

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΜΕ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ
ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

ΦΟΙΤΗΤΕΣ: ΚΩΝΣΤΑΝΤΑΡΟΥ ΜΑΡΙΑ - Α.Μ. 2636
ΚΡΙΤΣΩΤΑΚΗΣ ΣΩΤΗΡΙΟΣ - Α.Μ. 2425

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΒΑΡΔΑΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΗΡΑΚΛΕΙΟ 2009

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε την οικογένειά μας για την πολύτιμη συμπαράστασή της και τον καθηγητή μας Βάρδα Ιωάννη για τη βοήθεια και τις κατευθύνσεις που μας παρείχε για την εκπόνηση της παρούσας πτυχιακής εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία μελετά τη διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων με τη χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Το μεθοδολογικό πλαίσιο αφορά τη συλλογή δευτερογενών δεδομένων, βιβλιογραφικών δηλαδή αναφορών που αναζητήθηκαν σε βιβλιοθήκες μέσα από άρθρα, βιβλία και περιοδικά αλλά και στο διαδίκτυο μέσα από επίσημους διαδικτυακούς τόπους. Η εργασία χωρίζεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μελετά τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους και το δεύτερο εστιάζει στους τρόπους διαχείρισής τους.

Βασικό συμπέρασμα της παρούσας εργασίας είναι η δύσκολη κατάσταση στην οποία βρίσκεται σήμερα κυρίως η οικονομία και η ανάγκη ανάπτυξης στρατηγικών προκειμένου να βελτιωθεί η κατάσταση. Συγκεκριμένα η χρήση των παραγώγων στοχεύει στη συμπλήρωση των επιλογών των Ελλήνων επενδυτών με τη διάθεση παραγώγων προϊόντων, τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά, με απώτερο σκοπό τον περιορισμό των πιστωτικών κινδύνων των επενδύσεων σε παράγωγα. Με αυτόν τον τρόπο θα βελτιωθεί η πληροφόρηση και η διαφάνεια των σχετικών συναλλαγών.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΜΕΡΟΣ Α: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	7
1.1. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ	7
1.2. ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΩΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ	8
1.3. ΒΑΣΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ ΣΕ ΣΜΕ	8
1.3.1. ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ	9
1.3.2. ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ	10
1.3.3. ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	10
1.4. ΑΡΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΜΕ	11
1.4.1. ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	11
1.4.2. ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΗΚΕΥΣΗΣ	11
1.4.3. ΚΟΣΤΟΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	12
1.5. ΕΙΔΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	12
1.5.1. ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΣΜΕ	13
1.5.2. ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	15
1.5.3. ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ	15
1.5.4. ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΘΕΣΕΩΝ	16
1.5.5. ΣΜΕ ΕΠΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ	16
1.5.6. ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΣΜΕ	16
1.5.7. ΘΕΣΕΙΣ ΣΜΕ ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ	18
1.5.8. ΗΜΕΡΗΣΙΟΣ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	18
1.5.9. ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	19
1.5.10. ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	21
2.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	22
2.1.1. Η Τιμή Εξάσκησης	22
2.1.2. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ	22
2.1.3. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΩΛΗΣΗΣ	25
2.1.4. ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΘΕΣΗΣ	26
2.2. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	26
2.2.1. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ	26
2.2.2. Η ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ	27
2.2.2.1. ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ	27
2.2.2.2. Η ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΧΡΟΝΟΥ	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΜΕ ΣΜΕ	28
3.1. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	28
3.1.1. ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΠΩΛΗΣΗ ΜΕ ΣΜΕ	28
3.1.2. ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΜΕ ΣΜΕ	33
3.1.3. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΝΑΛΟΓΙΑΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	35
4.1. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΜΕ ΜΙΑ ΜΕΤΟΧΗ ΚΑΙ ΕΝΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	35
4.2. ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗΝ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΣΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ	35
4.3. ΚΑΛΥΜΜΕΝΗ ΘΕΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ	38
4.3.1. ΠΡΟΣΤΑΤΕΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ	39
4.4. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΟΙΓΜΑΤΟΣ	40
4.4.1. ΑΝΟΔΙΚΟ ΑΝΟΙΓΜΑ (BULL SPREAD)	41
4.5. ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ	42
4.5.1. ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ (LONG STRADDLE)	42
4.5.2. ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΣΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT STRADDLE)	43
ΜΕΡΟΣ Β: ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ	45

5.1 ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ.....	45
5.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ.....	46
5.3 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΙΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ.....	51
6.1. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	58
6.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ.....	59
6.3 Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	61
6.4 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ.....	61
6.5 ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	62
6.6 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ - ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ.....	63
6.6.1 ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	64
6.7 ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ.....	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ.....	67
7.1 ΣΥΜΜΑΧΙΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ.....	67
7.2 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΙΧ.....	67
7.3 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ JIWAY.....	68
7.4 DEUTSCHE BORSE.....	68
7.5 LSE.....	69
7.6 EURONEXT.....	69
7.7. ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΜΙΑΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.....	72
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	74
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	76

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία έχει στόχο να μελετήσει τη διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων με τη χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αρχικά στο πρώτο μέρος θα παρουσιαστούν τα χρηματοοικονομικά παράγωγα και συγκεκριμένα τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα δικαιώματα προαίρεσης, οι επενδυτικές στρατηγικές με ΣΜΕ και οι επενδυτικές στρατηγικές με δικαιώματα προαίρεσης.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας θα παρουσιάσει το σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο χρηματοδοτικό περιβάλλον και συγκεκριμένα θα μελετήσει τις χρηματαγορές, την παγκοσμιοποίηση και τις επιπτώσεις της στον ανταγωνισμό των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων και τέλος τις συγχωνεύσεις των χρηματιστηρίων προσπαθώντας να αποτυπώσει τους τρόπους αντιμετώπισης μιας μελλοντικής αποτυχίας συγχώνευσης. Στο τέλος της εργασίας θα παρατεθούν τα τελικά συμπεράσματα.

ΜΕΡΟΣ Α: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) αποτελεί μια συμφωνία μεταξύ δύο επενδυτών, εκ των οποίων ο ένας είναι ο αγοραστής και ο άλλος ο πωλητής του συμβολαίου.

1.1.ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ

Μία προθεσμιακή συναλλαγή επιβάλλει την υποχρέωση σε δύο συναλλασσόμενους να εκπληρώσουν μία συμφωνία, σε μία προκαθορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή. Το βασικό στοιχείο της προθεσμιακής συναλλαγής είναι ότι εισάγεται μία χρονική υστέρηση μεταξύ της συμφωνίας του συμβολαίου και της εκπλήρωσής του.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ένας ιδιοκτήτης καφεκοπτείου θα χρειαστεί μια προκαθορισμένη ποσότητα κόκκων καφέ σε έξι μήνες, και πιστεύει ότι η τιμή του θα αυξηθεί, ενώ από την άλλη πλευρά ένας ιδιοκτήτης φυτείας καφέ αναμένει ότι η τιμή του καφέ για τη σοδειά που θα πάρει σε έξι μήνες θα μειωθεί. Και οι δυο έχουν κοινό ενδιαφέρον για μια σταθερή εξέλιξη της τιμής του καφέ. Ο ιδιοκτήτης του καφεκοπτείου και ο ιδιοκτήτης της φυτείας καταλήγουν σε μια προθεσμιακή συναλλαγή.

Συγκεκριμένα, συμφωνούν σήμερα για την παράδοση μιας καθορισμένης ποσότητας κόκκων καφέ, σε μια προκαθορισμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Έτσι, και οι δυο έχουν τη δυνατότητα να αντισταθμίσουν τον κίνδυνό από την εξέλιξη της τιμής του καφέ.

1.2.ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΩΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης βασίζονται στην αρχή που περιγράφηκε στο προηγούμενο παράδειγμα της προθεσμιακής συναλλαγής σε κόκκους καφέ, δηλαδή οι δύο συναλλασσόμενοι εισέρχονται σε μια νομικά δεσμευτική συμφωνία να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα καθορισμένο αγαθό, το οποίο ονομάζεται υποκείμενο προϊόν, υπό τους όρους που συμφωνήθηκαν στο συμβόλαιο προθεσμιακής συναλλαγής.

Παρόλα αυτά, στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, το υποκείμενο προϊόν δεν αποτελείται από αγαθά, αλλά από επιμέρους τίτλους ή δέσμη τίτλων, στη μορφή ενός χρηματιστηριακού δείκτη.

Συμπληρωματικά, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι προθεσμιακές συναλλαγές με τυποποιημένη ποσότητα συναλλαγής (μονάδες συναλλαγής ή μέγεθος συμβολαίου) και ημερομηνίες παράδοσης. Αυτά τα στοιχεία εξυπηρετούν στη ρευστότητα των συναλλαγών.

Επίσης, οποιαδήποτε συμφωνία για μελλοντική αγορά μπορεί να κλείσει (closed out) οποιαδήποτε στιγμή από μια αντίστροφη συμφωνία που θα παρέχεται για πώληση την ίδια ημέρα, η οποία καθιστά εφικτή την πραγματοποίηση κερδών ή ζημιών, πριν την ημερομηνία παράδοσης.

1.3.ΒΑΣΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ ΣΕ ΣΜΕ

Οι δύο βασικές θέσεις στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι η θέση αγοράς και η θέση πώλησης. Η θέση του συναλλασσόμενου που αναλαμβάνει την υποχρέωση να πουλήσει ονομάζεται θέση πώλησης (short position), ενώ η θέση αυτού που εισέρχεται στην υποχρέωση να αγοράσει ονομάζεται θέση αγοράς (long position). Ο όρος «θέση» (position) περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις, τις οποίες ο αντισυμβαλλόμενος αναλαμβάνει με μία συγκεκριμένη συναλλαγή (αγορά/ πώληση). Η θέση συχνά απεικονίζεται με τη μορφή ενός διαγράμματος κέρδους/ζημιάς και εξυπηρετεί ώστε να δείξει την έκταση των κερδών και των ζημιών της θέσης στη λήξη του συμβολαίου.

Μία σημαντική πτυχή των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι ότι οι

αντισυμβαλλόμενοι δεν επενδύουν κεφάλαιο με τη σύναψη του συμβολαίου, απλώς εισέρχονται σε μία συμφωνία, η οποία τους εξασφαλίζει ένα κέρδος, εφόσον οι προσδοκίες τους υλοποιηθούν. Η υλοποίηση των υποχρεώσεων του συμβολαίου βρίσκεται υπό την εγγύηση του χρηματιστηρίου μέσα στο οποίο διενεργήθηκε η συναλλαγή. Πέρα από αυτό, η υποχρέωση των αντισυμβαλλομένων εστιάζεται στο γεγονός ότι πρέπει να εγγυηθούν την τήρηση των δεσμεύσεων που πηγάζουν από τη συναλλαγή τους, απέναντι στο χρηματιστήριο μέσα στο οποίο κανονίστηκε η συναλλαγή.

Η εταιρία εκκαθάρισης που λειτουργεί ως αντισυμβαλλόμενος και για τα δύο μέρη της συναλλαγής, αναλαμβάνοντας εξ' ολοκλήρου τον πιστωτικό κίνδυνο. Γι' αυτό τον λόγο απαιτείται για κάθε θέση σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης η δέσμευση ενός ενεχύρου, το οποίο αποδεσμεύεται με το κλείσιμο της θέσης και την εκπλήρωση όλων των υποχρεώσεων. Αυτό το ενέχυρο μπορεί να κατατεθεί είτε σε μετρητά (ευρώ ή ξένο νόμισμα) είτε με τη μορφή μετοχών και ομολόγων.

1.3.1.ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ

Η θέση αγοράς υποχρεώνει τον συμβαλλόμενο να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και ημερομηνία. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής αναμένει ότι οι τιμές των μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης θα αυξηθούν τις επόμενες εβδομάδες.

Βάσει αυτής της προσδοκίας αποφασίζει να λάβει θέση αγοράς σε ένα ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE-20, στη τρέχουσα τιμή των 1.800 μονάδων. Στην περίπτωση που η προθεσμιακή τιμή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης πράγματι αυξηθεί, ας πούμε, στις 1.840 μονάδες μέχρι τη συμφωνημένη ημερομηνία, ο συναλλασσόμενος κερδίζει ένα καθαρό ποσό 40 μονάδων (=1.840-1.800). Αυτό το κέρδος πρέπει να πληρωθεί από τον άλλο αντισυμβαλλόμενο που πούλησε το συμβόλαιο στην τιμή των 1.800 μονάδων. Σε αντίθετη περίπτωση, αν οι προσδοκίες του συναλλασσόμενου δεν υλοποιηθούν και ο δείκτης FTSE/ASE-20 στο μεσοδιάστημα μειωθεί στις 1.770 μονάδες, για παράδειγμα, τότε αυτός είναι αναγκασμένος να υποστεί μία απώλεια 30 μονάδων (1.800-1.770).

1.3.2.ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ

Η θέση πώλησης υποχρεώνει τον συμβαλλόμενο να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και ημερομηνία. Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής αναμένει ότι οι τιμές των μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης θα μειωθούν τις επόμενες εβδομάδες. Με βάση αυτή του την προσδοκία, πουλά ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40, στη σημερινή τιμή των 2.000 μονάδων.

Στην περίπτωση που η προθεσμιακή τιμή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης επί του δείκτη πράγματι μειωθεί π.χ. στις 1.900 μονάδες, μέχρι τη συμφωνημένη ημερομηνία, ο συμβαλλόμενος κερδίζει ένα καθαρό ποσό των 100 μονάδων (2.000- 1.900).

Αυτό το κέρδος πρέπει να πληρωθεί από τον αντισυμβαλλόμενο που αγόρασε το συμβόλαιο στην τιμή των 2.000 μονάδων. Σε αντίθετη περίπτωση, αν οι προσδοκίες του συμβαλλόμενου δεν υλοποιηθούν και ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 στο μεσοδιάστημα ανεβεί, για παράδειγμα, στις 2.150 μονάδες, τότε αυτός είναι αναγκασμένος να υποστεί μία απώλεια 150 μονάδων (2.150-2.000).

1.3.3.ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Υπάρχουν δυο τρόποι διακανονισμού των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τον πρώτο τρόπο, ο επενδυτής περιμένει τη λήξη του Σ.Μ.Ε. και ύστερα εκπληρώνει την υποχρέωση αγοράς ή πώλησης. Στην περίπτωση της φυσικής παράδοσης (Σ.Μ.Ε. σε μετοχές) ο επενδυτής πραγματοποιεί κέρδος ή ζημιά από τη διαφορά, αγοράζοντας ξανά ή μεταπωλώντας τον τίτλο στο χρηματιστήριο, ενώ ο χρηματικός διακανονισμός (cash settlement) (ΩΜΕ σε δείκτες) υπονοεί την άμεση πληρωμή του κέρδους ή της ζημιάς. Στην δεύτερη περίπτωση, ο επενδυτής αποδεσμεύεται από την υποχρέωσή του κατά τη διάρκεια της ζωής του Σ.Μ.Ε., κλείνοντας μία θέση αγοράς μέσω μίας θέσης πώλησης ή το αντίστροφο. Ο επενδυτής καταβάλλει σε ρευστά τις ενδεχόμενες ζημιές ή πιστώνεται τα ενδεχόμενα κέρδη.

1.4.ΑΡΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΜΕ

Το κόστος αυτό αναφέρεται στη δαπάνη που προκαλεί η ανάληψη μιας θέσης στην αγορά μετρητοίς και η διατήρηση της μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ΣΜΕ. Η διατήρηση αυτής της θέσης μέχρι κάποια μελλοντική χρονική στιγμή σημαίνει τη διαχρονική μεταφορά του αγαθού ή τίτλου με τρόπο ώστε να παραμείνει αναλλοίωτο και με τα ίδια χαρακτηριστικά. Επίσης, πέραν της διαχρονικής μεταφοράς μπορεί να σημαίνει και φυσική μεταφορά από ένα τόπο σε άλλο. Οι δαπάνες που απαιτούνται για τη διαχρονική διατήρηση της θέσης διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες:

1.4.1 ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Το κόστος αυτό αναφέρεται στο κόστος ευκαιρίας που θα απολέσει ο κάτοχος της θέσης δεσμεύοντας ποσό S_t από τα κεφάλαια του για τη διατήρηση της θέσης. Ανάλογο θα είναι και το κόστος που θα πρέπει να καταβάλει εάν το ποσό S_t το δανειστεί. Έτσι, εάν η αγορά του αγαθού στην αγορά μετρητοίς απαιτεί 150 ευρώ για την απόκτηση μιας μονάδας και το κόστος δανεισμού είναι 8% ετησίως, τότε η διατήρηση της θέσης για έξι μήνες θα απολήξει σε ένα κόστος χρηματοδότησης ίσο με 6 ευρώ $[=150*(0,08/2)]^4$.

1.4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΗΚΕΥΣΗΣ

Το κόστος αυτό είναι συνυφασμένο με τη δαπάνη που απαιτείται για την αποθήκευση του αγαθού ή τίτλου για ένα χρονικό διάστημα. Ανάλογα με το αγαθό υπάρχουν και οι ανάλογες εγκαταστάσεις. Το κόστος αποθήκευσης είναι σημαντικό κυρίως στα φυσικά αγαθά καθώς η καταστροφή τους είναι ανεπανόρθωτη και δεν μπορούν να ανακτηθούν σε αντίθεση με τους φυσικούς χρηματοπιστωτικούς τίτλους η καταστροφή των οποίων δεν συνεπάγεται ολική απώλεια καθώς μπορούν να αντικατασταθούν με άλλους.

Στην περίπτωση δε των άυλων τίτλων δεν τίθεται θέμα καταστροφής τους και άρα αποθήκευσης τους πέρα από την καταχώρησή τους στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Το κόστος της αποθήκευσης είναι ανάλογο ενός ενοικίου για το μέγεθος του χώρου που καταλαμβάνει αλλά επιπλέον περιλαμβάνει και ενέργειες που είναι

απαραίτητες με την επόπτευση της κατάστασης του αγαθού, τη μεταφορά κατά την είσοδο και έξοδο από την αποθήκη, κ.λπ.

1.4.3.ΚΟΣΤΟΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Συνήθως με τη διαδικασία της αποθήκευσης συνδέεται και η αγορά ασφάλειας ώστε να εξασφαλίζεται η αξία της θέσης από τυχόν φθορά ή κλοπή. Έτσι, ο χρυσός και οι χρηματοπιστωτικοί φυσικοί τίτλοι ασφαλιζονται για την πιθανότητα κλοπής ενώ πχ τα σιτηρά για αλλοίωση της ποιότητας τους λόγω υγρασίας ή άλλων φυσικών παραγόντων. Στην περίπτωση των αξιόγραφων, είναι αναγκαία πρακτική όπως κατά τη μεταφορά τους μέσω των ταχυδρομικών εταιρειών να ασφαλιζονται,

(δ) Κόστος Μεταφοράς. Το κόστος αυτό είναι σημαντικό στην περίπτωση των αγαθών όπου εκτός από τη μεταφορά στους χώρους προς και από την αποθήκευση, θα πρέπει κατόπιν από εκείνα μεταφερθούν στο σημείο παράδοσης που αναφέρεται το συμβόλαιο. Το κόστος αυτό είναι μικρό για τους χρηματοπιστωτικούς τίτλους καθώς απαιτείται μια ηλεκτρονική καταχώρηση στην περίπτωση άυλων αξιόγραφων ή μεταφορά τους με ταχυδρομική εταιρεία. Όλα τα ανωτέρω κόστη αθροιζόμενα συνθέτουν το κόστος της διαχρονικής διατήρησης $R_{i,T}$ που αναφέρεται στο χρονικό διάστημα από το χρόνο t έως το χρόνο T . Από αυτά, το πλέον σημαντικό σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις είναι το κόστος χρηματοδότησης. Το κόστος αυτό δεν αναφέρεται στην αξία του ίδιου του αγαθού ή τίτλου καθώς αποτελεί μόνο ένα ποσοστό αυτού

1.5. ΕΙΔΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Η θέση αγοράς σε Σ.Μ.Ε. του δείκτη FTSE/ASE-20 ή FTSE/ASE Mid 40 ισοδυναμεί για τον επενδυτή με την υποχρέωση μελλοντικής αγοράς (κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου) του υποκείμενου δείκτη στην τιμή διακανονισμού. Ο επενδυτής προσδοκά ότι η τιμή του υποκείμενου δείκτη θα κινηθεί ανοδικά και πιστεύει, ότι μέχρι την ημερομηνία λήξης, ο δείκτης FTSE/ASE-20 θα είναι σαφώς πάνω από την παρούσα προθεσμιακή τιμή,

Η θέση πώλησης σε Σ.Μ.Ε. του δείκτη FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 ισοδυναμεί για τον επενδυτή με την υποχρέωση “να πουλήσει” μελλοντικά (κατά την

ημερομηνία λήξης του συμβολαίου) τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή διακανονισμού. Στην πράξη, βέβαια, πρόκειται για χρηματικό διακανονισμό. Ο επενδυτής πιστεύει ότι η τιμή του υποκείμενου δείκτη (στο Χ.Α.) θα κινηθεί πτωτικά και πιστεύει ότι μέχρι την ημερομηνία λήξης ο δείκτης FTSE/ASE-20 θα είναι σαφώς κάτω από την παρούσα προθεσμιακή τιμή των 1.800 μονάδων.

Η προθεσμιακή τιμή του Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 εκφράζεται σε μονάδες του δείκτη. Για να υπολογισθεί η χρηματική αξία (σε ευρώ) ενός τέτοιου Σ.Μ.Ε. πολλαπλασιάζουμε την τιμή του Σ.Μ.Ε., η οποία εκφράζεται σε μονάδες δείκτη επί τον πολλαπλασιαστή, ο οποίος για τα μεν Σ.Μ.Ε. επί του δείκτη FTSE/ASE-20 έχει οριστεί στα €5 ανά μονάδα δείκτη, για τα δε Σ.Μ.Ε. επί του δείκτη FTSE-40 στα €10.

Για παράδειγμα, εάν η προθεσμιακή τιμή ενός ΣΜΕ επί του χρηματιστηριακού δείκτη FTSE/ASE-20 είναι 1.800 μονάδες, τότε για κάθε μοναδιαία αύξηση της τιμής του εν λόγω δείκτη ο επενδυτής με θέση αγοράς αποκομίζει κέρδος €5 ανά συμβόλαιο ενώ για κάθε μονάδα πτώσης ζημιά €5 ανά συμβόλαιο. Το αντίθετο συμβαίνει για κάποιο επενδυτή με θέση πώλησης, οπότε για κάθε μονάδα πτώσης του FTSE/ASE-20 ο επενδυτής αποκομίζει κέρδος €5 ανά συμβόλαιο.

1.5.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΣΜΕ

Η τρέχουσα τιμή του Σ.Μ.Ε. καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση (πωλητές και αγοραστές) του στην αγορά παραγώγων του Χ.Α. Όταν η τιμή του Σ.Μ.Ε. αρχίσει να αποκλίνει σημαντικά από τη θεωρητική τιμή του, τότε η αυξημένη προσφορά ή ζήτηση μέσω μηχανισμού εξισορροπητικής κερδοσκοπίας μεταξύ της αγοράς παραγώγων και της υποκείμενης αγοράς, τείνει να την επαναφέρει κοντά στη θεωρητική της σχέση με την τιμή του δείκτη.

