

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ

ΟΡΤΙΟΝ, FUTURES ΚΑΙ ΑΛΛΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ



Επιβλέπων Καθηγητής: Γεώργιος Μαυρομανωλάκης

Φοιτητής:
Γραικός Γεώργιος

09 Ιουνίου 2011

Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	4
Κεφάλαιο Πρώτο	5
Χρηματοοικονομικά παράγωγα.....	5
1.1. Έννοια Παραγώγων προϊόντων	5
1.2. Τα παράγωγα ως μέρος της καθημερινής μας ζωής.....	5
1.3. Χρήση των Παραγώγων Προϊόντων	7
1.4. Χρηματοοικονομικά Παράγωγα Διαπραγματεύσιμα εκτός Χρηματιστηρίου	9
1.4.1. Προθεσμιακά Συμβόλαια Forwards	9
1.4.2. Συμφωνίες ανταλλαγής Swaps.....	11
1.5. Χρηματοοικονομικά Παράγωγα Διαπραγματεύσιμα στο Χρηματιστήριο	14
1.6. Η Ελληνική Αγορά Χρηματοοικονομικών Παραγώγων.....	15
1.7. Η ύφεση της ελληνικής οικονομίας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.	18
1.8. Σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα και οίκοι αξιολόγησης	20
1.9. Τα παράγωγα της κερδοσκοπίας	22
Κεφάλαιο Δεύτερο.....	24
Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης - Futures.....	24
2.1. Έννοια και χαρακτηριστικά των Futures.....	24
2.2. Η λειτουργία των margins	27
2.3. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των Futures	29
2.4. Διαφορές μεταξύ των προθεσμιακών Συμβολαίων και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.....	30
2.5. Τα Future στο Χ.Π.Α.	31
Κεφάλαιο Τρίτο	39
Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης - Options.....	39
3.1. Έννοια των Options	39
3.2. Τα χαρακτηριστικά των Options	40
3.3. Οι τέσσερις βασικές θέσεις των Options	42
3.3.1. Αγορά δικαιώματος αγοράς (Long call)	42

3.3.2. Πώληση δικαιώματος αγοράς (short call)	43
3.3.3. Αγορά δικαιώματος πώλησης (long put).....	44
3.3.4. Πώληση δικαιώματος πώλησης (short put)	44
3.4. Παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των δικαιωμάτων.....	45
3.5. Δικαιώματα στο Χ.Α.	48
Βιβλιογραφία.....	52

Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια, ακούμε, συχνά, για τα παράγωγα. Είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα, του η τιμή τους προκύπτει, από την τιμή των προϊόντων (μπορεί αυτά τα προϊόντα να μην είναι χρηματοοικονομικά) στα οποία βασίζονται. Η χρήση των παραγώγων απαιτεί απόλυτη γνώση των κανόνων τους.

Υπάρχουν δυο είδη παραγώγων. Κατ' αρχάς, διακρίνονται, ανάλογα με το χρηματοοικονομικό προϊόν στο οποίο βασίζονται.

Επίσης, διακρίνονται, σε:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ τα γνωστά και ως futures)
- Δικαιώματα Προτίμησης (ΔΠ γνωστά και ως options)
- Συνδυασμό των δυο παραπάνω

Δυστυχώς, λόγω της μη σωστής εποπτείας της αγοράς παραγώγων, σε παγκόσμιο επίπεδο, η αγορά αυτή έχει καταλήξει, σε μια αγορά «στοιχημάτων» και πεδίο δόξης, για κερδοσκόπους.

Η παρούσα πτυχιακή εργασία θα εστιαστεί στη θεωρητική ανάλυση των future, options και άλλων χρηματοοικονομικών παραγώγων. Επιπλέον θα υπάρξει μία σύντομη παρουσίαση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς και της Εικόνας που παρουσιάζει η εικόνα μας σήμερα, εν μέσω οξείας οικονομική κρίσης.

Κεφάλαιο Πρώτο

Χρηματοοικονομικά παράγωγα

1.1. Έννοια Παραγώγων προϊόντων

Τα παράγωγα προϊόντα είναι χρηματοοικονομικά μέσα (διμερείς συμβάσεις), των οποίων η αξία εξαρτάται, από την αξία άλλων υποκειμένων μεταβλητών επί των οποίων στηρίζονται. Συνεπώς τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα προκύπτουν από άλλα αξιόγραφα και διαπραγματεύονται σε ειδικές αγορές που διέπονται από τη δική τους νομοθεσία και τους δικούς τους μηχανισμούς.

Η τιμή των παραγώγων προϊόντων συνδέεται με την εξέλιξη στην τιμή άλλων, πρωτογενών προϊόντων. Έτσι, οι υποκείμενες μεταβλητές των παραγώγων προϊόντων μπορεί να είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, όπως μετοχή, ομόλογο, επιτόκιο, συνάλλαγμα ή ένας χρηματιστηριακός δείκτης μετοχών ή ένα εμπόρευμα όπως σιτάρι, μέταλλα πετρέλαια κ.ά.

Η μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων οφείλεται στο ότι τα προϊόντα αυτά μπορούν να θεωρηθούν ως εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλυνσης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών, αλλά και ως μέσα εξασφάλισης αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών.¹

1.2. Τα παράγωγα ως μέρος της καθημερινής μας ζωής

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα αρχικά δεν δημιουργήθηκαν ως αποτέλεσμα επιστημονικής έρευνας αλλά ούτε και για να καλύψουν κάποιο κενό στα επενδυτικά εργαλεία του ανθρώπου, παρόλο που σήμερα αποτελούν τροφή για πόλους ερευνητές αλλά και ένα αναγκαίο εργαλείο τόσο για τους επενδυτές όσο και για τη σύγχρονη χρηματοοικονομική επιστήμη. Συναλλαγές οι οποίες έχουν μερικά από τα χαρακτηριστικά των παραγώγων θα μπορούσαμε να πούμε ότι κάνουμε καθημερινά στη ζωή μας, από τον μέσο πολίτη μέχρι τον επιχειρηματία.

¹ Κιόχος Π.Α., Παπανικολάου Γ.Δ., Κιόχος Α.Π. (2001), *Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών, Διεθνή Χρηματιστήρια*, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

Για παράδειγμα, ένας ελαιοπαραγωγός προκειμένου να εξασφαλίσει ότι το φθινόπωρο θα είναι αμέσως διαθέσιμο ένα ελαιοτριβείο ώστε να βγάλει έγκαιρα λάδι και να είναι από τους πρώτους που θα το διοχετεύσουν στην αγορά, κάνει την εξής συμφωνία: Ένα χρόνο νωρίτερα έρχεται σε συμφωνία με το ελαιοτριβείο ότι το επόμενο φθινόπωρο θα πληρώσει ένα συγκεκριμένο ποσό για τα συγκεκριμένα κιλά ελιάς που θα πάει. Το ποσό που έχει προσυμφωνηθεί πληρώνεται την ημέρα που θα προσφερθεί η συγκεκριμένη υπηρεσία και εξαρτάται από τους εξής παράγοντες:

- Από την παραγωγή: Αν όλοι πιστεύουν ότι τον επόμενο χρόνο η συγκομιδή της ελιάς θα είναι μεγάλη σε σχέση με φέτος, ο παραγωγός είναι διατεθειμένος να πληρώσει ακριβότερα από τις τρέχουσες τιμές προκειμένου να έχει το κεφάλι του ήσυχο ότι το ελαιοτριβείο θα τον περιμένει και χωρίς καμία καθυστέρηση θα βγάλει λάδι. Για τον ίδιο λόγο το ελαιοτριβείο πιστεύοντας ότι θα αυξηθεί η παραγωγή θα ζητάει περισσότερα χρήματα από φέτος διότι του χρόνου οι υπόλοιποι παραγωγοί θα πληρώνουν ακριβότερα.

- Το κόστος του κεφαλαίου ή αλλιώς το επιτόκιο: Αν ο παραγωγός έχει τα χρήματα τώρα τα οποία όμως θα τα καταβάλει στο ελαιοτριβείο την επόμενη χρονιά, τότε για ένα χρόνο θα εισπράττει τους τόκους από την τράπεζα. Το ελαιοτριβείο από την άλλη θα πάρει στο μέλλον τα χρήματα όμως μέχρι τότε δεν θα παίρνει τόκους από αυτό το κεφάλαιο. Το ζήτημα εδώ είναι λεπτό διότι αν το επιτόκιο είναι σημαντικό ο κάθε παραγωγός θα ήθελε σήμερα να κλείσει μία τέτοια συμφωνία όπου η παροχή υπηρεσιών θα γίνει μετά από ένα χρόνο με τιμές σημερινές. Για το διάστημα αυτό τα χρήματα που έχει μπορεί απλά να τα τοκίσει ή να τα επενδύσει αλλού.

Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω παραμέτρους οι αντισυμβαλλόμενοι βρίσκουν μία τιμή που να συμφέρει και τους δύο και κλείνουν τη συμφωνία. Αν μετά από ένα χρόνο η σοδειά αυξηθεί σημαντικά με αποτέλεσμα και η τιμή που θα ζηταγε κανονικά το ελαιοτριβείο να ήταν μεγαλύτερη από τη συμφωνηθείσα, κερδισμένος θα έβγαινε ο παραγωγός διότι είχε συμφωνήσει ένα χρόνο πριν σε χαμηλότερη τιμή. Αν από την άλλη η σοδιά μειώνονταν σημαντικά με αποτέλεσμα και οι τιμές των ελαιοτριβείων να υποχωρούσαν, ο παραγωγός ήταν υποχρεωμένος να πληρώσει ότι ακριβώς είχε συμφωνηθεί στο παρελθόν. Αυτή η συμφωνία που έκανε ο παραγωγός με το ελαιοτριβείο είναι ένα ΣΜΕ.

Ενώ λοιπόν τα παράγωγα ξεκίνησαν από μία ανάγκη του εμπορείου προκειμένου να εξασφαλίσει κανείς για παράδειγμα την επιθυμητή ποσότητα σιταριού ή πετρελαίου στην επιθυμητή τιμή και την επιθυμητή μελλοντική στιγμή, σε τέτοιου είδους συμφωνίες ενεπλάκησαν και ένα σωρό άλλοι συμμετέχοντες οι οποίοι δεν νοιαζόντουσαν να παραλάβουν πετρέλαιο κατά τη λήξη του συμβολαίου αλλά να επωφεληθούν από την μεταβολή της τιμής του αναλόγως με την πρόβλεψη που έκαναν και δεν είναι άλλοι από τους λεγόμενους επενδυτές (investors) και κερδοσκόπους (speculators).

Η λέξη κερδοσκοπία είναι παρεξηγημένη στην ελληνική γλώσσα διότι υποσυνείδητα παραπέμπει στην έννοια της απόκτησης χρήματος με απάτη. Τόσο οι επενδυτές όσο και οι κερδοσκόποι σκοπό έχουν να κερδίσουν χρήματα από την επένδυσή τους, απλά ο όρος επενδυτής αναφέρεται σε κάποιον ο οποίος έχει κάνει μακροπρόθεσμη επένδυση, ενώ ο όρος κερδοσκόπος αναφέρεται σε κάποιον ο οποίος επενδύει για πολύ μικρό χρονικό διάστημα σπεύδοντας να πάρει τα κέρδη του γρηγορότερα χωρίς να έχει το ρίσκο της αβεβαιότητας για μία μακροπρόθεσμη επένδυση. Έτσι φτάσαμε από τα παράγωγα σε εμπορεύματα να έχουμε και παράγωγα σε ισοτιμία, μετοχές, μετοχικούς δείκτες ενώ στην Αμερική διαπραγματεύονται μεταβολές του καιρού (Weather Derivatives).²

1.3. Χρήση των Παραγώγων Προϊόντων

Τα παράγωγα προϊόντα χρησιμοποιούνται κυρίως:

α) Για συναλλαγές (**trading**)

Οι διαπραγματευτές λαμβάνουν θέσεις στην αγορά παραγώγων προσπαθώντας να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες για κέρδη ανάλογα με τις προσδοκίες τους για την αγορά τόσο σε σχέση με την τιμή της υποκείμενης αξίας όσο και με τη μεταβλητότητα. Οι διαπραγματευτές σε αντίθεση με τους αντισταθμιστές αναζητούν την ανάληψη κινδύνων με αποτέλεσμα το δυνητικό τους κέρδος να είναι πολύ υψηλό.

² Βαρβιτσιώτης Α., (2005) Στρατηγικές Παραγώγων, εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.

β) Για αντιστάθμιση κίνδυνου (hedging)

Ο επενδυτής προσδοκά την αντιστάθμιση κινδύνου, από μια θέση που κατέχει στην υποκείμενη αγορά (cash market).

Συγκεκριμένα, ο επενδυτής προσπαθεί να προστατεύσει μια θέση του στην υποκείμενη αγορά, χρησιμοποιώντας μια αντίθετη θέση στην αγορά των παραγώγων. Οι αντισταθμιστές χρησιμοποιούν κατά κύριο λόγο δικαιώματα προαίρεσης και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης προκειμένου να περιορίσουν ή ακόμη και να εξαλείψουν τον κίνδυνο που σχετίζεται με μία θέση τους στην τρέχουσα αγορά.

Έτσι, αγοράζοντας για παράδειγμα ορισμένο αριθμό συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE - Mid 40 μπορούμε να αντισταθμίσουμε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών έναντι βραχυπρόθεσμων ή μακροπρόθεσμων πτωτικών τιμών των μετοχών.

γ) Για εξισοροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)

Ο επενδυτής αποσκοπεί να εκμεταλλευθεί στιγμιαίες ανισοροπίες που παρατηρούνται ανάμεσα στην τρέχουσα αγορά και στην αγορά παραγώγων για να αποκομίσει κέρδος χωρίς κίνδυνο. Η διαδικασία αυτή απαιτεί γρήγορες κινήσεις και μεγάλο ύψος κεφαλαίου (λόγω προμηθειών) με αποτέλεσμα το arbitrage να μπορεί να επιτευχθεί κυρίως από συναλλασσόμενους οι οποίοι έχουν άμεση πρόσβαση στο σύστημα συναλλαγών.

Τα παράγωγα προϊόντα, με κριτήριο την φύση των αγορών στις οποίες αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών, διακρίνονται σε δύο κύριες κατηγορίες:

α) Χρηματοοικονομικά Παράγωγα προϊόντα διαπραγματεύσιμα στο Χρηματιστήριο (Χρηματιστηριακά Παράγωγα προϊόντα) και

β) Χρηματοοικονομικά Παράγωγα προϊόντα διαπραγματεύσιμα εκτός χρηματιστηρίου (εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα).³

³ Κιόχος Π.Α., Παπανικολάου Γ.Δ., Κιόχος Α.Π. (2001), *Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών, Διεθνή Χρηματιστήρια*, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

1.4. Χρηματοοικονομικά Παράγωγα Διαπραγματεύσιμα εκτός Χρηματιστηρίου

Τα κυριότερα παράγωγα προϊόντα τα οποία είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης εκτός οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών, συνήθως είναι διαπραγματεύσιμα στις τράπεζες (Over The Counter «OTC») είναι τα εξής:

Τα βασιζόμενα σε προθεσμιακές συναλλαγές:

- Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards).
- Συμφωνίες Ανταλλαγής (Swaps).

