

ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΒΟΗΘΗΜΑ

ΣΤΙΣ

**ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ
ΑΓΟΡΕΣ**

Δρ. Π. ΖΑΧΟΥΡΗΣ

ΠΑΤΡΑ 2008

Εισαγωγή – Η κεφαλαιαγορά στα Ρωμαϊκά χρόνια

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

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

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

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

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

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

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

Σήμερα η κεφαλαιαγορά έχει αναπτυχθεί και διευρυνθεί και έχουν θεσμοθετηθεί νόμοι για την προστασία του επενδυτή αλλά και την αποτροπή κερδοσκοπικών παιχνιδιών εις βάρος των απλών επενδυτών.

ΧΡΗΜΑ ΚΑΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Από την εποχή όπου τα άτομα ξεπέρασαν το στάδιο της αυτοπαραγωγής και αυτοκατανάλωσης ακολούθησε το στάδιο της ανταλλαγής αγαθών και υπηρεσιών έτσι δημιουργήθηκαν οι προϋπόθεσης για εκχρήματη οικονομία. Στην εποχή του αντιπραγματισμού υπήρχε το πρόβλημα σύμπτωσης αναγκών και αξίας. Η εισαγωγή του χρήματος έδωσε οριστικό τέλος σ' αυτή τη προφανή υπάρχουσα δυσκολία διπλής σύμπτωσης αναγκών. Σχηματικά λοιπόν στην κοινωνία του αντιπραγματισμού η συναλλακτική πράξη είναι :ΑΓΑΘΑ=ΑΓΑΘΑ ενώ στην εκχρήματη οικονομία η συναλλακτική πράξη διαμορφώνεται :ΑΓΑΘΟ=ΧΡΗΜΑ=ΑΓΑΘΟ.

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

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

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

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

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

Σημειώνεται ότι η συμβατική θεωρητική προσέγγιση των επενδύσεων εκλαμβάνει ως δεδομένο το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και την χρηματοοικονομική διάρθρωση (financial structure), υποβαθμίζοντας τη σημασία τους και επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον σε λειτουργικές μεταβλητές, όπως την προσφορά και την ζήτηση χρήματος, το επιτόκιο, την αποδοτικότητα του «πάγιου υλικού κεφαλαίου».

Ο ΒΑΣΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

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

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

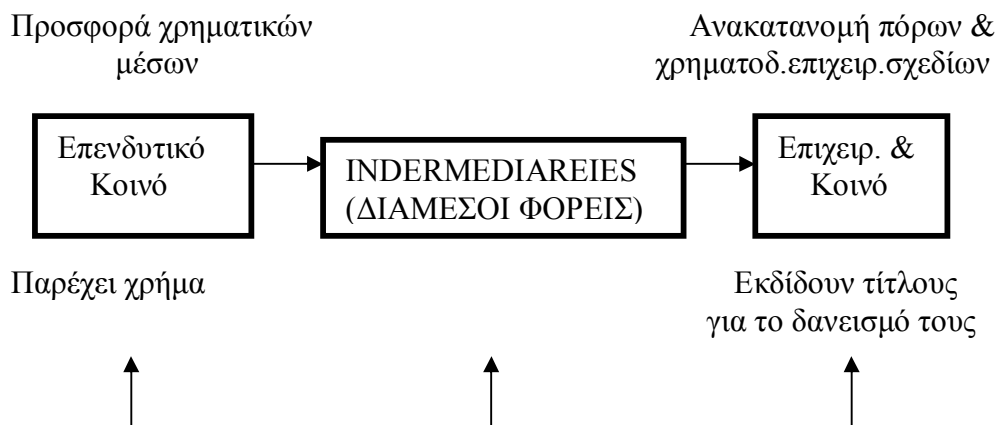
- A) ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ
- B) ΕΜΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

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

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

- β) οι διαμεσολαβητικοί πιστωτικοί οργανισμοί
- γ) οι επιχειρήσεις

ΕΝΔΙΑΜΕΣΟΣ ΡΟΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ



ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ /ΙΔΙΟΤΗΤΕΣ, ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΥΤΩΝ.

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

- ταυτότητα
- αλληλεξάρτηση
- σταθερότητα
- ανάπτυξη
- αποτελεσματικότητα

1.Σχετικοποίηση

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

2.Δομική ταυτότητα

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

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

3.Αλληλεξάρτηση

Βασικό χαρακτηριστικό των ανοικτών συστημάτων είναι η αλληλεξάρτηση μεταξύ τους. Η αλληλεξάρτηση των ανοικτών συστημάτων βρίσκει ίσως και την κυριότερη της έκφραση στο φαινόμενο της διεθνοποίησης των αγορών και των οικονομιών με επίκεντρο την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίου και των επενδύσεων στη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου και τη μετεξέλιξη του σε φαινόμενο «παγκοσμιοποίησης» μετά από την κατάρρευση του συστήματος κεντρικού σχεδιασμού της οικονομίας στα τέλη της 10ετίας του 80.

Η έννοια της αλληλεξάρτησης (intraaction/interchange) υπάρχει επίσης και κάθετα, δηλαδή μεταξύ των μερών εντός του ΧΣ. Η εσωτερική αλληλεξάρτηση έχει τριπλή διάσταση ανάμεσα στα επιμέρους τμήματα (υποσυστήματα), λειτουργική αλληλεξάρτηση και οργανική αλληλεξάρτηση. Η οργανική αλληλεξάρτηση έχει την έννοια ότι τυχόν διαταραχή ή διακοπή της λειτουργίας κάποιου τμήματος, δεν μπορεί να υποκατασταθεί και να επικαλυφθεί αποτελεσματικά από κάποια(α) άλλο(α), με συνέπεια το όλο σύστημα να οδηγηθεί σε κρίση, αποσύνθεση μέχρι και πλήρη κατάρρευση και διακοπή της λειτουργίας του. Μια άλλη θέση είναι ότι η αλληλεξάρτηση των μερών του ΧΣ σημαίνει ότι «έλλειμμα» σε ένα τμήμα αποδυναμώνει και μειώνει την αξιοπιστία, την ευκαμψία προσαρμογής και την αποτελεσματικότητά του συνολικά.

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

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

4.Σταθερότητα

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

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

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

5.Ανάπτυξη

Η ανάπτυξη (development), ως γενικός όρος και ειδικότερα η οικονομική ανάπτυξη(economic development), έχει δεχτεί μια ποικιλία ορισμών. Στα φυσικά συστήματα χρησιμοποιείται ο όρος εξέλιξη (evolution), ενώ τα κοινωνικά συστήματα έχουν σχεδιαστεί, αναπτύσσονται και μια και μετεξελισσονται βαθμιαία για την βελτίωση της εξυπηρέτησης των τρεχουσών και μελλοντικών αναγκών μέσω των επενδύσεων όπως στην περίπτωση του ΧΣ.

6.Αποτελεσματικότητα του συστήματος

Η έννοια της αποτελεσματικότητας (efficiency) του ΧΣ εδώ ανάγεται στην σχέση των παραγωγικών μέσων (εισροών) και του παραγωγικού αποτελέσματος (εκροών) σύμφωνα μες το «θεμελιακό οικονομικό αξίωμα», που εκφράζεται με διπλή μορφή, είτε ως ελαχιστοποίηση των εισροών κατά μονάδα εκροής, είτε ως μεγιστοποίηση της εκροής κατά μονάδα εισροής. Αυτή η έννοια της τεχνικής αποτελεσματικότητας ταυτίζεται χονδρικά με την έννοια της παραγωγικότητας (productivity).

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

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

ΣΤΑΔΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

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

Τα στάδια που εντοπίζονται είναι τα εξής:

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

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

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

4^ο Στάδιο Στάδιο τιτλοποίησης των εγγράφων. Πληροφοριακά προσανατολισμένο. Κυρίαρχα στοιχεία του είναι η αμεσότητα και η εγκυρότητα γενικότερα η εύκολη και γρήγορη διάθεση πληροφοριών.

Ποιος είναι ο ρόλος των Διαμεσολαβητών στο Χρηματοοικονομικό σύστημα

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

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

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

Ο ευρύτερος χρηματοοικονομικός τομέας περιλαμβάνει εκτός του τραπεζικού συστήματος και μια σειρά εταιριών που συνήθως ονομάζονται «θεσμικοί επενδυτές», όπως είναι οι

εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρίες κλπ. Στην Ελλάδα και στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες υφίσταται ένα μικτό σύστημα ομίλων. Οι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι συμπεριλαμβάνουν ένα πλήθος εταιριών, που καλύπτουν όλο το φάσμα των διαμεσολαβητικών χρηματοοικονομικών εργασιών αξιοποιώντας τις οικονομίες κλίμακας και της οικονομίες εύρους που προκύπτουν από τις συμπληρωματικές δραστηριότητες

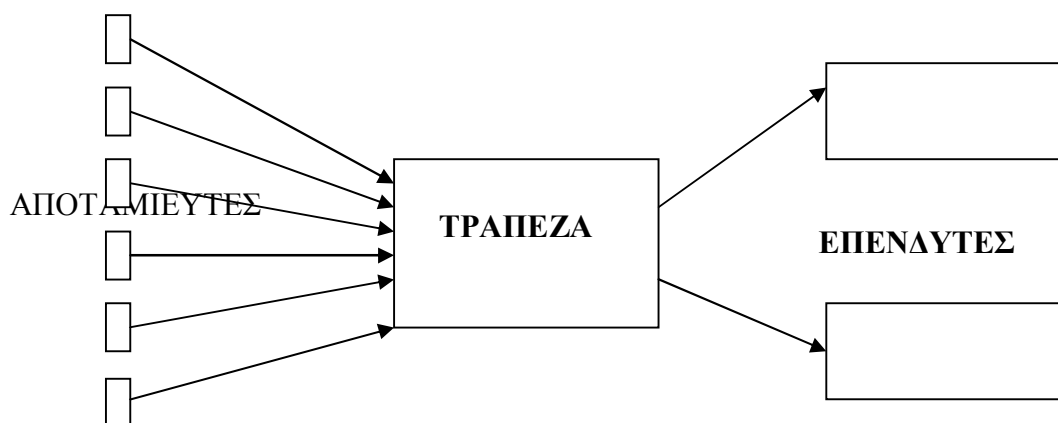
ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΑ: Ο ρόλος των διαμεσολαβητών είναι να διευκολύνουν και να επιταχύνουν τη ροή του χρήματος και γενικότερα τις άλλες διαδικασίες. Στις αρμοδιότητες τους περιλαμβάνεται και η προστασία των συμφερόντων τους.

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

- Παρέχουν συγκεκριμένες υπηρεσίες που έχουν στόχο την μεγαλύτερη απόδοση, από την τοποθέτηση διαθέσιμων χρηματικών πόρων καθώς και τον οικονομικότερο τρόπο εξεύρεσης χρηματικών πόρων.
- Θα πρέπει να είναι σε θέση να μετασχηματίζουν σχετικά βραχυχρόνιες τοποθετήσεις σε μακροχρόνιες χορηγήσεις. Η δυνατότητα τους αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι ο μεγάλος αριθμός των τοποθετούντων κεφαλαίων στους οργανισμούς αυτούς δεν αποσύρονται μαζικά.
- Τέλος των μετασχηματισμό και την μείωση κινδύνου. Είναι γεγονός ότι σε ατομικό και επιχειρηματικό επίπεδο, ο δανεισμός με την προοπτική επανάκτησης κεφαλαίων του σε μελλοντικό χρόνο εμπεριέχει πάντοτε ποικιλία κινδύνων. Οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές είναι σε θέση να διαμοιράζουν τέτοιους κινδύνους ανάλογα με την φερεγγυότητα αλλά και τα στοιχεία του κάθε εξατομικευμένου δανειζομένου.

Οι Λειτουργίες των Τραπεζών

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



Για να παρουσιάσουμε με τον απλούστερο δυνατό τρόπο το διαμεσολαβητικό ρόλο των τραπεζών, θα χρησιμοποιήσουμε τη διαγραμματική ανάλυση μιας αγοράς δανειακών κεφαλαίων. Στον κατακόρυφο άξονα του σχήματος μετρούμε το επιτόκιο (i), ενώ στον οριζόντιο άξονα μετρούμε τον όγκο των αποταμιεύσεων (K) και των δανείων (Δ). Υποθέτουμε ότι το επιτόκιο είναι εξωγενώς καθοριζόμενο είτε από κάποια νομισματική αρχή είτε από τις διεθνές αγορές, έτσι ώστε μια τράπεζα είναι αδύνατον να το επηρεάσει. Σε αυτό το αναλυτικό πλαίσιο, η τράπεζα αντιμετωπίζει μια καμπύλη προσφοράς καταθέσεων (P_k) και μια καμπύλη προσφοράς δανείων (P_Δ) με θετική κλίση. Τούτο σημαίνει ότι η τράπεζα θα δέχεται περισσότερες καταθέσεις και θα χορηγεί περισσότερα δάνεια όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των επιτοκίων¹. Τέλος η καμπύλη ($Z\delta$) αναπαριστά τη ζήτηση για δάνεια σε κάθε επίπεδο επιτοκίου, η οποία όπως είναι φυσικό έχει αρνητική κλίση.

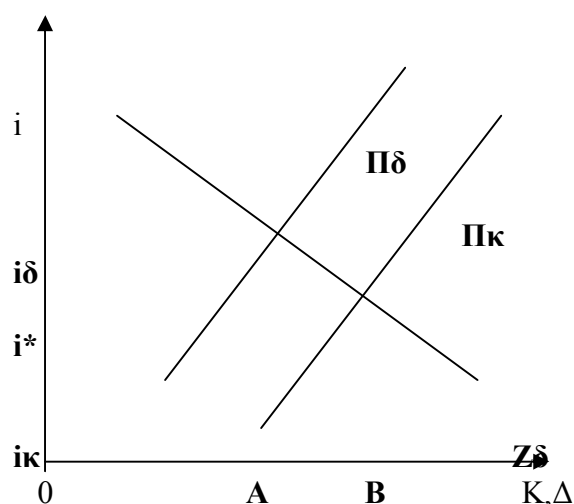
Σε κατάσταση ισορροπίας η τράπεζα καταβάλλει ένα επιτόκιο ύψους (ik) στους αποταμιευτές και επιβάλλει ένα επιτοκίου ύψους ($i\delta$) στους πιστούχους. Το περιθώριο κέρδους ($spread$ ή $escart$) της τράπεζας είναι ίσο με $i\delta - ik$ και πρέπει να υπερκαλύπτει το λειτουργικό κόστος, το κόστος κεφαλαίου,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

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

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

Η ύπαρξη οικονομιών κλίμακας στις χρηματοοικονομικές αγορές εξηγεί για πιο λόγο υπάρχουν όχι μόνο τα τραπεζικά συστήματα αλλά και οι αποκαλούμενοι θεσμικοί επενδυτές. Για παράδειγμα, μια εταιρία αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ένας διαμεσολαβητής που διαχειρίζεται χρήματα αποταμιευτών, προβαίνοντας σε τοποθετήσεις σε ομολογιακούς ή μετοχικούς τίτλους. Επειδή προβαίνει σε αγορές μεγάλου αριθμού τεμαχίου, διαθέτει το πλεονέκτημα του μειωμένου κόστους συναλλαγής. Η εξοικονόμηση πόρων μετακυλύετε στον ατομικό επενδυτή (πελάτη του αμοιβαίου κεφαλαίου).

¹ Η καμπύλη προσφοράς δανείων ενδέχεται να είναι ασυνεχής σε κάποιο σημείο εξαιτίας της ύπαρξης του προβλήματος της δυσμενούς επιλογής ($adverse selection$). Δηλαδή καθώς ανέρχεται το επιτόκιο ζητούνται δάνεια που ενσωματώνουν υψηλότερους κινδύνους.



ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΥΡΥΘΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

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

- Η σταθερότητα τιμών, καταπολέμηση του πληθωρισμού. Είναι γνωστό ότι αν δεν υπάρχει διατήρηση της αξίας παρατηρείται:
 - α) Τάση για αύξηση της κατανάλωσης.
 - β) Η μείωση των επενδύσεων.
- Δεύτερο στοιχείο που θα συμβάλει είναι η αποθάρρυνση της κατανάλωσης αφού η υπερκατανάλωση σχετίζεται άμεσα με την καταναλωτική κουλτούρα.
- Κατόπιν, η αποθάρρυνση του αποθησαυρισμού. Φτάνουμε σ' αυτό, αφού γνωρίζουμε εκ των προτέρων ότι η διατήρηση περιουσιακών στοιχείων στην μορφή υλικών αγαθών και όχι σε μορφή χρήματος-ρευστού, αποτελεί τροχοπέδη στην αβίαστη και ομαλή ροή του χρήματος, δεν διευκολύνει τις επενδύσεις και γενικότερα δεν διευκολύνει καθόλου την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτό με την σειρά του εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη. Αιτία του φαινομένου του αποθησαυρισμού είναι η μη εμπιστοσύνη των ανθρώπων στο χρήμα.
- Ύπαρξη κανονιστικού/ρυθμιστικού πλαισίου που ρυθμίζεται από κανονιστική αρχή. Απαιτείται η ύπαρξη ελέγχου-εποπτείας κανόνων. Την εκτέλεση αυτού του έργου αναλαμβάνουν οι εποπτικές αρχές με σκοπό την ενίσχυση του αισθήματος εμπιστοσύνης και ασφάλειας των συμμετεχόντων.
- Τέλος, πρέπει να διασφαλίζεται από το σύστημα η απρόσκοπτη γρήγορη φθηνή παροχή, έγκυρων, έγκαιρων πληροφοριών, σχετικών με τις τιμές των συναλλαγών

ώστε να βοηθούν άμεσα τη λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων. Γενικότερα να επικρατεί πλήρης διαφάνεια.

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

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

ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

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

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ-ΕΛΕΓΚΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.

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

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

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

3) Αν θα πρέπει να εφαρμόζονται ανάλογες τεχνικές σε οργανισμούς που ασκούν τις ίδιες λειτουργίες.

Ως προς το πρώτο, η τάση που διαμορφώνεται είναι, εφόσον οι διαχωριστικές γραμμές μεταξύ οργανισμών που ασκούν τραπεζικές λειτουργίες τείνουν να εξαλειφθούν όλοι οι οργανισμοί θα πρέπει να υπόκεινται σε έλεγχο. Επίσης εφόσον η επιφάνεια ενός τραπεζικού οργανισμού και οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθεται επηρεάζονται από τις δραστηριότητες του, είναι λογικό όλες οι τελευταίες να συμπεριλαμβάνονται στα πλαίσια ελέγχου. Ακόμη, θα πρέπει να προβλέπονται ομοιόμορφες τεχνικές ελέγχου για όλους τους οργανισμούς με όμοιες λειτουργίες, διότι η διαφορετική μεταχείριση θα οδηγούσε σε άνισο ανταγωνισμό.

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

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

ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ

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

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

1. Φύση

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

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

Κατά βάση ο όρος χρηματοοικονομική αγορά εμπίπτει με στην έννοια της αγοράς, ως θεσμικής συγκρότησης και λειτουργίας, στην οποία γίνεται η διαπραγμάτευση και ανταλλαγή συγκεκριμένων προϊόντων ή υπηρεσιών.

Επισημαίνεται ότι μια συγκροτημένη αγορά, δεν σημαίνει απαραίτητα ορισμένη χωροταξική εγκατάσταση, όσο ένα τεχνικό, οργανωτικό, θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο ρυθμίσεων και κανόνων, με βάση τους οποίους γίνονται διαπραγματεύσεις, συνάπτονται συμβάσεις και πραγματοποιούνται συναλλαγές. Ορισμένες αγορές, ιδιαίτερα σήμερα, κινούνται εξ αποστάσεως με το τηλέφωνο και λοιπά επικοινωνιακά μέσα, όπως συμβαίνει ιδίως με τις σύγχρονες διεθνείς χρηματαγορές στις οποίες διεξάγονται συναλλαγές τεραστίων χρηματοοικονομικών ποσών και μάλιστα σε συντομότατο χρόνο και για βραχεία διάρκεια, μέχρι για μια μέρα, οι οποίες μπορούν να αναστραφούν την επόμενη.

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

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

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

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

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

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

Έκτο. Υψηλό επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος δεν συνεπάγεται τέλειες χρηματοοικονομικές αγορές, λόγω των εγγενών ατελειών τους, που συνδέονται με την αβεβαιότητα και το κατ'αρχήν άγνωστο μέλλον. Η ύπαρξη και η λειτουργία μιας χρηματοοικονομικής αγοράς, ακόμη και αν αυτή είναι καλά οργανωμένη και λειτουργεί ομαλώς, δεν αποτελεί απαραίτητα δείκτη του επιπέδου ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Για παράδειγμα, στις αποικίες στο παρελθόν και ακόμη

και σε πρώην αποικίες σήμερα υπάρχουν εγκαταστημένες σύγχρονα οργανωμένες εμπορικές τράπεζες με την μορφή αυτοτελών εταιρειών ή θυγατρικών τραπεζών.

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

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

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

Ιδιότητες Χρηματοπιστωτικών Αγορών

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

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

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

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

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

Με το τρόπο αυτό ο επενδυτής θα διευκολυνθεί να αποκτήσει πιο ολοκληρωμένη αντίληψη των χρηματαγορών, που θα συμπληρωθεί με την ανάλυση της αποτελεσματικής

αγοράς (efficient market), σε όρους εισροών (inputs), πληροφοριών και αποτελεσμάτων (outputs) ή σχέσεων εισροών-εκροών, κτλ. Η αξιολόγηση των επιμέρους χρηματοοικονομικών αγορών ανάλογα με το επίπεδο και το βαθμό ανάπτυξης και ανταγωνιστικότητας γίνεται με ορισμένα κριτήρια:

- Ελαστικότητα και ευλιξία (elasticity/flexibility), δηλαδή ο βαθμός προσαρμογής στις νέες συνθήκες και καταστάσεις του επιχειρηματικού και τεχνολογικού περιβάλλοντος. Μπορούν να μεταβληθούν ακόμη και οι μορφές χρηματοδότησης με προσαρμογή τους τις νέες συνθήκες.
- Σταθερότητα (stability), δηλαδή σε συνδυασμό με την ευελιξία, ώστε αφομοιώνονται ταχέως οι μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης χρηματοοικονομικών τίτλων και να αποφεύγονται απότομες μεταβολές στις τιμές (πρόληψη δημιουργίας ψυχολογικού κλίματος πανικού στην αγορά και μαζικών πωλήσεων των μετοχών). Η σταθερότητα των χρηματοοικονομικών αγορών προϋποθέτει οργάνωση και ευαισθησία στις μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης των τίτλων και σωστή εποπτεία και έλεγχο της κατάστασης, ο οποίος διεξάγεται από τις κεντρικές τράπεζες, το χρηματιστήριο, κτλ.
- Το συναλλακτικό κόστος (costs), που είναι απαραίτητο για την συγκέντρωση και ανακατανομή των πόρων και την διενέργεια των συναλλαγών μετατροπής τίτλων σε μετρητά, περιλαμβανομένων και των προμηθειών π.χ τα έξοδα παροχής στεγαστικών δανείων είναι παρημίν σχετικά υψηλά λόγω γραφειοκρατικών διατυπώσεων και υποχρεωτικής παράστασης δικηγόρων, οι εμπορικές τράπεζες έχουν υψηλές προμήθειες, κτλ.
- Διαφάνεια (transparency), δηλαδή οι εναλλακτικές δυνατότητες τοποθετήσεων και δανειοδοτήσεων πρέπει να είναι ορατές και σαφείς σε όλους, ώστε να μπορεί να διασφαλίζεται η αξιοπιστία τους, στην οποία στηρίζεται η προσέλκυση του ενδιαφέροντος των επενδυτών.

Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

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

- Η ελαχιστοποίηση του κόστους.
- Η ελαχιστοποίηση του χρόνου διεκπεραίωσης των συναλλαγών από την στιγμή που θα εκφραστεί η προσφορά ή η ζήτηση σε μια χρηματοοικονομική απαίτηση. Όσο πιο σύντομο είναι το χρονικό διάστημα τόσο πιο υψηλή απόδοση που συνεπάγεται.

(β) την κατανομητική αποτελεσματικότητα (allocational efficiency), που αφορά στο κατά πόσο υπάρχουν μηχανισμοί που διασφαλίζουν την κατανομή των διαθέσιμων σε ανεπάρκεια πόρων, στις πιο παραγωγικές χρήσεις και **γ) την αποτελεσματικότητα τιμών (pricing efficiency)**, όπου ο επενδυτής αναμένει από μια επένδυση απόδοση που θα περιλαμβάνει μόνο την αποζημίωση για τον κίνδυνο από τις μεταβολές της τιμής. Ειδικότερα η αποτελεσματικότητα απόδοσης τιμών επικεντρώνεται άμεσα στον στόχο. Η

αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών εκφράζεται κατά βάση με το κατά πόσο πληροφοριακό υλικό είναι διαθέσιμο ή μπορεί να περιέλθει με σχετικά μικρό κόστος σε όλους αδιακρίτως τους επενδυτές, που ενδιαφέρονται, και το κατά πόσο οι εξακριβωμένες πληροφορίες έχουν αποτυπωθεί στις τιμές των τίτλων που συναλλάσσονται. Διότι εφόσον υπάρχει σχετικά μεγάλος αριθμός πωλητών και αγοραστών και μη σύμπραξη μεταξύ τους, σχετικά χαμηλό κόστος της πληροφορίας και των ανταλλαγών και ειδικοί διαπραγματευτές (dealers), είναι δυνατόν να διαμορφώνονται τιμές, που μπορούν να χαρακτηριστούν ως αληθείς τιμές (true prices), με την έννοια ότι έχουν στηριχτεί σε όλο το διαθέσιμο πληροφοριακό υλικό κατά τη στιγμή που συνάπτονται οι συμφωνίες των συναλλαγών.

ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Συνοπτικά θα μπορούσαμε να επισημάνουμε τις εξής:

- ✓ Πρέπει να συμμετέχουν πολλοί επενδυτές στόχος των οποίων πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση της αξίας του χαρτοφυλακίου τους.
- ✓ Να μην υπάρχουν διακρίσεις στην πληροφόρηση καθώς επίσης, η πληροφόρηση που διαχέεται να διακρίνεται από εγκυρότητα και αξιοπιστία.
- ✓ Πρέπει να υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός ειδημόνων, εμπειρογνομόνων με πλήρη πληροφόρηση ως προς τις προοπτικές. Ρόλος αυτών να φιλτράρουν τις πληροφορίες και να συμβάλλουν στην σωστότερη και αποδοτικότερη λειτουργία τύπου συστήματος χρηματοπιστωτικών αγορών.
- ✓ Να υπάρχει διαφάνεια στις συναλλαγές.
- ✓ Ν' ασκείται εποπτεία στους κανόνες και στην εφαρμογή τους και έτσι ν' αποφεύγονται οι αυθαιρεσίες.
- ✓ Να γίνεται εφαρμογή της ελαχιστοποίησης του κόστους των συναλλαγών γιατί στην οικονομία είναι γνωστό ότι δεν υπάρχουν περιθώρια για σπατάλες. Να επιδιώκεται επίτευξη των διαδικασιών και να υπάρχει αποτελεσματικότητα τιμών.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

1. Φύση και σημασία

Όπως αναφέραμε ήδη, μια από τις ιδιότητες των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι ο βαθμός της αποτελεσματικότητας τους.

