείμενο τίτλο στην αγορά σε υψηλότερη τιμή. Έτσι θα αυξηθεί η ζήτηση του ΣΜΕ και κατ' επέκταση θα αυξηθεί και η τιμή του.

Αν η θεωρητική τιμή του συμβολαίου είναι μικρότερη από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, τότε το ΣΜΕ είναι υπερτιμημένο, οπότε συμφέρει στον επενδυτή να πουλήσει το συμβόλαιο και να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο στην τρέχουσα αγορά σε χαμηλότερη τιμή. Έτσι θα μειωθεί η ζήτηση του ΣΜΕ και με συνέπεια να μειωθεί και η τιμή του.

³⁹ Rubinstein M. (1999), Derivatives: A PowerPlus Picture Book, Futures Options and Dynamic Strategies, Corte Madera: (Published by) In-The- Money.

Αν η θεωρητική τιμή του συμβολαίου είναι ίση με την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, τότε το ΣΜΕ είναι ορθά τιμολογημένο με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν ευκαιρίες για τον επενδυτή.

2.4.4. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης

*Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης παρέχουν σημαντικά πλεονεκτήματα προς τους επενδυτές, συγκεκριμένα:*⁴⁰

- ❖ Παρέχουν υψηλή ρευστότητα, επιτρέποντας στον κάτοχό τους να ρευστοποιήσει ή να κλείσει την θέση του ανά πάσα στιγμή, προς όφελός του.
- ❖ Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση κινδύνου, χωρίς να απαιτούν την καταβολή υψηλού χρηματικού κεφαλαίου συγκριτικά με την αγορά του υποκείμενου τίτλου.
- ❖ Δεν προϋποθέτουν αρχική καθαρή επένδυση ή απαιτούν ελάχιστη αρχική επένδυση σε σχέση με άλλους τύπους συμβάσεων που έχουν παρόμοια συμπεριφορά στις μεταβολές των συνθηκών της αγοράς.
- ❖ Με την ύπαρξη του οίκου εκκαθάρισης μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος ανάμεσα στους αντισυμβαλλόμενους και παρέχεται η εγγύηση ότι οι υποχρεώσεις του διακανονισμού θα εκπληρωθούν.
- ❖ Παρέχουν επαρκή διαφοροποίηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή δίχως να είναι απαραίτητη η ανασύνθεσή του.
- ❖ Παρέχουν υψηλή μόχλευση και συμβάλουν στην πραγματοποίηση μεγάλων αποδόσεων.
- ❖ Επιτρέπουν την μεταφορά του κινδύνου και την πραγματοποίηση κέρδους.
- ❖ Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, παρέχουν από μόνα τους πληροφόρηση για την αγορά.

*Μειονεκτήματα των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι τα ακόλουθα:*⁴¹

⁴⁰ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

⁴¹ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

- ❖ Δεν παρέχουν πλήρη αντιστάθμιση κινδύνου στον επενδυτή, διότι είναι δύσκολο να υπάρξει πλήρης συσχέτιση ανάμεσα στο Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης και στο υποκείμενο αγαθό.
- ❖ Με την καταβολή του περιθωρίου ασφάλισης, έχουμε ουσιαστικά δέσμευση κεφαλαίου.
- ❖ Η αβεβαιότητα που υπάρχει ως προς τον χρόνο κατά τον οποίο ένας επενδυτής θα αγοράσει ή θα πωλήσει το αγαθό, η να κλείσει την θέση του πριν από την προβλεπόμενη ημερομηνία λήξης.

2.5. Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (forwards)

Ένας διαφορετικός τύπος συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τα forwards. Προθεσμιακό συμβόλαιο ορίζεται ως μια συμφωνία και υποχρέωση για μία αγοραπωλησία σε προκαθορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή και σε προκαθορισμένη τιμή. Η συμφωνία κλείνεται συνήθως μεταξύ χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ή μεταξύ χρηματοπιστωτικών οργανισμών και των πελατών τους.⁴²

Τα forwards διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες:

- ❖ **Forwards deposits (Προθεσμιακές καταθέσεις σε μελλοντικές χρονολογίες).** Είναι συμφωνίες για κατάθεση ορισμένου ποσού, για ορισμένη διάρκεια, με προκαθορισμένο επιτόκιο, η οποία αρχίζει από μια μελλοντική χρονολογία.
- ❖ **Forwards rate agreements «FRA» (Προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίου).** Αποτελούν συμφωνίες μεταξύ δύο μερών, της τράπεζας και του ενδιαφερόμενου, για την ανταλλαγή σταθερού έναντι μεταβλητού επιτοκίου και μελλοντικής πορείας των επιτοκίων. Ο χρόνος που μεσολαβεί από τη στιγμή της συμφωνίας έως την εφαρμογή της, κυμαίνεται συνήθως από 1 έως 12 μήνες και το επιτόκιο που ισχύει καλύπτει περιόδους τριών έως εννέα μηνών.

Κατά την αγορά του προϊόντος, οι δύο ενδιαφερόμενες πλευρές, η τράπεζα και ο πελάτης ορίζουν το επιτόκιο που θα ισχύει στο μέλλον για μια

⁴² Αγγελόπουλος Χ.Παναγιώτης,(2001), Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα(Financial Derivatives),Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης.

συγκεκριμένη περίοδο, σε προκαθορισμένο υποθετικό κεφάλαιο. Όταν αρχίσει αυτή η περίοδος, συγκρίνεται το επιτόκιο των FRA με το επιτόκιο της αγοράς. Αν το επιτόκιο των FRA είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο της αγοράς ο αγοραστής της συμφωνίας καταβάλλει τη διαφορά στον πωλητή. Αν συμβαίνει το αντίθετο, ο πωλητής καταβάλλει τη διαφορά στον αγοραστή. Αν τα δύο επιτόκια είναι ίσα, δεν γίνεται καμία καταβολή.⁴³

Για την πραγματοποίηση μιας πράξης FRA η τράπεζα εισπράττει ένα ποσό ως κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου που αναλαμβάνει. Το ποσό αυτό δεν ξεπερνά το 1% του υποθετικού κεφαλαίου, στο οποίο αναφέρονται τα FRA. Τα προϊόντα αυτά προσφέρονται για εκείνους που θέλουν να προφυλαχθούν ή να επωφεληθούν από τις μελλοντικές μεταβολές των επιτοκίων.

Διαφορές μεταξύ futures και forwards

Οι ομοιότητες μεταξύ των δύο αυτών προϊόντων είναι προφανείς, καθώς και τα δύο βασίζονται σε μια συμφωνία για μελλοντική συναλλαγή σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή και με συγκεκριμένους όρους.

Οι κυριότερες διαφορές, όμως των δύο αυτών προϊόντων έγκεινται στο ότι:⁴⁴

- ❖ Τα futures διαπραγματεύονται σε μια οργανωμένη εξειδικευμένη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ τα forwards δεν συντονίζονται ούτε ρυθμίζονται από κανέναν. Αποτελούν απλά μια συμφωνία μεταξύ δυο μερών.
- ❖ Τα futures είναι τυποποιημένα προϊόντα με σχετικά περιορισμένες δυνατότητες ευελιξίας ως προς την ποσότητα, την ποιότητα αλλά και ως προς την τιμή και την τελική ημερομηνία παράδοσης. Αντίθετα, στα forwards υπάρχει πλήρης ελευθερία κινήσεων ως προς τα παραπάνω.
- ❖ Στα futures, σε αντίθεση με τα forwards, πίσω από όλη την διαδικασία τους υπάρχει ένας μεταπράτης που βρίσκεται ανάμεσα στα δύο μέρη, με ιδιαίτερο συνδετικό ρόλο για τους αντισυμβαλλόμενους. Συνεπώς δεν χρειάζεται να γνωρίζει το κάθε μέρος με ποιον συναλλάσσεται αφού τον ρόλο του εγγυητή για τον καθένα αντιστοίχως τον παίζει

⁴³ Αγγελόπουλος Χ.Παναγιώτης,(2001), Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα(Financial Derivatives),Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης.

⁴⁴ Μαλινδρέτου Π. Βασιλική,(2002), Σύγχρονα χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση

αυτός. Στα forwards αντιθέτως οι δυο μεριές γνωρίζονται μεταξύ τους και είναι υπεύθυνες για την φερεγγυότητα της απέναντι μεριάς. Συνεπώς, παρέχουν απόλυτη ευελιξία στους επενδυτές να διακόψουν τη συμφωνία πριν τη λήξη του συμβολαίου, χωρίς τη σύμφωνη γνώμη του αντισυμβαλλόμενου. Το κλείσιμο της θέσης σε ένα future συνοδεύεται από την επίτευξη κερδών ή ζημιών. Τα futures, δηλαδή, παρέχουν μεγαλύτερη επενδυτική ευελιξία για την επίτευξη κερδών, ιδιαίτερα σε βραχυπρόθεσμη βάση.