Τα βασιζόμενα στην άσκηση μελλοντικού δικαιώματος:

- Προτιμησιακά δικαιώματα (Options).
- Τίτλοι επιλογής (Warrants).
- Δικαίωμα ανταλλαγής (Swaptions).

Τα προϊόντα της κατηγορίας αυτής παρουσιάζουν τα παρακάτω βασικά χαρακτηριστικά:

- Είναι διαπραγματεύσιμα εκτός Χρηματιστηρίου, συνήθως στις τράπεζες.
- Δεν είναι τυποποιημένα και προσαρμόζονται απόλυτα στις ανάγκες των συμβαλλόμενων μερών.
- Οι συναλασσόμενοι είναι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές.
- Σκοπός των συναλασσομένων συνήθως είναι η αντιστάθμιση κινδύνου.
- Η αποτίμηση των θέσεων γίνεται σύμφωνα με τις συνήθειες που επικρατούν στην αγορά.
- Ο διακανονισμός των συναλλαγών πραγματοποιείται μέσω των συμβαλλομένων.
- Το κόστος συναλλαγών είναι υψηλό.
- Δεν υπάρχει για τα προϊόντα αυτά δευτερογενής αγορά.⁴

1.4.1. Προθεσμιακά Συμβόλαια *Forwards*

Το προθεσμιακό συμβόλαιο *Forwards* είναι μια σύμβαση μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα συγκεκριμένο αγαθό ή τίτλο αξίας

⁴ Δημητρόπουλος Π. (1999), *Τα Παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο*, Εκδ. Φυκίρης, Αθήνα.

σε μια προσυμφωνημένη μελλοντική ημερομηνία και σε προσυμφωνημένη τιμή (τιμή παράδοσης).

Ο αγοραστής συμφωνεί να αγοράσει το υποκείμενο στοιχείο σε συγκεκριμένη τιμή και σε συγκεκριμένη ημερομηνία (long position).

Ο πωλητής συμφωνεί να πουλήσει το ίδιο στοιχείο στην ίδια ημερομηνία και στην ίδια (συμφωνημένη) τιμή (short position).

Τα προθεσμιακά συμβόλαια Forwards εκκαθαρίζονται μόνο στην ημερομηνία λήξης τους.

Το συμβαλλόμενο μέρος με τη θέση του πωλητή (short position) παραδίδει το υποκείμενο στοιχείο σε αυτό με τη θέση του αγοραστή (long position), εισπράττοντας σε μετρητά την προσυμφωνημένη τιμή παράδοσης.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια Forwards μοιάζουν με τα προθεσμιακά συμβόλαια Futures, αλλά διαφέρουν στα εξής σημεία:

α) Τα Forwards είναι διαπραγματεύσιμα σε εξωχρηματιστηριακές αγορές και είναι μια ιδιωτική συμφωνία μεταξύ δυο μερών συνήθως εταιριών και τραπεζών.

Ενώ τα Futures είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές (χρηματιστήρια).

β) Τα Forwards δεν είναι τυποποιημένα. Όλοι οι όροι συμπεριλαμβανομένης και της τιμής είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης μεταξύ των συμβαλλομένων και προσαρμόζονται απόλυτα στις ανάγκες τους. Ενώ τα Futures είναι απόλυτα τυποποιημένα ως προς όλους τους όρους (ημερομηνία, τόπο παράδοσης, ποσότητα, ποιότητα) εκτός από την τιμή που είναι άλλωστε και το αντικείμενο διαπραγμάτευσης.

γ) Στα Forwards ο διακανονισμός των συναλλασσομένων πραγματοποιείται μεταξύ των συμβαλλομένων.

Κάθε μέρος υπέχει απόλυτη ευθύνη έναντι του άλλου, και γι' αυτό το λόγο η ταυτότητα των μερών είναι πολύ σημαντική. Ενώ στα Futures ο διακανονισμός των συναλλασσομένου πραγματοποιείται μέσω «Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών». Η παρεμβολή της εταιρίας αυτής διασφαλίζει την εκπλήρωση του συμβολαίου και για τα δύο μέρη ακόμα και στην περίπτωση που το άλλο μέρος αθετήσει την υποχρέωση του.

δ) Τα Forwards εκκαθαρίζονται στη λήξη του συμβολαίου. Ενώ τα Futures εκκαθαρίζονται καθημερινά.

ε) Τα Forwards κλείνουν κατά τη λήξη τους με την παράδοση του υποκειμένου στοιχείου και είσπραξη μετρητών. Ενώ τα Futures συνήθως κλείνουν πριν από τη λήξη τους καθότι εξουδετερώνονται με την απόκτηση ισάριθμων και πιστά αντίθετης φοράς συμβολαίων.⁵

1.4.2. Συμφωνίες ανταλλαγής Swaps

"Swap" είναι μία συμφωνία ανταλλαγής μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων, προκαθορισμένων σειρών πληρωμών σε μία περίοδο στο μέλλον. Υπάρχουν αρκετά είδη swaps αλλά τα βασικότερα είναι:

Ανταλλαγές επιτοκίου (interest rate swaps)

Ανταλλαγές συναλλάγματος (currency swaps)

Ανταλλαγές Επιτοκίου

Οι ανταλλαγές επιτοκίων είναι οι πιο συνηθισμένες περιπτώσεις swaps, όπου οι δύο αντισυμβαλλόμενοι συνάπτουν μία συμφωνία ανταλλαγής πληρωμών κυμαινόμενου επιτοκίου με πληρωμές σταθερού επιτοκίου. Η χρήση τους στοχεύει στη μετατροπή ενός δανείου με σταθερό επιτόκιο σε ένα δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο ή και το αντίστροφο επιτρέποντας με τον τρόπο αυτό στα αντισυμβαλλόμενα μέρη να επιτυγχάνουν μικρότερο κόστος.

Προκειμένου να γίνουν κατανοητά τα swaps θ χρησιμοποιήσουμε το παράδειγμα που προσφέρουν στο βιβλίου τους οι Λιβάνης και Γεωργιάδης «Οδηγός Παραγωγών Προϊόντων»⁶. Έστω ότι δύο ελληνικές επιχειρήσεις, η Τσιμεντάλ Α.Ε. και η Σιδηρουργική Α.Ε., έχουν ανάγκη από δανειακά κεφάλαια ίσης αξίας, αλλά διαφορετικού τύπου όσον αφορά τη μορφή του επιτοκίου. Η πρώτη επιχείρηση επιθυμεί να συνάψει τραπεζικό δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο, ενώ η δεύτερη επιχείρηση επιθυμεί να συνάψει δάνειο με σταθερό επιτόκιο εκδίδοντας ένα ευρωμόλογο.

Αν και οι δύο επιχειρήσεις αντλήσουν κεφάλαια από την τραπεζική αγορά, η Τσιμεντάλ Α.Ε. θα δανειστεί με επιτόκιο ίσο με το euribor + 0,6% ενώ η Σιδηρουργική Α.Ε. θα πληρώσει μεγαλύτερο επιτόκιο, euribor + 1,4%. Ακόμη, η πρώτη επιχείρηση εκδίδει ευρωμόλογο με επιτόκιο 7% ενώ η

⁵ Λιβάνης Ε.Σ., Γεωργιάδης Ν.Η. (2002) *Οδηγός Παραγωγών Προϊόντων*, εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη

⁶ Λιβάνης Ε.Σ., Γεωργιάδης Ν.Η. (2002) *Οδηγός Παραγωγών Προϊόντων*, εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη

δεύτερη επιχείρηση για να καταστήσει ελκυστικές τις ομολογίες της θα πρέπει να πληρώσει ένα υψηλότερο επιτόκιο της τάξης του 9%. Είναι εμφανές ότι η Τσιμεντάλ Α.Ε. θεωρείται από τη χρηματαγορά πιο φερέγγυα από τη Σιδηρουργική Α.Ε. και γι' αυτό της επιβάλλεται ένα χαμηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου.

Προκειμένου οι δύο επιχειρηθείς να εκμεταλλευτούν αυτές τις διαφορές στα επιτόκια αποφασίζουν να ανταλλάξουν μεταξύ τους πληρωμές σταθερού έναντι κυμαινόμενου επιτοκίου. Η πρώτη επιχείρηση εκδίδει ευρωομολογίες με επιτόκιο 7% και δανείζει τη δεύτερη επιχείρηση με επιτόκιο ίσο με 8,4% [7% + 1,4%]. Η δεύτερη επιχείρηση με τη σειρά της δανείζεται από την τραπεζική αγορά με επιτόκιο ίσο με euribor + 1,4% και δανείζει την πρώτη επιχείρηση με το ίδιο επιτόκιο.

Η πρώτη επιχείρηση πληρώνει επιτόκιο ίσο με 7% στους κατόχους των ομολογιών της, ενώ εισπράττει 8,4% από το δάνειο της προς τη δεύτερη επιχείρηση κερδίζοντας 1,4%. Επίσης καταβάλλει επιτόκιο euribor + 1,4% για το δάνειο της από τη Σιδηρουργική Α.Ε. Συνεπώς, το καθαρό κόστος δανεισμού της Τσιμεντάλ Α.Ε. είναι $\text{euribor} + 1,4\% - 1,4\% = \text{euribor}$. Στην περίπτωση που αντλούσε δανειακά κεφάλαια απευθείας από την τραπεζική αγορά θα έπρεπε να πληρώσει επιτόκιο ίσο με $\text{euribor} + 0,6\%$. Συνεπώς κερδίζει 0,6% από τη συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων με τη Σιδηρουργική Α.Ε.

Από την άλλη, η Σιδηρουργική Α.Ε. πληρώνει επιτόκιο ίσο με $\text{euribor} + 1,4\%$ για το δάνειο που έλαβε από την τράπεζα και 8,4% για το δάνειο από την πρώτη επιχείρηση, ενώ εισπράττει επιτόκιο ίσο με $\text{euribor} + 1,4\%$ από την Τσιμεντάλ Α.Ε. Έτσι, το καθαρό κόστος δανεισμού της Σιδηρουργική Α.Ε. είναι $\text{euribor} + 1,4\% + 8,4\% - (\text{euribor} + 1,4\%) = 8,4\%$. Στην περίπτωση που εξέδιδε ευρωομολογίες θα έπρεπε να πληρώσει επιτόκιο ίσο με 9%. Επομένως, κερδίζει 0,6% από τη συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων με την Τσιμεντάλ Α.Ε.

Ανταλλαγές Συναλλάγματος

Στην περίπτωση της ανταλλαγής συναλλάγματος έχουμε ανταλλαγή ενός ορισμένου ποσού συναλλάγματος έναντι ενός άλλου νομίσματος. Ουσιαστικά, πρόκειται για μία συμφωνία ανταλλαγής πληρωμών σταθερού επιτοκίου και του κεφαλαίου αποτιμημένων σε ένα νόμισμα, με πληρωμές

κυμαινόμενου επιτοκίου και κεφαλαίου εκφρασμένες σε διαφορετικό νόμισμα. Με την ανταλλαγή συναλλάγματος μία εταιρία επιτυγχάνει να αποκτήσει ένα νόμισμα σε καλύτερους όρους από ότι μία άλλη επιχείρηση.

Για παράδειγμα έστω ότι μία επιχείρηση έχει συνάψει ένα δάνειο κυμαινόμενου επιτοκίου σε ευρώ και μία άλλη επιχείρηση κατέχει ομολογίες σταθερού επιτοκίου εκφρασμένες σε αγγλικές λίρες. Οι δύο εταιρίες συμφωνούν να συνάψουν ένα swap συναλλάγματος. Αρχικά ανταλλάσσεται το αρχικό κεφάλαιο επένδυσης από αγγλικές λίρες σε ευρώ. Στη συνέχεια πραγματοποιείται ανταλλαγή των τόκων των δύο δανείων. Τέλος, ανταλλάσσεται το αρχικό κεφάλαιο στη συναλλαγματική ισοτιμία που ίσχυε όταν συνάφθηκε το swap συναλλάγματος.

Διαπιστώνουμε ότι τα Swaps αποτελούν μία πολύ σημαντική μορφή προθεσμιακής συμφωνίας δύο μερών. Αφετηρία των Swaps είναι η «αρχή του συγκριτικού πλεονεκτήματος» που κάθε μέρος διαθέτει σε μία συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική αγορά. Πρόκειται για μία ιδιωτική συμφωνία ανάμεσα σε δύο ενδιαφερομένους (άλλες φορές καθαρά μεταξύ τους και άλλες φορές με τη μεσολάβηση ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, συνήθως μιας τράπεζας) η οποία συνάπτεται στο χρόνο t_0 και εμπεριέχει τη δέσμευση των δύο μερών πως στο χρόνο t_1 ή και στο χρόνο t_2 και στο χρόνο $t_3...$ και στο χρόνο t_j θα ανταλλάξουν (-σσουν) χρηματικές ροές σύμφωνα με μία προκαθορισμένη στο χρόνο t_0 διαδικασία.

Το Swap, ως χρηματοοικονομικό εργαλείο, αποτελεί πρακτική μόλις των τελευταίων 22 ετών, αφού το πρώτο Swap - που τουλάχιστον έγινε διεθνώς γνωστό - συνήφθη το 1981. Εντούτοις, η αύξηση της χρησιμοποίησης του από ενδιαφερομένους - κυρίως μεγάλες Ανώνυμες Εταιρίες με διεθνοποιημένη παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα - υπήρξε κυριολεκτικά εκρηκτική από χρόνο σε χρόνο.

1.5. Χρηματοοικονομικά Παράγωγα Διαπραγματεύσιμα στο Χρηματιστήριο

Με κριτήριο τη φύση των συμβάσεων τα παράγωγα προϊόντα που είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες.

α) Στα παράγωγα προϊόντα που στηρίζονται σε προθεσμιακές συμβάσεις:

- **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης - Futures** και

β) Στα παράγωγα προϊόντα που στηρίζονται σε προτιμησιακές συμβάσεις:

- **Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης - Options**

Οι δύο πιο πάνω τύποι παραγώγων προϊόντων χρησιμοποιούνται για να επιτύχουν παραπλήσιους οικονομικούς στόχους, παρόλο που υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους.

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα παρουσιάζουν τα εξής βασικά χαρακτηριστικά.

- Είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές (χρηματιστήρια).
- Είναι απόλυτα τυποποιημένα, δηλαδή έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά.
- Οι συναλλασσόμενοι είναι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές.
- Σκοπός των συναλλασσομένων συνήθως είναι η κερδοσκοπία και η αντιστάθμιση κινδύνου.
- Ο διακανονισμός των συναλλαγών πραγματοποιείται μέσω «Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών». Η εταιρία αυτή παρέχει «εγγύηση» για την εκπλήρωση του συμβολαίου.
- Η αποτίμηση των θέσεων γίνεται καθημερινά.
- Το κόστος συναλλαγών είναι σχετικά χαμηλό.
- Η εποπτεία της αγοράς και των προϊόντων είναι υψηλή.