Προκειμένου να μην υπάρχουν ευκαιρίες εξισορρόπησης κινδύνου, η σχέση που πρέπει να συνδέει την τιμή, F , ενός ΣΜΕ με την τρέχουσα αξία, S , μιας μετοχής ή ενός χρηματιστηριακού δείκτη είναι η ακόλουθη¹:

¹ Burda, M. and Wyplosz, C. (1997). Macroeconomics. A European Text. 2nded. Oxford University Press.

$$F = Se^{(r_c - q)(T - t)}$$

Ή

$$F = S[1 + (r - q)(T - t)]$$

όπου

r_c : Το ετήσιο επιτόκιο της αγοράς με συνεχή ανατοκισμό

q : Η μερισματική απόδοση του χρηματιστηριακού δείκτη

t : Η τρέχουσα περίοδος (σε έτη)

T : Η χρονική περίοδος λήξεως του ΣΜΕ

Δηλαδή, θα πρέπει η μελλοντική τιμή πώλησης, F , ανά μετοχή να είναι:

$$F = 9,65e^{(0,06)(0,5)} = 9,94$$

Και εφόσον το συμβόλαιο έχει συναφθεί για παράδοση 100 μετοχών, η χρηματική αξία του ΣΜΕ πρέπει να είναι €994. Εάν δεν ισχύει η παραπάνω σχέση και έχουμε $F > Se^{rt}$, τότε μπορούμε δανειζόμενοι €9,65, για 6 μήνες με ετήσιο επιτόκιο 6%, να αγοράσουμε την μετοχή της εταιρίας National A.E. και, εν συνεχεία να λάβουμε θέση πώλησης στο ΣΜΕ με τιμή πώλησης τα €10 ανά μετοχή. Μετά δε την πάροδο του εξαμήνου πουλάμε τη μετοχή στα €10 (σύμφωνα με του όρους του συμβολαίου) και αποπληρώνοντας τις δανειακές μας υποχρεώσεις ύψους €9,94 [=9,65e^{(0,06)(0,5)}] αποκομίζουμε κέρδη ύψους €0,06 (=€10- €9,94) ανά μετοχή, ή €60 ανά συμβόλαιο. Επίσης πρέπει να τονίσουμε ότι το κέρδος ανά μετοχή, το οποίο προκύπτει από τη παραπάνω διαδικασία εξισορρόπησης, κινδύνου σε τρέχουσες τιμές είναι $0,058 = 0,06e^{-(0,06)(0,5)}$

1.5.2 ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Οι ανοιχτές θέσεις στα Σ.Μ.Ε. υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης (mark to market) κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις (αγοράς ή πώλησης) σημείωσαν ζημιές, πληρώνουν τους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημείωσαν κέρδη. Για παράδειγμα, εάν ένας επενδυτής αγόρασε δύο Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE- 20 στις 2.185 μονάδες και την επόμενη ημέρα η τιμή του Σ.Μ.Ε. ανέβηκε στις 2.190 μονάδες κατά το κλείσιμο της αγοράς, τότε ο λογαριασμός του επενδυτή θα πιστωθεί το ποσό των €50 (=2 συμβόλαια × 5 μονάδες ανόδου × €5). Εάν την μεθεπόμενη ημέρα, η τιμή του δείκτη πέσει στις 2.180 μονάδες, τότε το ποσό των €100 (=2 συμβόλαια × 10 μονάδες πτώσης × €5) χρεώνεται στο λογαριασμό του επενδυτή.

Η διαδικασία αυτή διενεργείται καθημερινά μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή μέχρι ο επενδυτής να κλείσει τη θέση του. Με βάση το νόμο 2533/97, ο χρηματικός διακανονισμός, εξαιτίας της ημερήσιας αποτίμησης θέσης, είναι υποχρέωση του Μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Πρέπει λοιπόν να εξοφλείται από το εκκαθαριστικό μέλος του κάθε επενδυτή προς την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και αντίστροφα, πριν ανοίξει η αγορά των παραγώγων την επόμενη της ημέρας των συναλλαγών (T+1). Το σύστημα παρέχει μια σειρά από αλγόριθμους υπολογισμού της ημερήσιας τιμής κλεισίματος των Σ.Μ.Ε., με βάση τις οποίες υπολογίζεται η ημερήσια αποτίμηση της θέσης.

1.5.3 ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ

Οι θέσεις στο Σ.Μ.Ε. που παραμένουν ανοιχτές κατά τη λήξη του συμβολαίου υπόκεινται στη διαδικασία της τελικής εκκαθάρισης, η οποία γίνεται με χρηματικό διακανονισμό και όχι με παράδοση ενός χαρτοφυλακίου μετοχών του δείκτη. Κατά την τελική εκκαθάριση γίνεται μία τελική χρεοπίστωση των λογαριασμών των επενδυτών αποτιμώντας τις ανοιχτές τους θέσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 την ημέρα λήξης του συμβολαίου.

Αν, για παράδειγμα, η θέση πώλησης πέντε Σ.Μ.Ε. ενός επενδυτή, η οποία έχει αποτιμηθεί στις 2.190 μονάδες την προηγούμενη της λήξης του συμβολαίου, παραμείνει ανοιχτή μέχρι το κλείσιμο της αγοράς και ο δείκτης κλείσει στις 2.187 μονάδες, τότε ο λογαριασμός του επενδυτή πιστώνεται με €75 (=5 × 3 μονάδες × €5) και η θέση του κλείνει χωρίς καμία άλλη υποχρέωση. Όπως, επίσης, και για το

κλείσιμο μίας θέσης πριν από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης, το δεσμευμένο υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. περιθώριο ασφάλισης του επενδυτή απελευθερώνεται.

1.5.4 ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΘΕΣΕΩΝ

Η πλειονότητα των θέσεων σε Σ.Μ.Ε. δεν διατηρούνται ανοιχτές μέχρι την ημέρα λήξης, αφού το κλείσιμο της θέσης, ειδικά όταν δεν υπάρχει φυσική παράδοση της υποκείμενης αξίας, επιτυγχάνει τον αρχικό σκοπό του επενδυτή. Το κλείσιμο μιας θέσης Σ.Μ.Ε. συνίσταται στην είσοδο σε μία αντίθετη θέση.

Για παράδειγμα, μία θέση πώλησης στο Σ.Μ.Ε. Μαρτίου του δείκτη FTSE/ASE-20, κλείνει με μία θέση αγοράς στο ίδιο Σ.Μ.Ε. Μαρτίου, με αποτέλεσμα να μην εμφανίζονται πλέον στις θέσεις του επενδυτή. Εάν, για παράδειγμα, ο παραπάνω επενδυτής, του οποίου η θέση αγοράς δύο Σ.Μ.Ε. έχει την προηγούμενη ημέρα αποτιμηθεί στις 2.180 μονάδες, πουλήσει τα δύο Σ.Μ.Ε. στις 2.183 μονάδες, το ίδιο βράδυ ο λογαριασμός του θα πιστωθεί το ποσό των €30 ($=2 \times 3 \text{ μονάδες} \times \text{€5}$). Με το κλείσιμο της θέσης απελευθερώνεται το δεσμευμένο υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. περιθώριο ασφάλισης του επενδυτή.

1.5.5 ΣΜΕ ΕΠΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ

Τα ΣΜΕ σε συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι μια τυποποιημένη νομικά δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων, εκ των οποίων ο ένας υποχρεούται να αγοράσει και ο άλλος υποχρεούται να πουλήσει ένα συγκεκριμένο ποσό ενός νομίσματος ως αντάλλαγμα για την παραλαβή ενός δεδομένου ποσού άλλου νομίσματος σε καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Η ισοτιμία της μελλοντικής παράδοσης είναι η τιμή της πράξης στο ΣΜΕ.

1.5.6 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΣΜΕ

Η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ σε συναλλαγματική ισοτιμία είναι μία συνάρτηση η οποία λαμβάνει υπόψη της την υποκείμενη συναλλαγματική ισοτιμία, καθώς και τα σχετικά επιτόκια των δύο νομισμάτων για το χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη του ΣΜΕ. Δηλαδή, η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ ορίζεται ως η τιμή στην οποία δεν είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί εξισορροπητική κερδοσκοπία. Η θεωρητική τιμή του

ΣΜΕ δίνεται από τη σχέση:

$$F_{t,T} = S_{t,T} \frac{1 + r^{US} \left(\frac{T-t}{360} \right)}{1 + r^{EU} \left(\frac{T-t}{360} \right)}$$

όπου

$F_{t,T}$: Η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ, ή η μελλοντική συναλλαγματική ισοτιμία για τη χρονική περίοδο μεταξύ t και T, σε δολάρια ανά ευρώ

$S_{t,T}$: Η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία τη χρονική στιγμή t, η οποία εκφράζεται ως δολάρια ανά ευρώ

r^{US} , r^{EU} = τα ετησιοποιημένα επιτόκια των δύο νομισμάτων. Από τη συνάρτηση της θεωρητικής τιμής του ΣΜΕ προκύπτει ότι όταν $r^{US} < r^{EU}$ τότε η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ είναι μικρότερη από την τρέχουσα τιμή και μειώνεται όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος μέχρι τη λήξη. Αντίθετα, όταν $r^{US} > r^{EU}$, η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα ισοτιμία και αυξάνεται όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος μέχρι τη λήξη.

Για παράδειγμα Στις 4 Απριλίου 2003 το τρίμηνο επιτόκιο του δολαρίου ήταν 1,30%, το αντίστοιχο τρίμηνο επιτόκιο για το EUR ήταν 2,55%, ενώ η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD ήταν 1,0730 δολάρια ανά ευρώ. Χρησιμοποιώντας τον παραπάνω τύπο για τον υπολογισμό της θεωρητικής τιμής του ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD το οποίο λήγει σε πέντε περίπου μήνες (4/4- 15/9/2003, δηλαδή σε 164 ημέρες), είναι:

$$F_{t,T} = 1,0730 \frac{1 + 0,010 \left(\frac{164}{360} \right)}{1 + 0,0255 \left(\frac{164}{360} \right)}$$

Το swap rate Η διαφορά που προκύπτει εάν από τη θεωρητική τιμή του ΣΜΕ αφαιρέσουμε την τρέχουσα τιμή της συναλλαγματικής ισοτιμίας ονομάζεται swap. Η τιμή του swap πλησιάζει προς το μηδέν, καθώς το ΣΜΕ πλησιάζει προς τη λήξη του. Το swap υπολογίζεται *προσεγγιστικά* σύμφωνα με τον τύπο: swap = τρέχουσα

συναλλαγματική ισοτιμία x (RUSD - REUR) $\times (T - t)/360$ Άρα, στο παραπάνω παράδειγμα, το swar είναι *προσεγγιστικά*: $\text{swar} = 1,0730 \times (1,30\% - 2,55\%) \times (164/360) = - 0,0061$

1.5.7 ΘΕΣΕΙΣ ΣΜΕ ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ

Έστω ότι επενδυτής αγοράζει ένα 1 ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD, επειδή προβλέπει πτώση (άνοδο) του δολαρίου (ευρώ) έναντι του ευρώ (δολαρίου). Η τρέχουσα αγοραία τιμή του ΣΜΕ είναι \$1,1140. Ο αγοραστής ενός ΣΜΕ κερδίζει αν κλείσει τη θέση του σε τιμή υψηλότερη από την τιμή αγοράς του ΣΜΕ.

Για παράδειγμα, ο επενδυτής θα έχει κέρδη αν κλείσει τη θέση του σε τιμή υψηλότερη από \$1,1140, αν δηλαδή ασθενήσει το δολάριο έναντι του ευρώ. Αν η τιμή του ΣΜΕ είναι χαμηλότερη από την τιμή αγοράς, ο επενδυτής με θέση αγοράς σημειώνει ζημία.

Αντίθετα, ένας επενδυτής με θέση πώλησης σε ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD, κερδίζει αν κλείσει τη θέση του σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή όπου άνοιξε τη θέση του, δηλαδή σε περίπτωση που το δολάριο ενδυναμωθεί έναντι του ευρώ. Το κέρδος του ενός επενδυτή ισούται με τη ζημία του άλλου.

Ο επενδυτής μπορεί να κλείσει τη θέση του οποιαδήποτε στιγμή θελήσει πριν τη λήξη του ΣΜΕ ή να αφήσει το ΣΜΕ να φθάσει στη λήξη του. Το κλείσιμο της θέσης γίνεται με τη λήψη της αντίθετης θέσης σε ΣΜΕ ίδιας λήξης, έτσι ο αγοραστής του ΣΜΕ κλείνει τη θέση του πουλώντας ΣΜΕ. Αν ο επενδυτής διατηρήσει ανοικτή τη θέση του μέχρι και τη λήξη, η τελική εκκαθάριση των συμβολαίων γίνεται με χρηματικό διακανονισμό, χωρίς φυσική παράδοση.

1.5.8 ΗΜΕΡΗΣΙΟΣ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Στην πράξη, ο επενδυτής δε χρειάζεται να περιμένει μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή να κλείσει τη θέση του προκειμένου να λάβει το αποτέλεσμα της στρατηγικής του. Ο επενδυτής εισπράττει το ποσό του κέρδους του ή καταβάλλει το ποσό της ζημίας του καθημερινά, μέσω της διαδικασίας του Ημερήσιου Διακανονισμού, με βάση την ημερήσια τιμή εκκαθάρισης που παρέχει η Αγορά Παραγώγων. Ο Ημερήσιος Διακανονισμός διεξάγεται σε επίπεδο Εκκαθαριστικού

Μέλους με ρευστά διαθέσιμα και τα ποσά εκφράζονται σε δολάρια.

1.5.9 ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Το μέγεθος συμβολαίου του ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD είναι €62.500. Η ονομαστική αξία του ΣΜΕ που αγόρασε ο επενδυτής στην τιμή 1,1140(\$/€) είναι $1,1140 (\$/\epsilon) \times \epsilon 62.500 = \69.625 . Όταν ένας επενδυτής ανοίγει θέση σε ΣΜΕ, δεν καταβάλλει ή εισπράττει την αξία του συμβολαίου κατά τη στιγμή που ανοίγει τη θέση, αλλά παρέχει ένα μικρό μέρος της αξίας ως ασφάλεια, το οποίο ονομάζεται περιθώριο ασφάλισης (margin). Στην περίπτωση των ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD, το περιθώριο ασφάλισης ανέρχεται σε 4,25% της αξίας της θέσης.

Η απαίτηση περιθωρίου ασφάλισης για μια θέση σε ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD εκφράζεται σε ευρώ. Το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης για τη θέση του επενδυτή σε ΣΜΕ σε συναλλαγματικές ισοτιμίες συμψηφίζεται με τα ποσά περιθωρίου ασφάλισης που αφορούν άλλες θέσεις του επενδυτή σε προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων.

Αυτό σημαίνει ότι αν ο επενδυτής έχει πιστωτικό περιθώριο ασφάλισης από αγορά δικαιωμάτων προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 ή πώληση συμβολαίων Repo επί Μετοχών στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και χρεωστικό περιθώριο ασφάλισης για θέση σε ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD, το περιθώριο ασφάλισης που απαιτεί η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θα είναι το αλγεβρικό άθροισμα των πιστωτικών και χρεωστικών ποσών. Η καταβολή του περιθωρίου ασφάλισης γίνεται με μετρητά σε τοκοφόρο λογαριασμό, ή με δέσμευση μετοχών στη μερίδα του επενδυτή στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (ΚΑΑ), ή με δέσμευση ομολόγων, ή με δέσμευση ποσού σε κατάθεση σε ξένο νόμισμα.

1.5.10 ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Έστω ότι ένας ευρωπαίος επενδυτής-κερδοσκόπος εκτιμά ότι υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω ενίσχυσης του ευρώ έναντι του δολαρίου. Διαθέτοντας κεφάλαιο €250.000, επιθυμεί να κερδοσκοπήσει σε αυτή του την πρόβλεψη, με την ελπίδα ότι θα επαληθευτεί. Αποφασίζει, λοιπόν, στα τέλη Απριλίου 2003, να

αγοράσει 4 ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD, λήξεως Ιουνίου 2003, ονομαστικής αξίας €250.000 Ευρώ ($4 \times €62.500$). Η τρέχουσα ισοτιμία EUR/USD είναι \$1,1200 και η τρέχουσα τιμή του ΣΜΕ, πάνω στην ισοτιμία αυτή, είναι \$1,1150. Το περιθώριο ασφάλισης που θα κληθεί να καταβάλλει ο επενδυτής ανέρχεται σε €11.076 ($€2.769 \times 4$), το οποίο αντιστοιχεί σε περίπου \$12.405 ($€11.076 \times 1,1200$) βάσει της τρέχουσας ισοτιμίας EUR/USD κατά την ημέρα που ο επενδυτής ανοίγει τη θέση του. Έτσι, με μια αρχικά χαμηλή εκταμίευση, ο επενδυτής δύναται να λάβει μία κατά πολύ μεγαλύτερη κερδοσκοπική θέση.

Ας δούμε τι θα συμβεί αν το ευρώ πράγματι ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου σύμφωνα με τις προσδοκίες του επενδυτή, και αν το ευρώ υποτιμηθεί αντίθετα από τις προσδοκίες του επενδυτή. Έστω ότι στην πρώτη περίπτωση η ισοτιμία διαμορφώνεται στα 1,1300, ενώ στη δεύτερη πέφτει στα 1,1100.

Στην πρώτη περίπτωση της ανατίμησης του ευρώ (ή υποτίμησης δολαρίου) τα κέρδη από αγορά Σ.Μ.Ε. την $(1,1300-1,1150) \times €62.500 \times 4 = \3.750 . Βλέπουμε, λοιπόν, ότι αν επαληθευτεί η προσδοκία περί ανατίμησης του ευρώ, ο επενδυτής-κερδοσκόπος αποκομίζει κέρδος. Το κέρδος των \$3.750, στο παράδειγμά μας, ισοδυναμεί με απόδοση 30% επί του επενδυμένου κεφαλαίου των 12.405 δολαρίων ($3.750/12.405$). Σε περίπτωση υποτίμησης του ευρώ (ή ανατίμηση δολαρίου) Ζημία από αγορά Σ.Μ.Ε.: $(1,1100-1,1150) \times 62.500 \times 4 = - 1.250$ δολάρια. Αντίθετα, αν δεν επαληθευτεί η προσδοκία και το ευρώ υποτιμηθεί, ο επενδυτής υφίσταται ζημία. Στον πίνακα που ακολουθεί βλέπουμε ότι για τιμές της ισοτιμίας EUR/USD μεγαλύτερες από 1,1150, ο επενδυτής αποκομίζει κέρδη. Αντίθετα, σε υποτίμηση του ευρώ, ο επενδυτής υφίσταται ζημιές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) είναι μία νομικά δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων (επενδυτών), εκ των οποίων ο μὲν ἔχων θέση αγοράς (long) ἔχει μόνο δικαιώματα και ὄχι υποχρεώσεις, ο δε ἔχων θέση πώλησης (short) των δικαιωμάτων ἔχει μόνο υποχρεώσεις και κανένα δικαίωμα.

Τα δικαιώματα προαίρεσης διακρίνονται σε δυο βασικές κατηγορίες: (α) σε δικαιώματα αγοράς (calls) και (β) σε δικαιώματα πώλησης (puts). Για αμφότερες τις κατηγορίες δικαιωμάτων υπάρχουν αγοραστές και πωλητές.

Από την μια, οι αγοραστές των δικαιωμάτων δρουν σαν τους ασφαλιζόμενους, δηλαδή καταβάλλουν ένα μικρό τίμημα προκειμένου να εξασφαλίσουν κάποιες αποδόσεις. Συγκεκριμένα, όταν λαμβάνουμε θέση αγοράς σε δικαιώματα προαίρεσης, διασφαλίζουμε από την αρχή ότι η μέγιστη ζημία μας δεν θα ξεπεράσει κάποιο συγκεκριμένο όριο, ενώ εάν η αγορά κινηθεί προς την «σωστή» για κάθε επενδυτή κατεύθυνση θα συμμετάσχουμε στην κίνηση χωρίς περιορισμούς στο δυνητικό μας κέρδος.

Έτσι, αγοράζοντας δικαιώματα προαίρεσης ἔχουμε *απεριόριστα κέρδη* και *περιορισμένη ζημία*. Επίσης, οι αγοραστές των δικαιωμάτων ἔχουν την δυνατότητα, εάν το επιθυμούν, να ασκήσουν το δικαίωμα τους είτε μόνο στη λήξη του (δικαίωμα ευρωπαϊκού τύπου) είτε οποιαδήποτε στιγμή πριν από τη λήξη του (δικαίωμα αμερικανικού τύπου).

Από την άλλη, οι πωλητές των δικαιωμάτων δρουν σαν τις ασφαλιστικές εταιρείες, δηλαδή εισπράττουν μικρά ποσά από τους αγοραστές των δικαιωμάτων αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο να πληρώσουν πολλαπλάσια ποσά.

Στην Ελληνική Αγορά Παραγώγων διαπραγματεύονται δικαιώματα προαίρεσης αγοράς και πώλησης στον FTSE/ASE.20, στον FTSE/ ASE Mid 40, καθώς και στις μετοχές της Εθνικής Τράπεζας, της Alpha Bank, του ΟΤΕ και της Intracom. Τα δικαιώματα που ἔχουν υποκείμενη αξία μετοχή είναι αμερικανικού τύπου, ενώ τα δικαιώματα που ἔχουν υποκείμενη αξία δείκτη είναι ευρωπαϊκού. Όλα τα διαπραγματευόμενα δικαιώματα περιλαμβάνουν την υποκείμενη αξία (underlying asset), το μέγεθος του συμβολαίου (contract size), την διάρκεια του συμβολαίου

(δικαιώματα αμερικανικού τύπου), και την ημερομηνία λήξης; (δικαιώματα ευρωπαϊκού τύπου).

2.1.ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

2.1.1 Η Τιμή Εξάσκησης

Η τιμή εξάσκησης (exercise ή strike price) είναι η τιμή στην οποία θα αγοράσουμε (εάν είμαστε αγοραστής δικαιώματος αγοράς) ή θα πουλήσουμε (αν είμαστε αγοραστής δικαιώματος πώλησης) την υποκείμενη αξία. Σε κάθε δικαίωμα υπάρχουν πάντοτε τουλάχιστον 11 διαφορετικές τιμές άσκησης, οι οποίες κατανέμονται ως ακολούθως:

1. Μία κοντά στην τιμή της υποκείμενης αξίας,
2. τιμές πάνω από την υποκείμενη αξία
3. τιμές κάτω από την υποκείμενη αξία.

Η τιμή εξάσκησης είναι μία από τις παραμέτρους που επιδρούν στην αξία, άρα και την τιμή, των δικαιωμάτων. Για τα μεν δικαιώματα αγοράς, όσο υψηλότερη η τιμή εξάσκησης, τόσο φθηνότερο το τίμημα του δικαιώματος, για τα δε δικαιώματα πώλησης, όσο υψηλότερη η τιμή εξάσκησης τόσο υψηλότερο ασφάλιστρο που θα πρέπει να καταβάλλουμε. Η επιλογή της τιμής άσκησης έχει να κάνει με την προσδοκία μας για το πόσο έντονη αναμένεται η άνοδος ή η πτώση της υποκείμενης αξίας και, φυσικά, με το διαθέσιμο κεφάλαιό μας. Η αγορά διαμορφώνει, ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση, την τιμή του δικαιώματος (premium) για κάθε σειρά δικαιωμάτων, δηλαδή για δικαιώματα του ίδιο υποκείμενο προϊόν, ίδια τιμή εξάσκησης και ίδια ημερομηνία λήξης.