Σύμφωνα με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς το κύριο χαρακτηριστικό της του βαθμού αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η πληροφορία, δηλαδή η ισότητα στην πληροφόρηση και την ενημέρωση. Υποθέτει δηλαδή ότι οι υπόλοιποι παράγοντες της τέλει ανταγωνιστικής αγοράς (μεγάλος αριθμός συναλλασσομένων, ομοιογένεια προϊόντος και ισότητα όρων των συναλλαγών) για να επικρατήσουν πρέπει να υπάρχουν σε ένα ελάχιστο βαθμό. Η κινητήρια δύναμη όλων των υπόλοιπων παραγόντων και των χρηματοπιστωτικών αγορών θεωρείται η πληροφορία. Αν φερειπείν υπάρχει

διαφοροποίηση των επιτοκίων δανεισμού, εφόσον οι δανειζόμενοι έχουν πλήρη γνώση των δυνατοτήτων εξεύρεσης χρηματοδοτικών πόρων με μικρότερο επιτόκιο (κόστος χρήματος) θα προσφύγουν στο χρηματοπιστωτικό φορέα που το προσφέρει, σε τρόπον ώστε να εξαλειφθεί η διαφοροποίηση των πιστωτικών επιτοκίων.

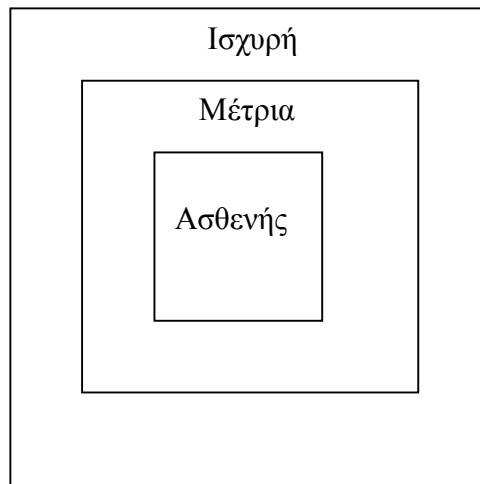
2. Έκταση χρήσης

Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς έχει ευρεία χρήση ως βάση ανάλυσης και αξιολόγησης κάθε χρηματοπιστωτικής αγοράς. Με τι ίδιο κριτήριο υποτίθεται ότι κάθε μια χρηματοπιστωτική αγορά επικοινωνεί με τις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές αγορές, μέσω των τιμών και των επιτοκίων ως αμοιβής των επενδυτών και επιβάρυνσης των δανειζόμενων. Έτσι, με επαρκή γνώση των συνθηκών, σε όρους αμοιβών και επιβαρύνσεων, οι επενδυτές (δανειστές) στρέφονται στις αγορές που προσφέρουν υψηλότερες αμοιβές και δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις των επενδύσεων και οι χρηματοδοτούμενοι (δανειζόμενοι) στρέφονται σε δανειακές πηγές που παρέχουν χορηγήσεις με χαμηλότερο επιτόκιο.

Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι τιμές και οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων δεν είναι δυνατόν να παρεκκλίνουν για σημαντικό χρονικό διάστημα από την οικονομική αξία που εκτιμάται γι' αυτές από τους επενδυτές. Σε γενικότερο περιεχόμενο, οι οικονομικές αξίες των τίτλων που ανταλλάσσονται, καθορίζονται από τις οικονομικές αξίες που δίνουν σ' αυτούς οι επενδυτές, με βάση τις προοπτικές που διαμορφώνουν για τις αποδόσεις κι τους κινδύνους που τις συνοδεύουν. Αν σημειωθεί παρέκκλιση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου από την εκτιμώμενη οικονομική του αξία, θα κινηθούν οι επενδυτές για κάρπωση της διαφοράς σε τρόπον ώστε να γεφυρωθεί το κενό που ανέκυψε μεταξύ των δύο τιμών. Καθώς εισρέει νέα πληροφορία, που είναι αρκετή για να υπάρξει επαναθεώρηση της οικονομικής αξίας ενός τίτλου, σημειώνεται αναπροσαρμογή της επιλογής των επενδυτών και της τιμής του στη νέα πληροφορία και μάλιστα γρήγορα και κατά κανόνα σωστά.

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

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



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

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

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

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

Κατά την θεωρία του JENSEN:

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

Ανοιχτές και Κλειστές Αγορές

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

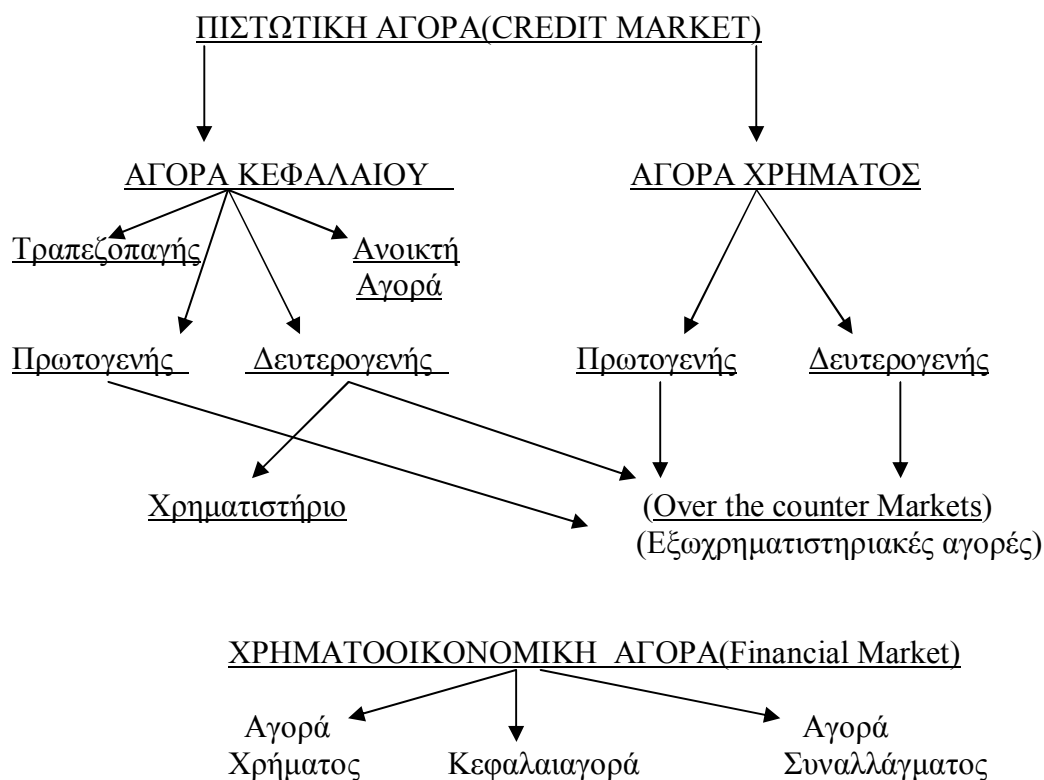
- Τραπεζοκεντρικές αγορές (bankoriented markets). Στις αγορές αυτές δανειστές είναι κυρίως οι εμπορικές τράπεζες κλπ. ενδιάμεσοι πιστωτικοί φορείς και δανειζόμενοι οι επιχειρήσεις, επιχειρηματίες και επαγγελματίες, που διαπραγματεύονται σε προσωπικό επίπεδο τους όρους της επένδυσης, του δανείου ή της πιστοδότησης.
- Ανοικτές αγορές (open markets). Οι αγορές αυτές είναι κατά βάση απρόσωπες αγορές, όπου πωλούνται και αγοράζονται τυποποιημένα αξιόγραφα (π.χ. ομολογίες, μετοχές).

ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Ταξινόμηση ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ Αγορών

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

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



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

Βασικό κριτήριο της συμβατικής διάκρισης είναι η χρονική διάρκεια σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις και χρηματοδότηση. Με βάση το κριτήριο αυτό γίνεται ταξινόμηση σε αγορά χρήματος ή Χρηματαγορά (Money market) και σε αγορά κεφαλαίου ή Κεφαλαιαγορά (Capital market). Ειδικότερα η χρηματαγορά, καλύπτει τη δημιουργία και τη διαπραγμάτωση απαιτήσεων που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος. Στην χρηματαγορά εκδίδονται και συναλλάσσονται τίτλοι που έχουν βραχυπρόθεσμη διάρκεια (μέχρι ενός έτους), όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά κλπ αποδεικτικά καταθέσεων, κλπ. Οι τίτλοι της χρηματαγοράς είναι καταρχήν εύκολα ρευστοποιήσιμοι και χωρίς μεγάλες απώλειες απόδοσης, ιδιαίτερα εφόσον υπάρχουν αναπτυγμένες δευτερογενείς αγορές.

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

ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ (PRIMARY MARKETS)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Γ) Πώληση της έκδοσης(έναντι προμήθειας),

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

ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ (SECONDARY MARKETS)-ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Πρόκειται για την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα(μετοχές, ομολογίες, κτλ) που δεν προσφέρονται στους επενδυτές για πρώτη φορά. Εκεί γίνεται η άμεση διαπραγμάτευση των τίτλων μετά την ολοκλήρωση διαδικασιών της Πρωτογενής Αγοράς. Δηλαδή στα χρηματιστηριακά πωλούνται και αγοράζονται αξίες οι οποίες αποκτήθηκαν στην προηγούμενη αγορά (κεφαλαιαγορά) είτε δημιουργήθηκαν σε άλλες αγορές. Ο βασικός σκοπός ύπαρξης της δευτερογενούς αγοράς είναι η παροχή δυνατότητας στους κατόχους των διαπραγματευόμενων μετοχών, να πουλούν τους τίτλους τους σε επενδυτές που ενδιαφέρονται να το αγοράσουν σε μια συγκεκριμένη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις ζήτησης και προσφοράς. Με άλλα λόγια δίνει στους επενδυτές πρόσθετες δυνατότητες για άμεση ρευστοποίηση των επενδύσεων τους, στην περίπτωση που ενσκήψουν απρόβλεπτα γεγονότα και ανακύψουν έκτακτες ανάγκες, το «προληπτικό κίνητρο». Παρόμοια οι επενδυτές έχουν δυνατότητες επαναθεώρησης και αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου το οποίο είχαν επιλέξει στο παρελθόν, αφ'ότου διαπιστώσουν ότι έχει επέλθει ολική μεταβολή των συνθηκών των αγορών και το χαρτοφυλάκιο δεν ανταποκρίνεται πλέον στους στόχους που έχουν θέσει. Η ύπαρξη και η αποτελεσματική λειτουργία μιας δευτερογενούς αγοράς(ων) συνεπάγεται μείωση του κινδύνου των επενδυτών και μειωτική επίδραση στην ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης, μείωση του «κόστους του χρήματος» για τις επιχειρήσεις και θετική επίδραση στην ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και της οικονομίας.

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

Στη δευτερογενή αγορά οι συναλλαγές με αξιόγραφα δε δημιουργούν νέα, απλά τα υπάρχοντα αξιόγραφα αλλάζουν ιδιοκτήτες. Οι συναλλαγές δεν επηρεάζουν άμεσα την εταιρεία που τα έχει εκδώσει. Ο εκδότης δεν εισπράττει χρήματα. Τα χρήματα εισπράττονται από τον πωλητή και καταβάλλονται από τον νέο αγοραστή.

Η εκδότης εταιρία επηρεάζεται έμμεσα (αλλά σημαντικά), με την έννοια ότι οι μεταβολές στις τιμές των αξιογράφων στην δευτερογενή αγορά επηρεάζουν την αγοραία αξία (χρηματιστηριακά) της εταιρείας. Οι δυο αγορές αξιών, η πρωτογενής και δευτερογενής δεν είναι ανεξάρτητες η μια από την άλλη. Η υγιής λειτουργία της μιας συντελεί στην αποτελεσματικότητα της άλλης.

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

- ❖ Ρευστοποιούνται εύκολα οι αξίες
- ❖ Εξασφαλίζεται η ομαλή εκτέλεση των πράξεων και κάθε είδους συναλλαγής

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

Επιπλέον,

- ❖ Μεταφέρονται ή καλύπτονται κίνδυνοι χρηματοδότησης και συναλλαγών.
- ❖ Βοηθείται έμμεσα η χρηματοδότηση εταιρειών .
- ❖ Παρέχεται πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και υποβοηθείται η προστασία του.

ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Οι Χρηματοπιστωτικές αγορές μεταφοράς κεφαλαίων ε:

- **Χρηματαγορά ή Αγορά Χρήματος**
 - τραπεζική
 - βραχυπρόθεσμων χρεογράφων
 - συναλλάγματος
- **Κεφαλαιαγορά**
 - Αγορά Μακροπρόθεσμων Δανειακών Τίτλων (Ομολόγων)
 - Αγορά Μετοχικών Κεφαλαίων

Αγορές μεταφοράς Κινδύνου – Προθεσμιακές Αγορές και Αγορές Παραγώγων

- ❖ **Αγορά Options**
 - μετοχών
 - νομισμάτων
 - δεικτών
 - future options πάνω σε:
 - εμπορεύματα
 - νομίσματα
 - επιτόκιο
 - δείκτες
- ❖ **Αγορά Futures**
 - εμπορευμάτων
 - δεικτών
 - επιτοκίων
 - συναλλάγματος
- ❖ **Swaps και forwards**

ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ Ή ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ

Χρηματαγορά

Γενικά, είναι η αγορά στην οποία γίνεται διαπραγμάτευση απαιτήσεων που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος. Η χρηματαγορά δεν είναι γεωγραφικά προσδιορισμένη αλλά απαρτίζεται από το σύνολο των αγορών που διαπραγματεύονται διαφορετικές μορφές συναλλακτικών μέσων. Η οικονομική λειτουργία της χρηματαγοράς είναι η παροχή αποτελεσματικών μέσων προς τις οικονομικές μονάδες.

Σημαντικό ρόλο στη λειτουργία της χρηματαγοράς έχουν οι έμποροι χρεογράφων και οι χρηματιστές που εξειδικεύονται σε ιδιαίτερους τίτλους. Σημαντικότερος όμως, είναι ο ρόλος των εμπόρων όπου αγοράζουν και πωλούν από τα αποθέματα των χρεογράφων και έτσι στην ουσία δημιουργούν, διαμορφώνουν την αγορά.

Η ανάπτυξη της χρηματαγοράς ή αγοράς χρήματος αποτελεί οργανικό στοιχείο του χρηματοοικονομικού συστήματος. Διότι, πρώτον, το χρηματοοικονομικό πρόβλημα των επενδυτών και των επιχειρήσεων είναι ενιαίο και συνεξετάζεται ως πρόβλημα αναγκών για τρέχουσες συναλλαγές και ως πρόβλημα αποταμιεύσεων και επιλογής επενδύσεων με δεδομένη την ιεράρχηση των στόχων του καθενός. Δεύτερον, Διότι το πρόβλημα ρευστότητας έχει κρίσιμη σημασία για τους επενδυτές και για τις επιχειρήσεις, με συνέπεια το επίπεδο ανάπτυξης της χρηματαγοράς (πρωτογενούς και δευτερογενούς) να παίζει σημαντικό ρόλο στην επιλογή του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων αυτών.

Στην αγορά χρήματος εκδίδονται, διαπραγματεύονται και συναλλάσσονται βραχυχρόνιοι τίτλοι (από 1 μέρα μέχρι ένα χρόνο: βραχυχρόνια δέσμευση χρηματικού κεφαλαίου).

Η αγορά χρήματος χρησιμοποιείται και εξυπηρετεί:

α) Επιχειρήσεις για τις ανάγκες ρευστότητας (για τις αμοιβές προσωπικού, για μετακίνηση εμπορευμάτων, κλπ)

β) Τράπεζες για τις τρέχουσες συναλλαγές και το καθημερινό κλείσιμο ταμείου με δυνατότητες σήμερα για διορθωτική προσφυγή στη διατραπεζική αγορά, στην κεντρική τράπεζα ή στη διεθνή αγορά για προσωρινή κάλυψη του τυχόν προβλήματος ρευστότητας τους.

γ) Το δημόσιο που εκδίδει, διαθέτει και εξοφλεί κατά την λήξη του έντοκα γραμμάτια διάρκειας μέχρι ενός έτους, εκτός από ομόλογα μεσοπρόθεσμης διάρκειας και ομολογίες μακροπρόθεσμης διάρκειας και την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων του (έλλειμμα φόρων κλπ. δημοσίων εσόδων με τις εκτελούμενες δημόσιες δαπάνες, δεδομένου ότι το κράτος δεν είναι εκδότης του νομίσματος αλλά η κεντρική τράπεζα)

δ) Τους επενδυτές που καταφεύγουν στην χρηματαγορά προκειμένου για συμπληρωματική χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων ή για να διασφαλίσουν εαυτούς από τυχόν έκτακτες τρέχουσες δαπάνες και απολύσεις από μη απόλυτα σωστό χρονοδιάγραμμα των δαπανών τους.

ε) Τα νοικοκυριά τα οποία, ιδιαίτερα μετά την απελευθέρωση τις πιστοδότησης, έχουν σημειώσει ταχείς ρυθμούς αύξησης της καταναλωτικής πίστης, σε τρόπο ώστε να αποτελεί σήμερα σημαντικό παράγοντα της τραπεζικής πιστοδότησης, της αγοράς διαρκών καταναλωτικών αγαθών, κτλ.

Ο κρίσιμος ρόλος και η σημασία της ανάπτυξης της χρηματαγοράς μπορεί να γίνει εύκολα αντιληπτός με ένα πραγματικό παράδειγμα. Στην αρχή οι καταθέσεις ταμειωτηρίου δεν ήταν άμεσα αναλήψιμες αλλά υπό προειδοποίηση, όπως νομικά συνεχίζουν σε πολλές περιπτώσεις να είναι ακόμη. Παράλληλα το άνοιγμα ενός τρεχούμενου λογαριασμού σε μια τράπεζα και η έκδοση από αυτήν ενός στέλεχος επιταγών (cheque-book) δεν ήταν ευχερής, πρώτον διότι οι τράπεζες για λόγους ασφάλειας με εσωτερικές εγκυκλίους τους ένα μίνιμουμ

όριο καταθέσεων (π.χ παρημίν κατάθεση μέχρι 500 χιλιάδες δραχμές) και δεύτερον διότι πολλοί μικροεπενδυτές ήταν καταθέτες του ταμειυτηρίου και δεν είχαν άμεσες σχέσεις με τις εμπορικές τράπεζες, οι οποίες είχαν δικαίωμα να ανοίγουν τρεχούμενους λογαριασμούς (sight/demand deposits).

Μέσα στα παραπάνω νομικά πλαίσια και πραγματικές συνθήκες, τα νοικοκυριά και πολλές επιχειρήσεις μικρού μεγέθους ήταν υποχρεωμένες για λόγους ρευστότητας και ανταπόκρισης στις ανάγκες των συναλλαγών τους να παρακρατούν σχετικά μεγάλα ποσά ως ρευστά διαθέσιμα. Αυτό άρχισε να συνειδητοποιείται βαθμιαία ότι δεν συνέφερε τις τράπεζες και το ταμειυτήριο. Για το λόγο αυτό άρχισαν σιωπηρά να γίνονται βαθμιαία δεκτές άμεσες αναλήψεις από τους καταθέτες με την προσωπική επίδειξη του βιβλιάρου της κατάθεσης του ταμειυτηρίου. Αυτό συντέλεσε στην αύξηση των καταθέσεων ταμειυτηρίου, δεδομένου ότι οι καταθέτες μπορούσαν πλέον να κάνουν άμεσες αναλήψεις, να αποφεύγουν το κίνδυνο κλοπών και κάποιο επιπλέον όφελος τόκου

Σημειωτέον ότι, λόγο παρατεταμένων ελέγχων βραδύνει η ανάπτυξη των χρηματαγορών σε σχέση με το διεθνές περιβάλλον, πολλαπλασιάζονται οι δυσκολίες, ειδικότερα εν όψει αντιθέσεων μεταξύ των στόχων της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής.

Το επίπεδο ανάπτυξης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου αντανakλάται στον όγκο των συναλλαγών (τζίρος) των αξιόγραφων (financial instruments) ή στους θεσμούς που αποτελούν το πλαίσιο μέσα στο οποίο αναπτύσσονται οι αγορές αυτές.

Τα κύρια χαρακτηριστικά της χρηματαγοράς είναι:

1. Η βραχυπρόθεσμη διάρκεια των επενδύσεων
2. Ο μικρός κίνδυνος των τοποθετήσεων
3. Η εύκολη ρευστοποίηση των επενδύσεων

ΑΝΑΛΥΣΗ :

Η βραχυπρόθεσμη διάρκεια των επενδύσεων μας παραπέμπει στις δανειακής φύσης απαιτήσεις και ποτέ στις συμμετοχικής φύσης απαιτήσεις. Οι βραχείας διάρκειας ζωής απαιτήσεις είναι κατάλληλες για την κάλυψη άμεσων αναγκών μιας οικονομικής μονάδας. Η βραχεία διάρκεια ζωής έχει ως συνέπεια τον χαμηλό βαθμό κινδύνου αλλά προεξοφλείται μ' αυτόν τον τρόπο και η περιορισμένη απόδοση.

Ο χαμηλός βαθμός κινδύνου των τοποθετήσεων είναι χαρακτηριστικό της αγοράς βραχείας διάρκειας. Εμφανίζονται δύο είδη κινδύνου:

A) Ο Πιστωτικός Κίνδυνος:

Περισσότερο εύκολα προβλέψιμος σε μικρότερα χρονικά διαστήματα. Αυτό όμως σχετίζεται με το γεγονός ότι θεωρούνται άμεσα υποκατάστατα των χρηματικών Αγορών. Επίσης, έχει άμεση σχέση με την αναγνωρισιμότητα και την εμπορευσιμότητα του εκδότη του χρεογράφου και γενικότερα της χρηματοοικονομικής απαίτησης καθώς και την εμπορευσιμότητα ως προς τον βαθμό ζήτησης.

Αφού πληρούνται οι δύο παραπάνω προϋποθέσεις: A) ΒΡΑΧΕΙΑ ΔΙΑΡΚΕΙΑ B) ΧΑΜΗΛΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (όπου το ένα αποτελεί απόρροια του άλλου), τότε οι αγορές χρήματος μπορούν να θεωρηθούν ως άμεσα υποκατάστατα χρήματος. Χρησιμοποιούνται ως μέσω πληρωμών συναλλαγών αφού υπάρχει αναγνωρισιμότητα του εκδότη και προϋπόθεση αποδοχής ίσως και κάποιων εξόδων ρευστοποίησης που μπορεί να επιβαρυνθούν.

Η μεταφορά των κεφαλαίων γίνεται:

- Με απ ευθείας συμφωνία των συμβαλλόμενων
- Άμεσα ή έμμεσα μέσω τραπεζών
- Μέσω μεσιτών και dealers με πώληση χρεογράφων: Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου, Ομολόγων, Commercial papers, Repos, Swaps.

Στην αγορά αυτή αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα μόνο πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες) Οι εμπορικές τράπεζες συμμετέχουν σαν αγοραστές από την πρωτογενή μέσω δημοπρασιών της τράπεζας της Ελλάδος, (μελλοντικά αυτό θα ισχύει για τις μεγάλες χρηματιστηριακές εταιρείες). Όσοι λοιπόν λειτουργούν σαν market makers¹ είναι λογικό πως πρέπει να διαθέτουν μεγάλες ποσότητες από χρεόγραφα για να ικανοποιούν τους πελάτες τους. Σε οποιαδήποτε στιγμή κάνουν προσφορά για αγορά και πώληση κατονομαζόμενων χρεογράφων σε συγκεκριμένη και έκταση ύψους συναλλαγής. Οι τιμές που παρατίθενται είναι καθαρές, με την έννοια ότι περιλαμβάνουν προμήθεια και κέρδος του market maker.

Παρατίθενται λοιπόν καθημερινά από τους dealers δυο τιμές για κάθε είδος χρεογράφου (Διαδικό Σύστημα Τιμών):

- Η τιμή στην οποία αγοράζουν οι dealers (buy ή bid), και συνεπώς η τιμή στην οποία μπορούν να πουλήσουν οι κάτοχοι τα χρεόγραφα τους.
- Η τιμή στην οποία πωλούν οι dealers (offer ή sale), και συνεπώς η τιμή στην οποία μπορούν να αγοράσουν αυτοί που επιθυμούν χρεόγραφα.

Ανεπίσημες Αγορές

Στις λεγόμενες ανεπίσημες αγορές (unofficial markets), πραγματοποιούνται δανειακές συναλλαγές, συναλλαγές επί παρακαταθήκη, υπάρχουν ενεχυροδανειστήρια, σαράφηδες κλπ. Οι αγορές και οι συναλλαγές αυτές ανθίζουν υπό μη κανονικές συνθήκες ή σε περιόδους οικονομικής αστάθειας μπορούν να πάρουν μεγάλες διαστάσεις, μέχρι να υποκαθιστούν σε μεγάλη έκταση τις επίσημες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Στην αγορά αυτή καταφεύγουν επιχειρήσεις ή νοικοκυριά τα οποία αντιμετωπίζουν πιεστικές δανειακές ανάγκες και αδυνατούν να τις καλύψουν υπό συνθήκες στενότητας και ρευστότητας των τραπεζών κλπ φορέων της χρηματαγοράς κύρια λόγω στροφής του κοινού από χρηματοοικονομικές τοποθετήσεις και επενδύσεις σε αποθεματοποίησης προϊόντων στα πλαίσια του αναμενόμενου ανοδικού ρυθμού του πληθωρισμού.

Τα επιτόκια που διαμορφώνονται στην ανεπίσημη αγορά είναι συνήθως πολλαπλάσια από τα επίσημα επιτόκια και πολλές φορές υπερβαίνουν σημαντικά και τα επιτόκια υπερημερίας, φθάνοντας σε επίπεδα που να γίνεται λόγος για «τοκογλυφία». Αύτη επεκτείνεται συχνά και στα δελεαστικά επιτόκια που προσφέρονται στους καταθέτες που μπορεί να φθάσει σημαντικά πάνω από το 100% των επίσημων επιτοκίων και είναι συγκρίσιμα με τον αναμενόμενο του πληθωρισμού. Με τον τρόπο αυτό χρηματοδοτούνται βασικά παράνομες συναλλαγές (όπως π.χ εμπόριο ναρκωτικών, «ξέπλυμα βρώμικου χρήματος», σπατάλη δημόσιου χρήματος, φοροδιαφυγή κλπ.).

