



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Τίτλος Εργασίας: ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ



Πτυχιακή Εργασία των:
ΠΟΘΟΥΛΑΚΗ ΕΛΕΝΗ
ΠΟΠΕΛΚΑ ΜΟΝΑΛΙΖΑ
ΤΣΕΚΟΥΡΑ ΜΑΡΙΑ

Επιβλέπων:
κ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΥ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

ΠΑΤΡΑ, 2014



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας πτυχιακής εργασίας αναπτύσσεται το χρηματοπιστωτικό σύστημα, ο ρόλος του, τα χαρακτηριστικά του και η ροή των χρηματοοικονομικών μανάδων μέσα σε αυτό.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται οι χρηματοπιστωτικές αγορές. Γίνεται η κατηγοριοποίηση αυτών και αναπτύσσονται τα κριτήρια αξιολόγησης των χρηματοοικονομικών αγορών προς τις επιχειρήσεις.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές και η ανάλυση κυρίων κατηγοριών χρηματοπιστωτικών μέσων. Αναπτύσσονται οι βασικότεροι κίνδυνοι που απορρέουν από τις επενδύσεις σε αυτά.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται η ιστορική αναδρομή του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα αλλά και η σύγκρισή του με τα αντίστοιχα άλλων ευρωπαϊκών κρατών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το χρηματοπιστωτικό σύστημα και η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση καθώς και η σχέση αυτών με την οικονομική ανάπτυξη, αλλά επίσης αναπτύσσεται και η θεωρία της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης.

Τέλος, παρατίθενται τα συμπεράσματα και η βιβλιογραφία η οποία χρησιμοποιήθηκε.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	9
ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	9
1.1 ΒΑΣΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	9
1.2 ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	10
1.3 ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .	10
1.4 ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	11
1.5 Η ΡΟΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ ΜΕΣΑ ΣΕ ΑΥΤΟ.....	11
1.5.1 ΆΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....	11
1.5.2 ΈΜΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ	12
1.6 ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ – ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	14
1.7 ΟΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΣΩΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	17
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.....	17
2.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	17
2.1.1 ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ.....	18
2.1.2 Η ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	18
2.1.3 Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ	19
2.2 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ.....	20
2.2.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	20
2.2.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ.....	22

2.2.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ.....	25
2.2.4 ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΕΙΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	26
2.2.5 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	26
2.2.6 ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	30
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΑΥΤΩΝ ...	30
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	30
3.2 ΤΡΑΠΕΖΕΣ	30
3.3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΝΩΣΕΙΣ:	31
3.4 ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ:.....	32
3.5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ	32
3.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΥΡΙΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ..	34
3.6.1 ΜΕΤΟΧΕΣ.....	34
3.6.2 ΟΜΟΛΟΓΑ/ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ	34
3.6.3 ΠΑΡΑΓΩΓΑ (DERIVATIVES).....	35
3.6.4 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	36
3.6.5 ΔΟΜΗΜΕΝΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ.....	37
3.6.6 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ....	37
3.6.7 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ	41
3.6.8 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΣΥΝΔΕΟΜΕΝΟΙ ΜΕ ΤΙΣ ΚΑΤ' ΙΔΙΑΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΕΠΟΜΕΝΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	61
3.6.9 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ.....	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	64
ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	64
4.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	64
4.1.1 Α΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1828-1928)	65
4.1.2 Β΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1928-1945)	66

4.1.3 Γ΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1944-1992).....	67
4.1.4 Δ΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1992-2001)	68
4.1.5 Ε΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (2002-2011).....	69
4.2 ΔΟΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	69
4.3 ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ	72
4.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ Ε.Τ.Σ ΜΕ ΤΑ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΑ ΑΛΛΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΡΑΤΩΝ	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	75
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ	75
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ	75
5.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ	75
5.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ	77
5.3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ	77
5.3.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	78
5.3.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	78
5.4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ.....	84
5.4.1 ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΜΕΝΟΙ ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	85
5.4.2 ΒΑΘΜΟΣ ΧΡΕΩΣΗΣ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	86
5.4.3 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	86
5.4.4 ΚΑΛΥΨΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΑΝΑΓΚΩΝ ΓΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	87
5.4.4.1 ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (FACTORING)	87
5.4.4.2 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (VENTURE CAPITAL)	87
5.4.4.3 ΕΚΧΩΡΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (FORFAITING).....	88

5.4.4.4 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (LEASING).....	89
5.4.4.5 ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ.....	90
5.4.4.6 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΟΥ ΚΑΤΑΒΑΛΛΟΥΝ ΟΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΟΥΣ.....	91
5.5 ΤΟ ΖΗΤΗΜΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ.....	91
5.5.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΖΗΤΗΜΑΤΟΣ.....	91
5.5.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	92
5.5.3 ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ	93
5.5.3.1 ΣΕΙΡΑ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ.....	94
5.5.3.2 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ.....	95
5.5.4 ΤΑ ΌΡΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ.....	95
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	96
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	98
ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ.....	99

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα είναι επιχειρήσεις που παρέχουν χρηματοδοτικές υπηρεσίες στην οικονομία με κύριο χαρακτηριστικό τη χρηματοδοτική μορφή του ενεργητικού τους, που τα διαχωρίζει από τις άλλες παραγωγικές μονάδες.

Το ίδρυμα θα πρέπει να προσδιορίσει ορισμένους στόχους, ο σημαντικότερος από τους οποίους αναφέρεται στη διάρθρωση εκείνη του ενεργητικού και παθητικού που θα παρέχει τις επιθυμητές και απαραίτητες υπηρεσίες.

Βασικό στοιχείο ενός επιτυχημένου και ολοκληρωμένου τραπεζικού συστήματος είναι το πελατοκεντρικό βάθος εστίασης, δηλαδή κατά πόσο μπορεί το σύστημα να βοηθήσει στη διακράτηση των υπάρχοντων πελατών και στην προσέλκυση καινούργιων, δημιουργώντας ευκαιρίες για την προώθηση νέων προϊόντων.

Η τράπεζα αποκτά καλύτερη επίγνωση των αναγκών του πελάτη, έτσι ώστε να είναι σε θέση να του προσφέρει τις ανάλογες υπηρεσίες, ενώ παράλληλα εξετάζονται τρόποι ανταπόκρισης του πελάτη σε καθετί που του παρέχει, σε συνάρτηση ασφαλώς και με άλλα στοιχεία, καταστρώνοντας την πελατειακή στρατηγική της

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

1.1 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 Χρηματικού 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. (<http://el.wikipedia.org>)

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 (<http://el.wikipedia.org>)

1.2 ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ένα οικονομικό σύστημα βασισμένο στο χρήμα και αποτελεί τον διαμεσολαβητή στην ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών. Φέρνει σε επαφή τους αποταμιευτές με τους επενδυτές, δηλαδή μεταφέρει την αγοραστική δύναμη από τις οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς αυτές με χρεωστικό υπόλοιπο. Περιλαμβάνει δύο βασικά υποσυστήματα, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. (<http://el.wikipedia.org>)

Τα πιστωτικά συστήματα χαρακτηρίζονται από εσωστρέφεια και από την ύπαρξη διοικητικών ρυθμίσεων, όπως ειδικοί διαχωριστικοί κανόνες στην παροχή πίστης (μακροχρόνιας, στεγαστικής, κ.λπ.), πληθώρα δεσμεύσεων στα διαθέσιμα, στις καταθέσεις και στις χορηγήσεις, υποχρεωτικές ανακαταθέσεις στην κεντρική τράπεζα, διοικητικά καθοριζόμενα επιτόκια (ή όρια επιτοκίων), κ.λπ.

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι παρά την μεγάλη ποικιλία εθνικών ρυθμίσεων και διατάξεων, οι αναλυτές διαχωρίζουν δύο διαφορετικά υποδείγματα τραπεζικού συστήματος, συγκεκριμένα το Γερμανικό και το Αμερικάνικο.

(<http://www.larissa-chamber.gr/Uploads/Files/meletes/lwlos.pdf>)

1.3 ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΟΥ 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:

1ο 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.

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

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

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

(<http://el.wikipedia.org>)

1.4 ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Η ουσιαστική λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να βελτιώνει την κατανομή των πόρων στο χώρο και στο χρόνο, κινητοποιεί τις αποταμιεύσεις και διευκολύνει την ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών, μέσα στο αβέβαιο περιβάλλον που ζούμε.

Η τράπεζα συγκεντρώνει κεφάλαια από τις καταθέσεις πελατών, τα οποία διαθέτει σε πιστώσεις.

Σημαντική ανησυχία για την λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων αποτελεί η ρευστότητά τους, καθώς δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν την ημερομηνία λήξης των καταθέσεών τους. (elearn.elke.uoa.gr/ppetrakis/dialexis/ch1.ppt)

1.5 Η ΡΟΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ ΜΕΣΑ ΣΕ ΑΥΤΟ

Τα κανάλια που χρησιμοποιεί το σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα για τη διοχέτευση χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές μονάδες είναι πολλά. Ένας γενικός όμως διαχωρισμός είναι η *άμεση* (direct) και η *έμμεση* χρηματοδότηση (indirect financing).

1.5.1 ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Στην περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης, η μονάδα που έχει πλεονασματική θέση παρέχει χρήμα στη μονάδα που παρουσιάζει έλλειμμα με αντάλλαγμα πιστωτικές απαιτήσεις, οι οποίες αποφέρουν τόκους. Αν και είναι δυνατόν η συναλλαγή να διευκολυνθεί από τρίτους, οι δύο μονάδες διαπραγματεύονται

απευθείας. Η πλεονασματική μονάδα δηλαδή επενδύει απ' ευθείας στις απαιτήσεις που έχει εκδώσει η ελλειμματική μονάδα.

Παρά το γεγονός ότι οι άμεσες χρηματοδοτήσεις αυξάνουν την αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το βασικό τους μειονέκτημα βρίσκεται στο ότι η απαίτηση που η ελλειμματική μονάδα θέλει να πουλήσει μπορεί να μη συμπίπτει με την απαίτηση που η πλεονασματική μονάδα είναι διατεθειμένη να αγοράσει. Δηλαδή η διάρκεια και το ποσόν του δανεισμού μπορεί να διαφέρει στις προτιμήσεις των αγοραστών και των πωλητών. Γι αυτό και οι περισσότερες συναλλαγές είναι ανταλλαγές μεγάλων ποσών και οι συμμετέχοντες είναι εξειδικευμένοι δανειστές ή δανειζόμενοι, γνώστες των λεπτομερειών των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι οποίοι συναλλάσσονται σε ευρύτατη κλίμακα.

Η απλούστερη μορφή άμεσης χρηματοδότησης είναι η απευθείας ιδιωτική αγορά χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων. Για παράδειγμα, είναι δυνατόν μια ελλειμματική μονάδα να πουλήσει το σύνολο των χρεογράφων που εκδίδει με εύκολο τρόπο χωρίς πολλές νομικές διαδικασίες.

Άλλες μορφές άμεσης χρηματοδότησης είναι αυτές που απαιτούν την μεσολάβηση εξειδικευμένων ατόμων, όπως *brokers* και *dealers*. Οι brokers διεκπεραιώνουν αγοροπωλησίες μετά από εντολή των πελατών τους στην καλύτερη τιμή που μπορούν να πετύχουν, ενώ δεν αγοράζουν για ίδιο λογαριασμό και αντλούν τα κέρδη τους από τις προμήθειες επί των συναλλαγών. Οι dealers απ' την άλλη διαθέτουν ένα απόθεμα χρεογράφων και είναι ανά πάσα στιγμή έτοιμοι να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα ορισμένο χρεόγραφο σε μια ορισμένη τιμή. Η διαφορά μεταξύ της τιμής προσφοράς (*bid price*) και της τιμής ζήτησης (*ask price*) είναι το κέρδος του *dealer* (συνήθως οι *dealers* είναι και *brokers*).

1.5.2 ΈΜΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Όταν στην διαδικασία διοχέτευσης πόρων από τις πλεονασματικές μονάδες στις ελλειμματικές παρεμβαίνουν χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, τότε γίνεται λόγος για έμμεση χρηματοδότηση. Οργανισμοί έμμεσης χρηματοδότησης θεωρούνται οι Τράπεζες, οι Ασφαλιστικές εταιρίες, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, τα Ταμεία Συντάξεων. Οι δραστηριότητες των άνωθεν οργανισμών αποσκοπούν στην επίλυση των προβλημάτων (κινδύνων) που παρουσιάζονται στις διαδικασίες άμεσης χρηματοδότησης. Ειδικότερα, οι απαιτήσεις που προσφέρουν οι μονάδες που

αναζητούν κεφάλαια για την κάλυψη των ελλειμμάτων τους πρέπει να έχουν την ίδια λήξη, ονομαστική αξία και μέγεθος μ' αυτά που οι πλεονασματικές μονάδες θα ήθελαν να αγοράσουν για να πραγματοποιήσουν την άμεση χρηματοδότηση. Διαφορετικά η συναλλαγή είναι αδύνατο να πραγματοποιηθεί.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρακάμπτουν τα προβλήματα αυτά πουλώντας τις δικές τους απαιτήσεις στο κοινό, συγκεντρώνοντας έτσι κεφάλαια που τα χρησιμοποιούν κατόπιν για την αγορά χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων που έχουν ποικίλα χαρακτηριστικά. Ουσιαστικά δηλαδή μετατρέπουν τις απαιτήσεις αυτές σε μια ελκυστική για τις πλεονασματικές μονάδες μορφή και αυτό είναι που κάνει τόσο σημαντικό το ρόλο τους στη οικονομία. Πρέπει να σημειωθεί ότι πιθανόν η ελλειμματική και η πλεονασματική μονάδα να μην ήταν ποτέ σε θέση να συνάψουν μια ικανοποιητική συμφωνία και για τους δύο ή να την είχαν πετύχει με ένα σημαντικά υψηλότερο κόστος, αν έλειπε η παρέμβαση του χρηματοπιστωτικού οργανισμού.

Βασικό λοιπόν χαρακτηριστικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της έμμεσης χρηματοδότησης είναι ότι πραγματοποιούν μια μετατροπή των υποχρεώσεων τους σε ποικίλες μορφές απαιτήσεων.

Σε κάθε οικονομία λειτουργεί ένας σημαντικός αριθμός χρηματοπιστωτικών οργανισμών που αν και διαφορετικοί μεταξύ τους, επιτελούν τουλάχιστον μια κοινή λειτουργία: αγοράζουν απαιτήσεις με ποικίλα χαρακτηριστικά και πουλούν νέες απαιτήσεις με νέα χαρακτηριστικά. Βασικό τους χαρακτηριστικό που τους ξεχωρίζει από τα ιδρύματα άμεσης χρηματοδότησης είναι οι οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνουν εξαιτίας κυρίως του μεγάλου μεγέθους τους καθώς και τη μείωση κόστους αλλά και κινδύνων που επιτυγχάνουν μέσω της ευκολότερης συγκέντρωσης και καλύτερης αξιολόγησης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Κι αυτό θεωρείται πολύ σημαντικό γιατί όταν διαπραγματευόμαστε χρηματοοικονομικούς τίτλους, η πληροφορία περί της αξιοπιστίας τους είναι οδηγός για την σωστή τιμολόγηση τους.

Ένας λόγος που οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είναι απαραίτητοι, είναι η δυσκολία, εξαιτίας κυρίως του υψηλού κόστους, των νοικοκυριών να παράγουν πολλές και διαφορετικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, σε μικρές ποσότητες όπως γίνεται στην άμεση χρηματοδότηση. Αναλυτικότερα, οι βασικές λειτουργίες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων περιγράφονται παρακάτω:

I. παράγουν ένα ευρύ φάσμα απαιτήσεων και διάφορες κλίμακες ονομαστικών αξιών. Συγκεντρώνοντας χρηματικούς πόρους από διάφορες πηγές μπορούν και επενδύουν άμεσα σε χρεόγραφα ποικίλων αξιών. Αυτή η λειτουργία είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους μικροεπενδυτές οι οποίοι δεν έχουν αρκετά χρήματα για να επενδύσουν απ'ευθείας σε χρεόγραφα μεγάλων αξιών που συνήθως είναι διαπραγματεύσιμα στις άμεσες χρηματοπιστωτικές αγορές.

II. έχουν ευχέρεια σχετικά με τη λήξη των απαιτήσεων, για παράδειγμα, είναι σε θέση να συλλέγουν πόρους βραχυπρόθεσμης λήξης και να τους μετατρέπουν σε μακροπρόθεσμους.

III. διαφοροποίηση του κινδύνου. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είναι σε θέση να αγοράζουν χρεόγραφα που παρουσιάζουν διάφορους βαθμούς κινδύνου και αποδόσεων και κατόπιν να προσφέρουν στους αποταμιευτές απαιτήσεις που βασίζονται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Η παροχή αυτή θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική κυρίως για τις μικρές πλεονασματικές μονάδες που θα αντιμετώπιζαν ένα υψηλό κόστος για τη συγκέντρωση ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου.

IV. προσφέρουν απαιτήσεις που μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν. Πίσω απ' το χαρακτηριστικό αυτό βρίσκεται η δυνατότητα να συγκεντρώνουν χρήματα από πολλές και ανεξάρτητες μεταξύ τους μονάδες.

1.6 ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ – ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Οι τράπεζες αναγκάστηκαν να μειώσουν τα περιθώριά τους και να ανταγωνισθούν για την παραγωγή νέων και φθηνότερων προϊόντων.

Όσον αφορά την τελευταία παραδοσιακή τραπεζική λειτουργία, δηλαδή τους διακανονισμούς και συμψηφισμούς, η μέχρι τώρα πρακτική φανερώνει ότι οι τράπεζες με τα δίκτυά τους εξακολουθούν να έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα. Η κάθε χώρα διαθέτει το δικό της σύστημα, ενώ δεν έχει προχωρήσει ικανοποιητικά η διεθνοποίηση ενός συστήματος συμψηφισμού.

Η ύπαρξη υποκαταστημάτων κοντά στον τόπο δραστηριότητας και κατοικίας θεωρήθηκε για μεγάλο χρονικό διάστημα σαν κατ' εξοχήν πλεονέκτημα για την ανάπτυξη τραπεζικών εργασιών, κυρίως στην προσέλκυση καταθέσεων και στην χορήγηση πιστώσεων.

Η ύπαρξη εκτεταμένου δικτύου όχι μόνο είναι ιδιαίτερα σημαντική για την παροχή μεγάλου μέρους λιανικής τραπεζικών εργασιών, αλλά αποτελεί και σημαντικό πλεονέκτημα απέναντι στον εσωτερικό και διεθνή ανταγωνισμό, γιατί πέραν του πλεονεκτήματος της άμεσης πρόσβασης (από το χώρο της εργασίας ή την κατοικία), είναι ιδιαίτερα σημαντικές και οι παραδοσιακές σχέσεις εμπιστοσύνης μεταξύ του πελάτη και της Τράπεζας. Σχέσεις που βασίζονται σε συνήθειες που χρειάζονται χρόνο για να αλλάξουν.

Το δίκτυο γίνεται οικονομικότερο με την προσθήκη νέων υπηρεσιών διαμεσολάβησης ή συμβουλών, όπως:

- οι επενδυτικές υπηρεσίες,
- η διαμεσολάβηση σε χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές,
- η πρακτόρευση αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφαλειών, υπηρεσιών χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), χρονομετρικής μίσθωσης (time sharing), χρηματοοικονομικών παραγώγων, πιστωτικών και χρεωστικών καρτών και καταναλωτικής πίστης

Μειονεκτήματα: 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, η φοβία των καταναλωτών, η οικονομική κρίση και όσα απορρέουν από αυτήν .

1.7 ΟΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΣΩΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Για πολλούς αιώνες οι χρηματοοικονομικές λειτουργίες του οικονομικού τομέα ήταν αντικείμενο μόνο των τραπεζών. Σήμερα είναι σύνηθες το φαινόμενο και φυσικά μέσα στα πλαίσια του ανταγωνισμού, εμπορικοί οργανισμοί για παράδειγμα, να λειτουργούν όπως μια τράπεζα. Είναι συχνό το φαινόμενο, εταιρίες που ασχολούνται με το διεθνές εμπόριο, να προσπαθούν να αντισταθμίσουν το κίνδυνο του επιτοκίου μέσω της αγοράς παραγώγων. Γενικότερα έχει παρατηρηθεί έντονα τις δύο τελευταίες δεκαετίες μια τάση εισόδου, στον χρηματοοικονομικό χώρο, εταιριών διαφορετικού αντικειμένου, μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Προκειμένου να κατανοήσουμε πως η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση βελτιώνει την κατανομή των κεφαλαίων σε πιο αποδοτικές επιλογές, ας εξετάσουμε αρχικά τις βασικές λειτουργίες των τραπεζών.

- Διευκολύνουν το εγχώριο αλλά και διεθνές σύστημα πληρωμών
- Μετατρέπουν τα στοιχεία του ενεργητικού σε άλλες μορφές επενδύσεων
- Διαχειρίζονται τους κινδύνους
- Προάγουν τις διαδικασίες πληροφόρησης και ελέγχου των δανειζομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

2.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Στα οικονομικά, μια χρηματοοικονομική αγορά (financial market) είναι ένας μηχανισμός που επιτρέπει στους ανθρώπους να αγοράζουν εύκολα και να πωλούν (συναλλάσσονται) χρηματοοικονομικούς τίτλους (όπως μετοχές και ομόλογα), εμπορεύματα (όπως πολύτιμα μέταλλα ή γεωργικά αγαθά), και άλλα ανταλλάξιμα αγαθά χρηματικής αξίας με χαμηλό κόστος συναλλαγής και σε τιμές που απεικονίζουν πραγματικές αγορές. Οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν εξελιχθεί σημαντικά εδώ και αρκετές εκατονταετίες και εξελίσσονται σταθερά με συνεχώς καινοτόμα προϊόντα για να βελτιώσουν τη ρευστότητα των αγορών.

Υπάρχουν δύο είδη αγορών: οι γενικές αγορές, όπου διαπραγματεύονται αρκετά χρηματοοικονομικά προϊόντα και οι ειδικευμένες αγορές, όπου διαπραγματεύονται μόνο ένα προϊόν. Οι αγορές λειτουργούν με την τοποθέτηση πολλών ενδιαφερόμενων πωλητών σε μια θέση, διευκολύνοντάς τους να αναζητήσουν υποψήφιους αγοραστές. Μια οικονομία που στηρίζεται πρωτίτως στις αλληλεπιδράσεις μεταξύ αγοραστών και πωλητών, για την κατανομή των διαθέσιμων πόρων, είναι γνωστή ως οικονομία της αγοράς σε αντίθεση είτε με μια οικονομία εντολής ή με μια οικονομία όχι της αγοράς. (Αρτίκης, 2002)

Οι χρηματοοικονομικές αγορές διευκολύνουν:

- την άντληση κεφαλαίων (στις αγορές κεφαλαίων)
- τη μεταφορά κινδύνου (στις αγορές παραγώγων) και
- τις διεθνείς συναλλαγές (στις αγορές συναλλάγματος).

Χρησιμοποιούνται για να φέρουν σε επαφή εκείνους που αναζητούν κεφάλαια με εκείνους που διαθέτουν. Τυπικά, ένας οφειλέτης εκδίδει ένα χρεόγραφο σε διαταγή του δανειστή και του υπόσχεται να του επιστρέψει το κεφάλαιο. Αυτά τα χρεόγραφα είναι τίτλοι που μπορούν ελεύθερα να διαπραγματευθούν (να αγοραστούν ή να πωληθούν). Ο δανειστής, σε αντάλλαγμα για το δανεισμό χρημάτων στον οφειλέτη, θα αναμείνει κάποια αποζημίωση υπό μορφή τόκου ή μερίσματος.

(<http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2008/rigas%20g-rigas%20n%20-%20golemis.pdf>)

2.1.1 ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Η αγορά χρήματος είναι μία αγορά χρεογράφων που αποτελούν στενά υποκατάστατα του χρήματος και βασικά χαρακτηριστικά τους είναι:

- ο βραχυπρόθεσμος χαρακτήρας τους, (κάτω του 1 έτους)
- ο μεγάλος όγκος συναλλαγών
- η υψηλή ρευστότητα και
- ο εξαιρετικά μικρός κίνδυνος.

Η αγορά χρήματος είναι ένα δίκτυο πιστωτικών οργανισμών μέσω του οποίου συναντώνται οι οικονομικές μονάδες για να συνάψουν συμβόλαια για δάνεια.

Οι κύριοι εκδότες των χρεογράφων που διακινούνται στην αγορά χρήματος είναι το Δημόσιο, οι τράπεζες, μεγάλες ασφαλιστικές εταιρίες και μεγάλες βιομηχανικές ή εμπορικές εταιρίες. Σκοπός αυτής της αγοράς είναι η άντληση κεφαλαίων από τους ενδιαφερόμενους φορείς με σκοπό τη χρηματοδότηση των αναγκών δημοσίων ή ιδιωτικών επιχειρήσεων. (Αρτίκης, 2002)

Οι αγορές χρήματος μπορούν να διακριθούν σε εγχώριες και διεθνείς. Στις εγχώριες αγορές οι συναλλαγές γίνονται στο εγχώριο νόμισμα και κάτω από τον έλεγχο της εγχώριας κεντρικής τράπεζας και των εγχώριων ρυθμιστικών και κανονιστικών αρχών ενώ στις διεθνείς αγορές το πλαίσιο των συναλλαγών είναι διαφορετικό.

2.1.2 Η ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η αγορά κεφαλαίου χαρακτηρίζει το θεσμό μέσω του οποίου διακινούνται αξιόγραφα (αποδεικτικά χρέους ή ιδιοκτησίας) με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (κατά κανόνα άνω του έτους).

Η διακίνηση αυτών των τίτλων γίνεται σε οργανωμένες αγορές κι ενέχουν πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο (π.χ. μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης ή αθέτησης υποχρεώσεων των εκδοτών), αλλά και αβεβαιότητα σε σχέση με τις τιμές των χρεογράφων (π.χ. πολύ μεγαλύτερες διακυμάνσεις τιμών).

Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι οι ομολογίες (σταθερού ή μεταβλητού εισοδήματος) και οι μετοχές. (Αρτίκης, 2002)

2.1.3 Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Η αγορά συναλλάγματος είναι παγκόσμια χρηματοοικονομική αγορά στην οποία συμμετέχουν όλα τα χρηματοοικονομικά κέντρα του κόσμου και στην οποία γίνεται η αγοραπωλησία όλων των εθνικών νομισμάτων. Με τον όρο συναλλαγματική αγορά εννοούμε κυρίως τον κλειστό δια-τραπεζικό κύκλο, από τις μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες και επενδυτικές τράπεζες του πλανήτη, και το σύνολο των "over-the-counter" (δηλαδή εξωχρηματιστηριακών ή ημιεπίσημων) συναλλαγών χρήματος, δηλαδή καταθέσεων σε διαφορετικά νομίσματα (συνάλλαγμα) καθώς επίσης και χρηματοδοτικών προϊόντων υψηλής ρευστότητας (όπως βραχυπρόθεσμα παράγωγα σε νόμισμα) μεταξύ των τραπεζών αυτών αλλά και όλες τις άλλες αγοραπωλησίες συναλλάγματος μεταξύ μικρότερων "παικτών" (μικρότερες τράπεζες, θεσμικοί επενδυτές, πολυεθνικές επιχειρήσεις, hedge funds κ.ο.κ.).

(Καραθανάσης, 2002)

Για την διενέργεια συναλλαγών στην αγορά παραγώγων απαιτείται η απόκτηση της ιδιότητας του μέλους από το Χρηματιστήριο Αξιών. Η ιδιότητα του μέλους παρέχει το δικαίωμα πρόσβασης στο σύστημα ΟΑΣΗΣ-DTS για την εισαγωγή εντολών, είτε για λογαριασμό πελατών (επενδυτών) είτε για λογαριασμό του ίδιου του μέλους, μέσω ειδικών εφαρμογών που παρέχονται από το Χ.Α. Το Χ.Α. δέχεται ως Μέλη της Αγοράς Παραγώγων, εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) με έδρα την Ελλάδα ή άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, υπό προϋποθέσεις.

Τα μέλη του Χ.Α., ανάλογα με την δυνατότητα κατάρτισης συναλλαγών στην αγορά παραγώγων, μπορούν να ενεργούν ως :

Απλά Μέλη, τα οποία μπορούν να καταρτίσουν συναλλαγές για λογαριασμό πελατών ή για ίδιο λογαριασμό.