2.1.2.ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ

Αγοράζοντας ένα δικαίωμα αγοράς αποκτούμε το δικαίωμα να αγοράσουμε, εάν επιθυμούμε, κάποια στιγμή στο μέλλον, την υποκείμενη αξία στην τιμή εξάσκησης. Την σχετική υποχρέωση πώλησης της υποκείμενης αξίας αναλαμβάνει ο πωλητής του δικαιώματος αγοράς (δηλαδή αυτός που έχει πάρει θέση πώλησης στο δικαίωμα αγοράς, short). Με λίγα λόγια, η αγορά δικαιώματος αγοράς είναι σαν

λαχείο για την άνοδο της αγοράς (Βλέπε Παράδειγμα 2.1)

Παράδειγμα 2.1-Θέση Αγοράς σε Δικαίωμα Αγοράς (long call)

Ένας επενδυτής αναμένει ότι η τιμή μίας συγκεκριμένης μετοχής θα αυξηθεί σημαντικά στο άμεσο μέλλον, αλλά δεν θέλει να επενδύσει ένα μεγάλο ποσό σε μετοχές. Αποφασίζει να αγοράσει ένα Δικαίωμα Αγοράς στη μετοχή.

Έστω ότι η μετοχή έχει σημερινή τιμή €34, το Δικαίωμα Αγοράς έχει τιμή εξάσκησης €35 και κοστίζει €2. Ο αγοραστής καταβάλλει την τιμή του δικαιώματος σήμερα και, κατά συνέπεια, αποκτά τη δυνατότητα να αγοράσει τη μετοχή στην τιμή εξάσκησης €35 από τον πωλητή του δικαιώματος, οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια του συμβολαίου (Δικαίωμα Αμερικάνικου τύπου).

Στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής αυξηθεί, για παράδειγμα, στα €39, ο αγοραστής θα εξασκήσει το δικαίωμά του (το αργότερο μέχρι την τελευταία ημέρα που έχει δικαίωμα) και θα αγοράσει τη μετοχή στα €35 από τον πωλητή, την οποία αμέσως θα πουλήσει ξανά στα €39. Κατά συνέπεια, θα έχει έσοδο €4 (=€39 - €35) και καθαρό κέρδος €2 [= €4 (έσοδα από την πώληση) - €2 (τιμή δικαιώματος)].

Αν η τιμή της μετοχής, σε αντίθεση με τις προσδοκίες του επενδυτή, μειωθεί κάτω από τα €35 μέχρι το τέλος της περιόδου ισχύος του δικαιώματος, τότε ο αγοραστής θα αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει, εφ' όσον δεν τον συμφέρει να το εξασκήσει. Η απώλειά του συνεπώς περιορίζεται στην τιμή του δικαιώματος των €2, ανεξάρτητα από το πόσο θα μειωθεί η τιμή της μετοχής.

Αναφορικά με την θέση αγοράς σε δικαίωμα αγοράς, το να λάβει κανείς θέση αγοράς, απαιτεί μόνο μια μικρή καταβολή κεφαλαίου στη μορφή της τιμής του δικαιώματος, η οποία πρέπει να πληρωθεί αμέσως με τη σύναψη του δικαιώματος, ενώ ταυτόχρονα δημιουργείται ένα σχετικά μεγάλο περιθώριο κέρδους (Βλέπε Παράδειγμα 2.2).

Παράδειγμα 2.2-Θέση Πώλησης σε Δικαίωμα Αγοράς (short call)

Ένας επενδυτής αναμένει ότι η τιμή μίας συγκεκριμένης μετοχής θα παραμείνει σταθερή ή θα μειωθεί ελάχιστα στο άμεσο μέλλον. Επιθυμώντας να εκμεταλλευτεί αυτή την προσδοκία, αποφασίζει να πουλήσει ένα δικαίωμα Αγοράς της μετοχής.

Η μετοχή έχει σημερινή τιμή €34, το Δικαίωμα Αγοράς έχει τιμή εξάσκησης €35 και κόστος €2. Σε αντάλλαγμα για το Δικαίωμα Αγοράς που πουλάει και τη συνοδευμένη υποχρέωση να πουλήσει τη μετοχή, αν του ζητηθεί από τον κάτοχο του Δικαιώματος Αγοράς στην τιμή των €35, λαμβάνει σήμερα την τιμή του δικαιώματος των €2. Αν η τιμή της μετοχής, σύμφωνα με τις προσδοκίες του πωλητή, συνεχίσει να είναι στα €35 ή κάτω από αυτή μέχρι το τέλος της περιόδου ισχύος του δικαιώματος, ο κάτοχος του δικαιώματος θα αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει και ο πωλητής μπορεί να "καταχωρήσει" τα €2, την τιμή του δικαιώματος, ως κέρδος.

Στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής αυξηθεί πάνω από τα €35, για παράδειγμα, στα €39, ο πωλητής του δικαιώματος έχει την υποχρέωση να αγοράσει τη μετοχή από την αγορά στα €39 και να την πουλήσει στον κάτοχο του δικαιώματος, ο οποίος σε αυτή την περίπτωση θα εξασκήσει το δικαίωμά του, στα €35. Κατά συνέπεια, χάνει €4 (39 - 35) σε αυτή τη συναλλαγή, αλλά η ζημιά του αντισταθμίζεται μερικώς από την τιμή του δικαιώματος που έχει ήδη εισπράξει. Η συνολική ζημιά του είναι €2 [4 – 2 (τιμή δικαιώματος)].

Η λήψη θέσης πώλησης θα αποδώσει άμεσα χρήματα (τιμή δικαιώματος) και συνεπώς, στην καλύτερη περίπτωση (εκπνοή του δικαιώματος χωρίς εξάσκηση), θα αποδώσει ένα κέρδος, χωρίς να απαιτεί πρότερη κεφαλαιουχική επένδυση. Ωστόσο, ο επενδυτής που πουλά δικαίωμα αναλαμβάνει μία υποχρέωση, την εκπλήρωση της οποίας εγγυάται στον κάτοχο μέσω του χρηματιστηρίου. Ως εγγύηση, συνεπώς, απαιτείται η κατάθεση ενός αντισταθμίσιματος, το οποίο επιστρέφεται στον επενδυτή με την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

2.1.3.ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΩΛΗΣΗΣ

Αγοράζοντας ένα δικαίωμα πώλησης (long put) αποκτούμε το δικαίωμα να πουλήσουμε, εάν θέλουμε, κάποια στιγμή στο μέλλον, την υποκείμενη αξία, σε συγκεκριμένη τιμή άσκησης. Σε αυτή την περίπτωση δρούμε σαν ασφαλιζόμενοι, καθώς πληρώνουμε κάτι και περιμένουμε πτώση της αγοράς.

Την υποχρέωση της αγοράς της υποκείμενης αξίας έχει ο πωλητής του δικαιώματος πώλησης, δηλαδή αυτός που έχει πάρει θέση πώλησης στο δικαίωμα (short put) και δρα σαν ασφαλιστική εταιρεία: εισπράττει και απεύχεται πτώση της αγοράς.

Με λίγα λόγια η αγορά δικαιώματος πώλησης αποτελεί ένα στοίχημα για την κάθοδο της αγοράς. Αξίζει να σημειωθεί ότι η θέση αγοράς δικαιώματος Πώλησης λαμβάνεται για να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος των επενδύσεων σε μετοχές έναντι της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών (Βλέπε Παράδειγμα 2.3).

Παράδειγμα 2.3- Θέση Αγοράς σε Δικαίωμα Πώλησης (long put)

Ένας επενδυτής αναμένοντας μία μεγάλη μείωση της τιμής μιας συγκεκριμένης μετοχής. Και επιθυμώντας να εκμεταλλευτεί αυτήν την προσδοκία, αποφασίζει να αγοράσει ένα Δικαίωμα Πώλησης της μετοχής. Η μετοχή έχει σημερινή τιμή €35. Το Δικαίωμα Πώλησης έχει τιμή εξάσκησης επίσης €35 και η τιμή του δικαιώματος είναι €3. Ο αγοραστής δικαιώματος καταβάλλει την τιμή του δικαιώματος σήμερα και, κατά συνέπεια, αποκτά το δικαίωμα να πουλήσει τη μετοχή, στην τιμή εξάσκησης των €35, στον πωλητή του δικαιώματος οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια του συμβολαίου

Στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής πέσει κάτω από τα €35, για παράδειγμα, στα €30, ο κάτοχος του δικαιώματος θα αγοράσει τη μετοχή στα €30 στο χρηματιστήριο, ενώ αμέσως, ασκώντας το δικαίωμά του, θα την πουλήσει στον πωλητή του δικαιώματος στα €35. Κατά συνέπεια, θα έχει ένα έσοδο €5 (= 35 - 30). Το καθαρό κέρδος του είναι €2 [=5 - 3 (τιμή δικαιώματος)].

Αν η τιμή της μετοχής, σε αντίθεση με τις προσδοκίες του αγοραστή, αυξηθεί πάνω από τα 35 EUR μέχρι το τέλος της περιόδου του δικαιώματος, ο επενδυτής θα αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει. Η απώλειά του συνεπώς περιορίζεται στην τιμή του δικαιώματος των €3 - ασχέτως του πόσο χαμηλά θα είναι η τιμή της μετοχής.

2.1.4.ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΘΕΣΗΣ

Οι αγοραστές των δικαιωμάτων προαίρεσης έχουν την δυνατότητα να εισπράξουν το αποτέλεσμα της προσδοκίας των με δυο τρόπους, είτε κάνοντας αντίστροφη κίνηση, είτε κρατώντας το δικαίωμα μέχρι τη λήξη του. Μπορούμε να κλείσουμε την θέση μας οποιαδήποτε στιγμή πριν από την λήξη της. Το πότε κλείνουμε τη θέση στα δικαιώματα πριν από τη λήξη τους εξαρτάται από διάφορους παράγοντες.

2.2.ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

2.2.1.ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Σε αντίθεση με τα ΣΜΕ, η θέση αγοράς σε δικαιώματα έχει κάποιο κόστος, το λεγόμενο ασφάλιστρο (premium), το οποίο καταβάλλεται τοις μετρητοίς την T+1 και άμεσα στον πωλητή του δικαιώματος, ο οποίος υποχρεούνται να παράσχει περιθώριο ασφαλίσεως ανάλογο της ανοικτής θέσης. Παράγοντες που επηρεάζουν το ασφάλιστρο ενός δικαιώματος σε μετοχικές αξίες είναι η τιμή εξάσκησης που επιλέγουμε σε σχέση με το πού βρίσκεται εκείνη τη στιγμή η υποκείμενη αξία, η μεταβλητότητα της τιμής της υποκείμενης αξίας, ο υπολειπόμενος χρόνος μέχρι τη λήξη του δικαιώματος, το επιτόκιο (χωρίς κίνδυνο), και, στην περίπτωση των μετοχών, τα αναμενόμενα μερίσματα στη διάρκεια ζωής του δικαιώματος (Παράδειγμα 2.3).

Παράδειγμα 2.3-Τιμή Δικαιώματος Αγοράς

Στις 20 Σεπτεμβρίου ο FTSE/ASE-20 βρίσκεται στις 1.273 μονάδες. Αν επιλέξουμε ένα δικαίωμα αγοράς με τιμή άσκησης τις 1.275 μονάδες, δηλαδή κοντά στην τιμή του υποκείμενου δείκτη, το ασφάλιστρο έχει περίπου 28 μονάδες δείκτη ή €140 (κάθε μονάδα δείκτη αξίζει €5). Αν επιλέξουμε υψηλότερη τιμή άσκησης, έστω τις 1.300 μονάδες, το ασφάλιστρο είναι χαμηλότερο, στις 15 μονάδες (ή στα €75), ενώ αν επιλέξουμε χαμηλότερη τιμή άσκησης, έστω τις 1.250 μονάδες, το ασφάλιστρο στοιχίζει ακριβότερα, 43 μονάδες (ή €215).

Η μεταβλητότητα της υποκείμενης αξίας επιδρά σημαντικά στην τιμή των δικαιωμάτων. Όσο πιο έντονα κινείται η υποκείμενη αξία, από σήμερα μέχρι την ημερομηνία λήξης, τόσο πιο πιθανό είναι η τιμή του υποκείμενου να διαμορφωθεί

στο επίπεδο που μας ευνοεί, ακόμη και αν έχουμε επιλέξει τιμή άσκησης μακριά από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου. Τέλος, η επιλογή μακρύτερης λήξης αυξάνει την τιμή ενός δικαιώματος, διότι όσο περισσότερο χρόνο έχουμε μέχρι τη λήξη, τόσο πιο πιθανό είναι η τιμή του υποκείμενου να διαμορφωθεί στο επίπεδο που μας ευνοεί.

2.2.2.Η ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Η αξία ενός δικαιώματος αποτελείται από την εσωτερική αξία (intrinsic value) και την αξία του χρόνου (time value).

2.2.2.1 ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ

Για τα δικαιώματα αγοράς εάν η Αξία Υποκείμενου Τίτλου είναι μεγαλύτερη της Τιμής Άσκησης, τότε η εσωτερική αξία του δικαιώματος είναι θετική και το δικαίωμα είναι in-the-money. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή εάν η του Αξία Υποκείμενου Τίτλου είναι μικρότερη της Τιμής Άσκησης, τότε Εσωτερική Αξία Δικαιώματος = 0. Δικαίωμα είναι out-of-the-money

Για τα δικαιώματα πώλησης, εάν η Αξία Υποκείμενου Τίτλου (στην οποία αγοράζουμε) είναι μικρότερη της Τιμής Άσκησης (στην οποία πουλάμε), τότε η Εσωτερική Αξία δικαιώματος είναι θετική > 0. Εάν Αξία Υποκείμενου Τίτλου > Τιμή Άσκησης, τότε Εσωτερική Αξία Δικαιώματος = 0

2.2.2.2 Η ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΧΡΟΝΟΥ

Η αξία του χρόνου είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής δικαιώματος και της εσωτερικής αξίας. Η αξία του χρόνου μειώνεται όσο πλησιάζει η ημερομηνία λήξης του και είναι πάντοτε μηδέν στην ημερομηνία λήξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΜΕ ΣΜΕ

3.1.ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι βασικές στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου με ΣΜΕ παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα

Πίνακας 0-1: Οι Αντισταθμιστικές Επενδυτικές Πολιτικές με ΣΜΕ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΗΜΕΡΑ	ΚΙΝΔΥΝΟΣ	ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ
Κατοχή Περιουσιακού Στοιχείου	Πτώση της Τιμής	Θέση Πώλησης σε ΣΜΕ
Προγραμματισμός για Αγορά Περιουσιακού Στοιχείου	Άνοδος της Τιμής	Θέση Αγοράς σε ΣΜΕ

Πηγή: Chiang, A. (1984). *Fundamental Methods of Mathematical Economics*. 3rd ed. McGraw-Hill International Editions

Όταν ένας επενδυτής έχει ήδη στην κατοχή του ένα περιουσιακό στοιχείο, τότε αυτό που τον ενδιαφέρει είναι μια ενδεχόμενη πτώση της αξίας του, προφανώς κάτω από το τίμημα που κατέβαλλε για την αγορά του. Σε αυτή την περίπτωση μπορεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο από την ενδεχόμενη πτώση της αξίας του περιουσιακού στοιχείου λαμβάνοντας μια θέση πώλησης σε κάποιο ΣΜΕ, δημιουργώντας έτσι μια αντισταθμιστική πώληση².

Σε κάποια άλλη περίπτωση ο επενδυτής μπορεί να ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα περιουσιακό στοιχείο, του οποίου όμως η τιμή στο μέλλον ενδέχεται να αυξηθεί. Σε αυτή την περίπτωση ο επενδυτής μπορεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο από την ενδεχόμενη άνοδος της αξίας του περιουσιακού στοιχείου λαμβάνοντας μια θέση αγοράς σε κάποιο ΣΜΕ, δημιουργώντας έτσι μια αντισταθμιστική αγορά³.

3.1.1.ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΠΩΛΗΣΗ ΜΕ ΣΜΕ

Το συνολικό κέρδος της εν λόγω στρατηγικής συνίσταται στο κέρδος ή ζημία

² Chiang, A. (1984). *Fundamental Methods of Mathematical Economics*. 3rd ed. McGraw-Hill International Editions

³ Mankiw, G (1994). *Macroeconomics*. 2nd ed. Worth Publishers

στην αγορά μετρητοίς και προθεσμιακή αγορά, και έχει ως ακολούθως

$$\Pi_{\text{SH}} = (S_T - S)q - (F_T - F_0)N_f s$$

όπου

S : Η τιμή του περιουσιακού στοιχείου σήμερα

S_T : Η τιμή του περιουσιακού στοιχείου στην λήξη του ΣΜΕ

q : Η προς πώληση ποσότητα

F_0 : Η τιμή του ΣΜΕ (για την πώληση συγκεκριμένης ποσότητας)

F_T : Η τιμή ΣΜΕ στην λήξη του συμβολαίου

N_f : Ο αριθμός των συμβολαίων ΣΜΕ

s : Το μέγεθος κάθε συμβολαίου. Ισχύει δε ότι $q = N_f \times s$

Παράδειγμα 3.1: Παραγωγός που Αναμένει Πώληση Προϊόντων

Ας υποθέσουμε ένας παραγωγός αναμένει να πουλήσει 80 τόνους κριθαριού σε 2 μήνες. Προκειμένου ο επενδυτής να προστατευτεί από μια ενδεχόμενη πτώση της τιμής του κριθαριού, κάτω από τα €330/τόνο, προβαίνει σε μια σε μια αντισταθμιστική πώληση (short hedge) σε ΣΜΕ για πώληση στην τιμή των €335,25/τόνο. Εφ' όσον το μέγεθος κάθε ΣΜΕ αφορά σε 10 τόνους κριθαριού, ο παραγωγός θα πρέπει να λάβει θέση πώλησης σε 8 ΣΜΕ.

Μετά από δυο μήνες η τιμή του κριθαριού έχει όντως μειωθεί στα €328/τόνο. Σε αυτή την περίπτωση, ο παραγωγός στην μεν αγορά μετρητοίς πουλώντας στα €328/τόνο έχει κέρδος $(328 - 330)(80\tau) = -160$, στην δε αγορά προθεσμίας κλείνοντας την θέση του λαμβάνοντας μια θέση αγοράς κερδίζει $(335,25 - 328)(8)(10\tau) = 580$. Συνεπώς, το καθαρό κέρδος για τον παραγωγό είναι €420.

Στην λήξη του συμβολαίου, ο παραγωγός θα πουλήσει στην τιμή S_T ενώ το κέρδος του (ανά τόνο) από την αγορά προθεσμίας θα είναι $F_0 - F_T$. F_0 είναι η τιμή

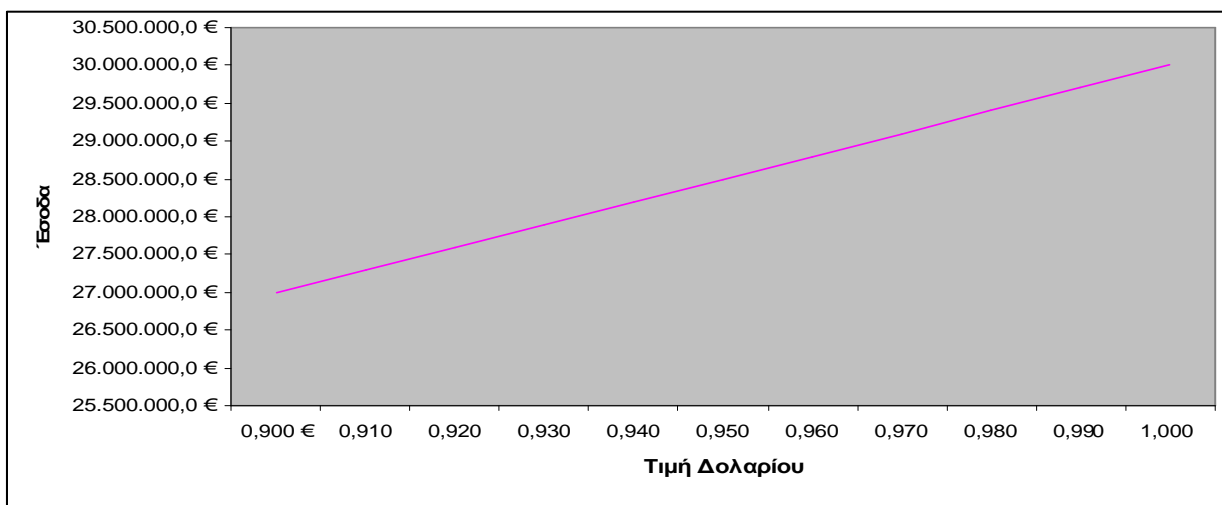
στην οποία συμφώνησε να πουλήσει όταν έλαβε θέση πώλησης στην προθεσμιακή αγορά, ενώ F_T είναι η τιμή στην οποία καλείται να αγοράσει όταν στην λήξη του ΣΜΕ λαμβάνει θέση αγοράς στην προθεσμιακή αγορά. Άρα η καθαρή τιμή πώλησης του κριθαριού είναι $S_T + (F_0 - F_T)$. Όμως κατά την λήξη του συμβολαίου η τιμή πώλησης του κριθαριού ισούται με την προθεσμιακή τιμή του συμβολαίου, ήτοι $S_T = F_T$, και έτσι η καθαρή τιμή πώλησης του κριθαριού ανά τόνο ισούται με την τιμή του ΣΜΕ σήμερα, ήτοι 335,25 \$/τόνο.

Παράδειγμα 3.2: Προστασία των Εσόδων ενός Εξαγωγέα

Ας υποθέσουμε ότι ένας Ευρωπαίος εξαγωγέας έχει ένα εισπρακτέο λογαριασμό, ύψους \$30εκ.. Η αξία αυτού του λογαριασμού σε ευρώ θα διαμορφωθεί ανάλογα με τις πιθανές τιμές (σε ευρώ) του δολαρίου. Προφανώς, η υποτίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ θα μειώσει την αξία αυτού του λογαριασμού σε ευρώ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2-ΠΙΘΑΝΗ ΑΞΙΑ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ

ΤΙΜΗ ΔΟΛΑΡΙΟΥ	ΑΞΙΑ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ
0,9000 €	27.000.000 €
0,9100	27.300.000
0,9200	27.600.000
0,9300	27.900.000
0,9400	28.200.000
0,9500	28.500.000
0,9600	28.800.000
0,9700	29.100.000
0,9800	29.400.000
0,9900	29.700.000
1,0000	30.000.000

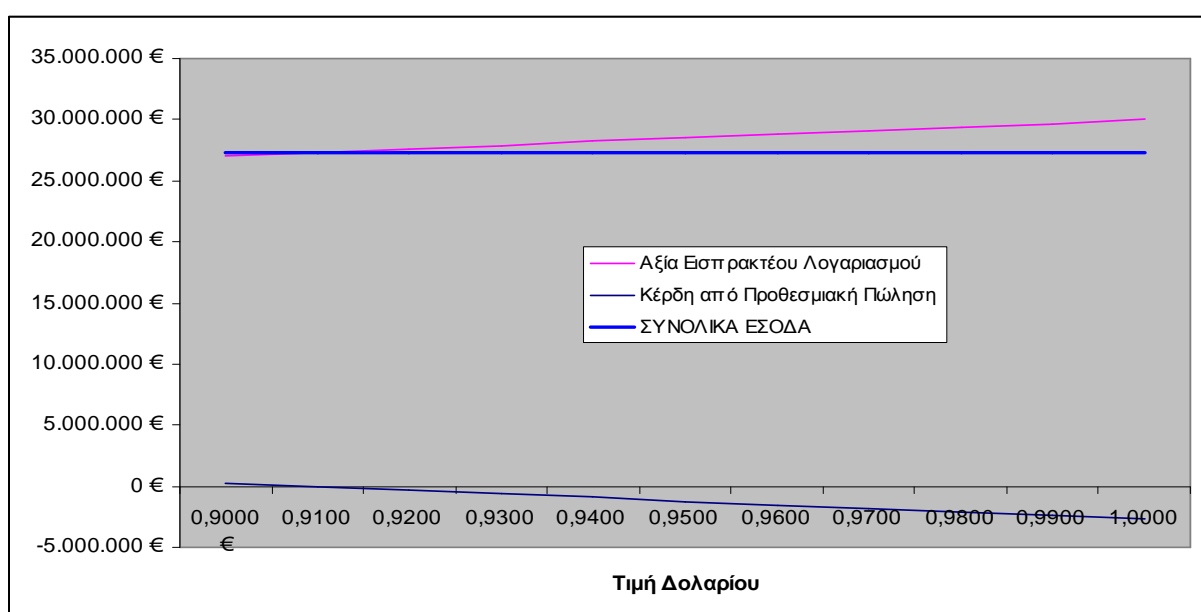


Ο επενδυτής προκειμένου να προφυλαχθεί από μια ενδεχόμενη πτώση στην τιμή του δολαρίου δύναται να λάβει μια αντισταθμιστική θέση πώλησης σε ΣΜΕ. Μετά λοιπόν από 3 μήνες, ο επενδυτής θα πουλήσει τα \$30εκατ. στην τιμή S_t €/€, ενώ το κέρδος του στην αγορά προθεσμίας θα είναι $\bar{F}_0 - F_t$, όπου F_t η προθεσμιακή τιμή του δολαρίου μετά από 3 μήνες. Άρα η καθαρή τιμή πώλησης δολαρίων θα είναι $S_t + (\bar{F}_0 - F_t)$.