¹ Market maker: Διαμορφωτής αγοράς, Μεσίτης ή τράπεζα, που έχει την δυνατότητα να προσφέρει καθημερινά τιμές αγοράς και πώλησης για χρεόγραφα και ξένα συναλλάγματα, ενεργώντας για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό πελατών.

Υπάρχουν, εξ'άλλου, και περιπτώσεις όπου οι ανεπίσημες αγορές εμφανίζονται σε τοπικό, εθνικό ή διεθνές επίπεδο, με σκοπό να αναπληρώσουν και να συμπληρώσουν επίσημους θεσμούς που δεν παρουσιάζουν ευκαμψία προσαρμογής στην εξέλιξη των επιχειρηματικών και τεχνολογικών συνθηκών και των αναγκών.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

<<Τα εργαλεία>> χρηματαγοράς είναι όλα αυτά τα προϊόντα / υπηρεσίες, μέσω των οποίων το χρήμα αποκτά μεγαλύτερη ή μικρότερη αξία, ανάλογα με τις ανάγκες του πελατειακού κοινού και των διαχειριστών του. Οι οποίοι είναι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί κ.α. και ανάλογα με τις δυνατότητες μεταφοράς του στην επιχειρηματική δραστηριότητα ή χρησιμοποίηση του ανάλογα με τα εργαλεία του χρήματος.

Τα εν λόγω εργαλεία της χρηματαγοράς είναι είτε εργαλεία προεξοφλητικά (discount), είτε εργαλεία με μια συγκεκριμένη περίοδο ωρίμανσης και με συγκεκριμένη καταληκτική ημερομηνία μέχρι ενός έτους. Πέραν του έτους, τα εργαλεία αυτά ή άλλα επιπρόσθετα, εντάσσονται στην αγορά κεφαλαίου ή άλλες αγορές, όπως των ομολόγων, διετούς, τριετούς ή και μεγαλύτερης διάρκειας.

Ωστόσο τα εργαλεία της χρηματαγοράς είναι:

- Τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου
- Τα Εμπορικά Χρεόγραφα (Commercial papers)
- Τα διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Certificate of Deposits – CD's)
- Οι Συμφωνίες επαναφοράς τίτλων, του Δημοσίου, Εντόκων Γραμματίων ή ομολόγων (Repurchase Agreements – Repo)
- Χρεόγραφα τραπεζικής Αποδοχής (Banker's Acceptances)
- Η Διατραπεζική Αγορά – αγορά και πώληση χρήματος (Inter – Bank Market)

Έντοκα Γραμμάτια

Τα έντοκα γραμμάτια χρησιμοποιούνται από τις κυβερνήσεις των κρατών για την άντληση κεφαλαίων από το κοινό. Είναι ένα είδος δανεισμού από το κοινό με ένα συγκεκριμένο επιτόκιο, μια συγκεκριμένη περίοδο και ύψος κεφαλαίων, που διακανονίζεται ανάλογα με την χρονική περίοδο και τα επιτόκια. Έτσι έχουμε έντοκα γραμμάτια τρίμηνης, εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας, ανώνυμα στον κομιστή με αντίστοιχα επιτόκια και ύψη κεφαλαίων. Η μεγαλύτερη χρονική διάρκεια προϋποθέτει φυσικά, μεγαλύτερα κεφάλαια και υψηλότερα επιτόκια. Ενώ το αντίθετο σημαίνει για μικρότερες χρονικές περιόδους.

Ωστόσο, ο υπολογισμός του τόκου ή της συνολικής απόδοσης των εν λόγω κεφαλαίων έχει ιδιαίτερη σημασία, γιατί ενδιαφέρει το πελατειακό κοινό. Ενώ από την άλλη πλευρά, ενδιαφέρεται και η κυβέρνηση για τα ποσά που θα πληρώσει ή θα της κοστίσει το δανειζόμενο χρήμα.

Η βασική μέθοδος υπολογισμού της απόδοσης αυτών των κεφαλαίων ή του κόστους των κρατών ή των εκδοτών αυτών των χρεογράφων είναι πλέον κλασική και εφαρμόζεται διεθνώς, όπως:

$$Ea = \frac{T\pi - Ta}{Ta} \times \frac{365}{V}$$

Όπου: E_a = Ετήσια απόδοση
 T_p = Τιμές πώλησης
 T_a = Τιμές αγοράς
 V = Αριθμός των ημερών της επένδυσης

Παράδειγμα1:

Εάν υποθέσουμε ότι ο επενδυτής – αποταμιευτής ενός εντόκου γραμματίου με 6 μήνες ή 182 ημέρες ωρίμανσης και 100,000Δρχ πραγματική αξία το αγοράζει 96,000 Δρχ και εάν το έντοκο γραμμάτιο κρατηθεί μέχρι την ημερομηνία ωρίμανσης, η απόδοσή του θα είναι:

$$E_a = \frac{100,000 \Delta\rho\chi - 96,000 \Delta\rho\chi}{96,000 \Delta\rho\chi} \times \frac{365}{182} = 8.36\%$$

Εάν, όμως το έντοκο γραμμάτιο πουληθεί πριν από την ημερομηνία ωρίμανσης, η τιμή πώλησης και απόδοσης, ανάλογα με τις συνθήκες αγοράς, θα είναι διαφορετικές.

Παράδειγμα2:

Εάν, το έντοκο γραμμάτιο πουληθεί στις 120 μέρες από τον επενδυτή και προβλέψει τιμές πώλησης 98,2000Δρχ σ' αυτή τη χρονική στιγμή, η αναμενόμενη ετήσια απόδοση (yield) θα είναι:

$$E_a = \frac{98,200\delta\rho\chi - 96,000\Delta\rho\chi}{96,000\Delta\rho\chi} \times \frac{365}{120} = 6.97\%$$

Έτσι, εδώ φαίνεται καθαρά εάν υπάρχει πρόβλεψη για υψηλότερες τιμές πώλησης, υψηλότερη θα είναι και η αναμενόμενη ετήσια απόδοση.

Ένα άλλο παράδειγμα:

Εάν ένας επενδυτής – αποταμιευτής αγοράζει ένα έντοκο γραμμάτιο εξάμηνης διάρκειας με πραγματική αξία 100,000 Δρχ, με 90,000Δρχ και το πουλάει σε 90 μέρες αργότερα 91,000δρχ, ποιά θα είναι η απόδοση;

Χρησιμοποιώντας, τον εν λόγω τύπο έχουμε:

$$E_a = \frac{T_p - T_a}{T_a} \times \frac{365}{V} = \frac{91,000\Delta\rho\chi - 90,000\Delta\rho\chi}{90,000\Delta\rho\chi} \times \frac{365}{90} = 4.51\%$$

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 3:

Έχουμε ένα έντοκο γραμμάτιο που εκδόθηκε πριν από 30 ημέρες και η διάρκεια ζωής του είναι 3μηνη (90 ημέρες). Η Ονομαστική Αξία του είναι 5% σ' ετήσια βάση ενώ στο δημόσιο οφείλει να αποδώσει κάθε έτος 1000 € στη λήξη τους και υπάρχει φορολόγηση των τόκων 10%

ΖΗΤΕΙΤΑΙ:

- 1) Η Τιμή Έκδοσης των έντοκων γραμματίων
- 2) Η Θεωρητική Αξία του έντοκου γραμματίου **σήμερα** δεδομένου ότι δεν έχουν μεταβληθεί οι παράγοντες
- 3) Η σημερινή Θεωρητική Αξία αν υποθέσουμε ότι τα επιτόκια έχουν μειωθεί κατά 1/4.
- 4) Την απόδοση που θα 'χει ένας επενδυτής εάν το αγοράσει σήμερα στη θεωρητική αξία του και το κρατήσει μέχρι την λήξη του.

ΛΥΣΗ:

1) $O.A=1000$

Επιτόκιο ετήσιας βάσης=5%

Πρέπει να μετατραπεί η **τριμηνιαία βάση σε ετήσια**

$$r_{90} \rightarrow (1+r_{365})^{90/365} - 1 = 0,0121 \rightarrow 1,21\%$$

↓	↓
ετήσιο επιτόκιο	επιτόκιο προ φόρων
5%	

$$r_{90} \text{ (μετά φόρων)} = 0,021 \cdot (1-\Phi.\Sigma) = 0,0121 \cdot (1-0,1) = 0,01089 \rightarrow 1,089\%$$

$$\text{Τιμή Έκδοσης} = \frac{O.N.A.E.}{1+r(1-\Phi.\Sigma)} = \frac{1000}{1+0,01089} = 989,23$$

$$2) \Theta.A_{30} = T.E + (O.A - T.E) \cdot \frac{v}{N}$$

$$\Theta.A_{30} = 989,23(1000 - 989,23) \cdot \frac{30}{90}$$

$$\Theta.A_{30} = 992,83$$

$$3) 1/4 \rightarrow 0,25\%$$

ΑΡΑ: Θα μειώσουμε την αρχική απόδοση σε 0,25%

Δεν διευκρινίζει αν θα είναι προ ή μετά φόρων, θα επιλεγεί μετά φόρων.

Επομένως:

$$5\% \cdot (1-0,1) = 5\% \cdot 0,9 = 4,5\% \\ \rightarrow 4,5\% - 0,25\% = 4,25\%$$

$$H \Theta.A_{60} = \frac{O.A}{1+r} = \frac{1000}{1,00685} = 993,18$$

$$r_{60} = 1.0425^{60/365} - 1 = 0.00685 \rightarrow 0.685\%$$

Το 1.0425 προκύπτει από την μετατροπή του 4,25 που είναι ετήσιο σε μηνιαίο.

$$4) 993,18 - 989,23$$

$$\text{οπότε: } r = \frac{1000}{993,18} - 1 = 0.0072 \rightarrow 0.72\% \text{ Καθαρή Απόδοση}$$

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 4:

Ένα Έντοκο γραμμάτιο με διάρκεια ζωής 90 ημέρες και έχει εκδοθεί πριν από 50 ημέρες έχει ονομαστική αξία 500 €, έχει απόδοση ονομαστική ή r ονομαστικό 4,5%, το ονομαστικό επιτόκιο και τα έσοδα από φόρους 10%.

Ζητούνται:

A) Τα έσοδα του δημοσίου.

B) Ποια θα είναι η Θεωρητική Αξία αν δεν αλλάξει κανένα δεδομένο??

Γ) Με την υπόθεση ότι οι προσδοκίες των τρεχόντων επιτοκίων θα μειωθούν κατά μισή ποσοστιαία μονάδα, πόσο θα μειωθεί η Θεωρητική Αξία του γραμματίου

Δ) Με τα δεδομένα του τελευταίου υποερωτήματος και εφόσον υποθέσουμε ότι το γραμμάτιο στην ελεύθερη Αγορά διαπραγματεύεται 497 €. Να βρεθεί αν το γραμμάτιο αποτελεί επενδυτική ευκαιρία και το κατά πόσο το γραμμάτιο είναι υπεριμμημένο ή υποτιμημένο??

ΛΥΣΗ

Δεδομένα:

$N=90$

$N=30$

$O.A=500$

$r_{ov}=4,5\%$ ετήσιο

$\Phi.\Sigma=10\%$

A) Τιμή Έκδοσης= $\frac{\text{Ονομαστική Αξία}}{1+r(\Phi.\Sigma)}$

Η ονομαστική αξία είναι 500(από δεδομένα), προτού υπολογιστεί ο τύπος θα μετατρέψω τον τύπο μετά φόρων.

$(1-\Phi.\Sigma)=1-0,1=0,9 \cdot 4,5 = 4,05\%$ μετά φόρων

Άρα: $\frac{500}{1+(4,05)}$

Κατόπιν πρέπει να μετατραπεί σε κοινή βάση 90 ημερών:

$(1+0,0405)^{90/365} - 1 \approx 0,99\%$

Άρα αντικαθιστώ για να βρεθεί την Τιμή Έκδοσης:

$\frac{500}{1+0,0099} = T.E \ 495,1$

B) Θεωρητική Αξία= $T.E + (O.A - T.E) \cdot \frac{v}{N}$

Αντικαθιστώντας: $495,1 + (500-495,1) \cdot \frac{30}{90} = 496,733$ η Θεωρητική Αξία

Γ) $4,05-0,5 = 3,55\%$

4,05 είναι αρχική εναλλακτική απόδοση με φόρο.

Η νέα Θεωρητική Αξία που διαμορφώνεται θα είναι μια νέα απόδοση αφού το μετατρέψω : $(1+0,0355)^{60/365} - 1 = 0,55\%$

Επομένως: $\frac{500}{(1+0,0055)} = 497,265$, νέα τιμή

Η απόδοση για το διάστημα 30 ημερών θα είναι : $\frac{497,265}{496,73} - 1 = +0,107\%$ Αύξηση

Δ) $\frac{497,265}{497} - 1 = 0,00053$ ή 0,053%

Άρα είναι υποτιμημένο κατά 0,0053

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα: Θ.Α>Α.Α

Εμπορικά Χρεόγραφα (Commercial Papers)

Τα Εμπορικά Ομόλογα είναι εργαλεία της χρηματαγοράς, βραχυπρόθεσμης διάρκειας και χρησιμοποιούνται για βραχυπρόθεσμα χρέη – οφειλές και για απόκτηση κεφαλαίου για να δημιουργήσουν μια βιομηχανική μονάδα ή για να αποκτήσουν εξοπλισμό αξιόπιστες επιχειρήσεις. Τα εν λόγω εργαλεία – χρεόγραφα - εκδίδονται και χρησιμοποιούνται χωρίς διασφαλίσεις και εγγυήσεις και αφορούν ποσά από 10, 20, 30 έως 100 εκ Δρχ. Η χρονική περίοδος ωρίμανσης ορίζεται μεταξύ ενός έως δύο ετών, αλλά πολλές φορές για πολύ μικρότερα χρονικά διαστήματα, μιας και δυο ημερών, αλλά και μέχρι 9 μηνών.

Η διαδικασία υπολογισμού της απόδοσης (Yield) ή επιτοκίων είναι ίδια με αυτή των έντοκων Γραμματίων.

Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Negotiable Certificate of Deposit – NCD's)

Τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (NCD'S), εκδίδονται από μεγάλες εμπορικές τράπεζες και από άλλους μεγάλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς και αποταμιευτικά ιδρύματα και χρησιμοποιούνται ως βραχυπρόθεσμες πηγές άντλησης κεφαλαίων. Είναι κυρίως πιστοποιητικά που αφορούν μεγάλα ποσά από 20, 30 εκατ Δρχ και άνω.

Η δέ χρονική περίοδος ωρίμανσης είναι από δύο έως τρεις βδομάδες, αλλά πολλές φορές μέχρι και ένα χρόνο ή κυρίως έξι μήνες. Επίσης υπάρχει και δευτερογενής αγορά για την αγορά και πώληση τους, με σκοπό τη ρευστοποίησή τους στην οποία και πωλούνται με υψηλότερες τιμές.

Συμφωνίες επαναφοράς τίτλων του δημοσίου (Repurchase Agreements – Repo)

Οι συμφωνίες επαναφοράς τίτλων του δημοσίου, κυρίως Εντόκων Γραμματίων Ομολόγων (Repurchase Agreements – Repo) αφορούν την πώληση χρεογράφων, από ένα μέρος στο άλλο, με μια σχετική συμφωνία της επαναφοράς των εν λόγω χρεογράφων σε συγκεκριμένη ημερομηνία και αξία. Έτσι, τα Repo είναι μια συναλλαγή που αντιπροσωπεύει μια μορφή δανείου, η οποία καλύπτεται από χρεόγραφα.

Σε περίπτωση που ο δανειζόμενος παραλείπει ή αμελήσει ή δεν θέλει να επιστρέψει το προϊόν του δανείου, ο δανειζόμενος απαιτεί την επαναφορά των χρεογράφων. Ακόμη, στις περισσότερες συναλλαγές repo χρησιμοποιούνται χρεόγραφα του δημοσίου, αν και πολλές φορές πολλά από αυτά εμπλέκουν έμμεσα άλλα χρεόγραφα, εμπορικά ομόλογα, ομολογίες, πιστοποιητικά καταθέσεων κ.α.

Πέραν αυτών, έχουμε και τα αντίστροφα Repo (Reverse repo), τα οποία αναφέρονται στην περίπτωση που τα χρεόγραφα αγοράζονται από ένα μέρος, ενώ στο άλλο μέρος υπάρχει συμφωνία επαναπώλησης αυτών. Με αποτέλεσμα μία συναλλαγή repo και μία αντίστροφη συναλλαγή Repo αντιπροσωπεύουν την ίδια συναλλαγή, αλλά από διαφορετική πλευρά – κατεύθυνση.

Τα επιτόκια των Repo καθορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της αρχικής τιμής πώλησης των χρεογράφων και της συμφωνηθείσας τιμής επαναφοράς των στην βάση των 360 ημερών, Χρησιμοποιώντας το εμπορικό έτος.

Παράδειγμα3:

Εάν τα χρεόγραφα αρχικά αγορασθούν από τον επενδυτή σε τιμές 9,852,217Δρχ με την συμφωνία να ξαναπωληθούν αυτά στην τιμή (Τπ) των 10,000,000Δρχ στο τέλος της χρονικής περιόδου των 60 ημερών έχουν μία απόδοση:

$$\text{Repo (\% απόδοση)} = \frac{T\pi - T\alpha}{T\alpha} \times \frac{360}{V}$$

$$\frac{10,000,000 \text{ Δρχ} - 9,852,217\text{Δρχ}}{9,852,217} \times \frac{360}{60} = 9\%$$

Χρεόγραφα Τραπεζικής Αποδοχής (Banker's Acceptance)

Μια εγγυητική επιστολή αντιπροσωπεύει την υπευθυνότητα με την οποία αναλαμβάνει μια τράπεζα με μελλοντική πληρωμή ενός πελάτη. Είναι σύνηθες φαινόμενο να χρησιμοποιούνται διεθνώς στις εμπορικές συναλλαγές οι εγγυητικές επιστολές. Συνήθως οι εξαγωγείς προτιμούν τις τράπεζες να δρουν ως εγγυητές πριν ή μετά την αποστολή εμπορευμάτων τους στους εισαγωγείς και κυρίως όταν η πιστοληπτική ικανότητα ή το ύψος πολλές φορές δεν είναι γνωστό. Έτσι οι τράπεζες διευκολύνουν το διεθνές εμπόριο με την αποδοχή των εγγυητικών αποστολών – on a draft - το οποίο υποχρεώνει τις πληρωμές να γίνονται σε συγκεκριμένη ημερομηνία. Ενώ αντίθετα ο εισαγωγέας πληρώνει στην τράπεζα ότι οφείλει στον εξαγωγέα μαζί με το κόστος της τράπεζας για την εγγύηση αυτής της οφειλής – πληρωμής.

Η χρονική περίοδο ωρίμανσης των εγγυητικών επιστολών είναι από ένα μέχρι εννέα μήνες, πολλές φορές και για μεγαλύτερες χρονικές περιόδους. Ακόμη πολλές φορές οι εγγυητικές επιστολές είναι ανανεώσιμες ανά χρονική περίοδο. Ακολουθούν ανανέωση, εξόφληση για ένα μεγάλο αριθμό εγγυητικών επιστολών (Revolving process).

Παράδειγμα4:

Αν μια εμπορική τράπεζα Α δανείζεται με Repo από άλλη τράπεζα Β το ποσό των \$20,000,000 για μια μέρα με επιτόκιο 8%, τι θα πληρώσει η Α στην Β για να κερδίσει αυτήν την προσωρινή ρευστότητα.

Λύση:

Θα χρησιμοποιήσουμε το εξής τύπο:

$$(\text{Δανειζόμενο ποσό}) \times (\text{επιτόκιο Repo}) \times (\text{ημέρες δανειζόμενου κεφαλαίου}) = \text{χρημ. ποσό}$$

360 μέρες

$$(\$20,000,000) \times (0.8) \times \left(\frac{1}{360}\right) = \$4,444$$

Η Α τράπεζα θα πληρώσει πίσω το Repo με το ποσό των: $\$20,000,000 + \$4,444 = \$20,004,444$

Αγορά Συναλλάγματος

Η αγορά συναλλάγματος είναι μια διαφορετική εκδοχή της αγοράς χρήματος. Πρέπει να υπογραμμισθεί ότι περιλαμβάνεται στην αγορά χρήματος και δεν είναι κάτι το ξεχωριστό και ανεξάρτητο.

Η μόνη διαφορά μεταξύ της αγοράς χρήματος και της αγοράς συναλλάγματος είναι ότι στην αγορά συναλλάγματος η προσφορά και η ζήτηση γίνεται σε μικρό χρονικό διάστημα και σε ξένο νόμισμα.

Η δημιουργία αγοράς συναλλάγματος προϋποθέτει τον ελεύθερο καθορισμό και τη διαμόρφωση των τιμών του συναλλάγματος. Ο όρος «ελεύθερος» εκλαμβάνεται με την έννοια ότι οι νομισματικές αρχές, κατά βάση οι κεντρικές τράπεζες, αφήνουν τις τιμές του συναλλάγματος να καθορίζονται ελεύθερα από την αγορά, δηλαδή με το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης, ενώ οι παρεμβάσεις τους για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζεται συνήθως σε συνδυασμό με την γενική οικονομική πολιτική.

Τα παραπάνω στοιχεία καθορισμού της τιμής του εγχώριου νομίσματος και των τιμών του συναλλάγματος έχουν προδιαγραφεί στα πλαίσια του συστήματος διακύμανσης του συναλλάγματος (floating system), που θεσπίστηκε με την μεταρρύθμιση του διεθνούς νομισματικού συστήματος από το 1973. Γι' αυτό και η δημιουργία και ανάπτυξη τοπικών αγορών συναλλάγματος αποτελεί βασικά φαινόμενα της μετέπειτα εποχής και ακόμη περισσότερο μετά τα τέλη της 10ετίας του 80 κατάρρευσης του συστήματος κεντρικού σχεδιασμού και διοίκησης των οικονομιών και του ευρύτερου φαινομένου της «παγκοσμιοποίησης» των αγορών και των οικονομιών. Παράλληλα αναπτύσσονται βαθμιαία τοπικές αγορές για διάφορα συναλλαγματικά χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως ανταλλαγές (swaps), προθεσμιακές πράξεις (futures), «παράγωγα» κλπ.

Στην επιτάχυνση της ανάπτυξης και διεθνοποίησης της διεθνούς αγοράς συναλλάγματος, συντέλεσαν επίσης καθοριστικά σε συνδυασμό εκτός από την αλλαγή του διεθνούς συστήματος συναλλάγματος, η ραγδαία τεχνολογική πρόοδος στο τομέα των επικοινωνιών, σε συνδυασμό με την ηλεκτρονική τεχνολογία (δορυφορική επικοινωνία, δίκτυα H/Y, βάσεις δεδομένων κλπ.).

ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Η αγορά συναλλάγματος είναι αυτή που χαρακτηρίζει <<ΔΙΕΘΝΕΣ ΧΡΗΜΑ>>. Δηλ.

- Ως μέσο πληρωμών
- Ως μέσο μέτρησης της αξίας
- Ως μέσο διακράτησης αγοραστικής δύναμης

Στις διεθνές οικονομικές συναλλαγές.

Είναι άρα το <<εργαλείο>> που εκτελεί τις πιο πάνω τρεις βασικές λειτουργίες του χρήματος όχι στο χώρο της Ευρωζώνης με άλλες εθνικές οικονομίες.

Τέλος, πρέπει να υπογραμμισθεί ότι οι Αγορές συναλλάγματος δεν οφείλουν την ύπαρξή τους μόνο στις Διεθνείς ανταλλαγές πραγματικών αγαθών και υπηρεσιών, αλλά

και στις ανταλλαγές ενός συναλλάγματος με ένα άλλο. Δηλαδή τις μετακινήσεις και ανταλλαγές εθνικών νομισμάτων. Στην πρώτη περίπτωση ανταλλάσσεται <<πραγματικό>> αγαθό ή υπηρεσία έναντι συναλλάγματος, στη δεύτερη περίπτωση ανταλλάσσεται μια μορφή συναλλάγματος.

Οι μετέχοντες στις Αγορές Συναλλάγματος

Στις αγορές συναλλάγματος μετέχουν τέσσερις κατηγορίες οικονομικών μονάδων: οι Επιχειρήσεις, οι Ιδιώτες, οι Εμπορικές Τράπεζες(και γενικότερα οι χρηματοπιστωτικού Οργανισμοί) και οι Κεντρικές Τράπεζες.

Οι Επιχειρήσεις συμμετέχουν

- Για να αγοράσουν ή να πωλήσουν συνάλλαγμα με σκοπό τις εισαγωγές ή τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών,
- Να προστατευθούν από το <<συναλλαγματικό κίνδυνο>>,
- Να κερδοσκοπήσουν.

Οι Ιδιώτες συμμετέχουν

- Για να καλύψουν τις ιδιωτικές τους συναλλαγές με το εξωτερικό,
- Να προστατευθούν από τον συναλλαγματικό κίνδυνο από τις πιο πάνω συναλλαγές ,
- Για να κερδοσκοπήσουν.

Οι Εμπορικές Τράπεζες και οι Χρηματοοικονομικοί Οργανισμοί συμμετέχουν

- Να ικανοποιήσουν τις σε συνάλλαγμα ανάγκες των πελατών τους, επιχειρήσεων ή ιδιωτών,
- Να διαχειριστούν ορθολογικά το επίπεδο των συναλλαγματικών τους διαθεσίμων είτε επειδή οι ίδιες επιδιώκουν το άριστο, είτε επειδή τους το επιβάλλει θεσμικά η Κεντρική Τράπεζα,
- Για να κερδοσκοπήσουν.

Οι Κεντρικές Τράπεζες συμμετέχουν

- Για να διατηρήσουν ή να μεταβάλλουν, όταν μπορούν, τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος τους σε αντιστοιχία με τις εξελίξεις στο Ισοζύγιο Εξωτερικών Πληρωμών και γενικότερα τις επιδιώξεις της Οικονομικής Πολιτικής της Πολιτείας.
- Να διατηρήσουν ή να μεταβάλλουν πάλι όταν μπορούν σε συνάλλαγμα και χρυσό αποθέματα της οικονομίας,
- Να ελέγχουν και να μεταβάλλουν όταν και όσο μπορούν την Προσφορά του Εγχώριου Χρήματος σε επιθυμητά επίπεδα σε αντιστοιχία με την εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών μεγεθών της οικονομίας. Αυτό γιατί οι αγορές συναλλάγματος είναι εντελώς διασυνδεδεμένες σε ορισμένα επίπεδα.

ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ Ή ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως οι τίτλοι των χρηματαγορών είναι εύκολα ρευστοποιήσιμες επενδύσεις που ενσωματώνουν τον ελάχιστο χρηματοοικονομικό κίνδυνο και στην ουσία βοηθούν τις οικονομικές μονάδες να ρυθμίζουν την ρευστότητα τους.