Ειδικοί Διαπραγματευτές, όπου μέσω ενός Ιδίου Λογαριασμού δεσμεύονται να εισάγουν ζεύγη εντολών αγοράς και πώλησης (quotes), επί ενός ή περισσότερων προϊόντων που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α., με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας και του βάθους της αγοράς. Η ιδιότητα του Ειδικού Διαπραγματευτή (Ε.Δ.) στην Αγορά Παραγώγων αποκτάται ανά προϊόν. (Καραθανάσης, 2002)

Τα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στις αγορές του Χ.Α. είναι τυποποιημένα. Κάθε συμβόλαιο έχει συγκεκριμένο Υποκείμενο Προϊόν (underlying

asset), Μέγεθος (contract size) ή Πολλαπλασιαστική (multiplier), Ελάχιστη Μεταβολή Τιμής (price tick/tick size), Μέγεθος Ελάχιστης Μεταβολής (tick value), Κύκλο Εκπνοής (cycle class) και Διαδικασίες Παράδοσης-Εκκαθάρισης (delivery-settlement arrangement). Τα παράγωγα προϊόντα, που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α., είναι τα εξής:

- Ø Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) επί Μετοχών & Δεικτών
- Ø Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης (ΔΠ) - Options επί Μετοχών & Δεικτών
- Ø Συμβάσεις Repos , Stock Reverse Repos & Standardized Repurchase Agreements επί:
 - ü Μετοχών που Υπάγονται στην Κατηγορία Κύριας Αγοράς και συνιστούν υποκείμενη αξία σε Παράγωγα Προϊόντα,
 - ü Μετοχών που συμμετέχουν σε δείκτη που συνιστά υποκείμενη αξία Παραγώγων.
 - ü Μεριδίων Δ.Α.Κ. Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
 - ü Μετοχών που συμμετέχουν σε Δ.Α.Κ.

(<http://www.helex.gr/el/web/guest/derivativesmarket1;jsessionid=48BFBF92C12C509DFBDF8770AB1659EF>)

2.2 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Ανάλογα με την έκταση αντιμετώπισης του κινδύνου, οι διάφορες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση επενδύσεων (capital budgeting techniques) μπορεί να καταταχθούν είτε σε μεθόδους που δε λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο (deterministic methods), είτε σε μεθόδους που λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο. <http://www.helex.gr/el/web/guest/derivativesmarket1;jsessionid=48BFBF92C12C509DFBDF8770AB1659EF>

2.2.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Μερικές επιχειρήσεις αξιολογούν τις επενδυτικές τους προτάσεις με τη μέθοδο της λογιστικής απόδοσης. Το επιτόκιο απόδοσης προσδιορίζεται συνήθως, διαιρώντας το

μέσο όρο των αναμενόμενων ετήσιων καθαρών κερδών (μετά ή πριν από φόρους) με τη λογιστική αξία της επένδυσης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή μια επένδυση γίνεται αποδεκτή, όταν η λογιστική απόδοση είναι μεγαλύτερη από μια προκαθορισμένη απόδοση, την οποία απαιτεί η επιχείρηση από την επένδυση αυτή.

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις εξής δύο παραλλαγές της εν λόγω μεθόδου:

α) η λογιστική απόδοση ισούται με:

$$\frac{\text{Μέσο ετήσιο κέρδος}}{\text{Κόστος επένδυσης}}$$

β) η λογιστική απόδοση ισούται με:

$$\frac{\text{Μέσο ετήσιο κέρδος}}{\text{Μέσο κόστος επένδυσης}}$$

Η απόδοση την οποία κατ' ελάχιστο απαιτεί η επιχείρηση για να αποδεχθεί την επενδυτική πρόταση, μπορεί να είναι είτε η αντίστοιχη ετήσια απόδοση του συνόλου των κεφαλαίων της (Return on Asset, ROA), είτε η ετήσια απόδοση των ίδιων κεφαλαίων (Return on Equity, ROE), είτε μια ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση, την οποία η επιχείρηση καθορίζει εκ των προτέρων. Η επένδυση γίνεται αποδεκτή αν το μέσο αναμενόμενο επιτόκιο αποδόσεως, επί της αρχικής ή μέσης λογιστικής αξίας της επένδυσης, είναι μεγαλύτερο από την απαιτούμενη απόδοση όπως την προκαθορίζει η επιχείρηση. Σημειώνεται ότι ο καθορισμός της απαιτούμενης απόδοσης εξαρτάται από τον τρόπο προσδιορισμού του επιτοκίου απόδοσης της επένδυσης και από το αν αυτό είναι πριν ή μετά από φόρους.

Πλεονεκτήματα

Το κύριο πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι η ευκολία που παρουσιάζει καθώς χρησιμοποιεί έτοιμες λογιστικές πληροφορίες. Εφόσον υπολογιστεί η λογιστική απόδοση της επένδυσης, τότε αυτή μπορεί να συγκριθεί με την ελάχιστη απόδοση για να καθοριστεί αν η συγκεκριμένη επένδυση θα γίνει αποδεκτή ή θα απορριφθεί.

Μειονεκτήματα

Η μέθοδος της λογιστικής απόδοσης παρουσιάζει σοβαρότερα μειονεκτήματα από τη μέθοδο της περιόδου επανείσπραξης.

α) Το κυριότερο μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη ότι οι εισροές της επιχείρησης πραγματοποιούνται σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Αυτό σημαίνει ότι η μέθοδος δεν διαφοροποιεί δύο επενδύσεις που η μία έχει χαμηλή κερδοφορία στην αρχή και υψηλή κερδοφορία στα τελευταία έτη, ενώ η δεύτερη επένδυση έχει αντίθετη εικόνα ετήσιας κερδοφορίας (υψηλή στην αρχή και χαμηλή στο τέλος). Είναι φανερό ότι η δεύτερη επένδυση έχει μεγαλύτερη αξία απ' ότι η πρώτη. Έτσι αν και οι εν λόγω δυο επενδύσεις έχουν την ίδια λογιστική απόδοση, το προσδιοριζόμενο εσωτερικό επιτόκιο της δεύτερης επένδυσης θα είναι σημαντικά υψηλότερο απ' ότι το αντίστοιχο επιτόκιο της πρώτης.

β) Ένα δεύτερο μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι ο προσδιορισμός της λογιστικής απόδοσης γίνεται με βάση τα αναμενόμενα καθαρά κέρδη (πριν ή μετά από φόρους) και όχι με βάση τις καθαρές ετήσιες χρηματοροές της επένδυσης.

γ) Το τρίτο μειονέκτημα της μεθόδου αναφέρεται στην αδυναμία καθορισμού μιας απαιτούμενης απόδοσης της επένδυσης, η οποία να είναι κατάλληλη για την εφαρμογή του σχετικού κανόνα.

δ) Τέλος, η μέθοδος αγνοεί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, το οποίο δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως βάση για τη διαμόρφωση του κανόνα αξιολόγησης της επένδυσης, αφού η μέθοδος αυτή δεν λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος. (Τραχανά,1994)

2.2.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ

Η Περίοδος Επανείσπραξης Κόστους Επένδυσης ισούται με:

$$\frac{\text{Κόστος επένδυσης}}{\text{Ετήσια καθαρή ταμειακή ροή}}$$

Πολλές επιχειρήσεις απαιτούν την επανείσπραξη του αρχικού κόστους της επένδυσης μέσα σε μια προκαθορισμένη χρονική περίοδο. Η περίοδος επανείσπραξης μιας επένδυσης είναι ο αριθμός των ετών λειτουργίας της στον οποίο οι σωρευτικές ετήσιες καθαρές χρηματοροές ισούνται με το μηδέν, δηλαδή το άθροισμα των

καθαρών λειτουργικών χρηματορροών (εισροών) ισούται με το άθροισμα των καθαρών επενδυτικών χρηματορροών (εκροών) κατά την περίοδο κατασκευής της επενδύσεως. Η ευρεία χρησιμοποίηση της περιόδου επανείσπραξης, οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι η μέθοδος αυτή είναι απλή και τα αποτελέσματα της γίνονται εύκολα κατανοητά. Σημειώνεται ότι αφού η επανείσπραξη του κόστους προσδιορίζει μόνο τη χρονική περίοδο λειτουργίας της επένδυσης κατά την οποία αναμένεται να ανακτηθεί το αρχικό κόστος της επένδυσης, η μέθοδος αυτή πρέπει να θεωρηθεί ότι δίνει τον αναμενόμενο βαθμό ρευστοποίησης και όχι το βαθμό οικονομικής απόδοσης της επένδυσης. Για το λόγο αυτό ο κανόνας της επανείσπραξης πρέπει να χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με έναν από τους κανόνες των μεθόδων προεξοφλημένων χρηματορροών, εφόσον η επιχείρηση θεωρεί ότι ο βαθμός ρευστοποίησης της επένδυσης αποτελεί επίσης σημαντικό παράγοντα για τη λήψη της σχετικής επενδυτικής απόφασης. (Τραχανά,1994)

Σύμφωνα με αυτόν τον κανόνα, μια επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή αν η αναμενόμενη περίοδος επανείσπραξης των αρχικών καθαρών επενδυτικών εκροών του έργου είναι μικρότερη από την απαιτούμενη περίοδο επανείσπραξης. Από την άλλη πλευρά, αν η αναμενόμενη περίοδος επανείσπραξης είναι μεγαλύτερη από την απαιτούμενη περίοδο επανείσπραξης, τότε η επενδυτική πρόταση απορρίπτεται, π.χ. αν μια επιχείρηση έχει καθορίσει ως απαιτούμενη περίοδο επανείσπραξης την περίοδο των n ετών (όπου $n >$ από την απαιτούμενη περίοδο επανείσπραξης), τότε θα απορρίψει την πρόταση.

Σε ορισμένες περιπτώσεις ο κανόνας της επανείσπραξης κόστους επένδυσης χρησιμοποιείται ως περιορισμός στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, προκειμένου να αποκλείσει από την περαιτέρω αξιολόγηση, εκείνες τις προτάσεις των οποίων η περίοδος επανείσπραξης του αρχικού κόστους επενδύσεως είναι μεγαλύτερη από την απαιτούμενη περίοδο επανείσπραξης. Στις περιπτώσεις αυτές πρέπει να καθορίζεται έτσι, ώστε να είναι εναρμονισμένη με τους βασικούς παράγοντες που προσδιορίζουν τη διάρκεια λειτουργικής ζωής της επένδυσης (όπως είναι ο κύκλος ζωής του προϊόντος που θα παραχθεί από την επένδυση, ο κίνδυνος οικονομικής απαξίωσης λόγω τεχνολογικών εξελίξεων ή αλλαγών στις προτιμήσεις των καταναλωτών, ο κίνδυνος απαλλοτρίωσης της επένδυσης κλπ). Αυτό σημαίνει, εκτός των άλλων, ότι η επιχείρηση πρέπει να καθορίζει για κάθε επένδυση και την απαιτούμενη γι' αυτήν περίοδο επανείσπραξης, ανάλογα με τη φύση και τους κινδύνους που συνεπάγεται η επένδυση αυτή για την επιχείρηση. (Τραχανά,1994)

Μειονεκτήματα

α) Δεν εξετάζει τις ετήσιες καθαρές λειτουργικές χρηματοροές, που αναμένονται μετά την περίοδο επανείσπραξης των αρχικών καθαρών επενδυτικών εκροών. Το μειονέκτημα αυτό είναι σημαντικό, δεδομένου ότι ο καθορισμός της απαιτούμενης περιόδου επανείσπραξης δεν βασίζεται συνήθως σε οικονομικούς παράγοντες αλλά μάλλον εκφράζει την προτίμηση κινδύνου της επιχείρησης, όσο αφορά τη ρευστότητα της επένδυσης.

β) Δεν εξετάζει τη χρονική αξία του χρήματος. Όλες οι καθαρές λειτουργικές χρηματοροές έχουν σήμερα την ίδια αξία ανεξάρτητα από τον χρόνο στον οποίο αναμένεται η πραγματοποίησή τους.

γ) Δεν λαμβάνει υπόψη ούτε και κατά την περίοδο επανείσπραξης το κόστος των δεσμευμένων, στην επένδυση κεφαλαίων, και επομένως δεν εξετάζει ένα σημαντικό στοιχείο κόστους της επένδυσης.

Όταν η μέθοδος της επανείσπραξης κόστους επένδυσης χρησιμοποιείται για την επιλογή της καλύτερης επένδυσης, μεταξύ δυο ή περισσότερων αμοιβαίως αποκλειόμενων επενδύσεων, τότε η εφαρμογή του κανόνα οδηγεί στην επιλογή της επένδυσης εκείνης που έχει τη μικρότερη περίοδο επανείσπραξης .

Πλεονεκτήματα

Η μέθοδος δίνει μία ένδειξη του κινδύνου και της ρευστότητας της επένδυσης. Όσο βραχύτερη είναι η περίοδος επανείσπραξης, τόσο λιγότερο επικίνδυνη, κατά τεκμήριο, είναι η επένδυση, και μεγαλύτερη η ρευστότητά της. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση που δε διαθέτει πολλά μετρητά, μπορεί να βρει τη μέθοδο πολύ χρήσιμη, γιατί θεωρεί σημαντικό γεγονός τη σύντομη επανείσπραξη των κεφαλαίων που επενδύθηκαν. Βέβαια, η μέθοδος δε λαμβάνει υπόψη τη διασπορά των πιθανών καθαρών ταμιακών ροών και συνεπώς δεν αποτελεί επαρκή δείκτη του κινδύνου της επένδυσης.

Επίσης, η μέθοδος θεωρείται πολύ χρήσιμη σε περιπτώσεις επενδύσεων με γρήγορη τεχνολογική απαξίωση, οπότε υπάρχει κίνδυνος να μην προλάβει η επιχείρηση να αποσβέσει πλήρως την επένδυση (εδώ η μέγιστη αποδεκτή περίοδος επανείσπραξης πρέπει να διαρκεί μέχρι τον προβλεπόμενο χρόνο επέλευσης της τεχνολογικής απαξίωσης).

Τέλος, είναι χρήσιμη για αξιολόγηση επενδύσεων σε χώρες με πολιτική αστάθεια (στην περίπτωση αυτή η μέγιστη αποδεκτή περίοδος επανείσπραξης πρέπει να διαρκεί μέχρι τον προβλεπόμενο χρόνο επέλευσης της επόμενης πολιτικής αλλαγής).

Συνήθως, η μέθοδος χρησιμοποιείται παράλληλα με τις επόμενες μεθόδους που θεωρούνται περισσότερο σύγχρονες. Ειδικότερα, χρησιμοποιείται στην πρώτη διαλογή των προτάσεων επενδύσεων. Στη συνέχεια, όσες προτάσεις επενδύσεων ικανοποίησαν τα κριτήρια της μεθόδου, επαναξιολογούνται με μία από τις επόμενες μεθόδους.

Γενικά, η μέθοδος πρέπει να χρησιμοποιείται μάλλον ως ένας περιορισμός που πρέπει να ικανοποιηθεί, παρά ως μία εκτίμηση της απόδοσης που πρέπει να μεγιστοποιηθεί.

(<http://www.helex.gr/el/web/guest/derivativesmarket1;jsessionid=48BFBF92C12C509DFBDF8770AB1659EF>)

2.2.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ

Μερικές επιχειρήσεις που εφαρμόζουν τη μέθοδο της επανείσπραξης του κόστους επένδυσης, χρησιμοποιούν για τον προσδιορισμό της περιόδου επανείσπραξης τις προεξοφλημένες καθαρές χρηματορροές της επένδυσης. Με αυτόν τον τρόπο λαμβάνεται υπόψη η διαχρονική αξία του χρήματος. Η μέθοδος αυτή είναι όμοια με τη μέθοδο της επανείσπραξης κόστους επένδυσης εκτός του ότι οι αναμενόμενες καθαρές χρηματορροές προεξοφλούνται σε παρούσα αξία με επιτόκιο που ισούται με το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης πριν τον προσδιορισμό της περιόδου επανείσπραξης.

Δεδομένου ότι η επανείσπραξης κόστους επένδυσης ισούται με τον αριθμό των ετών στον οποίο η παρούσα αξία των καθαρών χρηματορροών της επένδυσης ισούται με το μηδέν, δηλαδή $KPA = 0$, η μέθοδος αυτή αντιμετωπίζει το τρίτο μειονέκτημα που προαναφέρθηκε αφού δεν λαμβάνει υπόψη το κόστος των δεσμευμένων στην επένδυση κεφαλαίων της επιχείρησης.

2.2.4 ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΕΙΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Ο δείκτης απόδοσης (ΔΑ) μίας επένδυσης είναι η παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών προς το κόστος της επένδυσης. Δηλαδή:

$$\Delta A = \sum^v \frac{KTP}{(1+K)}$$

2.2.5 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Το κριτήριο της εσωτερικής απόδοσης (ΕΑ) εκφράζει την προβλεπόμενη αξία ενός έργου με τη μορφή ενός απλού συνοπτικού δείκτη αποδόσεως. Σ' αυτή την περίπτωση, ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης είναι ίσος με το συντελεστή προεξόφλησης, ο οποίος οδηγεί στην ακριβή εξομοίωση της Παρούσας Αξίας των προσδοκώμενων ταμειακών δαπανών με την Παρούσα Αξία των εσόδων της επένδυσης. Η εσωτερική απόδοση υπολογίζεται από την εξίσωση:

$$\sum \frac{Et}{(1 + \varepsilon)^t} = \sum (\Delta_t) * (1 + \varepsilon)^t$$

όπου ε: συντελεστής εσωτερικής

απόδοσης Ε: έσοδα

Δ: δαπάνες

t: χρονική περίοδος t

Αξίζει να τονιστεί ότι η παραπάνω εξίσωση προέρχεται από την εξίσωση της ΚΠΑ αν υποθέσουμε ότι ΚΠΑ = 0. Όμως, ο δείκτης προεξόφλησης που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της ΕΑ δεν είναι ο ίδιος με αυτόν που χρησιμοποιείται στη μέθοδο Καθαρής Παρούσας Αξίας. Πράγματι, στην εξίσωση της ΕΑ ο άγνωστος είναι ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης «ε», την τιμή του οποίου βρίσκουμε με τη μέθοδο δοκιμής και απόκλισης, ενώ στην εξίσωση της ΚΠΑ έχουμε το κόστος κεφαλαίου ως δεδομένο.

Ο συντελεστής ΕΑ είναι ένας δείκτης που αντιπροσωπεύει το σύνθετο (ανατοκιζόμενο) συντελεστή απόδοσης μιας επένδυσης. Ο συντελεστής αυτός μπορεί να συγκριθεί με τον απαιτούμενο συντελεστή απόδοσης ή κάποιο κόστος ευκαιρίας. Όσον αφορά τη χρησιμότητα του, είναι δυνατό να μας βοηθήσει στην αξιολόγηση ανεξάρτητων επενδυτικών έργων με βάση τους ακόλουθους κανόνες:

- Αν ο συντελεστής ΕΑ > Κόστος Κεφαλαίου, η πρόταση ταξινομείται στην κατηγορία των αποδεκτών προτάσεων,
- Αν ο Συντελεστής ΕΑ < ή = Κόστος Κεφαλαίου, η πρόταση μπορεί να γίνει αποδεκτή μόνο αν συντρέχουν άλλοι λόγοι, όπως η επιτακτικότητα, η ανάγκη μείωσης του οικονομικού κινδύνου ή άλλες εξαιρετικές περιστάσεις που αναφέρθηκαν στην περίπτωση των κριτηρίων της ΚΠΑ και του ΔΑ.

(<http://www.helex.gr/el/web/guest/derivativesmarket1;jsessionid=48BFBF92C12C509DFBDF8770AB1659EF>)

2.2.6 ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ

Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρεσβεύουν ότι οι μέθοδοι που στηρίζονται στην προεξόφληση των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών, είναι περισσότερο αντικειμενικές στην αξιολόγηση και επιλογή προτάσεων επενδύσεων από τις προηγούμενες μεθόδους, οι οποίες έχουν σημαντικά μειονεκτήματα. Οι μέθοδοι που στηρίζονται στην προεξόφληση, λαμβάνουν υπόψη τόσο το μέγεθος όσο και το χρόνο πραγματοποίησης των καθαρών ταμειακών ροών που προσδοκούνται σε κάθε περίοδο της ζωής της επένδυσης (διαχρονική αξία χρήματος).

Με τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (net present value method), όλες οι καθαρές ταμειακές ροές προεξοφλούνται στο παρόν (χρόνος 0) με συντελεστή προεξόφλησης την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου). Συγκεκριμένα:

$$ΚΠΑ = \sum \frac{ΚΤΡ}{(1 + i)} - ΚΕ$$

Όπου :

ΚΠΑ = καθαρή παρούσα αξία

ΚΤΡ = καθαρή ταμειακή ροή

ΚΕ = κόστος επένδυσης

i = ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

Όταν η καθαρή παρούσα αξία(το άθροισμα των παρούσων αξιών όλων των καθαρών ταμειακών ροών μείον το κόστος επένδυσης) είναι τουλάχιστον ίση με, ή μεγαλύτερη από, 0, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή, διαφορετικά απορρίπτεται. Δηλαδή:

Αν **ΚΠΑ** \geq 0, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή

Αν **ΚΠΑ** $<$ 0, η πρόταση επένδυσης απορρίπτεται

Επίσης, η πρόταση επένδυση γίνεται αποδεκτή, αν η παρούσα αξία (το άθροισμα των παρούσων αξιών όλων των καθαρών ταμειακών ροών) είναι τουλάχιστον ίση με, ή μεγαλύτερη από το κόστος της επένδυσης. Δηλαδή:

Αν **ΚΠΑ** \geq **ΚΕ**, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή

Αν **ΚΠΑ** $<$ **ΚΕ**, η πρόταση επένδυσης απορρίπτεται

Όταν η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση είναι η απόδοση που οι επενδυτές προσδοκούν να αναφέρουν οι επενδύσεις της επιχείρησης και η επιχείρηση αποδέχεται μία πρόταση επένδυσης με καθαρή παρούσα αξία μεγαλύτερη από μηδέν, τότε η τρέχουσα αξία των μετοχών της θα αυξηθεί. Ενεργώντας σύμφωνα με τον παραπάνω τρόπο, η επιχείρηση αναλαμβάνει προτάσεις επενδύσεων με απόδοση μεγαλύτερη από εκείνη που είναι αναγκαία για να διατηρήσει την τρέχουσα αξία των μετοχών της.

Πλεονεκτήματα

Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας έχει ορισμένα πλεονεκτήματα, τα οποία την κάνουν ιδιαίτερα χρήσιμη.

Πρώτον, η μέθοδος λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος.

Δεύτερον, η μέθοδος προεξοφλεί τις καθαρές ταμειακές ροές με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο παρέχει μία σαφή αναγνώριση του κόστους χρηματοδότησης και της απόδοσης που απαιτούν οι μέτοχοι.

Τρίτον, η μέθοδος εκφράζεται σε απόλυτα χρηματικά ποσά και ποσοστά.

Τέταρτον, οι καθαρές παρούσες αξίες των διάφορων προτάσεων επενδύσεων ακολουθούν την ιδιότητα της προσθετικότητας και έτσι η καθαρή παρούσα αξία ενός αριθμού προτάσεων επενδύσεων είναι εύκολο να υπολογιστεί.

Πέμπτον, η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας μπορεί να τροποποιηθεί, έτσι ώστε να λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο της επένδυσης.

Τέλος, τηρουμένων αναλογιών, αποδεχόμενοι προτάσεις επενδύσεων με τις υψηλότερες καθαρές παρούσες αξίες, μπορούμε να μεγιστοποιήσουμε την αξία της επιχείρησης.

Μειονεκτήματα

Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας έχει ορισμένα μειονεκτήματα.

Πρώτον, η μέθοδος υποθέτει ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό σε όλη τη διάρκεια της επένδυσης.

Δεύτερον, η μέθοδος ερμηνεύεται δύσκολα, όταν οι προτάσεις επενδύσεων έχουν σημαντικά διαφορετικό κόστος επένδυσης. (Δελής, 1978)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΑΥΤΩΝ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές είναι οι θεσμοί εκείνοι μέσω των οποίων οι αποταμιευτές μπορούν να προσφέρουν έμμεσα κεφάλαια σε εκείνους που επιθυμούν να δανειστούν.

3.2 ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Η κεντρική τράπεζα:

- Οριοθετεί τα επιτόκια των τραπεζών μέσω του καθορισμού του επιτοκίου δανεισμού της, θέτοντας έτσι κατευθυντήριες γραμμές για τις υπόλοιπες τράπεζες.
- Ελέγχει και μεταβάλλει την προσφορά εγχώριου χρήματος, με την έκδοση και την ρευστοποίηση ομολόγων ή με την εκτύπωση χρήματος σε επιθυμητά επίπεδα, σε αντιστοιχία με την εξέλιξη μακροοικονομικών μεγεθών της οικονομίας. Αυτό σημαίνει ότι η κεντρική τράπεζα είναι ένα από τα βασικά όργανα δημοσιονομικής πολιτικής.
- Διεξάγει έρευνες και μελέτες σχετικά με τον ιδιωτικό και επιχειρηματικό δανεισμό, με την στατιστική επεξεργασία των ευρημάτων και την διεξαγωγή πορισμάτων για την πορεία της οικονομίας του κράτους.
- Έχει την αρμοδιότητα του τραπεζίτη της κυβέρνησης, δηλαδή εγγυάται ότι η κυβέρνηση θα μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της όταν αντιμετωπίσει δημοσιονομικό έλλειμμα.

Οι εμπορικές τράπεζες συμμετέχουν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα με σκοπό την ικανοποίηση των συναλλαγματικών αναγκών των καταναλωτών. Διαχειρίζονται με ορθολογικό τρόπο τα επίπεδα συναλλαγματικών διαθέσιμων κεφαλαίων, είτε

επειδή επιδιώκουν το άριστο, είτε επειδή τους το επέβαλλε η κεντρική τράπεζα. (Δαλαμάγκας,2003)

Αναλυτικότερα οι εμπορικές τράπεζες:

- Λειτουργούν ως μεσολαβητές μεταξύ των αποταμιευτών και των επενδυτών.
- Επηρεάζουν την προσφορά του χρήματος.
- Είναι υποχρεωμένες να κρατούν ένα ποσοστό, που καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα, των καταθέσεων σε ρευστά διαθέσιμα και δανείζουν το υπόλοιπο τους.

Αμοιβαία Κεφάλαια: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΑΚ) αποτελούν ένα θεσμό συγκέντρωσης κεφαλαίων από μεγάλο αριθμό αποταμιευτών που τοποθετούνται ενιαία από εταιρείες διαχείρισης (ΑΕΔΑΚ) σε συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια ανοικτού τύπου (open end), σε ανταπόκριση στους στόχους και τις προτιμήσεις των επενδυτών. Στην Αγγλία είναι γνωστά ως unit trusts.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν δίνουν τόκο ούτε έχουν προκαθορισμένες αποδόσεις. Η απόδοση για τον μεριδιούχο είναι η διαφορά που μπορεί να δημιουργηθεί ανάμεσα στο κεφάλαιο επένδυσης και στην αποτίμηση αυτής σε χρονική διάρκεια

3.3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΝΩΣΕΙΣ

Τα πιστωτικά ιδρύματα επιτρέπεται να ιδρύονται και να λειτουργούν με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας, καθώς και με τη μορφή αμιγούς πιστωτικού συνεταιρισμού του ν. 1667/1986, όπως ισχύει.

Το ελάχιστο καταβεβλημένο κεφάλαιο για τη λειτουργία των συνεταιριστικών τραπεζών διαφοροποιείται ανάλογα με την κατοικία των μελών που εγγράφουν (στο νομό έδρας, στους όμορους νομούς ή διοικητική περιφέρεια της έδρας, σε όλους τους νομούς της χώρας) και κυμαίνεται από €6.000.000 - €18.000.000.