- ❖ Υπάρχουν διαδικαστικές διαφορές μεταξύ των δύο προϊόντων, όπως η καθημερινή εκκαθάριση των futures, Η παρακράτηση στα futures ενός ποσού ως ασφάλεια.⁴⁵

Σε αυτό το σημείο προκύπτει η εύλογη απορία, «ποια η χρησιμότητα των forwards εφόσον υπάρχουν τα futures;». Από την προηγούμενη ανάλυση μας καθίσταται σαφές ότι τα futures είναι ιδιαίτερος αποτελεσματικά όταν στοχεύουμε στην αντιστάθμιση του κινδύνου μέσω την τεχνικής του arbitrage. Αυτό δεν αναιρεί όμως ένα βασικό μειονέκτημα τους την τυποποιημένη μορφή τους. Όπως προκύπτει και από τον ορισμό τους τα futures είναι τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πράγμα που τα καθιστά δυσκίνητα σε μεταβολές ή μεταποιήσεις. Αντιθέτως, τα forwards είναι περισσότερο ευέλικτα ώστε να προσαρμόζονται στις εκάστοτε μεταβολές των αναγκών των χρηστών τους. Επιπροσθέτως, τα forwards εμφανίζουν πολύ μεγαλύτερη ποικιλομορφία σε σχέση με τα futures καθότι δεν υπάρχει συμβόλαιο future για κάθε προϊόν αλλά ακόμη και αν υφίσταται, αυτό δεν αλλάζει το μόνιμο της τυποποίησής του.⁴⁶

2.6. Οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων (swaps)

Τα swaps αποτελούν ανταλλαγές επενδυτικών προϊόντων, όπως μετοχών, συναλλάγματος επιτοκίων, μετάλλων κ.λ.π. Οι ανταλλαγές αυτές γίνονται για συγκεκριμένη χρονική περίοδο και με προκαθορισμένους όρους. Τα swap ουσιαστικά είναι μια συναλλαγή, με βάση την οποία δύο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν προκαθορισμένες σειρές πληρωμών μέσα στον

⁴⁵ Μαλινδρέτου Π. Βασιλική,(2002), Σύγχρονα χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση

⁴⁶ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

χρόνο. Για τον προσδιορισμό της τιμής των swaps ορίζεται η τιμή του σταθερού επιτοκίου που θα ισχύει για τις περιοδικές πληρωμές. Κατόπιν ορίζεται το κυμαινόμενο επιτόκιο αναφοράς και ένα περιθώριο, το οποίο θα προστίθεται στο ύψος του κυμαινόμενου επιτοκίου. Κατά την διάρκεια των περιόδων εκτοκισμού, γίνεται ο συμψηφισμός των επιτοκίων και η πλευρά που πληρώνει το υψηλότερο επιτόκιο, καταβάλλει στην άλλη τη διαφορά μεταξύ των δύο επιτοκίων.⁴⁷

Η αγορά των ανταλλαγών δημιουργήθηκε περίπου το 1981, παρόλο που μεμονωμένα παραδείγματα τέτοιων συμφωνιών χρονολογούνται από τα μέσα της δεκαετίας του 1970. Τα swaps αναπτύχθηκαν για να υπερπηδούν τα προβλήματα που δημιούργησαν τα δικαιώματα ανταπαίτησης και τα πολύπλοκα δικαιολογητικά που χρειάζονταν για τις χρηματοδοτήσεις από το εξωτερικό. Η φορολογία των εγχώρια εκδιδόμενων γερμανικών και αμερικανικών ομολόγων αποθάρρυνε τους διεθνείς επενδυτές από αυτές τις αγορές. Οι έλεγχοι συναλλάγματος στη Βρετανία και τη Γαλλία έκαναν λιγότερα ελκυστική στους βρετανούς και στους γάλλους επενδυτές την αγορά ευρωομολόγων. Τα ομόλογα ελβετικού φράγκου, εκδιδόμενα από ξένους στην εγχώρια ελβετική αγορά, ήταν διαχωρισμένα από τις ευρωπαϊκές με κανονισμούς που εμπόδιζαν τις ξένες τράπεζες να κάνουν ανάδοχες. Τα swaps όμως, παράλληλα με τη φιλελευθεροποίηση, άνοιξαν τις ευρωπαϊκές στις παγκόσμιες κεφαλαιακές ροές.⁴⁸

Εννοιολογικά λοιπόν, τα πρώτα swaps μπορούν να θεωρηθούν ως ένας μηχανισμός arbitrage μεταξύ ρυθμιστικών συστημάτων, ελέγχων συναλλάγματος και λογιστικής. Μετά το 1981 και τη συμφωνία μεταξύ IBM και World Bank για συναλλαγματικό swap φράγκου – μάρκου - δολαρίου, τα swaps εξελίχθηκαν σε έναν μηχανισμό που εξομοιώνει τις αποδόσεις στις διάφορες διαιρεμένες αγορές. Υπάρχουν πολλοί τύποι swaps που κυκλοφορούν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και συνεχώς εφευρίσκονται και άλλοι.

Ένα παράδειγμα swap συναλλάγματος (**foreign exchange swaps**) είναι αυτό της ανταλλαγής ποσού συναλλάγματος μεταξύ δύο χωρών, η μια εκ των οποίων αντιμετωπίζει πρόβλημα στήριξης του εθνικού της νομίσματος και

⁴⁷ Μαλινδρέτου Π. Βασιλική,(2002), Σύγχρονα χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση

⁴⁸ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

η άλλη πιστεύει στην αντοχή του νομίσματος που θέλει να αποκτήσει και σκοπό έχει την εκμετάλλευση των υψηλών αποδόσεων που προσφέρει.

Μια άλλη κατηγορία τίτλων swaps είναι τα swaps επιτοκίου (**interest rate swaps**). Τα προϊόντα αυτά αποτελούν συμφωνίες, μεταξύ της τράπεζας και της ενδιαφερόμενης πλευράς, για ανταλλαγές μιας σειράς πληρωμών σταθερού επιτοκίου έναντι μιας άλλης κυμαινόμενου επιτοκίου και εφαρμόζονται σε προκαθορισμένες χρονικές περιόδους και προκαθορισμένο υποθετικό κεφάλαιο. Κυριότερη χρήση τους είναι η μετατροπή ενός δανείου με κυμαινόμενο επιτόκιο σε ένα άλλο δάνειο με σταθερό, ή το αντίστροφο και επιτρέπουν στο χρήστη του προϊόντος να επωφεληθεί από μια άνοδο ή πτώση των επιτοκίων. Καλύπτουν συνήθως, διάρκεια δύο έως έξι μηνών και γίνονται στα κυριότερα ξένα νομίσματα.⁴⁹

2.7. Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (options)

Ορισμός

Δικαίωμα προαίρεσης, είναι μία σύμβαση μεταξύ δύο, η οποία δίδει στο ένα συμβαλλόμενο μέρος το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσει η να πουλήσει ένα υποκείμενο προϊόν στο άλλο μέρος, σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε καθορισμένη τιμή. Συγκεκριμένα ο αγοραστής/κάτοχος του συμβολαίου έχει την δυνατότητα να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν του δικαιώματος σε προκαθορισμένη τιμή, εντός δεδομένου χρονικού διαστήματος ή στο τέλος αυτού. Ενώ ταυτόχρονα, ο πωλητής του δικαιώματος προαίρεσης είναι υποχρεωμένος εάν ο αγοραστής αποφασίσει την άσκηση του δικαιώματος, να τηρήσει τους όρους του συμβολαίου και να αγοράσει η να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν.

Αυτό που διαφοροποιεί τα δικαιώματα προαίρεσης από τα άλλα παράγωγα, είναι η παροχή δικαιώματος στον αγοραστή να μην ασκήσει το δικαίωμα του αν δεν τον συμφέρει, ενώ τα υπόλοιπα παράγωγα υποχρεώνουν τους αντισυμβαλλόμενους στην εκτέλεση της συναλλαγής ή το κλείσιμο της θέσης τους. Το γεγονός αυτό φέρνει τον αγοραστή σε

⁴⁹ Αγγελόπουλος Χ.Παναγιώτης,(2001), Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα(Financial Derivatives),Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης.

πλεονεκτική θέση, γι αυτό και ο αγοραστής θα πρέπει να καταβάλει ένα αντίτιμο στον πωλητή για να αποκτήσει το δικαίωμα.⁵⁰

Τα δικαιώματα προαίρεσης αποτελούν χρηματιστηριακές συμφωνίες με τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Τα χαρακτηριστικά αυτά απεικονίζονται στην παρακάτω εικόνα:

Υποκείμενος τίτλος (underlying asset)	Ο τίτλος επί του οποίου συνάπτεται το δικαίωμα και τον οποίο ο κάτοχος του δικαιώματος δικαιούται να αγοράσει ή να πουλήσει.
Το μέγεθος του συμβολαίου	Για παράδειγμα ένα συμβόλαιο με υποκείμενο τίτλο την μετοχή του ΟΠΑΠ, μπορεί να αντιστοιχεί σε 100 μετοχές του ΟΠΑΠ.
Τιμή άσκησης (strike price ή exercise price)	Η προσυμφωνημένη τιμή στην οποία ασκείται ένα δικαίωμα και η οποία κατά την διάρκεια του συμβολαίου δεν αλλάζει.
Διάρκεια (time to maturity)	Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο ένα δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί. Μετά τη λήξη αυτού του χρονικού διαστήματος τα δύο μέρη αποδεσμεύονται από τις υποχρεώσεις τους.
Κλάση (class)	Τα δικαιώματα του ίδιου είδους (αγοράς ή πώλησης) που προέρχονται από τον ίδιο υποκείμενο τίτλο, είναι δικαιώματα της ίδιας κλάσης.
Σειρά δικαιωμάτων (series)	Τα δικαιώματα είναι της ίδιας σειράς, όταν είναι της ίδιας κλάσης και έχουν την ίδια τιμή άσκησης και την ίδια ημερομηνία λήξης.
Τιμή Δικαιώματος (Option Premium)	Η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται ένα συμβόλαιο ονομάζεται premium (ασφάλιστρο) και αποτελείται από την εσωτερική αξία (intrinsic value) και την αξία του χρόνου (time value).

Εικόνα 1 Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων

Απαραίτητη προϋπόθεση για να λειτουργήσει και να διασφαλιστεί ένα δικαίωμα προαίρεσης, είναι η ύπαρξη ενός συμβολαίου με το οποίο θα καθορίζονται τα χαρακτηριστικά και οι όροι του συμβολαίου. Ανάλογα με το δικαίωμα που ενσωματώνουν, τα δικαιώματα προαίρεσης διακρίνονται σε δυο

⁵⁰ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

κατηγορίες, τα δικαιώματα αγοράς και τα δικαιώματα πώλησης. Τα δικαιώματα αγοράς δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα να αγοράσει από τον πωλητή σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε συγκεκριμένη τιμή. Τα δικαιώματα πώλησης δίνουν στον κάτοχο το δικαίωμα να πουλήσει στον αγοραστή σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε συγκεκριμένη τιμή.