Κατόπιν, γνωρίζουμε ότι κατά την λήξη ΣΜΕ η τιμή πώλησης του υποκείμενου στοιχείου πρέπει να ισούται με την προθεσμιακή τιμή του συμβολαίου, ήτοι $S_T = F_T$, και έτσι η καθαρή τιμή πώλησης δολαρίων ισούται με την τιμή του ΣΜΕ σήμερα, ήτοι \bar{F}_0 . Ωστόσο, προ της λήξης του συμβολαίου τίποτα εγγυάται ότι η τιμή του συμβολαίου θα ισούται με την τιμή του υποκείμενου δείκτη. Επομένως, η καθαρή τιμή πώλησης δολαρίων εξαρτάται από την βάση ενός συμβολαίου $S_t - F_t$ 3 μήνες αργότερα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3 -ΠΙΘΑΝΑ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ

ΤΙΜΗ ΔΟΛΑΡΙΟΥ	ΑΞΙΑ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ	ΕΣΟΔΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΠΩΛΗΣΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ
0,9000 €	27.000.000 €	272.727	\$27.272.727
0,9100	27.300.000	-27.273	27.272.727
0,9200	27.600.000	-327.273	27.272.727
0,9300	27.900.000	-627.273	27.272.727
0,9400	28.200.000	-927.273	27.272.727
0,9500	28.500.000	-1.227.273	27.272.727
0,9600	28.800.000	-1.527.273	27.272.727
0,9700	29.100.000	-1.827.273	27.272.727
0,9800	29.400.000	-2.127.273	27.272.727
0,9900	29.700.000	-2.427.273	27.272.727
1,0000	30.000.000	-2.727.273	27.272.727



Τα ΣΜΕ στο δολάριο έχουν μήνες παράδοσης τον Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο. Έτσι εάν ο εξαγωγέας αναμένει την είσπραξη του ποσού τον Ιούλιο θα πρέπει να αγοράσει ένα συμβόλαιο Ιουνίου και κατόπιν στα μέσα περίπου του εν λόγω συμβολαίου να περιμένει να δει πως θα έχει διαμορφωθεί η βάση του συμβολαίου.

3.1.2.ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΜΕ ΣΜΕ

Ας υποθέσουμε ένας υπεύθυνος προμηθειών γνωρίζει ότι θα πρέπει να προμηθευτεί μια συγκεκριμένη ποσότητα πρώτης ύλης, ας πούμε 10.000 μπούσελ σιταριού, στο εγγύς μέλλον. Σε αυτή την περίπτωση, ο υπεύθυνος προμηθειών αντιμετωπίζει τον ενδεχόμενο ανόδου της τιμής της πρώτης ύλης, οπότε αποφασίζει να λάβει μια αντισταθμιστική θέση αγοράς σε ΣΜΕ σιταριού, μεγέθους 5.000 μπούσελ και τιμή \$52 ανά μπούσελ. Όταν λοιπόν ο υπεύθυνος προμηθειών κλιθεί (μετά από κάποιο χρονικό διάστημα) να αγοράσει την προαναφερθείσα ποσότητα στην τιμή των \$54 ανά μπούσελ, αφ' ενός μεν θα πρέπει να δαπανήσει το ποσό των \$540.000 στην αγορά μετρητοίς, αφ' ετέρου δε θα κλίσει την αρχική θέση αγοράς σε ΣΜΕ πουλώντας τα 2 προθεσμιακά συμβόλαια στην τιμή των \$54 ανά μπούσελ. Μια τέτοια κίνηση στην προθεσμιακή αγορά αποφέρει κέρδος \$20.000 [$=(\$54 - \$52) \times 10,000$]. Συνεπώς, το συνδυαστικό αποτέλεσμα των δυο συναλλαγών σημαίνει ότι κόστος αγοράς της απαιτούμενης ποσότητας της πρώτης ύλης μειώνεται στις \$520.000.

3.1.3.ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΝΑΛΟΓΙΑΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ

Είδαμε ότι στην περίπτωση της αντισταθμιστικής πώλησης (short hedge), δηλαδή όταν λαμβάνουμε θέση αγοράς στην αγορά τοις μετρητοίς και θέση πώλησης στην προθεσμιακή αγορά, το συνολικό κέρδος (Π_{SH}) της εν λόγω στρατηγικής συνίσταται στο κέρδος/ζημία που επιτυγχάνεται στην αγορά μετρητοίς $(S_T - S_0)$ ⁴ και στην προθεσμιακή αγορά $(F_0 - F_T)$ ⁵

⁴ Πουλάμε στην τιμή S_T αυτό που έχουμε αγοράσει στην τιμή S

⁵ Στην προθεσμιακή αγορά πουλάμε στην τιμή F_0 κλείνοντας την θέση μας και λαμβάνοντας θέση αγοράς στα F_T

$$\begin{aligned}\Pi_{\text{SH}} &= (S_T - S_0) + (F_0 - F_T)N_f = \\ &= (S_T - S_0) - (F_T - F_0)N_f\end{aligned}$$

ή

$$\Pi_{\text{SH}} = \Delta S - \Delta F \cdot N_f$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

4.1 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΜΕ ΜΙΑ ΜΕΤΟΧΗ ΚΑΙ ΕΝΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

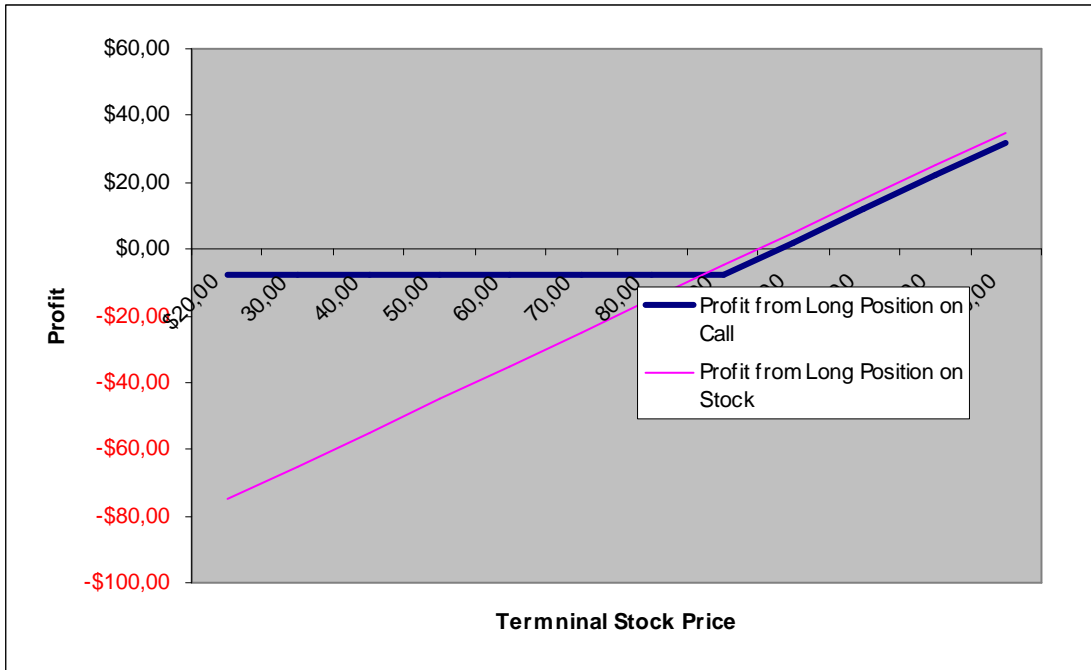
Σε αυτή την ενότητα θα αναφερθούμε σε ορισμένες επενδυτικές στρατηγικές, οι οποίες συνδυάζουν θέση σε μια μετοχή (ή χρηματιστηριακό δείκτη) και σε ένα δικαίωμα προαίρεσης.

Πίνακας 4-1: Βασικές Επενδυτικές Πολιτικές με Δικαιώματα Προαίρεσης

ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	ΔΙΚΑΙΩΜΑ	ΘΕΣΗ
Θέση Αγοράς	Αγοράς	Αγοράς
Θέση Αγοράς	Αγοράς	Πώλησης

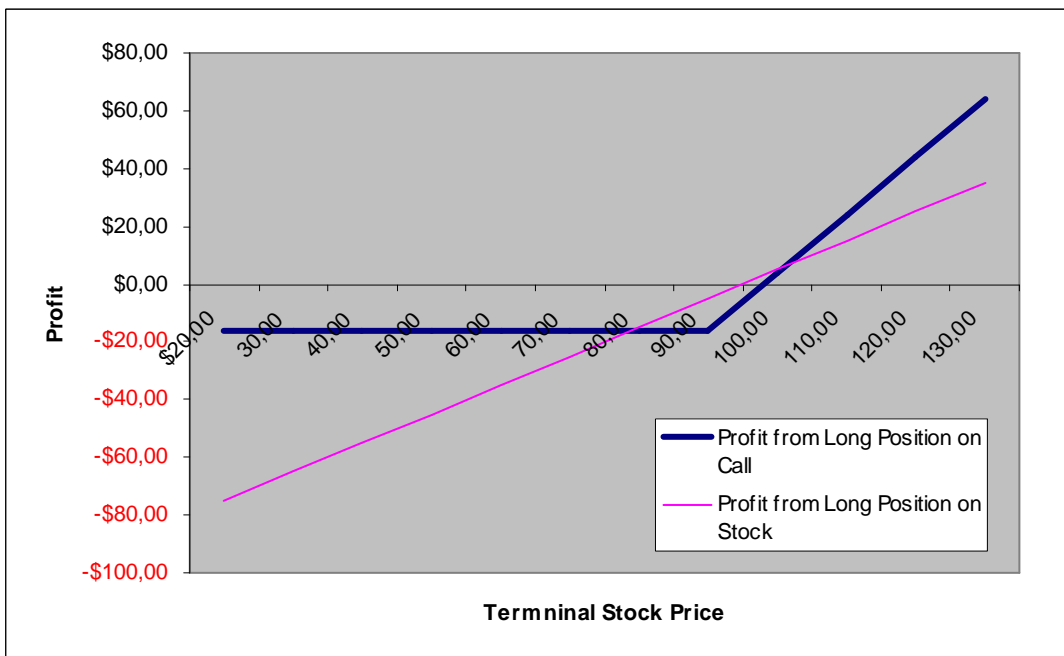
4.2.ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗΝ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΣΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ

Ας υποθέσουμε ότι η μετοχή μιας εταιρείας διαπραγματεύεται στα \$95, ενώ ένα δικαίωμα αγοράς στη μετοχή έχει τιμή εξάσκησης \$90 και τίμημα \$8. Το μοντέλο κέρδους από την αγορά μιας μετοχής και ενός δικαιώματος αγοράς στην μετοχή φαίνεται στο παρακάτω σχήμα.



Σχήμα 0-1: Μοντέλο Κέρδους Από την Αγορά Μιας Μετοχής και Ενός Δικαιώματος Αγοράς

Το μοντέλο κέρδους από την αγορά μιας μετοχής και 2 δικαιωμάτων αγοράς στην μετοχή φαίνεται στο παρακάτω σχήμα.



Σχήμα 0-2: Μοντέλο Κέρδους Από την Αγορά Μιας Μετοχής και Δυο Δικαιωμάτων Αγοράς

Το κέρδος από την αγορά μιας μετοχής και N δικαιωμάτων προαίρεσης επί

αγορά μετοχών έχουν ως εξής

$$\Pi = (S_T - S_0)$$

$$\Pi_{\text{call}} = \max[(S_T - X)N, 0] - Nc_0$$

Όπου

Π : το κέρδος από την αγορά μιας μετοχής

Π_{call} : το κέρδος από την αγορά N δικαιωμάτων προαίρεσης

S_T : η τιμή της μετοχής στην λήξη της περιόδου

c_0 : το κόστος ενός δικαιώματος αγοράς κατά την τρέχουσα περίοδο

N : ο αριθμός των συμβολαίων

Εξετάζοντας μόνο την περίπτωση άσκησης του δικαιώματος, εάν $S_T > X$ τότε το κέρδος από την εξάσκηση N δικαιωμάτων προαίρεσης επί αγορά μετοχών έχει ως ακολούθως:

$$\Pi_{\text{call}} = [(S_T - X) - c_0]N$$

Εξισώνοντας τις σχέσεις () και () βρίσκουμε ότι η καταληκτική μετοχική τιμή S_T^* , για την οποία το κέρδος από την αγορά μιας μετοχής και N δικαιωμάτων προαίρεσης επί αγορά μετοχών είναι ίσα, έχει ως εξής:

$$S_T^* = \frac{S_0}{1-N} - \frac{N(X+c_0)}{1-N}$$

4.3. ΚΑΛΥΜΜΕΝΗ ΘΕΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η καλυμμένη θέση δικαιώματος αγοράς συνίσταται σε θέση αγοράς στην μετοχή (υποκείμενη αξία) και θέση πώλησης σε δικαίωμα αγοράς (Hull, 1997:177). Έστω ότι ένας επενδυτής με θέση αγοράς σε μία μετοχή προσδοκά κέρδος από αυτήν στο άμεσο μέλλον.

Ωστόσο, τώρα, το χρηματιστήριο έχει “γυρίσει” σε χαμηλότερα επίπεδα και, προς το παρόν, δεν μπορεί να περιμένει ούτε μεγάλη άνοδο των τιμών ούτε απότομη πτώση και, έτσι, δεν θέλει ακόμη να πουλήσει τη μετοχή. Αντιθέτως, μπορεί να λάβει μια θέση πώλησης σε ένα δικαίωμα αγοράς στη μετοχή, λαμβάνοντας άμεσα την τιμή του δικαιώματος των €25. Η μετοχή διαπραγματεύεται στα €120 και η τιμή εξάσκησης του Δικαιώματος Αγοράς επιλέγεται στα €120 (δικαίωμα ATM).

Τιμές Μετοχής	Αποτέλεσμα Μετοχής	Αποτέλεσμα Δικαιώματος	Συνδυασμένο Αποτέλεσμα	Αποτέλεσμα ανά Συμβόλαιο
90,00	-30,00	25,00	-5,00	-500,00
100,00	-20,00	25,00	5,00	500,00
110,00	-10,00	25,00	15,00	1.500,00
120,00	0,00	25,00	25,00	2.500,00
130,00	10,00	15,00	25,00	2.500,00
140,00	20,00	5,00	25,00	2.500,00
150,00	30,00	-5,00	25,00	2.500,00

Εάν η απόδοση της υποκείμενης αγοράς συνεχίσει να είναι σταθερή και αμετάβλητη κατά τη διάρκεια της ζωής του δικαιώματος, ένα καλυμμένο Δικαίωμα Αγοράς θα αποδώσει κέρδος ίσο με την τιμή του δικαιώματος. Ο επενδυτής μπορεί να συνεχίσει αυτή τη στρατηγική, εφόσον το χρηματιστήριο παραμένει σε ύφεση. Αυτό του δίνει τη δυνατότητα να κερδίζει σταθερές αποδόσεις από μία επένδυση, η οποία αλλιώς δεν θα του απέδιδε κέρδος.

Σε πτώση τιμών, το έσοδο από την πώληση του δικαιώματος, επίσης, αποζημιώνει ως ένα βαθμό για τις ζημιές που υπέστη η μετοχή. Μόνο όταν η τιμή

της μετοχής αυξηθεί, υπάρχει περίπτωση ο επενδυτής να έχει μικρότερη απόδοση, έναντι της θέσης αγοράς στη μετοχή. Συγκεκριμένα, από τη στιγμή που η τιμή της μετοχής αυξηθεί πάνω από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος (120 EUR), η απόδοση του επενδυτή θα είναι μικρότερη από την αύξηση της τιμής της μετοχής, επειδή το Δικαίωμα Αγοράς που πωλείται αποκτά εσωτερική αξία και προκαλεί στον επενδυτή ζημιά που αντισταθμίζει τα κέρδη από την κατοχή του χαρτοφυλακίου.

4.3.1.ΠΡΟΣΤΑΤΕΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ

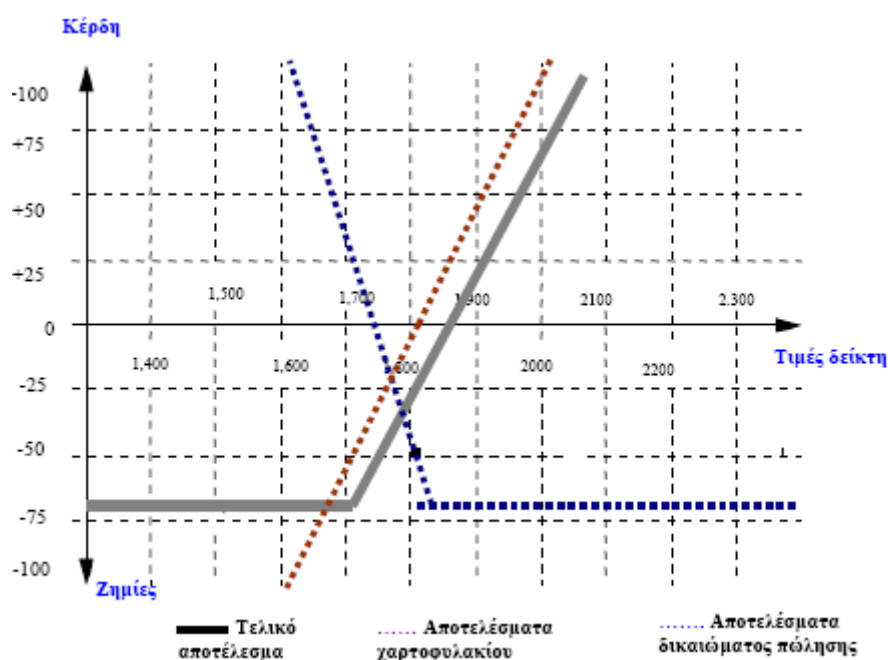
Ένας επενδυτής έχει επενδύσει μέρος των χρημάτων του σε μετοχές και ανησυχεί ότι το χρηματιστήριο μπορεί να οδηγείται προς μία απότομη πτώση στους επόμενους τέσσερις μήνες. Παρόλο που δεν είναι σίγουρος για το ποια μετοχή να πουλήσει, προκειμένου να αποφύγει τις ζημιές, αγοράζει δικαιώματα Πώλησης στο δείκτη FTSE/ASE-20. Μπορεί έτσι ο επενδυτής να περιορίσει τις ζημιές και να αναδιαρθρώσει το χαρτοφυλάκιό του αργότερα, έχοντας μία πιο αξιόπιστη πληροφόρηση, καθώς επίσης και να διαφυλάξει την ευκαιρία του να κερδίσει από πιθανές αυξήσεις των τιμών.

Προκειμένου να κάνει αντιστάθμιση κινδύνου, σε σχέση με το τωρινό επίπεδο τιμών για το τρέχον χρονικό διάστημα, αγοράζει δικαιώματα πώλησης με τιμή εξάσκησης 1.800 μονάδων, καταβάλλοντας τίμημα 70 μονάδων δείκτη. Η τρέχουσα τιμή του δείκτη FTSE/ASE-20 είναι επίσης 1.800 μονάδες (δικαίωμα ATM).

- Αν οι τιμές των μετοχών οδηγηθούν σε χαμηλότερα επίπεδα, τα κέρδη από τα δικαιώματα Πώλησης αντισταθμίζουν τις ζημιές από τις μετοχές.
- Αν αντίθετα οι τιμές των μετοχών αυξηθούν, ο επενδυτής μπορεί να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει και να αποκομίσει τα κέρδη από την αύξηση των τιμών των μετοχών.

Τιμές Δείκτη	Αποτέλεσμα Χαρτοφυλακίου	Αποτέλεσμα Δικαιώματος	Συνδυασμένο Αποτέλεσμα
1.500,00	-300,00	230,00	-70,00
1.600,00	-200,00	130,00	-70,00
1.700,00	-100,00	30,00	-70,00
1.800,00	0,00	-70,00	-70,00
1.900,00	100,00	-70,00	30,00
2.000,00	200,00	-70,00	130,00

Αυτό το είδος της εξασφάλισης φυσικά προκύπτει με ένα κόστος, την τιμή του δικαιώματος που θα πληρώσει για την αγορά του Δικαιώματος Πώλησης.



4.4.ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΟΙΓΜΑΤΟΣ

Οι επενδυτικές στρατηγικές αυτού του τύπου αφορούν στην λήψη θέσης δυο ή περισσότερα δικαιώματα ίδιας κατηγορίας, δηλαδή δύο ή περισσότερα δικαιώματα αγοράς ή δυο ή περισσότερα δικαιώματα πώλησης⁶.