Κάθε συνεταιριστική τράπεζα που σχεδιάζει να επεκτείνει τις εργασίες της, συναλλασσόμενη με μη μέλη, θα υποβάλλει: α) τεκμηριωμένο αίτημα όπου θα αναφέρεται σε στοιχεία από τα οποία θα προκύπτει η αποτελεσματικότητα των

συστημάτων διαχείρισης των αναλαμβανομένων κινδύνων, η ικανοποιητική λειτουργία του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου, η τυχόν αναγκαία προσαρμογή του συστήματος πληροφορικής, η ποιότητα του χαρτοφυλακίου πιστοδοτήσεων καθώς και β) επιχειρηματικό σχέδιο στο οποίο θα περιγράφονται η στρατηγική και οι αντίστοιχες πολιτικές, στις ανωτέρω περιοχές, με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα.

Το όριο γνωστοποίησης στην Τράπεζα της Ελλάδος, των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων, ορίζεται σε ποσοστό 5% επί των ιδίων κεφαλαίων τους.

Επιτρέπεται στις συνεταιριστικές τράπεζες να εγγράφουν ως μέλη, κατόπιν ειδικής άδειας της Τράπεζας της Ελλάδος και υπό προϋποθέσεις, πάσης φύσεως νομικά πρόσωπα που εδρεύουν εκτός του νομού ή των όμορων νομών ή της διοικητικής περιφέρειας στην οποία δραστηριοποιούνται οι συνεταιριστικές τράπεζες, χωρίς αντίστοιχη εγκατάσταση. (Γκόρτσος, 2000)

3.4 ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Οι ασφαλιστικές εταιρίες είναι εταιρίες οι οποίες παρέχουν καλύψεις έναντι αμοιβών. Οι καλύψεις αυτές μπορεί να είναι προσωποπαγείς (π.χ. ασφάλειες ζωής / ασφάλειες υγείας) αλλά και καλύψεις κινητών ή ακίνητων περιουσιακών στοιχείων. Πολλές ασφαλιστικές επιχειρήσεις ασχολούνται με την αντιπροσώπευση ανωνύμων εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).

Οι ασφαλιστικές εταιρίες, θα μπορούσαν να μειώσουν το κόστος για τον καταναλωτή μειώνοντας πρώτα την δική τους προμήθεια (δικαίωμα συμβολαίου), που είναι πολλές φορές τριπλάσια και τετραπλάσια.

Στις χώρες , πέραν του Ατλαντικού, όπου η κρατική ασφάλιση είναι ανύπαρκτη και η δε ιδιωτική είναι τόσο διαδεδομένη, που μπορεί να την αγοράσει κανείς ακόμη και στο δρόμο, η συντριπτική πλειοψηφία των καταναλωτών αγνοούν τα εναλλακτικά δίκτυα και τις «μηχανές» και θεωρούν αυτονόητο ότι την ασφάλιση τους, θα την εμπιστευθούν μόνο σε Ασφαλιστικό Διαμεσολαβητή, έστω και αν τους κοστίζει κάτι παραπάνω, αφού μαζί με την ασφάλιση, εξασφαλίζουν υποστήριξη και συμβουλή . (<http://www.bankofgreece.gr/Pages>)

3.5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ

Στην έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων εμπίπτουν:

(α) Κινητές αξίες

(β) Τα μέσα χρηματαγοράς

(γ) Τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων

(δ) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής, οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα.

(ε) Η κάθε σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που πρέπει να εκκαθαρισθούν με χρηματικά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα, κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους.

(στ) Η κάθε σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση, εφόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ.

(ζ) Η κάθε σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση και δεν αναφέρονται στην περίπτωση **στ** αλλά και επίσης δεν προορίζονται για εμπορικούς σκοπούς, αλλά έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων (όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον υπόκεινται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων).

(η) Τα παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου

(θ) Οι χρηματοπιστωτικές συμβάσεις επί διαφορών

(ι) Η κάθε σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με κλιματικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές, που εκκαθαρίζονται υποχρεωτικά με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης, καθώς και άλλη σύμβαση παραγωγού μέσου σχετιζόμενη με περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα, υποχρεώσεις, δείκτες και μέτρα, εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά στο παρόν άρθρο), που έχουν χαρακτηριστικά άλλων

παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, εφ' όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ, υπόκεινται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων. <http://www.bankofgreece.gr/Pages>

3.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΥΡΙΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

3.6.1 ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι μετοχές αντιπροσωπεύουν μερίδιο ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση. Είναι απαιτήσεις πάνω στα στοιχεία ενεργητικού και εισοδήματος μίας επιχείρησης, και ουσιαστικά δίνουν την δυνατότητα όχι μόνον της συμμετοχής του επενδυτικού κοινού στο κεφάλαιο της, αλλά και την δυνατότητα στην επιχείρηση να αντλεί τα απαιτούμενα για επενδύσεις κεφάλαια.

Οι μετοχές θεωρούνται μακροπρόθεσμα προϊόντα επειδή δεν έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξεως, και περιοδικά οι επιχειρήσεις διανέμουν μέρος ή το σύνολο των κερδών τους (εάν υπάρχουν) στους μετόχους υπό μορφή μερίσματος. Όσο υψηλότερο είναι το καθαρό εισόδημα της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερη η απόδοση για τους μετόχους.

Το βασικό πλεονέκτημα των μετοχών είναι ότι οι κάτοχοι τους συμμετέχουν πλήρως στην αύξηση της κερδοφορίας ή του ενεργητικού της επιχείρησης, ενώ το βασικό τους μειονέκτημα είναι ότι σε περίπτωση εκκαθάρισης η επιχείρηση πρέπει να πληρώσει τους κατόχους των δανείων και των ομολόγων πριν από τους μετόχους.

(<http://www.euretirio.com/2010/08/metoxes-stocks.html#ixzz2pKroQqFF>)

3.6.2 ΟΜΟΛΟΓΑ/ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Τα ομόλογα είναι μακροπρόθεσμα χρεόγραφα που εκδίδονται είτε από το Δημόσιο είτε από Ιδιωτικούς οργανισμούς (πχ τράπεζες, επιχειρήσεις κλπ), και χρησιμοποιούνται για τον δανεισμό κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό.

Στις περισσότερες χώρες του κόσμου υπάρχουν καλά οργανωμένες δευτερογενείς αγορές για τα χρεόγραφα αυτά, γεγονός που προσθέτει σημαντική ρευστότητα στην αγορά και τα κάνει ακόμα πιο ελκυστικά στον επενδυτή.

Μέχρι πρόσφατα τα ομόλογα ήταν χρηματοοικονομικά προϊόντα με σχετικά εύκολη αποτίμηση και θεωρούνταν επενδύσεις χαμηλού κινδύνου και απόδοσης, επειδή η διάρκεια ζωής τους ήταν δεδομένη και επειδή συνήθως ήταν σταθερού επιτοκίου. Όμως τα τελευταία χρόνια δημιουργήθηκαν νέα πολύπλοκα επενδυτικά προϊόντα βασισμένα στα ομόλογα κι επειδή τα επιτόκια είναι πολύ πιο μεταβλητά από ότι παλαιότερα, η αποτίμηση των ομολόγων είναι πλέον δύσκολη υπόθεση.

Τα ομόλογα είναι πολύ σημαντικά προϊόντα της κεφαλαιαγοράς διότι δίνουν την ευκαιρία σε έναν επενδυτή να κερδίσει σταθερές αποδόσεις με σχετικά μικρό ή μηδενικό κίνδυνο απώλειας του αρχικού κεφαλαίου, αλλά ταυτόχρονα δίνουν και τη δυνατότητα πολύ υψηλών αποδόσεων για αυτούς που είναι διατεθειμένοι να κερδοσκοπήσουν πάνω στη μεταβολή των επιτοκίων.

(<http://www.euretirio.com/2010/07/omologo-omologia.html#ixzz2pKsAL9FL>)

3.6.3 ΠΑΡΑΓΩΓΑ (DERIVATIVES)

Ο όρος παράγωγο προϊόν χρησιμοποιείται γιατί τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που παράγονται (derived), από κάποια άλλα πιο απλής μορφής υποκείμενα (underlying) προϊόντα και συνήθως έχουν να κάνουν με μία μελλοντική συναλλαγή πάνω στα υποκείμενα χρεόγραφα ή προϊόντα.

(<http://www.euretirio.com/2010/06/agores-paragogon.html#ixzz2pKsgxoon>)

Παράγωγα διαπραγματεύονται, είτε σε οργανωμένες αγορές και χρηματιστήρια, είτε εκτός χρηματιστηρίου (over the counter). Τα παράγωγα προϊόντα χρησιμοποιούνται για τρεις λόγους:

1. για αντιστάθμισμα και κάλυψη κινδύνου και αβεβαιότητας (hedging)
2. για κερδοσκοπία (speculation), δηλαδή αγοροπωλησίες με σκοπό το κέρδος
3. για προσπάθεια κέρδους χωρίς κίνδυνο ή εξισορρόπηση κινδύνου (arbitrage).

Η βασική διαφορά μεταξύ κερδοσκοπού και επενδυτή, που κάνει arbitrage, είναι ότι ο πρώτος αναλαμβάνει κίνδυνο με σκοπό την μεγιστοποίηση της απόδοσης, ενώ ο δεύτερος προσπαθεί να εκμεταλλευθεί στιγμιαίες ανισορροπίες (ή ατέλειες στην

τιμολόγηση των συμβολαίων) μεταξύ δύο αγορών (αγοράς spot και αγοράς παραγώγων) χωρίς να αναλάβει κίνδυνο.

Ας σημειωθεί ότι μία βασική διαφορά με τις αγορές spot (δηλαδή αγορές για άμεση παράδοση προϊόντων) όπως οι αγορές μετοχών, είναι ότι οι αγορές παραγώγων είναι παιχνίδι μηδενικού αθροίσματος.

Οι αγορές παραγώγων, θεωρητικά, βοηθούν την αποτελεσματικότητα και λειτουργικότητα των αγορών προσφέροντας μεγαλύτερη ρευστότητα, δυνατότητα πρόβλεψης κάποιων τάσεων και τιμών, μεγαλύτερη διαφάνεια, δυνατότητα διαχείρισης του επενδυτικού κινδύνου και αβεβαιότητας, διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου για τους επενδυτές, άνοιγμα επενδυτικών ευκαιριών, κλπ. (<http://www.euretirio.com/2010/08/metoxes-stocks.html#ixzz2pKroQqFF>)

3.6.4 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένα χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά το οποίο διαχειρίζεται μία ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, για λογαριασμό όλων των μεριδιούχων που συνεισέφεραν κεφάλαια. Οι ΑΕΔΑΚ, είναι υποχρεωμένες να δημιουργούν νέα μερίδια και να τα πωλούν όταν υπάρχει ζήτηση από αγοραστές-επενδυτές, ενώ επαναγοράζουν τα μερίδια από τους επενδυτές-μεριδιούχους όταν αυτοί θέλουν να πουλήσουν στην πραγματική λογιστική τους αξία.

Επειδή δεν εκδίδουν έναν συγκεκριμένο αριθμό μεριδίων αλλά ο αριθμός των μεριδίων μεταβάλλεται ανάλογα με την προσφορά και την ζήτηση του κοινού, θεωρείται μία «ανοικτού τύπου» (open-end) συλλογική επένδυση. Η συνολική περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου (ενεργητικό) διαιρείται σε ισάξια μερίδια, όπου μεριδιούχοι είναι οι κάτοχοι μεριδίων (επενδυτές), και αποτιμάται σε τρέχουσες τιμές που μεταβάλλονται καθημερινά λόγω μεταβολών στις τιμές επενδύσεων, τόκων, αγοραπωλησιών χρεογράφων, μεταβολών σε συμμετοχές, εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Ο αριθμός των μεριδίων σε κυκλοφορία διακυμαίνεται καθημερινά ανάλογα με την προσφορά και την ζήτηση από επενδυτές (ρευστότητα) και η καθαρή αξία κάθε μεριδίου διακυμαίνεται καθημερινά ανάλογα με τις αγοραίες τιμές των αξιογράφων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

3.6.5 ΔΟΜΗΜΕΝΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Τα δομημένα ομόλογα (structured bonds) αποτελούν μια ειδική παραλλαγή των ομολόγων κυμαινόμενου εισοδήματος. Είναι κατασκευασμένα (δομημένα) έτσι ώστε οι κάτοχοί τους να μειώνουν τον κίνδυνο. Το κεφάλαιο των δομημένων ομολόγων είναι εγγυημένο στην λήξη του. Μόνο οι αποδόσεις τους (οι τόκοι) είναι κυμαινόμενες και εξαρτώνται από την αγορά και την συγκεκριμένη δομή κάθε τέτοιου ομολόγου.

Τα δομημένα ομόλογα περιέχουν κίνδυνο όπως και όλα τα ομόλογα:

- Πιστωτικό κίνδυνο από τον εκδότη τους, αν δηλαδή ο εκδότης αδυνατεί στο μέλλον να πληρώσει τα κουπόνια ή/και την ονομαστική αξία. Παρέχουν όμως μικρότερο κίνδυνο από ότι οι μετοχές, καθώς η πληρωμή των κουπονιών προηγείται της διανομής μερισμάτων και σε περίπτωση πτώχευσης οι κάτοχοι των ομολόγων προηγούνται των μετόχων σε περίπτωση εκκαθάρισης.

- Κίνδυνο αγοράς, που σημαίνει μείωση της αξίας στην οποία πωλείται το ομόλογο -στην δευτερογενή αγορά πάντα- λόγω αύξησης των επιτοκίων της αγοράς.

Είναι υβριδικά χρηματοοικονομικά προϊόντα, δηλαδή συνδυάζουν στοιχεία άλλων προϊόντων καθώς επίσης στοιχεία ομολόγων και στοιχεία «παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων» (δικαιώματα προαίρεσης)

3.6.6 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ

Οι κίνδυνοι αυτοί χαρακτηρίζονται ως γενικοί γιατί είναι σύμφυτοι του τρόπου λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και, εν γένει, του χρηματοοικονομικού συστήματος, αναφύονται δε υπό περιστάσεις που δεν μπορεί κανείς να προβλέψει ή να αποκλείσει. Συνδέονται με τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει, των πιστωτικών ιδρυμάτων, των ΕΠΕΥ και των εκδοτών, που εκδίδουν χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία και αποτελούν αντικείμενο της επένδυσης. Επίσης συνιστούν παραμέτρους που επηρεάζουν ένα ή περισσότερα από αυτά τα μεγέθη, η μεταβολή των οποίων επηρεάζει την αξία μιας επένδυσης. Οι διεθνείς οργανισμοί, οι κεντρικές τράπεζες και πολλοί άλλοι φορείς καταβάλλουν σημαντικές και συστηματικές προσπάθειες για τη θωράκιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος,

των αγορών και την προστασία τους από την επέλευση τέτοιων κινδύνων. Παρά τις προσπάθειες αυτές, δεν αποκλείεται η επέλευσή τους, η οποία μπορεί να έχει τόσο γενικό, όσο και ειδικό χαρακτήρα, συνδεδεμένη δηλαδή με συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα ή με ορισμένους χρηματοπιστωτικούς φορείς. Η παράθεση των κινδύνων που ακολουθεί είναι ενδεικτική και γίνεται για να διευκολύνει την κατανόηση του τρόπου λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και των γενικότερων παραγόντων, που επηρεάζουν την αξία και τιμή μιας επένδυσης.

1. Συστημικός κίνδυνος (systemic risk)

Η αδυναμία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να εκπληρώσει ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις του, δύναται να προκαλέσει την αδυναμία άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (συμπεριλαμβανομένων των ΕΠΕΥ) ή επιχειρήσεων να εκπληρώσουν τις δικές τους υποχρεώσεις, όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες. Δημιουργείται έτσι κίνδυνος αλυσιδωτών αντιδράσεων (domino effect) λόγω μετάδοσης της αφερεγγυότητας, ιδίως στο πλαίσιο λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών και εκκαθάρισης συναλλαγών επί τίτλων, σε σειρά χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η δραστηριοποίηση οποιασδήποτε ΕΠΕΥ στον χρηματοπιστωτικό τομέα την εκθέτει, επομένως, στον συστημικό κίνδυνο, ο οποίος, αν επέλθει, ενδέχεται να αντανakλάται και στους πελάτες της.

2. Πολιτικός κίνδυνος (political risk)

Οι διεθνείς εξελίξεις σε πολιτικό, διπλωματικό και στρατιωτικό επίπεδο επηρεάζουν την πορεία των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών. Πολιτικές εξελίξεις σε ορισμένη χώρα μπορούν (π.χ. πολιτική ανωμαλία, εκλογή κυβέρνησης και ειδικότερες κυβερνητικές επιλογές σε νευραλγικούς τομείς της κοινωνικής και οικονομικής ζωής), να επηρεάσουν την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χώρα αυτή ή των επιχειρήσεων που εδρεύουν ή δραστηριοποιούνται εκεί.

3. Κίνδυνος πληθωρισμού (inflation risk)

Η πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή επηρεάζει την πραγματική αξία του επενδυόμενου κεφαλαίου και των προσδοκώμενων αποδόσεων.

4. Συναλλαγματικός κίνδυνος

Μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες επηρεάζουν την αξία μιας επένδυσης, που γίνεται σε νόμισμα διαφορετικό από το βασικό νόμισμα του επενδυτή, αλλά και τις υποχρεώσεις ή απαιτήσεις των επιχειρήσεων.

5. Κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk)

Η εξέλιξη των επιτοκίων ενδέχεται να επιδράσει στην τιμή διαπραγμάτευσης ορισμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως τα ομόλογα και τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν υποκείμενη αξία επηρεαζόμενη, από τις μεταβολές αυτές (π.χ. σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Ομόλογα).

6. Πιστωτικός κίνδυνος (credit risk)

Συνίσταται στην πιθανότητα επέλευσης ζημίας συνέπεια αδυναμίας εκπλήρωσης συμβατικών υποχρεώσεων συμβαλλομένου. Η επίδραση του πιστωτικού κινδύνου είναι πολλαπλή καθώς μπορεί να αφορά εκδότη και κατά συνέπεια τα χρηματοπιστωτικά του μέσα, καθώς επίσης μπορεί να αφορά πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ, κατά συνέπεια, να πλήξει τη φερεγγυότητά του - κλπ.

7. Κίνδυνος αγοράς (market risk)

Συνίσταται στον κίνδυνο μείωσης της αξίας ενός χρηματοπιστωτικού μέσου λόγω μεταβολών στην αγορά. Κατ' επέκταση, αποτελεί τον κίνδυνο των οικονομικών δραστηριοτήτων που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με την εκάστοτε αγορά. Οι τέσσερις συνηθέστεροι παράγοντες κινδύνου της αγοράς είναι οι εξής:

- Κίνδυνος μετοχών, είναι ο κίνδυνος να μεταβληθούν οι τιμές των μετοχών, συνεπεία διαφόρων παραγόντων, γεγονός που μπορεί να επηρεάζει την εκπλήρωση υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών φορέων.

- Κίνδυνος επιτοκίου,

- Συναλλαγματικός κίνδυνος, δηλαδή ο κίνδυνος μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

- Κίνδυνος εμπορευμάτων, που αφορά τον κίνδυνο μεταβολής των τιμών των εμπορευμάτων, όπως των μετάλλων ή του σίτου.

Η μεταβολή δεικτών μετοχών ή άλλων δεικτών αποτελεί επίσης παράγοντα που λαμβάνεται υπόψη κατά την αξιολόγηση του κινδύνου αγοράς.

8. Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk)

Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι χρηματοοικονομικός κίνδυνος και προκαλείται από τυχόν έλλειψη ρευστότητας στην αγορά ως προς ένα ή και περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η μη εκδήλωση ζήτησης και προσφοράς πλήττει την εμπορευσιμότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων και τα καθιστά ευάλωτα σε φαινόμενα κερδοσκοπίας και χειραγώγησης, επηρεάζοντας αρνητικά την πιθανότητα επίτευξης «δίκαιας τιμής». Ο κίνδυνος ρευστότητας συναντάται κυρίως σε

αναδυόμενες αγορές ή αγορές όπου διενεργούνται συναλλαγές μικρού όγκου («ρηχές αγορές»).

9. Λειτουργικός κίνδυνος (operational risk)

Γεννάται λόγω εφαρμογής ανεπαρκών ή αποτυχημένων εσωτερικών διαδικασιών, προσωπικού και πληροφορικών ή επικοινωνιακών συστημάτων, καθώς και λόγω εξωτερικών παραγόντων, όπως φυσικές καταστροφές ή τρομοκρατικές επιθέσεις, που θέτουν εκτός λειτουργίας τα συστήματα διακανονισμού των συναλλαγών ή μειώνουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν αντικείμενα της συναλλαγής (π.χ. κίνδυνος κατάρρευσης των τεχνικών συστημάτων μιας οργανωμένης αγοράς ή μιας ΕΠΕΥ, κίνδυνος ακατάλληλης διοίκησης μίας εταιρίας με τίτλους εισηγμένους σε χρηματιστήριο κλπ). Στον λειτουργικό κίνδυνο εντάσσεται και ο νομικός κίνδυνος.

10. Κανονιστικός και νομικός κίνδυνος (Regulatory and legal risk)

Ο εν λόγω κίνδυνος πηγάζει:

α) Από μεταβολές στο νομικό και κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τις αγορές, τις συναλλαγές σε αυτές τις αγορές και τη φορολόγηση των επενδύσεων που διενεργούνται σε μία συγκεκριμένη αγορά. Οι μεταβολές αυτές δύνανται να επηρεάσουν πολλαπλώς τις επενδύσεις.

β) Από αδυναμία εκτέλεσης συμβάσεων λόγω νομικών προβλημάτων κλπ. Αυτό μπορεί να συμβεί επί εσφαλμένης νομικής εκτιμώσεως, αλλά και επί αβεβαιότητας δικαίου, που προκύπτει ιδίως λόγω ασαφών, αορίστων και γενικών νομοθετικών διατάξεων. Έτσι, μπορεί να κριθούν συμβάσεις ή άλλες συμφωνίες ανίσχυρες, αντίθετα προς την αρχική εκτίμηση των επιχειρήσεων, με δυσμενέστερες οικονομικές επιπτώσεις στους συμβαλλομένους.

11. Κίνδυνος συστημάτων διαπραγμάτευσης

Το Σύστημα Διαπραγμάτευσης, μέσω του οποίου γίνεται η διαπραγμάτευση στις οργανωμένες αγορές ή στους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) (άρθρο 2 ν. 3606/2007), υπόκειται στον κίνδυνο της προσωρινής βλάβης ή διακοπής λειτουργίας. Έτσι, όταν καθίσταται ανέφικτη η διαπραγμάτευση για ικανό χρονικό διάστημα, ενδέχεται να προκληθεί διαταραχή στην ομαλή λειτουργία της αγοράς και βλάβη στα συμφέροντα των επενδυτών, ιδίως στην περίπτωση που κάποιος επενδυτής προσδοκά να κλείσει ανοικτή του θέση.

12. Κίνδυνος διακανονισμού (settlement risk)

Συνιστά ειδική μορφή πιστωτικού κινδύνου και προκύπτει λόγω μη προσήκουσας εκπλήρωσης υποχρεώσεων των αντισυμβαλλομένων που συμμετέχουν σε συστήματα

πληρωμών και διακανονισμού συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων(π.χ. όταν το ένα εκ των συναλασσόμενων μερών δεν παραδίδει τους τίτλους που έχει πωλήσει και οφείλει να παραδώσει ή, επί αγοράς, όταν δεν καταβάλλει το οφειλόμενο τίμημα των τίτλων).

13. Κίνδυνος συγκέντρωσης (concentration risk)

Είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει επενδυτής που επενδύει όλα τα χρηματικά του διαθέσιμα σε ένα μόνον χρηματοπιστωτικό μέσο. Βρίσκεται στον αντίποδα της διαφοροποίησης του κινδύνου, όταν ο επενδυτής τοποθετεί τα διαθέσιμά του σε περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και δη διαφορετικών χαρακτηριστικών.

14. Κίνδυνος θεματοφυλακής

Είναι ο κίνδυνος απώλειας περιουσιακών στοιχείων σε θεματοφυλακή λόγω πράξεων ή παραλείψεων του θεματοφύλακα ή ακόμα λόγω απάτης, σε περίπτωση που ο θεματοφύλακας, στον οποίο έχει ανατεθεί η φύλαξη των περιουσιακών στοιχείων, καταστεί αφερέγγυος.

15. Κίνδυνος αντισυμβαλλόμενου (counterparty risk)

Είναι ο κίνδυνος στον οποίο ο αντισυμβαλλόμενος δεν εκπληρώνει τις συμβατικές του υποχρεώσεις και δεν καταβάλλει εγκαίρως το ποσό που οφείλει. Για παράδειγμα: ένας επενδυτής θα πρέπει να εξετάσει την ποιότητα ενός εκδότη αξιογράφων, δηλαδή την ικανότητα του εκδότη να πληρώσει ή να εξοφλήσει (ανάλογα με την περίπτωση). Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση συμβολαίου δικαιώματος προαίρεσης option., όπου και εδώ υπάρχει ο κίνδυνος να ασκήσει ο αγοραστής το δικαίωμά του, αλλά ο πωλητής να μην εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του που απορρέουν από το συμβόλαιο.

16. Ανωτέρα βία

Είναι οποιοδήποτε τυχαίο γεγονός του οποίου η επέλευση, ως εκ της φύσεώς του, είναι για τις ανθρώπινες δυνάμεις απρόβλεπτη και αναπότρεπτη (π.χ. ο πόλεμος, το πραξικόπημα, οι απρόβλεπτες κυβερνητικές απαγορεύσεις κλπ)

(<http://www.euretirio.com/2010/08/metoxes-stocks.html#ixzz2pKroQqFF>)

3.6.7 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

Η Εταιρία παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες που οδηγούν σε συναλλαγές επί των ακόλουθων χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία ενέχουν τους εξής βασικούς κινδύνους:

1. Μετοχές

A. Εισαγωγή

Η κοινή μετοχή είναι ο συνηθέστερος τύπος μετοχής και περιλαμβάνει όλα τα βασικά δικαιώματα ενός μετόχου, όπως δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, στην έκδοση νέων μετοχών, στο προϊόν της εκκαθάρισης, καθώς και δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της Εταιρίας και συμμετοχής στη διαχείρισή της.

Η προνομιούχος μετοχή προσφέρει πλεονέκτημα (προνόμιο) έναντι των κοινών μετοχών, συνιστάμενο στην προνομιακή είσπραξη μερίσματος ή και στο προνομιακό δικαίωμα στο προϊόν της εκκαθάρισης σε περίπτωση λύσης της επιχείρησης, αλλά συνήθως στερείται του δικαιώματος ψήφου και συμμετοχής στη διοίκηση της εταιρίας.

Αναλόγως της πορείας και των αποτελεσμάτων της εταιρίας, οι μέτοχοι μπορεί να απολάβουν μέρος από τυχόν κέρδη και να επωφεληθούν από τα οφέλη πιθανής αύξησης της εσωτερικής αξίας της μετοχής της. Τα ανωτέρω όμως είναι γεγονότα αβέβια.

B. Κίνδυνοι

Η επένδυση σε μετοχές ενδέχεται να περιλαμβάνει τους κινδύνους που παρατίθενται στη συνέχεια ενδεικτικώς:

(α) Κίνδυνος μεταβλητότητας: Η τιμή μίας μετοχής που αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές και ΠΜΔ, υπόκειται σε απρόβλεπτες διακυμάνσεις, οι οποίες μάλιστα δεν είναι απαραίτητο να συνδέονται αιτιωδώς με την οικονομική πορεία της εκδότριας εταιρίας. Δημιουργείται έτσι κίνδυνος απώλειας μέρους ή και – υπό περιστάσεις - του συνόλου του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί. Υπογραμμίζεται ότι ποτέ δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί η ανοδική ή καθοδική πορεία μίας μετοχής, ούτε η διάρκεια μιας τέτοιας πορείας. Υπογραμμίζεται ιδιαίτερος ότι η πορεία της χρηματιστηριακής αξίας μιας μετοχής είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων και δεν εξαρτάται μόνον από τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας, όπως π.χ. αυτά απεικονίζονται βάσει των αρχών της θεμελιώδους ανάλυσης.

(β) Κίνδυνος της εκδότριας εταιρίας: Οι μετοχές, ως κλάσματα του κεφαλαίου της εκδότριας εταιρίας, επηρεάζονται από την πορεία και τις προοπτικές αυτής, της οποίας τυχόν ζημιές ή κέρδη δεν είναι εύκολο να προβλεφθούν. Ο μέγιστος κίνδυνος υφίσταται σε περίπτωση πτώχευσης της εκδίδουσας τις μετοχές εταιρίας, οπότε και ο επενδυτής θα απολέσει το σύνολο της επένδυσής του.