2.7.1 Βασικές θέσεις δικαιωμάτων προαίρεσης

Υπάρχουν τέσσερις βασικές θέσεις στην αγορά δικαιωμάτων, με τις οποίες μπορεί κάποιος να φτιάξει πολύ περισσότερες και πιο σύνθετες, αυτές είναι:⁵¹

- ❖ Αγορά δικαιώματος αγοράς (long call)
- ❖ Πώληση δικαιώματος αγοράς (short call)
- ❖ Αγορά δικαιώματος πώλησης (long put)
- ❖ Πώληση δικαιώματος πώλησης (short put)

Συνοπτικά τα προαναφερόμενα δικαιώματα των τεσσάρων αυτών βασικών θέσεων, μπορούν να παρασταθούν στην ακόλουθη εικόνα:



Εικόνα 2 Η γλώσσα των δικαιωμάτων

⁵¹ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

Αγορά Δικαιώματος Αγοράς (long call)

Ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς έχει το δικαίωμα να αγοράσει από τον πωλητή, μια συγκεκριμένη ποσότητα από ένα υποκείμενο προϊόν, σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία και σε μια προσυμφωνημένη τιμή. Προκειμένου να αγοράσει αυτό το δικαίωμα πληρώνει στον πωλητή κάποιο αντίτιμο για την υποχρέωση που αναλαμβάνει. Ο λόγος που κάποιος επενδυτής επιλέγει να αγοράσει το δικαίωμα αγοράς είναι ότι εκτιμά πως η τιμή του υποκείμενου προϊόντος θα ανέβει και αντί να αγοράσει το ίδιο το προϊόν αγοράζει το δικαίωμα πάνω σε αυτό. Αν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου προϊόντος είναι υψηλότερη από την τιμή άσκησης του δικαιώματος, τότε συμφέρει στον επενδυτή να ασκήσει το δικαίωμά του αγοράζοντας το υποκείμενο προϊόν σε τιμή χαμηλότερη από αυτήν που θα το αγόραζε στην τρέχουσα αγορά. Όσο μεγαλύτερη είναι η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου προϊόντος από την τιμή άσκησης του δικαιώματος τόσο μεγαλύτερο θα είναι και το κέρδος του επενδυτή.

Αντιθέτως αν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου αγαθού μειωθεί, ο επενδυτής δεν θα ασκήσει το δικαίωμά του, αλλά τον συμφέρει να αγοράσει το προϊόν από την τρέχουσα αγορά. Σε αυτήν την περίπτωση ο επενδυτής θα ζημιωθεί μόνο με το ποσό που κατέβαλε ως αντίτιμο για την αγορά του δικαιώματος. Όταν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου προϊόντος είναι ίση με την τιμή άσκησης του δικαιώματος συν το αντίτιμο αγοράς του δικαιώματος, τότε ο επενδυτής δεν έχει ούτε κέρδος ούτε ζημία.⁵²

Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (short call)

Ο πωλητής δικαιώματος αγοράς έχει διαφορετικές προσδοκίες από τον αγοραστή δικαιώματος αγοράς και εκτιμά ότι θα υπάρξουν καθοδικές ή σταθεροποιητικές τάσεις στην αγορά και γι' αυτό το λόγο δέχεται να αναλάβει την υποχρέωση να πωλήσει τον υποκείμενο τίτλο, στην καθορισμένη τιμή άσκησης αποκομίζοντας μια ανταμοιβή, δηλαδή την τιμή του δικαιώματος που παίρνει την μορφή ενός ασφάλιστρου κινδύνου.

Ο πωλητής έχει την προσδοκία ότι η τιμή του υποκείμενου προϊόντος θα μειωθεί κάτω από την τιμή άσκησης και ο αγοραστής δεν θα ασκήσει το

⁵² Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

δικαίωμά του, με συνέπεια ο πωλητής να αποκομίσει κέρδος το οποίο θα ισούται με την τιμή του αντιτίμου του δικαιώματος που εισέπραξε.

Αντιθέτως όμως, αν η τιμή του υποκείμενου προϊόντος ανέβει, τότε η ζημιά του πωλητή μπορεί να είναι απεριόριστη, διότι όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου γίνεται όλο και μεγαλύτερη σε σχέση με την τιμή άσκησης του δικαιώματος, ο πωλητής θα πρέπει να πουλάει το υποκείμενο προϊόν στον αγοραστή σε τιμή πολύ χαμηλότερη από αυτήν που ισχύει στην τρέχουσα αγορά. Όταν η τιμή του δικαιώματος είναι ίση με την τιμή άσκησης του δικαιώματος συν την τιμή του αντιτίμου του δικαιώματος, τότε ο πωλητής δεν πραγματοποιεί ούτε κέρδος ούτε ζημιά.⁵³

Αγορά Δικαιώματος Πώλησης (long put)

Ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης, αποκτά το δικαίωμα να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στην τιμή άσκησης κατά την διάρκεια ή στην λήξη του δικαιώματος. Ως αντάλλαγμα για να αποκτήσει το εν λόγω δικαίωμα, ο αγοραστής αποδίδει στον πωλητή την τιμή του δικαιώματος. Ο λόγος που κάποιος επενδυτής προχωράει σε αυτήν την κίνηση, είναι ότι κρίνει πως η τιμή του υποκείμενου προϊόντος θα μειωθεί αρκετά και, ότι εφόσον πέσει κάτω από την τιμή άσκησης, θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα βγάλει κέρδος πουλώντας το υποκείμενο προϊόν στον πωλητή του δικαιώματος σε υψηλότερη τιμή.

Σε αντίθετη περίπτωση, αν η τιμή του υποκείμενου προϊόντος είναι υψηλότερη από την τιμή άσκησης, ο αγοραστής δεν θα ασκήσει το δικαίωμά του. Στην συγκεκριμένη περίπτωση επειδή το υποκείμενο προϊόν δεν μπορεί να λάβει τιμή χαμηλότερη του μηδενός, το κέρδος του είναι περιορισμένο. Επίσης, η ζημιά του περιορίζεται στο ποσό που κατέβαλε για να αγοράσει το δικαίωμα.⁵⁴

Πώληση Δικαιώματος Πώλησης (short put)

Ο πωλητής δικαιώματος πώλησης έχει διαφορετικές προσδοκίες από τον αγοραστή δικαιώματος πώλησης και εκτιμά ότι θα υπάρξουν

⁵³ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

⁵⁴ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

σταθεροποιητικές ή ανοδικές τάσεις στην αγορά και γι' αυτό το λόγο δέχεται να αναλάβει την υποχρέωση να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν, στην καθορισμένη τιμή άσκησης αποκομίζοντας μια ανταμοιβή, δηλαδή την τιμή του δικαιώματος. Εφόσον οι εκτιμήσεις του πωλητή δικαιώματος πώλησης επαληθευτούν και η τιμή του υποκείμενου προϊόντος είναι υψηλότερη από την τιμή άσκησης, δεν θα συμφέρει στο αγοραστή να ασκήσει το δικαίωμά του, οπότε ο πωλητής θα πραγματοποιήσει κέρδος ίσο με την τιμή του δικαιώματος.

Αντιθέτως, εάν δεν επαληθευτούν οι εκτιμήσεις του πωλητή δικαιώματος πώλησης και η τιμή του υποκείμενου προϊόντος πέσει σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή άσκησης, ο αγοραστής θα ασκήσει το δικαίωμά του και ο πωλητής οφείλει να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν σε τιμή υψηλότερη από αυτήν που ισχύει στην τρέχουσα αγορά. Στην περίπτωση αυτή ο πωλητής θα έχει ζημία, η οποία όμως θα είναι περιορισμένη διότι η τιμή του υποκείμενου προϊόντος δεν μπορεί να είναι μικρότερη του μηδενός. Όταν η τιμή του υποκείμενου προϊόντος είναι ίση με την τιμή άσκησης μείον την τιμή του δικαιώματος, τότε ο πωλητής δεν πραγματοποιεί ούτε κέρδος ούτε ζημία.⁵⁵

2.7.2. Τιμή δικαιώματος (*option premium*)

Ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει ένα δικαίωμα αγοράς ή πώλησης ενός υποκείμενου προϊόντος σε μία μελλοντική ημερομηνία και σε καθορισμένη τιμή, καταβάλλει στον πωλητή του δικαιώματος ένα χρηματικό ποσό ως αντίτιμο για την υποχρέωση και τον κίνδυνο που αναλαμβάνει, να εκτελέσει την εντολή αγοράς ή πώλησης, αν ο κάτοχος αποφασίσει να ασκήσει το δικαίωμά του.

Το χρηματικό ποσό που καταβάλλει ο επενδυτής για να αγοράσει ένα δικαίωμα, ονομάζεται τιμή δικαιώματος ή ασφάλιστρο και αποτελείται από δυο στοιχεία, την εσωτερική αξία και την αξία του χρόνου,⁵⁶ συγκεκριμένα:

⁵⁵ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

⁵⁶ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

$$\text{Τιμή δικαιώματος} = \text{Εσωτερική αξία} + \text{Αξία χρόνου}$$

(Option premium = Intrinsic value + Time value)

Εικόνα 3 Τιμή δικαιώματος

Εσωτερική αξία, είναι η διαφορά μεταξύ υποκείμενου τίτλου και τιμής άσκησης δικαιώματος. Η εσωτερική αξία του δικαιώματος αγοράς εκφράζεται από τη σχέση:

$$\text{Εσωτερική αξία δικαιώματος αγοράς} = \text{Τιμή υποκείμενου τίτλου} - \text{τιμή άσκησης}$$

Εικόνα 4 Η εσωτερική αξία του δικαιώματος αγοράς

Εφόσον η τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι μικρότερη ή ίση με την τιμή άσκησης, δεν συμφέρει στον αγοραστή να ασκήσει το δικαίωμά του και να έχει ζημία, γιατί έχει την δυνατότητα να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο σε χαμηλότερη τιμή από την τρέχουσα αγορά. Αυτό σημαίνει ότι η εσωτερική αξία και κατ' επέκταση η τιμή δικαιώματος αγοράς δεν μπορεί να έχει τιμή χαμηλότερη του μηδενός.⁵⁷ Αντίθετα όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά μεταξύ υποκείμενου τίτλου και τιμής άσκησης τόσο μεγαλύτερη είναι η εσωτερική αξία και κατ' επέκταση η τιμή του δικαιώματος.