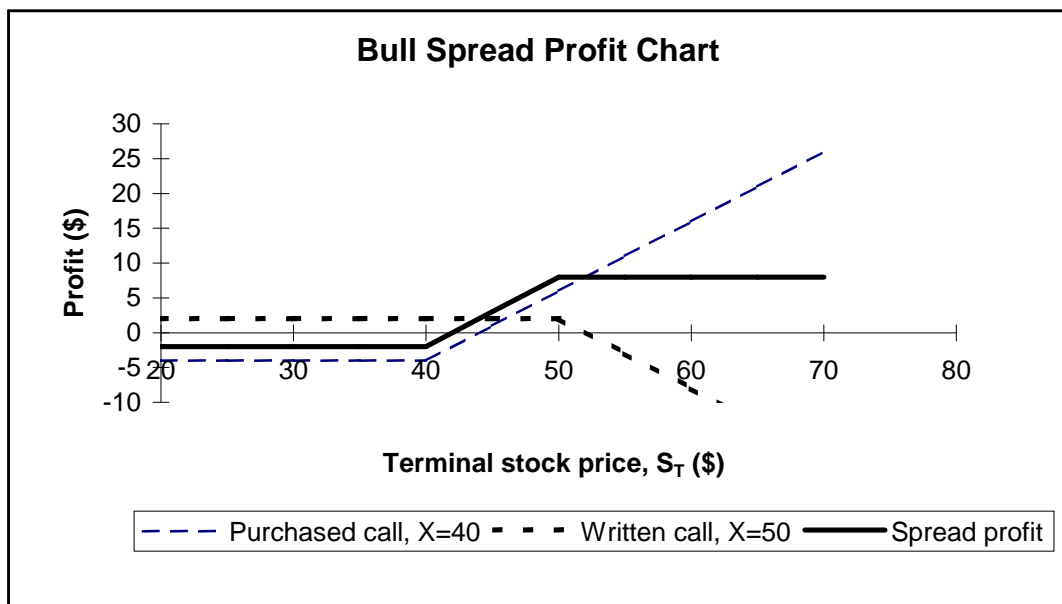
⁶ Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5thed. Irwin/McGraw-Hill

4.4.1.ΑΝΟΔΙΚΟ ΆΝΟΙΓΜΑ (BULL SPREAD)

Το ανοδικό άνοιγμα συνίσταται στην αγορά και πώληση δικαιώματος αγοράς επί της αυτής μετοχής. Η πώληση του δικαιώματος αγοράς θα πρέπει να αφορά δικαίωμα αγοράς με τιμή εξάσκησης υψηλότερη αυτής του δικαιώματος αγοράς στην ελήφθη η θέση αγοράς. Για παράδειγμα, εάν λάβουμε θέση αγοράς σε δικαίωμα αγοράς με τίμημα \$4 και τιμή εξάσκησης \$40 και θέση πώλησης σε ένα δικαίωμα αγοράς με τίμημα \$2 και τιμή εξάσκησης \$50, τότε το ανοδικό άνοιγμα δίνει το ακόλουθο κέρδος : Κέρδος Ανοδικού Ανοίγματος = $\max(S_T - 40, 0) - 4 - [\max(S_T - 50, 0) - 2]$

$$= \begin{cases} -4 + 2 & S_T \leq 40 \\ S_T - 40 - 4 + 2 & 40 \leq S_T \leq 50 \\ S_T - 40 - 4 - (S_T - 50 - 2) & S_T \geq 50 \end{cases}$$

$$= \begin{cases} -2 & S_T \leq 40 \\ S_T - 42 & 40 \leq S_T \leq 50 \\ 8 & S_T \geq 50 \end{cases}$$



4.5.ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ

Αυτές οι επενδυτικές στρατηγικές συνίστανται στην λήψη επενδυτικής σχέσης είτε σε δικαιώματα αγοράς είτε σε δικαιώματα πώλησης στην αυτή μετοχή.

4.5.1.ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ (LONG STRADDLE)

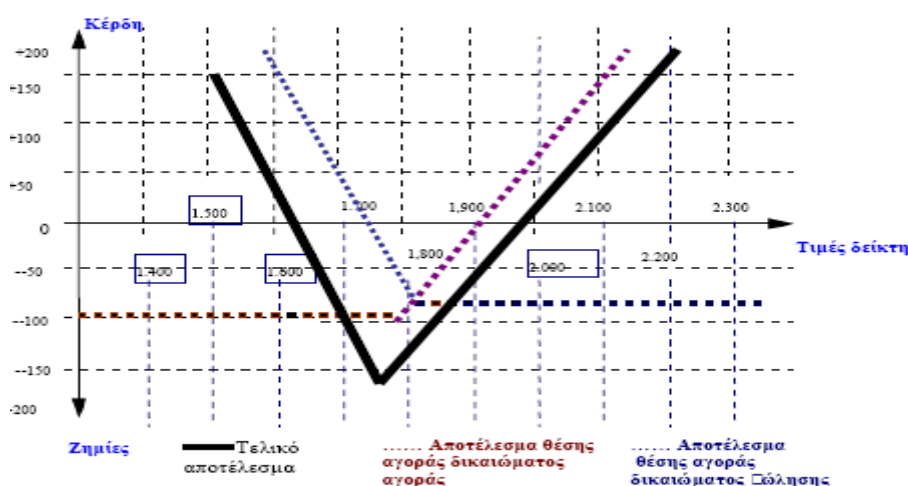
Ένας επενδυτής δεν είναι σίγουρος σχετικά με την κατεύθυνση που θα ακολουθήσει η αγορά στο μέλλον, αλλά είναι σίγουρος, ότι θα υπάρξει μία αύξηση της μεταβλητότητας στο χρηματιστήριο τις επόμενες εβδομάδες. Συνεπώς, αγοράζει ταυτόχρονα ένα Δικαίωμα Αγοράς και ένα Δικαίωμα Πώλησης στο δείκτη FTSE/ASE-20, με την ίδια τιμή εξάσκησης, κοντά στα σημερινά επίπεδα του δείκτη (ATM Δικαιώματα), με την ίδια ημερομηνία λήξης.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ο επενδυτής αγοράζει ένα Δικαίωμα Αγοράς και ένα Δικαίωμα Πώλησης με την ίδια ημερομηνία λήξης και την ίδια τιμή εξάσκησης των 1.800 μονάδων. Έστω ότι το κόστος του Δικαιώματος Αγοράς είναι 100 μονάδες και του Δικαιώματος Πώλησης 70 μονάδες. Το συνολικό κόστος αυτής της στρατηγικής είναι 170 μονάδες.

Εάν η μεταβλητότητα των τιμών αυξηθεί, οι τιμές και των δύο δικαιωμάτων θα αυξηθούν. Καθώς ο επενδυτής έχει αγοράσει δύο δικαιώματα είναι σχετικά αδιάφορος για την κατεύθυνση στην οποία θα κινηθούν οι τιμές. Όταν οι διακυμάνσεις των τιμών γίνουν έντονες (αύξηση της μεταβλητότητας) μπορεί να μεταπωλήσει και τα δύο δικαιώματα σε μία υψηλότερη τιμή.

Με την ταυτόχρονη αγορά Δικαιώματος Αγοράς και Πώλησης επενδύει κάποιος, αποκλειστικά, πάνω στην μεταβολή της τιμής των δικαιωμάτων σε σχέση με τις διακυμάνσεις του χρηματιστηρίου. Όταν ακολουθεί αυτή τη στρατηγική, ο επενδυτής πρέπει να φροντίσει να υλοποιήσει τα κέρδη ρευστοποιώντας τη θέση του, δεδομένου ότι το όφελος από την αυξημένη μεταβλητότητα χάνεται, καθώς πλησιάζει η ημερομηνία λήξης. Με αυτήν τη στρατηγική, ο επενδυτής μπορεί ν' αποκομίσει κέρδη και σε άνοδο και σε πτώση του δείκτη, αρκεί αυτή η μεταβολή να είναι σημαντική. Τα κέρδη είναι τόσο υψηλότερα, όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα της αγοράς.

Τιμές Δείκτη	Αποτέλεσμα Θέσης Αγοράς ΔΑ	Αποτέλεσμα Θέσης Αγοράς ΔΠ	Συνδυασμένο Αποτέλεσμα
1.500,00	-100,00	230,00	130,0
1.600,00	-100,00	130,00	30,0
1.700,00	-100,00	30,00	-70,0
1.800,00	-100,00	-70,00	-170,0
1.900,00	0,00	-70,00	-70,0
2.000,00	100,00	-70,00	30,0
2.100,00	200,00	-70,00	130,0



4.5.2.ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΣΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT STRADDLE)

Ένας επενδυτής πιστεύει ότι η δραστηριότητα στο χρηματιστήριο θα μειωθεί τις επόμενες εβδομάδες, με αποτέλεσμα μια μείωση της μεταβλητότητας και σταθεροποίηση της αγοράς κοντά στα σημερινά επίπεδα και θέλει να μετατρέψει τις προσδοκίες του σε κερδοφόρα στρατηγική. Πουλάει ταυτόχρονα ένα δικαίωμα Αγοράς και ένα δικαίωμα Πώλησης στο δείκτη FTSE/ASE-20 με την ίδια τιμή εξάσκησης κοντά στα σημερινά επίπεδα του δείκτη.

Έχοντας ολοκληρώσει και τα παρούσα ενότητα θα προχωρήσουμε στην ανάπτυξη και μελέτη των χρηματαγορών συγκεκριμένα στη ταξινόμηση τους αλλά

και στη λειτουργία τους. Συγχρόνως θα μελετηθούν το πώς οι χρηματαγορές μέσα από τη παγκοσμιοποίηση επηρεάζουν τις αποφάσεις των αγοραστών αλλά και πως οι τελευταίες στρατηγικές συγχωνεύσεις επηρέασαν ευρύτερα την αγορά σε σχέση με τους κινδύνους και τις επενδύσεις.

ΜΕΡΟΣ Β:

ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ

5.1 ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ

Προκειμένου να εκδοθούν εταιρικά ομόλογα ή νέες μετοχές οι εταιρίες στρέφονται προς τις χρηματαγορές οι οποίες διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

■ **Αγορές χρήματος (money markets).** Οι αγορές αυτές διαπραγματεύονται βραχυπρόθεσμα προϊόντα δανεισμού τα οποία λήγουν σε διάστημα λιγότερο του ενός έτους.

■ **Αγορές κεφαλαίου (capital markets).** Στις αγορές αυτές υπάρχει διαπραγμάτευση αξιόγραφων όπως μετοχές και ομόλογα, η διάρκεια των οποίων είναι μεγαλύτερη του έτους. Μία δεύτερη ταξινόμηση αυτών των αγορών έχει να κάνει με :

■ **Πρωτογενείς αγορές,** στις οποίες εισάγονται για πρώτη φορά τα αξιόγραφα. Πρωτογενείς αγορές θεωρούνται οι δημόσιες εγγραφές, όπου ουσιαστικά ένας όμιλος επενδυτικών τραπεζών καλύπτει εξ' ολοκλήρου μία έκδοση, την οποία ακολούθως διαθέτει στους επενδυτές που ενδιαφέρονται.

■ **Δευτερογενείς αγορές** στις οποίες οι ίδιοι τίτλοι γίνονται στη συνέχεια αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Τα χρηματιστήρια θεωρούνται ότι είναι όλα δευτερογενείς αγορές.

Τέλος, μια τρίτη διάκριση των αγορών αξιών είναι η διάκριση μεταξύ:

- 4 Των οργανωμένων αγορών, όπως είναι τα περισσότερα χρηματιστήρια
- 5 Των μη οργανωμένων αγορών, όπως είναι οι αγορές χρήματος και συναλλάγματος και

- 6 Των έξω-χρηματοπιστηριακών αγορών. Στις αγορές αυτές γίνονται αγορές και πωλήσεις αξιόγραφων μικρών συνήθως εταιριών με χαμηλή ρευστότητα, οι οποίες δεν μπορούν λόγω των κριτηρίων που έχουν θεσπίσει τα οργανωμένα χρηματιστήρια, να διαπραγματευτούν⁷.

5.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

Η σχέση Μεταξύ των χρηματιστηρίων και της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας είναι ένα θέμα το οποίο έχει απασχολήσει την οικονομική κοινότητα σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι τρόποι με τους οποίους οι αγορές του χρηματιστηρίου μπορούν να ενισχύσουν ή και να επιταχύνουν την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας είναι οι εξής:

1. Να αυξήσουν την ρευστότητα και να συνθέσουν έναν μηχανισμό διασποράς κινδύνου αυξάνοντας έτσι την προδιάθεση των συμμετεχόντων για επένδυση.
2. Να βελτιώσουν την ροή πληροφοριών αναφορικά με τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων συμβάλλοντας στην βελτίωση του επιχειρηματικού ελέγχου. Συνεπώς η διοίκηση τους γίνεται πιο αποδοτική.
3. Να συμβάλλουν στην διοχέτευση των αποταμιευτικών πόρων μιας οικονομίας σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης και στην ενθάρρυνση της τεχνολογικής καινοτομίας.
4. Λόγω της σημαντικής συμβολής των χρηματιστηρίων στην οικονομική ανάπτυξη, κατά τη λειτουργία ενός χρηματιστηρίου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι παρακάτω αρχές:
 - Οι διεθνείς εξελίξεις. Γνωρίζοντας την τάση διεθνοποίησης των κεφαλαιαγορών στα πλαίσια συμμαχιών ή της μεταξύ τους ηλεκτρονικής διασύνδεσης, τα χρηματιστήρια θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τις διεθνείς εξελίξεις και να εναρμονίζουν τις δομές τους και το θεσμικό τους πλαίσιο ανάλογα με τα διεθνή γεγονότα.
 - Τα χαρακτηριστικά των επενδυτών που θέλει να προσελκύσει. Έχοντας προσδιορίσει τον τύπο των επενδυτών μπορούμε να προχωρήσουμε στην

⁷ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

υιοθέτηση στρατηγικών και στην ανάπτυξη του κατάλληλου κανονιστικού πλαισίου.

- Η καθιέρωση μίας αξιόπιστης εποπτικής δομής. Οι εποπτικές αρχές παίζουν σημαντικό ρόλο και έχουν την ευθύνη της αυστηρής εφαρμογής της ειδικής χρηματιστηριακής νομοθεσίας, ώστε οι συναλλαγές να γίνονται επί ίσους όροις και να αποτρέπεται η δημιουργία αθέμιτου ανταγωνισμού, σε βάρος των μικροεπενδυτών και της σταθερότητας της αγοράς.
- Τη θέσπιση της διαφάνειας. Η θέσπιση της διαφάνειας σε μία χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την υιοθέτηση πολιτικών που έχουν υιοθετηθεί από τους διεθνείς οργανισμούς όπως είναι οι εποπτικές αρχές της IOSCO και FESCO είναι απαραίτητο να τίθενται υπόψη⁸.

5.3 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΙΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Για να μπορέσει ένα χρηματιστήριο να λειτουργεί σαν ένας μοχλός ανάπτυξης της οικονομίας, είναι αναγκαίο να έχει μια σειρά χαρακτηριστικών που προσδιορίζουν την ποιότητα των υπηρεσιών που προσφέρει. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι:

1. **Αποτελεσματικότητα - Αποδοτικότητα:** Η εισροή νέων πληροφοριών για την κατάσταση που επικρατεί σε μια εταιρία αλλά και για της προοπτικές αυτής ασκούν έντονες επιρροές στους επενδυτές. Οι επιρροές αυτές εντάσσονται στην διαμόρφωση της τιμής των τίτλων της. Οι επενδυτές ωστόσο θα πρέπει να έχουν ίσες ευκαιρίες για τη διαμόρφωση των κατάλληλων προσδοκιών.
2. **Ρευστότητα.** Η ρευστότητα έχει να κάνει με την ευκολία με την οποία ο κάτοχος ενός αξιόγραφου μπορεί να το ρευστοποιήσει δηλαδή αν το πουλήσει και να πληρωθεί. Οι καθοριστικοί παράγοντες που προσδιορίζουν την ρευστότητα είναι:
 - **Το βάθος.** Αυτό το χαρακτηριστικό δηλώνει το μέγεθος της χρηματιστηριακής επένδυσης η οποία μπορεί να πραγματοποιηθεί σε μία συγκεκριμένη τιμή. Το βάθος έχει να κάνει με το γενικότερο ενδιαφέρον των επενδυτών στην αγορά.

⁸ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

- **Το εύρος.** Αυτό το χαρακτηριστικό έχει να κάνει με την διαφορά μεταξύ της οικονομικά «ορθής» τιμής και της τιμής που επικρατεί στην χρηματιστηριακή αγορά για έναν τίτλο. Η διαφορά μεταξύ της υψηλότερης τιμής αγοράς και της χαμηλότερης τιμής πώλησης, συχνά είναι χρήσιμη ως βάση μέτρησης του εύρους. Όσο μεγαλύτερο είναι το εύρος, τόσο λιγότερο αποτελεσματική είναι η διαδικασία διαμόρφωσης μίας τιμής στους μηχανισμούς της χρηματιστηριακής αγοράς. Ωστόσο το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι οι αγοραστές έχουν πολύ διαφορετική άποψη για την αγορά από ότι οι πωλητές. Το φαινόμενο του μεγάλου εύρους κάνει δύσκολη την διεκπεραίωση συναλλαγών και συνεπώς περιορίζει τον βαθμό ρευστότητας της χρηματιστηριακής αγοράς.
- **Η ταχύτητα προσαρμογής.** Η ταχύτητα έχει να κάνει με την δυνατότητα που έχει η τιμή ενός αξιόγραφου να επανέλθει στην «ορθή» τιμή μετά από μια τυχαία μεταβολή, δηλαδή μια μεταβολή η οποία δεν οφείλεται σε εταιρικό γεγονός ή αλλαγή των συνθηκών του περιβάλλοντος της εταιρίας.
- **Διαφάνεια.** Η διαφάνεια αποτελεί ένα άλλο βασικό χαρακτηριστικό των χρηματιστηριακών αγορών και χαρακτηρίζεται από μια σειρά από παράγοντες. αυτοί είναι
- **Αμεροληψία.** Σε μία αποδοτική χρηματιστηριακή αγορά κανένας επενδυτής ή φορέας δεν μπορεί να επηρεάσει τις τιμές και να τις διαμορφώσει προκειμένου να αποκομίσει κέρδη.
- **Διάχυση πληροφόρησης.** Μεγάλη σημασία για την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς έχει η ανέξοδη και ίση πρόσβαση στη πληροφορία όλων των επενδυτών, με την έννοια ότι δεν υπάρχουν επενδυτές που μέσω ειδικής πρόσβασης στην πληροφόρηση μπορούν να αποκομίσουν περισσότερα κέρδη σε βάρος των υπόλοιπων επενδυτών.
- **Απλότητα.** Οι κανόνες και η δομή που διέπουν ένα αποτελεσματικό χρηματιστήριο αξιών πρέπει να είναι απλοί και κατανοητοί προκειμένου να προσελκύουν το επενδυτικό κοινό.
- **Ίση μεταχείριση.** Σχετικά με την δυνατότητα πρόσβασης στο χρηματιστήριο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν ίση αντιμετώπιση και ίσες ευκαιρίες.
- **Διασπορά αξιών.** Η διασπορά δηλώνει την κατοχή των μετοχών μίας εταιρίας

από μεγάλο αριθμό επενδυτών. Η επαρκής διασπορά εξασφαλίζει μεγαλύτερο αριθμό συμμετεχόντων στην αγορά του χρηματιστηρίου, πιο αποτελεσματική διαμόρφωση των τιμών, και μικρότερες πιθανότητες χειραγώγησης των τιμών των μετοχών.

- **Προστασία.** Ο όρος προστασία περικλείει όλα τα μέσα που χρησιμοποιούνται από τους μηχανισμούς της χρηματιστηριακής αγοράς και έχει σαν σκοπό να προστατεύσει τους επενδυτές. Η εδραίωση ενός περιβάλλοντος γενικής εμπιστοσύνης, ασφάλειας και αξιοπιστίας του χρηματιστηριακού θεσμού, αυξάνει το ενδιαφέρον για το χρηματιστήριο.
- **Κόστος συναλλαγών.** Το κόστος των συναλλαγών έχει να κάνει με όλες τις αναγκαίες προμήθειες, αμοιβές και λειτουργικά έξοδα που πρέπει να καταβληθούν από όσους συμμετέχουν σε κάθε χρηματιστηριακή συναλλαγή. Αν και οι προμήθειες και οι αμοιβές είναι θέμα των χρηματιστηριακών εταιριών που υπόκεινται στους κανόνες του ανταγωνισμού, όσο πιο αποτελεσματικές είναι οι διαδικασίες διαβίβασης εντολών, και χαμηλότερο το κόστος πρόσβασης στο σύστημα συναλλαγών, τόσο πιο χαμηλά θα είναι τα λειτουργικά έξοδα και το συνολικό κόστος συναλλαγών.
- **Πρόσβαση.** Η δυνατότητα παρακολούθησης των συναλλαγών σε πραγματικό χρόνο είναι δυνατή σε όλους τους συμμετέχοντες στην χρηματιστηριακή αγορά. Αντίθετα, η δυνατότητα διεκπεραίωσης συναλλαγών περιορίζεται στα θεσμοθετημένα μέλη του χρηματιστηρίου τα οποία μεσολαβούν για την διαβίβαση των εντολών των επενδυτών.
- **Ευταξία.** Η μείωση των αλλαγών που δέχεται η τιμή των μετοχών είναι αναγκαία προϋπόθεση για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης και της ασφάλειας των χρηματιστηριακών φορέων. Πολύ σημαντικό ρόλο παίζουν οι μηχανισμοί προστασίας των επενδυτών σε περιόδους αναταραχής και οικονομικής αστάθειας.
- **Καινοτομία.** Η εισαγωγή καινοτόμων χαρακτηριστικών σε χρηματιστηριακά προϊόντα και τεχνολογικά συστήματα, συνθέτει ένα σημαντικό ποιοτικό χαρακτηριστικό καθώς ενισχύει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ενός χρηματιστηρίου, σε σχέση με τα υπόλοιπα.
- **Αποτελεσματική χρήση τεχνολογίας.** Ένα χρηματιστήριο θα πρέπει να

γνωρίζει πως να χρησιμοποιεί βιο αποτελεσματικά τις υπάρχουσες τεχνολογίες⁹.

⁹ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ

Ο κόσμος έχει γίνει σε μεγάλο βαθμό προσβάσιμος σε όλους, με τις αποστάσεις και τα εμπόδια στις επικοινωνίες και τις μεταφορές να έχουν ελαχιστοποιηθεί ή εξαφανισθεί. Σε αυτό τον, σε μεγάλο βαθμό, «ενιαίο» κόσμο οι πολιτικοοικονομικές συνθήκες που ευνοούσαν την απομόνωση, τον προστατευτισμό και τον άκρατο (πολλές φορές) κρατισμό των επιμέρους ανεξαρτήτων κρατών-εθνών έχουν ουσιαστικά εξαφανισθεί. Από τον ανταγωνισμό μεταξύ των χωρών περάσαμε γρήγορα στον ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων και σήμερα έχουμε εισέλθει σε μία περίοδο στην οποία κερδίζει συνεχώς έδαφος ο ανταγωνισμός και η συνεργασία μεταξύ των ίδιων των εργαζομένων σε παγκόσμιο επίπεδο. Ποτέ μέχρι σήμερα τόσο πολλοί άνθρωποι από όλα τα μέρη και τις περιοχές του κόσμου δεν είχαν τη δυνατότητα να συνεργάζονται και να ανταγωνίζονται μεταξύ τους σε καθεστώς ελευθερίας, ακόμη και σε πραγματικό χρόνο (on line), σε τόσα πολλά είδη εργασίας και μάλιστα με όρους ουσιαστικής ισοτιμίας ευκαιριών και προοπτικών ευημερίας.

Ο ανταγωνισμός και η συνεργασία λαμβάνουν σήμερα χώρα σε ένα οικονομικό-κοινωνικό περιβάλλον που χαρακτηρίζεται: α) Από το υψηλό επίπεδο αναπτύξεως των ηλεκτρονικών υπολογιστών και των τηλεπικοινωνιών που οδήγησαν στην εκρηκτική ανάπτυξη, διάδοση και χρήση των κινητών τηλεφώνων και του διαδικτύου (και ιδιαίτερα του γρήγορου Internet) από το κύριο μέρος του ενεργού πληθυσμού σε κάθε χώρα.¹⁰ Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν σε ευρεία χρήση του ηλεκτρονικού εμπορίου, της ηλεκτρονικής αλληλογραφίας και της διασυνδέσεως των διαφόρων τμημάτων των επιχειρήσεων και οργανισμών, των επιχειρήσεων μεταξύ τους και των επιχειρήσεων με τους καταναλωτές, στην ανάπτυξη δυνατοτήτων εκπαίδευσης και εργασίας από απόσταση, κ.ά. Το ήδη υψηλό επίπεδο και δυναμικότητας και ραγδαία αναπτυσσόμενο λογισμικό επιτρέπει τη δυνατότητα τηλεδιασκέψεων και λειτουργικών συστημάτων διοικήσεως των επιχειρήσεων με παγκόσμια εμβέλεια.