1.6. Η Ελληνική Αγορά Χρηματοοικονομικών Παραγώγων

Στην Ελλάδα, βάσει του Νόμου 2533/1997 - και με τις μετέπειτα τροποποιήσεις των Ν2733/99 & Ν. 2789/00 - άρχισε η λειτουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων με την ίδρυση τον Απρίλιο του 1998 του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.). Θα πρέπει ωστόσο να αναφερθεί ότι και πριν από τη θεσμοθέτηση οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων, πραγματοποιούνταν στην Ελλάδα μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εταιριών και επιχειρηματιών συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα αλλά σε μικρή κλίμακα. Οι συναλλαγές αυτές πραγματοποιούνταν «εκτός κύκλου αγοράς» με ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου από τους ίδιους τους αντισυμβαλλόμενους.

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών είναι ανώνυμη εταιρία με μετοχικό κεφάλαιο σχεδόν 9.000.000 ευρώ και ως σκοπό έχει την οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων προϊόντων αλλά και την παρακολούθηση της ομαλής διεξαγωγής των συναλλαγών σε μία σειρά από τυποποιημένα συμβόλαια τα οποία θα παρουσιάσουμε και θα αναλύσουμε παρακάτω.

Η Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) είναι και αυτή ανώνυμη εταιρία και το μετοχικό της κεφάλαιο ανέρχεται περίπου στα 23.000.000 ευρώ. Είναι αρμόδια για την καταγραφή, επικύρωση, παράδοση και διακανονισμό των συναλλαγών όλων των συμβολαίων που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α. Ακόμη παρέχει εγγύηση για την εκτέλεση των συναλλαγών και διασφαλίζει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές των συμβαλλομένων με αυτή μερών.

Η μετοχική σύνθεση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων είναι η ακόλουθη:

Μέτοχοι	Χ.Π.Α.	ΕΤ.Σ.Ε.Π.
Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	35,46%	35%
Τράπεζες δραστηριοποιούμενες εντός Ελλάδας	27,50%	30,3%
Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών	13,67%	1,1%
Χρηματιστηριακές Εταιρίες Μέλη του Χ.Α.Α.	14%	9,3%
Θεσμικοί Επενδυτές	9,37%	5,1%
Ταχυδρομικό Ταμειτήριο		10%
Χ.Π.Α.		9,2%

Τα μέλη του Χ.Π.Α. διακρίνονται στις ακόλουθες κατηγορίες:

ι. Ειδικό Διαπραγματευτές Τύπου Β

Οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β μπορούν να πραγματοποιούν πράξεις επί παραγώγων τόσο για τους πελάτες τους όσο και για ίδιο λογαριασμό. Επιπλέον έχουν την υποχρέωση να διαβιβάζουν σε συνεχή βάση, ταυτόχρονα δηλώσεις προσφοράς (bid) και δηλώσεις ζήτησης (ask) για ένα ελάχιστο αριθμό συμβολαίων.

Η τιμή προσφοράς είναι η τιμή την οποία οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β προσφέρουν για να αγοράσουν το παράγωγο προϊόν ενώ η τιμή ζήτησης είναι η τιμή στην οποία οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β είναι διατεθειμένοι να πουλήσουν το προϊόν. Η τιμή ζήτησης είναι μεγαλύτερη από την τιμή προσφοράς και η διαφορά τους ονομάζεται άνοιγμα μεταξύ της τιμής προσφοράς και της τιμής ζήτησης. Το Χ.Π.Α. προσδιορίζει το μέγιστο άνοιγμα μεταξύ των τιμών αυτών.

Για την αντιστάθμιση των εξόδων και του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι διαπραγματευτές τύπου Β, απολαμβάνουν ειδικά προνόμια που έχουν τη μορφή μειωμένων προμηθειών συναλλαγών.

Η ύπαρξη των ειδικών διαπραγματευτών τύπου Β είναι ιδιαίτερα σημαντική για την αγορά παραγώγων, καθώς διασφαλίζουν την ομαλότητα της αγοράς και ένα ικανοποιητικό επίπεδο ρευστότητας παρέχοντας συνεχώς τιμές αγοράς και πώλησης.⁷

ii) Ειδικό Διαπραγματευτές Τύπου Α

Η κατηγορία αυτή έχει το δικαίωμα να πραγματοποιεί συναλλαγές επί παραγώγων τόσο για τους πελάτες της όσο και για ίδιο λογαριασμό. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τις οποίες ορίζει το Χ.Π.Α., αναλαμβάνουν τις ίδιες

⁷ Κιόχος Π.Α., Παπανικολάου Γ.Δ., Κιόχος Α.Π. (2001), *Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών, Διεθνή Χρηματιστήρια*, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

υποχρεώσεις με τους ειδικούς διαπραγματευτές τύπου Β κατόπιν συνεννόησης μεταξύ των ειδικών διαπραγματευτών τύπου Α και του Χ.Π.Α. Τέλος, κατά την εισαγωγή εντολών των πελατών τους στο σύστημα θα πρέπει να ακολουθούν τον Κανονισμό Δεοντολογίας.

iii) Απλά Μέλη - Παραγγελιοδόχοι

Τα μέλη αυτά έχουν το δικαίωμα μόνο να εισάγουν τις εντολές των πελατών τους στο σύστημα και όχι να πραγματοποιούν πράξεις για ίδιο λογαριασμό.

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι ιδιότητες τόσο των Παραγγελιοδόχων όσο και των Ειδικών Διαπραγματευτών Τύπου Α αναφέρονται σε όλα τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α. Ωστόσο, με αποστολή προς το Χ.Π.Α. Δήλωσης Άρνησης Διαπραγμάτευσης μπορεί κάποιο Μέλος του Χ.Π.Α. να διακόψει την πραγματοποίηση πράξεων επί παραγώγων για ένα συγκεκριμένο προϊόν, τόσο για τους πελάτες του όσο και για ίδιο λογαριασμό.

Σημειώνουμε ακόμη ότι το Χ.Π.Α. εποπτεύει διαρκώς όλες τις ενέργειες των ειδικών διαπραγματευτών για τη βέβαιη τήρηση των κανονισμών λειτουργίας.

Για να μπορεί κάποιος επενδυτής να διενεργεί συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών θα πρέπει:

- Να έχει κωδικό συναλλαγών σε κάποια χρηματιστηριακή εταιρία που είναι μέλος του Χ.Π.Α.
- Να διαθέτει μερίδα και λογαριασμό αξιών στο Σ.Α.Τ.
- Να έχει κωδικό εκκαθάρισης στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
- Να έχει καταθέσει ως εγγύηση ορισμένο χρηματικό ποσό στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. το οποίο είναι έντοκο.
- Να καταβάλλει με κάθε πράξη που διενεργεί το περιθώριο ασφάλισης το οποίο είναι ίσο με το 12% της αξίας του συμβολαίου.⁸

⁸ Παπούλιας Γ. (1998), *Παράγωγα*, Αθήνα

1.7. Η ύφεση της ελληνικής οικονομίας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η ύφεση είναι ένας πολυσύνθετος οικονομικός όρος αλλά κατανοητός στην πραγματική οικονομία. Η ύφεση είναι στασιμότητα, δεν παράγεται νέος πλούτος η ύφεση προκαλεί ανεργία η ύφεση δεν επιτρέπει τους παραδοσιακούς και μοντέρνους μηχανισμούς της αγοράς να λειτουργήσουν.

Η ύφεση στην Ελλάδα θα αποδειχθεί ίσως το μεγαλύτερο πρόβλημα της οικονομίας καθώς δεν υπάρχουν μέσα ή τρόποι για να αντιμετωπισθεί.

Δεν παράγει η οικονομία, δεν εξάγει και κατ' ουσία ανακυκλώνει τον πλούτο που παράχθηκε ή εμφανίσθηκε στην Ελλάδα μέσω δανεικών.

Η ύφεση στο ΧΑ δεν έχει αποτιμηθεί καθώς η αγορά αντιδρά και αντιστέκεται στα τρέχοντα επίπεδα καθώς προσδοκά ότι θα κοπάσει η κερδοσκοπία και θα αρχίσει το θολό τοπίο να ξεκαθαρίζει.

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών - Βασικοί Δείκτες			
	Κλείσιμο	% από προηγ.	% από 31/12
Γ.Δ.Χ.Α.Α.	1,411.09	0.49%	-35.75%
FTSE-20	661.28	0.70%	-41.24%
FTSE-40	1,507.55	0.08%	-42.33%
FTSE-80	251.02	1.68%	-41.31%
FTSE-140	1,493.92	0.66%	-41.35%
Κεφαλαιοποίηση (€ δισ.)	50.99	0.36%	-38.76%
Όγκος Συναλλαγών (€ εκ.)	48.95	-15.37%	-29.80%
Δείκτης Τραπεζών	1,257.21	1.01%	-52.77%
Δείκτης Τηλεπικοινωνιών	1,709.35	-0.96%	-39.65%
Δείκτης Κατασκευών-Υλικών	2,292.42	-0.27%	-32.62%
Δείκτης Εμπορίου	1,727.56	1.66%	-44.43%
Δείκτης Τροφίμων - Ποτών	6,804.74	-0.62%	16.97%



Εικόνα 1: Συνοπτική εικόνα της πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2010.

Η κερδοσκοπία με τον ένα ή άλλο τρόπο θα μετριαστεί αλλά το ΧΑ δεν έχει αποτιμήσει την ύφεση ακόμα. Όταν αρχίσει να την αποτιμά θα υποχωρήσει σε χαμηλότερα επίπεδα. Τα πρώτα πραγματικά δείγματα της ύφεσης στην Ελλάδα καταγράφηκαν στα κέρδη α΄ τριμήνου του 2010 των τραπεζών και των επιχειρήσεων. Κάποιες τράπεζες υποστήριξαν ότι πήγαν καλά στο α΄ δίμηνο του 2010 λόγω της αύξησης των επιτοκίων στα δάνεια αλλά ακόμη η ύφεση δεν έχει χτυπήσει την πόρτα των τραπεζών. Η εικόνα 1 αποτελεί μία συνοπτική εικόνα της πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2010.

Το 2011 η εικόνα του Χρηματιστηρίου είναι ακόμα χειρότερη. Ο Γενικός Δείκτης του ελληνικού χρηματιστηρίου έχει επιστρέψει 14 χρόνια πίσω στις συνεδριάσεις Μαρτίου και Απριλίου του 1997. Από τις αρχές του 2011 η πτώση φθάνει το 6,41%.

Οι τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές των τραπεζών διαμορφώνονται κάτω από τη λογιστική τους αξία. Η πλειοψηφία των εισηγμένων έχουν επιστρέψει σε επίπεδα πριν από την είσοδο της χώρας μας στην ΟΝΕ, δηλαδή επίπεδα 1997-98. Στα παραπάνω να προσθέσουμε το μεγάλο πρόβλημα ρευστότητας για τις εισηγμένες. Όπως υπογραμμίζουν στελέχη τραπεζών, όσες επιχειρήσεις δεν πετύχουν αναδιάρθρωση των δανείων τους μέσα στο β΄ τρίμηνο του 2011 έχουν συγκεκριμένες επιλογές: πώληση θυγατρικών, αλλαγή έδρας ή εξαγορά από μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου. Ωστόσο, στην παρούσα φάση η κατάσταση γίνεται ακόμη πιο δύσκολη, καθώς η μετακύλιση του κόστους του χρήματος προς τις επιχειρήσεις επιδεινώνει περισσότερο τη στενότητα ρευστότητας, ενώ ενδεχόμενες αυξήσεις κεφαλαίων για την αποπληρωμή δανείων είναι υψηλού ρίσκου εάν δεν υπάρξει μια σταθεροποίηση του κλίματος στην αγορά μετοχών. Οι συσσωρευμένες ζημιές των εισηγμένων αποτελούν «ναρκοπέδιο» για τη βιωσιμότητά τους, όταν μάλιστα δεν υπάρχει ξεκάθαρη εικόνα στη στρατηγική της εκάστοτε διοίκησης ποιο πρόγραμμα θα ακολουθήσει για να εξέλθει από τον εκρηκτικό συνδυασμό των ζημιών και των τραπεζικών υποχρεώσεων. Το δημοσιονομικό έλλειμμα μεγαλώνει αντί να μειώνεται κι έτσι η δυσπιστία των ξένων επενδυτών προς τα ελληνικά ομόλογα και τις μετοχές αυξάνεται αντί να μειώνεται. Έτσι οι τιμές διαμορφώνονται σε όλο και χαμηλότερα επίπεδα. Σε

χαμηλά επίπεδα παραμένουν και οι συναλλαγές, αντικατοπτρίζοντας το περιορισμένο επενδυτικό ενδιαφέρον.⁹

1.8. Σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα και οίκοι αξιολόγησης

Τον τελευταίο καιρό κατακλυζόμαστε από μια περίεργη «ονοματολογία» των «αγορών» (Spreads, CDS, hedge funds, Standard and Poor's, Moody's ...) και μια συνεχή ροή ειδήσεων, πληροφοριών, αναλύσεων και κριτικών για τον ρόλο των «αγορών» στη διαμόρφωση της οικονομικής μας πραγματικότητας. Οι αναφορές εντοπίζονται κυρίως σε δύο βασικά θέματα: τα σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τους οίκους αξιολόγησης.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης ως βασική πηγή πληροφόρησης επενδυτών, επιχειρήσεων και οργανισμών που δραστηριοποιούνται στο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον, αποτελεί εδώ και πολλά χρόνια αντικείμενο ανάλυσης και κριτικής από ακαδημαϊκούς ερευνητές.

Εκτός όμως του ρόλου των οίκων αξιολόγησης, ένα από τα νέα στοιχεία που ανέδειξε η κρίση που διανύουμε είναι ο ρόλος των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και πρακτικών που αναπτύσσονται μέσω των χρηματοοικονομικών παραγώγων. Στο παρελθόν έχει υπάρξει περιστασιακά ανάλογος προβληματισμός, αλλά η τρέχουσα κρίση έχει οδηγήσει σε μια ευρύτερη συζήτηση επί του θέματος.

Τα παράγωγα προϊόντα δεν είναι τίποτε άλλο παρά συμφωνίες/συμβόλαια που βασικός τους στόχος είναι η διαχείριση του κινδύνου που προκύπτει από τη μεταβλητότητα των τιμών των προϊόντων, μέσω της μεταφοράς του από έναν αντισυμβαλλόμενο σε κάποιον άλλο. Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της διάδοσης των χρηματοοικονομικών παραγώγων είναι η πολυπλοκότητα που έχουν αποκτήσει. Υπάρχει πλέον μια πληθώρα διαφορετικών τύπων συμβολαίων, τα οποία σχεδιάζονται και

⁹ www.bankingnews.gr

κατασκευάζονται μέσω της χρηματοοικονομικής μηχανικής ώστε να είναι κατάλληλα προσαρμοσμένα σε διαφορετικούς τύπους κινδύνων, επενδυτικών χαρτοφυλακίων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Μάλιστα, η χρήση παραγώγων δεν περιορίζεται στον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η αξία των παγκόσμιων χρηματιστηριακών συναλλαγών σε μετοχικούς τίτλους για το σύνολο του 2010 ήταν 63 τρισ. δολ., ενώ σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου, η συνολική αξία των εισαγωγών-εξαγωγών εμπορευμάτων και υπηρεσιών σε παγκόσμιο επίπεδο το 2009 ήταν περίπου 32 τρισ. δολ.

Τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν ένα από τα βασικότερα εργαλεία στη διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Επιπλέον, αποτελούν βασικά δομικά στοιχεία για την κατασκευή νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Ταυτόχρονα εξυπηρετούν και κερδοσκοπικές στρατηγικές μέσω της μόχλευσης (leverage), καθώς δίνουν τη δυνατότητα μεγάλων κερδών με περιορισμένο αρχικό κεφάλαιο. Αυτές οι κερδοσκοπικές στρατηγικές σε συνδυασμό με την αλόγιστη χρήση των παραγώγων από στελέχη που δεν αντιλαμβάνονται επαρκώς τη λειτουργία και τους κινδύνους που ενσωματώνουν, αλλά την απουσία διαδικασιών ενδοεπιχειρησιακού ελέγχου, αποτελούν τα κύρια στοιχεία ανησυχίας.

Σήμερα, περισσότερο από ποτέ, απαιτείται ένας συντονισμός σε παγκόσμιο επίπεδο για την καλύτερη εποπτεία των πρακτικών που ακολουθούνται όσον αφορά τη χρήση σύνθετων χρηματοδοτικών και επενδυτικών προϊόντων. Ταυτόχρονα απαιτείται η υιοθέτηση αρχών απόλυτης διαφάνειας. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα όπου υπάρχει έντονη φημολογία για επικείμενη χρεοκοπία της.

Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει όλοι να έχουμε υπόψη ότι κανένα μέτρο που εντάσσεται στα πλαίσια διαχείρισης χρηματοοικονομικών κινδύνων δεν οδηγεί στην εξάλειψή τους. Η εξάλειψη των χρηματοοικονομικών κινδύνων είναι ένας ουτοπικός στόχος, ενώ η αποτελεσματική διαχείρισή τους είναι μια δύσκολη, σύνθετη αλλά εφικτή διαδικασία.¹⁰

¹⁰Ζοπουνίδης Κ., Δούμπος Μ. (2011) Παράγωγα προϊόντα και αγορές, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economy_1_12/02/2011_432312

1.9. Τα παράγωγα της κερδοσκοπίας

Σήμερα, όπως χαρακτηριστικά υποστηρίζει η Ε.Ε. επικρατεί κλίμα «άγριας δύσης» στις διεθνείς αγορές καθώς έχουμε ανεξέλεγκτες αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών προϊόντων υψηλού κινδύνου. Η ΕΕ επιδιώκει να επιβάλει κανόνες, ιδιαίτερα στις συναλλαγές που συνδέονται με παράγωγα και ασφάλιστρα κινδύνου.

Πώς λειτουργούν όμως τα παράγωγα της κερδοσκοπίας; Το παράγωγο λειτουργεί σαν μοχλός: με ελάχιστη προσπάθεια έχει μέγιστη απόδοση, αλλά μπορεί να προκαλέσει και μέγιστη αναταραχή στις διεθνείς αγορές, γι αυτό και προσφέρεται για κερδοσκοπικά παιχνίδια.

Το παράγωγο είναι ουσιαστικά το δικαίωμα να αγοράσεις μία μετοχή ή να πωλήσεις μία μετοχή σε μία μελλοντική τιμή, η οποία θεωρητικά ακολουθεί τις διακυμάνσεις της μετοχής, αλλά στην πραγματικότητα επηρεάζεται πολύ περισσότερο από τη μετοχή καθ' εαυτή.

Επειδή ακριβώς το παράγωγο μπορεί να ανεβάσει ή να κατεβάσει την απόδοσή του πολύ περισσότερο απ' ό τι θα αντιστοιχούσε στην τιμή μετοχών ή πρώτων υλών με τις οποίες συνδέεται, λειτουργεί και ως μοχλός επιτάχυνσης ή επιδείνωσης μίας οικονομικής κρίσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η μετοχή της αυτοκινητοβιομηχανίας Φόλκσβαγκεν (VW) πριν από δύο χρόνια, όταν, μέσω «ανοιχτών πωλήσεων» που αντιστοιχούσαν σε μεγάλες προσδοκίες κερδών, έκανε ένα απίστευτο άλμα φτάνοντας τα χίλια ευρώ. Άλλο παράδειγμα: η αμερικανική ασφαλιστική εταιρεία AIG, που έφτασε στα πρόθυρα της πτώχευσης πριν διασωθεί με κρατικά κεφάλαια. Η κατάρρευση της εταιρείας είχε επιταχυνθεί μέσω συναλλαγών με ασφάλιστρα κινδύνου επισημαίνει ο Μπερντ Ρούντολφ, συνεργάτης του Ινστιτούτου Έρευνας Αγορών στο Μόναχο. Ο οποίος όμως διευκρινίζει ότι τα παράγωγα δεν είναι κάτι καινούργιο, υπάρχουν «στις διεθνείς αγορές από τον Μεσαίωνα.

Την εποχή εκείνη συνδέονταν αποκλειστικά με πρώτες ύλες, για παράδειγμα οι αγρότες συνήθιζαν να αγοράζουν τον σπόρο τους ή να πωλούν τη σοδειά τους σε προκαθορισμένη τιμή και ημερομηνία». Με αυτόν τον τρόπο οι αγρότες δεν κερδοσκοπούσαν, αλλά αντιθέτως εξασφάλιζαν σιγουριά και σταθερό εισόδημα. Έτσι και σήμερα μεγάλες επιχειρήσεις προσπαθούν να εξασφαλίσουν σταθερές τιμές για τις πρώτες ύλες τους, άρα

και σταθερό επιχειρηματικό περιβάλλον με αντίστοιχες συμφωνίες, για παράδειγμα οι αεροπορικές εταιρείες κλείνουν συμβόλαια για αγορά κηροζίνης σε σταθερές τιμές.

Το θέμα είναι ότι σε αυτήν την περίπτωση η συμφωνία αφορά κάτι το χειροπιαστό, δηλαδή ένα συγκεκριμένο προϊόν σε ορισμένη ποσότητα και ποιότητα, ενώ στο κερδοσκοπικό παράγωγο δεν υπάρχει χειροπιαστό αντικείμενο συναλλαγής. Παράδειγμα το παράγωγο που συνδέεται με το νικέλιο: ενώ η πρώτη ύλη του θα χρησιμοποιηθεί μόνο μία φορά, η συναλλαγή με το παράγωγο νικελίου μπορεί να γίνει τριάντα φορές, ανάλογα με τις προσδοκίες των συναλλασσομένων.

Και το πρόβλημα είναι ότι αυτές οι συναλλαγές γίνεται συνήθως *over-the-counter* όπως λένε οι Αγγλοσάξονες, σε ελεύθερη μετάφραση, κάτω από το τραπέζι, επισημαίνει ο Μπερντ Ρούντολφ, διότι «ό,τι δεν γίνεται αντικείμενο συναλλαγής στο χρηματιστήριο, παραμένει αόρατο και δεν μπαίνει στη στατιστική. Επομένως οι πιθανοί επενδυτές δεν έχουν καν στοιχεία για τις συναλλαγές που τους προτείνονται.»

Ο όγκος των εξω-χρηματιστηριακών συναλλαγών με παράγωγα προϊόντα υπολογίζεται στα εξακόσια τρισεκατομμύρια δολάρια. Ποσό δεκαπλάσιο από το οικονομικό προϊόν που παράγεται σε όλον τον κόσμο. Και αν ακόμα δεν πρόκειται για «όπλο μαζικής εξόντωσης», όπως το θεωρεί ο Γουόρεν Μπάφετ, σίγουρα πρόκειται για «ωρολογιακή βόμβα» στις διεθνείς αγορές.¹¹

¹¹ <http://www.dw-world.de/dw/article/0,,6010952,00.html>

Κεφάλαιο Δεύτερο

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης - Futures

2.1. Έννοια και χαρακτηριστικά των Futures

Τα Futures είναι μια νομικά δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα καθορισμένο προϊόν (υποκείμενο προϊόν) σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία και σε προκαθορισμένη τιμή.

Στην περίπτωση των Futures το υποκείμενο προϊόν δεν αποτελείται από αγαθά ή προϊόντα αλλά από επιμέρους τίτλους ή δέσμη τίτλων στη μορφή ενός χρηματιστηριακού δείκτη.

Οι βασικές στρατηγικές Θέσεις των Futures είναι οι εξής:

- Θέση αγοράς
Αυτή είναι η θέση του συμβαλλομένου (αγοραστή) που υποχρεούται να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και στη συμφωνημένη ημερομηνία
- Θέση πώλησης
Αυτή είναι η θέση του συμβαλλομένου (πωλητή) που υποχρεούται να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και στη συμφωνημένη ημερομηνία¹²

Τη χρονική στιγμή που συνάπτεται η προθεσμιακή πράξη η αξία του συμβολαίου και για τους δύο αντισυμβαλλόμενους είναι μηδέν. Στη συνέχεια όμως το συμβόλαιο μπορεί να έχει θετική ή αρνητική αξία. Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι βασική μεταβλητή για τον προσδιορισμό της αξίας του προθεσμιακού συμβολαίου είναι η αγοραία τιμή του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Εάν μετά τη σύναψη του προθεσμιακού συμβολαίου η τιμή του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου αυξηθεί τότε η αξία της θέσης αγοράς γίνεται θετική, ενώ η αξία της θέσης πώλησης γίνεται αρνητική.

Παράδειγμα: Έστω ότι στις αρχές Ιουνίου ένας έμπορος με εργοστάσιο επεξεργασίας βρωσίμων ελαίων συμφωνεί με έναν ελαιοπαραγωγό να αγοράσει σε 4 μήνες 25 τόνους πράσινη ελιά Χαλκιδικής στην τιμή των 1,41

¹² Λιβάνης Ε.Σ., Γεωργιάδης Ν.Η. (2002) *Οδηγός Παραγωγών Προϊόντων*, εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη

ευρώ ανά κιλό. Η συμφωνία αυτή προστατεύει τον έμπορο από τυχόν αύξηση της τιμής της πράσινης ελιάς, ενώ ο ελαιοπαραγωγός προστατεύεται από μία μείωση της τιμής. Βέβαια στο τέλος μπορεί να υπάρχουν κέρδη ή ζημιές.

Μετά από 4 μήνες η τιμή της πράσινης ελιάς διαμορφώνεται στα 0,94 ευρώ. Ο έμπορος έχει την υποχρέωση να αγοράσει το προϊόν στη προσυμφωνημένη τιμή των 1,41 ευρώ ανά κιλό. Στην περίπτωση αυτή ο έμπορος χάνει 0,47 ευρώ ανά κιλό, ενώ ο ελαιοπαραγωγός κερδίζει τα 0,47 ευρώ ανά κιλό.

Τα futures που δημιουργούνται από τα χρηματιστήρια έχουν όμοια τυποποιημένα χαρακτηριστικά και διαπραγματεύονται είτε δια ζώσης (ΗΠΑ) είτε μέσω συστημάτων Η/Υ. Τα futures διακρίνονται και αυτά όπως τα options, με βάση το ενεργητικό επί του οποίου εκδίδονται, βασικά σε εμπορευματικά και χρηματοοικονομικά. Στη δεύτερη κατηγορία περισσότερο διαδεδομένα είναι τα futures των συναλλαγμάτων, των χρηματιστηριακών δεικτών και του επιτοκίου.

Και τα futures, όπως και τα options, διαπραγματεύονται σε ειδικά χρηματιστήρια και οι εντολές των πελατών εκτελούνται κατά τον ίδιο περίπου τρόπο, ο οποίος δεν είναι και πολύ διαφορετικός από αυτόν των μετοχών καθώς και η μετέπειτα διαδικασία ενημέρωσης των πελατών και των λογαριασμών τους. Το περιεχόμενο των σημερινών συμβολαίων αποτελείται από τους όρους της νομοθεσίας που τα διέπουν, τους κανονισμούς του χρηματιστηρίου στο οποίο διαπραγματεύονται καθώς και την περιγραφή και τα χαρακτηριστικά του ενεργητικού επί τον οποίο εκδίδονται.

Όροι συμβολαίων: Το κείμενο των συμβολαίων διαφοροποιείται από συμβόλαιο σε συμβόλαιο για να ικανοποιήσει τις διαφορές που υπάρχουν στα ενεργητικά επί των οποίων εκδίδονται και τις ιδιαίτερες ανάγκες που καλύπτουν. Στους βασικούς όρους περιλαμβάνεται η σαφής περιγραφή του ενεργητικού, η μονάδα διαπραγμάτευσης (συμβολαίου) ο τόπος και ο χρόνος παράδοσης, ο τρόπος υπολογισμού της αξίας κ.λπ. Το χρηματιστήριο ορίζει τον μήνα παράδοσης και τη συγκεκριμένη ημέρα και ώρα με ακρίβεια λεπτού. Παράδοση ενεργητικού συνήθως δεν πραγματοποιείται όμως δεν αποκλείεται. Η διαπραγμάτευση γίνεται για τον πλησιέστερο μήνα παράδοσης και τους μεταγενέστερους μήνες που ορίζονται. Ορίζεται επίσης πότε αρχίζει η

διαπραγμάτευση των συμβολαίων του μήνα και η τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης.

Η εντολή: Ο επενδυτής αφού επιλέξει το είδος του συμβολαίου και προσδιορίσει τον μήνα που τον ικανοποιεί δίνει την εντολή στον χρηματιστή του ο οποίος την εκτελεί ακολουθώντας τη διαδικασία που έχει οριστεί από το χρηματιστήριο. Ο χρηματιστής προς τούτο μεταβιβάζει την εντολή στο χρηματιστήριο στο οποίο διαπραγματεύεται το συγκεκριμένο future για εκτέλεση με τη μορφή π.χ. "αγόρασε 5 συμβόλαια Ιουνίου του δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών". Με τη λήψη στο γραφείο της ένδειξης εκτέλεσης της εντολής ο πελάτης πρέπει να καταβάλει το margin το οποίο δεν υπερβαίνει το 10% της αξίας.

Η διαπραγμάτευση: Ισχύουν συνήθως περιορισμοί οι οποίοι αναφέρονται στην ελάχιστη επιτρεπτή μεταβολή της τιμής (limit down) σε σχέση με την προηγούμενη, ανά μονάδα διαπραγμάτευσης και ανά συμβόλαιο η οποία (μονάδα) είναι διαφορετική για κάθε είδος. Περιορισμοί έχουν τεθεί και για τη μέγιστη ημερήσια τιμή (Limit up) και για την έκταση της διακύμανσης. Στην περίπτωση κατά την οποία η τιμή ενός future έφτασε τυο όριο αυτό θα πρέπει όλες οι υπόλοιπες συναλλαγές να μην υπερβούν το μέγιστο αυτό όριο. Συνήθως όταν μία κίνηση τιμής προς οποιαδήποτε κατεύθυνση καλύπτει το επιτρεπτό ημερήσιο όριο (limit move) η διαπραγμάτευση παύει. Το ελάχιστο όριο μεταβολής τιμής ορίζεται για να αποτρέπονται τα παζαρέματα και το μέγιστο για να αποθαρρύνεται η προσπάθεια επηρεασμού της τιμής. Η τιμή διαπραγμάτευσης ορίζεται επακριβώς από το χρηματιστήριο. Αλλά π.χ. συμβόλαια διαπραγματεύονται σε δολάρια ανά μονάδα μέτρησης και άλλα σε δολάρια και τριακόσια δεύτερα του δολαρίου.