Η εσωτερική αξία δικαιώματος πώλησης εκφράζεται από τη σχέση:

$$\text{Εσωτερική αξία δικαιώματος πώλησης} = \text{Τιμή άσκησης} - \text{Τιμή υποκείμενου τίτλου}$$

Εικόνα 5 Η εσωτερική αξία δικαιώματος πώλησης

Για το δικαίωμα πώλησης, αν η τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι μεγαλύτερη ή ίση με την τιμή άσκησης, δεν συμφέρει στον αγοραστεί να ασκήσει το δικαίωμά του και να έχει ζημία, γιατί έχει την δυνατότητα να πουλήσει τον υποκείμενο τίτλο σε τιμή μεγαλύτερη από αυτήν που ισχύει στην τρέχουσα αγορά. Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η εσωτερική αξία και κατ'

⁵⁷ Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

επέκταση η τιμή δικαιώματος αγοράς δεν μπορεί να έχει τιμή χαμηλότερη του μηδενός.⁵⁸ Αντίθετα, όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου σε σχέση με την τιμή άσκησης τόσο μεγαλύτερη είναι η εσωτερική αξία και κατ' επέκταση η τιμή του δικαιώματος.

2.7.3. Παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των δικαιωμάτων προαίρεσης

Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή ενός δικαιώματος προαίρεσης και λαμβάνονται υπόψη σε όλα κατά περίπτωση τα υποδείγματα αποτίμησης δικαιωμάτων (Black and Scholes, Διωνυμικό υπόδειγμα), είναι οι εξής:

- ❖ Η τιμή του υποκείμενου τίτλου
- ❖ Η τιμή άσκησης του δικαιώματος
- ❖ Η μεταβλητότητα του υποκείμενου τίτλου
- ❖ Ο χρόνος που απομένει μέχρι την λήξη του συμβολαίου
- ❖ Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο
- ❖ Η προσδοκώμενη μερισματική απόδοση του υποκείμενου τίτλου κατά τη διάρκεια που ισχύει το συμβόλαιο

Η τιμή του υποκείμενου τίτλου

Η τιμή του υποκείμενου τίτλου επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την τιμή ενός δικαιώματος. Όπως αναφέραμε νωρίτερα η τιμή του δικαιώματος διαμορφώνεται από τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην τιμή άσκησης, την τιμή του υποκείμενου τίτλου και την αξία του χρόνου, οπότε είναι εμφανές ότι με σταθερές την τιμή άσκησης και την αξία του χρόνου, οι μεταβολές στην τιμή του υποκείμενου τίτλου θα επηρεάζουν άμεσα την τιμή του δικαιώματος.

Συγκεκριμένα όσο αυξάνεται η τιμή του υποκείμενου τίτλου τόσο αυξάνεται και η τιμή του δικαιώματος. Αντίστροφα για ένα δικαίωμα πώλησης, όσο μειώνεται η τιμή του υποκείμενου τίτλου, τόσο αυξάνεται η τιμή του δικαιώματος.

⁵⁸ Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Η τιμή άσκησης του δικαιώματος

Κατά παρόμοιο τρόπο αν ληφθεί υπόψη η σχέση που αναφέραμε νωρίτερα και που διαμορφώνει την τιμή του δικαιώματος παρατηρούμε ότι, με σταθερή την τιμή του υποκείμενου αγαθού και την αξία του χρόνου, οι μεταβολές στην τιμή άσκησης θα επηρεάζουν άμεσα την τιμή του δικαιώματος. Συγκεκριμένα για ένα δικαίωμα αγοράς όσο αυξάνεται η τιμή άσκησης τόσο μειώνεται η τιμή του δικαιώματος. Αντίθετα για ένα δικαίωμα πώλησης όσο αυξάνεται η τιμή άσκησης τόσο αυξάνεται και η τιμή του δικαιώματος.

Η μεταβλητότητα του υποκείμενου τίτλου

Λέγοντας μεταβλητότητα εννοούμε την τυπική απόκλιση της απόδοσης ενός υποκείμενου αγαθού, η οποία μετρά το μέγεθος των διακυμάνσεων της τιμής του υποκείμενου τίτλου, συγκριτικά με τον μέσο όρο για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Όσο μεγαλύτερη μεταβλητότητα παρουσιάζει ένας υποκείμενος τίτλος τόσο αυξημένη προβλέπεται να είναι και η τιμή του δικαιώματος. Αυτό ισχύει για κάθε είδους δικαίωμα.⁵⁹

Ο χρόνος που απομένει μέχρι την λήξη του συμβολαίου

Όσο μειώνεται ο χρόνος που ισχύει ένα δικαίωμα, τόσο μειώνεται η πιθανότητα η τιμή του υποκείμενου τίτλου να αποκλίνει σημαντικά από τα τρέχοντα επίπεδα. Άρα όσο μικρότερης διάρκειας είναι ένα δικαίωμα, τόσο η αξία του χρόνου μειώνεται. Στην λήξη η αξία του χρόνου είναι μηδενική και η τιμή του δικαιώματος είναι ίση με την εσωτερική αξία.⁶⁰

Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

Για την αγορά ενός δικαιώματος, χρειάζεται μικρότερη δέσμευση κεφαλαίου από αυτό που θα απαιτούνταν για την απόκτηση ενός υποκείμενου τίτλου στην τρέχουσα αγορά. Επομένως το μέρος του κεφαλαίου που δεν δεσμεύεται θα μπορούσε να επενδυθεί στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο τόσο μεγαλύτερη θα είναι η

⁵⁹ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

⁶⁰ Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

απόδοση του κεφαλαίου που απομένει από την συναλλαγή σε δικαιώματα. Άρα, όταν αυξάνεται το επιτόκιο, αυξάνεται η τιμή του δικαιώματος αγοράς και, αντίστροφα, μειώνεται η τιμή του δικαιώματος πώλησης.⁶¹

Η προσδοκώμενη μερισματική απόδοση του υποκείμενου τίτλου κατά τη διάρκεια που ισχύει το συμβόλαιο

Ο κάτοχος ενός υποκείμενου τίτλου που είναι μια μετοχή κατά καιρούς εισπράττει μερίσματα. Το προνόμιο αυτό δεν το έχει ο κάτοχος ενός δικαιώματος και επειδή οι πληρωμές μερισμάτων έχουν σαν αποτέλεσμα την μείωση της τιμής της μετοχής, τα μεγαλύτερα μερίσματα μειώνουν την αξία ενός δικαιώματος αγοράς και αυξάνουν την αξία ενός δικαιώματος πώλησης.⁶²

2.7.4. Το υπόδειγμα Black – Scholes – Merton

Το 1973, ο Fischer Black και ο Myron Scholes δημοσίευσαν την εργασία τους με τίτλο, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities” με θέμα τον τρόπο αποτίμησης ενός δικαιώματος Ευρωπαϊκού τύπου μιας μετοχής η οποία δεν παρέχει μέρισμα. Το ίδιο έτος ο Robert Merton με την εργασία του “Theory of Rational Option Pricing” επέκτεινε το υπόδειγμα Black and Scholes προσθέτοντας την περίπτωση αποτίμησης μιας μετοχής με μη μηδενική απόδοση. Η επιρροή του υποδείγματος αυτού τα επόμενα χρόνια ήταν μεγάλη στον τρόπο τιμολόγησης και αντιστάθμισης και δικαιωμάτων και η σπουδαιότητά του αναγνωρίστηκε όταν το έτος 1997 απονεμήθηκε το βραβείο Νόμπελ στον Robert Merton και στον Myron Scholes (ο Fischer Black αποβίωσε το 1995).⁶³

Πλεονέκτημα του υποδείγματος Black and Scholes αποτελεί το γεγονός ότι για τον υπολογισμό της τιμής του δικαιώματος λαμβάνονται υπόψη παράγοντες οι οποίοι μπορούν εύκολα να εκτιμηθούν.

⁶¹ Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

⁶² Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

⁶³ Hull, J. (2006), Options, Futures and Other Derivatives, Upper Saddle River New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall.