¹⁰ Λιαρμακοπούλου Ι(2000), Κριτική της μεγιστοποίησης του κέρδους σα στόχου επιχειρηματικής συμπεριφοράς, Αθήνα σελ 45-68

Συστημάτων που επιβάλλουν την εκ βάθρων αναδιάρθρωση των επιχειρηματικών και παραγωγικών δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων και των κυβερνητικών υπηρεσιών σε όλους τους τομείς. Συστημάτων και λογισμικού που συνεπάγονται την εκ βάθρων αναδιάρθρωση των οικονομικών δραστηριοτήτων, των προτιμήσεων και των επιλογών των νοικοκυριών-καταναλωτών, ανασκευάζοντας τις καμπύλες ζήτησεως αγαθών και υπηρεσιών που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις. β) Από την ουσιαστικά πλήρη απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών και κεφαλαίων, με ταυτόχρονη επέκταση της εφαρμογής κοινών κανόνων και διαδικασιών για την εξασφάλιση της προστασίας του καταναλωτή και του περιβάλλοντος. γ) Από την δυνατότητα ταχείας μετακινήσεως κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο με στόχο την υψηλότερη απόδοση, από την εξαιρετικά αυξημένη δυνατότητα επιλογής του τόπου εγκαταστάσεως των επιχειρήσεων ή συγκεκριμένων δραστηριοτήτων τους, καθώς και από τη μεγαλύτερη κινητικότητα των επιχειρήσεων από χώρα σε χώρα. δ) Από τη σημαντικά αυξημένη δυνατότητα μετακινήσεως των εργαζομένων από χώρα σε χώρα και από περιοχή σε περιοχή, δυνατότητα που λαμβάνει πολύ μεγαλύτερες διαστάσεις σε πλήρως ενοποιημένες αγορές, όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση. Μέσω του Internet και των ενιαίων αγορών αλλάζει ο τρόπος με τον οποίο επικοινωνούμε, συναλλασσόμαστε, επενδύουμε, σπουδάζουμε και, γενικά, ο τρόπος με τον οποίο βλέπουμε τον κόσμο. Ολοκληρώνεται δε η διαδικασία του εκδημοκρατισμού της τεχνολογίας, της πληροφόρησης και των ευκαιριών οικονομικής ανόδου και ευημερίας για το σύνολο του πληθυσμού της Γης.

Με τον δραστικό περιορισμό των αποστάσεων, του απομονωτισμού, του προστατευτισμού και του εκτεταμένου κρατισμού, εξαφανίζονται σταδιακά και οι βασικές αιτίες της υποαναπτύξεως μεγάλων περιοχών του Πλανήτη. Χώρες με συνολικό πληθυσμό άνω των 3 δισεκ. κατοίκων, όπως η Κίνα, η Ινδία, η Βραζιλία, η Ν. Κορέα και, γενικότερα, η Λατινική Αμερική, η ΝΑ Ασία και η Κεντρική και ΝΑ Ευρώπη εισήλθαν για πρώτη φορά σε πραγματική διαδικασία αναπτύξεως και ανταγωνίζονται με ίσους (ή/και προνομιακούς) όρους τις ανεπτυγμένες χώρες. Τα τελευταία δέκα έτη έχει σημειωθεί η μεγαλύτερη ανακατανομή του παγκόσμιου πλούτου υπέρ των αναπτυσσόμενων οικονομιών στην ιστορία της ανθρωπότητας. Αρκεί να σημειωθεί ότι η Κίνα, αναπτυσσόμενη με ρυθμό 11% κατ' έτος, ήδη ξεπέρασε τη Γερμανία και έγινε η 3η μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο, μετά τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία. Ότι η Ινδία, η Ν. Κορέα, η Σιγκαπούρη και άλλες χώρες της

ΝΑ Ασίας και της Λ. Αμερικής που ταλανίζονταν από τεράστια ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών τους στο παρελθόν, σήμερα σημειώνουν σημαντικά πλεονάσματα με κύρια ελλειμματική χώρα τις ΗΠΑ. Ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μόνο της Κίνας, της Ινδίας και της Ν. Κορέας ανέρχονται ήδη στα \$ 2,3 τρις, δηλαδή στο 20% περίπου του ΑΕΠ των ΗΠΑ, ενώ αναμένεται να πλησιάσουν τα \$ 3,0 τρις στο τέλος του 2008. Οι θεωρίες που υποστηρίζουν ότι η παγκοσμιοποίηση ήταν κάτι που επέβαλαν οι ΗΠΑ στον κόσμο έτσι ώστε να εξυπηρετήσουν τα οικονομικά τους συμφέροντα, καταρρέουν. Εκείνοι που στην πραγματικότητα επωφελήθηκαν είναι πρωτίστως οι αναπτυσσόμενες οικονομίες που μέχρι πριν από μερικά έτη ήταν καθηλωμένες από τον κρατισμό και τον υπερβολικό απομονωτισμό και προστατευτισμό¹¹.

Και βέβαια, βρισκόμαστε ακόμη στα αρχικά στάδια της παγκοσμιοποίησης. Στο εσωτερικό πολλών οικονομιών η διείδυση της νέας εποχής αντιμετωπίζει σημαντικές δυσκολίες. Η ταχεία ανάπτυξη στις μεγάλες οικονομίες όπως η Κίνα και η Ινδία λαμβάνει χώρα κυρίως στις αναπτυσσόμενες παραθαλάσσιες περιοχές αυτών των χωρών, ενώ στην ενδοχώρα τους ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού επωφελείται ελάχιστα μέχρι σήμερα από τις ευκαιρίες που προσφέρει η ανάπτυξη. Επίσης, οι διάφορες αναχρονιστικές νοοτροπίες που αναπτύχθηκαν σε πολλές χώρες στη σύγχρονη μεταπολεμική περίοδο, εξακολουθούν ακόμη και σήμερα να θέτουν εμπόδια στις προσπάθειες αυτών των χωρών να ξεφύγουν από τη μιζέρια και να αναγνωρίσουν τις μεγάλες ευκαιρίες που τους προσφέρει ο νέος κόσμος. Νοοτροπίες αυτής της λογικής είναι, π.χ., οι ακόλουθες: α) Το να εξακολουθούμε να αναμένουμε τα πάντα (απασχόληση, εκπαίδευση, υγεία, σύνταξη, συγκοινωνίες, καθαριότητα, διασκέδαση, αποζημίωση και προφύλαξη από τις πλημμύρες, τις πυρκαϊές και τους σεισμούς, καθαρές παραλίες και καταπράσινα πάρκα, κ.ά.) από το κράτος, πιστεύοντας μάλιστα ότι αυτά μας παρέχονται «δωρεάν» ενώ τα πληρώνουμε με το παραπάνω. β) Το να επιδιώκουμε οτιδήποτε, όχι επειδή το δικαιούμαστε και το αξίζουμε ή επειδή πληρώνουμε για αυτό, αλλά επειδή έχουμε τον κατάλληλο άνθρωπο στην κατάλληλη θέση που μπορεί να μας το εξασφαλίσει. γ) Το να επιδιώκουμε την εξίσωση του μισθού μας με εκείνον του πλούσιου γείτονα

¹¹ Snodgrass, D. R. and T. Biggs, 1995, *Industrialization and the Small Firm Patterns and Policies*, San Francisco: International Center for Economic Growth.

ή με εκείνον των ανεπτυγμένων κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), αδιαφορώντας για το ότι οι διαφορές στους μισθούς δεν είναι αυθαίρετες αλλά ενσωματώνουν διαφορές στην αξιολόγηση και την παραγωγικότητα των εργαζομένων, καθώς και στην παραγωγική δυναμικότητα των οικονομιών σε χρήσιμα προϊόντα και υπηρεσίες. Όμως, παρά τον λανθάνοντα κρατισμό και τις αγκυλώσεις που εξακολουθούν να υπάρχουν, τίποτε δεν μπορεί τώρα να αντιστρέψει το γεγονός ότι εκατοντάδες εκατομμύρια κόσμου στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, που ζούσαν στην ανέχεια και στην πείνα πριν από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, σήμερα απολαμβάνουν σημαντικά αυξημένα αγαθά και εισοδήματα στα πλαίσια του ενιαίου κόσμου.

Γενικά, οι εξελίξεις «κλειδιά» της εποχής μας που εξαφανίζουν τις αποστάσεις και τα πάσης φύσεως εμπόδια στο παγκόσμιο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών και συμβάλλουν στην παγκοσμιοποίηση είναι οι ακόλουθες:

α) Οι εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις στην λειτουργία των οικονομιών που έλαβαν χώρα στο Ην. Βασίλειο από το 1979 και στις ΗΠΑ στη δεκαετία του 1980 που σηματοδότησαν την έναρξη της νέας εποχής των αποκρατικοποιήσεων και του δραστικού περιορισμού της παρεμβατικότητας της οικονομικής πολιτικής, με ουσιαστική ενίσχυση των μηχανισμών της αγοράς. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές επεκτάθηκαν ταχέως σε όλες τις ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες και συνέβαλαν στην έξοδό τους από το φάσμα του στασιμοπληθωρισμού, στο οποίο είχαν οδηγηθεί με το σύστημα των κεντρικά ελεγχόμενων οικονομιών που εφήρμοζαν στην προηγούμενη μεταπολεμική περίοδο. Οδήγησαν δε στην εντυπωσιακή αναπτυξιακή πορεία της παγκόσμιας οικονομίας στις δεκαετίες του 1990 και του 2000. Ορόσημο, βέβαια, αποτελεί και η μετατροπή των κεντρικά κατευθυνόμενων σοσιαλιστικών οικονομιών σε οικονομίες αγοράς και το άνοιγμά τους στον παγκόσμιο ανταγωνισμό, με έναρξη αυτής της διαδικασίας το 1989, με την πτώση του Τείχους του Βερολίνου. Η διαδικασία της παγκοσμιοποίησης επιταχύνθηκε στη δεκαετία του 1990, με τη σταδιακή εξυγίανση και ενσωμάτωση στην παγκόσμια οικονομία των πρώην σοσιαλιστικών χωρών και με την ουσιαστική απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών σε όλες τις περιοχές του κόσμου. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 άρχισε το άνοιγμα της Ινδίας και άλλων αναδυόμενων αγορών στον παγκόσμιο ανταγωνισμό με απελευθέρωση των οικονομιών αυτών των χωρών από τον εκτεταμένο κρατικό παρεμβατισμό, ενώ από

1.1.2001 πραγματοποιήθηκε η ένταξη της Κίνας στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου (ΠΟΕ)¹².

β) Η επικέντρωση της μακροοικονομικής πολιτικής στην εξασφάλιση της νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας, με ταυτόχρονη πλήρη απελευθέρωση των διεθνών ροών κεφαλαίων, ανάπτυξη των παγκόσμιων αγορών χρήματος, συναλλάγματος και ομολόγων και ενίσχυση της τάσεως ενοποίησης των κεφαλαιαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο. Στα ανωτέρω συνέβαλε η εκρηκτική ανάπτυξη και σύγκλιση των τεχνολογιών των τηλεπικοινωνιών και της πληροφορικής που με τη σειρά τους συνέβαλαν στη δημιουργία και ανάπτυξη του διαδικτύου και των διαπραπαιζικών συστημάτων πληρωμών και διαπραγματεύσεως ομολόγων και μετοχών με παγκόσμια εμβέλεια, που αποτελούν σήμερα τους βασικούς μηχανισμούς λειτουργίας των παγκόσμιων αγορών και του ενιαίου κόσμου.

γ) Η ταχεία ανάπτυξη της μικρό και νανοτεχνολογίας, της ψηφιακής τεχνολογίας, των μικρο-επεξεργαστών και των ηλεκτρονικών υπολογιστών (H/Y), των τηλεπικοινωνιακών εταιριών αναπτύξεως δορυφορικών συνδέσεων και δικτύων οπτικών ινών τόσο στην κάθε χώρα όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Δημιουργήθηκε έτσι η υποδομή για την ανάπτυξη των εταιριών του διαδικτύου (dot.com) και των τεχνολογιών του γρήγορου Internet (κυρίως του ADSL) που παρέχουν σήμερα εξαιρετικά μεγάλες ταχύτητες λήψεως και μεταβιβάσεως δεδομένων, με αποκορύφωμα την ταχεία ανάπτυξη στην τρέχουσα περίοδο των ευρυζωνικών συνδέσεων μέσω δικτύων οπτικών ινών που φθάνουν μέχρι την κατοικία του χρήστη (συνδέσεις fiber to the home ή, FTTH). Η ταχεία αύξηση των ηλεκτρονικών διασυνδέσεων μεταξύ χωρών, επιχειρήσεων και ατόμων συνέβαλε στην ανάπτυξη των παγκόσμιων αγορών αγαθών και υπηρεσιών, χρήματος, συναλλάγματος, ομολόγων και μετοχών και αποτελεί το βασικό μηχανισμό ενοποίησης των αγορών και των ίδιων των κοινωνιών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στις ανωτέρω νέες συνθήκες λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας:

Τα άτομα ως εργαζόμενοι (εξειδικευμένοι ή ανειδίκευτοι, διοικητικά στελέχη ή κατώτερο προσωπικό, δημόσιοι ή ιδιωτικοί υπάλληλοι, πολιτικοί μηχανικοί ή απλοί

¹² Sanders, W., & Carpenter, M. 1998. Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, 41: 158-178.

οικοδόμοι, ιατροί ή νοσηλευτικό προσωπικό, δημοσιογράφοι ή σχολιαστές, δάσκαλοι ή καθηγητές πανεπιστημίου) ή ως καταναλωτές, ευρίσκονται όλο και περισσότερο στο επίκεντρο της συνεργασίας και του ανταγωνισμού. Οι κοινωνίες που επωφελούνται από τις ευκαιρίες που προσφέρονται στον σημερινό κόσμο είναι εκείνες των οποίων οι πολίτες – εργαζόμενοι έχουν ως κύριο στόχο τη δημιουργία αξίας, δηλαδή να παράγουν-προσφέρουν προϊόντα (αγαθά και υπηρεσίες) που είναι χρήσιμα ώστε τα χρηματοοικονομικά οφέλη από αυτή τη δραστηριότητα να έρχονται ως φυσικό αποτέλεσμα των προσπαθειών τους. Αντίθετα, οι κοινωνίες που μένουν πίσω είναι εκείνες στις οποίες οι εργαζόμενοι, παρακινούμενοι από τα ισχύοντα συνδικαλιστικά και πολιτικά συστήματα, φαίνεται να επιδιώκουν πρωτίστως την εξασφάλιση μιας θέσεως εργασίας στην οποία να ισχύει η μονιμότητα της απασχολήσεως ανεξαρτήτως αναγκαιότητας (αξιολογήσεως, αποδόσεως), και στη συνέχεια τη μεγιστοποίηση των αυξήσεων των αποδοχών τους ανεξαρτήτως της αξίας που δημιουργούν. Για παράδειγμα, πως μπορεί να δικαιολογηθεί η αύξηση κατά 26 χιλ. άτομα, στα 503 χιλ. άτομα, του προσωπικού του ελληνικού Δημοσίου στην περίοδο Ιουλίου 2005-Ιουνίου 2007, δηλαδή σε μία περίοδο που υποτίθεται ότι το Δημόσιο αφενός συρρικνώνεται και αφετέρου μηχανοργανώνεται με γρήγορο ρυθμό;

Οι επιχειρήσεις από την πλευρά τους διαθέτουν σήμερα αυξημένες δυνατότητες για να αποφασίσουν τον τόπο εγκαταστάσεως των παραγωγικών δραστηριοτήτων τους, λαμβάνοντας υπόψη τη διαθεσιμότητα και το κόστος των συντελεστών της παραγωγής και ιδιαίτερα της εργασίας (εξειδικευμένης και ανειδίκευτης), αλλά και της φορολογικής επιβαρύνσεώς τους σε κάθε περιοχή, ανεξαρτήτως του τόπου εγκαταστάσεως της κεντρικής διοικήσεως της επιχειρήσεως. Οι κοινωνίες που επωφελούνται από τις ευκαιρίες αναπτύξεως στον σημερινό ενιαίο κόσμο είναι εκείνες που κατανοούν την σπουδαιότητα της δημιουργίας ενός οικονομικού περιβάλλοντος κατάλληλου για την προσέλκυση επενδύσεων από εγχώριες και ξένες επιχειρήσεις ιδιαίτερα στους τομείς που η κάθε χώρα κατέχει ουσιαστικά συγκριτικά πλεονεκτήματα. Αντιθέτως, οι κοινωνίες που βλέπουν τις παραγωγικές επιχειρήσεις να τις εγκαταλείπουν και την ανεργία (και μάλιστα τη μακροχρόνια ανεργία και την ανεργία των νέων) να αυξάνεται επικίνδυνα, είναι εκείνες που θεωρούν ότι μπορούν να συνεχίσουν να λειτουργούν στον νέο κόσμο: α) με ανύπαρκτη ελαστικότητα στην αγορά εργασίας τους και με αυξήσεις μισθών πολύ

υψηλότερες από τις αντίστοιχες αυξήσεις στις ανταγωνίστριες χώρες και μάλιστα σε περιόδους μεγάλης ανατιμήσεως του εγχώριου νομίσματος, β) με ένα μεγάλο αριθμό επαγγελματικών τάξεων που εξακολουθούν να λειτουργούν ως κλειστά επαγγέλματα, προστατευμένα από τον ανταγωνισμό, παρά τον έντονο ανταγωνισμό που αντιμετωπίζουν ήδη οι κλάδοι της οικονομίας που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα προϊόντα, και γ) με Σύστημα Κοινωνικών Ασφαλίσεων, όπου το κράτος, μέσω πολυάριθμων επιμέρους Ταμείων, αναλαμβάνει δυσβάστακτες συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις για τα επόμενα έτη (που προκύπτουν από την εφαρμογή εξωπραγματικών παραμέτρων προσδιορισμού των εισφορών και παροχών του συστήματος και την ταχεία γήρανση του πληθυσμού), χωρίς ουσιαστικές συνταξιοδοτικές αποταμιεύσεις.

«Θερμοκήπια» προστατευτισμού κλειστών επαγγελμάτων, αρτηριοσκληρωτικές αγορές εργασίας, εκτεταμένες κρατικές παρεμβάσεις στην οικονομία και μη βιώσιμα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης, μπορεί να εξακολουθούν να υπάρχουν ακόμη σε πολλές χώρες και να συμβάλλουν στην επιδείνωση των δημοσίων οικονομικών τους και του ισοζυγίου των εξωτερικών πληρωμών τους. Αλλά οδηγούν νομοτελειακά σε επιβράδυνση της αναπτύξεως της οικονομίας και ενίοτε σε οικονομικές διαταραχές που επιβάλλουν τελικά τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις. Τα παραδείγματα χωρών όπως αυτές της ΝΑ Ασίας, της Ρωσίας και της Λατινικής Αμερικής στη δεκαετία του 1990 και της Πορτογαλίας και της Ουγγαρίας στη δεκαετία του 2000 είναι χαρακτηριστικά. Το ερώτημα είναι εάν οι αναγκαίες μεταρρυθμίσεις και προσαρμογές στο νέο περιβάλλον θα πραγματοποιηθούν έγκαιρα στην περίοδο κατά την οποία η οικονομία της χώρας αναπτύσσεται ικανοποιητικά ή εάν θα επιβληθούν εκ των πραγμάτων σε μία περίοδο που η οικονομία αντιμετωπίζει προβλήματα ανεπαρκούς αναπτυξιακής δυναμικής, εξαιτίας της μακροχρόνιας απώλειας ανταγωνιστικότητας ή/και των γενικότερων μακροοικονομικών ανισορροπιών. Στη δεύτερη περίπτωση, εκτός του ότι θα έχει χαθεί πολύτιμος χρόνος για την ανάπτυξη και την ανταγωνιστική αναβάθμιση, το κόστος της προσαρμογής είναι κατά κανόνα σημαντικά υψηλότερο¹³.

¹³. V. Koutsogeorgopoulou & David Turner (2007), “The costs of delaying fiscal consolidation: A case study for Greece”, OECD, WP No. 582.

6.1. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η διεθνοποίηση γνωστή στα αγγλικά και ως globalization τα τελευταία χρόνια εκτός από τις τράπεζες έχει κάνει έντονα την εμφάνιση της και στην χρηματιστηριακή αγορά. Η τάση αυτή της διεθνοποίησης έχει να κάνει την τάση ενοποίησης των χρηματιστηριακών οικονομικών διαφόρων κρατών. Τα κύρια χαρακτηριστικά της είναι η αύξηση του εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών, η ραγδαία πρόοδος, η διάχυση της τεχνολογίας καθώς και η αυξανόμενη διασυννοριακή ροή κεφαλαίων.

Σχετικά με τις αγορές κεφαλαίου, η παγκοσμιοποίηση έχει βοηθήσει σε σημαντικό βαθμό στη τάση προς εξάλειψη της κατάτμησης των αγορών σε διεθνές επίπεδο. Γενικότερα, έχει παρατηρηθεί ότι τα τελευταία χρόνια οι επενδυτές έχουν στραφεί προς τις διεθνείς αγορές χρηματιστηρίων προκειμένου να έχουν περισσότερα κέρδη και λόγω του κύρους που εκπέμπουν.

Στο παρελθόν οι επενδυτές περιορίζονταν στις τοπικές χρηματιστηριακές αγορές. Η αξία της διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων σε διεθνές επίπεδο έχει ενταχθεί απόλυτα στη συνείδηση των επενδυτών.

Σήμερα πλέον λόγω της παγκοσμιοποίησης και της ελευθερίας των αγορών, η πρόσβαση στα διεθνή χρηματιστήρια είναι πολύ εύκολη και έχει όλο και περισσότερο ζήτηση από τους επενδυτές. Οι επενδυτές σε όλο τον κόσμο στρέφονται προς την αναζήτηση αγορών που χαρακτηρίζονται από ελάχιστο κόστος και υψηλή εμπορευσιμότητα.

Οι τεχνολογικές εξελίξεις, η απελευθέρωση των θεσμών που πλαισιώνουν τις κεφαλαιαγορές καθώς και η αυξανόμενη τάση του ανταγωνισμού στις χρηματιστηριακές αγορές έχει οδηγήσει στον δραστικό μετασχηματισμό των κεφαλαιαγορών.

Η διεθνοποίηση εκτός των παραπάνω έχει προκαλέσει και σημαντικές εξελίξεις στο επιχειρησιακό επίπεδο. Οι εταιρίες προμηθεύονται πρώτες ύλες από μια αγορά και κεφάλαιο από άλλη και σαν αποτέλεσμα παράγουν αγαθά σε μια τρίτη όπου πωλούν το τελικό τους προϊόν.

Οι χρηματαγορές αναπτύσσονται με παγκόσμιο προσανατολισμό και αποκτούν διεθνείς οικονομικούς συνδέσμους μεταξύ τους. Επίσης έχουν την δυνατότητα να αντλούν κεφάλαια από παγκόσμια χρηματιστηριακά κέντρα και σε

διαφορετικά νομίσματα ώστε να έχουν την ικανότητα να χρηματοδοτούν όλες τις δραστηριότητες παγκόσμια εμβέλειας.