Τα γενικά χαρακτηριστικά των ΣΜΕ είναι τα ακόλουθα

- Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (FUTURES) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την προστασία του χαρτοφυλακίου από τον κίνδυνο πτώσης των τιμών, αλλά και ως βραχυχρόνια εργαλεία για την λήψη μοχλευμένης θέσης στην αγορά

- Διαπραγματεύεται σε premium ή discount, αντιπροσωπεύοντας την τάση της αγοράς, την προσδοκία και άλλα στοιχεία όπως π.χ. μερίσματα, επιτόκια.

•Κάθε συμβόλαιο έχει πολλαπλασιαστή, όπου με την μεταβολή της τιμής του, δημιουργείται κέρδος ή ζημιά. Στον FTASE20 ο πολλαπλασιαστής είναι **5 Ευρώ**.

•Κλείσιμο θέσης γίνεται κάνοντας την αντίθετη κίνηση. Δηλαδή αν αρχικά έχουμε πουλήσει, αγοράζουμε για να κλείσουμε τη θέση μας.

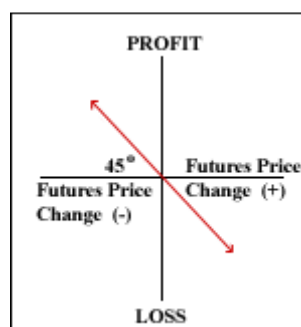
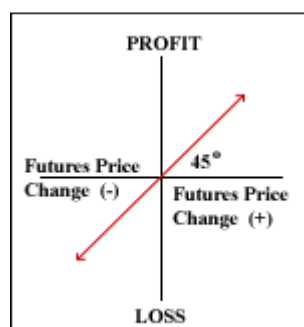
•Ο επενδυτής καλείται να καταβάλει ως περιθώριο ασφάλισης (margin), ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας του συμβολαίου.

•Η ημερήσια εκκαθάριση των futures γίνεται με τη μέθοδο mark to market, όπου κέρδη και ζημιές χρεωπιστώνονται καθημερινά στο λογ/σμό του επενδυτή.

•Το margin μπορεί να καλυφθεί και με μετοχές (collaterals), οι οποίες αποτιμώνται με 65% για μετοχές του 20αρη και 50% οι υπόλοιπες.

•Η εκκαθάριση και οι προμήθειες γίνονται μόνο με μετρητά

Διαγραμματική απεικόνιση long futures θέσης και short futures θέση.



2.2. Η λειτουργία των margins

Όπως σε κάθε χρηματιστηριακό προϊόν έτσι και στα futures λειτουργεί μηχανισμός για την εξασφάλιση εκτέλεσης των υποχρώσεων και άσκησης των δικαιωμάτων των επενδυτών. Ο σχετικός μηχανισμός για τα futures δεν είναι διαφορετικός από αυτόν των options που περιγράψαμε.

Η εταιρία Αποθετηρίου παρεμβάλλεται μεταξύ πωλητή και αγοραστή σαν τρίτο μέρος και εγγυάται την εκτέλεση του συμβολαίου ακόμα και στην περίπτωση που το ένα μέρος αθετήσει τις υποχρεώσεις του. Παρακολουθεί

και καταγράφει τις διαδοχικές πωλήσεις και με την παράδοση του συμβολαίου από τον τελευταίο πωλητή φροντίζει ώστε ο αρχικός πωλητής (writer) "να κάνει παράδοση στον τελευταίο αγοραστή".

Οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται στα futures πρέπει να ανοίξουν λογαριασμό σε χρηματιστηριακό γραφείο στο οποίο είναι υποχρεωτική η διατήρηση λογαριασμού margin. Όταν εκτελεσθεί η εντολή του πελάτη αυτός καταθέτει το αρχικό margin. Τις επόμενες ημέρες ο λογαριασμός του πελάτη προσαρμόζεται με υπολογισμό του νέου ύψους margin για κάθε συμβόλαιο έστω και αν δεν έχει προβεί σε νέες πράξεις απλώς και μόνο γιατί μεταβλήθηκαν οι τιμές. Κάθε νέο ύψος λογαριασμού ορίζεται με πολλαπλασιασμό της αξίας των συμβολαίων επί το αρχικό margin. Το νέο υπόλοιπο δηλαδή συνεπάγεται αύξηση ή μείωση αυτού και ανάλογα προστίθενται ή αφαιρούνται κεφάλαια.¹³

Αν το χρηματιστηριακό γραφείο δεν είναι μέλος του χρηματιστηρίου (οι θέσεις αγοράζονται ή ενοικιάζονται) θα πρέπει να διεκπεραιώσει την εντολή του πελάτη του με άλλον χρηματιστή μέλος. Το χρηματιστηριακό γραφείο διατηρεί στην εταιρία Αποθετηρίου λογαριασμό margin (clearing margin) ο οποίος προσαρμόζεται σε καθημερινή βάση, όπως ακριβώς κάνει και το ίδιο για τους λογαριασμούς margin των πελατών του, για κέρδη και ζημιές της ημέρας. Ο χρηματιστής επίσης που δεν είναι μέλος διατηρεί λογαριασμό margin σε μέλος.

Στην περίπτωση του λογαριασμού margin του χρηματιστηριακού γραφείου ο λογαριασμός παρακολουθείται από την εταιρία Αποθετηρίου συνηθέστερα σε καθαρή βάση (net basis). Αν δηλαδή αυτό διατηρεί 25 λογαριασμούς long και 35 short το clearing margin υπολογίζεται στη διαφορά αυτών, για 10 δηλαδή συμβόλαια ενώ σε μικτή βάση υπολογίζεται στο άθροισμα αυτών, για 55 δηλαδή συμβόλαια. Η εκκαθάριση των συμβολαίων με τη λήξη συνήθως γίνεται με βάση την τιμή κλεισίματος της τελευταίας ημέρας διαπραγμάτευσης χωρίς παράδοση. Το κλείσιμο των συμβολαίων μπορεί να γίνει οποτεδήποτε με αντίθετη πράξη. Ένας επενδυτής π.χ. που έχει θέση short σε ένα συμβόλαιο Δεκεμβρίου μπορεί να κλείσει τη θέση αγοράζοντας ένα συμβόλαιο Δεκεμβρίου (long).

¹³ Βαρβιτσιώτης Α. (2005) *Στρατηγικές Παραγώγων*, εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.

2.3. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των Futures

Πλεονεκτήματα των Προθεσμιακών Συμβολαίων

Πρόκειται για απλούστατα χρηματοοικονομικά παράγωγα που δεν απαιτούν ειδικές γνώσεις.

Στοχεύουν στην προστασία από τις απρόβλεπτες διακυμάνσεις των τιμών (volatility) και την πραγματοποίηση αγοραπωλησιών στις πιο επιθυμητές τιμές μειώνοντας ή ακόμη και εξαλείφοντας τον κίνδυνο που προέρχεται από την αβεβαιότητα των μελλοντικών τιμών.

Δεν προϋποθέτουν τη δέσμευση χρημάτων μέχρι την παράδοση του περιουσιακού στοιχείου.

Μπορούν να πραγματοποιηθούν σε οποιοδήποτε μέρος.

Είναι προσαρμοσμένα στις ανάγκες των συμμετεχόντων στην αγορά.

Μειονεκτήματα των Προθεσμιακών Συμβολαίων

Είναι δεσμευτικές πράξεις και για τους δύο αντισυμβαλλόμενους και πρέπει να πραγματοποιηθούν ανεξάρτητα από την αγοραία τιμή του περιουσιακού στοιχείου την ημερομηνία παράδοσης του.

Υπόκεινται στον πιστωτικό κίνδυνο. Υπάρχει πάντοτε ο κίνδυνος αθέτησης της συμφωνίας από κάποιον από τους αντισυμβαλλόμενους.¹⁴

¹⁴ Ζαχαριάδης – Σκούρας Δ. (2002), Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

2.4. Διαφορές μεταξύ των προθεσμιακών Συμβολαίων και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης

Προθεσμιακά Συμβόλαια	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
Διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές	Διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, στα Χρηματιστήρια Παραγωγών
Είναι προσαρμοσμένα στις ανάγκες των συμμετεχόντων στην αγορά	Είναι τυποποιημένα
Έχουν χαμηλή ρευστότητα	Έχουν υψηλή ρευστότητα
Εκκαθαρίζονται μόνο στη λήξη τους	Καθημερινός διακανονισμός
Δεν απαιτούν κατάθεση χρημάτων κατά τη σύναψη τους	Ύπαρξη περιθωρίου ασφάλισης
Υπόκεινται στον πιστωτικό κίνδυνο	Ανάληψη κινδύνου από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
Προσδιορισμός μίας συγκεκριμένης ημερομηνίας παράδοσης	Ύπαρξη σειρών με διαφορετικές ημερομηνίες εξάσκησης
Εκπλήρωση των συμβολαίων στην συμφωνημένη ημερομηνία	Οι περισσότερες ανοιχτές θέσεις σε Σ.Μ.Ε. κλείνουν πριν από τη λήξη τους

2.5. Τα Future στο Χ.Π.Α.

Τα χρηματιστήρια συνεχώς εμπλουτίζουν τις αξίες που διαπραγματεύονται σε αυτά με νέα προϊόντα μεταξύ των οποίων εξέχουσα θέση κατέχουν οι χρηματιστηριακοί δείκτες. Οι πρώτοι από αυτούς αφορούσαν τους συνήθεις δείκτες με τους οποίους μετρείται καθημερινά η μεταβολή των τιμών. Σήμερα υπάρχει μεγάλη ποικιλία από αυτούς και συνεχώς δημιουργούνται νέοι, όπως δείκτες επιλεγμένων μετοχών, δείκτες κλαδικοί, δείκτες ξένων χρηματιστηρίων κ.λπ.

Η συγκεκριμένη κατηγορία παραγώγων περιλαμβάνει τα εξής συγκεκριμένα παράγωγα:

(i) Το ΣΜΕ στο Δείκτη FTSE-20

Το ΣΜΕ στο Δείκτη FTSE-20, όπου υποκείμενος τίτλος είναι ο Δείκτης FTSE-20 του Χ.Α.Α. που αποτελείται από 20 Μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (blue chips).

Ακολουθεί πίνακας με τιμές ΣΜΕ



Αξίζει να σημειωθεί ότι το γράφημα που αντιστοιχεί στα ενοποιημένα ΣΜΕ του FTSE.ATH απεικονίζει μια συνεχή χρονοσειρά για τα ΣΜΕ του δείκτη FTSE/ASE-20 που προσφέρεται για τεχνική ανάλυση σε βάθος χρόνου. Η χρονοσειρά αυτή αντιστοιχεί στις ιστορικές τιμές κλεισίματος του εκάστοτε μήνα ρευστότητας (σειρά κοντινότερης λήξης). Στα διαγράμματα αυτά

χρησιμοποιείται επίσης μια προσαρμογή δεδομένων για την εξομάλυνση των έντονων διακυμάνσεων τιμών (gaps) κατά τη λήξη των συμβολαίων (όπου αλλάζει ο μήνας ρευστότητας και επομένως και η σειρά που απεικονίζεται). Η προσαρμογή αυτή πραγματοποιείται για τις τέσσερις (4) τελευταίες ημέρες του εκάστοτε μήνα λήξης.

Επεξήγηση πίνακα:

Σειρές: Οι σειρές στις οποίες διαπραγματεύονται τα Συμβόλαια

A: Η τιμή αγοράς

Ποσ. A: Η ποσότητα συμβ. που διαπραγματεύονται στην τιμή αγοράς.

Π: Τιμή πώλησης.

Ποσ. Π.: Η ποσότητα συμβ. που διαπραγματεύονται στην τιμή πώλησης

Τιμή: Η τιμή της τελευταίας πράξης.

Μεταβολή: Η μεταβολή από την προηγούμενη.

% Μεταβολής: Ποσοστό της μεταβολής

Όγκος: Ο αριθμός των συμβολαίων που συναλλάχθηκαν μέχρι αυτή τη στιγμή

Ανοικτές Θέσεις: Ο αριθμός των συμβολαίων που δεν έχουν κλειστεί.

Αξία Συναλλαγών: Αξία συναλλαγών σε ευρώ.

Κύρια Χαρακτηριστικά

Υποκείμενο Προϊον: FTSE 20

Μέγεθος Συμβολαίου: 5 επί την τιμή του FTSE20 π.χ. $5 \cdot 2013 = 10065$ ευρώ

Μεταβολή τιμής: 0.25 μονάδες δείκτη = 1,25ευρώ

Ημέρα λήξης: 3η Παρασκευή κάθε μήνα λήξης

Μήνες λήξης: Μάρτιος, Ιούνιος, Σεπτέμβριος και Δεκέμβριος

Εκκαθάριση: Χρηματικός διακανονισμός στην τελική τιμή κλεισίματος του FTSE20

Περιθώριο ασφάλισης: 12% της ονομαστικής αξίας του FTSE20 ¹⁵

ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΤΟΝ FTSE20

Κωδικός	
Μετοχής	% Συμμετ
ΑΛΦΑ	10,93
ΑΤΕ	0,63
ΒΙΟΧΚ	0,82
ΔΕΗ	3,09
ΕΕΕΚ	3,86
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	1,33
ΕΛΠΕ	1,52
ΕΤΕ	20,77
ΕΥΡΩΒ	8,19
ΙΝΛΟΤ	1,68
ΚΥΠΡ	7,21
ΜΑΡΦΒ	5,53
ΜΙΓ	4,81
ΜΟΗ	0,83
ΜΥΤΙΛ	1,05
ΟΠΑΠ	8,12
ΟΤΕ	7,34
ΠΕΙΡ	8,07
ΤΙΤΚ	2,78
ΤΤ	1,45

¹⁵ <http://www.futuresandoptions.gr/index.php?id=69>

(ii) Το ΣΜΕ στο Δείκτη FTSE-40

Το ΣΜΕ στο Δείκτη FTSE-40, όπου υποκείμενος τίτλος είναι ο Δείκτης FTSE-40 του Χ.Α.Α. που αποτελείται από 40 Μετοχές Μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Τιμές ΣΜΕ



Συμβολή	Α	Προ. Α	Π	Προ. Π	Τμή	Μεταβ.	Σ	Όγκος	Βασικός	Αξία	Γράφημα
							Μεταβ.		Όγκος	Λειτουργιών	
FTSEM3H	233.75	18	234.75	3					650		
FTSEM2I	232.50	18	233.75	1					1067		
FTSEM2L	231.00	18	234.00	1					12		
FTSEM2L											
FTSEM3C											
FTSEM3F											

Αξίζει να σημειωθεί ότι το γράφημα που αντιστοιχεί στα ενοποιημένα ΣΜΕ του FTSEM.ATH απεικονίζει μια συνεχή χρονοσειρά για τα ΣΜΕ του δείκτη FTSE/MID-40 που προσφέρεται για τεχνική ανάλυση σε βάθος χρόνου. Η χρονοσειρά αυτή αντιστοιχεί στις ιστορικές τιμές κλεισίματος του εκάστοτε μήνα ρευστότητας (σειρά κοντινότερης λήξης). Στα διαγράμματα αυτά χρησιμοποιείται επίσης μια προσαρμογή δεδομένων για την εξομάλυνση των έντονων διακυμάνσεων τιμών (gaps) κατά τη λήξη των συμβολαίων (όπου αλλάζει ο μήνας ρευστότητας και επομένως και η σειρά που απεικονίζεται). Η προσαρμογή αυτή πραγματοποιείται για τις τέσσερις (4) τελευταίες ημέρες του εκάστοτε μήνα λήξης.