Το υπόδειγμα βασίζεται σε κάποιες υποθέσεις οι οποίες είναι οι ακόλουθες:

- ❖ Δεν υπάρχουν περιορισμοί στις ανοιχτές πωλήσεις
- ❖ Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής και διαπραγμάτευσης
- ❖ Ύπαρξη τέλει αγοράς, χωρίς κόστος συναλλαγών και τέλεια πληροφόρηση
- ❖ Δεν υπάρχουν μερίσματα καθ' όλη την διάρκεια ζωής του παραγωγού προϊόντος
- ❖ Δεν υπάρχουν ευκαιρίες ακίνδυνης εξισορροπητικής κερδοσκοπίας
- ❖ Η μεταβλητότητα του υποκείμενου αγαθού είναι η τυπική απόκλιση αυτού και είναι σταθερή και συνεχής
- ❖ Τα επιτόκια χωρίς κίνδυνο είναι σταθερά και ίδια καθ' όλη την διάρκεια ζωής του παραγωγού προϊόντος
- ❖ Οι στοχαστικές τιμές των μετοχών ακολουθούν την λογαριθμοκανονική κατανομή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο ΧΡΗΣΕΙΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

3.1. Η έννοια του κίνδυνου

Κίνδυνος είναι μια κατάσταση η οποία υφίσταται όταν δε μπορούν να προβλεφθούν με απολυτή ακρίβεια τα αποτελέσματα μιας ενέργειας. Αυτό δεν συνεπάγεται ότι δε μπορεί να γίνει μια εκτίμηση των πιθανών αποτελεσμάτων κάθε κατάστασης. Οι παράγοντες που αυξάνουν τον κίνδυνο μιας επένδυσης και την απόδοσή της ποικίλουν. Σημαντικό ρόλο στην αύξηση του κίνδυνου μιας επένδυσης είναι η οικονομική κατάσταση μιας χώρα και η πολιτική σταθερότητα ή αστάθεια που επικρατεί σε αυτή. Τα καιρικά φαινόμενα που επικρατούν σε μια περιοχή μπορούν να αυξήσουν τον κίνδυνο της επένδυσης που αφορά τα γεωργικά προϊόντα.⁶⁴

Η ανάπτυξη της τεχνολογίας και η σχέση που έχουν οι άνθρωποι με αυτήν μπορεί να βοηθήσει στην μεταβολή του κίνδυνου της επένδυσης. Ένα φαινόμενο κίνδυνου είναι η παγκοσμιοποίηση. Η αύξηση των περιορισμών και των δασμών στην μεταφορά των προϊόντων από χώρα σε χώρα αυξάνει τον κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει διότι η οικονομία μιας χώρας είναι πλέον αλληλένδετη με την οικονομία μιας άλλης χώρας είτε συνεργάζονται είτε όχι.

Σημαντικό ρόλο παίζει ο τύπος της αγοράς, δηλαδή αν η οικονομία είναι κλειστή ή ανοιχτή. Αν η οικονομία είναι κλειστή τότε κάθε αλλαγή επηρεάζει άτομα και επιχειρήσεις που βρίσκονται μέσα σε αυτή. Ο κίνδυνος υφίσταται και πρέπει να αντιμετωπιστεί στα πλαίσια αυτής της οικονομίας και κατά συνέπεια δεν μπορεί να δημιουργήσει πρόβλημα σε άλλες οικονομίες. Αντίθετα σε μια ανοιχτή οικονομία ο κίνδυνος εξαπλώνεται σε μεγάλο βαθμό και μπορεί να επηρεάσει ολόκληρη την παγκόσμια οικονομία.

Η διαχείριση του κινδύνου στην σύγχρονη οικονομική ζωή αποτελεί μία συνεχή δραστηριότητα των οικονομικών μονάδων η οποία εξελίσσεται διαρκώς, προσπαθώντας να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες και μελλοντικές συνέπειες των επενδύσεων μέσα στο οικονομικό περιβάλλον. Δεν υπάρχει η δυνατότητα πλήρους εξαφάνισης του κινδύνου αλλά η σωστή διαχείρισή του μπορεί να αποφέρει σημαντικά οφέλη στους επενδυτές.

⁶⁴ Μυλωνάς Θ., Ν. (2005). Αγορές και Προϊόντα Παραγωγών, Αθήνα, Εκδόσεις: ΤΥΠΩΘΗΤΩ/ΔΑΡΔΑΝΟΣ

3.2. Κατηγορίες κίνδυνου

Από την χρηματοοικονομική οπτική, ως κίνδυνος, ορίζεται η αβεβαιότητα για την απόκλιση της τελικής απόδοσης μίας επένδυσης ως προς την αρχική αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης αυτής. Κάθε επενδυτής ο οποίος σκοπεύει να επενδύσει κεφάλαια σε χρηματοοικονομικά μέσα πρόκειται να έρθει αντιμέτωπος με διάφορες μορφές κινδύνου οι οποίες σχετίζονται άμεσα και έμμεσα με το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο στοχεύει.

Οι σημαντικότερες μορφές κινδύνου που πρέπει να αναλυθούν κατά τη διαδικασία δόμησης της κάθε επένδυσης σε ένα χρηματοοικονομικό προϊόν αναλύονται συνοπτικά παρακάτω:⁶⁵

Συστημικός Κίνδυνος (Systemic Risk)

Ορίζεται ως ο κίνδυνος ο οποίος μπορεί να επηρεάσει τις αξίες ενός μεγάλου εύρους επενδύσεων, ενώ η εμβέλεια του μπορεί να καλύπτει μια συγκεκριμένη αγορά, μια χώρα ή ένα ολόκληρο οικονομικό σύστημα. Μια ύφεση στην οικονομία ή ένας πόλεμος αντιπροσωπεύουν παράγοντες συστημικού κινδύνου και επηρεάζουν ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτός ο τύπος κινδύνου είναι πολύ πιθανό να δημιουργήσει ένα φαινόμενο αλυσιδωτών αντιδράσεων. Η αδυναμία του κολοσσού Lehman Brothers να εκπληρώσει ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις προκάλεσε την αδυναμία άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να εκπληρώσουν τις δικές τους υποχρεώσεις, με τις γνωστές σε όλους συνέπειες. Ο συστημένος κίνδυνος μπορεί να μειωθεί μέσω της αντιστάθμισης κινδύνου.

Κίνδυνος της Αγοράς (Market Risk)

Ορίζεται ο κίνδυνος εμφάνισης πιθανών απωλειών μίας επένδυσης λόγω αλλαγής των συνθηκών της στην οποία έχει γίνει η επένδυση πχ. δείκτες ή τιμές τις αγοράς. Στο ευρύ φάσμα του κινδύνου της αγοράς μπορούν να συμπεριληφθούν ως υποκατηγορίες και επιμέρους κίνδυνοι όπως ο Συναλλαγματικός Κίνδυνος, ο Κίνδυνος Επιτοκίου και ο Κίνδυνος Πληθωρισμού.

⁶⁵ Μυλωνάς Θ., Ν. (2005). Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων, Αθήνα, Εκδόσεις: ΤΥΠΩΘΗΤΩ/ΔΑΡΔΑΝΟΣ

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος συνοδεύει την επίδραση που προκαλεί η μεταβολή των νομισματικών ισοτιμιών. Εξαγωγικές οντότητες ή επενδυτές που έχουν επενδύσει σε ξένο συνάλλαγμα ενδέχεται να χάσουν κεφάλαια λόγω μείωσης της νομισματικής ισοτιμίας. Επιπλέον ο κίνδυνος επιτοκίου καθώς και ο κίνδυνος πληθωρισμού ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά την αναμενόμενη απόδοση μίας επένδυσης. Στον κίνδυνο της αγοράς μπορεί επίσης να συμπεριληφθούν οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών και των εμπορευμάτων.

Πιστωτικός Κίνδυνος (Credit Risk)

Ορίζεται ως η πιθανότητα να υπάρξει αδυναμία αποπληρωμής μέρους ή του συνόλου των υποχρεώσεων κάθε είδους αντισυμβαλλομένου έναντι του οποίου υπάρχει απαίτηση.⁶⁶ Ένα πρόσφατο παράδειγμα πιστωτικού κινδύνου είναι οι μη εξυπηρετούμενες οφειλές δανειοληπτών προς τις συστημικές Ελληνικές τράπεζες, τα κόκκινα δάνεια δηλαδή. Η χρήση πιστωτικών παραγώγων είναι μία μέθοδος της μείωσης αυτού του είδους κινδύνου.⁶⁷

Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk)

Ορίζεται ως ο κίνδυνος που προκαλείται από την έλλειψη ρευστότητας στην αγορά ως προς ένα ή και περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Οι αλλαγές στην ζήτηση και την προσφορά πλήττει την εμπορευσιμότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων και τα καθιστά ευάλωτα σε φαινόμενα κερδοσκοπίας και χειραγώγησης. Από επενδυτικής άποψης η έλλειψη ρευστότητας ενδέχεται να οδηγήσει σε αθέτηση μίας συμφωνίας η οποία θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αναμενόμενη απόδοση μίας επένδυσης.⁶⁸

Νομικός Κίνδυνος (Legal/Regulatory Risk)

Ορίζεται ως ο κίνδυνος να υπάρξει μεταβολή στο νομικό πλαίσιο που διέπει μία αγορά. Αλλαγές στο νομικό πλαίσιο που καθορίζει τη φορολογία μίας αγοράς ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά μία επένδυση. Επιπρόσθετα νομικά προβλήματα σε θέματα εκτέλεσης συμβάσεων, που προκύπτουν ιδίως

⁶⁶ Oldfield, G. and Santomero, A. (1997), The Place of Risk Management in Financial Institutions, Wharton Financial Institution Center, University of Pennsylvania.

⁶⁷ Kolb R.W., Overdahl J.A., 2010. Financial derivatives: Pricing and Risk

⁶⁸ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

λόγω ασαφών, αόριστων και γενικών νομοθετικών διατάξεων είναι ένας παράγοντας εμφάνισης νομικού κινδύνου και κατ' επέκταση κινδύνου για την απόδοση μίας επένδυσης.⁶⁹

Πολιτικός Κίνδυνος (Political Risk)

Οι διεθνείς πολιτικές και διπλωματικές εξελίξεις ενδέχεται να επηρεάσουν την πορεία των επενδύσεων, π.χ. πολιτική ανωμαλία, εκλογή κυβέρνησης και ειδικότερες κυβερνητικές επιλογές σε νευραλγικούς τομείς της κοινωνικής και οικονομικής ζωής μιας χώρας μπορούν να επηρεάσουν την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χώρα αυτή ή των επιχειρήσεων που εδρεύουν ή δραστηριοποιούνται εκεί.⁷⁰

3.3. Η χρήση των παράγωγων προϊόντων

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα χρησιμοποιούνται κυρίως για τους παρακάτω λόγους :

- ❖ Αντιστάθμιση κινδύνου (hedging)
- ❖ Κερδοσκοπία (speculation)
- ❖ Εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)

Σύμφωνα με τους Kold & Overdahl⁷¹ θα μπορούσαμε να ομαδοποιήσουμε τους επενδυτές που στοχεύουν στην αντιστάθμιση του κινδύνου και τους κερδοσκόπους επενδυτές που προτίθενται να κάνουν ανάληψη του κινδύνου σε μια κατηγορία που ονομάζονται risk managers. Αυτή η διάθεση διαχείρισης του κινδύνου θεωρείται η κοινή λειτουργία, στην οποία καταλήγουν τόσο οι στρατηγικές αντιστάθμισης όσο και της κερδοσκοπίας. Αυτό οφείλεται στο ότι ο επενδυτής που σκοπεύει στην αντιστάθμιση του κινδύνου λειτουργεί ταυτόχρονα και ως κερδοσκόπος. Ένας κερδοσκόπος που με τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές είναι απροφύλακτος μπορεί να οδηγηθεί σε αντιστάθμιση κινδύνου.