(γ) Κίνδυνος μερισμάτων: Η καταβολή μερίσματος εξαρτάται από την ύπαρξη κερδών της εκδίδουσας τις μετοχές εταιρίας και την πολιτική διανομής μερισμάτων που εφαρμόζει αυτή, βάσει και των σχετικών αποφάσεων της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της. Επομένως, δεν είναι καθόλου βέβαιο ότι η επένδυση σε μετοχές θα συνοδεύεται από την είσπραξη μερισμάτων.

(δ) Λοιποί κίνδυνοι: Η χρηματιστηριακή πορεία μιας μετοχής εξαρτάται και από πολλούς εξωγενείς παράγοντες, όπως μακροοικονομικές εξελίξεις, πολιτικοί παράγοντες, κατάσταση των χρηματιστηριακών αγορών κλπ. Επίσης, εξαρτάται και από παράγοντες όπως η εμπορευσιμότητα της μετοχής, η ρευστότητα της αγοράς, αλλά και εξελίξεις με αντικείμενο την ίδια τη μετοχή, όπως επιθετική εξαγορά, πιθανότητα διαγραφής της μετοχής από τη χρηματιστηριακή αγορά κλπ. Τονίζεται ότι, σε κάθε περίπτωση επένδυσης σε μετοχές πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι γενικοί επενδυτικοί κίνδυνοι .

Γ. Γενική επισήμανση - σύσταση

Συστήνεται στον Πελάτη, πριν από τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί μετοχής: α) να μελετήσει την ετήσια οικονομική έκθεση ή, κατά περίπτωση, και τις εξαμηνιαίες οικονομικές εκθέσεις και τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, που δημοσιεύει η εκδότρια εταιρία προς εκπλήρωση των υποχρεώσεών της για περιοδική πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και β) να αναζητήσει τυχόν δημοσιεύσεις/ανακοινώσεις σημαντικών γεγονότων, στις οποίες έχει προβεί η εκδότρια εταιρία, προς έκτακτη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, κυρίως μέσω του διαδικτυακού τόπου του χρηματιστηρίου στο οποίο οι μετοχές είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση ή και στον διαδικτυακό τόπο της ίδιας της εκδότριας εταιρίας.

2. Ομόλογα / Ομολογίες:

A. Τα βασικά χαρακτηριστικά κάθε ομολόγου είναι

α) η ονομαστική του αξία, η οποία δεν ταυτίζεται απαραίτητα με την τιμή διαπραγμάτευσης, αλλά είναι το ποσό που υποχρεούται να καταβάλλει ο εκδότης κατά τη λήξη του ομολόγου,

β) το επιτόκιο/κουπόνι και

γ) η περίοδος λήξεως αυτού.

Ομόλογα μπορούν να εκδίδονται είτε από κρατικούς φορείς (ομόλογα δημοσίου) είτε από εταιρίες (εταιρικά ομόλογα). Κατ' αυτή την έννοια τα ομόλογα αποτελούν μορφή κρατικού ή εταιρικού δανεισμού.

B. Είδη

Τα ομόλογα εκδίδονται υπό ποικίλες μορφές:

α) Ως ομόλογα άνευ εξασφάλισης: Οι ομολογιούχοι έχουν απαίτηση κατά του εκδότη όπως και οι λοιποί πιστωτές του, επί του συνόλου του ενεργητικού του.

β) Ως ομόλογα που συνδέονται με ασφάλεια που παρέχεται υπέρ των ομολογιούχων: Η απαίτηση των ομολογιούχων ασφαλίζεται στην περίπτωση αυτή i) με εμπράγματη ασφάλεια υπέρ αυτών, που παρέχεται επί συγκεκριμένων στοιχείων του ενεργητικού του εκδότη, ii) με εγγυήσεις τρίτων, iii) με εκχώρηση απαιτήσεων κλπ. Περαιτέρω, οι ομολογιούχοι μπορεί να απολαμβάνουν επιπρόσθετης προστασίας, συνεπεία ειδικών συμφωνιών με τον εκδότη ή λόγω προνομιακής τους τοποθέτησης έναντι λοιπών ομολογιούχων ή πιστωτών.

γ) Ομόλογα/ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης: Σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη ο ομολογιούχος ικανοποιείται ύστερα από όλους τους άλλους πιστωτές του εκδότη - αν υπάρχει, εννοείται, ακόμη περιουσία -, όπως ειδικότερα ορίζεται στο ομολογιακό δάνειο.

δ) Μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες:, που εμπεριέχουν δικαιώματα μετατροπής σε μετοχές ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα ή ανταλλαγής με άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Γ. Επιτόκιο

Ειδική προσοχή επιβάλλεται για τα λεγόμενα σύνθετα ομόλογα, εκείνα δηλαδή, των οποίων το επιτόκιο προσδιορίζεται βάσει δεικτών, συνισταμένων από παράγωγα συμβόλαια. Οι δείκτες αυτοί, που προσδιορίζουν το επιτόκιο βάσει παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων, ενσωματώνονται κατ' αυτόν τον τρόπο στην όλη δομή του ομολόγου. Τα ομόλογα αυτά εντάσσονται στην κατηγορία των πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών μέσων και η επένδυση σ' αυτά απαιτεί εξαιρετικά μεγάλη προσοχή και εξειδίκευση. Υπογραμμίζεται μάλιστα, ότι η αγοραία αξία των ομολόγων αυτών επηρεάζεται ουσιωδώς από τους ενσωματωμένους σ' αυτά δείκτες, παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, που διαμορφώνουν το επιτόκιο. Δεν ενδείκνυνται, επομένως, σε μη εξειδικευμένους επενδυτές.

Το επιτόκιο καταβάλλεται συνήθως σε προκαθορισμένα χρονικά σημεία (μηνιαίως, εξαμηνιαίως, τριμηνιαίως, ετησίως ή και κατά τη λήξη του ομολογιακού δανείου). Εκδίδονται επίσης και ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο (κουπόνι) (zero coupon). Στα ομόλογα αυτά ο τόκος ενσωματώνεται στην αξία του ομολόγου. Οι επενδυτές δεν εισπράττουν, δηλαδή, τόκο κατά τη διάρκεια του ομολόγου αλλά αποκτούν το

ομόλογο με έκπτωση ως προς την ονομαστική του αξία, η οποία έκπτωση αναλογεί στον τόκο.

Δ. Κίνδυνοι

Η επένδυση σε ομόλογα εγκυμονεί κινδύνους όπως:

(α) Κίνδυνος πτώχευσης (Insolvency risk): Ο εκδότης των ομολόγων (ομολογιών) μπορεί να καταστεί προσωρινά ή μόνιμα πτωχός, με αποτέλεσμα να μην δύναται να καταβάλλει στους δανειστές του τον τόκο ή, ακόμα, και το κεφάλαιο που αντιστοιχεί στα ομόλογα. Ειδικώς στα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης θα πρέπει ο επενδυτής να ερευνά την κατάταξη του ομολόγου, στο οποίο εξετάζει το ενδεχόμενο επένδυσης, σε σχέση με άλλα ομόλογα του εκδότη, καθώς, όπως αναφέρθηκε, σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη ο επενδυτής διατρέχει τον κίνδυνο να απολέσει όλη του την επένδυση.

(β) Κίνδυνος επιτοκίου (Interest rate risk): Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια ενός ομολογιακού δανείου, τόσο ευπαθέστερο είναι και το ομολογιακό δάνειο έναντι τυχόν ανόδου των επιτοκίων στην αγορά, ιδίως σε περίπτωση που έχει χαμηλό επιτόκιο (ιδίως σταθερού επιτοκίου ή ομολόγου με προεξοφλημένο επιτόκιο / ενσωματωμένο τόκο / zero coupon). Υπογραμμίζεται ότι μεταβολές στο επιτόκιο μπορεί να επιδράσουν σημαντικά στην αγοραία τιμή του ομολόγου. Π.χ. σε περίπτωση ανόδου των επιτοκίων, πέφτουν στις αγορές οι τιμές ομολόγων προηγούμενων εκδόσεων με χαμηλότερο επιτόκιο και ιδίως των ομολόγων σταθερού επιτοκίου ή ομολόγου με προεξοφλημένο επιτόκιο / ενσωματωμένο τόκο.

(γ) Πιστωτικός Κίνδυνος (Credit risk): Η αξία του ομολόγου φθίνει σε περίπτωση που μειωθεί η πιστοληπτική αξιολόγηση του εκδότη.

(δ) Κίνδυνος Πρώιμης Εξόφλησης: Είναι πιθανόν, εκδότες ομολόγων να προβλέπουν στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου τη δυνατότητα πρώιμης εξόφλησης σε περίπτωση πτώσης των επιτοκίων, οπότε υφίσταται μεταβολή του προσδοκώμενου κέρδους από τα ομόλογα και πρέπει να υπολογίζεται η απόδοση μέχρι την πιθανή πρώιμη εξόφληση (yield to call).

(ε) Κίνδυνος ρευστότητας αγοράς: Ο κίνδυνος αυτός είναι σημαντικός σε περίπτωση που ο επενδυτής επιθυμεί να ρευστοποιήσει το ομόλογο πριν από τη λήξη του. Στην περίπτωση αυτή, ελλείψει εμπορευσιμότητας, μπορεί να επιτύχει τιμή χαμηλότερη (υπό περιστάσεις κατά πολύ) της ονομαστικής αξίας του ομολόγου.

Τονίζεται ότι, σε κάθε περίπτωση επένδυσης σε ομόλογα/ομολογίες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι γενικοί επενδυτικοί κίνδυνοι.

Ε. Γενική επισήμανση - σύσταση

Συνιστάται στον Πελάτη, πριν από τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί ομολόγου: α) να μελετήσει την ετήσια οικονομική έκθεση ή, κατά περίπτωση, και τις εξαμηνιαίες οικονομικές εκθέσεις και τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, που δημοσιεύει ο εκδότης προς εκπλήρωση των υποχρεώσεών του για περιοδική πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Επίσης καλείται να μελετήσει το τυχόν υπάρχον ενημερωτικό δελτίο, που έχει εκδοθεί ως προς το ομόλογο στο οποίο ο Πελάτης πρόκειται να διενεργήσει την επένδυση β) να αναζητήσει τυχόν δημοσιεύσεις / ανακοινώσεις σημαντικών γεγονότων, στις οποίες έχει προβεί ο εκδότης προς έκτακτη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, κυρίως μέσω του διαδικτυακού τόπου του χρηματιστηρίου στο οποίο οι μετοχές είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση ή και στον διαδικτυακό τόπο του ίδιου του εκδότη.

3. Παράγωγα (derivatives)

Α. Εισαγωγή

Τα παράγωγα αποτελούν σύνθετα και πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα, το περιεχόμενο των οποίων ποικίλλει αναλόγως των «υποκειμένων μέσων» (underlying instruments), εκείνων δηλαδή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή προϊόντων, συνάρτηση και σύνθεση των οποίων αποτελούν τα παράγωγα. Σε ένα παράγωγο μπορούν να περιέχονται ευρύ φάσμα υποκειμένων μέσων, σε ποικίλες παραλλαγές και συνδυασμούς. Αυτό έχει ως συνέπεια την ύπαρξη και δυνατότητα δημιουργίας απροσδιορίστου αριθμού τύπων παραγώγων. Τα παράγωγα διαμορφώνονται, συνήθως, υπό μορφή συμβολαίων μεταξύ των μερών, με τα οποία συμφωνείται η εκπλήρωση των αμοιβαίως αναλαμβανομένων υποχρεώσεων σε ένα ή περισσότερα μελλοντικά χρονικά σημεία. Η αξία τους διαμορφώνεται βάσει της αξίας των υποκειμένων μέσων, που μπορεί να είναι μετοχές, αξιόγραφα, συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιτόκια, εμπορεύματα και χρηματοοικονομικοί δείκτες και οποιοσδήποτε συνδυασμός αυτών. Οι βασικότεροι τύποι παραγώγων είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή προθεσμιακά συμβόλαια (futures), τα συμβόλαια δικαιώματος προαίρεσης (options) και τα συμβόλαια ανταλλαγής (swaps). Ακολουθεί σύντομη περιγραφή των ως άνω βασικών τύπων παραγώγων.

Β. Βασικοί τύποι παραγώγων

(α) Προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) / Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures):

Τα προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) αποτελούν τυποποιημένα συμβόλαια, για την αγορά ή πώληση ορισμένης ποσότητας και ποιότητας ενός υποκείμενου μέσου (underlying instrument) σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε συμφωνημένη τιμή, που καθορίζονται κατά τη σύναψη του συμβολαίου. Βάσει αυτών, ο ένας συμβαλλόμενος αναλαμβάνει την υποχρέωση να πωλήσει στον άλλο συγκεκριμένη ποσότητα ενός χρηματοπιστωτικού μέσου (π.χ. μιας μετοχής) ή και ενός νομίσματος ή εμπορεύματος σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία σε προκαθορισμένη τιμή. Αντίστοιχη υποχρέωση αναλαμβάνει ο αγοραστής. Επομένως, η ημερομηνία κατάρτισης της συναλλαγής από την ημερομηνία εκπλήρωσης της υποχρέωσης (π.χ. παράδοσης των χρηματοπιστωτικών μέσων και καταβολής της αξίας τους) διαφέρουν. Συχνά τα συμβόλαια προβλέπουν ότι στην ημερομηνία λήξης δεν γίνεται παράδοση χρηματοπιστωτικών μέσων και καταβολή του συνολικού τους τιμήματος, παρά μόνον καταβολή της διαφοράς της τιμής σε σχέση με τον χρόνο κατάρτισης του συμβολαίου. Οι τιμές των προθεσμιακών συμβολαίων επηρεάζονται από την εσωτερική τους αξία δηλαδή από την διαφορά της τιμής της κατάρτισης του συμβολαίου (spot rate) και αυτής της ημερομηνίας λήξεως. Στην τιμή αυτή προστίθεται ή αφαιρείται ένα ποσό (premium ή discount) ανάλογα με την πρόβλεψη της εξέλιξης της μελλοντικής τιμής στην αγορά.

Υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι, μεταξύ άλλων, οι μετοχές, οι τιμές συναλλάγματος, τα επιτόκια, τα ομόλογα και οι δείκτες χρηματιστηρίων. Και τα δύο συμβαλλόμενα μέρη υποχρεούνται να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις του συμβολαίου κατά την ημερομηνία διακανονισμού.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) αποτελούν συμβόλαια για την αγορά ή πώληση ορισμένης ποσότητας και ποιότητας ενός υποκείμενου μέσου (underlying instrument) σε ορισμένη ημερομηνία στο μέλλον. Η κύρια διαφορά τους από τα προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) εντοπίζεται στο γεγονός ότι δεν έχουν προκαθορισμένη τιμή στην ημερομηνία λήξης τους καθώς και ότι είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά στοιχεία όπως η τιμή, το μέγεθος ή η ποσότητα και η διάρκεια και τίθενται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές.

(β) Συμβόλαια δικαιώματος προαίρεσης (options)

Με τα εν λόγω παράγωγα παρέχεται στο ένα συμβαλλόμενο μέρος το δικαίωμα να αγοράσει ή να πωλήσει ένα συγκεκριμένο υποκείμενο μέσο σε προκαθορισμένη τιμή σε προσδιορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Στο δικαίωμα αυτό του ενός συμβαλλομένου μέρους αντιστοιχεί υποχρέωση του άλλου (του αντισυμβαλλομένου

του) να καταρτίσει τη συμφωνηθείσα συναλλαγή αν το πρώτο ασκήσει το δικαίωμά του. Τα υποκείμενα μέσα μπορεί να είναι νομίσματα, επιτόκια, χρηματιστηριακοί δείκτες, μετοχές, χρεόγραφα και τίτλοι της χρηματαγοράς.

Σε αντίθεση με τα futures ο αγοραστής του option έχει την επιλογή, αλλά όχι την υποχρέωση να προβεί μελλοντικώς στη συγκεκριμένη συναλλαγή. Αγοράζει έναντι συγκεκριμένου τιμήματος το δικαίωμα να προβεί μελλοντικώς σε συγκεκριμένη συναλλαγή. Αντιθέτως, ο αντισυμβαλλόμενός του, ο πωλητής (διαθέτης) του option έχει την υποχρέωση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του που απορρέουν από το συμβόλαιο, αν το έτερο μέρος (ο αγοραστής του option) ασκήσει το δικαίωμά του.

Η αξία ενός δικαιώματος προαίρεσης μπορεί να καθοριστεί βάσει περισσότερων τεχνικών που αναπτύσσονται από εξειδικευμένους σχεδιαστές προϊόντων και αναλυτές. Μέσω των εν λόγω μεθόδων μπορεί, επίσης, να καθοριστεί ο τρόπος κατά τον οποίο δύναται να επηρεαστεί η αξία του δικαιώματος προαίρεσης από τυχόν μεταβολή των ειδικότερων συνθηκών που συσχετίζονται με το δικαίωμα αυτό. Συνεπώς, είναι δυνατόν να κατανοηθούν και να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι που συνδέονται με την επένδυση σε δικαιώματα προαίρεσης και την κατοχή τέτοιων δικαιωμάτων προαίρεσης με έναν βαθμό ακρίβειας.

Γ. Κίνδυνοι

Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα παρουσιάζουν ιδιαίτερα τεχνικά χαρακτηριστικά, οι δε συναλλαγές επ' αυτών ενέχουν αυξημένο κίνδυνο μείωσης ή απώλειας του αρχικώς επενδυόμενου κεφαλαίου ή και πολλαπλασίου αυτού. Ως εκ τούτου οι συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων είναι κατάλληλες μόνον για ορισμένες κατηγορίες επενδυτών, οι οποίοι διαθέτουν ανάλογη εμπειρία και αντιλαμβάνονται την λειτουργία των μέσων αυτών καθώς και το περιεχόμενο των αναλαμβανόμενων κάθε φορά κινδύνων. Στη συνέχεια περιγράφονται οι κυριότεροι κίνδυνοι που συνδέονται με τις συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα.

α) Κίνδυνοι συνδεδεμένοι με το επενδυτικό προϊόν (Product risk)

i) Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) - Προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) - Μόχλευση

Οι συναλλαγές σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης ενέχουν υψηλό βαθμό κινδύνου, απόρροια του φαινομένου της μόχλευσης (leverage, gearing): Το χαρακτηριστικό τους δηλαδή είναι ότι με αυτά επιχειρείται όπως, με την επένδυση ενός συγκεκριμένου ποσού, να επιτευχθούν αποτελέσματα τα οποία, στην αγορά αξιών, θα επιτυγχάνονταν με πολλαπλάσια ποσά. Δεδομένου δηλαδή του ότι το ποσό

της ασφάλειας (περιθώριο ασφάλισης) που απαιτείται να καταβληθεί από τον Πελάτη για να συμμετάσχει αυτός σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (future), ανοίγοντας μία «θέση», είναι μικρό σε σχέση με την συνολική αξία του συμβολαίου. Μία μικρή σε μέγεθος μεταβολή της αξίας του συμβολαίου θα έχει μία αναλογικά πολύ μεγαλύτερη επίδραση στο κεφάλαιο που έχει επενδυθεί (υπό μορφή ασφαλείας) ή και θα απαιτηθεί να επενδυθεί και άλλο κεφάλαιο για την διατήρηση της θέσεως. Ειδικότερα, σε περίπτωση δυσμενούς μεταβολής της αξίας του συμβολαίου, ο Πελάτης υποχρεούται να καταβάλλει πρόσθετο ποσό, που απαιτείται για τον ημερήσιο διακανονισμό, και να συμπληρώσει την απαιτούμενη ασφάλεια (περιθώριο ασφάλισης), για να μην κλείσει η θέση του Πελάτη και χάσει αυτός όλο το επενδυθέν ποσό. Περαιτέρω, είναι δυνατό να ορισθεί από τον Κεντρικό Αντισυμβαλλόμενο (π.χ. το τμήμα Εκκαθάρισης και Διακανονισμού των συναλλαγών στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. 'ΕΤΕΣΕΠ') ή τον εκάστοτε εκκαθαριστή/διακανονιστή της αγοράς παραγώγων μεγαλύτερη ασφάλεια (υψηλότερο περιθώριο ασφάλισης) ως προϋπόθεση για να διατηρούνται ανοικτές θέσεις. Στην περίπτωση αυτή, ο Πελάτης υποχρεούται να καταβάλλει το επιπλέον ποσό για να μην κλείσει η θέση του και χάσει όλο το επενδυθέν ποσό. Εάν ο Πελάτης δεν εκπληρώσει εμπροθέσμως τις υποχρεώσεις αυτές, κλείνει η θέση του και ευθύνεται για την εκπλήρωση όλων των υποχρεώσεων του από την εκκαθάριση των συναλλαγών που έχει διενεργήσει επί παραγώγων. Αυτό σημαίνει ότι μπορεί να χάσει όχι μόνον το επενδυθέν ποσό - και να χάσει κατ' αυτόν τον τρόπο και την προσδοκία του κέρδους, αν στο μέλλον αντιστραφούν τα πράγματα στην αγορά και στο τέλος του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης η θέση που έχει πάρει είναι κερδοφόρα γι' αυτόν - αλλά και ότι μπορεί να υποχρεωθεί να πληρώσει και επιπλέον ποσά για να καλύψει τη ζημία του. Εντολές του Πελάτη που αποσκοπούν στον περιορισμό πιθανών ζημιών, όπως η «εντολή ορίου» («stop-limit» order) ή η «εντολή ορίου ζημιών» («stop-loss» order), είναι δυνατόν να αποδειχθούν αναποτελεσματικές εξαιτίας συνθηκών της αγοράς οι οποίες δεν θα επιτρέπουν την εκτέλεση τους. Στρατηγικές συνδυασμένων θέσεων (π.χ. «straddle», ή «strangle») ενδέχεται να εμπεριέχουν τον ίδιο κίνδυνο με τις απλές θέσεις «αγοράς» ή «πώλησης».

ii) Δικαιώματα προαιρέσεως: Διαφοροποίηση κινδύνων

Οι συναλλαγές σε Δικαιώματα Προαιρέσεως ενέχουν υψηλό βαθμό κινδύνου, ο οποίος είναι σε κάθε περίπτωση συνάρτηση του είδους των δικαιωμάτων. Ιδιαίτερη σημασία έχει η διάκριση μεταξύ «δικαιωμάτων κλήσης» («call») και «δικαιωμάτων

επίδοσης» («put»), καθώς και η διάκριση μεταξύ δικαιωμάτων «αμερικανικού τύπου», των οποίων η άσκηση επιτρέπεται οποτεδήποτε εντός της καθορισμένης προθεσμίας και δικαιωμάτων «ευρωπαϊκού τύπου», των οποίων η άσκηση επιτρέπεται μόνον κατά την ημερομηνία λήξης της ορισμένης προθεσμίας. Για την εκτίμηση της κερδοφορίας ορισμένης θέσης θα πρέπει να συνυπολογίζονται όχι μόνον τα πάσης φύσεως τέλη και προμήθειες που βαρύνουν τις σχετικές συναλλαγές, αλλά και το τίμημα των δικαιωμάτων που έχει καταβληθεί στον πωλητή.

Ο αγοραστής του δικαιώματος έχει τη δυνατότητα να ασκήσει το δικαίωμα ή να το αφήσει να εκπνεύσει. Σε περίπτωση που τα δικαιώματα Προαιρέσεως ασκηθούν, εκκαθαρίζονται είτε χρηματικά είτε με την φυσική παράδοση (επί δικαιωμάτων επίδοσης)/παραλαβή (επί δικαιωμάτων κλήσης) της υποκείμενης αξίας των δικαιωμάτων. Εάν η υποκείμενη αξία είναι Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης, ο αγοραστής θα αποκτήσει, αν ασκήσει το δικαίωμα, θέση σε Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης με όλες τις συνακόλουθες υποχρεώσεις για την καταβολή ή συμπλήρωση του περιθωρίου ασφάλισης και τον ημερήσιο ή τελικό διακανονισμό της θέσης αυτής, οπότε ισχύουν τα ανωτέρω υπό α. i. εκτεθέντα. Σε περίπτωση εκπνοής του δικαιώματος προαίρεσης χωρίς αυτό να ασκηθεί, ο Πελάτης υφίσταται την ολική απώλεια του επενδεδυμένου κεφαλαίου, το οποίο αποτελείται από το τίμημα του δικαιώματος, τα πάσης φύσεως τέλη και τις προμήθειες.

Ο πωλητής δικαιώματος προαιρέσεως είναι εκτεθειμένος σε πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο από τον αγοραστή. Ενώ το Τίμημα που καταβάλλεται στον πωλητή του Δικαιώματος είναι ορισμένο, το μέγεθος της ζημίας που μπορεί να υποστεί ο πωλητής είναι πολύ μεγαλύτερο αυτού του ποσού. Ειδικότερα, σε περίπτωση δυσμενούς μεταβολής της αξίας του Δικαιώματος, ο πωλητής υποχρεούται να συμπληρώσει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης. Περαιτέρω, σε περίπτωση που οριστεί από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο (π.χ. την ΕΤΕΣΕΠ) ή τον εκάστοτε εκκαθαριστή και διακανονιστή της αγοράς παραγώγων, υψηλότερο περιθώριο ασφάλισης, ο πωλητής υποχρεούται να καταβάλλει το επιπλέον ποσό. Εάν ο πωλητής δεν εκπληρώσει εμπροθέσμως τις υποχρεώσεις αυτές, η ΑΕΠΕΥ ή ο Κεντρικός Αντισυμβαλλόμενος ή ο Εκκαθαριστής / Διακανονιστής κλείνουν τη θέση του Πελάτη / πωλητή, ο οποίος ευθύνεται για την εκπλήρωση όλων των τυχόν πρόσθετων υποχρεώσεων του από την εκκαθάριση των συναλλαγών αυτών. Περαιτέρω, ο πωλητής είναι εκτεθειμένος στον κίνδυνο άσκησης του δικαιώματος από τον αγοραστή. Ο κίνδυνος ζημίας του πωλητή

δικαιώματος μπορεί να είναι απεριόριστος, αν δεν έχει διενεργήσει πράξεις για την αντιστάθμιση και κάλυψή του.

(<http://www.euretirio.com/2010/08/metoxes-stocks.html#ixzz2pKroQqFF>)

iii) short selling (ανοιχτή πώληση)

Σε περίπτωση πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων, που ο Πελάτης δεν διαθέτει και υποχρεούται να έχει στη διάθεσή του κατά την ημέρα διακανονισμού της συναλλαγής (π.χ. προθεσμιακή πώληση), προς παράδοση, ο κίνδυνος του Πελάτη είναι απεριόριστος. Αυτό μπορεί, ενδεικτικώς, να συμβεί σε περίπτωση ανόδου της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου, οπότε ο Πελάτης εκτίθεται σε σημαντικό κίνδυνο, αφού υποχρεούται να αγοράσει τα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα που οφείλει να παραδώσει στην οποιαδήποτε τιμή έχει διαμορφωθεί κατά τον χρόνο οφειλόμενης παράδοσης.

(β) Συνθήκες της αγοράς παραγώγων (market risks)

Οι οικονομικές συνθήκες της αγοράς παραγώγων (π.χ. ύπαρξη ή έλλειψη ρευστότητας) και οι κανόνες λειτουργίας της αγοράς αυτής (π.χ. δικλείδες ασφαλείας της ομαλής λειτουργίας: προσωρινή διακοπή συνεδριάσεων, αναστολή διαπραγμάτευσης παραγώγου, διαγραφή παραγώγου) ενδέχεται να δυσχεραίνουν ή να καθιστούν αδύνατη την διενέργεια αποτελεσματικών συναλλαγών επί παραγώγων αυξάνοντας τον κίνδυνο απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

(γ) Απόκλιση της αγοράς παραγώγων από την αγορά υποκείμενων αξιών

Οι τιμές παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων δεν αντιστοιχούν αναγκαία στις τιμές των υποκείμενων αξιών. Η απόκλιση μπορεί να οφείλεται στις συνθήκες (π.χ. ζήτηση) ή στους κανόνες λειτουργίας (π.χ. όριο τιμών) της αγοράς των παραγώγων ή της αγοράς των υποκείμενων αξιών.