Αντίθετα όμως, οι τίτλοι στις κεφαλαιαγορές ποικίλουν όσο αφορά στον κίνδυνο αθέτησης που ενσωματώνουν τη λήξη τους και τη διαπραγματευσιμότητα τους. Επίσης, οι χρηματοοικονομικοί πόροι που συγκεντρώνονται επενδύονται σε παραγωγικά κεφάλαια απ' όπου προέρχεται ετησιολογικά και η ορολογία ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ. Η σκοποπιμότητα της χρήσης τους είναι να καλυφθούν βραχυπρόθεσμες ανάγκες, επενδυτικές ανάγκες. Αυτά ισχύουν για τις επιχειρήσεις όπου η ωφέλεια περιορίζεται και τα συμφέροντα που εξυπηρετούνται συγκεκριμένα. Όσο αφορά τις επενδύσεις στο Δημόσιο η ωφέλεια εκτείνεται σ' όλο το κοινωνικό σύνολο. Γίνεται λόγος για κοινωφελής επενδύσεις με σκοπό την εξυπηρέτηση γενικών συμφερόντων.

Η αγορά αυτή στην οποία όπως προηπώθηκε διακινούνται αξιόγραφα μακροχρόνιας διάρκειας (κατά κανόνα διάρκεια ζωής άνω του ενός έτους), ταυτίζεται με κάποια βασικά χαρακτηριστικά σε ότι αφορά στην διακίνηση των αξιόγραφων και είναι τα εξής:

- Ο υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων των εκδοτών.
- Η σημαντική διακύμανση των τιμών των αξιόγραφων.
- Η μακροχρόνια διάρκεια ζωής.

Επίσης πρέπει να αναφερθεί η διάκριση των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ως προς την φύση-μορφή τους, σε δύο κατηγορίες:

A) ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΜΟΡΦΗΣ απαίτηση: Αγορές μακροπρόθεσμων δανειακών τίτλων, συγκεκριμένα αναφέρεται σε αγορά ομολόγων. Βασικό χαρακτηριστικό είναι ο περιορισμένος βαθμός κινδύνου(πιστωτικός κίνδυνος) το χαρακτηριστικό αυτό συνεπάγεται από τις περιορισμένες απαιτήσεις για προσδοκώμενη ωφέλεια.

B) ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΜΟΡΦΗΣ απαίτηση: Ανήκει η Αγορά μετοχικών τίτλων. Χαρακτηρίζεται από την ουσιαστική συμμετοχή του στην χρηματοδότηση και γενικότερα στο εγχείρημα της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Καθορίζει την συμμετοχή τόσο στα οφέλη όσο και στους κινδύνους.

ΟΜΟΛΟΓΑ

Είναι ανώνυμοι τίτλοι που προσδίδουν απαίτηση πάνω σε τμήμα ενός ομολογιακού δανείου. Γενικότερα μπορούν να αναφερθούν ως τιτλοποιημένες απαιτήσεις του δανειστή από τον δανειζόμενο **πάντα** σε μακροπρόθεσμο επίπεδο

Η συμμετοχή στην διαχείριση είναι περιορισμένη αυτό συνεπάγει και περιορισμένο βαθμό κινδύνου :

- Πιστωτικός Κίνδυνος: Έχει να κάνει με την πιστωτική κατάσταση σε σχέση δανειστή-δανειζόμενου. Ο πιστωτικός κίνδυνος πηγάζει από την ικανότητα του δανειστή ν' ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις τις.
- Επιτοκιακός Κίνδυνος: Δεν σχετίζεται με τον εκδότη αλλά με τον αποδέκτη. Ουσιαστικά είναι η σχέση με την απόδοση ή το κόστος που έχουμε σε περίπτωση που είμαστε δανειστές ή δανειζόμενοι αντίστοιχα. Ο επιτοκιακός κίνδυνος προέρχεται από τη μεταβολή των επιτοκίων.

ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΚΔΟΤΗ

A) ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ (G.B)

Εκδίδονται από το κράτος με σκοπό την κατασκευή κοινωφελών έργων. Ο όγκος έκδοσης τους είναι υψηλός. Είναι εγγυημένα από το κράτος και αυτό συνεπάγεται την υψηλή αναγνωρισιμότητα τους και φερεγγυότητα καθώς και τον ιδιαίτερα χαμηλό βαθμό πιστωτικού κινδύνου αλλά και τις χαμηλές αποδόσεις.

B) ΟΜΟΛΟΓΑ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΑΡΧΩΝ Ή ΔΗΜΟΤΙΚΑ (M.B)

Εκδίδονται από περιφέρειες, νομαρχίες, εφορίες, τοπικές αρχές όπως Δήμοι, Κοινότητες και γενικά όσες έχουν υψηλό βαθμό ελέγχου. Η έκδοσή τους έχει κατά βάση ως στόχο την χρηματοδότηση αναγκών κατά το ήμισυ τα υπόλοιπα προέρχονται από το κράτος.

Στην χώρα μας δεν χρησιμοποιούνται γιατί δεν υπάρχουν ισχυρές αυτοδύναμες αρχές με κοινωφελής δράση.

Εδώ να επισημανθεί ότι οι παραπάνω δύο κατηγορίες ονομάζονται ΑΝΟΙΚΤΟΥ ΤΥΠΟΥ εκδόσεις, διατυπώνονται μ' αυτόν τον τρόπο γιατί χαρακτηρίζονται από την ελευθερία στην εγγραφή και συμμετοχή. Η συμμετοχή επιτυγχάνεται μετά από την κατάθεση της αίτησης του ενδιαφερόμενου και την καταβολή του προβλεπόμενου χρηματικού ποσού.

Οι ανοικτού τύπου εκδόσεις γίνονται από μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες απευθύνονται σε μεγάλο επενδυτικό κοινό δανειστών. Η έκδοση επιβαρύνεται με κάποια έξοδα (π.χ δημοσίευσης), γι' αυτό δεν συμφέρει να περιορίζεται.

Γ) ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ (C. B)

Τα Ομόλογα των επιχειρήσεων ή εταιρικά Ομόλογα, προσφέρουν και αυτά συγκεκριμένες χρηματικές εισροές (τοκομερίδια) σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές στο μέλλον. Συνήθως, υπάρχουν περιορισμοί ως προς τις δραστηριότητες της εκδότριας εταιρίας με σκοπό την προστασία του επενδυτικού κοινού. Τα εταιρικά Ομόλογα είναι ένας τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων πέρα από τον Τραπεζικό δανεισμό, την έκδοση νέων μετοχών και την παρακράτηση κερδών. Η έκδοσή τους είναι κλειστού τύπου, εν αντιθέσει με τις πρώτες κατηγορίες, αυτό σημαίνει ότι προορίζονται για μια συγκεκριμένη ομάδα ιδιωτών/επιχειρήσεων μετά από προσυμφωνία.

Ακόμη, η έκδοση κλειστού τύπου συνεπάγει μικρό κόστος έκδοσης επειδή έχει χαμηλή εμπορευσιμότητα λόγω της περιορισμένης συμμετοχής. Το αρνητικό όμως που προέρχεται από αυτά τα χαρακτηριστικά τους, είναι το ενδεχόμενο που υπάρχει έτσι ώστε να μην αγοραστεί στην δίκαιη τιμή.

Δ) ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ (M-B BONOS)

Η συγκεκριμένη κατηγορία μπορεί να είναι δύο μορφών.

A) Μπορεί να εκδίδονται από χρηματοοικονομικά ιδρύματα με σκοπό την μεταβίβαση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου μεμονωμένων επενδυτών.

B) Η δεύτερη μορφή έκδοσης σπάνια ως καθόλου εμφανιζόμενη στην Ελλάδα, χρησιμοποιούμενη στο εξωτερικό αλλά σε περιορισμένο βαθμό. Ο τρόπος που λειτουργεί που λειτουργεί περιγράφεται ως εξής: Δημιουργούνται ενώσεις προσώπων και έτσι όλοι μαζί συγκεντρωμένοι λειτουργούν ως μια μονάδα και προβαίνουν συλλογικά στην αναζήτηση κεφαλαίων σε καλύτερους όρους. Όλοι μαζί δημιουργούν Ομολογιακό δάνειο με σκοπό την ανέγερση των κατοικιών τους, το έργο τους ενισχύεται από κατασκευαστικά συγκροτήματα. Η αποπληρωμή μοιράζεται αναλόγως το μερίδιο που έχει ο καθένας. Οι όροι αποπληρωμής συγκεκριμένοι και αυστηροί, υποχρεωτικά πρέπει να τηρούνται στο έπακρο. Ως αντίκρισμα σε περίπτωση μη δυνατότητας ανταπόκρισης στους τιθέμενους όρους αποτελεί το ίδιο το περιουσιακό στοιχείο.

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΟ ΠΩΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΕΤΑΙ Η ΤΙΜΗ Ή ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ

(τιμή και απόδοση είναι αντιστρόφως ανάλογα ποσά)

A) ΟΜΟΛΟΓΑ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ/ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (FIXED RATE BONDS)

Είναι τιμαριθμοποιημένα Ομόλογα ή Ομόλογα πραγματικής απόδοσης=(Real Return Bonos). Διατηρούν συγκεκριμένη απόδοση, δεν διαμορφώνονται από τον δείκτη επιτοκίων αλλά ανάλογα με τον τιμάρημο.

B) ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (FLOATING RATE BONDS)

Μπορεί να μεταβάλλεται έχοντας όμως ένα δείκτη επιτοκίων ως αναφορά. Πρέπει να εκτιμηθούν σύμφωνα με τις προσδοκίες για το πώς θα μεταβληθούν τα επιτόκια (ανοδικά ή καθοδικά $\uparrow\downarrow$). Πρέπει να ληφθεί υπόψη και ο πιστωτικός κίνδυνος, ο επιτοκιακός κίνδυνος θα είναι περιορισμένος σε κάποιο βαθμό μικρότερο, στην προκειμένη περίπτωση, αρκεί να υπάρχει καλή εκτίμηση για τα κουπόνια. Αν οι εκτιμήσεις αποδειχτούν λανθασμένες αλλάζουν τα δεδομένα, καθώς θα δημιουργηθεί ένας νέος κίνδυνος μη ικανότητας πρόβλεψης.

Γ) ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΕ ΡΗΤΡΑ ΞΕΝΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ

Η απόδοση τους διαμορφώνεται ανάλογα τις μεταβολές ενός ξένου νομίσματος.

Δ) ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΟΜΟΛΟΓΑ (CONVERTIBLE BONDS)

Εκδίδεται ένα δάνειο το οποίο κατά την λήξη του μετατρέπει το κεφάλαιο σε άλλη μορφή απαίτησης όπως σε μετοχές ή σε μετρητά.

ΣΤ) ΣΥΝΘΕΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ Ή ΔΟΜΗΜΕΝΑ (STRUCTURED BONDS) (Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα)

Είναι δάνεια με ιδιαίτερους όρους μοχλευμένα. Έχουν σύνθετους όρους και προδιαγραφές. Δομούνται και σύμφωνα με τις επιλογές των συμβαλλόμενων.

Ε) ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΗΔΕΝΙΚΟΥ ΚΟΥΠΟΝΙΟΥ Ή ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΟΥ. (ZERO COUPON)

Τα δάνεια αυτά εκδίδονται κάτω από την ονομαστική τιμή, εξοφλούνται στο άρτιο και δίνουν τόκο σε ορισμένα χρονικά διαστήματα, γι' αυτό στο σώμα των ομολογιών τους δεν έχουν προσαρτημένα τοκομερίδια. Το εισόδημα που αποφέρουν είναι η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής τους αξίας, που είναι μεγαλύτερη από την τιμή της αγοράς των ομολογιών και εισπράττεται όταν λήξει η διάρκεια ζωής τους. Δεν υπάρχουν ενδιάμεσες αποδόσεις, αυτό από την πλευρά του δανειστή σημαίνει διαφορετική απόδοση από την αναμενόμενη είτε καλύτερη είτε χειρότερη. Τα μηδενικά κουπόνια υπήρχαν στην δεκαετία του '80.

Παράδειγμα:

Ομολογιακό δάνειο μηδενικού κουπονιού, τριών ετών διάρκειας, έχουν παρέλθει 244 ημέρες πριν από την έκδοση του. Η Ονομαστική του Αξία είναι 1000€, η Απαιτούμενη του Απόδοση είναι 5%. Ας υποθέσουμε ότι το πριμ του πιστωτικού κινδύνου αυξήθηκε κατά μισή ποσοστιαία μονάδα.

Ποια θα πρέπει να είναι η Θεωρητική Αξία του ομολόγου σήμερα ???

ΛΥΣΗ:

Οι τόκοι και το κεφάλαιο εισπράττονται στο τέλος.

Η Ονομαστική Απόδοση δεν αλλάζει στο τέλος του τρίτου έτους.

Έτσι θα λάβουμε $1000 + (1,05)^3 \cdot P = P + C = 1,1576$

$$[(1,05)^3 - 1] \cdot P = C$$

$$\text{Επομένως: } 1000 + 157,6 = 1157,6$$

$$\text{Θεωρητική Αξία ομολόγου: } \frac{1157,6}{(1+0,055)^{2,333 \text{ ή } 7/3}} = \frac{1157,6}{1,13} = 1024,42$$

Άρα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι είναι διαπραγματεύσιμο.

Η ΔΙΑΦΟΡΑ ΜΕΤΑΞΥ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Με το σταθερό επιτόκιο είναι γνωστό εκ των προτέρων στον δανειζόμενο το κόστος δανεισμού αλλά το μειονέκτημα είναι πώς αυξάνεται ο κίνδυνος της εναλλακτικής απόδοσης.

Αν υπάρχουν στην αγορά ήδη χαμηλά επιτόκια και προσδοκά σύμφωνα με προβλέψεις και αναλύσεις επίσης χαμηλά επιτόκια, είναι συμφέρον να επιλέξει απόδοση σταθερού

επιτοκίου. Εάν υπάρχουν υψηλά και είναι επιρρεπής στο να συνεχίσουν την ανοδική τους πορεία δεν συμφέρει γιατί στο μέλλον θα συνεχίσουν να είναι ανοδικά. Τα επιτόκια αποτελούν το μέσο εξισορρόπησης των δύο πλευρών, συμφερόντων (κόστος- απόδοση) μεταξύ δανειστή και δανειζόμενου. Το μεταβλητό επιτόκιο είναι πιο κοντά στα τρέχοντα.

Τα σταθερά επιτόκια δεν εκδίδονται παραπάνω από ένα έτος έτσι, συνήθως προτιμείται το μεταβλητό επιτόκιο

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΟΝ ΤΡΟΠΟ ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΟΥΣ

- Εξοφλητέες στο άρτιο. Η αξία εξόφλησης είναι ίδια με την ονομαστική.
- Εξοφλητέες υπέρ το άρτιο. Η αξία εξόφλησης είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική.
- Λαχειοφόροι. Δίνουν δικαίωμα σε λαχειοφόρο κλήρωση με πιθανότητα κέρδους.
- Με συμμετοχή στα κέρδη.
- Μετατρέψιμες σε μετοχές.

ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΙΣ ΠΑΡΕΧΟΜΕΝΕΣ ΕΓΓΥΗΣΕΙΣ

- Συνήθειες ομολογίες. Ο δικαιούχος είναι απλός δανειστής του εκδότη του ομολογιακού δανείου.
- Προνομιούχες. Οι ομολογίες συνοδεύονται με υποθήκη στα πάγια περιουσιακά στοιχεία του εκδότη ή ενέχυρο στα κινητά περιουσιακά στοιχεία του.

ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΑ

Στο κύριο σώμα κάθε ομολογίας είναι προσαρτημένος ένας αριθμός μικρών αποδείξεων, που λέγονται τοκομερίδια. Τα τοκομερίδια δίνουν δικαίωμα στον ομολογιούχο, στις ημερομηνίες που σημειώνονται επάνω, να εισπράττει τον τόκο της ομολογίας με βάση το επιτόκιο, που επίσης γράφεται επάνω σ' αυτά. Τα τοκομερίδια είναι σύμφωνα με το νόμο αξιόγραφα ή δικαιόγραφα δηλαδή ενσωματώνουν ορισμένη αξία και ορισμένο δικαίωμα και αποτελούν ανώνυμους τίτλους, δηλαδή εισπράττει τον τόκο ο κομιστής των τοκομεριδίων. Όταν κοπεί το τοκομερίδιο από την ομολογία γίνεται ανεξάρτητο.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

Το εισόδημα από τοκομερίδια είναι εισόδημα Γ πηγής. Σύμφωνα με το νόμο που που συμπληρώθηκε και τροποποιήθηκε με τον Νόμο 2065/92 το εισόδημα από ομολογίες επιχειρήσεων φορολογείται με συντελεστή 20%. Μέχρι το 1990 εξαιρούνταν οι τόκοι ομολογιακών δανείων επιχειρήσεων που είχαν χρησιμοποιήσει τις απαλλαγές του Ν3746/57.

Από το 1991 οι τόκοι των παραπάνω δανείων φορολογήθηκαν με 10% μαζί με τις τραπεζικές καταθέσεις. Το ποσοστό αυτό αυξήθηκε σε 15% με Ν 2093/1992. Ο φόρος παρακρατείται από εκείνον που καταβάλλει τους τόκους, κατά την εξαργύρωση των

τοκομεριδίων. Με την παραπάνω παρακράτηση του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του δικαιούχου.

Δεν φορολογούνται οι τόκοι ομολογιών που εκδίδονται στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, το Ειδικό Ταμείο Ρυθμιστικών και Πολεοδομικών Σχεδίων και τα κτηματικά ομόλογα.

ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΟΥ COUPON RATE

Η τοκομεριστική απόδοση είναι σταθερή και γνωστή εκ των προτέρων.

Το κουπόνι προκύπτει από τον τύπο:

$$C = P \cdot CR$$

Όπου P=Κεφάλαιο

$$\frac{C \quad C \quad C \quad C \quad C \quad C+P}{-P}$$

⌚ Εισπράττονται τα τοκομερίδια που αντιστοιχούν στην ονομαστική αξία του ομολόγου.

Το COUPON RATE πρέπει να αντιστοιχεί στην ίδια περίοδο με το τοκομερίδιο για να είναι εφικτός ο υπολογισμός. Αν δεν συμβαίνει αυτό είναι αναγκαία η μετατροπή κάτι που απαιτεί γνώση της ονομαστικής αξίας του κουπονιού καθώς και τον αριθμό κουπονιών που προκύπτει από την διάρκεια και την συχνότητα.

Υπολογισμός κουπονιού αρκεί να γνωρίζω μια ονομαστική απόδοση : CR=5% διετής απόδοση

$$\text{Το } P=1000 \quad \frac{(1+r)^2 - 1}{(1+0.05)^2 - 1} \cdot P = 1.1025 \text{ ή } 1102,5 \text{ το κουπόνι}$$

Πώς προκύπτει η αξία του ομολόγου??

Αν η τοκομεριστική περίοδος που βρίσκεται είναι ακέραιη τότε ο υπολογισμός γίνεται εύκολα.

Αν η τοκομεριστική περίοδος βρίσκεται σε μη ακέραιο διάστημα όπως παράδειγμα σε διάστημα 1/3 μεταξύ 2/3 πρέπει να υπολογίσω την Θεωρητική του Αξία.

$$\sum \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P_m}{(1+r)^n}$$

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΟΛΟΓΟΥ

$$\underline{P \quad C \quad * \quad C \quad C \quad C \quad C+P}$$

*Πρέπει να βρεθεί η αξία μέχρι το συγκεκριμένο σημείο. Πρέπει να προεξοφληθούν όλα τα κουπόνια.

$$\sum \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{P}{1+r}$$

P=κεφάλαιο

C=κουπόνι

r=απαιτούμενη απόδοση

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

Ένα ομόλογο έχει εκδοθεί πριν από 122 ημέρες και έχει τα εξής χαρακτηριστικά: Η διάρκεια του ομολόγου είναι 5 έτη, η τοκομεριστική περίοδος είναι 365 ημέρες (1 έτος), η ονομαστική αξία του είναι 500€, η ονομαστική απόδοση του είναι 6%. Διαπραγματεύεται για 510€ (δηλ. τρέχουσα αξία). **ΖΗΤΕΙΤΑΙ:** 1) η Καθαρή Οικονομική Ωφέλεια αν προσδοκάτε μείωση κατά 1 ποσοστιαία μονάδα. 2) Να διερευνηθεί αν αποτελεί κίνητρο αγοράς αυτό το ομόλογο.

ΛΥΣΗ

$$\frac{C}{-500} \quad \underline{1_c} \quad \underline{2_c} \quad \underline{3_c} \quad \underline{4_c} \quad \underline{5_c}$$

C=P · R (ονομαστική απόδοση)

$$C=500 \cdot 6\% \rightarrow C=30$$

Το κάθε τοκομερίδιο είναι 365 ημέρες και εμείς θέλουμε 122 ημέρες δηλαδή $\frac{1}{3}$, απολείπονται 243 ημέρες $=\frac{2}{3}$.

$$1) 6\% - 1\% = 5\% \quad \text{ΑΡΑ: } r=5\%$$

$$\Theta.A = \frac{30}{(1+0,05)^{\frac{2}{3}}} + \frac{30}{(1+0,05)^{\frac{5}{3}}} + \frac{30}{(1+0,05)^{\frac{11}{3}}} + \frac{30}{(1+0,05)^{\frac{14}{3}}} \rightarrow \Theta.A = 530,22$$

2) Το διαπραγματευόμαστε στα 510€
Η Θεωρητική του Αξία είναι 530,22

$$\text{ΑΡΑ: } 530,22 - 510 = 20,22\text{€}$$

Η Καθαρή Οικονομική Ωφέλεια σε ποσοστό θα είναι $\frac{20,22}{510} = 0,033 = 3,3\%$

ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι μετοχές αποτελούν διαπραγματευσιμά χρεόγραφα που προσδίδουν απαίτηση πάνω στο μετοχικό κεφάλαιο μιας Ανωνύμου Εταιρίας. Οι μετοχές χωρίζονται σε δυο κατηγορίες, τις κοινές και τις προνομιούχες, οι οποίες μπορεί να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες. Οι κοινές μετοχές είναι περισσότερο χρησιμοποιούμενες στην αγορά. Είναι οι πιο εύκολες στην μεταβίβαση και στις συναλλαγές.

Οι επενδυτές συνήθως προσπαθούν να κατανέμουν το χαρτοφυλάκιο τους σε Όλες τις κατηγορίες μετοχών (σε όλους τους κλάδους) για να επιμερίζουν τον κίνδυνο, να ικανοποιούν όλες τις ανάγκες του πελατειακού κοινού και να αποκομίζουν οικονομικά οφέλη από την απόδοση όλων των ειδών των μετοχών.

Σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου των μετοχών παίζει η ύπαρξη ή μη του κινδύνου, η διασπορά του ανάμεσα στα είδη των μετοχών και η δυνατότητα διαχείρισης του.

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ:

- Κοινές Μετοχές
- Προνομιούχες Μετοχές
- Μετοχές Επικαρπίας

Κοινές Μετοχές

Οι κοινές μετοχές είναι πιστοποιητικά έγγραφα που αντιπροσωπεύουν κατά κάποιο τρόπο, μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Οι κοινές μετοχές εκδίδονται από τις επιχειρήσεις για άντληση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου. Είναι μια μορφή δανείου από την κεφαλαιαγορά, όπως είναι τα μακροπρόθεσμα δάνεια ή τα χρεόγραφα δανείων με πολύ χαμηλό κόστος. Οι κοινές μετοχές στην επιχείρηση κατέχουν 60%.

Όμως, όσοι αγοράζουν κοινές μετοχές γίνονται μέρος της ιδιοκτησίας – μέτοχοι – της επιχείρησης και όχι απλά ένας πιστωτής. Αλλά αν και ο εκδότης των δεν είναι υποχρεωμένος να ξαναγοράσει τις μετοχές, πολλές φορές, όμως συμβαίνει και αυτό. Οι κάτοχοι των μετοχών μπορούν να τις ξαναπουλήσουν στον εκδότη ή και σε άλλον ενδιαφερόμενο τρίτο επενδυτή (φυσικό ή νομικό πρόσωπο) μέσω της χρηματιστηριακή αγοράς.

Οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν πολλά δικαιώματα σε σχέση με την εκδότρια επιχείρηση. Ένα από τα βασικότερα δικαιώματά τους είναι η ψηφοφορία στις γενικές συνελεύσεις. Το δικαίωμα της ψηφοφορίας μπορεί να γίνει μέσω αντιπροσώπου για να διευκολύνονται οι μέτοχοι σε περίπτωση κωλύματος.

Ένα άλλο δικαίωμα είναι η συμμετοχή των μετόχων στην διαδικασία εκλογής του Διοικητικού Συμβουλίου. Ακόμα μπορούν να συμμετέχουν στις αποφάσεις για την αύξηση νέων μετοχών – μετοχικό κεφάλαιο, να εγκρίνουν μια σειρά από αποφάσεις της εταιρίας για αναπτυξιακά προγράμματα κ.α. Η γνώμη των επενδυτών «μετράει» ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής του στην επιχείρηση – αριθμό των μετοχών σε σχέση με τον σύνολο των μετοχών της επιχείρησης.

Ακόμη, μέτοχοι που εκπροσωπούν το 5% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου έχουν δικαίωμα να απαιτήσουν από το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρίας το διορισμό ελεγκτών, ειδικά για τον έλεγχο της εταιρίας. Επίσης, η εκπροσώπηση του 5% συνεπάγει την δυνατότητα στους μετόχους να ζητήσουν την σύγκλιση έκτακτης γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Πάντως, εάν οι επενδυτές – κάτοχοι των μετοχών – δεν είναι ικανοποιημένοι από την απόδοση της εταιρίας μπορούν να εγκαλέσουν το Διοικητικό Συμβούλιο και να οδηγήσουν τα πράγματα σε γενική συνέλευση όπου θα αποφασισθεί το μέλλον της εταιρίας.

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα Ασφαλιστικά Ταμεία, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι Ασφαλιστικές Εταιρίες, οι Τράπεζες κ.α. μερικές φορές διατηρούν ένα μεγάλο μέρος των μετοχών των εταιριών και μπορούν να επηρεάσουν τις πολιτικές και τις αποφάσεις των.

ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ: Οι κοινές μετοχές παρέχουν τέσσερα βασικά δικαιώματα.