⁶⁹ Kolb R.W., Overdahl J.A., 2010. Financial derivatives: Pricing and Risk

⁷⁰ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

⁷¹ Kolb R.W., Overdahl J.A., 2010. Financial derivatives: Pricing and Risk Management, John Wiley & Sons Inc

Η χρήση των παραγώγων συνδέεται με την απόδοση των χαρτοφυλακίων σύμφωνα με τους Koski & Pontiff⁷² γιατί ως εργαλεία αντιμετώπισης του κινδύνου, τα παράγωγα προϊόντα συνεισφέρουν στην μείωση του κόστους συναλλαγών και βελτιώνουν τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων, αξιοποιώντας κάθε χρήσιμη πληροφορία. Υπάρχει όμως και η άποψη που θεωρεί ότι τα χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι υψηλού κινδύνου γιατί περιέχουν το ενδεχόμενο αυξημένου ρίσκου με σκοπό το κέρδος.

3.3.1. Τα παράγωγα προϊόντα ως μέσα αντιστάθμισης κινδύνου (hedging)

Τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν χρήσιμα εργαλεία αντιστάθμισης μέσω διαφόρων τεχνικών και στρατηγικών. Χαρακτηριστικά οι τράπεζες έχοντας ως ανταγωνιστικό πλεονέκτημα τις πληροφορίες αξιολόγησης και παρακολούθησης του πιστωτικού κινδύνου των πελατών προβαίνουν στην αντιστάθμιση άλλων κινδύνων όπως τον επιτοκιακό κίνδυνο.⁷³ Οι τράπεζες μέσω της αντιστάθμισης μπορούν να αυξήσουν το επίπεδο μόχλευσης και ανάληψης κινδύνων συγκριτικά με άλλους χρηματοοικονομικούς παράγοντες. Έχει παρατηρηθεί ότι η αύξηση της κερδοφορίας συνδέεται με το χαμηλό επίπεδο χρηματοοικονομικής αδυναμίας. Με την έννοια αυτή μπορούμε να πούμε ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι λιγότερο πρόθυμες και ευάλωτες να χρησιμοποιήσουν τα παράγωγα ως μέσο αντιστάθμισης κινδύνου. Ο όρος αντιστάθμιση αντιπροσωπεύει δυο θέσεις με αντίθετη κατεύθυνση.⁷⁴

Όσο ένας επενδυτής χρησιμοποιεί τα παράγωγα με στόχο την αντιστάθμιση των επενδύσεων τόσο τοποθετείται σε αντίθετη θέση μετρητοίς στην αγορά. Η στρατηγική της αντιστάθμισης του επενδυτή είναι ίδια για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και Δικαιώματα Προαίρεσης και διαφέρει μόνο ως προς τον τρόπο που λειτουργίας τους. Στην περίπτωση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και των Προθεσμιακών Συμβολαίων η αντιστάθμιση κινδύνου

⁷² Koski J.L., Pontiff J., 1999. How are Derivatives Used? The Journal of finance, Vol. Liv., No.2

⁷³ Minton B.A., Stulz R., Williamson R., 2005. How much do banks use credit derivatives to reduce risk? National Bureau of economic Research, Working Paper 11579

⁷⁴ Kolb R.W., Overdahl J.A., 2010. Financial derivatives: Pricing and Risk Management, John Wiley & Sons Inc

εκτελείται με την λήψη αντίθετης θέσης στην προθεσμιακή αγορά σε σχέση με αυτή στην spot αγορά. Όσον αφορά τα Δικαιώματα Προαίρεσης επικρατούν δυο κύριοι τρόποι αντιστάθμισης. Με την αγορά δικαιώματος αγοράς ο ένας επενδυτής στοχεύει στην προστασία από κίνδυνο αύξησης των τιμών των προϊόντων. Αντίθετα, Ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης προσδοκά να αντισταθμίσει τον κίνδυνο μείωσης των τιμών των προϊόντων.

Ο επενδυτής στην περίπτωση των Δικαιωμάτων προαίρεσης διατηρεί το δικαίωμα να μην προχωρήσει στην εξάσκηση του δικαιώματος αγοράς ή πώλησης. Το παρακάτω παράδειγμα θα κάνει εμφανές πως επιτυγχάνεται η αντιστάθμιση . Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής είναι κάτοχος 1000 μετοχών Ψ στην τιμή των 10€/μετοχή. Θέλοντας να προστατευτεί από το ενδεχόμενο μείωσης της τιμής της μετοχής, θα προχωρήσει σε αγορά δικαιώματος πώλησης των 1000 μετοχών στην τιμή των 10€/μετοχή λήξεως σε τρεις μήνες. Αν το κόστος του δικαιώματος ανέρχεται στα 1€ το καθαρό του κέρδος θα είναι για την τιμή της μετοχής θα είναι από 11€ (10 + 1€) και πάνω με απεριόριστο κέρδος καθώς ανεβαίνει η τιμή της μετοχής. Εάν μέσα στους τρεις μήνες η τιμή της μετοχής μειωθεί κάτω από 9€ (10 - 1€) τότε ο επενδυτής θα προχωρήσει σε εξάσκηση του δικαιώματος πώλησης δηλαδή 1000 μετοχές x 10€/μετοχή.⁷⁵

3.3.2. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ως εργαλεία κερδοσκοπίας (*speculation*)

Οι speculators παίρνουν μια θέση ανοδική ή πτωτική χωρίς να τους ενδιαφέρει να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο όπως οι hedgers αλλά αναλαμβάνουν το ρίσκο προσδοκώντας στην επίτευξη του κέρδους. Η στρατηγική τους στηρίζεται στην επιτυχημένη πρόβλεψη της της αγοράς και την ανάληψη αντίστοιχης θέσης αγοράς ή πώλησης, η οποία θα ευνοηθεί από την επαλήθευση της πρόβλεψης με στόχο την το κέρδος.

Ένα παράδειγμα κερδοσκοπίας με τη χρήση Δ.Π. έχει ως εξής: Έστω ότι ένας κερδοσκόπος έχει στην κατοχή του 5.000€ και προβλέπει ότι η μετοχή X από την τιμή των 5€/μετοχή που ισχύει σήμερα θα ανέβει σε τρεις

⁷⁵ Adams, Z. and Gluck, T. (2015). Financialization in commodity markets: A passing trend or the new normal? Journal of Banking & Finance, Vol. 60, pp. 93-111

μήνες. Το κόστος δικαιώματος αγοράς της μετοχής X ανέρχεται στα 1€/μετοχή και η προθεσμιακή τιμή τριών μηνών είναι 6€/μετοχή. Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να αγοράσει σήμερα 1.000 μετοχές της X (5.000€/5€) με στόχο να προχωρήσει σε πώληση τους σε τρεις μήνες ή να αγοράσει 5000 δικαιώματα (5000€/1€) επί των μετοχών της X. Σε περίπτωση όπου οι προβλέψεις του κερδοσκόπου επαληθευτούν και η τιμή της μετοχής X αυξηθεί στα 7€/μετοχή σε 5 μήνες, τότε θα έχει κέρδος 2.000€ (1.000 μετοχές x 7€ - 5€) ή θα έχει κέρδος 5.000€ (5.000 δικαιώματα x 7€ - 6€). Παρατηρούμε ότι στην πρώτη περίπτωση το κέρδος είναι απεριόριστο και η ζημιά είναι 'περιορισμένη' μέχρι το μηδενισμό της μετοχής ενώ στην δεύτερη περίπτωση η ζημιά είναι περιορισμένη στο κόστος δικαιώματος ενώ το κέρδος να είναι απεριόριστο.⁷⁶ Γίνεται έτσι αντιληπτό ότι η βασικότερη αιτία δημιουργίας και εξέλιξης των παραγώγων προϊόντων είναι η κερδοσκοπία.

Οι κερδοσκόποι διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τον τρόπο που προβλέπουν τις εξελίξεις στην χρηματιστηριακή αγορά. Όσοι ακολουθούν την θεμελιώδη ανάλυση για να προβλέψουν τις οικονομικές συνθήκες που θα διαμορφωθούν καλούνται *fundamental analysts*. Ενώ οι κερδοσκόποι που βασίζονται στην τεχνική ανάλυση των προγενέστερων κινήσεων καλούνται *technical analyst*. Τέλος, οι *local speculator* έχουν μια θέση σε μια συγκεκριμένη χρηματοοικονομική αγορά και ταυτόχρονα διαπραγματεύονται για ίδιο όφελος.