(δ) Κίνδυνος ατελούς αντιστάθμισης του κινδύνου

Ο κίνδυνος αυτός συντρέχει όταν ο Πελάτης με την διενέργεια συναλλαγών σε παράγωγα στοχεύει στην αντιστάθμιση του κινδύνου από συναλλαγές στην υποκείμενη αξία, η θέση όμως στα παράγωγα συσχετίζεται ατελώς με τις θέσεις στην υποκείμενη αξία (π.χ. σε περίπτωση Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον FTSE ο Πελάτης δεν έχει θέσεις σε όλες τις μετοχές που συνθέτουν τον FTSE και με την αναλογία συμμετοχής τους σε αυτόν).

(ε) Δέσμευση μετρητών ή κινητών αξιών (cash or property deposit risk)

Η δέσμευση μετρητών ή κινητών αξιών ενδέχεται να ενέχει πιστωτικό κίνδυνο σε περίπτωση που ο θεματοφύλακας δεν εκπληρώσει πλήρως τις υποχρεώσεις του είτε μόλις αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες είτε μεταγενέστερα.

(στ) Δικαιϊκός κίνδυνος (legal risk) συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου από τροποποίηση διατάξεων

Πέραν όσων εκτέθηκαν ανωτέρω, υπογραμμίζεται ότι η εκπλήρωση απαιτήσεων και η ικανοποίηση δικαιωμάτων του Πελάτη επί συμβάσεων σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα εξαρτάται και από τους κανόνες δικαίου που ισχύουν στο Σύστημα Πληρωμών και Εκκαθάρισης/Διακανονισμού Συναλλαγών της αγοράς, όπου διενεργούνται οι συναλλαγές επί παραγώγων και από τους οποίους κανόνες εξαρτώνται απαιτήσεις και δικαιώματα του Πελάτη, κυρίως σε περίπτωση αφερεγγυότητας μέλους των παραπάνω συστημάτων. Επισημαίνεται ότι η αλλοδαπή νομοθεσία, ιδίως κρατών που δεν είναι μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που διέπει συναλλαγές επί παραγώγων, μπορεί να προσφέρει ασθενέστερη προστασία στον Πελάτη από αυτήν που προσφέρει το ελληνικό δίκαιο και το δίκαιο των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Περαιτέρω, τυχόν τροποποίηση κανόνων που διέπουν τις υποχρεώσεις των συμβαλλομένων μερών σε αγορά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων (π.χ. προϋποθέσεις διενέργειας συναλλαγών, όροι και διαδικασία εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών, αύξηση περιθωρίου ασφαλείας) είναι δυνατόν να επηρεάσει τα συμφέροντα του Πελάτη. Οι ανωτέρω παράγοντες είναι πιθανό να εκθέσουν το επενδύμενο κεφάλαιο του Πελάτη σε πρόσθετους κινδύνους.

(ζ) Συναλλαγματικός κίνδυνος (currency risk)

Υπογραμμίζεται ότι το κέρδος ή η ζημία που προέρχεται από συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτιμώμενα σε συνάλλαγμα (ανεξαρτήτως του αν αυτά αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην εγχώρια ή σε αλλοδαπή αγορά) θα επηρεάζεται από τις μεταβολές στις ισοτιμίες όταν υπάρχει ανάγκη μετατροπής της αξίας του παραγώγου από ένα νόμισμα σε κάποιο άλλο και ειδικότερα στο νόμισμα στο οποίο αποτιμάται η περιουσία του Πελάτη.

(η) Κίνδυνος κόστους ανεύρεσης ή και αντικατάστασης χρηματοπιστωτικών μέσων (replacement cost risk)

Ο κίνδυνος αυτός συντρέχει στην περίπτωση που ο αντισυμβαλλόμενος του Πελάτη δεν είναι σε θέση να εκπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις του. Στην περίπτωση αυτή, ο Πελάτης θα είναι υποχρεωμένος να ανοίξει νέα θέση στην τιμή

που θα έχει διαμορφωθεί στην σχετική αγορά (replacement value), στην οποία τιμή θα προστεθεί ποσό εξαρτώμενο από το χρόνο που απομένει μέχρι την λήξη του παραγώγου (add-on).

(θ) Γενικοί κίνδυνοι

Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να συνεκτιμώνται και οι ανωτέρω υπό II εκτεθέντες γενικοί κίνδυνοι.

(ι) Κίνδυνοι Συνδεδόμενοι ειδικά για τα Παράγωγα επί Εμπορευμάτων

Τα παράγωγα επί εμπορευμάτων έχουν ιδιαίτερα τεχνικά χαρακτηριστικά, οι δε συναλλαγές επ' αυτών ενέχουν αυξημένους κινδύνους μείωσης ή απώλειας του αρχικώς επενδεδυμένου κεφαλαίου ή και πολλαπλάσιου αυτού. Ο πελάτης αναγνωρίζει ότι οι συναλλαγές σε παράγωγα επί εμπορευμάτων είναι κατάλληλες μόνο για ορισμένες κατηγορίες επενδυτών οι οποίοι διαθέτουν ανάλογη εμπειρία και αντιλαμβάνονται πλήρως την λειτουργία των μέσων αυτών καθώς και των αναλαμβανόμενων κάθε φορά κινδύνων. Ο πελάτης δηλώνει ότι κάθε μια και όλες οι συναλλαγές του σε παράγωγα επί εμπορευμάτων θα διενεργηθούν με δική του ευθύνη.

Ο Πελάτης δηλώνει και βεβαιώνει την Εταιρία ότι, πέραν των ανωτέρω αναφερομένων κινδύνων των συναλλαγών επί παραγώγων Χρηματοπιστωτικών Μέσων, έχει λάβει γνώση και αποδέχεται τους ακόλουθους επιπρόσθετους κινδύνους που ενέχουν οι συναλλαγές επί παραγώγων σε εμπορεύματα:

(i) Κίνδυνοι συνδεδόμενοι με το επενδυτικό προϊόν (Product Risk)

- Οι συναλλαγές σε παράγωγα επί εμπορευμάτων ενέχουν υψηλό βαθμό κινδύνου, απόρροια του φαινομένου της μόχλευσης (leverage, gearing). Δεδομένου του ότι η αξία του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης για το άνοιγμα μίας θέσης υπολείπεται κατά πολύ της συνολικής αξίας του σχετικώς καταρτιζόμενου συμβολαίου, μία μικρή σε μέγεθος μεταβολή της αξίας του συμβολαίου θα προκαλέσει μία αναλογικά πολύ μεγαλύτερη μεταβολή στο κεφάλαιο που έχει επενδυθεί ή θα απαιτηθεί να επενδυθεί για την διατήρηση της θέσης.

- Οι διακυμάνσεις των τιμών των παραγώγων επί εμπορευμάτων είναι κατά κανόνα αρκετά μεγαλύτερες από τις συνήθεις διακυμάνσεις των τιμών των λοιπών χρηματοπιστωτικών μέσων. Επιπλέον, οι τιμές των παραγώγων επί εμπορευμάτων επηρεάζονται και καθορίζονται από πλήθος αστάθμητων παραγόντων όπως, ενδεικτικά και όχι περιοριστικά: προσφορά και ζήτηση, καιρικές συνθήκες, κυβερνητικές πολιτικές σχετικά με το εμπόριο και την γεωργία, μεταβολές επιτοκίων,

ειδικοί γεωπολιτικοί κίνδυνοι, τιμές πληθωρισμού, υποτιμήσεις ή ανατιμήσεις νομισμάτων κ. α .

Εφίσταται η προσοχή του Πελάτη στις επιπτώσεις των προαναφερθέντων παραγόντων σε σχέση με περιοχές / χώρες όπου εντοπίζονται μεγάλες παραγωγές των εμπορευμάτων που συνιστούν την υποκείμενη αξία των σχετικών παραγώγων.

(ii) Κίνδυνοι συνδεδεμένοι με τις αγορές (Market Risk)

Οι οικονομικές συνθήκες της εκάστοτε αγοράς παραγώγων επί εμπορευμάτων (π.χ. ύπαρξη ή έλλειψη ρευστότητας) και οι κανόνες λειτουργίας της (π.χ. ύπαρξη και αστηρότητα θεσμικού πλαισίου και εποπτείας της αγοράς, δικλείδες ασφαλείας της ομαλής λειτουργίας της, προσωρινή διακοπή συνεδριάσεων, αναστολή διαπραγμάτευσης παραγώγου, διαγραφή παραγώγου) επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την επικινδυνότητα των διενεργουμένων συναλλαγών. Για παράδειγμα, σε αγορές με έλλειψη ρευστότητας ή/και σε χαλαρά ή καθόλου ρυθμισμένο και εποπτευόμενο θεσμικό περιβάλλον, η διενέργεια αποτελεσματικών συναλλαγών ενδέχεται να είναι δυσχερής ή και αδύνατη, αυξάνοντας τον κίνδυνο μείωσης ή και συνολικής απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

(iii) Κίνδυνοι συνδεδεμένοι με την απόκλιση μεταξύ των τιμών των παραγώγων επί εμπορευμάτων και των αντίστοιχων τιμών τοις μετρητοίς

Οι τιμές των παραγώγων επί εμπορευμάτων μπορεί να αποκλίνουν σημαντικά από τις τιμές μετρητοίς των εμπορευμάτων που αποτελούν τις αντίστοιχες υποκείμενες αξίες. Επιπλέον η τιμή του ίδιου εμπορεύματος μεταξύ διαφορετικών ημερομηνιών παράδοσης μπορεί να παρουσιάσει σημαντικές διακυμάνσεις, οι οποίες δεν συμβαδίζουν απαραίτητα με τις αντίστοιχες διακυμάνσεις της τιμής των αντίστοιχων παραγώγων. Ανάλογα με τις συνθήκες των αγορών, οι τιμές των παραγώγων επί εμπορευμάτων μπορεί να είναι υψηλότερες ή χαμηλότερες από τις αντίστοιχες τιμές τοις μετρητοίς.

<http://www.euretirio.com/2010/08/metoxes-stocks.html#ixzz2pKroQqFF>

(iv) Κίνδυνοι συνδεδεμένοι με τον τρόπο εκκαθάρισης (φυσική παράδοση) στη λήξη των παραγώγων επί εμπορευμάτων

Τα παράγωγα επί εμπορευμάτων εκκαθαρίζονται στη λήξη τους με φυσική παράδοση συγκεκριμένης, ποσότητας του αγαθού (εμπορεύματος) που αποτελεί την υποκείμενη του παραγώγου αξία.

4. Εναλλακτικά Επενδυτικά Κεφάλαια

Τα Εναλλακτικά Επενδυτικά Κεφάλαια επιδιώκουν την επίτευξη απόλυτης θετικής απόδοσης της επένδυσης, ανεξάρτητα από την κατεύθυνση των αγορών, μέσω ιδιαίτερα σύνθετων και κινδυνωδών επενδυτικών στρατηγικών που αποσκοπούν στην εκμετάλλευση της σχέσης απόδοσης και κινδύνου. Οι επενδύσεις αυτές αφορούν την χρήση arbitrage ή/και παραγώγων προϊόντων για κερδοσκοπικούς λόγους και όχι για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, την διενέργεια ανοιχτών πωλήσεων (short selling) και την μόχλευση των υπό διαχείριση κεφαλαίων μέσω δανεισμού. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα αυξημένο επίπεδο κινδύνου, ειδικότερα στις εξής κατηγορίες:

- Κίνδυνος μόχλευσης: Λόγω της μόχλευσης ακόμη και μικρές μεταβολές στις αγορές μπορεί να μεγενθύνουν σημαντικά τα κέρδη ή τις απώλειες κεφαλαίου για τον επενδυτή.

- Κίνδυνος Ρευστότητας: Τα Εναλλακτικά Επενδυτικά Κεφάλαια παρέχουν περιορισμένη δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης σε μηνιαία, τριμηνιαία ή ακόμη και ετήσια βάση, συνεπώς η περίοδος "υποχρεωτικής διακράτησης" για τον επενδυτή διαμορφώνεται ανάλογα. Επιπλέον μπορεί να περιλαμβάνουν επενδύσεις οι οποίες είτε είναι δύσκολο να ρευστοποιηθούν είτε είναι δύσκολο να αποτιμηθούν.

- Κίνδυνος Μειωμένης Εποπτείας: Η έδρα (legal domicile) των Εναλλακτικών Επενδυτικών Κεφαλαίων είναι συνήθως σε υπεράκτιες δικαιοδοσίες (offshore) όπου τα συστήματα εποπτείας της αγοράς ενδέχεται να παρέχουν μειωμένη προστασία στον επενδυτή.

- Συγκέντρωση Κινδύνου: Τα Εναλλακτικά Επενδυτικά Κεφάλαια ενεργούν επενδυτικά χωρίς περιορισμούς ως προς τις κατηγορίες επένδυσης, τις επενδυτικές αγορές και τις μεθόδους επένδυσης. Ως αποτέλεσμα μπορεί να ακολουθούν εξειδικευμένες στρατηγικές με συγκέντρωση των επενδύσεων σε συγκεκριμένες κατηγορίες, κλάδους ή γεωγραφικές περιοχές.

5. Αμοιβαία κεφάλαια

A. Έννοια

Τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε οργανωμένη αγορά. Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια γενικά έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα, διότι αν κάποιος μείνει για μικρό χρονικό διάστημα στο αμοιβαίο κεφάλαιο είναι πιθανό λόγω των προμηθειών διάθεσης και εξαγοράς να λάβει ποσό μικρότερο από αυτό της αρχικής του επένδυσης, ανεξαρτήτως της πορείας των αγορών.

B. Κίνδυνοι

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια ενδέχεται να περιλαμβάνει τους κινδύνους που παρατίθενται στη συνέχεια ενδεικτικώς:

(α) Κίνδυνος απώλειας κεφαλαίου: Η αξία μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου εξαρτάται σχεδόν αποκλειστικά από την αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων που συνθέτουν το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Περαιτέρω, όταν είναι εισηγμένο σε οργανωμένη αγορά η χρηματιστηριακή του τιμή μπορεί να μην αντικατοπτρίζει την πραγματική του αξία. Δημιουργείται έτσι κίνδυνος απώλειας μέρους ή και - υπό περιστάσεις - του συνόλου του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί.

(β) Κίνδυνος αγοράς: Υπάρχουν περιπτώσεις που η διαπραγμάτευση των μεριδίων στην οργανωμένη αγορά μπορεί να ανασταλεί ή να διακοπεί (π.χ. λόγω έντονων διακυμάνσεων της τιμής για λόγους προστασίας του επενδυτικού κοινού και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς, λόγω γεγονότων ανωτέρας βίας κλπ., λόγω των οριζομένων στους κανόνες λειτουργίας της οικείας αγοράς). Επίσης είναι δυνατόν, υπό προϋποθέσεις, να διαγραφεί το σύνολο των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων κατόπιν απόφασης του διαχειριστή της οικείας αγοράς ή της εποπτεύουσας αρχής της αγοράς ή του αμοιβαίου κεφαλαίου.

(γ) Κίνδυνος ρευστότητας: Είναι δυνατόν να ανασταλεί με απόφαση του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου η εξαγορά μεριδίων για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα να καθίσταται αδύνατη η ρευστοποίηση των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων την εν λόγω περίοδο.

(δ) Λοιποί κίνδυνοι: Η αξία των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων εξαρτάται και από άλλους παράγοντες, όπως ενδεικτικώς από τυχόν αδυναμία ομαλού διακανονισμού συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, τυχόν αδυναμία εκδότη χρηματοπιστωτικών μέσων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου να εκπληρώσει οικονομικές του υποχρεώσεις (π.χ. πληρωμή μερίσματος), τυχόν αδυναμία ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού ιδίως σε περιπτώσεις περιορισμένης διασποράς, τυχόν αφερεγγυότητα του θεματοφύλακα του αμοιβαίου κεφαλαίου, οπότε η αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μειώνεται. Τονίζεται ότι, σε κάθε περίπτωση επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι γενικοί επενδυτικοί κίνδυνοι .

Γ. Γενική επισήμανση

Συνιστάται στον Πελάτη, πριν από τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί αμοιβαίων κεφαλαίων: α) να μελετήσει το ενημερωτικό δελτίο που εκδίδει ο

διαχειριστής του, β) να εξετάσει το νομικό καθεστώς που τα διέπει, ιδίως ως προς τις υποχρεώσεις διασποράς του ενεργητικού και γ) να αναζητήσει τυχόν δημοσιεύσεις / ανακοινώσεις σημαντικών γεγονότων, στις οποίες έχει προβεί η εκδότρια εταιρία, κυρίως μέσω του διαδικτυακού τόπου της οργανωμένης αγοράς στην οποία τα μερίδια έχουν τυχόν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση.

6. Δομημένα προϊόντα

A. Εισαγωγή

Τα δομημένα προϊόντα δημιουργούνται για να καλύψουν ειδικές ανάγκες, που δεν μπορούν να καλυφθούν από τα γνωστά τυποποιημένα χρηματοπιστωτικά μέσα, που διατίθενται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Απευθύνονται σε πελάτες που επιθυμούν μεγαλύτερες αποδόσεις με ανάληψη μεγαλύτερων κινδύνων. Χρησιμοποιούνται ως μέσο μείωσης του κινδύνου διασποράς ενός υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου, ως εναλλακτικός τρόπος επένδυσης, ως τρόπος μείωσης του κόστους δανεισμού από επιχειρήσεις, προς το σκοπό αποφυγής φορολογικών επιβαρύνσεων κλπ. Για τη δομή τους ακολουθείται κάθε φορά συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική, η οποία βασίζεται στη μεθοδολογία της χρηματοοικονομικής μηχανικής, περιλαμβάνει ιδίως επενδύσεις σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα και μπορεί να συνδυάζεται με παροχή εγγύησης για το σύνολο ή μέρος του προς επένδυση προοριζόμενου κεφαλαίου εφόσον το προϊόν διακρατηθεί έως τη λήξη του. Τα προϊόντα αυτά συνήθως αποτελούν αντικείμενο έξω-χρηματιστηριακής συναλλαγής, εκτός αν πρόκειται για προϊόντα (ιδίως ομόλογα με ενσωματωμένες συμφωνίες σε παράγωγα) που έχουν εισαχθεί σε οργανωμένη αγορά και ο κίνδυνος των προϊόντων αυτών συναρτάται απόλυτα προς τον εκδότη τους, εκτός αν υπάρχει και εγγυητής, οπότε συναρτάται και προς τον εγγυητή. Αναλόγως της δομής τους μπορεί να επιτρέπεται η άσκηση δικαιωμάτων που απορρέουν από αυτά (π.χ. δικαίωμα εξαγοράς) μετά από προθεσμία ή υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Βασικά χαρακτηριστικά των δομημένων προϊόντων είναι:

α) η ονομαστική τους αξία, η οποία δεν ταυτίζεται απαραίτητως με την τιμή διαπραγμάτευσης, ούτε με το ποσό που υποχρεούται να καταβάλει ο εκδότης κατά τη λήξη ή την εξαγορά του προϊόντος,

β) το επιτόκιο, το οποίο εξαρτάται από την τιμή ή την απόδοση μιας ή περισσότερων υποκείμενων αξιών,

γ) η περίοδος λήξεως,

δ) η έλλειψη ρευστότητας.

Στα δομημένα προϊόντα περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων:

(α) τα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου (capital guarantee products), όπου ο εκδότης ή και ο εγγυητής εγγυώνται την πλήρη καταβολή του επενδυμένου κεφαλαίου με την προϋπόθεση ότι αυτό θα απαιτηθεί κατά τη λήξη του.

(β) τα δομημένα ομόλογα (structured bonds), όπου οι χρηματορροές εξαρτώνται από την εξέλιξη υποκείμενων δεικτών (π.χ. Euribor, Libor, Standar & Poor's 500, επιτόκιο ΕΚΤ), ισοτιμιών (π.χ. ευρώ - δολαρίου κλπ.) ή άλλων συνδυασμών χρηματοοικονομικής μηχανικής. Συνήθως, τα πρώτα χρόνια παρέχουν υψηλό επιτόκιο και στη συνέχεια η εξέλιξή του εξαρτάται από την απόδοση της υποκείμενης αξίας. Εκδίδονται και διατίθενται συνήθως κάτω από την ονομαστική τους αξία, ώστε να καλύψουν μέρος του κινδύνου που συνεπάγονται λόγω της χαμηλής ρευστότητας και της τυχόν αρνητικής εξέλιξης της υποκείμενης αξίας από την οποία εξαρτάται το επιτόκιο.

(γ) τα καλυμμένα ομόλογα (convertible bonds), όπου αντί του ονομαστικού κεφαλαίου του προϊόντος μπορεί να δοθούν κατά τη λήξη του προϊόντος άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα από τα οποία συνήθως εξαρτάται η τιμή του προϊόντος.

B. Κίνδυνοι

Οι κίνδυνοι που συνεπάγονται από την επένδυση σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι κυρίως οι ακόλουθοι:

(α) Κίνδυνοι αγοράς: Οι πληρωμές για την απόκτηση ή οι εισπράξεις από τη ρευστοποίηση δομημένου προϊόντος, εξαρτώνται από τη μεταβλητότητα των τιμών των υποκειμένων αξιών και τη διακύμανση των τιμών σε συγκεκριμένες οργανωμένες αγορές ή στην αγορά με την οποία σχετίζεται η κατάρτιση της συναλλαγής. Υφίσταται, επομένως, πιθανότητα σημαντικής ζημίας στις επενδύσεις δομημένων προϊόντων, εφόσον οι συνθήκες των αγορών κινηθούν δυσμενώς ως προς την επενδυτική θέση του Πελάτη και συνεπώς μπορεί το δομημένο προϊόν να ρευστοποιηθεί με ζημία. Περαιτέρω, επειδή οι τιμές και τα χαρακτηριστικά των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών αποτελούν συνήθως αντικείμενο ατομικών διαπραγματεύσεων και δεν υπάρχει κεντρική πηγή τιμών, υπάρχουν αδυναμίες ως προς τον καθορισμό «δίκαιης» τιμής στις συναλλαγές. Συνεπώς, δεν είναι βέβαιο ότι η τιμή απόκτησης ή ρευστοποίησης του δομημένου προϊόντος αποτελεί πάντοτε την καλύτερη διαθέσιμη τιμή.

(β) Κίνδυνος αντισυμβαλλομένου: Επί εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών, οι υποχρεώσεις του εκδότη - αντισυμβαλλομένου δεν είναι βέβαιο ότι θα εκπληρωθούν,

όπως όταν πρόκειται για τις υποχρεώσεις κεντρικών επιχειρήσεων εκκαθάρισης (π.χ. αυτές της ΕΧΑΕ ως προς τις αγορές αξιών ή παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών). Όταν ο Πελάτης αποκτά εξωχρηματιστηριακώς, ένα δομημένο προϊόν, αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη του τίτλου.

(γ) Κίνδυνοι συνδεδεμένοι με τις υποκείμενες αξίες: Όταν ένα προϊόν είναι «δομημένο» ή αποτελείται από περισσότερες υποκείμενες αξίες, υφίσταται κίνδυνος που συνδέεται με την κάθε αξία που συνθέτει το προϊόν, ο οποίος αξιολογείται χωριστά, καθώς και ο κίνδυνος του δομημένου προϊόντος που αξιολογείται στο σύνολό του.

Όταν οι αποδόσεις επί των δομημένων προϊόντων συνδέονται άμεσα ή έμμεσα (π.χ. μέσω δικαιωμάτων προαίρεσης) με μεταβολές της τιμής υποκείμενης αξίας, ο Πελάτης εκτίθεται στη μεταβλητότητα των τιμών της εν λόγω υποκείμενης αξίας και της αγοράς ή των αγορών, όπου αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης η υποκείμενη αξία. Η έκταση του κινδύνου μπορεί να είναι μεγαλύτερη αν η αγορά στην οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης τα δομημένα προϊόντα διαφέρει από την αγορά στην οποία αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης η υποκείμενη αξία.

Οι όροι έκδοσης των δομημένων προϊόντων μπορεί να προβλέπουν ότι ο εκδότης μπορεί να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις του με την παράδοση της υποκείμενης αξίας στον Πελάτη κατά τη λήξη του προϊόντος και όχι με την καταβολή του ονομαστικού κεφαλαίου. Εάν η υποκείμενη αξία είναι «καλάθι» μετοχών, οι μετοχές που θα παραδίδονται στον Πελάτη μπορεί να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αλλοδαπή οργανωμένη αγορά, με διαφορετικές ενδεχομένως διαδικασίες διακανονισμού και εκκαθάρισης, με διαφορετικά κόστη και έξοδα κλπ. Εφόσον ο Πελάτης παραλάβει ή διακρατήσει τις μετοχές, ενδέχεται να υπόκειται σε κανονιστικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις γνωστοποίησης του κράτους, στο οποίο ο εκδότης κάθε μετοχής είναι εγκατεστημένος ή όπου αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης οι μετοχές. Ενδέχεται επίσης να υπάρχουν περιορισμοί σχετικά με τις συναλλαγές επί των μετοχών και την κατοχή αυτών. Εξάλλου, η διακράτηση μετοχών, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αλλοδαπή οργανωμένη αγορά, συνεπάγεται όλους τους κινδύνους που σχετίζονται με την επένδυση σε μετοχές στο συγκεκριμένο κράτος (π.χ. νομισματικοί κίνδυνοι, συναλλακτικοί κίνδυνοι, περιλαμβανομένης της αναστολής διαπραγμάτευσης κλπ.).

Οι επενδύσεις σε δομημένα προϊόντα υπόκεινται στους κινδύνους ισοτιμιών, καθώς μπορεί να μην έχουν εκδοθεί στο ίδιο νόμισμα με αυτό στο οποίο διενεργείται

η διαπραγμάτευση και ο διακανονισμός της υποκείμενης αξίας, οπότε η απόδοση του προϊόντος εξαρτάται όχι μόνον από την τιμή της υποκείμενης αξίας αλλά και από την ισοτιμία μεταξύ των δύο νομισμάτων κατά τη λήξη των προϊόντων ή των υποκείμενων αξιών.

Εάν η υποκείμενη αξία είναι δείκτης μετοχών ή εμπορευμάτων, η τιμή του δομημένου προϊόντος μπορεί να μεταβληθεί εάν η μέθοδος υπολογισμού του δείκτη αλλάξει, ακόμα και αν η τιμή της υποκείμενης αξίας παραμένει ίδια.

(δ) Κίνδυνος ρευστότητας: Οι συναλλαγές με αντικείμενο δομημένα προϊόντα καταρτίζονται συνήθως εξωχρηματιστηριακά και για την κατάρτισή τους απαιτείται η συναίνεση και των δύο συμβαλλομένων (συνήθως εκδότη και Πελάτη). Θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη ότι, αναλόγως των όρων έκδοσης των προϊόντων, ο εκδότης μπορεί να μην υποχρεούται να εξαγοράσει το δομημένο προϊόν ή να μην υποχρεούται να το εξαγοράσει παρά μόνο μετά την πάροδο προθεσμίας κλπ. Έτσι, αναλόγως των περιστάσεων, μπορεί να είναι δύσκολο ή αδύνατον να πραγματοποιηθεί συναλλαγή με αντικείμενο δομημένο προϊόν ή να ρευστοποιηθεί το προϊόν σύμφωνα με τις εντολές του Πελάτη ή να επιτευχθεί δίκαιη τιμή ή να αξιολογηθεί ο βαθμός έκθεσης στους κινδύνους (π.χ. όταν η σχετική αγορά δεν έχει ρευστότητα όσον αφορά μία συναλλαγή, όταν υπάρχει αδυναμία λειτουργίας ηλεκτρονικών ή τηλεπικοινωνιακών συστημάτων ή έχει λάβει χώρα γεγονός που κατά κανόνα θεωρείται γεγονός «ανωτέρας βίας»). Στις περιπτώσεις αυτές η παροχή ειδικών εντολών (π.χ. εντολές “stop-loss” ή “stop-limit”), δεν περιορίζει απαραίτητως τη ζημία, καθώς μπορεί να είναι αδύνατη η εκτέλεσή τους. Δεν είναι δυνατή εξάλλου η παροχή εγγύησης ως προς την ύπαρξη αγοράς για τη ρευστοποίηση δομημένου προϊόντος οποτεδήποτε. Σημειώνεται ότι τυχόν αποτίμηση δομημένου προϊόντος από τον εκδότη δεν συνιστά δέσμευση αυτού να διενεργήσει συναλλαγή στο ύψος της αποτίμησης.