Κύρια Χαρακτηριστικά

Υποκείμενο Προϊον: FTSE 40

Μέγεθος Συμβολαίου: 5 επί την τιμή του FTSE40 π.χ. $5 \cdot 4800 = 24000$ ευρώ

Μεταβολή τιμής: 0.5 μονάδες δείκτη = 2,5 ευρώ

Ημέρα λήξης: 3^η Παρασκευή κάθε μήνα λήξης

Μήνες λήξης: Μάρτιος, Ιούνιος, Σεπτέμβριος και Δεκέμβριος

Εκκαθάριση: Χρηματικός διακανονισμός στην τελική τιμή κλεισίματος του FTSE40

Περιθώριο ασφάλισης: 12% της ονομαστικής αξίας του FTSE40 ¹⁶

ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΤΟΝ FTSE40

Κωδικός Μετοχής	% Συμμετ
ΑΒΑΞ	1,56
ΑΒΚ	1,86
ΑΛΑΠΙΣ	13,1
ΑΝΕΚ	2,25
ΑΡΑΙΓ	1,12
ΑΡΒΑ	1,42
ΑΣΤΗΡ	0,61
ΒΩΒΟΣ	4,99
ΓΕΚ	3,63
ΓΤΕ	1,71
ΔΟΛ	1,08
ΕΛΒΑ	0,86
ΕΥΔΑΠ	3,12
ΕΥΠΡΟ	1,44
ΕΥΡΟΜ	0,41
ΕΧΑΕ	5,22
ΙΑΤΡ	0,72

¹⁶ <http://www.futuresandoptions.gr/index.php?id=69>

INTKA	1,74
ΚΟΥΕΣ	0,5
ΛΑΜΔΑ	0,9
ΜΕΤΚ	3,5
ΜΗΧΚ	1,54
ΜΙΝΟΑ	2,26
ΜΠΕΛΑ	7,37
ΟΛΘ	0,86
ΠΡΟ	3,14
ΡΟΚΚΑ	1,66
ΣΑΡ	2,85
ΣΙΔΕ	4,21
ΣΠΡΙ	0,76
ΣΦΑ	0,68
ΣΩΛΚ	0,65
ΤΕΝΕΡΓ	2,66
ΤΕΡΝΑ	1,56
ΥΓΕΙΑ	3,22
ΦΟΛΙ	3,9
ΦΟΡΘ	2
ΦΡΙΓΟ	2,58
ΦΡΛΚ	5,53
ΧΑΚΟΡ	0,87

(iii) Το ΣΜΕ στο Δεκαετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου

Ο υποκείμενος τίτλος του είναι ένα νοητό «συνθετικό ομόλογο» του Ελληνικού Δημοσίου με αναγραφόμενη τιμή 100.000 Ευρώ διάρκειας 10 χρόνων και επιτόκιο του ετήσιου τοκομεριδίου του 6%.

(iv) Τα επιμέρους ΣΜΕ σε Επιλεγμένες Μετοχές:

Στα επιμέρους αυτά «ΣΜΕ επί μετοχών» υποκείμενοι τίτλοι είναι, αντίστοιχα, γνωστές Μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ.¹⁷

Στο Ελληνικό χρηματιστήριο, τα παράγωγα προϊόντα ξεκίνησαν με τα ΣΜΕ στο δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE 20 το Σεπτέμβριο του 1999, αργότερα προσετέθησαν τα ΣΜΕ στο 10-ετές ομόλογο, στη συνέχεια στον δείκτη της μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE MID 40, ενώ ένα χρόνο αργότερα άρχισαν να διαπραγματεύονται τα δικαιώματα στον FTSE/ASE 20, με σταδιακή εισαγωγή και των υπολοίπων προϊόντων.

Για να ξεκινήσει κάποιος, να επενδύει στα προϊόντα της αγοράς των παραγώγων ο νόμος ορίζει ότι θα πρέπει να συνεργάζεται και να δίνει τις εντολές του μέσω κάποιας χρηματιστηριακής στα πιστοποιημένα από το χρηματιστήριο στελέχη του τμήματος παραγώγων της εκάστοτε χρηματιστηριακής, κάτι ανάλογο δηλαδή με τον τρόπο, που έδινε εντολές και για την αγοροπωλησία μετοχών. Για να ξεκινήσει όμως μία τέτοια συνεργασία θα πρέπει να συμπληρώσει ειδική αίτηση ανοίγματος κωδικού στη χρηματιστηριακή που επιθυμεί όπου η εταιρία με τη σειρά της θα πρέπει να υποβάλει αίτηση ανοίγματος κωδικού για τον πελάτη της στο χρηματιστήριο Παραγώγων.

Επιπλέον, η διαφορά σε σχέση με το άνοιγμα κωδικού στη spot αγορά είναι ότι στα παράγωγα ο νόμος επιβάλλει να υπάρχει μία τράπεζα θεματοφύλακας, η οποία λειτουργεί ως τράπεζα περιθωρίου ασφάλισης (Margin Bank), όπου εκεί θα βρίσκονται τα χρήματα του πελάτη όπου και θα χρεοπιστώνονται οι ζημιές και τα κέρδη. Επομένως ο πελάτης μαζί με την αίτηση που κάνει στη χρηματιστηριακή συμπληρώνει και αίτηση ανοίγματος κωδικού σε μία τράπεζα την οποία ορίζει η χρηματιστηριακή και ονομάζεται λογαριασμός ή κωδικός περιθωρίου ασφάλισης.

Όσον αφορά τώρα τα πλεονεκτήματα των ΣΜΕ σε σχέση με τη spot αγορά είναι τα ακόλουθα:

- Μόχλευση.

¹⁷ Ζαχαριάδης – Σκούρας Δ. (2002), Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

- Δυνατότητα κερδοσκοπίας τόσο σε άνοδο όσο και σε πτώση.
- Αντιστάθμιση.
- Στρατηγικές spread.

Σχετικά με τη μόχλευση είναι εύκολο να διαπιστώσουμε ότι για παράδειγμα αγοράζοντας ένα ΣΜΕ στην Εθνική στα €10 θα κοστίσει σε margin μόλις $€10 \times 100 \times 0,14 = 6140$ και όχι €1000 που θα χρειαζόμασταν για να αγοράσουμε 100 μετοχές κανονικά. Επομένως αν διαθέτουμε τα €1000 αντί για 100 μετοχές από τη spot αγορά, μέσω παραγώγων μπορούμε να πάρουμε 7 ΣΜΕ που αντιστοιχούν σε 700 μετοχές. Αυτό σημαίνει ότι έχουν μεγαλύτερη αγοραστική αξία τα χρήματα μας γεγονός που στα οικονομικά μεταφράζεται με τον όρο μόχλευση.

Μέσω ΣΜΕ μπορούμε να εκμεταλλευθούμε ακόμα και μία πτωτική τάση για κάποιο διάστημα της υποκείμενης αξίας. Χωρίς να χρειασθεί να πουλήσουμε το χαρτοφυλάκιο μας μπορούμε μέσω ΣΜΕ επί δεικτών ή μετοχών να αντισταθμίσουμε μερικώς ή ολικώς τον κίνδυνο από πιθανή πτώση των τιμών πουλώντας τα αντίστοιχα ΣΜΕ μέσω της αγοράς των παραγώγων.

Τέλος μεταξύ δύο δεικτών όπως ο FTSE/ASE 20 και ο FTSE/ASE MID 40 ή μεταξύ δύο μετοχικών ΣΜΕ του ίδιου κλάδου, μπορούμε να εκμεταλλευθούμε τη σχετική τους απόδοση (spread). Για παράδειγμα την περίοδο 1998-1999 οι μετοχές της μεσαίας κεφαλαιοποίησης έδιναν υπεραπόδοση έναντι της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Το σκηνικό αντιστράφηκε από το 1999 μέχρι το 2004 όπου λόγω της κρίσης οι περισσότεροι επενδυτές στράφηκαν από τις εταιρίες της μικρής και της μεσαίας κεφαλαιοποίησης στα λεγόμενα βαριά χαρτιά. Θα μπορούσε κάποιος να εκμεταλλευτεί το γεγονός πουλώντας ΣΜΕ του Mid 40 και αγοράζοντας ΣΜΕ στον FTSE/ASE 20 κερδοσκοπώντας στην μεταξύ τους σχετική απόδοση η οποία είναι ανεξάρτητη από την πορεία της αγοράς.

Κεφάλαιο Τρίτο

Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης - Options

3.1. Έννοια των Options

Τα δικαιώματα προαίρεσης αποτελούν για πολλούς το πιο συναρπαστικό κομμάτι της αγοράς των παραγώγων, καθώς με αυτά ο επενδυτής είναι σε θέση να κτίσει στρατηγικές προσαρμοσμένες σχεδόν σε κάθε πιθανό σενάριο που έχει στο μυαλό του. Οι δυνατότητες που δίνονται στον επενδυτή αυξάνονται ακόμα περισσότερο με στρατηγικές οι οποίες προκύπτουν από το συνδυασμό δικαιωμάτων και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

Όπως και τα ΣΜΕ έτσι και Option προέκυψαν αρχικά από τις εμπορικές συμφωνίες μέχρι να καταλήξουν ως προϊόντα χρηματιστηριακών συναλλαγών. Θα χρησιμοποιήσουμε και πάλι το παράδειγμα με τον ελαιοπαραγωγό για να γίνει κατανοητή η έννοια των options.¹⁸

Ο παραγωγός συνάπτει μία συμφωνία με το ελαιοτριβείο ένα χρόνο πριν, ότι το επόμενο φθινόπωρο θα φέρει μία συγκεκριμένη ποσότητα σε κιλά ελιάς. Το ελαιοτριβείο συμφωνεί ότι για να προσφέρει τις υπηρεσίες του θέλει € 1.000 από τον παραγωγό τα οποία θα πρέπει να πληρώσει το επόμενο φθινόπωρο ανεξαρτήτως από την τιμή που εκείνη την περίοδο θα ζητάει από άλλους παραγωγούς. Ο παραγωγός όμως δε θέλει να δεσμευθεί από τη συμφωνία καθώς δεν είναι απόλυτα σίγουρος ότι θα παράγει τον επόμενο χρόνο τη συγκεκριμένη ποσότητα οπότε δε θέλει να πληρώσει άδικα € 1.000 ενώ τελικά μπορεί να φέρει τα μισά κιλά ελιάς. Από την άλλη όμως θέλει να είναι και εξασφαλισμένος ότι σε περίπτωση που παράγει επαρκή ποσότητα να κάνει τη δουλειά του με εξασφαλισμένο από την αρχή κόστος. Θέλει δηλαδή να έχει κλειδώσει από τώρα την τιμή. Το ελαιοτριβείο από την άλλη που δεν είναι σίγουρο αν θα έχει δουλειά τον επόμενο χρόνο προτιμάει να εξασφαλίσει από σήμερα τα έσοδα του επόμενου έτους. Επειδή ο παραγωγός δεν θέλει να δεσμευθεί, κανονίζει να δώσει από σήμερα μία εγγύηση της τάξης των € 250.

¹⁸ Βαρβιτσιώτης Α. (2005) *Στρατηγικές Παραγώγων*, εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.

Οπότε, τον επόμενο χρόνο αν ο παραγωγός βγάλει την επιθυμητή ποσότητα ελιάς θα δώσει άλλα € 1.000 και θα κάνει τη δουλειά του. Αν η τιμή που θα ζητήσουν την επόμενη χρονιά τα ελαιотριβεία για την ίδια ποσότητα είναι € 1.500 τότε ο παραγωγός θα βγει κερδισμένος διότι συμφώνησε για € 1.000 όπου μαζί με την εγγύηση του κόστισε € 1.250. Αν από την άλλη οι τιμές υποχωρήσουν στα € 500 τότε ο παραγωγός δε θα ασκήσει το δικαίωμα του χάνοντας μόνο τα € 250 και κάνοντας τη δουλειά του με € 500. Σε αυτή την περίπτωση το συνολικό κόστος του θα είναι € 750. Το ελαιотριβείο σε αυτή την περίπτωση θα βγει κερδισμένο διότι θα του μείνει η εγγύηση.

Η διαφορά με το αντίστοιχο παράδειγμα που φέραμε στα ΣΜΕ είναι ότι ο παραγωγός δεν είναι υποχρεωμένος να τηρήσει τη συμφωνία του, έχει όμως το δικαίωμα αν θέλει να ζητήσει τις υπηρεσίες από τον αντισυμβαλλόμενο πληρώνοντας όμως εξ αρχής για την απόκτηση αυτού του δικαιώματος ένα μικρό ποσό ως εγγύηση. Το ελαιотριβείο από την άλλη είναι υποχρεωμένο να προσφέρει τις υπηρεσίες του. Ο παραγωγός σε αυτή την περίπτωση έχει αγοράσει ένα δικαίωμα, για αυτό πλήρωσε την εγγύηση, ενώ το ελαιотριβείο πούλησε το δικαίωμα, για αυτό και εισέπραξε την εγγύηση.

Ένα πιο χειροπιαστό παράδειγμα είναι η συμφωνία που κάνουμε όταν πρόκειται να αγοράσουμε ένα σπίτι. Όταν το κλείνουμε, όπως λέμε, δίνουμε μία προκαταβολή χωρίς να είμαστε υποχρεωμένοι να το αγοράσουμε. Αν δεν το αγοράσουμε τελικά μέχρι την προθεσμία που μας έχει δώσει ο πωλητής χάνουμε την εγγύηση. Δεν είμαστε όμως υποχρεωμένοι να το αγοράσουμε. Ο πωλητής όμως εφόσον έχει εισπράξει την εγγύηση είναι υποχρεωμένος να μας το πουλήσει.

3.2. Τα χαρακτηριστικά των Options

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι συμβόλαια τα οποία συνάπτονται μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων. Όπως δηλώνει το όνομα τους δίνουν κάποιο δικαίωμα, χωρίς καμία υποχρέωση, στον αγοραστή τους. Το μόνο κοινό χαρακτηριστικό που έχουν με τα ΣΜΕ είναι ότι και τα δύο αναφέρονται σε κάποια μελλοντική συναλλαγή.