3.3.3. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ως μέσα εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (*arbitrage*)

Οι επενδυτές που μέσω παρατήρησης εντοπίζουν παροδικές ανισορροπίες στις χρηματιστηριακές αγορές και εκτελούν συναλλαγές μόνο όταν αυτές δίνουν κέρδος με μηδενικό ρίσκο ονομάζονται *arbitrageurs*. Η τακτική τους βασίζεται στην εκμετάλλευση συγκεκριμένων συνθηκών στην αγορά και οι ίδιοι προβαίνουν σε κινήσεις, με αγορά είτε μετοχών είτε ομολόγων και παραγώγων με σίγουρο κέρδος και μηδενικό ρίσκο. Οι ευκαιρία βέβαια για κέρδος για τους *arbitrageurs* είναι εφήμερες γιατί οι επενδυτές βραχυπρόθεσμα ανακαλύπτουν και ελκύονται από τις συγκεκριμένες ειδικές

⁷⁶ Πηνελόπη Κόρδα, 2018. Διπλωματική Εργασία Παράγωγα προϊόντα στην ελληνική αγορά

περιπτώσεις με αποτέλεσμα να βρίσκονται γρήγορα σε συνθήκες ισορροπίας η αγορά. Έτσι περιορίζεται η δυνατότητα κέρδους με την εφαρμογή της στρατηγικής της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας.

Οι δυο κατηγορίες της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας είναι :

- ❖ Η χωρίς κίνδυνο εξισορροπητική κερδοσκοπία, όπου υπάρχει πλήρη αντιστάθμιση των θέσεων και έτσι δεν προκύπτει κανένας κίνδυνος.
- ❖ Η με κίνδυνο εξισορροπητική κερδοσκοπία, όπου δύναται να υπάρξει πλήρως αντισταθμισμένη θέση και ο υπάρχει ένα κάποιο ρίσκο για πολύ μικρή χρονική διάρκεια.⁷⁷

Οι συναλλασσόμενοι στην αγορά παραγώγων με γνώμονα τη χρήση των προϊόντων είναι οι αντισταθμιστές κινδύνου, οι κερδοσκόποι και οι εξισορροπητικού κερδοσκόποι.

Αντισταθμιστές κινδύνου (Hedgers)

Αυτοί οι συναλλασσόμενοι έχουν σκοπό την μείωση του ρίσκου, που προκύπτει από την μεταβλητότητα των τιμών. Έχουν ως κύριο μέλημα τους να προεξοφλήσουν την μελλοντική τιμή του παραγώγου και να το πουλήσουν στην αγορά αργότερα. Η στρατηγική της λήψης αντίθετης θέσης από την spot αγορά, αποσκοπεί στην μείωση της ζημιάς ανεξάρτητα από τη πορεία της αγοράς. Έτσι οδηγούνται στην κατοχύρωση των αποδόσεων τους χωρίς να ρευστοποιούν το χαρτοφυλάκιο τους.

Κερδοσκόποι (Speculators)

Οι συναλλασσόμενοι αυτής της κατηγορίας δεν σκοπεύουν στην αποφυγή του κινδύνου όπως οι αντισταθμιστές αλλά βασίζονται και επιθυμούν μεταβλητότητα των τιμών. Σκοπός τους είναι το κέρδος και για το αυτό προχωρούν σε κινήσεις απόκτησης συμβολαίων που διαπραγματεύονται προκειμένου όταν τους δοθεί η ευκαιρία να κλείσουν τη θέση για να αποκομίσουν κέρδος.⁷⁸

⁷⁷ Πηνελόπη Κόρδα, 2018. Διπλωματική Εργασία Παράγωγα προϊόντα στην ελληνική αγορά

⁷⁸ Adams, Z. and Gluck, T. (2015). Financialization in commodity markets: A passing trend or the new normal? Journal of Banking & Finance, Vol. 60, pp. 93-111

Εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (Arbitrageurs)

Η κατηγορία αυτών των συναλλασσόμενων είναι, χωρίς κίνδυνο να εντοπίσουν τις ανισορροπίες της αγοράς, με σκοπό το κέρδος. Μέσω της συνεχούς παρακολούθησης και ανάλυσης της αγοράς εκτελούν πράξεις τη κατάλληλη στιγμή ώστε οι τιμές να έχουν μεταβληθεί προς όφελος τους με μηδενικό κόστος και δίχως κίνδυνο. Οι αποφάσεις των Arbitrageur χρειάζεται ταχύτητα ευελιξία και ετοιμότητα, συνθήκες που ευνοούν μόνο τους έχοντες άμεση πρόσβασή στα συστήματα συναλλαγών.⁷⁹

3.4. Τα παράγωγα προϊόντα χρήσιμα για φοροαποφυγή

Φορολογικός σχεδιασμός και παράγωγα προϊόντα

Ένας ακόμα λόγος που χρησιμοποιούνται τα παράγωγα προϊόντα είναι για φορολογικό σχεδιασμό και κατά επέκταση για αποφυγή των φορολογικών υποχρεώσεων από τις επιχειρήσεις. Επιπρόσθετα ορισμένες φορές η χρήση των παραγώγων από τις επιχειρήσεις έχει ως στόχο τον περιορισμό των φορολογικών επιβαρύνσεων.⁸⁰

Με την χρήση των παραγώγων προϊόντων μπορεί μια επιχείρηση να καταφέρει το ίδιο οικονομικό αποτέλεσμα που προκύπτει από κάποια συναλλαγή, χωρίς όμως αυτήν να πραγματοποιηθεί στην πραγματικότητα και χωρίς να δημιουργηθούν οι συνηθισμένες φορολογικές υποχρεώσεις. Ακόμα, η συναλλαγή με την χρήση των παραγώγων προϊόντων δεν απαλλάσσεται από φορολογικές υποχρεώσεις απλά είναι λιγότερο δαπανηρές από κάποια συναλλαγή που γίνεται στην πραγματικότητα. Τελειώνοντας, και στις δυο περιπτώσεις είτε η συναλλαγή γίνει με την χρήση παραγώγων είτε στην πραγματικότητα το οικονομικό αποτέλεσμα είναι το ίδιο.⁸¹

Χρηματοοικονομικά παράγωγα και φοροαποφυγή

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα έχουν πολλά πλεονεκτήματα και ένα από αυτά είναι ότι δίνει στις επιχειρήσεις την δυνατότητα κέρδους μέσα από στρατηγικές φοροαποφυγής. Τα παράγωγα χρησιμοποιούνται από τους

⁷⁹ Πηνελόπη Κόρδα, 2018. Διπλωματική Εργασία Παράγωγα προϊόντα στην ελληνική αγορά

⁸⁰ Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

⁸¹ Martin, D. and Zailer, I. (2001). Derivative Products and Tax Planning Derivatives Use, Trading & Regulation, 7 (1), pp: 8-16

φορολογουμένους με σκοπό την αλλαγή των πραγματικών πηγών των κερδών και των χαρακτηριστικών τους με στόχο την χαμηλότερη φορολογική επιβάρυνση.

Ο λόγος για τον οποίο ορισμένες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα παράγωγα προϊόντα για φοροαποφυγή είναι διότι αυτά είναι ικανά για προτύπους τρόπους για αποφυγή των φορών και μικρό κίνδυνο εντοπισμού από τις φορολογικές αρχές. Στην περίπτωση των παραγώγων για την χρησιμότητα μικρότερης φορολογίας βοηθάει και η αδυναμία που παρουσιάζεται στο φορολογικό σύστημα που ενώ οι πραγματικές συναλλαγές με τις συναλλαγές που γίνονται με τα παράγωγα έχουν το ίδιο οικονομική αξία αλλά διαφορετικό τρόπο φορολόγησης.⁸²

Ένα παράδειγμα που απεικονίζει καθαρά το φαινόμενο αυτό είναι όταν μια επιχείρηση έχει την δυνατότητα να συμμετέχει σε μια άλλη επιχείρηση με διαφορετικούς τρόπους όπως δηλαδή όταν οι δυο επιχειρήσεις μπορούν να συνάψουν μια ανταλλαγή swaps, ή η μια επιχείρηση να αγοράσει μετοχές από την άλλη ή και να πουλήσει ένα δικαίωμα πώλησης ή τέλος να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς. Στις περισσότερες περιπτώσεις η νομοθεσία δυσκολεύει το έργο των αρχών διότι χωλάνει στους νομούς της, υπάρχουν πολλές ανακρίβειες και τις περισσότερες φορές δημιουργούνται ασάφειες, με αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις με την βοήθεια των παραγώγων να αποφεύγουν την πληρωμή μεγάλων φορών. Μια επιχείρηση για να αντιμετωπίσει το αυξημένο φορολογικό συντελεστή μπορεί να χρησιμοποιήσει τα παράγωγα προϊόντα και να μειώσει την μεταβλητότητα των εσόδων.⁸³

Παράλληλα, οι επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να περιορίσουν την μεταβλητότητα των κερδών/ζημιών και την πιθανότητα χρεοκοπίας με την βοήθεια των παραγώγων και της αντιστάθμισης. Με αποτέλεσμα αυτές οι επιχειρήσεις να έχουν κερδίσει την εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και να αντλούν ευκολότερα δάνεια. Με την δυνατότητα μιας επιχείρησης να προμηθεύεται δάνεια αυξάνει την ικανότητα της να μειώνει τις

⁸² Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

⁸³ Donohoe, M. (2011). Financial Derivatives in Corporate Tax Avoidance: An Empirical Examination of New Used, University of Florida

φορολογικές επιβάρυνσης επειδή στο φορολογικό εισόδημα θα υπάρχουν τα επιτόκια δανεισμού.⁸⁴

⁸⁴ Graham, J. and Rogest, D. (2002). Do firms Hedge in Response to Tax Incentives, *The Journal of finance*, 57 (2), pp: 815-839

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑ

4.1. Συμπεράσματα

Γίνεται αντιληπτό ότι τα παράγωγα είναι χρήσιμα εργαλεία στα κατάλληλα χέρια και δύναται να προσφέρουν ασφάλεια σε σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις. Όμως μπορούν να επιφέρουν ολέθρια αποτελέσματα λόγω της απεριόριστης έκθεσης σε κίνδυνο των επενδυτών, για ορισμένα προϊόντα. Το μέγεθος του θετικού ή αρνητικού αποτελέσματος εξαρτάται κάθε φορά από τον κίνδυνο που έχει αναλάβει ο επενδυτής.