Ακόμη όμως και αν το δομημένο προϊόν έχει εισαχθεί σε οργανωμένη αγορά, ενδέχεται να μην λειτουργεί στην πραγματικότητα δευτερογενής αγορά για τα προϊόντα αυτά. Έτσι, ενδέχεται να μην είναι δυνατή η κατάρτιση συναλλαγής και τα δομημένα προϊόντα μπορεί να μην έχουν καμία αγοραστική αξία, οπότε θα πρέπει να διακρατηθούν μέχρι τη λήξη τους.

(http://www.solidus.gr/page.asp?pgid=24#_Toc272150888)

(ε) Φορολογικοί κίνδυνοι: Η φορολογική αντιμετώπιση του δομημένου προϊόντος μπορεί να διαφέρει από αυτήν των υποκείμενων αξιών. Αναλόγως της δομής του

προϊόντος μπορεί να υφίστανται επιπτώσεις στον τρόπο φορολόγησης (π.χ. ως προς το φόρο εισοδήματος, τους φόρους συναλλαγών όπως ΦΠΑ και χαρτόσημου κλπ.) Οι φορολογικές επιπτώσεις ενδέχεται να εξαρτώνται και από τη φύση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του Πελάτη και τις εκάστοτε συναλλαγές που πραγματοποιεί.

Γ. Γενική επισήμανση

Συνιστάται στον Πελάτη, πριν από τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί δομημένου προϊόντος: α) να μελετήσει και κατανοήσει τους συμβατικούς όρους διάθεσης του προϊόντος, καθώς και το τυχόν υπάρχον ενημερωτικό δελτίο που έχει εκδοθεί ως προς το προϊόν, στο οποίο ο Πελάτης πρόκειται να διενεργήσει την επένδυση και β) να αναζητήσει τυχόν δημοσιεύσεις / ανακοινώσεις σημαντικών γεγονότων, στις οποίες έχει προβεί ο εκδότης προς έκτακτη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, κυρίως μέσω του διαδικτυακού τόπου του ίδιου του εκδότη. (Νούλας, 2000)

3.6.8 ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΣΥΝΔΕΟΜΕΝΟΙ ΜΕ ΤΙΣ ΚΑΤ' ΙΔΙΑΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΕΠΟΜΕΝΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Στο άρθρο 4 του ν. 3606/2007 περιέχονται οι ορισμοί των επενδυτικών και παρεπομένων υπηρεσιών. Ακολούθως παρατίθενται εκ των ορισμών αυτών εκείνοι που αφορούν την ΑΕΠΕΥ στις σχέσεις της με τους ιδιώτες πελάτες της.

(α) Λήψη και διαβίβαση εντολών: Συνιστάται στη λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών, για κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα.

(β) Εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών: Συνιστάται στην κατάρτιση συμβάσεων αγοράς/απόκτησης ή πώλησης/διάθεσης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών.

(γ) Η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό: Συνιστάται στη διαπραγμάτευση από ΕΠΕΥ με κεφάλαιά της ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων προς κατάρτιση συναλλαγών επ' αυτών.

(δ) Η διαχείριση χαρτοφυλακίων: Συνιστάται στη διαχείριση, κατά τη διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ, χαρτοφυλακίων πελατών, στο πλαίσιο εντολής τους, που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.

(ε) Η φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της παροχής υπηρεσιών θεματοφύλακα και

παροχής συναφών υπηρεσιών όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων ή παρεχόμενων ασφαλειών.

(στ) Η παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτή προς διενέργεια συναλλαγής σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία μεσολαβεί η ΕΠΕΥ, η οποία παρέχει την πίστωση ή το δάνειο. Η αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων με πίστωση του τιμήματος ενέχει αυξημένους κινδύνους μείωσης ή απώλειας του αρχικώς επενδυθέντος κεφαλαίου, καθώς με την παρεχόμενη πίστωση ο Πελάτης επενδύει χρηματικά ποσά που υπερβαίνουν τα κεφάλαια που ο ίδιος καταβάλλει μέσω της ΑΕΠΕΥ. Επίσης, μπορεί να ζητηθεί από τον Πελάτη εκτάκτως και η καταβολή προσθέτων ποσών για ασφάλεια (margin call) και αν δεν διαθέτει ο Πελάτης το ποσό αυτό θα καταστεί αναγκαία η ρευστοποίηση θέσεων του. Εκτίθεται, επομένως, σε μεγαλύτερο κίνδυνο από εκείνον στον οποίο θα ήταν αν αγόραζε χρηματοπιστωτικά μέσα χωρίς πίστωση. Οι κίνδυνοι αυτοί μπορεί να εντοπίζονται, μεταξύ άλλων, ενδεικτικώς, στις μεταβολές των συνθηκών της αγοράς, στον πιστωτικό κίνδυνο των αντισυμβαλλομένων, στον κίνδυνο ρευστότητας στη χρηματιστηριακή αγορά κλπ. Εφιστάται, επομένως, η προσοχή του Πελάτη στην ανάγκη να διαθέτει επαρκή εμπειρία και να αντιλαμβάνεται τη λειτουργία της αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων με πίστωση, καθώς και το περιεχόμενο των αναλαμβανόμενων κάθε φορά κινδύνων, προκειμένου να λαμβάνει πιστώσεις προς διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα. (Νούλας, 2000)

(ζ) Η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους, τη διαμόρφωση της επιχειρηματικής τους στρατηγικής καθώς και η παροχή συμβουλών στους τομείς συγχωνεύσεως και εξαγοράς επιχειρήσεων.

(η) Η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος εφόσον συνδέονται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.

(θ) Η παροχή υπηρεσιών συνδεόμενων με την αναδοχή.

(ι) Η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Συνίσταται ιδίως στην έρευνα ή παροχή πληροφορίας που συνεπάγεται επενδυτική στρατηγική σχετική με χρηματοπιστωτικό μέσο ή εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου περιλαμβανομένης οποιασδήποτε γνώμης σχετικά με την παρούσα ή μελλοντική αξία ή τιμή και παρουσιάζεται ως αντικειμενική ή ανεξάρτητη επεξήγηση των θεμάτων που περιλαμβάνονται σε αυτή. Διακρίνεται από την παροχή προσωπικής συμβουλής σε Πελάτη, καθώς δεν είναι εξατομικευμένη.

Κατά την παροχή των υπηρεσιών αυτών ανακύπτουν, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο, κατά περίπτωση, βαθμό οι Γενικοί Επενδυτικοί Κίνδυνοι που παρατίθενται ανωτέρω.

(http://www.solidus.gr/page.asp?pgid=24#_Toc272150888)

3.6.9 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα διαδραματίζει καίριο ρόλο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομία ως σύνολο, όπως δείχνει η τρέχουσα κρίση. Και καθώς σήμερα όλο και πιο πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δραστηριοποιούνται σε δύο ή περισσότερες χώρες ή ηπείρους, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα έχει γίνει ακόμη πιο σημαντική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η ιστορία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος θα μπορούσε περιληπτικά να χωριστεί σε τέσσερις διακεκριμένες χρονικές περιόδους.

Η πρώτη εκτείνεται από την ουσιαστική εγκαθίδρυση του νεότερου ελληνικού κράτους το 1828 μέχρι το 1927 περίπου, οπότε και ιδρύθηκε η Τράπεζα της Ελλάδος με σκοπό να βρει λύσεις στα οικονομικά προβλήματα που υπήρχαν εκείνη την εποχή. Αυτή η περίοδος συμπίπτει με την εποχή του διεθνούς οικονομικού φιλελευθερισμού και χαρακτηρίζεται κυρίως από την παντελή έλλειψη κυβερνητικής μέριμνας και συγκεκριμένης πολιτικής στον πιστωτικό τομέα.

Η δεύτερη εκτείνεται από το 1928 μέχρι το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, με κύριο χαρακτηριστικό της περιόδου το γεγονός ότι πρώτη φορά έχουμε εισαγωγή των στοιχείων εξειδίκευσης και της νομοθετικής ρύθμισης στην οργάνωση της τραπεζικής δραστηριότητας. Το 1931, ψηφίστηκε ο νόμος 5076 περί Ανωνύμων Εταιρειών και Τραπεζών, σύμφωνα με τον οποίο οι τράπεζες μπορούσαν να λειτουργούν μόνον ως ανώνυμες εταιρείες. Στο διάστημα μέχρι το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου έγιναν πολλές συγχωνεύσεις τραπεζών (Εθνική Τράπεζα- Τράπεζα Αθηνών, Ιονική-Λαϊκή) και παράλληλα οι μεγαλύτερες τράπεζες κρατικοποιήθηκαν, με αποτέλεσμα το τραπεζικό σύστημα στο μεγαλύτερό του μέρος πλειοψηφία του να περιέλθει άμεσα ή έμμεσα υπό τον κρατικό έλεγχο.

Η Τρίτη περίοδος εκτείνεται από το 1946 μέχρι και το 1992. Κύριο χαρακτηριστικό της φάσης αυτής, είναι η έντονη, συστηματική και πολύπλευρη κρατική παρέμβαση στην άσκηση της τραπεζικής πίστης εντός του γενικότερου πλαισίου των σύγχρονων διεθνών αντιλήψεων της αναπτυξιακής οικονομικής πολιτικής. Η παρουσία του κράτους στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος ενισχύθηκε αισθητά κατά τις δεκαετίες 1950 και 1960 με κύρια χαρακτηριστικά την ίδρυση της κυβερνητικής σύνθεσης, Νομισματικής Επιτροπής η οποία, μέχρι το 1982 που καταργήθηκε, ήταν αρμόδια για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα και την άσκηση στις εμπορικές τράπεζες κάθε μορφής κατασταλακτικών ελέγχων, περιλαμβανομένων του καθορισμού των επιτοκίων χορηγήσεων και πάσης

φύσεως καταθέσεων, αλλά και των όρων και προϋποθέσεων διάθεσης όλων των τραπεζικών προϊόντων.

Η κατάσταση αυτή δε μεταβλήθηκε ουσιαστικά ούτε στη δεκαετία του 1970 η οποία, σε ότι αφορά τα δομικά στοιχεία του συστήματος, χαρακτηρίστηκε από δύο μείζονος σημασίας εξελίξεις: την εγκατάσταση στην Ελλάδα ικανού αριθμού αλλοδαπών τραπεζών μέσω υποκαταστημάτων, εν όψει της προοπτικής της ένταξης της χώρας στην τότε Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) και την κρατικοποίηση της μεγαλύτερης εκείνη την εποχή ελληνικής ιδιωτικής τράπεζας της Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος.

Η τέταρτη περίοδος ξεκινάει από το 1992 και εκτείνεται μέχρι και σήμερα. Είναι η περίοδος της σύγχρονης αντίληψης για την τραπεζική διοικητική χρηματοοικονομική, η οποία τυπικά αρχίζει από την ημερομηνία έναρξης της συνθήκης του Μάαστριχτ αλλά ουσιαστικά είχε ήδη ξεκινήσει σιγά-σιγά, από την 01.01.1981 με την πλήρη ένταξη της χώρας μας στην ευρωπαϊκή κοινότητα. (Καραμούζης, 2009)

4.1.1 Α΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1828-1928)

Η ιστορία του σύγχρονου ελληνικού τραπεζικού συστήματος, αρχίζει το 1828, την χρονιά που ο Ιωάννης Καποδίστριας, δημιούργησε την Εθνική Χρηματιστική Τράπεζα. Η διάρκεια ζωής της Εθνικής Χρηματιστικής Τράπεζας ήταν βραχεία επειδή οι χρηματοδοτικές της πηγές εξαντλήθηκαν σύντομα και ήταν αδύνατον να τις υποκαταστήσει με άλλες. Τα ιδρυτικά κεφάλαια της τράπεζας προήλθαν από δωρεές και καταθέσεις των ευπόρων ελλήνων και των αλλοδαπών κεφαλαιούχων και ανέρχονταν σε 2.000.000 γρόσια πολύ λίγα για να λειτουργήσει ως κανονική εκδοτική τράπεζα. Για το λόγο αυτό σε μία προσπάθεια προσέλκυσης κεφαλαίων, από το 1830, το ελληνικό κράτος προσέφερε υπέρ της τράπεζας ως ενυπόθηκες εγγυήσεις «τους αμπελώνες και τους ελαιώνες ορισμένων επαρχιών, τις αλυκές της Μήλου και της Νάξου, καθώς και την παραγωγή της ναξίας σμύριδας και όλων γενικώς των ορυχείων της Μήλου. Όμως η ανταπόκριση ήταν μικρή και η αδυναμία της τράπεζας να εκδώσει δάνεια υπέρ του κράτους ήταν μεγάλη. Το 1833 μη αντέχοντας στην έλλειψη πόρων διαλύθηκε.

Οκτώ χρόνια μετά το κλείσιμο της Εθνικής Χρηματιστικής Τράπεζας το 1841, ιδρύθηκε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (1841). Ήταν η πρώτη ιδιωτική τράπεζα στην οποία επενδύθηκαν ελληνικά και ξένα κεφάλαια. Το ελληνικό κράτος της

παραχώρησε το προνόμιο έκδοσης τραπεζογραμματίων το οποίο διατήρησε μέχρι το Μάιο του 1928 οπότε το μεταβίβασε στην Τράπεζα της Ελλάδος. Συνεπώς μέχρι τη συγκεκριμένη περίοδο η Εθνική Τράπεζα αποτελούσε τον κύριο δανειστή του Ελληνικού Δημοσίου σε εγχώριο νόμισμα αλλά και σε συνάλλαγμα. Από το απλό αυτό γεγονός γίνεται αντιληπτή η σχέση μεταξύ κρατικής εξουσίας και διοικήσεων της Εθνικής. Παράλληλα η Εθνική Τράπεζα λειτουργούσε και ως κλασσική εμπορική τράπεζα συμμετέχοντας σε όλες τις τραπεζικές εργασίες της εποχής. Ουσιαστικά η ιστορία της Εθνικής Τράπεζας αποτελεί την ιστορία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Η Ιονική Τράπεζα Ε.Π.Ε., ιδρύθηκε στο Λονδίνο το 1839, με θέσπισμα της Γερουσίας των Ηνωμένων Πολιτειών των Ιονίων Νήσων, που βρισκόταν τότε υπό αγγλική κυριαρχία. Της είχε παραχωρηθεί το προνόμιο έκδοσης τραπεζογραμματίων αλλά και το δικαίωμα να ασκεί κλασσικές εμπορικές εργασίες. Μετά την προσάρτηση των Ιονίων Νήσων το 1864, έγινε επέκταση του εκδοτικού προνομίου σε όλη την ελληνική επικράτεια, ενώ το 1880 της εδόθη το αποκλειστικό εκδοτικό προνόμιο που το 1920 άνηκε στην Εθνική Τράπεζα και έτσι παρέμειναν σ' αυτήν μόνο οι εμπορικές δραστηριότητες.

Ο αριθμός των τραπεζών στην Ελλάδα αυξήθηκε μετά το δεύτερο μισό του 19^{ου} αιώνα ακολουθώντας έστω και με σχετική καθυστέρηση την τάση που επικρατούσε σε διεθνές επίπεδο.

Η Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστωσης, ιδρύθηκε το 1873 με προσανατολισμό προς τη χρηματοδότηση της βιομηχανίας και των μεγάλων έργων υποδομής. Στο κεφάλαιό της συμμετείχε με μικρό μειοψηφικό μερίδιο η Εθνική Τράπεζα, αλλά βασικός μέρος ήταν ομογενείς καθώς και γηγενείς επιχειρηματίες. Οι αιτίες που ώθησαν τους ομογενείς να δημιουργήσουν μια τράπεζα αυτού του είδους σχετίζονται με το πρώτο φανέρωμα μιας εμβρυώδους εκβιομηχάνισης της ελληνικής οικονομίας που σημειώνεται την εποχή αυτή. Τελικά η τράπεζα αυτή απορροφήθηκε το 1906 από την τράπεζα Αθηνών. (Καραμούζης, 2009)

4.1.2 Β΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1928-1945)

Η περίοδος 1929-1932 ήταν η περίοδος της μεγάλης οικονομικής κρίσης που οδήγησε στην κατάρρευση του Διεθνούς Νομισματικού Συστήματος (ΔΝΣ) Κανόνα Ανταλλαγής Χρυσού (Gold Exchange Standard). Οι πρώτες δυσκολίες που γνώρισε

το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν συνδεδεμένες με τη χρεοκοπία των μικρών τραπεζών, αποτέλεσμα της συνεχούς ανάληψης των καταθέσεων τους. Συμπίπτουν δε με την πρώτη φάση της εξόδου των κεφαλαίων για το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Η Ελλάδα οδηγείται στην εγκατάλειψη του συγκεκριμένου κανόνα και στην πτώχευση. Στο διάστημα αυτό επήλθε δραστική απομείωση του αποθέματος χρυσού και συναλλάγματος της ΤτΕ. Οι Νόμοι 5422,5426 και 5552 και ο αναγκαστικός Νόμος της 29^{ης} Ιουλίου 1932 επέβαλαν αναγκαστική κυκλοφορία των τραπεζογραμμάτων, μονοπωλιακή διαχείριση του χρυσού και του εξωτερικού συναλλάγματος από την ΤτΕ, έλεγχο των εισαγωγών και των εξαγωγών. Το νομοθετικό πλαίσιο που καθιερώθηκε περιόρισε σημαντικά την ελευθερία δράσεως που είχαν ως τότε οι εμπορικές τράπεζες και δημιούργησε συνθήκες που υποβοήθησαν τις τάσεις εξειδικεύσεως και συγκεντρώσεως ενώ ανέκοψε την τάση να ιδρύονται μικρές τοπικές τράπεζες.

Όπως ήταν αναμενόμενο το χρηματοπιστωτικό σύστημα επηρεάστηκε σοβαρά. Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα βρέθηκε, την επόμενη της τυπικής εγκατάλειψης του κανόνα σταθεροποίησης, στα πρόθυρα της κατάρρευσης μόνο από το γεγονός ότι οι υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα είχαν αυξηθεί αλματωδώς από το 1930, με αποτέλεσμα τον Ιούνιο του 1932 το 40% των τραπεζικών καταθέσεων να είναι σε ξένο νόμισμα. Η υποτίμηση της δραχμής πολλαπλασίαζε τις δραχμικές υποχρεώσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων δεδομένου ότι η τιμή του δολαρίου, στις 25 Απριλίου 1932 ήταν 78 δραχμές και τον Ιούνιο είχε φθάσει τις 148 δραχμές. (Καραμούζης, 2009)

4.1.3 Γ΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1944-1992)

Το θεσμικό πλαίσιο με το πέρασμα του χρόνου και ειδικότερα κατά την περίοδο της παντοδυναμίας της Νομισματικής Επιτροπής (1946-1982) συνεχώς φορτώνεται με πλήθος ρυθμίσεων και κανόνων που έχουν ως αποτέλεσμα τη λειτουργία του πιστωτικού συστήματος εντός ενός εντελώς καθορισμένου πλαισίου και με στόχους που συνάδουν απολύτως με τους αντίστοιχους της ασκούμενης κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής.

Το 1982, έτος κατάργησης της Νομισματικής Πολιτικής, μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί ουσιαστικά τη στιγμή που αρχίζει η σταδιακή απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος από το πλήθος των ρυθμίσεων και των κρατικών παρεμβάσεων. Η τυπική απορρύθμισή του αρχίζει τουλάχιστον από το 1983. Από το

1982 για πολλούς και διαφόρους λόγους, οι οποίοι όμως συγκλίνουν προς μία δεδομένη κατεύθυνση, η ελληνική κυβέρνηση εντάσσει στις μεσομακροπρόθεσμες αποφάσεις της, τη σταδιακή απορύθμιση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ουσιαστικά η Ελλάδα ακολούθησε τις διεθνείς και ευρωπαϊκές εξελίξεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος με χρονική υστέρηση. Όπως σχεδόν στις περισσότερες εξελίξεις έτσι και στις αντίστοιχες του χρηματοπιστωτικού τομέα, εξωγενής ήταν κινητήρια δύναμη και συγκεκριμένα το πρόγραμμα δημιουργίας ενιαίας ευρωπαϊκής οικονομικής αγοράς. (Καραμούζης, 2009)

4.1.4 Δ΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (1992-2001)

Την περίοδο αυτή ουσιαστικά αρχίζει η απορύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας σε μία προσπάθεια ένταξής του στο ενιαίο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό χώρο που σιγά αλλά σταθερά διαμορφώνεται. Παράλληλα στην χώρα διαμορφώνεται ένα νέο τοπίο στον τραπεζικό χώρο.

Στην Ελλάδα κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990, λειτουργούν δεκαεπτά εμπορικές τράπεζες ελληνικών συμφερόντων.

Οι σημαντικές επισημάνσεις που μπορούν να γίνουν για τη λειτουργία των ελληνικών εμπορικών τραπεζών κατά τη συγκεκριμένη περίοδο είναι οι ακόλουθες:

Αν και παρατηρήθηκαν ορισμένες ανακατατάξεις στα μερίδια αγοράς εξαιτίας του εντεινόμενου ανταγωνισμού, εν τούτοις το ελληνικό πιστωτικό σύστημα παραμένει ολιγοπωλιακά διαρθρωμένο, δεδομένου ότι οι 5 μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες, συνέχισαν να διατηρούν δεσπόζουσα θέση στην εγχώρια αγορά.

Σε σχέση με τα πρώτα έτη της δεκαετίας του 1990, οι βασικοί δείκτες αποδοτικότητας και κερδοφορίας των πιστωτικών ιδρυμάτων εμφανίζουν αξιοσημείωτη βελτίωση, πιστοποιώντας την υψηλή κερδοφορία των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Όσον αφορά στη διάρθρωση των εξόδων, κυρίαρχη εξακολουθούσε να είναι η θέση των εσόδων από τόκους.

Στον τομέα ελέγχου των εξόδων παρατηρήθηκαν θετικές εξελίξεις. Τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα πέτυχαν αξιόλογη συγκράτηση των ρυθμών αύξησης τόσο των λειτουργικών δαπανών γενικότερα, όσο και των δαπανών προσωπικού ειδικότερα. Στα τέλη της δεκαετίας οι ρυθμοί αύξησης των λειτουργικών δαπανών και των δαπανών προσωπικού ήταν χαμηλότεροι εκείνων που παρατηρήθηκαν κατά την αρχή

της περιόδου 1993-1997. Το δεδομένο αυτό σε συνδυασμό με την ικανοποιητική μεγέθυνση των παραδοσιακών αγορών καταθέσεων τεκμηριώνει σε αξιόλογο ρυθμό τα σχετικά υψηλά επίπεδα κερδοφορίας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών. (Καραμούζης, 2009)

4.1.5 Ε΄ ΠΕΡΙΟΔΟΣ (2002-2011)

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΕΤ, τον Απρίλιο του 2011, ήταν εγκατεστημένα και λειτουργούσαν στην Ελλάδα 62 πιστωτικά ιδρύματα, εκ των οποίων:

34 πιστωτικά ιδρύματα (18 εμπορικές και 16 συνεταιρικές τράπεζες) που έχουν καταστατική έδρα στην Ελλάδα, 22 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς δεν υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης, και 1 πιστωτικό ίδρυμα που έχει εξαιρεθεί από την εφαρμογή του Ν.3601/2007, δηλαδή το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

Την περίοδο αυτή έχουμε τη μεγέθυνση των τριών ιδιωτικών τραπεζών, Alfa, Eurobank και Πειραιώς και την ιδιωτικοποίηση της Εμπορικής Τράπεζας. Η ολιγοπωλιακή κατάσταση συνεχίζει να υπάρχει στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η συγκέντρωση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, με βάση του μερίδιο αγοράς των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών διαμορφώθηκε στο 44,6% και 44,3% για τη ζώνη του ευρώ και της ΕΕ το 2009, από 39,1% και 37,8% αντίστοιχα το 2001. Από την άλλη πλευρά, η συγκέντρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος εμφανίζεται σημαντικά υψηλότερη του ευρωπαϊκού. Ο αντίστοιχος δείκτης διαμορφώθηκε στο 69,2% για το 2009, ελάχιστα μεταβαλλόμενος από το 67% στο οποίο βρισκόταν το 2001. Αν λάβουμε υπόψη την πρόσφατη πώληση της ΑΤΕ στην Τράπεζα Πειραιώς η συγκέντρωση του τραπεζικού τομέα θα αυξηθεί σίγουρα. (Καραμούζης, 2009)

4.2 ΔΟΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

α. Υπάρχουν διάφορα είδη τραπεζών οι οποίες διαχωρίζονται σύμφωνα με τον ρόλο που καλούνται να αναλάβουν, και με το διαφορετικό νομοθετικό πλαίσιο. Πρόκειται για τις Κεντρικές Τράπεζες, τις εμπορικές, τις τράπεζες κοινοτικής ανάπτυξης, τις επενδυτικές, τα ταχυδρομικά ταμειυτήρια, το Private Banking, το

Corporate Banking και τις συνεταιριστικές τράπεζες. Οι κεντρικές τράπεζες ελέγχουν συνήθως τη νομισματική πολιτική και μπορούν σε περίπτωση κρίσης να δανείζουν, δίνοντας με αυτόν τον τρόπο την έσχατη λύση.

Χρεώνονται συχνά με τον έλεγχο του διάθεσης χρήματος, συμπεριλαμβανομένης της έκδοσης νομίσματος. Μερικά παραδείγματα κεντρικών τραπεζών είναι η Τράπεζα της Ελλάδος και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Οι τράπεζες κοινοτικής ανάπτυξης είναι εκείνες που παρέχουν οικονομικές υπηρεσίες και πίστωση σε μη ανεπτυγμένες αγορές ή πληθυσμούς.

Τα ταχυδρομικά ταμειυτήρια είναι ταμειυτήρια που συνδέονται με τα εθνικά ταχυδρομικά συστήματα. Η Ιαπωνία και η Γερμανία είναι παραδείγματα των χωρών με τα προεξέχοντα ταχυδρομικά ταμειυτήρια. Το Corporate Banking έχει ως αντικείμενο τα τραπεζικά προϊόντα που αφορούν κυρίως επιχειρήσεις και εταιρίες. Ακόμη, το Private Banking ασχολείται με λογαριασμούς μεγάλων πελατών με μεγάλη οικονομική επιφάνεια.

Λόγω της παγκοσμιοποίησης της τραπεζικής αγοράς και των δυνατοτήτων που παρέχει η σύγχρονη τεχνολογία των επικοινωνιών, οι συναλλασσόμενοι στην Ελλάδα μπορούν σήμερα να αναζητούν και να επιλέγουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες από έναν πολύ μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων και τους ανά τον κόσμο ανταποκριτές ή συνεργάτες τους. Η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει στοιχεία για τις κατηγορίες φορέων παροχής τραπεζικών υπηρεσιών. Με βάση την πιο πρόσφατη σχετική δημοσίευση το Μάρτιο του 2008, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα περιλαμβάνει 64 πιστωτικά ιδρύματα, εξαιρουμένης της Τράπεζας της Ελλάδος (από 62 κατά την 31.12.2006) και 42 λοιπές εταιρίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος. (Καραμούζης, 2009)

β. πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκαταστήματα στην Ελλάδα. Σύμφωνα με στοιχεία που δημοσιεύει η ΤτΕ, το Μάρτιο του 2010, στην Ελλάδα ήταν εγκατεστημένα και λειτουργούσαν 64 πιστωτικά ιδρύματα, εκ των οποίων τα 35 ήταν πιστωτικά ιδρύματα (19 εμπορικές και 16 συνεταιριστικές τράπεζες) που έχουν καταστατική έδρα στην Ελλάδα, και 23 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το πιστωτικό ίδρυμα που έχει εξαιρεθεί από την εφαρμογή του ν.3601/2007, είναι το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. Όσον αφορά τις εμπορικές τράπεζες είναι πιστωτικά ιδρύματα τα οποία λειτουργούν με τη μορφή της ανώνυμης εταιρίας, και ανάλογα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς τους διακρίνονται σε δημόσιες και ιδιωτικές.