Τα χαρακτηριστικά που διακρίνουν τα δικαιώματα και κατά κάποιον τρόπο τα κατηγοριοποιούν είναι τα ακόλουθα:

Υπάρχουν δύο **είδη** (types) δικαιωμάτων: Τα δικαιώματα αγοράς (calls) και τα δικαιώματα πώλησης (puts). Ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς έχει το δικαίωμα, χωρίς καμία υποχρέωση, να αγοράσει την υποκείμενη αξία στην προσυμφωνημένη τιμή, η οποία έχει καθοριστεί τη στιγμή αγοράς του δικαιώματος, την ημέρα της λήξης τους εάν η συναλλαγή αυτή το συμφέρει. Ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης έχει αντίστοιχα το δικαίωμα, χωρίς καμία υποχρέωση να πουλήσει την υποκείμενη αξία στην προσυμφωνημένη τιμή, η οποία έχει καθοριστεί τη στιγμή αγοράς του δικαιώματος, την ημέρα της λήξης τους εάν η συναλλαγή αυτή το συμφέρει. Εξυπακούεται ότι για να υπάρχει αγοραστής και για τους δύο τύπους δικαιωμάτων θα υπάρχει και κάποιος πωλητής. Ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς, είναι υποχρεωμένος την ημέρα της λήξης του συμβολαίου να παραδώσει την υποκείμενη αξία στην τιμή που είχε προσυμφωνηθεί τη στιγμή της αγοραπωλησίας του δικαιώματος εάν ο αντισυμβαλλόμενος εξασκήσει το δικαίωμα του. Αντίστοιχα ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης έχει την υποχρέωση να αγοράσει την υποκείμενη αξία στην τιμή που είχε προσυμφωνηθεί τη στιγμή της αγοραπωλησίας του δικαιώματος εάν ο αντισυμβαλλόμενος εξασκήσει το δικαίωμα του.

Και τα δύο είδη δικαιωμάτων κατηγοριοποιούνται ανάλογα με την ημερομηνία λήξης τους οι οποίες ονομάζονται σειρές **λήξης** (series). Για παράδειγμα ένα δικαίωμα αγοράς σειράς λήξης Σεπτεμβρίου είναι διαφορετικό συμβόλαιο από ένα δικαίωμα αγοράς σειράς λήξης Οκτωβρίου.

Στα συμβόλαια αυτά εμπλέκεται και η προσυμφωνημένη τιμή στην οποία θα γίνει η ανταλλαγή της υποκείμενης αξίας κατά την ημέρα λήξης. Η τιμή αυτή ονομάζεται **τιμή εξάσκησης** (exercise price, strike price). Οι τιμές εξάσκησης δεν ορίζονται αυθαίρετα αλλά είναι συγκεκριμένες όπως έχει ορίσει το εκάστοτε χρηματιστήριο στο οποίο διαπραγματεύεται το δικαίωμα

Τα δικαιώματα χωρίζονται σε δύο **τύπους**, (styles) **ευρωπαϊκού** και **αμερικάνικου**, ανάλογα με τον τρόπο εξάσκησης. Στα ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα ο αγοραστής μπορεί να το εξασκήσει μόνο την ημέρα της λήξης. Αντίθετα στα αμερικάνικου τύπου μπορεί να ζητήσει εξάσκηση όποτε επιθυμεί. Ευρωπαϊκού τύπου μέχρι στιγμής στο ΧΠΑ είναι τα δικαιώματα επί δεικτών ενώ Αμερικάνικου τύπου είναι τα δικαιώματα επί μετοχών.

Κατά τη συναλλαγή των δικαιωμάτων εμπλέκεται άλλη μία παράμετρος η οποία είναι η τιμή ή αξία του συμβολαίου (premium). Αρχικά θα έλεγε κανείς ότι ο αγοραστής ενός δικαιώματος φαίνεται να είναι πάντοτε ωφελημένος καθώς έχει μόνο δικαιώματα χωρίς καμία υποχρέωση. Στην πραγματικότητα για να αποκτήσει αυτά τα δικαιώματα πληρώνει ένα ποσό στον πωλητή του δικαιώματος, την αξία δηλαδή του συμβολαίου. Η τιμή του δικαιώματος μπορεί να παρομοιαστεί με τα ασφάλιστρα που πληρώνει ο πελάτης της ασφαλιστικής στο προηγούμενο παράδειγμα. Αν το αυτοκίνητο που πρόκειται να ασφαλιστεί είναι ένα πολύ ακριβό μοντέλο όπου στο παρελθόν έχουν καταγραφεί και οι περισσότερες κλοπές για το συγκεκριμένο τύπο, επόμενο είναι η ασφαλιστική να ζητήσει πολύ ακριβότερα ασφάλιστρα σε σχέση με ένα συνηθισμένο οικογενειακό αυτοκίνητο. Οπότε ο υποψήφιος πελάτης θα σκεφθεί πρώτα αν το συμφέρει να πληρώσει ακριβά ασφάλιστρα ή να πάρει το ρίσκο ότι δε θα του κλέψουν το αυτοκίνητο.¹⁹

3.3. Οι τέσσερις βασικές θέσεις των Options

3.3.1. Αγορά δικαιώματος αγοράς (Long call)

Στην ορολογία των παραγώγων, όταν κάποιος έχει αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς λέμε ότι έχει θέση αγοράς στο δικαίωμα αυτό (long call).

Παράδειγμα:

Υποθέτουμε ότι η τιμή της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας αυτή τη στιγμή βρίσκεται στα € 20. Ένας επενδυτής που πιστεύει ότι η μετοχή θα ανέβει δίνει την ακόλουθη εντολή στον χρηματιστή του με την εξής διατύπωση: Αγορά ενός δικαιώματος αγοράς της Εθνικής Τράπεζας σειράς Δεκεμβρίου με τιμή εξάσκησης € 20 στην τιμή € 0,50. Αυτό σημαίνει ότι θέλει να πληρώσει € 0,50 ανά μετοχή για να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς της Εθνικής. Το κάθε δικαίωμα αγοράς αντιστοιχεί πάντα σε 100 μετοχές. Την ημέρα της λήξης, η οποία είναι η τρίτη Παρασκευή του Δεκεμβρίου ο αντισυμβαλλόμενος (πωλητής του δικαιώματος) θα πρέπει να παραδώσει στον αγοραστή 100 μετοχές Εθνικής

¹⁹ Παπούλιας Γ. (1995) *Εγχειρίδιο Χρηματιστηριακής Αγοράς Market Making*, εκδόσεις Παπούλιας,

με τιμή πώλησης τα € 20 εφόσον του ζητηθεί. Αν την ημέρα της λήξης η Εθνική βρίσκεται στα € 22, ο αγοραστής του δικαιώματος βγαίνει κερδισμένος και επομένως θα του παραδοθούν οι 100 μετοχές με τιμή κτήσης τα € 20. Το μεικτό κέρδος του ανά μετοχή θα είναι € 22-€ 20 = € 2. Εφόσον όμως για να αποκτήσει το δικαίωμα πλήρωσε € 0,50 ανά μετοχή το καθαρό κέρδος ανά μετοχή θα είναι € 2-€ 0,50=€ 1,50. Αντίθετα αν η μετοχή την ημέρα της λήξης είχε υποχωρήσει σημαντικά και διαπραγματευόταν στα € 17 τότε το δικαίωμα δε θα ασκηθεί και επομένως το συμβόλαιο λήγει χωρίς καμία αξία²⁰. Για τον αγοραστή η μέγιστη ζημιά περιορίζεται στα € 0,50 που πλήρωσε ανά μετοχή. Από την άλλη ο πωλητής κρατάει τα € 0,50 στην περίπτωση όπου το δικαίωμα δεν ασκηθεί.

3.3.2. Πώληση δικαιώματος αγοράς (short call)

Ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς λέμε ότι έχει θέση πώλησης (short call). Εισπράττει τα € 0,50 ανά μετοχή και ελπίζει ότι στη λήξη η μετοχή δε θα ξεπεράσει τα € 20 ώστε το δικαίωμα να μην ασκηθεί και να λήξει χωρίς αξία. Όπως φαίνεται και από το σχήμα το μέγιστο κέρδος για τον πωλητή είναι € 0,50 ανά μετοχή και είναι σταθερό όταν η μετοχή λήξει κάτω από τα € 20. Η ζημιά του όμως γίνεται απεριόριστη όσο η μετοχή ανεβαίνει. Το νεκρό σημείο είναι στα € 20,50 όπου σε αυτή την τιμή χάνει μόνο το premium ενώ από εκεί και κάτω υλοποιούνται πραγματικές ζημιές.

Πρέπει να προσέχουμε ότι μόνο όταν λήξει το συμβόλαιο ο πωλητής έχει κατοχυρώσει το premium που εισέπραξε. Παρόλο που τα χρήματα που εισπράττει πιστώνονται αμέσως στο λογαριασμό του αυτό δε σημαίνει ότι έχει κερδίσει € 0,50 γιατί μέχρι τη λήξη η Εθνική μπορεί να έχει πάει στα ύψη και να χρειαστεί στο τέλος να παραδώσει μετοχές στον αγοραστή, πράγμα που θα του κοστίσει πολύ περισσότερα χρήματα από το premium που εισέπραξε. Το ρίσκο λοιπόν για τον πωλητή είναι απεριόριστο ενώ το μέγιστο κέρδος είναι περιορισμένο και ισούται με το premium. Για το λόγο αυτό η θέση short call απαιτεί margin. Μπορούμε να παρομοιάσουμε τον πωλητή του

²⁰ Ο επενδυτής μπορεί να ζητήσει εξάσκηση όποτε θέλει στα δικαιώματα επί μετοχών επειδή είναι Αμερικάνικου τύπου. Στη λήξη όμως ειδικά, το δικαίωμα ασκείται αυτόματα από το χρηματιστήριο εφόσον λήγει με κέρδος για τον αγοραστή του. Στα δικαιώματα επί δεικτών του Ελληνικού χρηματιστηρίου η άσκηση γίνεται μόνο στη λήξη με την ίδια διαδικασία.

δικαιώματος αγοράς της Εθνικής με την ασφαλιστική εταιρεία η οποία πουλάει το ασφάλιστρο για ένα χρόνο. Η εταιρία θα καρπωθεί το ασφάλιστρο μόνο εάν μέχρι το τέλος του χρόνου δε χρειαστεί να αποζημιώσει τον ασφαλιζόμενο.

3.3.3. Αγορά δικαιώματος πώλησης (long put)

Σε αυτή την περίπτωση ο επενδυτής πιστεύει ότι η τιμή της μετοχής θα υποχωρήσει και αποφασίζει να αγοράσει ένα δικαίωμα πώλησης σειράς Δεκεμβρίου με τιμή εξάσκησης τα € 20 πληρώνοντας για αυτό και πάλι € 0,50 ανά μετοχή. Όσο πιο χαμηλά έχει υποχωρήσει η μετοχή μετά τη λήξη του συμβολαίου θα αυξάνονται και τα κέρδη του. Εάν για παράδειγμα η μετοχή βρίσκεται στα € 18 στη λήξη, το δικαίωμα θα ασκηθεί οπότε ο αγοραστής του δικαιώματος θα πουλήσει τη μετοχή στον πωλητή του δικαιώματος στα € 20. Οπότε το μεικτό κέρδος του σε αυτή την περίπτωση θα είναι € 20-€ 18=€ 2 Έχει όμως πληρώσει € 0,50 για το δικαίωμα επομένως το καθαρό κέρδος είναι € 2 - € 0,50 =€ 1,50. Αντίθετα σε περίπτωση όπου οι προσδοκίες του δεν εκπληρωθούν και η μετοχή ανέβει τότε η μέγιστη ζημιά που μπορεί να έχει είναι € 0,50. Συγκριτικά με έναν άλλο επενδυτή ο οποίος έχει πουλήσει ακάλυπτα τη μετοχή ή έχει ανοίξει μία θέση πώλησης σε ΣΜΕ της μετοχής, ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης έχει περιορισμένο κίνδυνο ως προς την άνοδο της μετοχής. Η αγορά δικαιώματος πώλησης όπως και η αγορά δικαιώματος αγοράς λόγω του περιορισμένου κινδύνου δεν απαιτεί περιθώριο ασφάλισης.

3.3.4. Πώληση δικαιώματος πώλησης (short put)

Ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης πιστεύει ότι η μετοχή θα παραμείνει στα επίπεδα που βρίσκεται ή θα ανέβει. Πουλώντας το δικαίωμα εισπράττει € 0,50 ανά μετοχή και εύχεται στη λήξη η μετοχή να βρίσκεται από τα € 20 και πάνω ώστε να κατοχυρώσει το ποσό αυτό. Το μέγιστο κέρδος σε αυτή την περίπτωση είναι τα € 0,50.

Σε περίπτωση όπου η μετοχή έχει υποχωρήσει σημαντικά τότε ο αγοραστής θα ασκήσει το δικαίωμα και ο πώλησης θα αναγκαστεί να

αγοράσει μετοχές από τον αγοραστή του δικαιώματος στα € 20 ενώ στη spot αγορά η μετοχή θα έχει αρκετά χαμηλότερη αξία. Ο πωλητής του δικαιώματος πώλησης λοιπόν έχει απεριόριστο ρίσκο σε περίπτωση που η μετοχή υποχωρήσει και για αυτό το λόγο απαιτείται περιθώριο ασφάλισης για μία τέτοια θέση. Τα € 19,50 είναι το νεκρό σημείο.

3.4. Παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των δικαιωμάτων

Η τιμή ενός «απλού» δικαιώματος (vanilla option) στο χρόνο t το οποίο θα λήξει το χρόνο T επηρεάζεται από έξι παράγοντες: την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου S_t , την τιμή εξάσκησης K , το χρόνο μέχρι τη λήξη $\tau=T-t$, τη μεταβλητότητα ν , το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο r (risk-free rate) και τα αναμενόμενα κατά τη διάρκεια της ζωής του δικαιώματος μερίσματα (εάν ο υποκείμενος τίτλος πληρώνει μερίσματα). Η επίδραση αυτών των παραγόντων μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με το εάν αναφερόμαστε σε ένα δικαίωμα αγοράς ή σε ένα δικαίωμα πώλησης και ανάλογα με τον τύπο του δικαιώματος. Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι παραπάνω μεταβλητές και παράμετροι πρέπει να εμφανίζονται σε οποιοδήποτε αξιόπιστο υπόδειγμα αποτίμησης δικαιωμάτων. Παραθέτουμε στην συνέχεια την επίδραση στην τιμή των δικαιωμάτων αγοράς/πώλησης του κάθε παράγοντα ξεχωριστά (θεωρώντας όλους τους υπόλοιπους παράγοντες σταθερούς- *ceteris paribus*).