- Δικαίωμα συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων της επιχείρησης σε περιορισμένο βαθμό μόνο μέσω της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων που μπορεί να ψηφίσει ή να καταψηφίσει αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Εξασφαλίζεται το δικαίωμα συμμετοχής στο οικονομικό αποτέλεσμα της χρήσης μέσω διανομής μερισμάτων. Εκτός αν υπάρχει απόφαση της διοίκησης να μην προβεί σε διανομή μερισμάτων αλλά να κρατήσει τα μερίσματα για αυτοχρηματοδότηση.
- Δικαίωμα συμμετοχής και προτίμησης στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Το δικαίωμα αυτό είναι σε θέση να απολάβουν κατά σειρά προτεραιότητας, οι παλαιοί μέτοχοι και κατόπιν οι νέοι. Σε περίπτωση απόφασης των παλαιών μετόχων να μην εξασκήσουν έστω για περιορισμένο χρονικό διάστημα το συγκεκριμένο δικαίωμα που τους παρέχεται υπάρχει το περιθώριο να πωλήσουν αυτό το δικαίωμα στους επόμενους ενδιαφερόμενους.
- Δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν εκκαθάρισης της Α.Ε. Σε περίπτωση σκόπιμης λύσης της επιχείρησης είτε αναγκαστικής λύσης λόγω πτώχευσης ή συγχώνευσης, ακολουθεί η διαδικασία εκκαθάρισης δηλαδή ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, των παγίων, των αποθεμάτων της επιχείρησης, με γρήγορη διαδικασία και αφού φυσικά, πρώτα καλυφθούν όλες οι υποχρεώσεις προς: ΠΙΣΤΩΤΕΣ, ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ, ΠΡΟΣ ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΠΡΟΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ, το υπολοιπό ποσό μοιράζεται σε μετοχές.

Προνομιούχες Μετοχές

Οι προνομιούχες μετοχές, όπως και οι κοινές, αντιπροσωπεύουν ένα μέρος της περιουσίας της επιχείρησης. Αλλά συνήθως οι κάτοχοι αυτών – οι μέτοχοι – δεν έχουν δικαίωμα ψήφου.

Συνήθως οι μέτοχοι με προνομιούχες μετοχές, μοιράζονται την ιδιοκτησία με τους κατέχοντες κοινές μετοχές και απολαμβάνουν κέρδη μόνο εάν έχουν προκύψει (δημιουργηθεί). Έτσι εάν η εταιρία δεν έχει αρκετά κέρδη από τα οποία θα πρέπει να πληρώσει τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών μπορεί να τις παραλείψει χωρίς το φόβο να πιεσθούν ή να εξαναγκασθούν για πτώχευση.

Επιπλέον, οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών προηγούνται στο προϊόν εκκαθάρισης. Κατά την διάλυση της εταιρίας αποδίδεται πρώτα στους κατόχους προνομιακών μετοχών στο κεφάλαιο που έχουν καταβάλλει και παράλληλα συμμετέχουν ισότιμα με τους κατόχους κοινών μετοχών.

Ένα προνόμιο που έχουν οι προνομιούχοι μέτοχοι είναι ότι εάν συσσωρεύονται προνομιούχες μετοχές μπλοκάρουν να πληρώσουν τα μερίσματα των κοινών μετοχών μέχρι που να πληρωθούν τα μερίσματα όλων των προνομιούχων μετοχών. Ακόμα οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών συνήθως δεν συμμετέχουν στα κέρδη των επιχειρήσεων πέραν αυτών που προβλέπονται από τους διακανονισμούς της επιχείρησης ετησίως.

Το αρνητικό είναι ότι οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στην Γενική Συνέλευση.

Οι προνομιούχες μετοχές είναι λιγότερο επιθυμητές ως πηγή άντλησης κεφαλαίων από τις κοινές μετοχές. Ακόμη τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών τεχνικά αποζημιώνουν τους ιδιοκτήτες των εταιριών, αλλά τα μερίσματα φορολογούνται σε όλες τις περιπτώσεις. Δεν τυγχάνουν φορολογικής απαλλαγής.

Κατάργηση του προνομιακού δικαιώματος εισέρχεται μόνο μετά από απόφαση των προνομιούχων μετόχων και με πλειοψηφία 75% του εκπροσωπούμενου κεφαλαίου.

ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ: Οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν επιπλέον προνόμια, τα εξής:

- Προηγούνται έναντι των κοινών στην λήψη πρώτου μερίσματος. Εξασφαλίζουν κατώτατο υποχρεωτικό μέρισμα που αντιστοιχεί στο 5%, το ποσοστό κυμαίνεται ανάλογα με τα έσοδα της επιχείρησης.
- Προηγούνται στο προϊόν εκκαθάρισης. Σε περίπτωση διαδικασίας εκκαθάρισης και εφόσον υπάρχει προϊόν μετά την εξόφληση των απαιτούμενων υποχρεώσεων, προηγούνται οι προνομιούχοι μέτοχοι, εννοείται βέβαια μέχρι ενός ορίου, ενός προκαθορισμένου ύψους.
- Εξασφαλίζουν το ελάχιστο εγγυημένο μέρισμα ή αλλιώς την ελάχιστη εγγυημένη απόδοση. Σε περίπτωση όπου υπάρχει ένα μέρος του μερίσματος σε κάθε χρήση προορίζεται για τους προνομιούχους μετόχους. Δικαιούνται ένα ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας. Όμως πρέπει να σημειωθεί ότι από την στιγμή που ισχύει αυτό το δικαίωμα και γίνεται άσκηση του από τους μετόχους αφαιρείται το επίσης κατοχυρωμένο δικαίωμα ψήφου γιατί εφόσον επωμίζονται το δικαίωμα της εγγυημένης απόδοσης βρίσκονται μεταξύ δανειστή και μετόχου.
- Δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος, λήψη αυτού του μερίσματος εκ παραδρομής. Το δικαίωμα αυτό έχει χαρακτήρα αναδρομικό. Μέρισμα που στις προηγούμενες περιόδους δεν δινόταν καθόλου ή δεν δινόταν επαρκώς δικαιούται να δίνεται αναδρομικά στις επόμενες περιόδους.

Τιμολόγηση των Μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στην χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζονται από μια σειρά από παράγοντες όπως:

- Το διεθνές περιβάλλον
- Το μακροοικονομικό περιβάλλον της χώρας (ρυθμοί ανάπτυξης, πληθωρισμός, επιτόκια, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κ.α.)
- Η εξέλιξη της τεχνολογίας
- Η πορεία του κλάδου της επιχείρησης
- Η ψυχολογία της αγοράς

Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη όλων των πιο πάνω παραγόντων και τα πραγματικά στοιχεία της επιχείρησης που εμφανίζονται στους ισολογισμούς, διαμορφώνονται τιμές σε διαφορετικά επίπεδα, όπως:

- Η τιμή που γράφεται πάνω στην μετοχή είναι η ονομαστική της αξία και είναι η ονομαστική της τιμή.
- Η τιμή με την οποία αγοράζεται η μετοχή κατά την έκδοσή της είναι η τιμή έκδοσης
- Η τιμή διάθεσης των μετοχών όταν γίνεται σε τιμή μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία, είναι η τιμή έκδοσης στο άρτιο.
- Η τιμή διάθεσης των μετοχών μικρότερη από την ονομαστική αξία είναι η τιμή έκδοσης υπό το άρτιο.
- Η τιμή που διαμορφώνεται από την προσφορά και ζήτηση των μετοχών είναι η χρηματιστηριακή τιμή.
- Η τιμή της μετοχής υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε την καθαρή περιουσία της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών είναι η πραγματική τιμή

ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΕΚΔΟΘΕΙ :

1)Υπέρ το άρτιο σημαίνει ότι η $T.E > O.T$.

Η τιμή έκδοσης τους είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική τιμή.

2) Στο άρτιο σημαίνει ότι η $T.E = O.T$
Η τιμή έκδοσης τους είναι ίση με την ονομαστική.

3) Υπό το άρτιο σημαίνει ότι η $T.E < O.T$
Η τιμή έκδοσης είναι μικρότερη από την ονομαστική

ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΟΝ ΤΡΟΠΟ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗΣ ΣΕ:

- 1) Ανώνυμες Μετοχές
- 2) Ονομαστικές Μετοχές
(οι ανώνυμες και οι ονομαστικές είναι μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ)
- 3) Σε διαταγή Μετοχές
- 4) Δεσμευμένες Μετοχές

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ :

1) Μεταβιβάζονται χωρίς συμβολαιογραφική πράξη. Ανώνυμες μετοχές είναι οι μετοχές που δεν γράφονται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου στο σώμα της μετοχής είτε σε κάποιο άλλο επίσημο έγγραφο της επιχείρησης. Είναι μετοχές ανώνυμες στον κομιστή. Που σημαίνει ότι ο κάτοχος είναι όποιος τις κομίζει. Το θέμα της ανωνυμίας ίσχυε περισσότερο παλαιότερα όπου η μορφή της μετοχής ήταν έντυπη αντίθετα, σήμερα είναι σε ηλεκτρονική μορφή και το χαρακτηριστικό αυτό μας επιτρέπει να γνωρίζουμε τα στοιχεία του ιδιοκτήτη-κομιστή.

Η μεγάλη πλειοψηφία των μετοχών των εμπορικών και βιομηχανικών επιχειρήσεων, εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν ανώνυμες πριν από τον Νόμο 2214/94. Έτσι οι Ανώνυμες Μετοχές μεταβιβάζονται από χέρι σε χέρι με απλή παράδοση τίτλου. Οι μετοχές αυτές φέρουν το κύριο σήμα και μια σειρά από αποδείξεις που ονομάζονται μερισματαποδείξεις ή αλλιώς κουπόνια.

2) Ονομαστικές μετοχές είναι οι μετοχές που στο σώμα των οποίων αναγράφονται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου εκτός από τα στοιχεία της εταιρείας. Κυρίως ονομαστικές εκδίδονται οι μετοχές μεγάλων δημόσιων οργανισμών, τραπεζών κ.α. όπως ΔΕΗ, ΟΤΕ, κ.α.

Η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών είναι πιο δύσκολη, απαιτείται ακριβής ενημέρωση γι' αυτήν. Απαραίτητη είναι η συμβολαιογραφική πράξη ειδικά για τις μη εισηγμένες μετοχές στο ΧΑΑ, ενώ για τις εισηγμένες στο ΧΑΑ η συμβολαιογραφική πράξη έχει απλοποιηθεί αρκετά αυτό γιατί οι ονομαστικές μετοχές, οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, καταχωρούνται στην Ανώνυμη Εταιρία αποθετηρίων Τίτλων και αντί αυτών κυκλοφορούν αποθετήρια έγγραφα.

3) Η χρήση τους είναι σπάνια. Τα αν θα εφαρμόζεται από την εταιρεία αυτός ο συγκεκριμένος τρόπος μεταβίβασης μετοχών καθορίζεται εκ των προτέρων και αναγράφεται στο καταστατικό της επιχείρησης Α.Ε. Σε κάποιες περιπτώσεις υπάρχει ρητή απόφαση Υπουργείου.

4) Το κύριο χαρακτηριστικό τους είναι ότι απαιτείται να υπάρχει προέγκριση από την Γενική Συνέλευση των μετόχων για να μεταβιβασθούν σ' άλλο νομικό ή φυσικό πρόσωπο. Αυτό γίνεται για να εξασφαλίζεται μ' αυτόν τον τρόπο ο έλεγχος από την πλειοψηφία.

ΑΛΛΗ ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ:

1) Ονομαστική Αξία

Είναι η αξία η οποία αναγράφεται στο σώμα της μετοχής. Διαμορφώνει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου, το άθροισμα των ονομαστικών όλων των μετοχών μας δίνει την ονομαστική αξία. Η τιμή που διατίθεται στο επενδυτικό κοινό και ίσως να είναι απόθεμα έκδοσης μετοχής υπέρ το άρτιο.

2) Αξία Έκδοσης

Περιλαμβάνει την τιμή της μετοχής καθώς και το πρίμ που προστίθεται σ' αυτή. Αποτελεί το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων προς τον αριθμό των μετοχών. Η αξία αυτή δίνεται άμεσα ή έμμεσα στους μετόχους

3) Λογιστική Αξία

Εδώ συμπεριλαμβάνονται άυλες αξίες όπως η φήμη, το εμπορικό σήμα, η πελατεία, όλα όσα συμβάλλουν στην αύξηση της λογιστικής αξίας της μετοχής. Επίσης αποτελεί την διαπραγμάτευση της αξίας της προσφοράς στην αναμενόμενη ζήτηση. Η αγοραία αξία >λογιστικής αξίας= Η σχέση ισχύει σε περίπτωση υγιούς επιχείρησης
Αγοραία αξία αποτελεί την προσδοκία για μελλοντική ανάπτυξη.

Η λογιστική αξία σχετίζεται με ιστορικά δεδομένα

Έτσι η αγοραία αξία πρέπει να είναι μεγαλύτερη από την λογιστική, με την σειρά της η λογιστική πρέπει να είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης, καθώς η τιμή έκδοσης πρέπει να είναι μεγαλύτερη ονομαστική αξία.

4) Αγοραία/Τρέχουσα χρηματοοικονομική Αξία

Είναι η αξία που διαμορφώνεται στο ΧΑΑ από την αγορά και την ζήτηση.

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

- 1) Η κατοχή του τίτλου της μετοχής συνεπάγεται αυτοδικαίως την αποδοχή του καταστατικού της εταιρίας καθώς και των αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου της Γενικής Συνέλευσης.
- 2) Οι μέτοχοι υποχρεούνται να καταθέσουν τις μετοχές τους στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ή στα γραφεία της εταιρίας οποιασδήποτε Α.Ε εντός Ελλάδος, πέντε ημέρες πριν από την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης.
- 3) Στην ίδια ημερομηνία πρέπει να κατατεθούν στην εταιρία οι αποδείξεις κατάθεσης των μετοχών και τα έγγραφα αντιπροσώπευσης.

ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1) Οιονεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Έναντι κεφαλαιοποίησης υπεραξιών μερισμάτων (διανέμεται δωρεάν) Διανέμονται δωρεάν μετοχές έναντι κεφαλαιοποίησης κάποιων υπεραξιών της επιχείρησης. Υπεραξία σημαίνει κεφάλαιο συσσωρευμένο ή κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, μερισμάτων της χρήσης όπου

προκειμένου να μοιραστούν τα μερίσματα σε μετρητά δίνονται νέες μετοχές. Στην ουσία δεν πραγματοποιούνται νέες εισροές αλλά γίνεται λόγος για μορφή λογιστικής ανακατάταξης.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

Η επιχείρηση ΧΡΗΣΤΟΥ Α.Ε αποφασίζει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση των μερισμάτων της χρήσης. Για μια νέα κοινή μετοχή αναλογούν τέσσερις παλαιές. Πριν την αύξηση η αξία της ήταν 20€.

Ζητείται :

Α) Να βρεθεί η Θεωρητική Τιμή της μετοχής μετά την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου.

Β) Ποια η αύξηση της Θεωρητικής Τιμής από το δικαίωμα αποτίμησης??

ΛΥΣΗ

$$Α) \text{ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΧΩΡΙΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑ} = \frac{20 \cdot 4 + (0)}{4+1}$$

$$= \frac{80}{5} = 16$$

Άρα θα πρέπει να διαπραγματεύεται στα 16 ευρώ

Β) Το δικαίωμα αποτίμησης προκύπτει από την διαφορά: $20 - 16 = 4$

2) Πραγματική αύξηση μετοχικού κεφαλαίων (υποβάλλονται μετρητά)

Στην προκειμένη περίπτωση γίνεται λόγος για αύξηση κεφαλαίου με καταβολή μετρητών. Για την συμμετοχή στην αύξηση απαιτείται η λήψη μετρητών, από νέους ή παλαιούς μετόχους.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΜΑΡΙΝΟΥ Α.Ε έχει σε κυκλοφορία 1.000.000 μετοχές με τρέχουσα αγοραία αξία 50€ η μετοχή. Η Γενική Συνέλευση των μετόχων αποφάσισε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου ύψους 10.000.000€ με τιμή έκδοσης 20€ ανα μετοχή.

Ζητείται: Α) τιμή μετοχής χωρίς Δικαίωμα

Β) Αξία δικαιώματος προτίμησης

Γ) Ο αριθμός μετοχής που θα έχει η επιχείρηση μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Δ) Κεφαλαιοποίηση επιχείρησης πριν και μετά?

ΛΥΣΗ

Α) τιμή μετοχής χωρίς δικαίωμα προκύπτει από τον τύπο :

$$\frac{T.M.M\Delta \cdot \Delta + T.M. E\Delta\Delta.MΕΤΟΧΗΣ}{\Delta + 1}$$

Πρώτα πρέπει να βρεθεί ο Αριθμός Νέων Μετοχών: $10.000.000 / 20 = 500.000$ μετοχές μετά

Για να γίνει η αντικατάσταση πρέπει να βρεθεί το Δ

$$\Delta = \frac{\text{Αριθμός Παλαιών}}{\text{Αριθμός Νέων}} = \frac{1.000.000}{500.000} = 2 \text{ παλαιές ανα νέα μετοχή}$$

$$\text{Κάνω αντικατάσταση του τύπου T.M.X.Δ: } \frac{50 \cdot 2 + 20}{2+1} = 40$$

Είναι 40 η Θεωρητική Αξία μετά την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου

B) Αξία Δικαιώματος Προτίμησης: $50-40=10$

Δ) Κεφαλαιοποίηση πριν: $1.000.000 \cdot 50= 50.000.000$

Κεφαλαιοποίηση μετά: $1500.000 \cdot 40= 60.000.000$

Άρα παρατηρείται αύξηση κατά 10.000.000

Τα δικαιώματα που θα προκύψουν συνολικά θα είναι ανα 2 παλαιές 1 νέα

3) Μικτή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Η αύξηση κεφαλαίου στην προκειμένη περίπτωση γίνεται και με δύο προαναφερθέντες τρόπους. Δηλαδή γίνεται και με διανομή νέων μετοχών στους μετόχους αλλά και με καταβολή μετρητών.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

Επιχείρηση με κεφαλαιοποίηση 20.000.000 ευρώ και με τρέχουσα τιμή μετοχής πριν την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου 10 ευρώ, αποφάσισε μικτή αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου όπου ανα 6 παλαιές μετοχές θα προκύψουν 2 νέες με καταβολή 8 ευρώ η έκαστη, μετρητά και θα προκύψει 1 νέα με δωρεάν έναντι με κεφαλαιοποίησης μετοχών.

Ζητείται :

- 1) Η κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης μετά την αύξηση.
- 2) Τον αριθμό μετοχών πριν και μετά ??
- 3) Την Θεωρητική αξία μετοχών μετά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου?
- 4) Συνολική αξία όλων των δικαιωμάτων?

ΛΥΣΗ

Για να απαντηθεί το πρώτο ερώτημα πρέπει να γίνει γνωστός ο αριθμός των μετοχών ΠΡΙΝ και ΜΕΤΑ την αύξηση:

Άρα: $20.000.000/10=2.000.000$ μετοχές ΠΡΙΝ

ΕΝΩ οι νέες μετοχές 3.000.000 μετοχές ΜΕΤΑ

Επίσης για να απαντηθεί το ερώτημα της κεφαλαιοποίησης μετά πρέπει να ο αριθμός μετοχών χωρίς δικαίωμα:, δηλαδή την Θεωρητική Αξία

Σύμφωνα με τον τύπο: $M.X.\Delta = \frac{T.M.M.\Delta * \Delta + TIMH EK\Delta}{\Delta + 1}$

Το Δ βρίσκεται από τον τύπο $\frac{\text{Παλαιές Μετοχές}}{\text{Νέες Μετοχές}} = \frac{6}{3} = 2$ Μετοχές

Αντικαθιστώντας σύμφωνα με τον τύπο έχουμε:

$$\frac{10 * 2 + 8 * 3 / 2}{2 + 1 = 3} = \frac{20 + 5,33}{3} = 8,44$$

Η αξία κάθε ενός Δικαιώματος είναι : $A.\Delta = 10 - 8,44 = 1,56$ κάθε δικαίωμα

Άρα η κεφαλαιοποίηση $3.000.000 * 8,44 = 25.320.000$

Το τελευταίο ερώτημα: Τα δικαιώματα που θα έχουμε πριν θα είναι : $2.000.000/6=333.333,333 * 1,56=519.999,99$

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

Α.Ε αποφάσισε την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών 293.470,29 ευρώ και την είσπραξη 589.940,57 μετρητών. Για το σκοπό αυτό εκδίδει σε κάθε 4 παλαιές ανώνυμες μετοχές μια νέα τιμής 14,67 ευρώ και διανέμει και μια δωρεάν. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής πριν από την αποκοπή του δικαιώματος ήταν 24,94 ευρώ. Ποια θα είναι η τιμή της χωρίς δικαίωμα ,ποιό θα είναι το δικαίωμα προτίμησης και παραλαβής??

ΛΥΣΗ

$$\frac{24,94 \cdot 4 + 14,67}{5+1} = \frac{114,43}{6} = 19,07 \text{ ευρώ}$$

Αυτή η αύξηση προϋποθέτει την αποκοπή δύο μερισματοποδείξεων. Η μια ενσωματώνει το δικαίωμα προτίμησης για τις νέες μετοχές με καταβολή μετρητών και η άλλη το δικαίωμα παραλαβής για τις νέες δωρεάν μετοχές.

$$\text{Δικαίωμα προτίμησης} = (24,94 - 19,07) \cdot \frac{1}{4} = 1,47 \text{ ευρώ}$$

$$\text{Δικαίωμα παραλαβής} = 19,07 \cdot \frac{1}{4} = 4,77 \text{ ευρώ}$$

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Πρέπει να επισημανθεί ότι σε αντίθεση με τα Ομόλογα και τα Έντοκα Γραμμάτια που έχουν περιορισμένη διάρκεια ζωής, οι μετοχές δεν έχουν πεπερασμένη διάρκεια ζωής.

Οι κίνδυνοι στην αποτίμηση μετοχικού κεφαλαίου είναι δύσκολα προσδιορίσιμοι. Είναι η απαιτούμενη απόδοση δεδομένου κινδύνου (κόστος κεφαλαίου)

Ως μέτρο οικονομικής ωφέλειας χρησιμοποιείται :οι ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ, προεξοφλείται στο παρόν με κάποια απόδοση

$$\text{Η προεξόφληση Ταμειακών Ροών : } V = \frac{K \cdot T \cdot P_{t,k} \cdot (t+1)}{K \cdot K - g_m}$$

Προϋποθέτεται ότι η εκτίμηση της Καθαρής Ταμειακής Ροής για την επόμενη περίοδο πρέπει να αποτελεί αντιπροσωπευτική βάση για τοπ μέλλον.

Δεύτερον ότι το $g < K$ Κόστος Ι.Κ

Το g σημαντικά μικρότερο σημαίνει συντηρητικός ρυθμός ανάπτυξης μεγεθών. Για να έχει αξία πρέπει να είναι σημαντικά μικρότερος αλλά όχι μηδενικός γιατί ούτε αυτό θα είχε νόημα.

Το Κ.Ι.Κ →CAPM Πρόκειται για μονοπαραγοντικό υπόδειγμα το οποίο δεν γίνεται δεκτό, αδυνατεί να προσδιορίσει τον κίνδυνο.

→ Πολυπαραγοντικό υπόδειγμα, πρόκειται για υποδείγματα πολλαπλών φάσεων ανάπτυξης.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

Στον ακόλουθο πίνακα δίνονται στοιχεία και εκτιμήσεις αναλυτών χρεογράφων για πέντε μετοχές του κλάδου επικοινωνιών. Να επισημανθεί ότι βρίσκονται σε φάση ωριμότητας.

	Τρέχουσα τ.μετ.	Σύνολο αριθ. μετοχ	Κ.Τ.Ρ(t+1)	Κ.Τ.Ρ/Μ	Συντελ.κινδουB CAPM	Εκτιμώμεν Ετής. Αυξ g Κ.Τ.Ρ.κ	Κ.Ι.Κ
A	11,5	300.000	265.000	0,8833	0.95	2,5%	9,65%
B	17,30	365.000	300.000	0,8219	1.15	6%	11,05%
Γ	10,8	280.000	180.000	0,6429	1.23	4,5%	11,61%
Δ	12,90	550.000	342.000	0,6218	0.82(συντηρητι)	3,2%	8,74%
E	9,40	600.000	450.000	0,75	1.33(επιθετικο)α		12,31%

Θεωρητική Αξία Μετοχ.	
12,354	Αγορά
16,275	Πώληση
9,042	Πώληση
11,224	Πώληση
10,402	Αγορά

Ζητείται: με δεδομένο ότι η αναμενόμενη απόδοση μετοχής χωρίς κίνδυνο κεφαλαίου στο3%

1)Και η αναμενόμενη απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων για κάθε μετοχής.

2) Η Θεωρητική Αξία για κάθε μετοχή δίκαιη, να δείξετε ποια από τις παραπάνω μετοχές αποτελούν επενδυτική πρόταση για αγορά, πώληση, διακράτηση.

ΛΥΣΗ

Πρέπει να μετατρέψω όλα τα στοιχεία ανα μετοχή

Επομένως Κ.Τ.Ρ/ΜΕ.Τ.Χ 5^η στήλη πίνακα

$$E(R_i) = R(R_m - R_f) * B_i$$

$$3\% + (10\% - 3\%) * 0.95 = 9.65\%$$

Θεωρητική Αξία ανα Μετοχή από τον τύπο:

$$V = \frac{\text{Κ.Τ.Ρ}}{\text{Κ.Ι.Κ} - g} \quad \text{βλ. πίνακα 8}^{\text{η}} \text{ στήλη}$$

Κατόπιν συγκρίνω την Θεωρητική με την Τρέχουσα Αξία

Όταν Θ.Α > Τρ.Α → υποτιμημένο

Όταν Θ.Α < Τρ.Α → περτιμημένο (πρόταση για πώληση)

Όταν η Θ.Α έχει απόκλιση 1-2% είναι δίκαιη τιμή γιαμ Διακράτηση

Τέλος η απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων:

$$V = \frac{K.T.R/M}{r-g}$$

Λύνω ως προς r

$$\text{Άρα έχω } r = \frac{K.T.P/+g}{V_{AA}}$$

Συγκρίνω r με την $K.I.K$ Άρα: $r > K.I.K$ ΥΠΟΤΙΜΗΜΕΝΟ ευκαιρία για αγορά

$T.A < \Theta.A$

$r < K.I.K$ ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΟ ευκαιρία για πώληση

$T.A > \Theta.A$

ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ:

1) Είναι μια μόνιμη πηγή χρηματοδότησης, μειώνει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο επειδή η απόδοση αυτών των κεφαλαίων είναι ελαστική και δεν επιστρέφεται ποτέ. Επίσης, συνεπάγεται μείωση του δανεισμού.

2) Είναι μια δεδομένη περιουσιακή βάση, από την πλευρά των μετόχων δίνει την δυνατότητα δανεισμού στο μέλλον.

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ:

- 1) Έχει σημαντικό κόστος έκδοσης (συμβολαιογραφικές πράξεις, δημοσιεύσεις)
- 2) Δεν εκπίπτουν φορολογίας όπως το κόστος δανεισμού.