Η επέκταση των δραστηριοτήτων των χρηματιστηρίων σε ένα πλήθος αγορών αναγκάζει όσους διαχειρίζονται κεφάλαια να συνάπτουν διεθνείς τραπεζικές σχέσεις και να διαχειρίζονται σωστά τον κίνδυνο των επιτοκίων και του συναλλάγματος του εξωτερικού.

Οι επιχειρήσεις αυτές προσανατολίζονται προς την διαπραγμάτευση των μετοχών στις χώρες εκείνες στις οποίες πωλούνται τα προϊόντα τους και έχουν την έδρα τους οι παραγωγικές δραστηριότητες. Ο βασικός στόχος των χρηματαγορών είναι η εύκολη πρόσβαση σε διεθνή κέντρα κεφαλαίου.

Οι νέες εξελίξεις στις χρηματαγορές τα τελευταία χρόνια ενισχύουν ευνοούν τις συμμαχίες και γενικότερα τις τάσεις συγκέντρωσης. Η έντονα αναπτυσσόμενη σημασία των παγκόσμιων χρηματιστηρίων σε σχέση με την αυξανόμενη χρήση του δικτύου καθώς και άλλων ηλεκτρονικών δικτύων διαπραγμάτευσης προβλέπουν έντονο ανταγωνισμό για τις χρηματιστηριακές αγορές των αγορών.

Διαπιστώνουμε λοιπόν ότι η βιωσιμότητα των χρηματιστηριακών αγορών αμφισβητείται. Αυτό που είναι δεδομένο είναι ότι καθώς ο χρόνος περνά, οι αγορές κεφαλαίων θα μοιάζουν όλο και λιγότερο με την δομή που υπήρχε στο παρελθόν.

6.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η διεθνοποίηση αυτή των χρηματιστηριακών αγορών επιταχύνθηκε τα τελευταία χρόνια λόγω ορισμένων καθοριστικών παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί παρατίθενται στην συνέχεια

1. Απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών: Ο διεθνής ανταγωνισμός έχει αναγκάσει τις κυβερνήσεις να προβούν σε μια απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών τους ώστε να ευνοήσουν τον ανταγωνισμό ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές αγορές των σε παγκόσμιο επίπεδο. Η ρυθμιστική απελευθέρωση συνήθως κινείται σε δύο κατευθύνσεις:
2. Θεσμική απελευθέρωση: Η θεσμική απελευθέρωση έχει να κάνει με τα μέτρα τα οποία ανοίγουν τον δρόμο προς την απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών και εντείνουν τον ανταγωνισμό σε διεθνές επίπεδο, όπως η ελεύθερη διακίνηση

κεφαλαίων, οι επενδύσεις από και προς το εξωτερικό, οι φορολογικές και χρηματιστηριακές ρυθμίσεις.

3. Απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών επαγγελμάτων: Πρόκειται για μέτρα που αποσκοπούν στην ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των παραγόντων των κεφαλαιαγορών. Η απελευθέρωση έχει σαν στόχο την μείωση ορισμένων προνομίων, της κατάργησης των διαχωριστικών γραμμών ανάμεσα στις τράπεζες και στις χρηματιστηριακές εταιρίες

Οι Επιτροπές του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης δραστηριοποιούνται στα πλαίσια της απελευθέρωσης των συναλλαγών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Πολλές είναι οι χώρες εκείνες που έχουν δραστηριοποιηθεί ώστε να μπορέσουν να επιτύχουν σημαντική βελτίωση στην αποτελεσματικότητα του κανονιστικού πλαισίου των χρηματιστηριακών υπηρεσιών αναπτύσσοντας συνεργασία με ρυθμιστικές αρχές άλλων χωρών. Τα οφέλη από την διαδικασία της απελευθέρωσης στο χρηματοοικονομικό χώρο είναι αξιόλογα. Αυτό που παρατηρείται είναι έντονη παραγωγικότητα του χρηματιστηριακού τομέα, αλλά και καλύτερη ποιότητα και ποικιλία στις υπηρεσίες.

4. Τεχνολογική πρόοδος: Οι τεχνολογικές εξελίξεις που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια συνέβαλλαν σε μεγάλο βαθμό στην διάχυση της πληροφόρησης και στη μείωση του κόστους της εκτέλεσης χρηματιστηριακών συναλλαγών, θέτοντας τις βάσεις για μεγάλες και βασικές αλλαγές στις λειτουργίες των χρηματιστηρίων. Τα οφέλη που προήλθαν από τις τεχνολογικές εφαρμογές εφαρμόζονται κυρίως στην Ευρώπη. Πολλά από τα χρηματιστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης διεκπεραιώνουν τις συναλλαγές τους σε πλήρως ηλεκτρονικά συστήματα από το 1990. Οι επενδυτές και οι χρηματιστηριακές υπηρεσίες των ΗΠΑ ανακαλύπτουν τα οφέλη των χρηματιστηρίων που στηρίζονται στην εξ' ολοκλήρου ηλεκτρονική διαπραγμάτευση αξιών και υιοθετούν την ηλεκτρονική διαπραγμάτευση προκειμένου να αντικαταστήσουν την παραδοσιακή μέθοδο εκφώνησης-αντιφώνησης.

5. Οικονομίες κλίμακας: Όπως σε κάθε τομέα της οικονομίας έτσι και στην περίπτωση των χρηματιστηρίων λειτουργούν οι οικονομίες κλίμακας. Οι οικονομίες κλίμακας επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών. Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος των κεφαλαιαγορών, τόσο πιο χαμηλό είναι το κόστος λειτουργίας τους.

Η επικρατούσα τάση προς την δημιουργία κοινών χρηματιστηριακών αγορών μεταφράζεται συνεπώς σε μείωση του κόστους συναλλαγών για τον επενδυτή.

6.Αύξηση ιδιωτών επενδυτών στις κεφαλαιαγορές: Τα τελευταία χρόνια, οι ιδιώτες που επενδύουν αυξάνονται σε ολόκληρο τον κόσμο. Υπολογίζεται ότι οι ιδιώτες επενδυτές έχουν στην κατοχή τους περίπου το 50% των ευρωπαϊκών μετοχών.

6.3 Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Με την εισαγωγή του ευρώ, οι αγορές των χρηματιστηρίων των κρατών - μελών της ΟΝΕ παραθέτουν τις τιμές στο κοινό νόμισμα. Το ευρώ έχει καταφέρει να ενθαρρύνει την εναρμόνιση των χρηματιστηριακών πρακτικών καθώς και την περαιτέρω διαφάνεια στη διαμόρφωση των τιμών. Το ευρώ έχει εξαλείψει τον κίνδυνο συναλλάγματος που υπήρχε στα κράτη - μέλη.

Αυτό είχε θετικά αποτελέσματα στις μακροχρόνιες συμφωνίες μεταξύ των χωρών που συμμετέχουν στην ΟΝΕ. Είναι πολύ πιθανό, ο πιστωτικός κίνδυνος να γίνει ο καθοριστικός παράγοντας της διαμόρφωσης των τιμών των αξιών. Άλλοι καθοριστικοί παράγοντες όπως είναι η εμπορευσιμότητα, η εκκαθάριση καθώς και οι νομικοί παράγοντες θα παίξουν κι αυτοί το ρόλο τους στην διαμόρφωση των τιμών.

Τα αξιόγραφα των βραχυπρόθεσμων αγορών που εκφράζονται σε ευρώ θα είναι διαπραγματεύσιμα στις αγορές των χωρών μελών της ΟΝΕ. Το ευρώ όπως επίσης και οι οικονομίες κλίμακας, θα ενισχύουν τις πιέσεις για συνεργασίες και συγχωνεύσεις μεταξύ των χρηματιστηρίων των κρατών - μελών¹⁴.

6.4 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Η διαδικασία προς την ολοκλήρωση και ενοποίηση των χρηματιστηριακών αγορών συναντά πολλά εμπόδια των οποίων οι λόγοι είναι οι εξής:

- Οι κυβερνήσεις και άλλες κρατικές αρχές, πολλές φορές παρεμβαίνουν όταν δεν επιθυμούν να χάσουν τον έλεγχο ή έστω ένα μέρος αυτού στις αγορές κεφαλαίου.

¹⁴ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

- Ορισμένες κεφαλαιαγορές, και περισσότερο οι μικρότερες, δεν θέλουν την συγχώνευση ή την συνεργασία με άλλες χρηματιστηριακές αγορές διότι θεωρούν ότι θα χάσουν σημαντικό μερίδιο της τοπικής τους αγοράς.
- Η έλλειψη εμπιστοσύνης ανάμεσα στα χρηματιστήρια μπορεί να οδηγήσει σε εγκατάλειψη σχεδίων ενοποίησης τους.
- Οι διαφορές στη δομή των κανονιστικών πλαισίων των κεφαλαιαγορών.
- Πολιτικοί λόγοι.

Αν και τα εμπόδια μπορεί να είναι αρκετά, η τάση προς την ολοκλήρωση των αγορών κεφαλαίου σε παγκόσμιο επίπεδο είναι μια πραγματικότητα που έχει σημαντικές επιδράσεις στις χρηματιστηριακές αγορές. Η διεθνοποίηση έχει ωθήσει τα χρηματιστήρια στην υιοθέτηση διάφορων στρατηγικών. Λόγω του έντονου ανταγωνισμού, τα χρηματιστήρια όλου του κόσμου προσπαθούν να βρουν στρατηγικές λύσεις ώστε να ενισχύουν τις διαδικασίες λειτουργίας τους, και να διατηρήσουν ή να αυξήσουν το μερίδιό τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές,. Οι στρατηγικές τους κινήσεις κινούνται σε ορισμένες τάσεις οι οποίες αναλύονται στις επόμενες παραγράφους.

6.5 ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το σύστημα συναλλαγών αποτελεί το πιο σημαντικό τμήμα στα χρηματιστήρια. Την τελευταία δεκαετία σχεδόν όλα τα χρηματιστήρια έχουν μεταπηδήσει από τον παραδοσιακό τρόπο διεκπεραίωσης συναλλαγών στις εξ' ολοκλήρου ηλεκτρονικές συναλλαγές. Είναι ευρέως αποδεκτό ότι οι συναλλαγές μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων διαπραγμάτευσης είναι ο πιο αποτελεσματικός τρόπος. Τα πλεονεκτήματα των ηλεκτρονικών συστημάτων συναλλαγών είναι τα εξής: 1. Εξασφαλίζουν την ανωνυμία, 2. Είναι ρυθμιζόμενα, 3. Είναι εύκολο να υιοθετηθούν και να εφαρμοστούν, 4. Είναι ανταγωνιστικά, 5. Είναι γρήγορα και αξιόπιστα, 6. Είναι δίκαια, 7. Λειτουργούν με διαφάνεια, 8. Λειτουργούν 24 ώρες την ημέρα, 9. Μπορούν εύκολα να προσαρμοστούν για διασυννοριακές συναλλαγές, Μπορούν να χειρίζονται μεγάλο όγκο εντολών χωρίς καθυστέρηση, Μπορούν να εξασφαλίσουν την αποκέντρωση πρόσβαση, Μπορούν να βελτιώνονται συνεχώς.

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά περιγράφουν ένα αποδοτικό ηλεκτρονικό

σύστημα συναλλαγών. Τα χρηματιστήρια όλου του κόσμου δραστηριοποιούνται επιδιώκοντας την βελτίωση των ηλεκτρονικών τους συστημάτων, μέσω της βελτίωσης καθενός από τους παραπάνω παράγοντες.

Ωστόσο κάθε χρηματιστήριο έχει τη δική του φιλοσοφία για το πώς μπορεί να βελτιωθεί ένα σύστημα διαπραγμάτευσης. Ορισμένα χρηματιστήρια, όπως αυτό της Ιταλίας και της Γερμανίας, έχουν πιο πολύπλοκα συστήματα συναλλαγών από τα υπόλοιπα χρηματιστήρια των άλλων χωρών όπως είναι της Σουηδίας.

Κάθε προσέγγιση έχει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της. Από τη μία πλευρά, τα πολύπλοκα συστήματα διαπραγμάτευσης παρέχουν στα μέλη πολλούς εναλλακτικούς τρόπους διαβίβασης εντολών, αλλά το γεγονός αυτό καθιστά την επιχειρηματική λογική του συστήματος αρκετά δύσκολη στην κατανόησή της και σε πολλές περιπτώσεις καθώς και ασαφή στους απλούς επενδυτές. Όσο πιο πολύπλοκο είναι ένα σύστημα συναλλαγών τόσο πιο πολύπλοκο γίνεται και το λογισμικό. Είναι δύσκολο να προσδιορίσει κανείς ποια προσέγγιση είναι η πιο αποδοτική. Τα πιο πολύπλοκα συστήματα διαπραγμάτευσης δεν είναι αναγκαίο ότι θα είναι και τα καλύτερα. Παρόλα αυτά η τάση που υποστηρίζει η Ευρώπη είναι ότι τα χρηματιστήρια θα πρέπει να προσθέσουν ολοένα και περισσότερα χαρακτηριστικά στα ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης.

6.6 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ - ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ

Σε επίπεδο αγοράς, η διεθνοποίηση των χρηματιστηριακών αγορών αυξάνει τη ρευστότητα, διότι αυξάνεται ο μηχανισμός του κεφαλαίου. Εκεί που μέχρι στιγμής σε κάθε τοπική αγορά κυριαρχούσε το τοπικό κεφάλαιο, τώρα πλέον μπορούν να επενδυθούν με μεγάλη ευκολία κεφάλαια από το εξωτερικό. Η ευκολία μετακίνησης κεφαλαίων, που αυξάνει τη ρευστότητα, αυξάνει και τη μεταβλητότητα ιδίως στις μικρότερες αγορές, όπου τα ξένα κεφάλαια μπορεί να αποτελούν ένα μεγάλο ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί, και τα οποία μπορούν να εισρεύσουν, αλλά και να αποσυρθούν, με μεγάλη ευκολία. Σε επίπεδο μετοχών, τα χρηματιστήρια τείνουν να περιορίσουν το πρόβλημα της μικρής εμπορευσιμότητας με την εισαγωγή του θεσμού του ειδικού διαπραγματευτή.

6.6.1 ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το κόστος συναλλαγών στις αγορές κεφαλαίου, έχει να κάνει με τις προμήθειες αλλά και με όλους τους συντελεστές του λειτουργικού κόστους που πρέπει να πληρωθούν από τον επενδυτή. Η διεθνοποίηση απαιτεί την άμεση μείωση του κόστους συναλλαγών για την διατήρηση της ανταγωνιστικότητας των χρηματιστηρίων.

Σημαντική είναι η μεγάλη διαφορά στο κόστος συναλλαγών, ανάμεσα στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και της Ευρώπης. Ειδικότερα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερα αυξημένο κόστος συναλλαγών, το οποίο πολλές φορές έχει σταθεί ως ανασταλτικός παράγοντας προσέλκυσης μεγάλων κεφαλαίων από ξένους θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι υπό άλλες συνθήκες θα ήθελαν να επενδύσουν σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Σε αρκετές περιπτώσεις το κόστος υποτιμάται. Απόδειξη του πόσο σημαντικό είναι να μειωθούν τα κόστη συναλλαγών στις ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορές είναι η ίδρυση ενός AETS¹ και του E-cross net, για θεσμικούς επενδυτές. Η προηγμένη τεχνολογία μπορεί επίσης να παίξει πολύ σημαντικό ρόλο στην μείωση του κόστους συναλλαγών.

Μέσω της χρήσης σύνθετων τεχνολογικών συστημάτων τα χρηματιστήρια επωφελούνται όλο και περισσότερο από το *Straight Through Processing* το οποίο είναι η πλήρης αυτοματοποίηση της διαδικασίας συναλλαγών, από την πρώτη λήψη μίας εντολής μέχρι την τελική της εκκαθάριση¹⁵.

6.7 ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Για αρκετά χρόνια τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια απολάμβαναν μιας κατάστασης ημι-μονοπωλιακής θέσης στην τοπική αγορά τους. Ορισμένοι παράγοντες που ευνόησαν αυτήν την κατάσταση είναι α) ο κατακερματισμός της ρευστότητας σε πολλά χρηματιστήρια, β) ο κατακερματισμός των υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού που οδήγησε στα ύψη το κόστος των διασυννοριακών συναλλαγών, γ) η ανομοιογένεια της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και δ) η ανομοιογένεια του θεσμικού πλαισίου που απαιτεί

¹⁵ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

την προσαρμογή των συμμετεχόντων στις αγορές σε διαφορετικούς κανόνες.

Καθοριστικοί παράγοντες για την αύξηση του άμεσου ανταγωνισμού μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων τα τελευταία χρόνια είναι η εξέλιξη της τεχνολογίας, η ιδιωτικοποίηση των χρηματιστηρίων και η ενοποίηση της ευρωπαϊκής αγοράς.

Εκτός του ότι οι τεχνολογία διευκολύνει τις χρηματιστηριακές διαδικασίες, μειώνει τα εμπόδια εισόδου, οδηγεί σε συνενώσεις μεταξύ χρηματιστηρίων προκειμένου το συνολικό κόστος ενός χρηματιστηρίου να κυριαρχείται από ένα σταθερό κόστος.

Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι η συγχώνευση ή η συνένωση των χρηματιστηρίων σε ενιαία βάση, με την αύξηση της συνολικής ρευστότητας στην οποία οδηγεί, μειώνει το μοναδιαίο κόστος δηλαδή δημιουργεί οικονομίες κλίμακας και βελτιώνει την ανταγωνιστική θέση των χρηματιστηρίων.

Τα χρηματιστήρια μετατρέπονται μέσω της διεθνοποίησης σε ιδιωτικοποιημένα και μάλιστα σε εισηγμένες εταιρίες με στόχο το κέρδος και την αύξηση της αξίας των μετόχων τους. Το γεγονός αυτό τα ωθεί σε νέα πεδία ανταγωνισμού και ανάπτυξης που συμπεριλαμβάνουν την έμφαση στον τομέα της ανάπτυξης εργασιών, την είσοδό τους σε νέες αγορές και την επιδίωξη για τη συνένωσή τους με άλλα.

Το ενιαίο νόμισμα και η ευρωπαϊκή οικονομική ολοκλήρωση άνοιξε τα σύνορα, και πλέον οι επενδυτές αναγνωρίζουν τα χρηματιστήρια ως μια ενιαία αγορά στην οποία οι διασυνοριακές συναλλαγές αυξάνονται, καθώς το κόστος μειώνεται.

Η θεσμική ευρωπαϊκή ολοκλήρωση, με το σχέδιο δράσης για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και οι οδηγίες για τις επενδυτικές υπηρεσίες ενισχύουν την κινητικότητα των βασικών συντελεστών, χρηματιστηρίων και εισηγμένων εταιριών σε όλο το εύρος της Ε.Ε..

Τα χρηματιστήρια καλούνται να αντιμετωπίσουν άλλο ένα μέτωπο ανταγωνισμού, το οποίο προέρχεται από τους μεγαλύτερους πελάτες τους, τις επενδυτικές τράπεζες και τις χρηματιστηριακές εταιρείες που έχουν κυρίαρχη θέση στις αγορές μετοχών. Ο ανταγωνισμός αναμένεται να γίνει ακόμα πιο έντονος ανάμεσα στα χρηματιστήρια αλλά και μεταξύ χρηματιστηρίων και χρηματιστηριακών

ενδιαμέσων. Η ανάδειξη του ανταγωνισμού μεταξύ των χρηματιστηρίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση εκφράστηκε με μια περίοδο συγχωνεύσεων και συνενώσεων στους πιο σημαντικούς χρηματιστηριακούς πόλους.

Το Deutsche Borse επιχείρησε να συγχωνευτεί με το LSE κάτω από το σχήμα iX, ενώ το ίδιο διάστημα έγινε αντιπρόταση της μητρικής εταιρείας του Χρηματιστηρίου της Στοκχόλμης OM για την εξαγορά του LSE. Για το LSE θα πραγματοποιηθεί ανάλυση στην συνέχεια.

Μετά τη αποτυχία του Deutsche Borse, η κύρια δύναμη η οποία εμφανίστηκε πίσω από την ενοποίηση του ευρωπαϊκού χρηματιστηριακού πεδίου ήταν το Euronext, το οποίο προέκυψε από την συγχώνευση των Χρηματιστηρίων του Παρισιού, των Βρυξελλών, του Άμστερνταμ και της Λισσαβόνας. Ακόμα και υπό αυτές τις συνθήκες και σε αυτό το περιβάλλον, ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηρίων της ΕΕ αναπτύσσεται έντονα¹⁶.

¹⁶ Αλεξάκης, Π., 2005, «Η ανάδειξη του ανταγωνισμού στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια», Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

7.1 ΣΥΜΜΑΧΙΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

Μέσα στα πλαίσια του ανταγωνισμού και της παγκοσμιοποίησης καθώς επίσης και σε ένα ευρωπαϊκό περιβάλλον, τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια προσπαθούν να θέσουν ορισμένες θεμελιώδεις βάσεις προκειμένου να εξασφαλίσουν την βιωσιμότητα τους στο μέλλον. Τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια επιδιώκουν συνεργασίες και συμμαχίες με τα υπόλοιπα μέσω των προηγμένων τηλεπικοινωνιακών δικτύων.

7.2 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ iX

Ένα παράδειγμα αποτυχημένης συγχώνευσης μεταξύ των χρηματιστηρίων αποτελεί η συγχώνευση μεταξύ των χρηματιστηρίων του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης, η οποία ανακοινώθηκε το 2000. Τα δύο αυτά ευρωπαϊκά χρηματιστήρια αποφάσισαν να συνεργαστούν για την ίδρυση μιας ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς με την ονομασία iX, η οποία θα αποτελούσε έναν από τους πιο μεγάλους χρηματιστηριακούς οργανισμούς, προσφέροντας χαμηλού κόστους υπηρεσίες και δημιουργώντας πολλά οφέλη στους πελάτες του. Το iX σχεδιάστηκε για να προσφέρει υπηρεσίες μεγάλης και ευρείας κλίμακας συμπεριλαμβανομένης και της διαπραγμάτευσης αξιόγραφων και παραγώγων.

Οι επενδυτές που θα συμμετείχαν σε αυτό το νέο χρηματιστήριο καθώς επίσης και οι μέτοχοί του θα αποκόμιζαν οφέλη τα οποία θα προέρχονταν από τον συνδυασμό των δύο ώριμων χρηματιστηριακών αγορών αυτών της Φρανκφούρτης και του Λονδίνου. Επίσης θα μπορούσαν να ενημερώνονταν μέσα από μια ηλεκτρονική πλατφόρμα διαπραγμάτευσης η οποία θα εξυπηρετούσε τους επενδυτές και των δύο αγορών. Ωστόσο η τόσο ελπιδοφόρα αυτή συγχώνευση κατέρρευσε λόγω των:

1. Διαφορών στα συστήματα εκκαθάρισης των δύο χρηματιστηρίων.
2. Διαφορών στο νόμισμα αφού η Αγγλία όπως προείπαμε δεν υιοθέτησε το ευρώ

3. Διαφορών στις φορολογικές πολιτικές.
4. Διαφορών στη πολιτική χρεώσεων των δύο χρηματιστηρίων.

Το σημαντικό όμως εμπόδιο αυτής της συγχώνευσης, ήταν η αδυναμία των δύο ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων να ευθυγραμμίσουν τις διαδικασίες εκκαθάρισης τους σε ένα ενιαίο σύστημα. Τα κέντρα απόθεσης τους, CREST CO και CLEARSTREAM, δεν μπόρεσαν να βρουν μία διαδικασία εκκαθάρισης που να εξυπηρετεί την ενιαία αγορά τους και η οποία να συμβαδίζει με τις προϋπάρχουσες διαδικασίες του καθενός χωριστά¹⁷.