Τιμή υποκείμενου τίτλου και τιμή εξάσκησης

Εάν ένα αμερικανικού τύπου δικαίωμα αγοράς εξασκηθεί κάποια στιγμή στο μέλλον $t+\Delta t$, το έσοδο του επενδυτή με θέση αγοράς θα είναι η διαφορά μεταξύ της μελλοντικής τρέχουσας τιμής $S_{t+\Delta t}$ και της τιμής εξάσκησης. Όσο υψηλότερα διαμορφώνεται η τρέχουσα τιμή, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να βρεθεί το δικαίωμα εντός της χρηματικής της αξίας. Συνεπώς, όσο ανεβαίνει το S_t , η τιμή του δικαιώματος αγοράς αυξάνει, καθώς ο αγοραστής έχει μεγαλύτερες πιθανότητες να καλύψει το κόστος αγοράς του δικαιώματος, ενώ αντίθετα ο πωλητής έχει μεγαλύτερες πιθανότητες να υποστεί ζημιά. Από την άλλη πλευρά, όσο υψηλότερη είναι η τιμή εξάσκησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να βρεθεί το δικαίωμα

εκτός της χρηματικής του αξίας. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερη τιμή εξάσκησης επιλέγεται, τόσο η τιμή του δικαιώματος αγοράς μειώνεται. Η τιμή του υποκείμενου τίτλου και η τιμή εξάσκησης επιδρά κατά αντίθετο

τρόπο στα δικαιώματα πώλησης από ό,τι στα δικαιώματα αγοράς. Η τιμή των δικαιωμάτων πώλησης μειώνεται όταν αυξάνεται το S_t , και αυξάνεται όταν αυξάνεται η τιμή εξάσκησης.

Χρόνος μέχρι τη λήξη

Η τιμή των Αμερικάνικων δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης αυξάνεται καθώς αυξάνει ο χρόνος μέχρι τη λήξη. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε δύο δικαιώματα τα οποία διαφέρουν μόνο ως προς το χρόνο μέχρι τη λήξη. Ο αγοραστής του δικαιώματος με τη μακρύτερη λήξη θα έχει τις ίδιες ευκαιρίες για εξάσκηση του δικαιώματος με τον κάτοχο του δικαιώματος με την κοντινότερη λήξη, και ακόμα περισσότερες. Η τιμή των Ευρωπαϊκών δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης δεν αυξάνει αναγκαστικά με την αύξηση του χρόνου μέχρι τη λήξη. Αυτό συμβαίνει διότι ο αγοραστής ενός Ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματος με μακρινή λήξη δεν θα έχει περισσότερες ευκαιρίες για εξάσκηση σε σχέση με τον κάτοχο του δικαιώματος με την κοντινή λήξη. Αυτό συμβαίνει γιατί τα Ευρωπαϊκά δικαιώματα μπορούν να

εξασκηθούν μόνο στη λήξη. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε δύο Ευρωπαϊκά δικαιώματα αγοράς, το ένα με δύο μήνες μέχρι τη λήξη και το άλλο με τέσσερις μήνες. Εάν αναμένεται ένα μεγάλο μέρισμα σε τρεις μήνες, αυτό θα μειώσει την τιμή του υποκείμενου τίτλου και συνεπώς και την αξία του δικαιώματος αγοράς.

Μεταβλητότητα

Η μεταβλητότητα είναι ένα μέγεθος που για να οριστεί ακριβώς πρέπει να έχουμε ορίσει πρώτα τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλεται το S (πρέπει δηλαδή να έχουμε υποθέσει ένα μαθηματικό υπόδειγμα για την εξέλιξη της τιμής της μετοχής). Γενικά, μπορούμε να πούμε πως μετράει την αβεβαιότητά μας σχετικά με μελλοντικές κινήσεις της τιμής του υποκείμενου τίτλου. Όταν η μεταβλητότητα αυξάνει, χαμηλές ή υψηλές κινήσεις της τιμής της μετοχής έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να συμβούν από ό,τι εάν η μεταβλητότητα είναι χαμηλή. Όταν η μεταβλητότητα αυξάνεται, αυξάνεται η τιμή των δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης⁶. Ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς επωφελείται από υψηλές τιμές του S (δυσνητικά έχει απεριορίιστα κέρδη), ενώ σε

περίπτωση πτώσης του S η μέγιστη ζημιά του είναι η τιμή του δικαιώματος που πλήρωσε. Παρομοίως, ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης κερδίζει από μεγάλες μειώσεις της τιμής της μετοχής, ενώ η μέγιστη ζημιά του που θα προέλθει από αύξηση του S, είναι το premium. Δηλαδή, σε κάθε περίπτωση, η άνοδος της μεταβλητότητας ευνοεί τους κατόχους-αγοραστές δικαιωμάτων, καθώς αυξάνει την τιμή των δικαιωμάτων.

Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

Η αύξηση των επιτοκίων αυξάνει την τιμή ενός δικαιώματος αγοράς και μειώνει την τιμή ενός δικαιώματος πώλησης. Ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς πληρώνει την τιμή εξάσκησης, εάν εξασκήσει το δικαίωμα. Συνεπώς, με υψηλό επιτόκιο η παρούσα αξία της τιμής εξάσκησης (που μπορεί να έχει καταθέσει σε ένα τραπεζικό λογαριασμό) είναι μικρότερη. Από την άλλη πλευρά, ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης εισπράττει την τιμή εξάσκησης και η αύξηση των επιτοκίων θα μειώσει την παρούσα αξία του εσόδου.

Μερίσματα

Η πληρωμή μερισμάτων μειώνει την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Αυτό μειώνει την τιμή του δικαιώματος αγοράς και αυξάνει την τιμή του δικαιώματος πώλησης. Συνεπώς, η αύξηση των αναμενόμενων μερισμάτων μειώνει την τιμή των δικαιωμάτων αγοράς και αυξάνει την τιμή του δικαιώματος πώλησης.

Διάρκεια ζωής - Ημερομηνία λήξης ή ημερομηνία εκτέλεσης

Η ημερομηνία λήξης δικαιωμάτων χρηματιστηριακών δεικτών διαφέρει από χώρα σε χώρα ανάλογα με την αγορά.

Δικαιώματα στον FTSE20

Κύρια Χαρακτηριστικά

Υποκείμενο Προϊόν: Δείκτης FTSE 20

Μέγεθος Συμβολαίου: 5 ευρώ επί την τιμή του FTSE20 π.χ.
 $5 \cdot 1800 = 9000$ ευρώ

Μεταβολή τιμής: Ανάλογα με την τιμή του δικαιώματος, από 0.10 μονάδες δείκτη έως 1 μονάδα δείκτη.

Ημέρα λήξης:	3 ^η Παρασκευή κάθε μήνα λήξης
Ωρα Λήξης:	13:50
Μήνες λήξης:	Οι 12 μήνες του έτους
Τρόπος άσκησης:	Ευρωπαϊκός
Εκκαθάριση:	Χρηματικός διακανονισμός στην τελική τιμή κλεισίματος του FTSE20

3.5. Δικαιώματα στο Χ.Α.

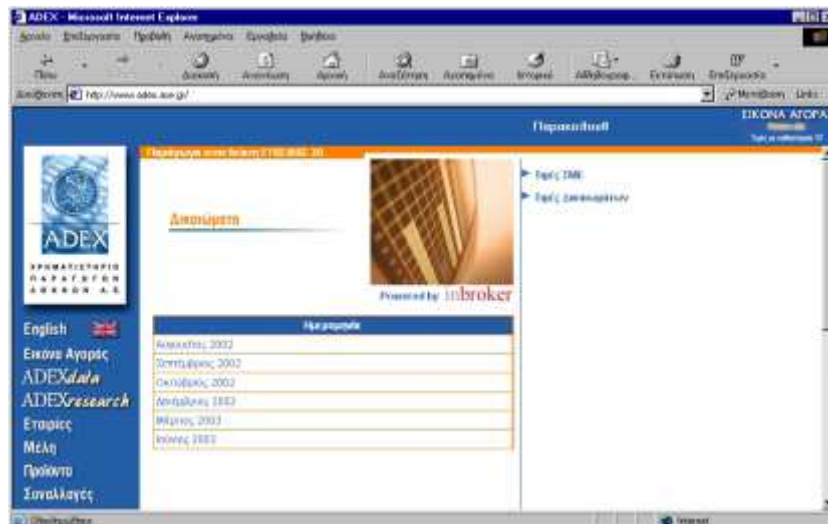
Τα δικαιώματα προαίρεσης, όπως κάθε επενδυτικό εργαλείο της αγοράς των παραγώγων, βασίζονται και αυτά σε κάποιες υποκείμενες αξίες ή υποκείμενους τίτλους οι οποίες μπορούν να είναι κάποιες από αυτές που ήδη έχουν προαναφερθεί στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Ο τρόπος λειτουργίας των δικαιωμάτων και οι αρχές που τα διέπουν είναι ακριβώς ίδιες οποιαδήποτε και να είναι η υποκείμενη αξία. Οι διαφορές που υπάρχουν για παράδειγμα στα δικαιώματα του FTSE/ ASE 20 σε σχέση με τα δικαιώματα πάνω σε μετοχές του ΧΑ ή ακόμα και σε δικαιώματα πάνω σε μετοχές του Αμερικάνικου χρηματιστηρίου είναι ελάχιστες και περιορίζονται μόνο στα χαρακτηριστικά του κάθε συμβολαίου.

Τα Options περιλαμβάνουν τα εξής συγκεκριμένα παράγωγα:

(i) το Option στον FTSE-20

Το Option στον FTSE-20 του Χ.Α.Α. με υποκείμενο τίτλο τον FTSE-20

Στους ακόλουθους πίνακες φαίνονται οι τιμές των δικαιωμάτων



The screenshot shows a detailed table of daily trading data. The table is divided into two main sections: "CALLS" and "PUTS". The columns include "Α", "Πωσ. Α", "Π", "Πωσ. Π", "Τιμή", "Όγκος", "Ανοικτές Θέσεις", and "STRIKES". The data is organized by date, with the most recent date being 01/02/03.

CALLS							PUTS						
Α	Πωσ. Α	Π	Πωσ. Π	Τιμή	Όγκος	Ανοικτές Θέσεις	Α	Πωσ. Α	Π	Πωσ. Π	Τιμή	Όγκος	Ανοικτές Θέσεις
0	0	0	0			0	850	0	0	0			0
175.00	10	103.00	10			54	800	0	0	0			70
126.00	10	133.00	10			75	860	0	1.90	60			201
76.90	10	01.00	20			1094	1000	0.10	25	1.00	10		1077
29.90	2	31.75	10	31.00	15	1902	1050	0.10	40	2.30	2		2049
1.10	20	2.00	2	2.40		1716	1100	21.90	10	25.00	10		1590
0.10	88	2.90	10			1663	1150	69.00	15	74.50	10		454
0.10	20	1.00	30			1226	1200	118.00	5	124.00	5		601
0	0	0	0			1183	1250	168.00	10	170.00	10		198
0	0	0	0			436	1200	210.00	10	226.00	10		306
0	0	0	0			96	1260	268.00	10	270.00	10		130
0	0	0	0			0	1400	310.00	10	325.00	10		76
0	0	0	0			16	1450	368.00	10	375.00	10		50
0	0	0	0			0	1500	0	0	0			418
0	0	0	0			0	1550	0	0	0			76
0	0	0	0			0	1600	0	0	0			327
0	0	0	0			0	1650	0	0	0			66

Επεξήγηση Πίνακα

Στον πρώτο πίνακα βλέπουμε τις ημερομηνίες λήξης

2ος Πίνακας

A: Η τιμή αγοράς

Πωσ. A: Η ποσότητα συμβ. που διαπραγματεύονται στην τιμή αγοράς.

Π: Τιμή πώλησης.

Πωσ. Π: Η ποσότητα συμβ. που διαπραγματεύονται στην τιμή πώλησης

Τιμή:

Όγκος: Συνολικός όγκος συναλλαγών.

Ανοικτές Θέσεις: Ο αριθμός των συμβολαίων που δεν έχουν κλειστεί.

Strikes: Οι τιμές άσκησης των Δικαιωμάτων.

(ii) Το Option στον FTSE-40

Το Option στον FTSE-40 με υποκείμενο τίτλο τον FTSE-40 του Χ.Α.

Τιμές δικαιωμάτων

Παρακολουθείτε τη συνεξέλιξη το

ΕΚΚΛΗΡΟΔΩΤΗΣ

Presented by inbroker

Περίοδος
Απριλιος 2002
22ης Μαΐου 2002
Δεκαμβριος 2002
20-04-2003
Μάρτιος 2003
Ιουνιος 2003

Παρακολουθείτε

ΕΚΚΛΗΡΟΔΩΤΗΣ

Presented by inbroker

CALLS						PUTS					
A	Προσ. A	Π	Προσ. Π	Ταμ. Δυναμ. Διπλασ.	Αριθμός 2002	A	Προσ. A	Π	Προσ. Π	Ταμ. Δυναμ. Διπλασ.	Αριθμός 2002
14.00	25	15.50	25		70	220	0	1.60	25	0.10	58
4.40	30	0.90	50		30	220	0.20	40	1.60	50	131
0.10	52	1.80	50	0.10	50	110	5.50	50	7.10	50	143
0	0	0.12	210	0.18	202	250	15.50	25	17.00	25	150
0	0	0	0		22	260	23.75	10	28.00	10	10
0	0	0	0		15	270	33.25	10	28.25	10	0
0	0	0	0		0	280	0	0	0	0	0
0	0	0	0		0	280	0	0	0	0	0
0	0	0	0		0	300	0	0	0	0	0
0	0	0	0		0	310	0	0	0	0	0
0	0	0	0		0	320	0	0	0	0	0
0	0	0	0		0	330	0	0	0	0	0
22.50	25	25.50	25		25	210	0	0.10	70	70	
						180	0	0	0	0	0

(iii) τα επιμέρους Options σε Επιλεγμένες Μετοχές

Στα επιμέρους αυτά Options υποκείμενοι τίτλοι είναι, αντίστοιχα, γνωστές μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.Α.²¹

²¹ Ζαχαριάδης – Σκούρας Δ. (2002), Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

Βιβλιογραφία

- Βαρβιτσιώτης Α. (2005) *Στρατηγικές Παραγωγών*, εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.
- Δημητρόπουλος Π. (1999), *Τα Παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο*, Εκδ. Φυκίρης, Αθήνα.
- Ζαχαριάδης – Σκούρας Δ. (2002), *Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες*, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- Ζοπουνίδης Κ., Δούμπος Μ. (2011) *Παράγωγα προϊόντα και αγορές*, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economy_1_12/02/2011_432312
- Κιόχος Π.Α., Παπανικολάου Γ.Δ., Κιόχος Α.Π. (2001), *Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγωγών Αθηνών, Διεθνή Χρηματιστήρια*, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- Λιβάνης Ε.Σ., Γεωργιάδης Ν.Η. (2002) *Οδηγός Παραγωγών Προϊόντων*, εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη
- Παπούλιας Γ. (1995) *Εγχειρίδιο Χρηματιστηριακής Αγοράς Market Making*, εκδόσεις Παπούλιας.
- <http://www.dw-world.de/dw/article/0,,6010952,00.html>
- <http://www.futuresandoptions.gr/index.php?id=69>
- www.bankingnews.gr