Ακόμη μπορούμε να προσθέσουμε άλλες περιπτώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου τις εξής:

- Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

Μια Α.Ε που χρειάζεται κεφάλαια, για να επεκτείνει τις δραστηριότητες της ή για να εκσυγχρονίσει τις εγκαταστάσεις της, προτιμά να κάνει αύξηση του Μ.Κ με έκδοση νέων μετοχών και με αντίστοιχη καταβολή μετρητών.

Ο τραπεζικός δανεισμός είναι ασύμφωρος, γιατί είναι ακριβός (τόκος, εγγυήσεις) και η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου, για να επιτύχει, χρειάζεται ευνοϊκούς όρους για τους ομολογιούχους. Έτσι οι Α.Ε συνήθως καταφεύγουν στην αύξηση Μ.Κ με μετρητά.

- Αύξηση με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών

Με την αύξηση αυτή δεν αποκτάται κανένα καινούργιο περιουσιακό στοιχείο από την Α.Ε αλλά μεταφέρονται στο Μ.Κ διάφορα αποθεματικά και έτσι το Μ.Κ αυξάνεται, χωρίς να αυξάνεται και η συνολική καθαρή περιουσία:

Τα αποθεματικά τα οποία μπορούν να κεφαλαιοποιούνται είναι:

- 1)τακτικό αποθεματικό για το ποσό που ξεπερνά το 1/3 του Μ.Κ
- 2)το αποθεματικό που δημιουργείται από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο.
- 3)όλα τα έκτακτα αποθεματικά, εκτός από εκείνα που έχουν ειδικό προορισμό, εκτός αν εξαλείφθηκε ο προορισμός τους.

Με την κεφαλαιοποίηση αποθεματικών εκδίδονται νέες μετοχές και διανέμονται στους παλαιούς μετόχους υποχρεωτικά δωρεάν. Η εσωτερική αξία της μετοχής μειώνεται, γιατί η καθαρή θέση της διαιρείται με μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

- Αύξηση με αναπροσαρμογή παγίων (κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων)

Οι επιχειρήσεις απεικονίζουν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία στις οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύουν, στην τιμή κτήσης τους. Οι τιμές αυτές όμως, με το πέρασμα του χρόνου, από την επίδραση του πληθωρισμού γίνονται πολύ μικρότερες από τις πραγματικές.

Γι' αυτό κατά διαστήματα ο νόμος επιβάλλει την προσαρμογή των τιμών των παγίων στοιχείων των επιχειρήσεων. Το ποσό που προέρχεται σαν Διαφορά από αναπροσαρμογή ή όπως συνηθίζεται να λέγεται Αποθεματικό Υπεραξίας παγίων, έχει το δικαίωμα ή της επιβάλλεται.

- Αύξηση της ονομαστικής αξίας των υφιστάμενων μετοχών

Η αύξηση από την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών καθώς και από την υπεραξία των παγίων στοιχείων μπορεί να γίνει και με αύξηση της ονομαστικής αξίας των ήδη υφιστάμενων μετοχών.

Καθώς αυξάνουν ταυτόχρονα το κεφάλαιο και η αξία των μετοχών, ο αριθμός των μετοχών παραμένει ίδιος, η λογιστική αξία παραμένει ίδια και τα κέρδη ανα μετοχή σταθερά. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής δεν μεταβάλλεται την ημέρα της αύξησης της ονομαστικής αξίας.

- Αύξηση με κεφαλαιοποίηση των πληρωτέων μερισμάτων

Μετά την διανομή πρώτου μερίσματος, που είναι αναγκαστική, μπορεί η Γενική Συνέλευση της εταιρίας να αποφασίσει ένα μέρος από το δεύτερο μέρισμα ή και ολόκληρο να διανεμηθεί στους μετόχους υπό μορφή μετοχών. Το παρακρατηθέν μέρισμα μεταφέρεται στο λογαριασμό ποσά προορισμένα για αύξηση κεφαλαίου. Ο λογαριασμός αυτός χρησιμοποιείται για αύξηση Μ.Κ της εταιρίας με έκδοση δωρεάν μετοχών στην ονομαστική τους αξία.

Δικαίωμα προτίμησης παλαιών μετόχων

Όταν μια Α.Ε αυξάνει το Μετοχικό της Κεφάλαιο, σύμφωνα με την νομοθεσία προτιμώνται στην εγγραφή και στην ανάληψη ολόκληρου του ποσού της αύξησης οι παλαιοί μέτοχοι. Το ίδιο δικαίωμα έχουν και για την έκδοση ομολογιών με δικαίωμα μετατροπής σε μετοχές. Το δικαίωμα αυτό είναι ανάλογο με το ποσοστό συμμετοχής των παλαιών μετόχων στο υφιστάμενο Μ.Κ.

Μπορεί οι παλαιοί μέτοχοι να παραιτηθούν από όλο ή μέρος του δικαιώματος προτίμησης στην αύξηση του Μ.Κ ή κατά την έκδοση ομολογιακού δανείου. Όταν εισάγονται νέες εταιρίες στο ΧΑΑ, οι παλαιοί μέτοχοι παραιτούνται από ένα μέρος του δικαιώματος προτίμησης. Όταν ορισμένοι από τους παλιούς μετόχους δεν θέλουν ή δεν μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμα προτίμησης, το Δ.Σ διαθέτει το υπόλοιπο των νέων μετοχών σύμφωνα με την κρίση του.

Το χρονικό διάστημα για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης δεν μπορεί να είναι μικρότερα από 1 μήνα και εφόσον το δικαίωμα προέρχεται από μετοχές εισαγμένες στο ΧΑΑ δεκαπέντε ημέρες.

Σπάσιμο μετοχών

Μια Α.Ε εισηγμένη στο Χρηματιστήριο προβαίνει συνήθως σε σπάσιμο σε περισσότερα τεμάχια των μετοχών της, όταν η τιμή της μετοχής έχει αυξηθεί πολύ και δυσχεραίνονται οι συναλλαγές.

Ανάλογα με την περίοδο που διανύει το Χ.Α.Α, υπάρχει για τις περισσότερες μετοχές ένα βέλτιστο εύρος τιμών. Δηλαδή σήμερα υπολογίζεται ότι στο ΧΑΑ οι τιμές των περισσότερων μετοχών βρίσκονται μεταξύ 5-15 ευρώ, που αποτελεί το βέλτιστο εύρος τιμών.

Επίσης η δυνατότητα ποσοστιαίας διακύμανσης στην τιμή μιας μετοχής είναι μεγαλύτερη σε χαμηλότερα επίπεδα. Δηλαδή είναι πιο εύκολο και για ψυχολογικούς λόγους μια μετοχή που τιμάται 15 ευρώ να μπορεί να αυξηθεί κατά 10% παρά μια μετοχή 45 ευρώ παρά την ποιότητα της. Έτσι πολλές εταιρίες για λόγους κύρους και επειδή η ψευδαίσθηση ότι μια μετοχή όταν είναι φθηνή αυξάνει την εμπορευσιμότητα της, επιθυμεί η τιμή της μετοχής τους να κυμαίνεται μέσα στο βέλτιστο εύρος τιμών.

Φορολογία εισοδημάτων και κερδών από μετοχές

Σύμφωνα με τον νόμο Ν2214/1994 οι ημεδαπές Α.Ε φορολογούνται συνολικά για τα κέρδη τους, εφόσον οι μετοχές τους είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, με 35%. Οι ημεδαπές Α.Ε των οποίων οι μετοχές κατά την λήξη της διαχειριστικής περιόδου είναι ανώνυμες μη εισηγμένες στο ΧΑΑ και οι αλλοδαπές εταιρίες και οργανισμοί που αποβλέπουν στην απόκτηση οικονομικών ωφελημάτων, φορολογούνται με 40%. Το ποσοστό αυτό αυξάνεται σε 60% ειδικά για τις τραπεζικές ημεδαπές Α.Ε και τα υποκαταστήματα αλλοδαπών Τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα. Έτσι το εισόδημα από μερίσματα, επειδή έχει ήδη φορολογηθεί, δεν συνυπολογίζεται στο συνολικό εισόδημα του φορολογούμενου.

Οι εσαγμένες στο ΧΑΑ μετοχές παρέχουν και κεφαλαιακά κέρδη εκτός από τα μερίσματα, όταν πουληθούν ακριβότερα από ότι αγοράστηκαν. Η διαφορά που προκύπτει αποτελεί κεφαλαιακό κέρδος ή κέρδος κεφαλαίου.

Τα κέρδη κεφαλαίου από μετοχές και από άλλα χρεόγραφα δεν φορολογούνται προς το παρόν. Φόρος 0,3% επιβάλλεται επι των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ

Όλες οι μετοχές όλων των εισαγμένων εταιριών στο ΧΑΑ είναι άυλες και καταχωρούνται ηλεκτρονικά στα αρχεία του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών.

Η διαδικασία της απλοποίησης των παλαιών φυσικών τίτλων παρήχθη σταδιακά τον Απρίλιο του 1998 και ολοκληρώθηκε στα τέλη 1999. Από τότε για όσες μετοχές εισάγονται στο ΧΑΑ δεν εκδίδονται φυσικοί τίτλοι.

Ο επενδυτής για να κάνει συναλλαγές με άυλες μετοχές πρέπει να διαθέτει Μεριδα και Λογαριασμό Αξιών στο σύστημα άυλων τίτλων του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών.

Η μερίδα περιέχει προσωπικά στοιχεία ενώ ο Λογαριασμός περιέχει άυλες μετοχές. Για να δημιουργήσει την μερίδα του και τον λογαριασμό Αξιών ή λογαριασμό χρεογράφων απευθύνεται σ' ένα χειριστή.

Μπορεί να ορίσει περισσότερους από έναν χειριστή του λογαριασμού του. Σε κάθε νέο χειριστή ο επενδυτής πρέπει να συμπληρώνει μια αίτηση εξουσιοδότησης χρήσης με τους κωδικούς της μερίδας και του λογαριασμού αξιών καθώς και τα προσωπικά του στοιχεία. Ο κάθε χειριστής έχει πρόσβαση μόνο στις μετοχές που χειρίζεται με εντολή του ιδιοκτήτη. Σε περίπτωση που ο επενδυτής θέλει να σταματήσει ένα χειριστή συμπληρώνει αίτηση απενεργοποίησης του.

Αν ο επενδυτής δεν θέλει να ελέγχονται οι μετοχές του από κάποιο χειριστή, μπορεί να απευθυνθεί στο Αποθετήριο και να τις μεταφέρει σε ειδικό λογαριασμό. Για τις μετοχές αυτές χειριστής θεωρείται το Αποθετήριο.

Προκειμένου όμως να πωλήσει τις παραπάνω μετοχές πρέπει να απευθυνθεί στο Αποθετήριο ώστε οι τίτλοι να μεταφερθούν σε λογαριασμό αξιών κάτω από την διαχείριση κάποιου χειριστή.

Συναλλαγές Μετοχών

Οι συναλλαγές των μετοχών γίνεται στο χρηματιστήριο αξιών. Εκεί εισάγονται κάθε φορά οι νέες μετοχές που εκδίδονται μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των εταιριών. Πλην όμως η αγορά και η πώληση των μετοχών διευκολύνεται τόσο από την κύρια όσο και από την παράλληλη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ βασικό ρόλο παίζουν οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρίες.

Οι χρηματιστηριακές εταιρίες λειτουργούν ως μεσολαβητικές εταιρίες, μεταξύ αγοραστών και πωλητών των μετοχών. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες ή αντιπρόσωποι γίνονται, γίνονται δέκτες των παραγγελιών και στην συνέχεια περνούν αυτές στο χρηματιστήριο για διεκπεραίωση. Οι εν λόγω συναλλαγές γίνονται κυρίως μέσω ηλεκτρονικών δικτύων και σε σύντομο χρονικό διάστημα. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες και οι αντιπρόσωποι – χρηματιστές, προσφέρουν και πληροφορίες για το σύνολο των μετοχών του χρηματιστηρίου, τις προβλέψεις των εταιριών κ.α. Οι διαμεσολαβητικές εταιρίες χρεώνουν διαχειριστικό κόστος στους πελάτες τους.

Η προμήθεια δηλαδή κυμαίνεται από 0.5% - 1% ανάλογα με τον όγκο των συναλλαγών: 1% για συναλλαγές μέχρι €3,000 από €3000-€10,000 0.75% και 0.5% για συναλλαγές μεγαλύτερες των €10,000. Αυτές οι τιμές είναι ενδεικτικές και εξαρτάται από την χρηματιστηριακή εταιρία.

Ο ρόλος των ειδικών, των διαμορφωτών των αγορών

Σημαντικός ρόλος, στην αγορά και πώληση των μετοχών, καθώς Επίσης και στην διαμόρφωση της αγοράς, παίζεται από τους ειδικούς που διαμεσολαβούν τόσο στην αγορά και πώληση των μετοχών, όσο και στην διαμόρφωση της αγοράς και πολλές φορές και των τιμών.

Οι εν λόγω διαμεσολαβητές παράγουν και πληροφόρηση και ανάλογα μπορούν να κατευθύνουν τους πελάτες τους προς την αγορά και πώληση την οποία αυτή θέλουν. Ωστόσο οι καλές υπηρεσίες των διαμεσολαβητών της διαμόρφωσης της αγοράς πολλές φορές μπορεί να υποκρύπτουν και καταστρατήγηση των πραγμάτων, για αυτό οι πελάτες οφείλουν να είναι προσεκτικοί στην πληροφόρηση που δέχονται και κυρίως στην διασπορά ειδήσεων.

Παράδειγμα5:

Δίνονται οι παρακάτω εντολές αγοράς και πώλησης για ένα χρεόγραφο (π.χ. Co smote) 15 λεπτά πριν το κλείσιμο του χρηματιστηρίου.

Bid		Ask	
Τεμάχια	€	Τεμάχια	€
5000	18.20	50	18.20
2250	18.26	450	18.26
1200	18.32	650	18.32
800	18.38	750	18.38
500	18.44	1250	18.44
250	18.50	1500	18.50
90	18.56	2000	18.56

Market: 1500τεμ

750τεμ

Ζητείται:

α) Να βρεθούν οι συναλλαγές που θα πραγματοποιηθούν για τα διάφορα επίπεδα τιμών και η υπολειπόμενη ζήτηση και προσφορά (καθώς και οι ανεκτέλεστες εντολές μετά από αυτές τις συναλλαγές)

β) Αν υποθέσουμε €18.26 την προηγούμενη μέρα πια θα είναι η μεταβολή της μετοχής σε σχέση με την παρούσα τιμή που θα μορφώθηκε τα τελευταία 15 λεπτά της συνεδρίασης (μεσοσταθμικά)

Λύση:

Α' φάση:

€	Αγοροπωλησία
18.20	50
18.26	450
18.32	650
18.38	750
18.44	500
18.50	250
18.56	90

Bid		Ask	
Τεμάχια	€	Τεμάχια	€
4950	18.20	-	18.20
1800	18.26	-	18.26
550	18.32	-	18.32
50	18.38	-	18.38
-	18.44	750	18.44
-	18.50	1250	18.50
-	18.56	1910	18.56

β' φάση:

Market price bid: (1500τεμ)

€	Αγοροπωλησία	Bid	Ask
18.20	-	4950	-
18.26	-	1800	-
18.32	-	550	-

18.38	-	50	-
18.44	750	-	-
18.50	750	-	500
18.56	-	-	1910

γ' φάση:

Market price Ask: (750τεμ)

€	Αγοραπωλησία	Bid	Ask
18.20	-	4950	-
18.26	150	1650	-
18.32	550	-	-
18.38	50	-	-
18.44	-	-	-
18.50	-	-	500
18.56	-	-	1910

β)

$$\frac{\sum P \times \text{Value}}{\text{Total V}}$$

Αθροίζουμε τις αγοραπωλησίες που έχουν πραγματοποιηθεί
Total Value: 4990τεμ.

$$\rightarrow \frac{\text{€}18.20 \times 50}{4990} + \frac{\text{€}18.26 \times 450}{4990} + \frac{\text{€}18.32 \times 650}{4990} + \frac{\text{€}18.38 \times 750}{4990} + \frac{\text{€}18.44 \times 500}{4990} + \frac{\text{€}18.50 \times 250}{4990} +$$

$$+ \frac{\text{€}18.56 \times 90}{4990} + \frac{\text{€}18.44 \times 750}{4990} + \frac{\text{€}18.50 \times 750}{4990} + \frac{\text{€}18.26 \times 150}{4990} + \frac{\text{€}18.32 \times 550}{4990} + \frac{\text{€}18.38 \times 50}{4990} =$$

$$= 0.1824 + 1.6467 + 2.3864 + 2.7625 + 1.8477 + 0.9268 + 0.3348 + 2.7715 + 2.7806 + 0.5489 + 2.0193 + 0.1842 =$$

€18.39

Υπολογίζουμε την μεταβολή του σημερινού κλεισίματος με την προηγούμενη μέρα ως εξής:

$$\frac{\text{€}18.39 - \text{€}18.26}{\text{€}18.26} \times 100 = +0.71\%$$

Παράδειγμα6:

Η εταιρία «Α» έχει απαιτούμενο δείκτη απόδοσης 16% και τον παρόν μέρισμα της είναι \$3.00 ανά μετοχή. Αν η παρούσα αξία της τιμής της μετοχής είναι \$55.00 Ποιος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων της?

Λύση

Χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο: $P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$

όπου D = μέρισμα

k = δείκτης απόδοσης

$g =$ ρυθμός ανάπτυξης

$$P_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{k - g}$$

$$\$55 = \frac{\$3(1 + g)}{0.16 - g}$$

$$\$55(0.16 - g) = \$3(1 + g)$$

$$\$8.8 - \$55g = \$3 + \$3g$$

$$\$58g = \$5.8$$

$$g = 0.10 \quad \text{ή } 10\%$$

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ο μέτοχος είναι συνέταιρος της Α.Ε ενώ ο ομολογιούχος είναι απλός δανειστής του Κράτους, της εταιρίας ή του Δημοσίου Οργανισμού που εκδίδει το ομολογιακό δάνειο.

Ο μέτοχος παίρνει μέρισμα μόνο αν η επιχείρηση πραγματοποιήσει κέρδη (εξαιρούνται μόνο κάποιες προνομιούχες μετοχές). Ενώ ο ομολογιούχος εισπράττει κάθε χρόνο τόκο όπως κάθε δανειστής, ανεξάρτητα αν η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη ή ζημιές.

Οι τιμές των μετοχών εξαρτώνται από την πρόοδο της Α.Ε, τα πραγματοποιηθέντα κέρδη, τις επενδύσεις και τις προοπτικές τις για το μέλλον, γι' αυτό παρουσιάζουν διακυμάνσεις μικρές ή μεγάλες ενώ οι τιμές των ομολογίων δεν παρουσιάζουν σοβαρές διακυμάνσεις και η ονομαστική τους αξία δεν διαφέρει πολύ από την χρηματιστηριακή.

Όταν διαλυθεί μια Α.Ε, πρώτοι πληρώνονται από το προϊόν εκκαθάρισης οι ομολογιούχοι και κατόπιν οι προνομιούχοι και κοινοί μέτοχοι.

Σε περίπτωση που η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να καταβάλλει τους τόκους και να εξοφλήσει το αρχικό ποσό του δανείου οι ομολογιούχοι έχουν δικαίωμα να προσφύγουν στο διοικητικό δικαστήριο.

Τέλος ενώ οι τόκοι από ορισμένες ομολογίες απαλλάσσονται φορολογίας, τα μερίσματα των μετοχών πριν διανεμηθούν φορολογούνται.

ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ Ή ΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ (SWAPS)

Τα Swaps είναι συμφωνίες ή πράξεις ανταλλαγών, κυρίως, επιτοκίων και συναλλάγματος και ανήκουν στην κατηγορία των χρηματοοικονομικών παραγώγων (Financial Derivatives).

Τα Παράγωγα αυτά είναι συμβόλαια ή συμφωνίες και πράξεις που συνάπτονται μεταξύ δυο μερών (πανομοιότυπων – Counterpart) και συμφωνείται η ανταλλαγή πληρωμών συναλλάγματος και επιτοκίων.

Η ανταλλαγή των πληρωμών αυτών γίνεται βάσει προκαθορισμένων αρχικών κεφαλαίων, τα οποία είναι συνήθως εν δυνάμει ή υποθετικά και σε προσχεδιασμένες ημερομηνίες.

Είδη Swaps

Υπάρχουν πολλά είδη Swaps – προθεσμιακών πράξεων – αλλά τα βασικότερα είναι:

1. Ανταλλαγές επιτοκίου (interest rate Swaps)
2. Ανταλλαγές συναλλάγματος (currency swaps)
3. Ανταλλαγές περιουσιακών στοιχείων (Asset / Liability Swaps)

Ανταλλαγές Επιτοκίου (interest Swaps)

Οι Ανταλλαγές επιτοκίου είναι οι πιο συνηθισμένες περιπτώσεις Swaps, όπου ένα μέρος συμφωνεί να πληρώνει το άλλο σε περιοδικές πληρωμές επιτοκίων. Το ποσό αυτό που ανταλλάσσουν μεταξύ τους τα δύο μέρη, αφορά της πληρωμές επιτοκίων και όχι το υποθετικό ποσό κεφαλαίου (notional principal amount)

Σ' αυτές τις συμφωνίες πληρωμών, το ένα μέρος συμφωνεί να πληρώνει το άλλο μέρος σε σταθερές τιμές (Fixed – rate) σε προσχεδιασμένες ημερομηνίες και σύμφωνα με την διάρκεια ζωής του συμβολαίου. Αυτό το μέρος αναφέρεται ως πληρωτής σταθερών τιμών (Fixed – rate payer). Το άλλο μέρος αναφέρεται ως πληρωτής κυμαινόμενων τιμών (floating – rate payer), γιατί συμφωνεί να πληρώνει με κυμαινόμενες τιμές.

Οι τιμές αναφοράς (rate reference), οι οποίες συνήθως χρησιμοποιούνται για κυμαινόμενες τιμές (floating rate) σε ένα swap επιτοκίου, είναι εκείνες οι οποίες ποικίλουν σε πολλές χρηματαγορές εργαλείων, όπως στα έντοκα γραμμάτια, στα εμπορικά ομόλογα, στις εγγυητικές αποστολές, στα πιστοποιητικά καταθέσεων, στα Αποθεματικά Διαθέσιμα κ.α.

Στα Swaps ανταλλαγές επιτοκίου ανήκουν μια σειρά από υποκατηγορίες όπως:

- *Basis rate Swaps*: Είναι swaps επιτοκίου όπου και τα δυο μέρη συναλλάσσονται με κυμαινόμενες τιμές πληρωμών, βασισμένες σε διαφορετική χρηματαγορά και σε διαφορετικές τιμές αναφοράς.
- *Amortizing Swaps*: Είναι Swaps επιτοκίου στα οποία το υποθετικό ποσό κεφαλαίου μειώνεται με ένα προκαθορισμένο τρόπο κατά την διάρκεια της ύπαρξης του swap.
- *Accreting Swaps*: Είναι swaps επιτοκίου στα οποία το υποθετικό ποσό κεφαλαίου επαυξάνεται διαχρονικά με συγκεκριμένο και προκαθορισμένο τρόπο.
- *Bullet Swaps*: Είναι swaps επιτοκίου στα οποία το υποθετικό ποσό κεφαλαίου δεν είναι κυμαινόμενο κατά την διάρκεια της ύπαρξης του swap.
- *Plain vanilla swaps*: περιλαμβάνει την περιοδική ανταλλαγή πληρωμών με σταθερές τιμές, αντί για τις ανταλλαγές πληρωμών με κυμαινόμενες τιμές και αναφέρεται μερικές φορές ως Swap σταθερών τιμών αντί για κυμαινόμενων τιμών (Fixed – for floating swaps).
- *Forward swaps*: Περιλαμβάνει μια σειρά από ανταλλαγές πληρωμών τόκων, οι οποίες αρχίζουν μια συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή.
- *Putable swaps*: Προβλέπει για το μέρος που κάνει τις κυμαινόμενες τιμές πληρωμών να έχει το δικαίωμα της λήξης του swap
- *Callable Swaps*: Προβλέπει για το μέρος που κάνει τις σταθερές πληρωμές να έχει το δικαίωμα της λήξης του swap πριν από την ωρίμανσή του. Επιτρέπει στον πληρωτή με σταθερές τιμές να αποφεύγει τις μελλοντικές ανταλλαγές πληρωμών τόκων, εάν το επιθυμεί.
- *Extendable Swaps*: περιέχει χαρακτηριστικά επέκτασης και επιτρέπει στο μέρος που κάνει σταθερές και κυμαινόμενες πληρωμές να επεκτείνει την χρονική περίοδο του swap.
- *Zero – coupon – for – floating swaps*: ο πληρωτής με σταθερές τιμές μπορεί να κάνει μια απλή πληρωμή κατά την ημερομηνία ωρίμανσης των συμφωνιών swaps, ενώ ο πληρωτής με κυμαινόμενες τιμές μπορεί να κάνει περιοδικές πληρωμές κατά την χρονική περίοδο των Swaps.
- *Rate - capped swaps*: Περιλαμβάνει την ανταλλαγή των σταθερών τιμών πληρωμών για τις κυμαινόμενες τιμές πληρωμής, ενώ οι κυμαινόμενες πληρωμές είναι καλυμμένες.

- *Equity Swaps*: περιλαμβάνει την ανταλλαγή των πληρωμών τόκων με πληρωμές που συνδέονται με τον βαθμό των αλλαγών στο δείκτη των μετοχών.

Ανταλλαγές συναλλάγματος

Στις ανταλλαγές συναλλάγματος επιτοκίου, υπάρχει συναλλαγή και στις δυο περιπτώσεις, τόκων και κεφαλαίων. Η ανταλλαγή των Swaps συναλλάγματος από τα δυο διαφορετικά μέρη (επιχειρηματικές μονάδες), δυο διαφορετικών χωρών, συνοδεύεται συνήθως και με έκδοση ομολόγων στην ομολογιακή αγορά των δυο ενδιαφερόμενων στις αντίθετες χώρες.

Την χρονική στιγμή που και οι δυο επιχειρηματικές μονάδες θελήσουν να εκδώσουν τα εν λόγω ομόλογά τους ταυτόχρονα ενδιαφέρονται:

1. Για τις τιμές συναλλάγματος στις τρέχουσες αγορές (spot exchange rate)
2. Για τη ρύθμιση των τοκομεριδίων τα οποία θα πληρώσουν τα δυο εκατέρωθεν ενδιαφερόμενα μέρη και
3. Για την καταληκτική ημερομηνία, κατά την οποία τα δυο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν την ονομαστική αξία των ομολόγων.

Για την πληρωμή των τοκομεριδίων χρησιμοποιείται η σταθερή ταμειακή ροή πληρωμών. Έτσι, τα swaps συναλλάγματος ένα μέρος πληρώνει σε σταθερές τιμές και το αντίθετο σε κυμαινόμενες τιμές.