Αποτελούν τα σημαντικότερα χρηματοδοτικά ιδρύματα καθώς κυριαρχούν στο χρηματοδοτικό σύστημα κάθε χώρας και διαδραματίζουν πολύ μεγάλο ρόλο στην οικονομία. Βρίσκονται στο κέντρο του νομισματικού συστήματος αφού έχουν την ικανότητα να μεταβάλουν την προσφορά του χρήματος μιας χώρας και έτσι να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη του κοινού. Με αυτό το χαρακτηριστικό τους, ξεχωρίζουν από τα άλλα αντίστοιχα ιδρύματα.

Επιπρόσθετα, δέχονται καταθέσεις, δανείζουν και έτσι επενδύονται κεφάλαια, με αποτέλεσμα να κάνουν δυνατή τη χρήση των πόρων μιας χώρας. Με τον δανεισμό και τις επενδύσεις διευκολύνουν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και κατανάλωσης. Σήμερα οι εγχώριες εμπορικές τράπεζες προσφέρουν όλα τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τις υπηρεσίες, ενώ η διάκριση μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών δεν υφίσταται πλέον, σαν αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος που συντελέστηκε κατά την δεκαετία του 1990. Η αλλαγή αυτή προέρχεται από τη διεθνή πρακτική του ευρωπαϊκού και του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος.

Οι ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί είναι πιστωτικά ιδρύματα που δημιουργήθηκαν για να υπηρετήσουν ένα συγκεκριμένο σκοπό ανάλογα με την κατηγορία που έχει προσανατολιστεί ο καθένας από αυτούς. Αρχικά η άσκηση της αγροτικής πίστης είχε ανατεθεί εξ' ολοκλήρου στην Αγροτική Τράπεζα και όλα τα προγράμματα για την άσκηση της εθνικής αγροτικής οικονομίας περνούσαν μέσα από την τράπεζα αυτή. Στον τομέα της στεγαστικής πίστης υπήρχαν τρεις τράπεζες (κτηματική και στεγαστική σαν κρατικές και μια ιδιωτική η Ασπίς) όπου χορηγούσαν δάνεια στεγαστικά σε ιδιώτες και σε άλλα πρόσωπα ιδιωτικού ή δημόσιου δικαίου. Μαζί με το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων είχαν το μονοπώλιο στις χορηγήσεις των δανείων αυτών. Υπήρχαν ακόμα και οι επενδυτικές τράπεζες (ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ, Τράπεζα Επενδύσεων), που σε εκείνες προωθούσαν την ανάπτυξη της χώρας μέσα από τα επενδυτικά προγράμματα οικονομικής ανάπτυξης. Εκτός από τα παραπάνω, ειδικά πιστωτικά ιδρύματα είναι το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. Με την απελευθέρωση της τραπεζικής αγοράς και μέσα από συγχωνεύσεις από τα παραπάνω παρέμειναν μόνο η Αγροτική Τράπεζα και η Ασπίς Τράπεζα σαν εμπορικές, και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων σαν αυτόνομοι οργανισμοί.

Η μετεξέλιξη των αστικών και αγροτικών συνεταιρισμών σε πιστωτικά ιδρύματα άρχισε στην Ελλάδα το 1900 με τον « Πιστωτικό Συνεταιρισμό Λαμίας » και

λειτουργεί συνεχώς με έδρα την Λαμία μέχρι και σήμερα. Στην Ελλάδα λειτουργούν σήμερα 16 Συνεταιριστικές Τράπεζες σε επίπεδο νομού και μια από αυτές είναι η «Παγκρήτια», σε επίπεδο Περιφέρειας με έδρα το Ηράκλειο Κρήτης. Το 1995 ιδρύθηκε η Ένωση Συνεταιριστικών Τραπεζών Ελλάδος (Ε.Σ.Τ.Ε.). Οι Συνεταιριστικές Τράπεζες και οι πιστωτικοί οργανισμοί της χώρας μας ίδρυσαν την «Πανελλήνια Τράπεζα ΑΕ» με έδρα τον Χολαργό, με προγραμματισμό να λειτουργήσει καταστήματα σε όλη τη χώρα και παράλληλα να παρέχει στις συνεταιριστικές Τράπεζες και στους πιστωτικούς οργανισμούς υποστήριξη, τεχνογνωσία και γενικά υπηρεσίες που η κάθε Τράπεζα από μόνη της δεν μπορεί να αναπτύξει.

γ. Λοιπές εταιρίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Επιπλέον των προαναφερθέντων πιστωτικών ιδρυμάτων, στην Ελλάδα λειτουργούν άλλες 42 εταιρίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι οποίες εξειδικεύονται στην παροχή συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και εποπτεύονται, επίσης, από την Τράπεζα της Ελλάδος(Καραμούζης, 2009)

4.3 ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ

Τα Τραπεζικά ιδρύματα αποτελούν την καρδιά του Χρηματοδοτικού Συστήματος μιας χώρας. Δέχονται καταθέσεις από διάφορες μονάδες και διαθέτουν Κεφάλαια, μέσω του Δανεισμού και των Επενδυτικών Δραστηριοτήτων, στους Ιδιώτες, τις Επιχειρήσεις και τις Κυβερνήσεις. Με τις λειτουργίες αυτές διευκολύνουν τη Ροή των Αγαθών και Υπηρεσιών από τους Παραγωγούς προς τους Καταναλωτές, καθώς και τις Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες της Κυβέρνησης. Με τον τρόπο αυτό συμβάλλουν στην Αναπτυξιακή Διαδικασία μιας χώρας, ενώ αποτελούν και μέσα Εφαρμογής της Νομισματικής Πολιτικής. Το Τραπεζικό Σύστημα, λοιπόν, είναι κρίσιμο για τη Λειτουργία της Οικονομίας μιας χώρας. Με το να παρέχουν Χρηματοδοτικές Υπηρεσίες στην Οικονομία, το Ενεργητικό τους είναι σχεδόν Χρηματικής Μορφής, ενώ περιέχει και Μετοχικό Κεφάλαιο. Εκδίδουν Συμβατικές Υποχρεώσεις για να αποκτήσουν τα Κεφάλαια που θα τους Εξασφαλίσουν τα πιο πάνω Χρηματικά Διαθέσιμα. Η Καθαρή Αποθεματική Κατάσταση ενός Πιστωτικού Ιδρύματος, που απορρέει από την Πώληση Τίτλων ή από τη Συσσώρευση Διακρατούμενων Κερδών, αντιπροσωπεύει μια σχετικά μικρή πηγή Κεφαλαίων.

Η Αποτελεσματική Λειτουργία των Τραπεζικών Ιδρυμάτων, σε αρμονία με τους Γενικούς Οικονομικούς Στόχους, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη Σωστή και Ικανοποιητική Διαχείρισή τους. Όπως ισχύει για οποιονδήποτε άλλο Οργανισμό ή Επιχείρηση, τα Τραπεζικά Ιδρύματα οφείλουν να έχουν Αποτελεσματική Διαχείριση, ώστε να αποφεύγονται Σοβαροί Κίνδυνοι για την Οικονομία, και να Ικανοποιούν τους Στόχους που θέτουν, προκειμένου να διαμορφωθεί ένα Ισχυρό, Αναπτυσσόμενο, Εξελισσόμενο στις Ανάγκες Τραπεζικό Σύστημα, ικανό να Ικανοποιήσει τις Απαιτήσεις της Κοινωνίας (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

4.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ Ε.Τ.Σ ΜΕ ΤΑ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΑ ΑΛΛΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΡΑΤΩΝ

Από την πλευρά του ενεργητικού: Το ταμείο και τα διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού είναι ιδιαίτερα υψηλό για την Ελλάδα (13,7%) και υπερβαίνει τα αντίστοιχα ποσοστά των άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Μόνο στην Ιταλία και την Πορτογαλία το εν λόγω ποσοστό υπερβαίνει το 8%, ενώ στις υπόλοιπες χώρες είναι σημαντικά χαμηλότερο.

Οι διαφορές αυτές εν μέρει οφείλονται στη σημασία του ποσοστού δεσμεύσεων των καταθέσεων ως μέσου νομισματικής πολιτικής. Η Ελλάδα, η Ιταλία και η Πορτογαλία είναι μεταξύ των χωρών με τα υψηλότερα ποσοστά δεσμεύσεων. Αντίθετα, σε χώρες όπως το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και η Γαλλία, που οι δεσμεύσεις επί των καταθέσεων είναι ασήμαντες, η συμμετοχή του ταμείου και των διαθέσιμων στην κεντρική τράπεζα στο σύνολο του ενεργητικού είναι κάτω του 1%.

Οι τοποθετήσεις στη διατραπεζική αγορά αποτελούν σημαντικό στοιχείο του ενεργητικού σε χώρες όπως το Λουξεμβούργο, η Γαλλία, το Βέλγιο, η Γερμανία και η Ολλανδία. Αντίθετα, η Ελλάδα μαζί με τη Νορβηγία και τη Φιλανδία έχει τα χαμηλότερα ποσοστά τοποθετήσεων στη διατραπεζική αγορά.

Το ύψος των χρεογράφων ως στοιχείο του ενεργητικού στην Ελλάδα είναι άμεσα συνδεδεμένο με το ύψος του δημόσιου χρέους. Σημαντικό ποσοστό του χρέους αυτού βρίσκεται στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών υπό μορφή έντοκων γραμματίων και ομολόγων του Δημοσίου.

Από την πλευρά του παθητικού: Τα ίδια κεφάλαια και το αποθεματικό του ελληνικού τραπεζικού συστήματος αντιπροσωπεύουν ποσοστό (5% περίπου)

παρόμοιο με εκείνο των περισσότερων ευρωπαϊκών χωρών. Εξάίρεση επιτελούν η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία όπου τα αντίστοιχα ποσοστά είναι γύρω στο 10%.

- Ο δανεισμός του τραπεζικού συστήματος από την κεντρική τράπεζα αντιπροσωπεύει πολύ χαμηλό ποσοστό του παθητικού στην Ελλάδα (0,2%) και συγκρίνεται με το αντίστοιχο ποσοστό του Βελγίου, της Πορτογαλίας με της Αυστρίας. Από την άλλη πλευρά, στη Γερμανία, τη Δανία, την Ισπανία και τη Νορβηγία είναι αρκετά υψηλότερος (4-5%).

Το ύψος του δανεισμού από την κεντρική τράπεζα διαμορφώνεται από την πρακτική που ακολουθείται ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα. Για παράδειγμα, στη Γερμανία οι μηχανισμοί δανεισμού των τραπεζών μέσω της προεξόφλησης χρεογράφων και του επ' ενεχύρω δανεισμού χρησιμοποιούνται ευρύτατα και αποτελούν το κύριο μέσο παροχής ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα. Αντίθετα, στην Ελλάδα οι μηχανισμοί αυτοί θεσμοθετήθηκαν πρόσφατα και δεν έχουν αναπτυχθεί επαρκώς.

Ο δανεισμός του εγχώριου τραπεζικού συστήματος από τη διατραπεζική αγορά στην Ελλάδα ως ποσοστό του παθητικού είναι ο χαμηλότερος μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών. Παράλληλα, οι υποχρεώσεις που απορρέουν από το δανεισμό αυτό είναι χαμηλότερες κατά 5 περίπου ποσοστιαίες μονάδες από τις αντίστοιχες τοποθετήσεις, γεγονός που υποδηλώνει την πλεονασματικότητα του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στη διατραπεζική αγορά, έναντι των ξένων τραπεζών.
(http://topa.applied-maths.gr/modules/module_800086/6.pdf)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η πρόσφατη διεθνής οικονομική κρίση είναι συνυφασμένη με την εντυπωσιακή εξάπλωση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και αποδίδεται ευρέως στις αδυναμίες των πιστωτικών ιδρυμάτων να διαχειρίζονται αποτελεσματικά την εκτίμηση και αξιολόγηση κινδύνων που υπάρχουν στο σύγχρονο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μεγάλο μέρος της πρόσφατης διεθνούς βιβλιογραφίας δίνει έμφαση στη σύγχρονη δομή του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και τους παράγοντες που αποτελούν δυνητική πηγή αστάθειας.

Από την άλλη πλευρά, έχει αναπτυχθεί μια ογκώδης βιβλιογραφία σχετικά με τη σημασία που έχουν οι τράπεζες για τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος και του ειδικού τους ρόλου, που υπεισέρχεται ως αποφασιστικός παράγοντας στη μακροχρόνια διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης. (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

5.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ

Το ενδιαφέρον των οικονομολόγων για τη σύνθετη φύση της σχέσης μεταξύ της ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομικής ανάπτυξης/μεγέθυνσης είναι καταγεγραμμένο εδώ και έναν σχεδόν αιώνα (Schumpeter, 1912 και Bagehot, 1873). Η συζήτηση αυτή αναζωογονήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1970 με τις συνεισφορές των Shaw (1973) και McKinnon (1973) οι οποίοι υποστήριζαν, ότι οι στρεβλώσεις του τραπεζικού συστήματος, που προέρχονται συνήθως από κρατικές παρεμβάσεις και περιορισμούς, αποτελούν τροχοπέδη στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης. Η ανάλυση της σχέσης που έχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα με την οικονομική μεγέθυνση τέθηκε σε νέα βάση, με εμπειρικό κυρίως προσανατολισμό, από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 με

την έρευνα των King and Levine (1993a,b). Οι εμπειρικές αναλύσεις που ακολούθησαν έχουν παράξει πειστικά επιχειρήματα που δείχνουν ότι το επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης έχει ευεργετικά αποτελέσματα για την οικονομική μεγέθυνση, την τεχνολογική πρόοδο και τη συσσώρευση κεφαλαίου.

Η πρωταρχική λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνίσταται στη μεταφορά κεφαλαίων από ετερογενείς πηγές αποταμίευσης προς τους επενδυτές. Ο διαμεσολαβητικός ρόλος των τραπεζών στην οικονομία, εκτός από την κινητοποίηση των αποταμιεύσεων, συνίσταται στη συλλογή και αξιοποίηση της πληροφόρησης για το επιχειρηματικό περιβάλλον και τις οικονομικές προοπτικές, και κατά συνέπεια, τη σε βάθος ανάλυση και καλύτερη διαχείριση του κίνδυνου.

Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην οικονομική μεγέθυνση μέσω της παροχής πληρέστερης πληροφόρησης και της μείωσης του κόστους συναλλαγών. Επιπλέον, συνεισφέρει στη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενθαρρύνει την αποταμίευση και διευκολύνει τις επενδύσεις. Γενικότερα, πιο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύουν με αποτελεσματικό τρόπο μεγαλύτερες ποσότητες κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές.

Ταυτόχρονα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα μετριάξει τον κίνδυνο των επενδυτικών αποφάσεων και κυρίως τον κίνδυνο ρευστότητας.

Η υπάρχουσα εμπειρική βιβλιογραφία παρουσιάζει ανάμικτα αποτελέσματα ως προς το ποιο από τα δύο συστήματα ευνοεί περισσότερο την οικονομική ανάπτυξη. Υπάρχουν χώρες με τραπεζοκεντρικά συστήματα, καθώς και χώρες με ανεπτυγμένα συστήματα αγορών κεφαλαίου που χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης. Πάντως, στον βαθμό που τα τραπεζοκεντρικά συστήματα είναι λιγότερο ευάλωτα σε προβλήματα ατελούς και ασύμμετρης πληροφόρησης, μπορεί να συνεπάγονται χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και, ως εκ τούτου, υπερτερούν έναντι των συστημάτων αγορών κεφαλαίου.

(<http://www.larissa-chamber.gr/Uploads/Files/meletes/lwlos.pdf>)

5.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Ο τραπεζικός τομέας αποτελεί βασικό μέρος του ευρύτερου χρηματοοικονομικού συστήματος και κύριο αιμοδότη της οικονομίας μιας χώρας. Το γεγονός ότι σε όλες τις προηγμένες οικονομίες του κόσμου λειτουργούν πολύ ανεπτυγμένα τραπεζικά συστήματα, ενώ στις υποανάπτυκτες χώρες τα συστήματα αυτά είναι ακόμα σε πρώιμο στάδιο, δεν μπορεί να θεωρηθεί τυχαίο. Γενικά, ένας υγιής, σταθερός και αξιόπιστος τραπεζικός τομέας, που διαδραματίζει βασικό ρόλο στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, είναι ουσιαστικής σημασίας για την οικονομική ανάπτυξη και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα μιας χώρας.

Από το πιο απλό μέχρι το πιο πολύπλοκο τραπεζικό σύστημα, υπάρχουν ορισμένες υπηρεσίες που προσφέρονται, οι οποίες κατ' επέκταση αποτελούν και το λόγο ύπαρξης της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στην οικονομία. Κάθε τραπεζικός τομέας προσφέρει υπηρεσίες που σχετίζονται με την αποφυγή και τη διαφοροποίηση του κινδύνου, που δημιουργείται κατά την επενδυτική διαδικασία, λειτουργεί ως ένα σύστημα αποτελεσματικής κατανομής των διαθέσιμων πόρων της οικονομίας στους διάφορους κλάδους της, αποτελεί ένα μέσο για την αξιολόγηση και τον έλεγχο της πορείας ολοκλήρωσης των επενδυτικών σχεδίων, παρέχει κίνητρα για αποταμίευση και διευκολύνει την ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών στην οικονομία. (http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf_gr/SPEG_GOVSPREECH_130612_.pdf)

5.3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ

Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, σύμφωνα με τον R. Bryant, «είναι η σύνθετη διαδικασία μέσα από την οποία οι διαφορετικές ανάγκες των αποταμιευτών και των επενδυτών συμβιβάζονται». Η διαδικασία αυτή περνάει μέσα από τις χρηματοπιστωτικές αγορές όπως π.χ. τα χρηματιστήρια και τις διατραπεζικές αγορές και βασίζεται στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων οι οποίοι είναι διάφοροι οργανισμοί όπως τράπεζες, ασφαλιστικά ταμεία και γενικότερα οργανισμοί που δέχονται καταθέσεις και παρέχουν πίστωση. Το όφελος της διαμεσολάβησης αυτής προκύπτει από τις προμήθειες επί των συναλλαγών. Η ανάπτυξη των

χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών οδηγήθηκε από τα προβλήματα που δημιουργούνται με την άμεση χρηματοδότηση έτσι, ώστε σήμερα να αποτελούν τα βασικό μοχλό λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος(Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

5.3.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Οι χρηματιστηριακές αγορές κατέχουν έναν αναβαθμισμένο ρόλο στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση και σε πολλές οικονομίες έχουν καταφέρει να ξεπεράσουν τον τραπεζικό τομέα ως μέσου χρηματοδότησης.

Η αλλαγή αυτή αναζωογόνησε το ενδιαφέρον των συγγραφέων για τη σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης. Από τα τέλη της δεκαετία του 1980 και μεταγενέστερα ολοένα και περισσότεροι συγγραφείς προσπαθούν να κατανοήσουν αλλά και να αποδείξουν τη σχέση μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης είτε μελετώντας τον τραπεζικό τομέα και τη χρηματιστηριακή αγορά ξεχωριστά, είτε και τα δύο από κοινού.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα συχνά χαρακτηρίζεται από τους συγγραφείς ως η ραχοκοκαλιά του οικονομικού συστήματος. Το γεγονός ότι όλες οι ανεπτυγμένες οικονομίες του κόσμου χαρακτηρίζονται από άριστα ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα ενώ στις υποανάπτυκτες χώρες τα συστήματα αυτά είναι ακόμα σε πρώιμο στάδιο, δεν μπορεί να θεωρηθεί τυχαίο.

Η ανάπτυξη χρηματοπιστωτικού συστήματος σε μια οικονομία δίνει ώθηση στην επενδυτική διαδικασία. Αρκεί να σκεφτούμε τη δυσκολία που θα αντιμετώπιζε μια επιχείρηση που θα είχε ανάγκη δανεισμού σε μία οικονομία χωρίς χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αποταμιευτές σίγουρα θα υπάρχουν αλλά θα είναι πολύ δύσκολο να δώσουν τα κεφάλαιά τους σε επενδυτές που δεν γνωρίζουν και επιπλέον δεν μπορούν σε καμία περίπτωση να ελέγξουν. Έτσι σε μία τέτοια οικονομία οι επενδυτικές διαδικασίες θα ήταν σχεδόν ανύπαρκτες και απόντων των επενδύσεων η οικονομία θα ήταν καταδικασμένη. (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

5.3.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

• CROSS-COUNTRY REGRESSIONS

Από τους πρώτους που χρησιμοποίησαν cross-country regressions για να ελέγξουν τη σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης ήταν ο Goldsmith το 1969. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από ένα σύνολο 35 χωρών και μελετώντας την περίοδο 1860-1963, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του χρηματοπιστωτικού τομέα και της ανάπτυξης στις συγκεκριμένες οικονομίες. Επίσης παρατηρεί ότι περίοδοι με ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας μεγαλύτερο από το μέσο όρο τείνουν να συνοδεύονται από υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η εργασία του αυτή αν και χαρακτηρίζεται ως πολύ σημαντική και αναφέρεται σε όλες σχεδόν τις μετέπειτα σχετικές εργασίες πάσχει στο γεγονός ότι δεν αναφέρει την κατεύθυνση της αιτιότητας μεταξύ των χρονικών σειρών, απλά αναφέρεται ότι υπάρχει θετική σχέση. Βέβαια το γεγονός αυτό δεν αφαιρεί τίποτα από τα συμπεράσματα που εξήγαγε ο Goldsmith αφού όπως είδαμε η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση μπορεί να επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη αλλά είναι εξίσου πιθανό να συμβαίνει και το αντίστροφο.

Σε μεταγενέστερη έρευνα, οι King και Levine στο άρθρο τους με τίτλο "Finance and Growth: Schumpeter might be right" το 1993 ερευνούν εάν και κατά πόσο τα υψηλότερα επίπεδα ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος παρουσιάζουν ισχυρή και σημαντική συσχέτιση με τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας. Χρησιμοποιώντας λοιπόν στοιχεία που αφορούν την περίοδο 1960-1989, για ένα σύνολο 80 χωρών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το επίπεδο του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας σχετίζεται με ισχυρό και σταθερό τρόπο με την ανάπτυξη.

Επίσης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των δεικτών του μεγέθους της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που χρησιμοποίησαν (αναλογία ρευστών χρηματικών υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος προς το συνολικό ΑΕΠ, αναλογία ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων προς το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων και της κεντρικής τράπεζας, αναλογία των απαιτήσεων προς το μη-χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα προς το σύνολο των εγχώριων πιστώσεων και αναλογία των απαιτήσεων προς το μη-χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα προς το ΑΕΠ) είναι σε θέση να προβλέψουν το μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Τέλος επισημαίνουν πως με βάση τα στοιχεία που

χρησιμοποίησαν αποδεικνύεται ότι η ανάπτυξη του συστήματος χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης τονώνει το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας μέσω της αύξησης του ρυθμού συγκέντρωσης κεφαλαίων αλλά και της βελτίωσης της αποτελεσματικότητας κατά την διαδικασία τοποθέτησης των κεφαλαίων αυτών.

Σε μεταγενέστερο άρθρο τους, ο Levine με τον Zervos (1998), επικεντρώνουν την προσοχή τους στο ρόλο της χρηματιστηριακής αγοράς ως μέσο χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από 41 χώρες για το διάστημα 1976-1993 διαπιστώνουν θετική σχέση σε μακροχρόνιο επίπεδο μεταξύ της ανάπτυξης της χρηματιστηριακής αγοράς και της οικονομίας ως σύνολο. Αναλυτικότερα ανακαλύπτουν ότι η αξία των συναλλαγών που γίνονται στη χρηματιστηριακή αγορά καθώς και η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς ασκούν σημαντική θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη.

Επιπλέον βασιζόμενοι στο αποτέλεσμά τους ότι και ο τραπεζικός τομέας αλλά και η χρηματιστηριακή αγορά σχετίζονται θετικά με τον σημερινό αλλά και το μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης συμπεραίνουν ότι οι δύο αυτοί τομείς, ο τραπεζικός και ο χρηματιστηριακός, προσφέρουν ο καθένας διαφορετικού είδους υπηρεσίες στην οικονομία. Έτσι η μελέτη για την οικονομική ανάπτυξη θα πρέπει να περιλαμβάνει μέτρα και από τους δύο αυτούς τομείς για καλύτερα αποτελέσματα.

Έχοντας αυτά υπ' όψιν, οι Rousseau και Wachtel (2000), χρησιμοποιώντας ετήσια στοιχεία από 47 χώρες για την περίοδο 1980-1995, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι χρηματοπιστωτικές αγορές με μεγαλύτερο μέγεθος και ρευστότητα είχαν ένα σαφές και σταθερό θετικό αποτέλεσμα στην οικονομία. Ειδικότερα διαπιστώνουν ότι μία αύξηση στην παραδοσιακή δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων καθώς και στην αγοραία αξία των τίτλων που διαπραγματεύονται στη χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζουν σε μεγαλύτερο βαθμό το παραγόμενο από την οικονομία προϊόν απ' ότι μια αύξηση στην συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς.

Τέλος σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγει και το άρθρο των Rousseau και Sylla (2000). Στο συγκεκριμένο άρθρο οι συγγραφείς διαπιστώνουν μια ισχυρή σχέση μεταξύ της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και της οικονομικής ανάπτυξης σε 17 χώρες την περίοδο 1850-1997. Στις χώρες αυτές συμπεριλαμβάνονται και οι ισχυρότερες οικονομίες του πλανήτη. Ενδεικτικά αναφέρονται η οικονομία των ΗΠΑ, της Αγγλίας, της Γαλλίας και της Γερμανίας. Ιδιαίτερο όμως ενδιαφέρον παρουσιάζει μία παρατήρηση των συγγραφέων. Επισημαίνεται ότι η επίδραση του

χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ανάπτυξη της οικονομίας ήταν εντονότερη πριν το 2^ο Παγκόσμιο Πόλεμο. (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

• TIME SERIES REGRESSIONS

Η παραπάνω μέθοδος όμως, αν και είναι αυτή που επιλέγεται κατά κόρον στη βιβλιογραφία, αδυνατεί να εξηγήσει τη σχέση που μπορεί να έχουν χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση και οικονομική ανάπτυξη στα πλαίσια μίας μόνο χώρας. Το γεγονός ότι οι παρατηρήσεις που χρησιμοποιούνται προκύπτουν ως μέσος όρος παρατηρήσεων από διαφορετικές χώρες οδηγεί στην εξαγωγή μόνο γενικών συμπερασμάτων για την παραπάνω σχέση. Η ανάγκη λοιπόν να συμπεριληφθούν και οι ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούν σε κάθε χώρα κατά την εξέταση της σχέσης χρηματοπιστωτικού και πραγματικού τομέα της οικονομίας οδήγησε ένα σύνολο συγγραφέων τα τελευταία χρόνια στην ανάλυση χρονικών σειρών.

Την επισήμανση αυτή έκαναν εκτός των άλλων και οι Arestis και Dimitriadis (1997) οι οποίοι ανέφεραν ότι η σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης επηρεάζεται από τη φύση και τον τρόπο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων καθώς και από διάφορες πολιτικές που εφαρμόζονται από τις κυβερνήσεις των κρατών.

Οι Χονδρογιάννης, Λόλος και Παπαπέτρου (2004), λοιπόν, σε μια έρευνα που έκαναν για λογαριασμό της Τράπεζας της Ελλάδος με στοιχεία από την ελληνική οικονομία το διάστημα 1986-1999 και χρήση της ανάλυσης χρονικών σειρών, αποκαλύπτουν την ύπαρξη ισχυρού δεσμού μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης και της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, είτε αυτή προέρχεται από τα τραπεζικά ιδρύματα είτε από τη χρηματιστηριακή αγορά. Επισημαίνεται όμως ότι η επιρροή που ασκούν ο τραπεζικός και ο χρηματιστηριακός τομέας στην οικονομία της Ελλάδος είναι σχετικά μικρή καθώς και ότι η επιρροή του τραπεζικού τομέα είναι φανερά μεγαλύτερη απ' ότι του χρηματιστηριακού γεγονός που εξηγείται (σύμφωνα με τους συγγραφείς) από τη στενή σχέση βιομηχανίας-τραπεζικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα.