Οι περισσότεροι επενδυτές που δραστηριοποιούνται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο είναι εξοικειωμένοι με τα future, με υποκείμενη αξία είτε μετοχές είτε δείκτες. Υπό το πρίσμα αυτό η δραστηριοποίηση των επενδυτών σε όλο το φάσμα των παραγώγων θα αποτελέσει ένα επιπλέον όπλο στη φαρέτρα τους για τη επίτευξη κέρδους ή της διασφάλισης των επενδύσεων. Οι ιδιότητες των παραγώγων θα πρέπει να αφομοιωθούν και να γίνουν κατανοητές σε όλους τους συμμετέχοντες. Η ορθή χρήση τους, προφυλάσσει από κινδύνους ενώ αντίθετα η αλόγιστη χρήση έχει ως αποτέλεσμα μεγάλες απώλειες. Η συστηματική και πλήρης ενημέρωση αποτελεί το θεμέλιο λίθο για να αποκτήσουν οι επενδυτές εμπιστοσύνη. Η ύπαρξη εμπιστοσύνης θα οδηγήσει τους επενδυτές να πραγματοποιούν συναλλαγές με ασφάλεια και προοπτική.

Αυτό που χρειάζεται είναι να υπάρξει η δυνατότητα οι έννοιες των παραγώγων να μετασχηματιστούν σε γνώση και εμπειρία. Η γνώση απαιτεί εξάσκηση! Η εξοικείωση με τις συναλλαγές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων θα αποτελέσει ένα επιπλέον εργαλείο του κλάδου της χρηματοοικονομικής ανάλυσης σε όλο τον κόσμο.

4.2. Προτάσεις για έρευνα

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η παρούσα εργασία δίνει το κίνητρο για περαιτέρω προβληματισμό και κυρίως μπορεί να δώσει αφορμή για συζήτηση γύρω από το θέμα. Όσο περισσότερο εξελίσσεται η παγκόσμια οικονομία και προσφέρει περισσότερα προϊόντα τόσο η ανάγκη χρήσης παραγωγών θα αυξάνεται. Θα δημιουργούνται νέες ανάγκες και νέες μορφές επένδυσης αλλά και διαφύλαξης των επενδύσεων. Στη διαδικασία αυτή θα πρέπει κάθε φορά να εξελίσσεται και η δυνατότητα εκμετάλλευσης από τους επενδυτές των χρηματοοικονομικών εργαλείων που στη παρούσα έρευνα αναδείχθηκαν.

Πιο συγκεκριμένα υπάρχει δυνατότητα για έρευνα στα ακόλουθα θέματα:

- 1) Δημιουργία καινούργιων κατηγοριών και καινοτόμων παραγωγών ανάλογα με τις νέες ανάγκες που προκύπτουν
- 2) Νέους τρόπους μέτρησης, διαχείρισης και αντιμετώπισης των κινδύνων των παραγωγών.
- 3) Αναθεώρηση των υπαρχόντων κινδύνων και δημιουργία νέων απαντήσεων που προκύπτουν από τα νέα δεδομένα.
- 4) Περαιτέρω μελέτη των δεδομένων των αγορών προκειμένου να εντοπιστούν ανωμαλίες και οι γεννεσιουργές αιτίες αυτών.
- 5) Συσχέτιση της Λειτουργίας της Ελληνικής αγοράς παραγωγών με αυτή των κυριότερων ευρωπαϊκών αγορών και σύγκριση τους σε θεσμικό πλαίσιο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη

Adams, E. (2010), CDOs in the Financial Crisis, *The Journal of Structured Finance*, Vol. 15, No 4: pp 11-13.

Adams, Z. and Gluck, T. (2015). Financialization in commodity markets: A passing trend or the new normal? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 60, pp. 93-111

Barth, M., Ormazabal, G. and Taylor, D. (2012), Asset Securitization and Credit Risk, *American Accounting Association*, Vol. 87, No 2: pp 423-448.

Bloom, R. and Cenker, W. (2008), Derivatives and Hedging: Accounting vs. Taxation Ballast for Stormy Financial Seas, *Journal of Accountancy*, Vol. 206, No 4: pp 54-58.

Bryan, D. and Rafferty, M. (2006), Financial Derivatives: The New Gold?, Competition and Change: *The Journal of Political Economy*, Vol. 10, No 3: pp 265-282

Bunea-Bontas, C., Petre, M. and Culita, G. (2009), Issues on Hedge Effectiveness Testing, *Munich Personal Repec Archive (MPRA)*, Paper No. 18131, posted 26 October 2009.

Chernenko, S. and Faulkender, M. (2011), The Two Sides of Derivatives Usage: Hedging and Speculation with Interest Rate Swaps, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 46, No 6: pp1727-1754.

Deloitte, (2018). GPoC 2017 Global powers of construction, Madrid. *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp.3-56.

Donohoe, M. (2011), Financial Derivatives in Corporate Tax Avoidance: An Empirical Examination of New Users, University of Florida.

Duarte, J. and McManus, D. (2011), Residential Mortgage Credit Derivatives, *Real Estate Economics*, Vol. 39, No 4: pp 671-700.

Fabozzi, F., Davis, H. and Choudhry, M. (2007), Credit Linked Notes: a Product Primer, *The Journal of Structured Finance* (Winter 2007), Vol. 12, No 4: pp 67-77.

Geczy, C., Minton, B. and Schrand, C. (2007), Taking a View: Corporate Speculation, Governance, and Compensation, *The Journal of Finance*, Vol. 62, No 5: pp 2405-2443.

Goodman, L., Lucas, D. and Fabozzi, F. (2007), Financial Innovations and the Shaping of Capital Markets: The Case of CDOs, *The Journal of Alternative Investments*, Vol. 10, No 1:pp 62-70.

Graham, J. and Rogers, D. (2002), Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives, *The Journal of finance* – Vol. LVII, NO. 2, pp 815-839.

Hull, J. (2006), *Options, Futures and Other Derivatives*, Upper Saddle River New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall.

Hull, J. (2008), *Fundamentals of Futures and Options Markets*, Upper Saddle River New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall.

Kolb R.W., Overdahl J.A., (2010). *Financial derivatives: Pricing and Risk Management*, John Wiley & Sons Inc

Lahmiri, S., Uddin, G. S. and Bekiros, S. (2017). Nonlinear dynamics of equity, currency and commodity markets in the aftermath of the global financial crisis. *Chaos, Solitons and Fractals, Nonlinear Science, and Nonequilibrium and Complex Phenomena*, Vol. 103, pp. 342 – 346

Martin, D. and Zailer, I. (2001), *Derivative Products and Tax Planning, Derivative Use, Trading & Regulation* Vol. 7, No 1, 2001, pp. 8-16.

Michello, Franklin A. (2012), Communication Failures, Synthetic CDOs, and The 2008 Financial Crisis, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Volume 16, Number 4, pp 105-121.

Newman, D., Fabozzi, F., Lucas, D. and Goodman, L. (2008), Empirical Evidence on CDO performance, *The Journal of Fixed Income* (Fall 2008), Vol. 18, No 2: pp 32-40.

Oldfield, G. and Santomero, A. (1997), The Place of Risk Management in Financial Institutions, Wharton Financial Institution Center, University of Pennsylvania.

Rubinstein M. (1999), Derivatives: A PowerPlus Picture Book, Futures Options and Dynamic Strategies, Corte Madera: (Published by) In-The-Money.

Stulz, R. (2010), Credit Default Swaps and the Credit Crisis, Journal of Economic Perspectives – Volume 24, Number 1 – Winter 2010 – Pages 73-92.

Tavakoli, J. (2008), Structured Finance and Collateralized Debt Obligations, New Jersey: John Wiley & Sons.

Wray, R. (2008), Financial Markets Meltdown: What Can We Learn From Minsky, The Levy Economics Institute of Bard College: Public Policy Brief, No. 94A.

Yu, L., Wang, S. and Lai, K.K. (2008). Forecasting crude oil price with an EMD-based neural network ensemble learning paradigm. Energy Economics, Vol. 30, pp. 2623–2635

Zwan, N. (2014). Making Sense of Financialization. Socio-Economic Review, 12 (1), pp. 99-129

Ελληνική

Αλεξάκης, Π., (2005), Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων, Αθήνα: Εκδοτικός Οίκος Έλλην.

Αγγελόπουλος Χ.Παναγιώτης,(2001), Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα(Financial Derivatives),Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης.

Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων,Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.

Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1999). Χρηματιστήριο Αξιών, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική,Αθήνα

Γαλιάτσος Κ., (1994), Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα

Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο (Δ.Λ.Π.) 39 <https://www.e-forologia.gr/>

Κεσισίδου Α. (2010), Πορεία Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, Σχολή Διοίκησης Οικονομίας, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Ελεγκτικής, Α.Τ.Ε.Ι. Καλαμάτας

Κίοχος Π.- Παπανικολάου Α.,(2001). Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια, Εκδόσεις ΑΘ. Σταμούλης, Αθήνα.

Λιβάνης, Ε. και Γεωργιάδης Ν. (2002), Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Μαλινδρέτου Π. Βασιλική,(2002), Σύγχρονα χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση

Μυλώνας Θ., Ν. (2005). Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων, Αθήνα, Εκδόσεις: ΤΥΠΩΘΗΤΩ/ΔΑΡΔΑΝΟΣ

Παπαϊωάννου, Φ.Δ. (2002). Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Αγορές, Ιδιωτική Έκδοση.

Πουφινάς Θ., Φλώρος Χρ., (2017) Χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Δίσιγμα

Πηνελόπη Κόρδα, 2018. Διπλωματική Εργασία Παράγωγα προϊόντα στην ελληνική αγορά

Σιαφάκας Α. (1999). «Τι είναι το Χρηματιστήριο Αξιών» Εκδόσεις Σμπίλιας

Σιαφάκας, Γ. Α. (1996). Τί είναι χρηματιστήριο αξιών, τί πρέπει να γνωρίζουμε, Εκδόσεις Κ. &Π. Σπίλιας, Α.Ε.Β.Ε, Αθήνα