Τα swaps συναλλάγματος, υπάρχει ανταλλαγή πληρωμών και στους τόκους και στο κεφάλαιο. Οι δε πληρωμές γίνονται μεταξύ των χωρών και μεταξύ των εταιριών των χωρών, εφόσον κατ' αρχήν καθορισθούν τα ακόλουθα:

1. Η χρονική στιγμή που θα συμφωνήσουν και οι δυο εταιρίες να εκδίδουν τα ομόλογα 5ετους, 10ετους διάρκειας κ.α.
2. Η Συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ των δυο νομισμάτων (σταθερή και κυμαινόμενη). Εδώ συμφωνείται η τρέχουσα συναλλαγματική (spot exchange rate). Για παράδειγμα, μεταξύ των νομισμάτων ελληνικής Δραχμής και Δολαρίου ΗΠΑ, η ισοτιμία σε τρέχουσες τιμές είναι για παράδειγμα $\$1/280$ Δρχ.
3. Τα τοκομερίδια τα οποία οι εταιρίες των εν λόγω χωρών (Ελλάδα και ΗΠΑ) θα πληρώσουν στις αντίστοιχες χώρες με μια τιμή απόδοσης 5%, 6%..., ανάλογα με τα διεθνή επιτόκια και την συναλλαγματική ισοτιμία. Έτσι, σύμφωνα με τα πιο πάνω στοιχεία εάν έχουμε δυο εταιρίες, δυο διαφορετικών κρατών (Ελλάδας και ΗΠΑ) και συμφωνήσουν να δανειστούν για 5 ή 10 χρόνια – ας υποθέσουμε 10 χρόνια – στις ενχώριες αγορές τους συνάλλαγμα, σημαίνει ότι η αμερικάνικη εταιρία θα αναζητήσει $\$10,000,000$ στην ελληνική αγορά και η ελληνική εταιρία θα αναζητήσει χρέος ύψους $1\$/280\Deltaρχ$ δηλαδή $\$10,000,000 \times 280 = 2.8$ δις Δρχ.

Τα εν λόγω χρέη και των δυο αντίστοιχων εταιριών θα καταλυθούν από την έκδοση δεκαετούς ομολογιακού δανείου από τις αντίστοιχες χώρες. Έτσι, η αμερικάνικη εταιρία θα εκδώσει ομολογιακό δάνειο σε ελληνικές Δραχμές ισάξιο με $10\$\text{ εκατ.}$ και η ελληνική εταιρία θα εκδώσει ομολογιακό δάνειο σε Δολάρια ύψους 2.8 δις Δραχμές. Οι δε αντίστοιχες ανταλλαγές πληρωμών θα αρχίσουν να εκτελούνται σύμφωνα με τα συμφωνηθέντα τοκομερίδια.

Ανταλλαγές περιουσιακών στοιχείων

Πέραν αυτών, υπάρχουν και τα Swaps που σχετίζονται με τα περιουσιακά στοιχεία των ενδιαφερόμενων μερών όπως:

- Ανταλλαγές περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού / παθητικού (Asset/Liability swaps)
- *Sale swaps*: Τα οποία είναι ανταλλάξιμα στην δευτερογενή αγορά, στην οποία ένα μέρος που επιθυμεί να κλείσει το αρχικό Swap βρίσκει εύκολα ένα άλλο μέρος που επιθυμεί να αποδεχθεί τις υποχρεώσεις του.

- *Reversal Swap*: Οι συναλλαγές του γίνονται στην δευτερογενή αγορά, στην οποία ένα μέρος θέλει να κλείσει μια τοποθέτηση σε Swap και κανονίζει μια άλλη επιπρόσθετη μορφή Swap στην οποία η ωρίμανση είναι ίση με τον υπολειπόμενο αρχικό χρόνο των swaps.

Διαμεσολαβητικός χρόνος των swaps

Τα swaps και κυρίως των επιτοκίων είναι διαμεσολαβητικές εργασίες. Σ' αυτές τις διαμεσολαβητικές εργασίες συμβάλουν οι εμπορικές και οι επενδυτικές τράπεζες, καθώς και οι χρήστες των swaps.

Οι εν λόγω τράπεζες και οι εταιρίες τραπεζικού χαρακτήρα (εταιρίες χρηματοδοτήσεων και χρηματοδοτικοί οργανισμοί), αναζητούν τους πελάτες τους βάσει των περιουσιακών τους στοιχείων και των επενδυτικών δανειακών αναγκών τους, χρειάζονται Swaps για να συμπληρώσουν τα κεφάλαιά τους ή τους επενδυτικούς τους στόχους και στην σύνθεση του ενεργητικού / παθητικού.

Πολλές διαμεσολαβητικές μονάδες δημιουργήθηκαν, καθώς οι συναλλαγές των swaps αυξάνονταν και άρχισαν να λειτουργούν ως ισχυρές οικονομικές μονάδες και όχι ως απλοί αντιπρόσωποι (brokers).

Εφόσον μια διαμεσολαβητική μονάδα αποφασίζει ή επιθυμεί να προχωρήσει στις ανταλλαγές swaps, γίνεται ταυτόχρονα και μέρος των συναλλαγών Swaps. Επομένως, τα swaps επιτοκίου γίνονται μέρος των αποθεματικών προϊόντων των διαμεσολαβητικών μονάδων.

Τέλος, όσο περισσότερο οι διαμεσολαβητικές μονάδες προχωρούν στην αγορά των Swaps, τα κέρδη από αυτή την αγορά είναι μεγάλα και προκύπτουν από τον όγκο των συναλλαγών.

ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ Η΄ ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ (FORWARD CONTRACTS)

Οι προθεσμιακές πράξεις Forward Contracts, ανήκουν στην ομάδα των χρηματοοικονομικών παραγώγων ή εργαλείων (Financial Derivatives) και είναι απλές προθεσμιακές συμφωνίες μεταξύ των δυο μερών, όπου συμφωνείται η ανταλλαγή ή η συναλλαγή συναλλάγματος, σε σχέση με τα επιτόκια και τα χρεόγραφα σε μια μελλοντική ημερομηνία.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια ή προθεσμιακές πράξεις και συμφωνίες Forward Contracts είναι τα εξής:

- Προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος (Forwards exchange contracts).
- Προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίων (Forward interest rate agreements)
- Προθεσμιακές δεσμεύσεις αγοράς ή πώλησης χρεωστικών τίτλων (Forward Commitments)

Στη διεθνή χρηματοοικονομική αγορά διαφορετικές χώρες εκδίδουν διαφορετικά νομίσματα στην συναλλαγματική αγορά με σχετικές αξίες, συνδεδεμένες πάντοτε με τις οικονομίες των. Αλλά αυτές οι αξίες αλλάζουν γρήγορα και χωρίς προειδοποιήσεις, λόγω των μεταβολών στον οικονομικό τομέα.

Έτσι ο κίνδυνος των αξιών των συναλλαγμάτων να μεταβάλλονται αντίστροφα, σε σχέση με τα συναλλάγματα των άλλων χωρών είναι υπαρκτός και αναφέρεται ως κίνδυνος ξένου συναλλάγματος (Foreign Exchange risk) ή κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας, που θεωρείται μια σημαντική παράμετρος για όλους τους συμμετέχοντες στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές.

Ωστόσο, οι επενδυτές που αγοράζουν χρεόγραφα, τα οποία εκδίδονται βάσει συναλλαγματικών διαφορών, προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις διαφορές αυτές, με σκοπό την υψηλή απόδοση των χρεογράφων, με το να τα προσαρμόζουν στις εκάστοτε συναλλαγματικές ισοτιμίες. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις που διαχειρίζονται απαιτήσεις μέρος του παθητικού και κυριαρχούν στο ξένο συνάλλαγμα, αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο ότι η αποτελεσματική αξία των πληρωμών των μετρητών που οφείλουν στους επενδυτές είναι πολύ αβέβαιη.

Η εφαρμογή του Hedging στο συναλλαγματικό κίνδυνο, θεωρείται απαραίτητη. Έτσι, υπάρχουν τέσσερα εργαλεία με τα οποία οι δανειζόμενοι και οι επενδυτές μπορούν να προστατευθούν έναντι της αντίθετης μεταβολής ή κίνησης των συναλλαγματικών ισοτιμιών μέσω των συμβολαίων:

Currency forward contracts

Currency future contracts

Currency options

Currency swaps

Η συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να προσδιοριστεί προς κάθε κατεύθυνση μεταξύ των νομισμάτων και δεν υπάρχει δεδομένη σχέση. Η συναλλαγματική ισοτιμία είναι το τίμημα ενός νομίσματος που μπορεί να εξαργυρωθεί από την μονάδα ενός άλλου νομίσματος. Στην πραγματικότητα, η συναλλαγματική ισοτιμία είναι η τιμή ενός νομίσματος σε σχέση με ένα άλλο νομίσματος και εξαρτάται τόσο από ειδικές περιπτώσεις, αγοράς και πώλησης συναλλάγματος, όσο από την γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας.

Η συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ δολαρίου ΗΠΑ και ελληνικής Δραχμής μπορεί να προσδιοριστεί, για παράδειγμα, προς μια από τις δυο κατευθύνσεις.

1. Το ποσό των δολαρίων ΗΠΑ που χρειάζονται για να αγοράσουν μια ελληνική δραχμή και αυτή είναι η τιμή του δολαρίου για μια ελληνική δραχμή και
2. Το ποσό των ελληνικών δραχμών που χρειάζεται για να αγοραστεί ένα δολάριο ΗΠΑ, είναι η τιμή της ελληνικής δραχμής για ένα δολάριο ΗΠΑ.

Η ισοτιμία συναλλάγματος εκφράζει την σχέση μεταξύ δυο νομισμάτων. Νόμισμα Α και νόμισμα Β. Το νόμισμα Α = χ μονάδες του νομίσματος Β. Το νόμισμα Α αναφέρεται ως νόμισμα βάσεις (σταθερό), ενώ το νόμισμα Β αναφέρεται ως νόμισμα μεταβλητό, καθώς το ποσό (μέγεθος) αλλάζει (μεταβάλλεται).

Παράδειγμα7:

Εάν το νόμισμα Α είναι \$ ΗΠΑ και Β ελληνικές Δραχμές (Gr. DR.) έχουμε:

$1\$ ΗΠΑ = \chi \text{ GR. DR.}$ ή σε κλασματική σχέση

$$\frac{\$ \text{ ΗΠΑ}}{\text{GR.DR}} = \frac{\$1 \text{ ΗΠΑ}}{280 \text{ GR DR}}$$

ή $1\$ \text{ ΗΠΑ} = 280 \text{ ΔΡΧ}$

Εάν η σχέση, συναλλαγματική ισοτιμία των δυο νομισμάτων πολλές φορές χρησιμοποιείται ως βάση για τις συναλλαγές με τα άλλα νομίσματα, οπότε διαμορφώνεται η διασταυρωτική σχέση με τα άλλα νομίσματα.

Αγορά συναλλάγματος

Στην αγορά συναλλάγματος έχουμε την σχέση τρεχουσών τιμών συναλλάγματος (spot price) και των προθεσμιακών τιμών (forward price), βάσει των οποίων γίνονται οι ανταλλαγές ή συναλλαγές συναλλάγματος (arbitrage)

Ωστόσο στην αγορά συναλλάγματος έχουμε την αγορά και πώληση σε τρέχουσες τιμές και τις προθεσμιακές (Spot or cash market exchange rate and forward exchange rate

market). Σε αυτές τις αγορές μπορούμε να εφαρμόσουμε παρόμοιες περιπτώσεις στις τιμές του ξένου συναλλάγματος με futures contracts πάνω στην βάση των Spot και Forward rate.

Ο κίνδυνος που υπάρχει στις τρέχουσες τιμές των συναλλαγμάτων από τις ενδεχόμενες μεταβολές των άλλων συναλλαγμάτων στις άλλες χώρες, υποτίμηση, διολίσθηση και το αντίθετο κ.α. οδηγεί στην άμεση αντιμετώπιση του συναλλαγματικού κινδύνου, πράγμα το οποίο γίνεται στην πράξη μέσω του Hedging.

Τιμές συναλλάγματος

Με τις τιμές συναλλάγματος, οι οποίες διαμορφώνονται βάσει των τρεχουσών τιμών (spot) και των προθεσμιακών (forward), μπορούμε να εφαρμόσουμε συναλλαγματική πολιτική αγοράς και πώλησης συναλλάγματος, ανάλογα με τις ευκαιρίες που ανοίγονται στις αγορές και τις επιλογές που έχει ο ενδιαφερόμενος επενδυτής.

Παράδειγμα8: Θεωρούμε έναν επενδυτή με επενδυτικό ορίζοντα έναν χρόνο και ο οποίος έχει δύο επιλογές:

1. Καταθέτει 100,000 Δρχ σε μια ελληνική τράπεζα που πληρώνει 7% ετήσιο επιτόκιο για ένα χρόνο.
2. Καταθέτει τις 200,000 Δρχ σε αντίστοιχο ποσό δολαρίων ΗΠΑ, με ετήσιο επιτόκιο 5%.

Στο τέλος της επενδυτικής περιόδου θα είναι σε θέση να συγκρίνει τις δυο επενδυτικές επιλογές, σύμφωνα με την συναλλαγματική ισοτιμία και αφού υπολογισθεί η διολίσθηση του ενός νομίσματος σε σχέση με το άλλο.

FUTURES – OPTIONS

Τα Futures αντιπροσωπεύουν συμφωνίες μεταξύ δύο μερών, όπου το ένα μέρος (αγοραστής) συμφωνεί να αγοράσει μια συγκεκριμένη ποσότητα ενός αγαθού με συγκεκριμένη τιμή, η οποία ισχύει για ένα χρονικό διάστημα που καθορίζεται από την αρχή της συμφωνίας από το χρηματιστήριο στο οποίο είναι διαπραγματεύσιμο. Τα Futures καλύπτουν τις κυριότερες αγορές, όπως ισοτιμίες νομισμάτων, επιτόκια στα κυριότερα νομίσματα, χρηματιστηριακούς δείκτες και πρώτες ύλες.

Έτσι στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται συμβόλαια τα οποία δίνουν στο κάτοχο την δυνατότητα να αγοράσει ή πωλήσει ενεργητικά (εμπορεύματα ή χρηματοοικονομικά αγαθά), σε συγκεκριμένη τιμή και παραδοτέα σε μελλοντική ημερομηνία. όταν π.χ ένας επιχειρηματίας από πώληση προϊόντων του γνωρίζει ότι σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία θα εισπράξει το αντίτιμο της συναλλαγής του σε νόμισμα άλλης χώρας, και δεν θέλει να ρισκάρει διαφορά στην τιμή, μπορεί είτε να συνάψει πράξη forward με την τράπεζα του για να τις πωλήσει το συνάλλαγμα όταν το εισπράξει, είτε να αγοράσει futures αντίστοιχου ποσού του συγκεκριμένου νομίσματος, μέσω του χρηματιστή του. Αυτά λήγουν την ημέρα της λήξης του συναλλάγματος, την αξία του οποίου θέλει να προστατεύσει. Πραγματοποιεί την πώληση με την τιμή της επιλογής του (π.χ της ημέρας υπογραφής του εμπορικού συμβολαίου).

Οι τιμές των futures αλλάζουν καθημερινά, αφού αυτά αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Οι τιμές τους επηρεάζονται από την τρέχουσα τιμή του αγαθού για το οποίο έχει γίνει η συμφωνία και το επιτόκιο του νομίσματος στο οποίο είναι διαπραγματεύσιμα τα Futures.

Τα περισσότερα Futures κλείνονται με αντισταθμιστικές πράξεις. έτσι ο κάτοχος του προϊόντος, λίγο πριν την λήξη του συμβολαίου, δίνει μια εντολή ρευστοποίησης η οποία του επιτρέπει να κλείσει τη θέση του.

Το κέρδος του είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και τιμής πώλησης. Η πώληση μπορεί να γίνει οποιαδήποτε στιγμή θεωρήσει ο κάτοχος του Futures ότι η τρέχουσα τιμή είναι συμφέρουσα.

Τα συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης – ΣΜΕ (Futures) δημιουργούνται με τις συναλλαγές στις χρηματιστηριακές αγορές. Στο ΧΠΑ (Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών) οι συναλλαγές αφορούν τα futures σε δείκτες μετοχών και σε συνθετικό ομόλογο του ελληνικού δημοσίου.

Η αξία τους ετεροπροσδιορίζεται από την αξία των προηγούμενων υποκείμενων αξιών και για αυτό ανήκουν στα χρηματοοικονομικά παράγωγα. Πρόκειται για ένα μόνιμο «στοίχημα», όπου μπορούν οι συμβαλλόμενοι να συμφωνήσουν σήμερα ότι θα προβούν σε αγοροπωλησία συμβόλαιο π.χ. σε δείκτη μετοχών αξίας €10,000 (2000 μονάδες x €5 μονάδα διαπραγματεύσεως) στο τέλος του επόμενου τριμήνου. Όταν θα έλθει η μελλοντική στιγμή για να καταβληθεί το ποσό των €10,000, μπορεί η τρέχουσα αξία του συμβολαίου να είναι €10,500 (2100 x €5) ή €9,500 (1900 x €5). Τότε ο αγοραστής θα έχει κέρδος €500 ή ζημιά €500 αντίστοιχα και ο πωλητής θα έχει τα αντίθετα αποτελέσματα.

Για το ίδιο παράδειγμα, στα Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης – ΣΔΠ (option) ο αγοραστής καταβάλει ένα ασφάλιστρο(π.χ. €280) για τη συμμετοχή του. Στην αξία των €10,500 έχει κέρδος €220 (€500 - €280), ενώ στην αξία των €9,500 η ζημιά του περιορίζεται στο ποσό των €280.

Οι κύριες κατηγορίες επενδυτών στο ΧΠΑ είναι τρεις: οι αντισταθμιστές, οι κερδοσκόποι και οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι, δηλαδή όσοι εκμεταλλεύονται τις αποκλίσεις των τιμών των συμβολαίων του ΧΠΑ από τις αντίστοιχες τιμές των δεικτών αγοράζοντας τη φθηνότερη και πουλώντας την ακριβότερη από δυο ουσιαστικά ισοδύναμες αξίες.

Όλοι οι επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν στην αγορά παραγώγων εφόσον γνωρίζουν την λειτουργία των προϊόντων ή έχουν αναθέσει σε κάποιον πιστοποιημένο ειδικό την διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους.

Οι ειδικοί διαπραγματευτές ή market makers προσφέρουν συνεχώς ρευστότητα στην αγορά παραγώγων. Είναι υποχρεωμένοι να εισάγουν στο σύστημα συναλλαγών εντολές για αγορά και πώληση ΣΜΕ για συγκεκριμένο αριθμό συμβολαίων, με άνοιγμα τιμών μεταξύ αγοράς και πώλησης που δεν υπερβαίνει συγκεκριμένο αριθμό μονάδων, ενώ τα κέρδη τους προέρχονται από την διαφορά στις τιμές που αγοράζουν και πωλούν και όχι από τη βραχυπρόθεσμη τάση της αγοράς.

Συνοπτικά, τα Futures και τα options παρέχουν στους επενδυτές τις παρακάτω δυνατότητες:

- Εκμετάλλευση όλων των τάσεων της αγοράς, με μια μόνο συναλλαγή, χωρίς να χρειάζεται η επιλογή συγκεκριμένων μετοχών.
- Μόχλευση της θέσης στο βαθμό που επιθυμεί ο επενδυτής.
- Αντιστάθμευση και διαφοροποίηση κινδύνων με επαρκή διασπορά του ειδικού κινδύνου στο αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο (FTSE/XAA -20 και FTSE/XAA Mid 40).
- Άμεση και μεγαλύτερη ρευστότητα στις θέσεις αγοράς ή πώλησης λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων και των Market Makers.
- Τέλος, οι υποχρεώσεις του διακανονισμού εκπληρώνονται με εγγύηση, ταχύτητα και χαμηλότερο κόστος προμηθειών.

Ο επενδυτής θα πρέπει να δώσει εντολή αγοράς ή πώλησης σε μια AXE ή ΕΠΕΥ μέλος του ΧΠΑ, η οποία θα μεταβιβάσει την εντολή στο Αυτοποιημένο Σύστημα Συναλλαγών του ΧΠΑ. Στην μεταβίβαση προσδιορίζεται η υποκείμενη αξία (FTSE/XAA -20 και FTSE/XAA Mid 40, 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου) και το είδος συμβολαίων (Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Δικαιωμάτων Προαίρεσης Futures – options) για θέση αγοράς ή για θέση πώλησης.

Ο επενδυτής επιλέγει τη διάρκεια του συμβολαίου, στα options επιλέγει επιπλέον την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος (π.χ. 1800μονάδες, 2000 μονάδες), ενώ προσδιορίζει το όριο της τιμής που θέλει να αγοράσει ή να πουλήσει πριν δοθούν οι σχετικές εντολές. Αν διασταυρωθεί η εντολή, μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος, με αντίθετη εντολή άλλου επενδυτή, θα πραγματοποιηθεί. Σε διαφορετική περίπτωση, παραμένει η εντολή στη μνήμη του συστήματος για όσο χρόνο προσδιορίσει ο επενδυτής.

Από το ΧΠΑ έχουν εκτυπωθεί τα «χαρακτηριστικά συμβολαίου» σε διαφορετικά έντυπα ανά ΣΜΕ (FTSE/XAA - 20 και FTSE/XAA Mid 40, 10ετές συνθετικό Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου). Πρόκειται για τυποποίηση εγγράφων, όπου ανάλογα με την περίπτωση συμπληρώνονται στους κενούς χώρους τα βασικά τους χαρακτηριστικά:

Είδος συμβολαίου, Υποκείμενο στοιχείο, Μέγεθος Συμβολαίου (μονάδες δεικτών × €5 ή ×€10 και για κάθε συνθετικό Ομόλογο €100,000), **Τιμή Συμβολαίου** (Τιμή μονάδων δεικτών κατά την αγορά ή πώληση), **Μήνες Λήξης** (είτε 3 πλησιέστεροι μήνες από το μηνιαίο κύκλο, είτε οι 3 πληρέστεροι μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μάρτιος, Ιούνιος, Σεπτέμβριος και Δεκέμβριος), **Ημέρα Λήξης και Ημέρα τελικής Συναλλαγής, Ημερήσια τιμή Εκκαθάρισης, Ημέρα τελικής εκκαθάρισης, ώρες συναλλαγής, Μέθοδος Παράδοσης, Τελική τιμή Εκκαθάρισης, Αγορά ΕΔΒ, Εξάσκηση κατά την μέρα λήξης, Όρια θέσης, διαπραγμάτευση και εκκαθάριση και περιθώριο ασφαλείας.** Περισσότερες λεπτομέρειες παρέχονται στις ηλεκτρονικές διευθύνσεις: www.ase.gr και www.adex.ase.gr

Στα σχετικά δελτία του ΧΠΑ (για Futures, Options και 10ετες Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου) αναφέρονται αναλυτικά σε 21 στήλες οι λεπτομέρειες κάθε συνεδρίασης όπως π.χ. ο μήνας παράδοσης, οι ανοιχτές θέσεις (open interest O/I), οι τιμές εκκαθάρισης συμβολαίων και ο αριθμός των συμβολαίων.

Ακολουθεί η παρουσίαση ενός παραδείγματος που δείχνει συνοπτικά το μηχανισμό κερδών /ζημιών σε ΣΜΕ με FTSE/XAA – 20:

Συμβόλαιο		Τιμή	Μετ. %	Μετ.	Αγορ.	Τεμ.(Α)	Πωλ.	Τεμ.(Π)	Άνοιγμα	Μέγ.	Ελάχ.	Σ. Όγκος	OpenIn
MID40 12/05	▲	3.069,75	+0,41	+12,50	3.067,25	8	3.071,50	1	3.062,00	3.071,25	3.062,00	58	
MID40 01/06	▲	3.077,00	+0,33	+10,00	3.076,00	1	3.084,50	1	3.070,00	3.077,75	3.070,00	31	
MID40 02/06	■		0,00	0,00									
MID40 03/06	■		0,00	0,00									
MID40 06/06	■		0,00	0,00									
MID40 09/06	■		0,00	0,00									
ASE20 12/05	▼	1.944,17	-0,18	-3,60	1.945,75	10	1.946,00	1	1.943,25	1.952,00	1.936,00	4.955	
ASE20 01/06	▼	1.935,80	-0,13	-2,45	1.937,25	3	1.937,75	1	1.937,00	1.942,00	1.928,00	1.414	
ASE20 02/06	▼	1.940,50	-0,18	-3,50	1.930,00	5	1.945,50	2					
ASE20 03/06	■		0,00	0,00									
ASE20 06/06	■		0,00	0,00									
ASE20 09/06	■		0,00	0,00									

Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΑ FUTURES

Δυο κυρίως μεθόδους εφαρμόζουν οι επενδυτές με στόχο τη διαχείριση κινδύνου στα futures. Η πρώτη (short hedging) περιλαμβάνει την αγορά ενός επενδυτικού προϊόντος (π.χ μετοχής, ομολόγου, κ.λ.π) στην πρωτογενή αγορά με την τρέχουσα τιμή και ταυτόχρονα τη σύναψη ενός συμβολαίου futures στην οποία ο επενδυτής θα έχει θέση short, δηλαδή μελλοντικού πωλητή για παράδειγμα ένας επενδυτής εκτιμά ότι η περιοχή της εταιρείας Α

ελκυστική μεσομακροπροθεσμη επένδυση, αλλά υπάρχει περίπτωση μείωσης της τιμής στο επόμενο εξάμηνο.

Μια λύση στο πρόβλημα είναι να προχωρήσει σε short hedging, αγοράζοντας την μετοχή της εταιρείας Α στην τρέχουσα τιμή (π.χ 5000 δραχμές) από το χρηματιστήριο και ταυτόχρονα να πάρει short θέση σε ένα futures που λήγει σε έξι μήνες, στην τιμή της μετοχής Α στις 6000 δραχμές. Η δεύτερη μέθοδος ονομάζεται long hedging και ο επενδύτης συνάπτει ένα συμβόλαιο από futures παίρνοντας θέση long (μελλοντικού αγοραστή) προκειμένου να εξασφαλίσει συγκεκριμένη τιμή για την επένδυση του.

ΤΕΧΝΙΚΗ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Ο επενδύτης μπορεί να εφαρμόσει τεχνικές ώστε να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο των επενδύσεων. Όταν για παράδειγμα ένας επενδυτής προβλέπει πύωση στις τιμές των μετόχων, μπορεί να προστατευθεί με το να αγοράσει option χρηματιστηριακού δείκτη ή μετοχής που του δίνει το δικαίωμα να πωλήσει, π.χ αυτή εντός ορισμένης διάρκειας, σε συγκεκριμένη τιμή (π.χ στην τιμή της ημερομηνίας αγοράς του option), η οποία έστω ότι είναι 9000 δραχμές.