7.3 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ JIWAY

Η Σουηδική OM Group και η Morgan Stanley αποφάσισαν να προχωρήσουν σε μια μεταξύ τους συνεργασία η οποία θα τους απέφερε περισσότερα κέρδη και η οποία θα τους βοηθούσε να αποκτήσουν μερίδια από την παγκόσμια αγορά κεφαλαίων.

Τον Φεβρουάριο του 2000 οι παραπάνω εταιρίες ανακοίνωσαν την ίδρυση του JIWAY, δηλαδή την δημιουργία μιας κοινής πλατφόρμας διαπραγμάτευσης, η οποία θα εξασφάλιζε στους χρηματομεσίτες αλλιώς brokers την διαπραγμάτευση 6,000 μετοχών από την Ευρώπη και τις ΗΠΑ.

7.4 DEUTSCHE BORSE

Πρόκειται για τον ενοποιημένο φορέα των Γερμανικών χρηματιστηρίων, μέσω του οποίου διεξάγονται ηλεκτρονικά οι αγοραπωλησίες και οι εκκαθαρίσεις χρεογράφων, παραγώγων και προϊόντων της χρηματαγοράς. Ο Deutsche Borse συγκροτήθηκε σε ενιαία βάση το 1994 και κατάφερε και απέκτησε το 100% του Αποθετηρίου της Γερμανίας, παρουσιάζοντας ισχυρό συγκριτικό πλεονέκτημα μέσω του συστήματος συναλλαγών XETRA, το οποίο εκτός των άλλων διαθέτει τεράστια υπολογιστική ικανότητα για να εξυπηρετήσει ακόμη και το σύνολο των ευρωπαϊκών αγορών¹⁸.

¹⁷ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

¹⁸ Κουλούρης, Β., 2002, «Ο αγώνας δρόμου των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων», Καθημερινή,

7.5 LSE

Ως LSE ορίζουμε το Χρηματιστήριο του Λονδίνου το οποίο εδώ και πολλά χρόνια αποτελεί πόλο έλξης για πολλούς αγοραστές. Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου (LSE) από την πλευρά του, αν και δεν έχει ξεκαθαρίσει την θέση του και τις επιλογές του εμφανίζεται αποδυναμωμένο από τις επιθετικές κινήσεις του Euronext και του γεγονότος ότι δεν προχώρησε η συνένωση με το Nasdaq.

Η πιο ισχυρή προσφορά συνένωσης είναι αυτή με το Euronext. Ειδικότερα αναμένεται με ενδιαφέρον η απόφαση των βρετανικών αρχών σχετικά με το εάν το ευρωπαϊκό χρηματιστήριο Euronext θα προχωρήσει ή όχι με την προσφορά για την εξαγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου (LSE). Ύστερα από την απόρριψη της προσφοράς του γερμανικού χρηματιστηρίου Deutsche Boerse, το οποίο είναι υπεύθυνο για τη λειτουργία της χρηματαγοράς της Φρανκφούρτης, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου συνεχίζει να αποτελεί ελκυστικό πόλο για το Euronext¹⁹

7.6 EURONEXT

Το Euronext ορίζεται ως η συγχώνευση των Χρηματιστηρίων του Παρισιού, Βρυξελλών και Άμστερνταμ η οποία πραγματοποιήθηκε το 2000 στοχεύοντας στην ολοκλήρωση του στόχου της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς. Διέπεται από το δίκαιο των Κάτω Χωρών ενώ η έδρα του Διοικητικού Συμβουλίου του ευρίσκεται στις Βρυξέλλες. Η διαπραγμάτευση όπως έχει οριστεί θα είναι ξεχωριστή. Ειδικότερα: α) οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης θα διαπραγματεύονται στο Παρίσι, β) οι μετοχές μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης θα διαπραγματεύονται στις Βρυξέλλες και γ) τα παράγωγα χρηματιστηριακά προϊόντα θα διαπραγματεύονται στο Άμστερνταμ.

Υπολογίζεται ότι η συνολική κεφαλαιοποίηση της νέας αγοράς θα ανέλθει στα 2,33 δισεκατομμύρια ευρώ. Το Euronext θα έχει ένα ηλεκτρονικό υπολογιστή που θα και θα λειτουργεί με μια ενιαία διαπραγματευτική πλατφόρμα έχοντας ένα ενιαίο συμψηφιστικό σύστημα μέχρι το τρίτο τρίμηνο του 2001.

Εκτιμάται ότι το νέο χρηματιστήριο θα συγκεντρώσει 1400 ευρωπαϊκές

Νοέμβριος

¹⁹ The Economist, 23-8-2005 στο www.kathimerini.gr

επιχειρήσεις που αντιπροσωπεύουν το 50% της κεφαλαιοποίησης της ζώνης του ευρώ. Οι συμφηφισμοί θα γίνονται μέσω της Clearnet και οι διακανονισμοί μέσω του Euroclear. Το 2001 το Euronext εμφάνισε στην αγορά ένα νέο προϊόν το Next Track που είναι κεφάλαιο, τα μερίδια του οποίου διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο πάνω σε ένα χρηματιστηριακό δείκτη ή σε ένα καλάθι μετοχών.

Η δημιουργία του Euronext κατέδειξε ότι οι συμμαχίες είναι εφικτές. Η συμμαχία τριών μεγάλων χρηματιστηρίων και ειδικότερα του Παρισιού, Άμστερνταμ, και Βρυξελλών έδειξε ότι η ενοποίηση μπορεί να αποβεί ένας αποτελεσματικός τρόπος συνεργασίας μεταξύ χρηματιστηρίων.

Το Euronext είναι η πρώτη πλήρως ολοκληρωμένη, διασυνοριακή, ευρωπαϊκή αγορά μετοχών, ομολόγων, παραγώγων και αγαθών. Δημιουργήθηκε προκειμένου να απαντήσει στην αυξανόμενη ζήτηση χρηματιστηριακών αξιών και της επιθυμίας για επίτευξη μεγαλύτερης ρευστότητας καθώς και χαμηλότερου κόστους συναλλαγών.

Σκοπός του Euronext είναι η εξασφάλιση της υψηλότερης ρευστότητας στην Ευρώπη στα πλαίσια ενός χρηματιστηρίου, της μείωσης του κόστους συναλλαγών για τους επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτό και γενικά να έχει το προβάδισμα στην ολοκλήρωση των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

Το Euronext επιδιώκει την εναρμόνιση των κανονισμών που πλαισιώνουν τις κεφαλαιαγορές. Πιστεύει ότι οι επενδυτές και οι εκδότες αξιών θα επωφεληθούν από αυτήν την προσέγγιση της ρυθμιστικής εναρμόνισης, η οποία θα ενισχύσει την ολοκλήρωση και ποιότητα των κεφαλαιαγορών²⁰. Η Euronext είναι η πρώτη σε μέγεθος χρηματιστηριακή αγορά της ηπειρωτικής Ευρώπης και η δεύτερη σημαντικότερη αγορά στην ΕΕ, καθώς η κεφαλαιοποίησή της ανέρχεται σε περισσότερα από 2,33 δισ. ευρώ

Η ανακοίνωση της δημιουργίας της Euronext προκάλεσε κάποια αναταραχή στους χρηματιστηριακούς κύκλους, καθώς φάνηκε ότι θα εγκατέλειπε την εγκατάλειψη ενός κοινού σχεδίου 8 ευρωπαϊκών αγορών οι οποίες επιθυμούσαν να δημιουργήσουν μια ενιαία χρηματιστηριακή αγορά²¹. Το Euronext προώθησε επίσης

²⁰ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

²¹ Τμήμα Χρηματοοικονομικών θεμάτων και μελετών, 2001, «Τα χρηματιστήρια Αξιών Διεθνώς», ΑΣΥΚ ΑΕ

την συγχώνευση του γαλλικού και του ολλανδικού αποθετηρίου με την Euroclear, στην οποία σύντομα θα προσχωρήσουν και τα αποθετήρια του Βελγίου και της Πορτογαλίας, ενώ προσαρτήθηκε και το αγγλικό αποθετήριο CREST.

Το Euronext κατάφερε και ενοποίησε και τον τομέα της εκκαθάρισης με την συγχώνευση του Clear net με το LCH. Όλες αυτές οι κινήσεις, έδωσαν το πλεονέκτημα στο Euronext έναντι του LSE και του Deutsche Borse στα θέματα της μείωσης του λειτουργικού κόστους και της επίτευξης συνεργιών. Με τη σειρά του το LSE, υπό την απειλή της απόσυρσης της προτίμησής του στο LCH ως εκκαθαριστικό οίκο, πέτυχε πρόσφατα μειώσεις της τάξης του 40% στο κόστος εκκαθάρισης για τους πελάτες του.

Το Deutsche Borse επίσης, παρότι φαίνεται να δίνει περισσότερη έμφαση σε στρατηγικές ανάπτυξης, έχει δώσει σημαντικό χτύπημα στο Euronext με την δυνατότητα που προσφέρει στα μέλη του να διαπραγματεύονται όλες τις μετοχές του ολλανδικού δείκτη AEX.

Παράλληλα, το Deutsche Borse είναι εκείνο που έχει έως τώρα επιτύχει τις σημαντικότερες οικονομίες κλίμακος στον ευρωπαϊκό χώρο και έχει αναπτύξει πληρέστερα όλο το εύρος των οικονομιών σκοπού, αλυσίδα δραστηριοτήτων, έχει διαφοροποιήσει τα έσοδά του και έχει δώσει τη μέγιστη έμφαση στην δικτύωσή του και ανάπτυξη εργασιών²².

Το Euronext, πάντως, θα προσεγγίσει αργότερα μέσα στο χρόνο και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών προκειμένου να διαδραματίσει η ελληνική κεφαλαιαγορά ένα ευρύτερο ρόλο και να ευθυγραμμιστεί με τις εξελίξεις στο ευρωπαϊκό χρηματιστηριακό χώρο.

²² Αλεξάκης, Π., 2005, «Η ανάδειξη του ανταγωνισμού στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια», Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

7.7. ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΜΙΑΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Για να αποφευχθεί η αποτυχία σε μια μελλοντική συγχώνευση χρηματιστηριακών αγορών θα πρέπει να ληφθούν ορισμένα μέτρα από όλες τις πλευρές καθώς επίσης και από την ίδια την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Καταρχήν αυτό που θα πρέπει να γίνει από την πλευρά των χρηματιστηριακών αγορών είναι:

1. Να βελτιώσει το συντονισμό μεταξύ των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς
2. Να δράσει ως συμβουλευτική ομάδα στοχεύοντας να βοηθήσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ιδιαίτερα στην προετοιμασία σχεδίων μέτρων υλοποίησης που αφορούν στον τομέα των κινητών αξιών
3. Να εργασθεί για τη διασφάλιση μιας περισσότερο συνεπούς και έγκαιρης εφαρμογής της κοινοτικής νομοθεσίας στα κράτη-μέλη.

Οι εποπτικές αρχές των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης βρίσκονται σε στενή επαφή προκειμένου να συντονίσουν τις ενέργειές τους για τη διατήρηση της συνέχειας και της σωστής λειτουργίας των αγορών στην Ευρώπη. Παράλληλα με τις επαφές με τις κεντρικές τράπεζες και τις εποπτικές αρχές των πιστωτικών ιδρυμάτων, έχουν συσταθεί άμεσες διασυνδέσεις με τα χρηματιστήρια και τους λοιπούς συμμετέχοντες, τόσο εθνικά, όσο και μέσω της Ευρωπαϊκής Ένωσης Χρηματιστηρίων²³.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση με την σειρά της προσπαθεί να προστατεύσει τα κράτη - μέλη της ασκώντας το ρόλο του θεσμοθέτη και πιέζοντας τα μέλη να υιοθετήσουν τους κανόνες και τις διαδικασίες που προτείνει. Ωστόσο, για τη διαδικασία εναρμόνισης των κανονιστικών και ρυθμιστικών πλαισίων των μελών επικρατούν δύο απόψεις:

1. Η Ευρωπαϊκή Ένωση θα επιβάλει ένα κοινό ρυθμιστικό πλαίσιο για όλα τα χρηματιστήρια.

²³ Αποστολίδου, Ε., 2001, “Συνέχεια και Εύρυθμη λειτουργία των αγορών στην Ευρώπη”, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

2. Τα χρηματιστήρια μέσω των συμμαχιών θα έχουν την ευκαιρία να θεσπίσουν δικούς τους κανόνες και διαδικασίες.

Τέλος μια από τις σημαντικότερες προσπάθειες που θα πρέπει να επιδιώξει η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι η επίτευξη εναρμόνισης υψηλού επιπέδου.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η οικονομία σήμερα νοσεί σε παγκόσμιο αλλά και σε εθνικό επίπεδο και λόγω και της κρίσης, είναι απαραίτητο ν' αναπτυχθούν στρατηγικές οι οποίες θα βοηθούσαν την οικονομία να βγει από τη σημερινή της δύσκολη κατάσταση. Η χρήση των παραγώγων αποβλέπουν στη συμπλήρωση των επιλογών των Ελλήνων επενδυτών με τη διάθεση παραγώγων προϊόντων, τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά. Η δημιουργία οργανωμένης αγοράς ειδικά σε περίοδο οικονομικής κρίσης περιορίζει τους πιστωτικούς κινδύνους των επενδύσεων σε παράγωγα, βελτιώνει την πληροφόρηση και διαφάνεια των σχετικών συναλλαγών και τα καθιστά προσιτά σε ευρύτερο κύκλο επενδυτών.

Υπάρχουν ορισμένες διαφορές μεταξύ της αντιστάθμισης του κινδύνου με δικαιώματα προαίρεσης και της αντιστάθμισης με ΣΜΕ. Κατ' αρχάς, εν' αντιθέσει με ΣΜΕ, το αποτέλεσμα της αντιστάθμισης με δικαιώματα προαίρεσης δεν είναι γνωστό εκ των προτέρων. Αυτό συμβαίνει καθώς παραμένει άγνωστο κατά πόσο στη λήξη του δικαιώματος η εξάσκηση του θα είναι επωφελής.

Έτσι, εάν η διαπραγμάτευση του δικαιώματος γίνεται πάνω από το χρηματικό του ισοδύναμο, η μεταβολή της τιμής στον τίτλο τοις μετρητοίς ακολουθείται στενά από τις μεταβολές στην τιμή του δικαιώματος ώστε να προστατεύεται ικανοποιητικά η αξία της θέσης μετρητοίς χωρίς αναπροσαρμογή της αντιστάθμισης.

Στην περίπτωση, όμως, που το δικαίωμα είναι υπό διαπραγμάτευση κάτω από το χρηματικό του ισοδύναμο, η μεταβολή της αξίας του υποκειμένου δεν ακολουθείται από τη μεταβολή της τιμής του δικαιώματος.

Σε αυτή την περίπτωση είναι αναγκαία η είσοδος νέων δικαιωμάτων στο χαρτοφυλάκιο για να προστατευτεί η αρχική θέση μετρητοίς. Η αδυναμία να καταστεί γνωστός ο αριθμός των δικαιωμάτων που θα απαιτηθούν για να επιτευχθούν οι στόχοι της αντιστάθμισης, αποτελεί μειονέκτημα για τα δικαιώματα και την αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης που προσφέρουν.

Η μικρότερη αποτελεσματικότητα που παρουσιάζει η αντιστάθμιση με δικαιώματα απαιτεί τη στενή παρακολούθηση της θέσης αντιστάθμισης μέχρι την πλήρη ολοκλήρωση της. Αντίθετα, στην περίπτωση της αντιστάθμισης με συμβόλαια ΣΜΕ η αντιστάθμιση τοποθετείται στην αρχή και δεν απαιτεί περαιτέρω προσαρμογή

εφόσον η βάση κινηθεί εντός των προβλεπόμενων ορίων. Η διαφορά στην ανάγκη παρακολούθησης μετά την ανάληψη της αντιστάθμισης με δικαιώματα επιβαρύνει το κόστος της αντιστάθμισης καθώς απαιτεί συνεχείς αγοραπωλησίες δικαιωμάτων που συνοδεύονται αφενός με κόστος συναλλαγών και αφετέρου με κόστος διαχείρισης της θέσης.

Το κόστος της αντιστάθμισης είναι ένα άλλο στοιχείο που διαφέρει ανάλογα με το παράγωγο που επιλέγεται στην αντιστάθμιση. Από την μια, η αγορά δικαιωμάτων προαίρεσης ενέχει ένα συγκεκριμένο κόστος. Το κόστος αυτό δεν επηρεάζεται από τη μετέπειτα μεταβολή της τιμής του δικαιώματος εκτός από την περίπτωση που για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης μεταβληθεί ο απαιτούμενος αριθμός δικαιωμάτων. Σε μια τέτοια περίπτωση το κόστος ενδέχεται να αυξηθεί (εάν αγοραστούν επιπρόσθετα δικαιώματα) αλλά επίσης και να μειωθεί (εάν πουληθούν δικαιώματα). Στην περίπτωση των συμβολαίων ΣΜΕ, το αρχικό κόστος απόκτησης είναι συνήθως μικρό και περιορίζεται στο περιθώριο ασφάλισης. Όμως, στη συνέχεια και ανάλογα με τις μεταβολές των τιμών ΣΜΕ και τον ημερήσιο διακανονισμό που γίνεται, το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης μεταβάλλεται και μπορεί είτε να αυξηθεί είτε να μειωθεί. Καθώς το κόστος αντιστάθμισης δεν είναι γνωστό εκ των προτέρων, δημιουργείται αβεβαιότητα στον αντισταθμιστή.

Τέλος, δια της χρήσης των ΣΜΕ η τιμή κλειδώνεται από τη στιγμή εκκίνησης της αντιστάθμισης και επομένως το κέρδος ή ζημία που προκύπτει από τη διαφορά των τιμών μετρητοίς είναι γνωστό εκ των προτέρων με μόνη τη διαφορά που θα προκύψει από τη μεταβολή της βάσης. Στην περίπτωση της αντιστάθμισης με δικαιώματα, κλειδώνεται η μέγιστη ζημία ή το κόστος που μπορεί να προκύψει. Όμως, το πλεονέκτημα που έχει αυτή η τοποθέτηση είναι η δυνατότητα για περαιτέρω κερδοφορία εφόσον η τιμή του δικαιώματος ενισχυθεί και το δικαίωμα προσφέρεται προς εξάσκηση.

Οι ανωτέρω διαφορές που χαρακτηρίζουν τα δύο είδη αντιστάθμισης κατά κύριο λόγο οφείλονται αφενός στη συμμετρία των αποδόσεων μεταξύ του τίτλου μετρητοίς και του συμβολαίου ΣΜΕ και αφετέρου στην ασυμμετρία των αποδόσεων του τίτλου μετρητοίς και του δικαιώματος. Με τη σειρά της, η συμμετρία ή ασυμμετρία της απόδοσης του παραγώγου με τον υποκείμενο τίτλο πηγάζει από τα χαρακτηριστικά του παραγώγου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Begg, D. (1998). Εισαγωγή στην Οικονομική. Αθήνα: εκδόσεις Κριτική.
2. Dornbusch, R. και Fischer, S. (1993). Μακροοικονομική. Μετάφραση. Ανδροβιτσάνεας, Χ και Πανταζίδης, Σ. Αθήνα: εκδόσεις Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη
3. EFG Eurobank (2006). “Το Περιθώριο Επιτοκίων Χορηγήσεων-Καταθέσεων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη.” Οικονομία και Αγορές, 21 Φεβρουαρίου
4. Grant Thornton (2007). “Οι Επιπτώσεις εφαρμογής των ΔΠΧΠ στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες για τη χρήση 2006.”
5. Krugman, P. και Obstfeld, M. (2003). Διεθνής Οικονομική. Θεωρία και Πολιτική. 5^η έκδοση. Αθήνα: εκδόσεις Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη
6. Mankiw, G. (2002). Μακροοικονομική Θεωρία. 4^η εκ. Αθήνα: εκδόσεις Gutenberg.
7. Αλεξάκης, Π. (1999). Τραπεζικό Περιβάλλον. Τόμος Β. Πάτρα: Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο
8. Μαλλιάρopoulos, Δ. (2006). “Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια;” Οικονομία και Αγορές, 21 Φεβρουαρίου, σελ.7-21.
9. ΙΝΕ/ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, (2005). Ανταγωνιστικότητα και Απασχόληση: η ανάγκη ενός Νέου Αναπτυξιακού Υποδείγματος. Ιούνιος
10. Ιωακείμογλου Η. (1996). Διεθνής εξειδίκευση και αναδιάρθρωση της ελληνικής βιομηχανίας. Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ.
11. Λιανός, Θ. και Μπένος, Θ. (1998). Μακροοικονομική Θεωρία και Πολιτική. εκ. 6^η Αθήνα: εκδόσεις Ευγ. Μπένου
12. Πετράκης, Π. (2000), Τραπεζική Διοίκηση: Στρατηγικές Τραπεζικής Ανάπτυξης. Πάτρα: Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο.
13. Σιμιντζή, Ε. (2006). “Νέες Εισαγωγές Επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών” Eurobank Research. Οικονομία και Αγορές, τεύχος 3 (8 Μαρτίου).

14. Τράπεζα της Ελλάδος (2008). Νομισματική Πολιτική. Ενδιάμεση Έκθεση.
15. Τράπεζα της Ελλάδος (2007). Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας. Τεύχος 109.
16. Τράπεζα της Ελλάδος (2006). Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας. Τεύχος 98.
17. Υπουργείο Ανάπτυξης (2005). Διερεύνηση των Διεθνών Δεικτών Ανταγωνιστικότητας και Εκτίμηση του Κόστους από την Έλλειψη Ανταγωνιστικότητας. Αθήνα: Υπουργείο Ανάπτυξης- Ειδική Γραμματεία για την Ανταγωνιστικότητα, Μάρτιος.

Ξενόγλωσσες

18. Blanchard, O. (2000). Macroeconomics. 2nd ed. Prentice Hall International.
19. Burda, M. and Wyplosz, C. (1997). Macroeconomics. A European Text. 2nd ed. Oxford University Press.
20. Chiang, A. (1984). Fundamental Methods of Mathematical Economics. 3rd ed. McGraw-Hill International Editions
21. Dornbusch, R. and Fischer, S. (1994). Macroeconomics. 6th ed. McGraw-Hill, Inc.
22. IMF (2008). World Economic Outlook Database, September 2006. Available from: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/data/weoselgr.aspx>
23. Lockett, D. (1984). Money and Banking. 3rd ed. McGraw-Hill International Editions.
24. Mankiw, G (1994). Macroeconomics. 2nd ed. Worth Publishers.
25. McConnell, C. and Brue, S. (1993). Principles of Economics, 12th ed. McGraw-Hill, Inc
26. Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J. (1999). Corporate Finance. 5th ed. Irwin/McGraw-Hill
27. Sanders, W., & Carpenter, M. 1998. Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and

board structure. *Academy of Management Journal*, 41: 158-178.

28. Snodgrass, D. R. and T. Biggs, 1995, *Industrialization and the Small Firm Patterns and Policies*, San Francisco: International Center for Economic Growth.

29. V. Koutsogeorgopoulou & David Turner (2007), "The costs of delaying fiscal consolidation: A case study for Greece", OECD, WP No. 582.

30. Λιαρμακοπούλου Ι(2000), Κριτική της μεγιστοποίησης του κέρδους σα στόχου επιχειρηματικής συμπεριφοράς, Αθήνα σελ 45-68