Όταν η τιμή της μετοχής πέσει π.χ στις 6000 δραχμές ο κάτοχος του option το ασκεί, την αγοράζει δηλαδή στις 6000 και την πωλεί στις 9000 δραχμές ενώ οι άλλοι μπορούν να την πωλήσουν μόνο στις 6000 δραχμές. Όταν η τιμή της μετοχής ανέβει από 9000 δραχμές, το option δεν ασκείται και αφήνεται να λήξει, με μόνη ζημιά για τον αγοραστή το κόστος κτήσης.

Εφαρμογές στα Options

Όπως αναφέραμε και παραπάνω τα options χωρίζονται σε δυο δικαιώματα κάποιας υποκείμενης αξίας:

- Το δικαίωμα αγοράς (call option)
- Το δικαίωμα πώλησης (put option)

Τα προσδιοριστικά στοιχεία των Option είναι:

- Put ή Call
- Τιμή εξάσκησης
- Διάρκεια δικαιώματος
- Options European type. Τα οποία ασκούμε το δικαίωμα εξάσκησης *μόνο* κατά την λήξη του συμβολαίου.
- Options American type. Τα οποία μπορούμε οποιαδήποτε στιγμή πριν από την λήξη του να εξασκήσουμε το δικαίωμα Put ή Call. Τα αμερικάνικα θεωρούνται πιο πολύπλοκα για αυτό το λόγο θα αναλύσουμε τα Option ευρωπαϊκού τύπου.

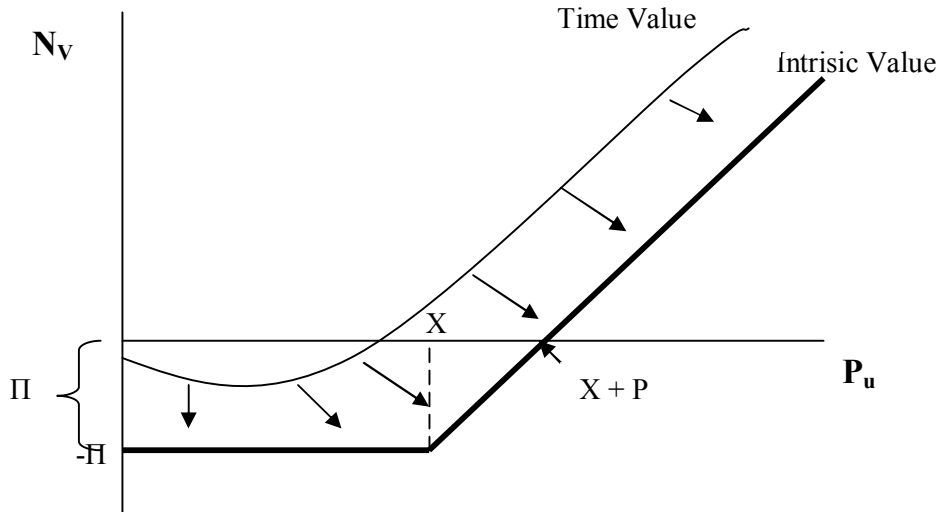
Η αξία ενσωματώνεται στο ασφάλιστρο (Premium). Από την στιγμή έκδοσης μέχρι τη στιγμή λήξης, η αξία εξαρτάται από τους εξής παράγοντες:

- Την διαφορά μεταξύ τρέχουσας και της τιμής εξάσκησης
 - $X - P$ όσο πιο μεγαλύτερη η διαφορά τόσο μεγαλύτερη η αξία πώλησης.
 - $P - X$ όσο πιο μεγαλύτερη η διαφορά τόσο μεγαλύτερη η αξία αγοράς.
- Το χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη του. Time Value. Όσο μακρύτερα βρισκόμαστε από την λήξη η αξία που σχετίζεται με το χρόνο μεγαλώνει, ενώ όσο πιο κοντά βρισκόμαστε στη λήξη η αξία είναι μηδέν.
- Η μεταβλητότητα των τιμών της υποκείμενης αξίας. Δηλαδή, η ιστορική και επακόλουθα η μελλοντική μεταβλητότητα είναι παράγοντας που επηρεάζει την τιμή.
- Το κόστος ευκαιρίας του χρήματος τη δεδομένη περίοδο.

Buy a CALL option

Στον κάθετο άξονα συμβολίζουμε την καθαρή θέση του επενδυτή που αγόρασε το Call Option και το συμβολίζουμε με το N_v (Net Value). Στον κάθετο άξονα συμβολίζουμε την Υποκείμενη Αξία το call option P_u .

Το Π είναι το Premium που πλήρωσε ο επενδυτής για να αγοράσει το call option. X η τιμή εξάσκησης. Στο Σχεδιάγραμμα προσομοιάζουμε το γράφημα της εσωτερικής αξίας του συμβολαίου (Intrinsic Value) και την χρονική αξία (Time Value)

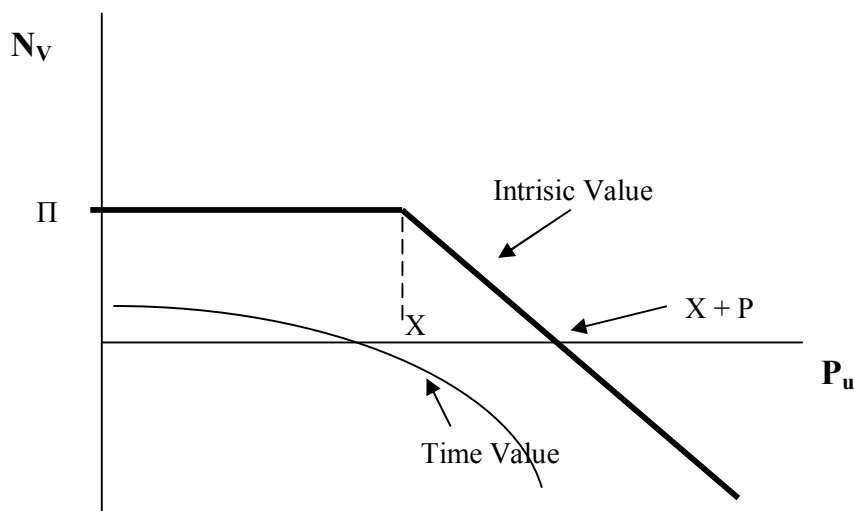


Παρατηρούμε ότι από το σημείο X και αριστερά έχουμε Ζημιές. Από X μέχρι $X + P$ έχουμε ωφέλεια. Από $X+P$ και δεξιά έχουμε καθαρή ωφέλεια. Επίσης παρατηρούμε ότι, όταν $X > P_u$ η εσωτερική αξία (Intrinsic Value) του call option είναι μηδέν «0». Η καθαρή αξία του επενδυτή είναι το ασφάλιστρο (premium) που πλήρωσε, δηλαδή $-\Pi$.

Όταν X (τιμή εξάσκησης) $< P_u$ τότε η εσωτερική αξία είναι $P_u - X$ και η καθαρή αξία του επενδυτή (Net Value) είναι $P_u - X - \Pi$.

	Intrinsic Value	Net Value
$X > P_u$	0	$-\Pi$
$X < P_u$	$P_u - X$	$P_u - X - \Pi$

Από την θέση του Εκδότη του Call (Write Call)



Παρατηρούμε ότι από το σημείο $X + P$ και δεξιά έχουμε Ζημιές. Από X μέχρι $X + P$ έχουμε κέρδη. Από X και αριστερά έχουμε καθαρή ωφέλεια. Επίσης παρατηρούμε ότι, όταν $X > P_u$ η εσωτερική αξία (Intrinsic Value) του call option είναι μηδέν «0». Η καθαρή αξία του εκδότη είναι το ασφάλιστρο (premium) που έλαβε, δηλαδή Π .

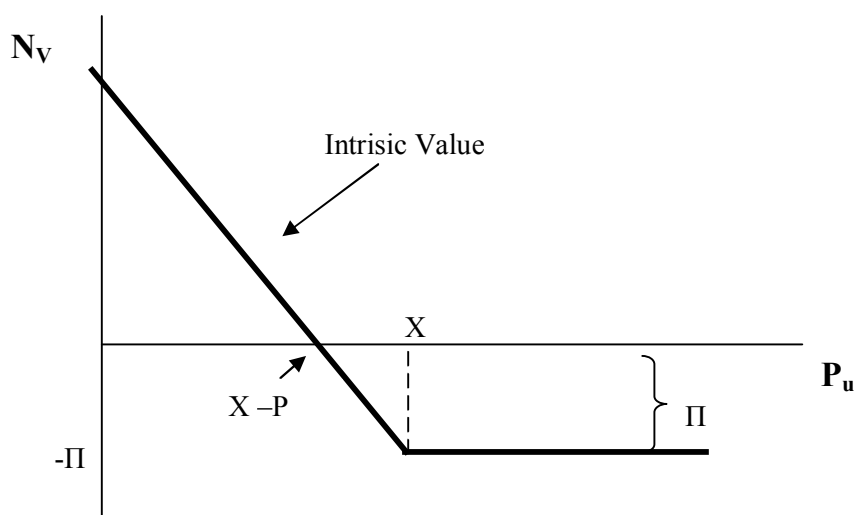
Όταν X (τιμή εξάσκησης) $< P_u$ τότε η εσωτερική αξία είναι $P_u - X$ και η καθαρή αξία του εκδότη (Net Value) είναι $\Pi - (P_u - X)$.

	Intrinsic Value	Net Value
$X > P_u$	0	Π
$X < P_u$	$P_u - X$	$\Pi - (P_u - X)$

Buy a Put Option

Παρατηρούμε ότι από το σημείο $X - P$ και αριστερά έχουμε καθαρή ωφέλεια. Από $X - P$ μέχρι X έχουμε κέρδη. Από X και δεξιά έχουμε ζημιές. Επίσης παρατηρούμε ότι, όταν $X > P_u$ η εσωτερική αξία (Intrinsic Value) του put option είναι $X - P_u$. Η καθαρή αξία του επενδυτή είναι $X - P_u - \Pi$.

Όταν X (τιμή εξάσκησης) $< P_u$ τότε η εσωτερική αξία είναι μηδέν και η καθαρή αξία του επενδυτή (Net Value) είναι $-\Pi$.



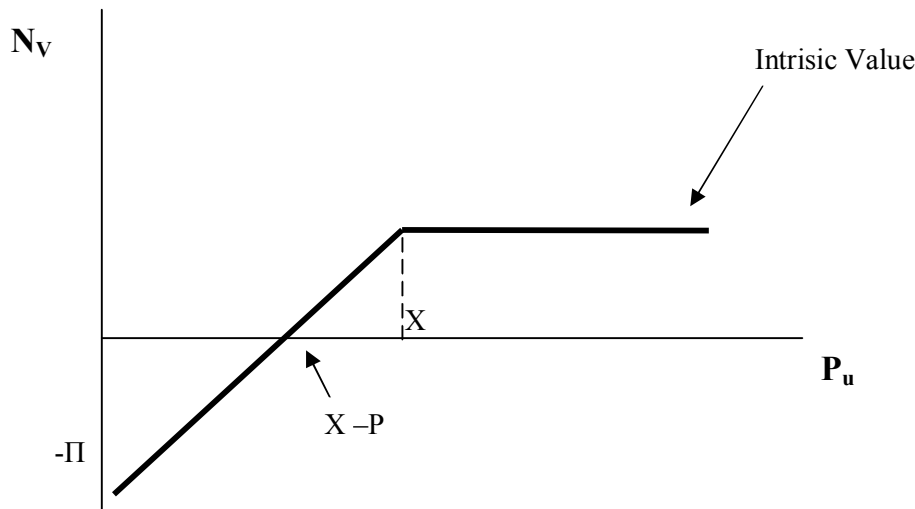
	Intrinsic Value	Net Value
$X > P_u$	$X - P_u$	$X - P_u - \Pi$
$X < P_u$	0	$-\Pi$

Από την θέση του Εκδότη του Put (Write Put)

Παρατηρούμε ότι από το σημείο X και δεξιά έχουμε καθαρή ωφέλεια. Από $X - P$ μέχρι X έχουμε κέρδη. Από $X + P$ και αριστερά έχουμε ζημιές. Επίσης παρατηρούμε ότι,

όταν $X > P_u$ η εσωτερική αξία (Intrinsic Value) του put option είναι $X - P_u$. Η καθαρή αξία του εκδότη είναι $\Pi - (X - P_u)$.

Όταν X (τιμή εξάσκησης) $< P_u$ τότε η εσωτερική αξία είναι μηδέν και η καθαρή αξία του εκδότη (Net Value) είναι το premium Π .



	Intrinsic Value	Net Value
$X > P_u$	$X - P_u$	$\Pi - (X - P_u)$
$X < P_u$	0	Π

Long Short Position, Hedging και Arbitrage

Short θέση, Hedging και Arbitrage είναι η οικονομική αυτή θέση την οποία ο επενδυτής μπορεί να πράξει. Διαφέρει από την τυπική θέση της αγοράς, η οποία αγοράζει μια αξία (π.χ. μετοχή ή ομόλογο) και ελπίζει στην άνοδο της τιμής της αξίας. Κάθε μια από αυτές τις θέσεις μπορεί να χρησιμοποιηθεί για διαφορετικούς σκοπούς. Μερικές θέσεις είναι επικερδείς αν ανέβουν οι τιμές, μερικές μπορεί να γίνουν επικερδείς αν οι τιμές πέσουν. Άλλες δεν θα είναι επικερδείς αν οι τιμές είτε ανέβουν είτε πέσουν, και μερικές άλλες θέσεις είναι επικερδείς αν οι τιμές δεν αλλάξουν σημαντικά.

Η θέση μπορεί να είναι κερδοσκοπική ή για λόγους όπως προστασία του επενδυτή και ελαχιστοποίηση του κινδύνου που εμπεριέχει η επένδυση.

Long & Short Position

Η long και η Short θέση εμπεριέχει δύο βασικές και απλές ενέργειες. Με την Long θέση ο επενδυτής αγοράζει αξίες και τις κρατάει, με σκοπό να βγάλει κέρδος από την ανατίμηση των τιμών των αξιών, από τα μερίσματα που είναι σε μετρητά, από τον τόκο, ή από αλλά εισοδήματα που συσχετίζονται με την επένδυση. Αυτή είναι και η πιο δημοφιλής στρατηγική επένδυσης. Η Short θέση είναι πιο πολύπλοκη.

Short Position

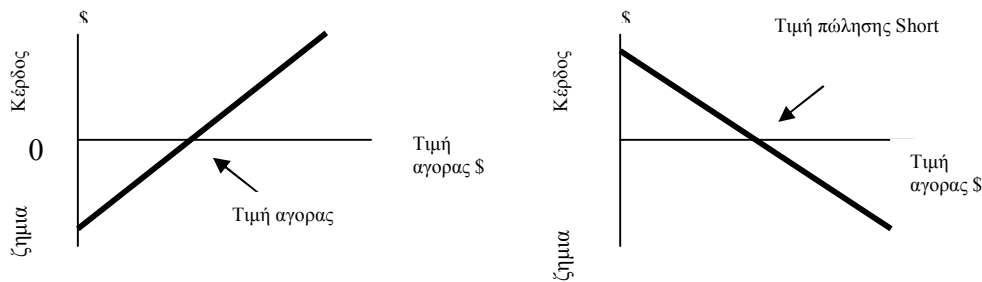
Η Short θέση εμφανίζεται όταν ένας επενδυτής δανείζεται αξίες και τις πουλάει σε κάποιον άλλον. Επομένως οι πωλητές Short πουλάνε κάτι που δεν τους ανήκει ακόμα, με σκοπό να αγοράσει αξίες κάποια στιγμή στο μέλλον σε μικρότερη τιμή για να βγάλουν κέρδος από την «αναμενόμενη» κάθοδο της τιμής της αξίας. Αν η τιμή της δανειζόμενης

αξίας πέσει, ο πωλητής Short μπορεί να κερδίσει από την αγορά αξιών σαν αυτές που αγοράστηκαν, σε μικρότερη τιμή και να πληρώσει αυτόν που του δάνεισε τις αξίες.

Γράφημα Κέρδος – Ζημία για Long & short θέση

(βλέπε γράφημα 1) Ο κάθετος άξονας σε αυτά τα δυο γραφήματα κέρδος – ζημία δείχνει πάνω από το μηδέν τα Δολάρια που κερδίθηκαν, και κάτω από το μηδέν τα Δολάρια που χάθηκαν. Ο οριζόντιος άξονας δείχνει τις τιμές αγοράς κάποιας αξίας είτε είναι long ή short θέση.

Το γράφημα κέρδος – ζημία για Long θέση έχει θετική φορά, και απεικονίζει ότι ο επενδυτής που κρατάει την Long θέση κερδίζει (χάνει) ένα δολάριο για κάθε δολάριο που η τιμή της αγοράς ανεβαίνει (πέφτει). Σε αντίθεση, το γράφημα κέρδος – ζημία για Short θέση έχει αρνητική φορά και απεικονίζει ένα δολάριο που χάνεται (κερδίζεται) για κάθε πωλητή Short, για κάθε δολάριο που η ανεβαίνει (πέφτει) η τιμή αγοράς.



Γραφημα κέρδος – ζημία , Long Short Θέση

Παράδειγμα9:

21 Απριλίου ο κύριος Α έκανε μια πώληση Short 100 μετοχών της τράπεζας της Ελλάδος για €105 για κάθε μετοχή. Στις 4 Μαΐου η τιμή της μετοχής της τράπεζας της Ελλάδος έπεσε στα €92 ανά μετοχή. Ο κ. Α έκανε ένα βραχυπρόθεσμο κέρδος €13 ($€105 - €92$) \times 100 τεμάχια = €1,300 προ φόρων και προμήθεια συναλλαγής. Αν η τιμή της μετοχής του κ.Α είχε αυξηθεί κατά €13 δηλαδή στα €118 και αν ο κ. Α είχε αντιστρέψει την θέση του, θα έχανε €13 ($€105 - €118$) \times 100 = = €1,300 προ φόρων και προμήθεια συναλλαγής.

Οι πωλήσεις Short ισχύουν στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) εδώ και δεκαετίες. Η αξία των πωλήσεων Short αναγράφονται καθημερινά σε οικονομικές εφημερίδες με την επικεφαλίδα Επιτόκιο Short “Short Interest”. Το επιτόκιο Short είναι ο συνολικός αριθμός των μετοχών που οι χρηματιστές έχουν καταγράψει στους λογαριασμούς τους σαν πώληση Short. Το επιτόκιο Short είναι συνήθως κάτω του 5% της συνολικής αξίας των μετοχών που διαπραγματεύονται.

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι κάποιος μεμονωμένα παίρνει μια Short θέση. Πρώτον και το πιο προφανές είναι η επιθυμία του επενδυτή να κερδοσκοπήσει από την πτώση των τιμών. Δεύτερον οι συντηρητικοί επενδυτές (αυτοί που δεν αναλαμβάνουν μεγάλο ρίσκο) μπορεί να πουλήσουν Short σε “Hedge” προκειμένου να αντιμετωπίσουν πιθανές ζημιές. *Hedging* είναι μια τακτική η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τον επενδυτή για να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο που είναι εκτεθειμένος σε κάθε του επένδυση.

«Hedge» θέση

Η Hedge θέση εμφανίζεται όταν κάποιος αγοράζει και πουλάει τις ίδιες ή παρόμοιες αξίες στον ίδιο χρόνο. Το Hedging μπορεί να οριστεί ως η συμφωνία για δυο διαφορετικές

θέσεις, όπως οι πιθανές ζημιές της μιας θέσης που τείνουν να γίνουν λίγο ή πολύ, ισοσταθμισμένο από το κέρδος που μπορεί να εμφανιστεί από άλλη θέση. Με άλλα λόγια το Hedging μπορεί να οριστεί ως η εγκαθίδρυση μια ισορροπίας Short και long θέση προκειμένου να εξαλείψει την ζημιά που θα εμφανιστεί από την αντίθετη κίνηση των τιμών.

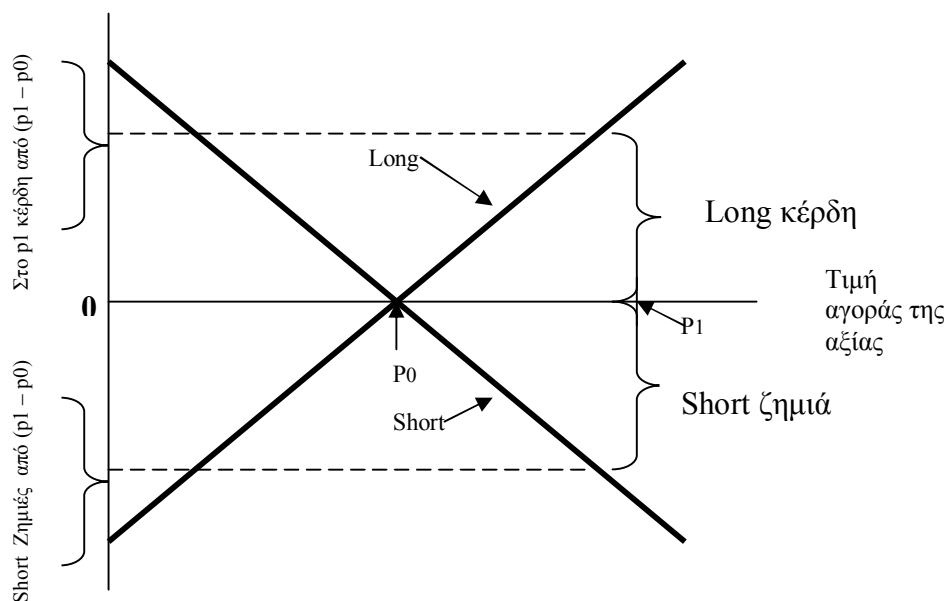
Υπάρχουν πολλών ειδών Hedging. Μερικά Hedges προτιμούνται για να μειώσουν τις πιθανές ζημιές από την αντίθετη κίνηση των τιμών. Άλλα Hedges δημιουργήθηκαν με την προσδοκία για κάποιο όφελος (κέρδος). Το ευκολότερο Hedge για να αναλυθεί είναι το πρώτο. Είναι το τέλειο Hedge όπου δεν δημιουργείται ούτε κέρδος ούτε ζημιά. Το γράφημα 2 περιγράφει το τέλειο Hedge.

Το τέλειο Hedge

Το γράφημα 2 συνδυάζει την θέση Long και την θέση Short (από το γράφημα 1) στο ίδιο χρόνο τιμές αγοράς και πώλησης. Ο ιδρυτής του Hedge με αυτή του την ενέργεια επιτυγχάνει από τις δύο αυτές θέσεις οι ζημιές και τα κέρδη να είναι μηδέν σε κάθε αξία που η τιμή της αξίας (π.χ. μετοχής) μπορεί να διαμορφωθεί στην αγορά.

Παράδειγμα10:

αν ένας επενδυτής αγοράσει με θέση Long 100 κοινές μετοχές της coca cola στα $p_0 = \$64$ ανά μετοχή. Την ίδια στιγμή, ο επενδυτής πουλάει 100 μετοχές της coca cola short στα $\$64$ ανά μετοχή. Το γράφημα 2 μας δείχνει ότι αν η τιμή αγοράς (Market Price) της αξίας ανέβει πάνω από την τιμή $p_0 = \$64$ τότε για τις δυο θέσεις Short και long στην υψηλότερη τιμή p_1 Δολάρια τότε το κέρδος που θα δημιουργηθεί από την θέση Long θα αντισταθμιστεί ακριβώς από την ζημιά της θέσης Short.

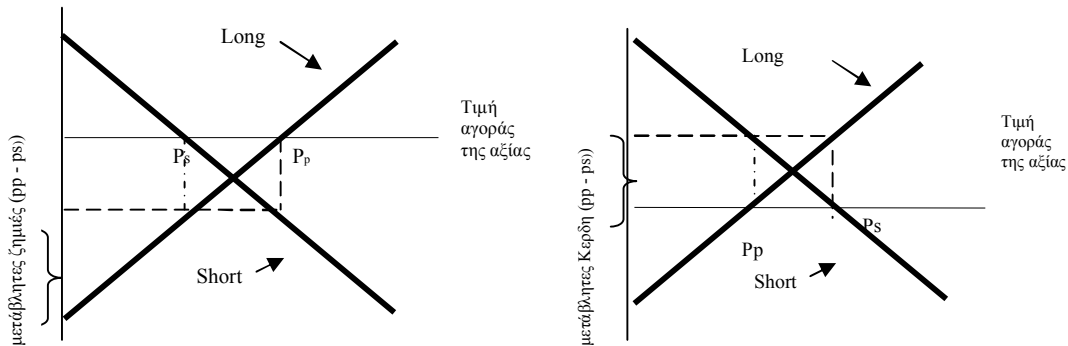


Ο επενδυτής του Hedge, δεν κερδίζει, αλλά ούτε παρουσιάζει ζημιές γιατί το Hedge είναι τέλειο (Perfect Hedge). Ακόμα και αν η coca cola χρεοκοπήσει, δηλαδή $p_0 = \$0$ με την θέση του επενδυτή στο τέλειο Hedge τα κέρδη και οι ζημιές ισοσταθμίζονται. Τα τέλεια Hedge δημιουργήθηκαν από τους συντηρητικούς επενδυτές. Οι συντηρητικοί επενδυτές είναι επενδυτές που δεν θέλουν να αναλάβουν κανένα ρίσκο με αποτέλεσμα να μην έχουν κέρδος προκειμένου να μειώσουν πιθανές ζημιές.

Το μη τέλειο Hedge (Imperfect Hedge)

Ένα Hedge μπορεί να μην είναι τέλειο για δυο λόγους. Πρώτον, τα Δολάρια στην Long και στην Short θέση δεν είναι ίσα, τότε το Hedge δεν είναι τέλειο. Δεύτερον ένα Hedge μπορεί να μην είναι τέλειο αν η τιμή πώλησης Short δεν είναι ίση με την τιμή αγοράς για την θέση Long. Σε αυτή την δεύτερη περίπτωση δημιουργείται όταν ο επενδυτής πάρει θέση Long και Short σε διαφορετικούς χρόνους.

Το γράφημα 3 μας απεικονίζει δυο μη τέλεια Hedge (imperfect Hedge), τα δυο Hedge είναι μη τέλεια γιατί η τιμή πώλησης Short, αναγράφεται ως P_s διαφέρει



Γράφημα 3

την τιμή αγοράς για την θέση Long που προσδιορίζεται από το P_p .

Το πρώτο Hedge εμπεριέχει την τιμή αγοράς για Long θέση η οποία είναι κάτω από την τιμή πώλησης για την θέση Short, $p_p > p_s$. Το αποτέλεσμα του Hedge είναι ότι θα αποδώσει μεταβλητές ζημιές σε οποιαδήποτε τιμή αγοράς (market price). Αυτή η ζημιά θα μηδενιστεί πάνω από την τιμή πώλησης Short ($p_p - p_s$). Το αντίθετο θα συμβεί για το δεύτερο Hedge.

Arbitrage

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