Ανάλογα ήταν και τα συμπεράσματα σε έρευνα που έγινε στην οικονομία του Καναδά από την J. Lee (2005). Στη συγκεκριμένη μελέτη διαπιστώνεται η ύπαρξη μονόδρομης αιτιακής σχέσης με φορά από την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος προς την ανάπτυξη της οικονομίας. Ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός ότι στην έρευνα αυτή διαπιστώνεται αμφίδρομη αιτιακή σχέση μόνο στη μεταβλητή της

συνολικής αξίας συναλλαγών του χρηματιστηρίου του Τορόντο και στη μεταβλητή των απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων προς τον ιδιωτικό τομέα σε σχέση πάντα με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας του Καναδά. (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

Ακόμα διαπιστώνεται ότι στα πρώιμα στάδια της ανάπτυξης της οικονομίας (1870-1926) τα αποτελέσματα από τα υποδείγματα VAR δεν ήταν τα αναμενόμενα. Στα υποδείγματα αυτά φαινόταν ότι δεν υπήρχε σχέση μεταξύ των μέτρων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που χρησιμοποιήθηκαν και της οικονομικής ανάπτυξης. Το γεγονός αυτό προέρχεται πιθανώς, από σφάλματα κατά τη μέτρηση των στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν. Το αποτέλεσμα αυτό όμως μπορεί να οφείλεται και σε άλλους παράγοντες που επηρέασαν την ανάπτυξη εκείνη την περίοδο, που σχετίζονται με το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά που δεν συμπεριλήφθηκαν στο υπόδειγμα.

Αντιθέτως οι Hansson και Jonung (1997) ερευνώντας τη σχέση χρηματοδότησης και οικονομικής ανάπτυξης στην οικονομία της Σουηδίας την περίοδο 1830-1991 καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η συγκεκριμένη σχέση ήταν εντονότερη την περίοδο πριν τον 2^ο Παγκόσμιο Πόλεμο (1890-1939). Η παρατήρηση αυτή τους οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ο ρόλος της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης ήταν πολύ πιο σημαντικός κατά τα πρώτα στάδια ανάπτυξης των οικονομιών παρά τα τελευταία 30 χρόνια (μετά το 1970). Τέλος επισημαίνουν πως με βάση τα στοιχεία τους υπάρχει αλληλεπίδραση μεταξύ των δεικτών χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης και όχι κάποιου είδους μονόδρομη αιτιακή σχέση. (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

Την κατεύθυνση της σχέσης αυτών των δύο εξέτασαν και οι Dimitriadis και Hussein (1996) για ένα σύνολο 16 χωρών. Τα αποτελέσματα που πήραν έδειξαν ότι αν και σε μερικές χώρες φαίνεται ότι η ανάπτυξη χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης ακολούθησε την οικονομική ανάπτυξη της χώρας (και όχι το αντίθετο), στην πλειοψηφία των χωρών εντοπίζεται αμφίδρομη σχέση μεταξύ αυτών των δύο. Το σημαντικό στη συγκεκριμένη έρευνα είναι ότι κάνει εμφανές το πλεονέκτημα των time series regressions έναντι των cross country regressions αποδεικνύοντας ότι κάθε οικονομία έχει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της και τα οποία δεν θα πρέπει να τα αγνοήσουμε.

Σε έρευνα των Arestis, Dimitriadis και Luintel (2001) γίνεται διάκριση της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης ανάλογα με την πηγή από την οποία

προέρχεται. Η μελέτη αυτή αφορά 5 ανεπτυγμένες οικονομίες (της Αγγλίας, της Γαλλίας, της Γερμανίας, των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας) και διακρίνει την επίδραση του τραπεζικού από τον χρηματιστηριακό τομέα στην ανάπτυξη της οικονομίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι και οι δύο τομείς επηρεάζουν θετικά την οικονομική ανάπτυξη αλλά η επιρροή του τραπεζικού τομέα είναι αρκετά ισχυρότερη. Για το λόγο αυτό στις οικονομίες που το χρηματοπιστωτικό τους σύστημα στηρίζεται κατά κύριο λόγο στον χρηματιστηριακό τομέα (ΗΠΑ, Αγγλία), η σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης ήταν αρκετά ασθενέστερη απ' ό,τι στις οικονομίες που στηρίζονται στον τραπεζικό τομέα (Γαλλία, Γερμανία, Ιαπωνία).

Αντίθετα οι Van Nieuwerburgh, Buelens και Cuyvers (2005), ερευνώντας την σχέση χρηματοπιστωτικού και πραγματικού τομέα της οικονομίας του Βελγίου την περίοδο 1830-2000, βρίσκουν ότι η χρηματιστηριακή ανάπτυξη ώθησε σε μεγάλο βαθμό την οικονομία του Βελγίου σε ανάπτυξη. Αν και επισημαίνουν ότι ο τραπεζικός τομέας ήταν αυτός που κατά ένα τρόπο προκάλεσε την ανάπτυξη του χρηματιστηρίου (και ως συνέπεια την οικονομική ανάπτυξη της χώρας) παρατηρούν ότι οι δείκτες χρηματιστηριακής ανάπτυξης που χρησιμοποίησαν στην έρευνά τους είχαν μεγαλύτερη προγνωστική ικανότητα για την πορεία της οικονομίας από τους δείκτες ανάπτυξης του τραπεζικού τομέα.

Αν και τα αποτελέσματα από τη συγκεκριμένη έρευνα φαίνεται να έρχονται σε αντίθεση με αυτά των Arestis, Dimitriadis και Luintel το γεγονός ότι κάθε οικονομία είναι ξεχωριστή και έχει τα δικά της μοναδικά χαρακτηριστικά μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα.

Τέλος αξίζει να αναφέρουμε ότι και οι Van Nieuwerburgh, Buelens και Cuyvers διαπιστώνουν ότι η επιρροή του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη του Βελγίου ήταν εντονότερη την περίοδο μετά το 1873 (πιο συγκεκριμένα την περίοδο 1873-1935), όταν η οικονομία ήταν στα αρχικά στάδια της ανάπτυξής της. (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

- **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Τα χρηματοπιστωτικά συστήματα σε όλο τον κόσμο απαρτίζονται από σχεδόν τα ίδια μέρη και προσφέρουν ένα σύνολο βασικών υπηρεσιών. Οι υπηρεσίες αυτές, οι οποίες αναφέρθηκαν και αναλύθηκαν στο πρώτο κομμάτι αυτού του κεφαλαίου, επηρεάζουν με συγκεκριμένο τρόπο το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας της χώρας στην οποία λειτουργούν. Δύο είναι κυρίως τα «κανάλια» μέσα από τα οποία η ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη, η συσσώρευση του κεφαλαίου και η τεχνολογική πρόοδος.

Για το λόγο αυτό, η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση θεωρείται ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρέασαν την οικονομική ανάπτυξη των περισσότερων χωρών. Αν και κάθε χώρα και κάθε οικονομία έχει τα δικά της ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που την ξεχωρίζουν από τις υπόλοιπες η σχέση χρηματοπιστωτικού τομέα και οικονομικής ανάπτυξης είναι αναμφίβολη. Το μόνο που μπορεί να διαφέρει από χώρα σε χώρα είναι η φορά της κατεύθυνσης της σχέσης που άλλοτε είναι μονόδρομη και άλλοτε αμφίδρομη.

Επίσης ένα γενικό ,αλλά αρκετά ενδιαφέρον, συμπέρασμα από τις εμπειρικές μελέτες είναι ότι η σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης ήταν ισχυρότερη την περίοδο πριν το 2^ο Παγκόσμιο Πόλεμο. Την περίοδο αυτή οι οικονομίες βρίσκονταν στα αρχικά στάδια της ανάπτυξης τους και τα αποτελέσματα από την ανάπτυξη συστημάτων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης ήταν πιο εμφανή.

Στη σημερινή εποχή οι περισσότερες οικονομίες είναι ήδη ανεπτυγμένες, με ανεπτυγμένο τον τραπεζικό και τον χρηματιστηριακό τομέα τους, γεγονός που έχει ως αποτέλεσμα η σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης να είναι αρκετά πιο ασθενής.

Τέλος παρατηρούμε ότι η διάκριση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων σε τραπεζο-κεντρικά και χρηματιστηριο-κεντρικά δεν επηρεάζει τη σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης. Αντίθετα αποδεικνύεται ότι και οι δύο αυτοί τομείς ασκούν σημαντική επιρροή στην ανάπτυξη της οικονομίας καθώς και ότι εξυπηρετούν διαφορετικές ανάγκες, απαραίτητες για την οικονομία.

5.4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Η κρίση που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία συνδέεται κυρίως με τα χρόνια προβλήματα και ανισορροπίες που έχουν συσσωρευτεί και, δευτερευόντως μόνο, είναι αποτέλεσμα των επιπτώσεων της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Η ένταση της κρίσης, μεταξύ άλλων, είναι άμεση απόρροια της διόγκωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους σε επίπεδα που είναι δύσκολο να ελεγχθούν. Η επιδείνωση των δημοσιονομικών επιδόσεων οφείλεται στη μη έγκαιρη και συστηματική λήψη μέτρων που ήταν απαραίτητα για τη συγκράτηση του ήδη υπέρογκου δημόσιου χρέους και τη μη εμπέδωση πολιτικών που θα εξασφάλιζαν συνθήκες συνετούς δημοσιονομικής διαχείρισης. Η επιβάρυνση των δαπανών για κοινωνική ασφάλιση, η χαμηλή αποδοτικότητα των δημοσίων δαπανών και η εκτεταμένη παραοικονομία και φοροδιαφυγή δημιούργησαν μια ιδιαίτερα δυσμενή δημοσιονομική κατάσταση που συνέβαλε στη διαμόρφωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα (2009:126%).

Είναι προφανές ότι εξάλειψη των μακροοικονομικών ανισορροπιών απαιτεί, πέρα από την προσήλωση στη δημοσιονομική πειθαρχία, την προσαρμογή προς ένα νέο διατηρήσιμο αναπτυξιακό πρότυπο. Η αναπτυξιακή δυναμική της χώρας πρέπει να γίνει πιο εξωστρεφής, προκειμένου να επιτευχθούν χαμηλά ποσοστά ανεργίας και υψηλό βιοτικό επίπεδο. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτεί τη μετατόπιση της παραγωγής σε τομείς με δυναμικά συγκριτικά πλεονεκτήματα. (Ελληνική ένωση τραπεζών, 2011)

5.4.1 ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΜΕΝΟΙ ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Στο Τραπεζικό σύστημα απασχολούνται σταθερά κατά τη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας περίπου 70.000 άτομα. Ο αριθμός αυτός δεν παρουσιάζει ουσιώδεις διακυμάνσεις. Στο εν λόγω σύνολο δεν υπολογίζονται οι έμμεσα απασχολούμενοι σε θυγατρικές επιχειρήσεις και εταιρείες.

Μισθοί και επιδόματα στο τραπεζικό σύστημα κατά τη διάρκεια του 2009 οι τράπεζες κατέβαλαν για τους εργαζομένους τους μισθούς, επιδόματα και εργοδοτικές εισφορές ύψους άνω των €4 δις. Κατά συνέπεια, το μέσο κόστος απασχόλησης κάθε εργαζόμενου στο τραπεζικό σύστημα ανέρχεται σε €60χ., ποσό εξαιρετικά υψηλό για τις συνθήκες της ελληνικής οικονομίας.

5.4.2 ΒΑΘΜΟΣ ΧΡΕΩΣΗΣ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ένας γενικά αποδεκτός δείκτης προσδιορισμού της τάσης δανεισμού των νοικοκυριών και επιχειρήσεων μιας χώρας είναι ο λόγος των συνολικών πιστώσεων που έχουν χορηγηθεί σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις, προς το ΑΕΠ της χώρας αυτής. Όπως προκύπτει από τα τελευταία δημοσιευμένα συγκρίσιμα στατιστικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ο λόγος αυτός για την Ελλάδα εξακολούθησε να είναι, και το 2010, από τους χαμηλότερους μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-27) και της ευρωζώνης (ΕΕ-1528) ενώ η αύξησή του οφείλεται κυρίως στην κατά 2,1%, σε τρέχουσες τιμές, μείωση του ΑΕΠ το 2010 έναντι του 2009.

Στην Ελλάδα, ο λόγος που αφορά την κατηγορία στεγαστικών δανείων έναντι του ΑΕΠ, εμφανίζεται σημαντικά χαμηλότερος, έναντι των αντίστοιχων μέσων όρων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της ευρωζώνης, ενώ αντίθετη τάση παρατηρείται στον λόγο των λοιπών δανείων προς νοικοκυριά έναντι του ΑΕΠ .
(<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistima2011.pdf>)

5.4.3 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Παρά τη δυσχερή οικονομική συγκυρία, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των υπολοίπων της συνολικής (μέσω δανείων ή ομολόγων) τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων συνέχισε και το 2010 να είναι θετικός, τάση που παρατηρείται αδιαλείπτως από τα τέλη του 2005

Η διατήρηση του ρυθμού αύξησης των χρηματοδοτήσεων προς τις επιχειρήσεις συνδέεται με τις αυξημένες ανάγκες τους -τουλάχιστον το πρώτο εξάμηνο του 2010- για κεφάλαια κίνησης, καθώς και με τις προσδοκίες τους για διαμόρφωση αυστηρότερων όρων και κριτηρίων δανεισμού τους στο μέλλον, καθώς και με την περιορισμένη δυνατότητά τους να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της κεφαλαιαγοράς. Πρέπει να επισημανθεί ότι ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις - μεταξύ των οποίων και 300.000 μικρομεσαίες- διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια του 2010, με την καθαρή ροή χρηματοδότησης να ανέρχεται στα 900 εκ. ευρώ. Τέλος, κατά τη διάρκεια του 2010 επηρεάστηκαν αρνητικά οι καθυστερήσεις των επιχειρηματικών δανείων προς το σύνολο των δανείων, οι οποίες

αυξήθηκαν κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με το 2009. (<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistema2011.pdf>)

5.4.4 ΚΑΛΥΨΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΑΝΑΓΚΩΝ ΓΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Στην σημερινή εποχή, οι πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται σε πολύ μεγάλο βαθμό περιορισμένες. Προς αυτήν την κατεύθυνση συμβάλλει η άρνηση των τραπεζών να διαθέτουν και να χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις με ρευστά διαθέσιμα, με την ίδια ευκολία και τους τρόπους με τους οποίους το πραγματοποιούσαν σε προγενέστερες περιόδους.

Για τον λόγο αυτό και στην προσπάθεια των επιχειρήσεων να επιβιώσουν μέσα σε ένα τόσο έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον, έχουν δημιουργηθεί εναλλακτικά χρηματοδοτικά εργαλεία, τα οποία θα οδηγήσουν σε ανάπτυξη και απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

5.4.4.1 ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (FACTORING)

Οι εταιρίες factoring είναι συνήθως θυγατρικές τραπεζών και σε αυτές απευθύνονται επιχειρήσεις ώστε να προεξοφλήσουν οφειλές τρίτων προς αυτές. Η εταιρία factoring προεξοφλεί άμεσα το 80% της αξίας της οφειλής. Αφού εισπράξει η εταιρία factoring το σύνολο της οφειλής, τότε αυτή αποδίδει το υπόλοιπο 20% στην επιχείρηση, μειωμένο κατά το ποσοστό προμήθειας της εταιρίας factoring

5.4.4.2 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (VENTURE CAPITAL)

Οι νέες επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται από τα κεφάλαια αυτά είναι μικρές αλλά υποσχόμενες και η χρηματοδότηση μπορεί να φτάσει μέχρι τη φάση εξέλιξης, όπου μπορεί με δικά της μέσα να χρηματοδοτηθεί. Η εταιρία που χρηματοδοτεί επεμβαίνει και στα διοικητικά της επιχείρησης, αλλά δεν αναλαμβάνει το management, διατηρώντας το δικαίωμα veto σε στρατηγικές αποφάσεις της επιχείρησης. Τα βασικά χαρακτηριστικά των επενδύσεων είναι:

Ø Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, δηλαδή 5-10 έτη, που θεωρείτε ένα εύλογο διάστημα που πρέπει να αποδώσει κέρδη.

Ø Η συμμετοχή στη κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας συνεπάγεται και συμμετοχή στο μετοχικό σχήμα της επιχείρησης. Με το τέλος της χρηματοδότησης, ο χρηματοδότης μπορεί να πουλήσει το μερίδιο του στον βασικό μέτοχο ή σε τρίτους.

Ø Εκτός από τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο, ο χρηματοδότης μπορεί να έχει και συμμετοχή στη διοίκηση (κάτι που παρέχεται αυτόματα ως μέτοχος με μεγάλο ποσοστό στην εταιρία).

Η χρηματοδότηση γίνεται με τρεις τρόπους:

Ø Αγορά των νέων μετοχών που προκύπτουν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Ø Εξαγορά υπαρχουσών μετοχών

Ø Έκδοση ομολογιακού δανείου μετατρέψιμο σε μετοχές
(<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistema2011.pdf>)

5.4.4.3 ΕΚΧΩΡΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (FORFAITING)

Το Forfaiting ή Πώληση Επιχειρηματικών Απαιτήσεων όπως έχει αποδοθεί στην Ελληνική, είναι μια εναλλακτική και συμπληρωματική μορφή χρηματοδότησης η οποία διαφέρει αρκετά από τον κλασικό τραπεζικό δανεισμό, στον τρόπο που χρησιμοποιείται και εφαρμόζεται στις επιχειρήσεις, και όπως αναφέραμε και παραπάνω δεν διαφέρει αρκετά από το Factoring.

Το Forfaiting ορίζεται ως η σύμβαση μεταξύ δύο μελών, της τράπεζας (forfaiter) και του πελάτη-προμηθευτή, μέσα στην οποία ο forfaiter πρέπει να προεξοφλεί το σύνολο των απαιτήσεων του πελάτη-προμηθευτή, που προέρχονται από αγοραπωλησίες στο εξωτερικό. Τα αξιόγραφα, τα οποία αναλαμβάνει να εξοφλήσει είναι συναλλαγματικές, γραμμάτια, εγγυητικές και υποσχετικές επιστολές κ.α. Εκτός όμως από την εξόφληση των συναλλαγματικών αναλαμβάνει και την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου. Η συγκεκριμένη μέθοδος χρηματοδότησης λειτουργεί πάντα χωρίς το δικαίωμα αναγωγής.

Αρχικά ο εξαγωγέας έχει απαιτήσεις από τις επί πιστώσει πωλήσεις στους πελάτες του εξωτερικού. Εδώ παρεμβαίνει ο forfaiter και αναλαμβάνει την αγορά αυτών των απαιτήσεων. Η αγορά γίνεται με την προεξόφληση των απαιτήσεων με ένα σταθερό επιτόκιο για μια περίοδο τριών έως πέντε ετών. Μπορεί όμως να συμφωνηθεί και μεταβαλλόμενο επιτόκιο για μια περίοδο περίπου 180 ημερών.
(<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistema2011.pdf>)

Ο εξαγωγέας εκχωρεί στον forfaiter ένα έγκυρο αξιόγραφο εγγυημένο με Aval, και έτσι μεταβιβάζει τις υποχρεώσεις και τους κινδύνους. Στη συνέχεια ετοιμάζει το τιμολόγιο συμπεριλαμβάνοντας όλα τα κόστη. Τα είδη αμοιβών είναι δύο: το ένα είναι η αμοιβή επιλογής και το άλλο η αμοιβή υποβολής τιμολογίων. Η αμοιβή της επιλογής είναι το ποσό που χρεώνεται ο εξαγωγέας από τον forfaiter για τις ευκολίες που του παρέχει.

Τέλος είναι απαραίτητος και ένας τρίτος εγγυητής που συνήθως είναι μια διεθνής Τράπεζα. Πολλές φορές όμως ως εγγυητή βλέπουμε το Υπουργείο Οικονομικών, κάποιον άλλο κρατικό οργανισμό ή κάποια οικονομικά εύρωστη επιχείρηση. Η εγγυητική επιστολή πρέπει να περιλαμβάνει απαραίτητως τα παρακάτω στοιχεία :

- Να είναι οριστική και ανέκκλητη
- Να είναι πλήρως μεταβιβάσιμη
- Να μην εξαρτάται από την εκτέλεση της σχετικής εμπορικής πράξης

Να αναφέρεται σε κάθε πληρωμή και ημερομηνία λήξης(<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistema2011.pdf>)

5.4.4.4 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (LEASING)

Το Leasing ή Χρηματοδοτική Μίσθωση, όπως ο όρος αποδόθηκε στην Ελληνική, είναι σύμβαση βάσει της οποίας μια επιχείρηση ή ένας επαγγελματίας, έναντι καταβολής περιοδικής αμοιβής (μισθώματα) στους εκμισθωτές, μισθώνει ένα πράγμα (συνήθως κεφαλαιουχικό εξοπλισμό) για επαγγελματική χρήση, για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, μετά τη λήξη του οποίου ο εκμισθωτής μπορεί να ανανεώσει τη μίσθωση, ή να αγοράσει το πράγμα έναντι τιμήματος (συνήθως συμβολικό), ή να το επιστρέψει στον εκμισθωτή. ”

Κατά την έναρξη της συναλλαγής συμφωνείτε και το μίσθωμα, το οποίο καταβάλλεται στην αρχή της κάθε περιόδου που καλύπτει. Η σύμβαση της μίσθωσης περιλαμβάνει και κάποιους όρους, όσον αφορά την περίοδο της μίσθωσης, τον αντισυμβαλλόμενο που καλύπτει το κόστος συντήρησης και ασφάλισης του παγίου και για την καταβολή πιθανών φόρων, με τις ενέργειες στη λήξη της σύμβασης κ.ο.κ.

Η χρηματοδοτική μίσθωση λοιπόν, είναι ο συνδυασμός τραπεζικού δανεισμού και μίσθωσης κεφαλαιουχικών αγαθών, διότι εν μέρει συμπληρώνει τον παραδοσιακό δανεισμό με εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης.

Σε αυτή τη μέθοδο χρηματοδότησης, οι τράπεζες αλλά και αρκετές θυγατρικές εταιρείες τραπεζών, λειτουργούν ως πηγή χρηματοδότησης της εταιρείας Leasing (εκμισθώτριας), ώστε να καταφέρει να αγοράσει τον εξοπλισμό για λογαριασμό του μισθωτή, ο οποίος βέβαια, καθορίζει το είδος αλλά και τις προδιαγραφές του.

Η εταιρεία Leasing και μόνο, έχει την νομική κυριότητα του εξοπλισμού που εκμισθώνει έως τη λήξη της σύμβασης .

Ο προμηθευτής είναι το πρόσωπο, το οποίο κατασκευάζει τον εξοπλισμό και τον πουλάει στην εταιρεία Leasing, η οποία με τη σειρά της τον μισθώνει στον μισθωτή. Με αυτόν τον τρόπο ο προμηθευτής μετέχει στη χρηματοδοτική μίσθωση σαν τρίτο πρόσωπο.

Με τη λήξη της σύμβασής του, ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα:

- Να αγοράσει τον εξοπλισμό, συνήθως στο κόστος της υπολειμματικής αξίας του, ακόμη και πριν τη λήξη της σύμβασης.

- Να ανανεώσει τη σύμβαση, για μια ακόμη χρονική περίοδο με νέους όρους ή και σε κάποιες περιπτώσεις και με τους ίδιους.

- Να διακόψει τη συνεργασία με τον εκμισθωτή του, επιστρέφοντας τον εξοπλισμό, χωρίς καμία άλλη υποχρέωση προς αυτόν.

5.4.4.5 ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ

Σύμφωνα με το ισχύον φορολογικό δίκαιο στην Ελλάδα, τα συνολικά κέρδη των νομικών προσώπων φορολογούνται με συντελεστή 25% για τη χρήση 2009 και 24% για τη χρήση 2010.⁴⁴ Ο νόμος 3943/2011 (ΦΕΚ 66 Α/31.3.2011) «Καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, στελέχωση των ελεγκτικών υπηρεσιών και άλλες διατάξεις αρμοδιότητας Υπουργείου Οικονομικών» προβλέπει ότι για τις διαχειριστικές χρήσεις που αρχίζουν από 01.01.2011 και μετά, ο συντελεστής φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων ορίζεται σε 20% (από 24%), ενώ σε περίπτωση διανομής κερδών που εγκρίνονται από γενικές συνελεύσεις από 01.01.2011 και μετά διενεργείται παρακράτηση φόρου 25%. Ειδικά για τα κέρδη που διανέμονται εντός του 2011, διενεργείται παρακράτηση φόρου με συντελεστή 21%

Για τις θυγατρικές εταιρείες των τραπεζών που δραστηριοποιούνται σε άλλες χώρες, ο φόρος έχει υπολογιστεί με τους αντίστοιχους ισχύοντες, για τις χρήσεις 2009

και 2010 στις χώρες αυτές, ονομαστικούς φορολογικούς συντελεστές (Ηνωμένο Βασίλειο: 28%, Βουλγαρία: 10%, Ρουμανία: 16%, ΗΠΑ: 35%, Σερβία: 10%, Ουκρανία: 25%, Αίγυπτος: 20%, Κύπρος: 10%, FYROM: 10%, Λουξεμβούργο: 28,59% και Αλβανία: 10%).

(<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistima2011.pdf>)

5.4.4.6 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΟΥ ΚΑΤΑΒΑΛΛΟΥΝ ΟΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΟΥΣ

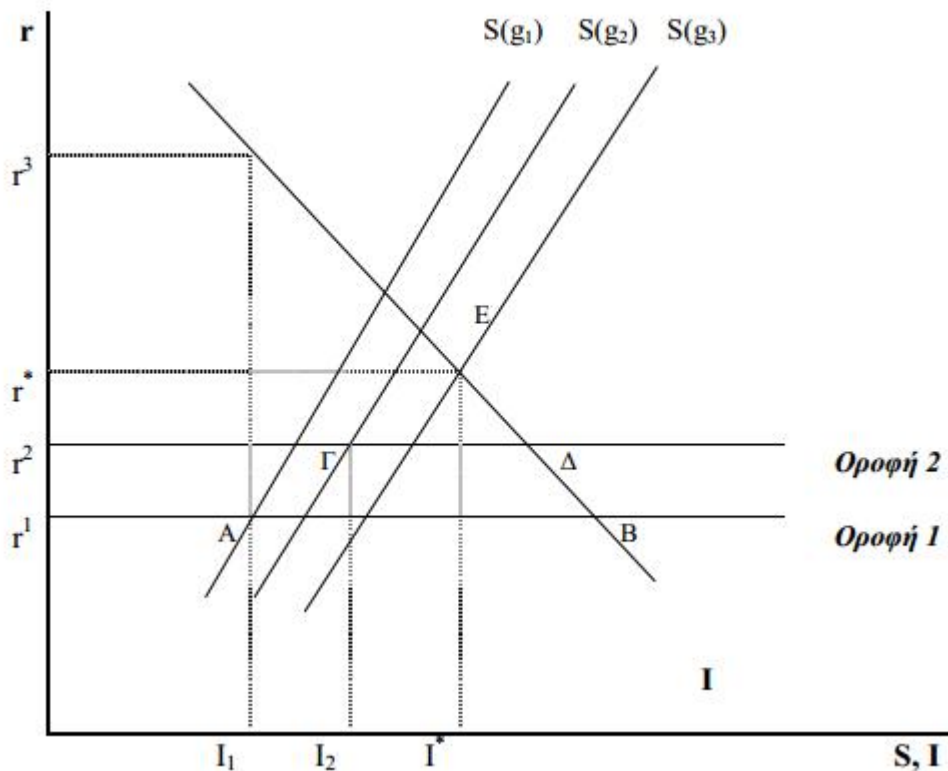
Σύμφωνα με τις προβλέψεις του νόμου 3723/2008 «Ενίσχυση της ρευστότητας της οικονομίας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και άλλες διατάξεις», όλες οι τράπεζες που συμμετέχουν στο Πρόγραμμα Ενίσχυσης Ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας δεν επιτρέπεται να διανείμουν μερίσματα σε μετρητά προς μετόχους για τις χρήσεις 2008, 2009 και 2010. Σε αυτό το πλαίσιο, για τρίτη συνεχή χρονιά, οι οκτώ μεγαλύτερες, σε όρους ενεργητικού, τράπεζες δεν διένειμαν μέρισμα στους μετόχους τους.

5.5 ΤΟ ΖΗΤΗΜΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ

5.5.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΖΗΤΗΜΑΤΟΣ

Η θεωρητική προσέγγιση του ζητήματος ανάγεται στις πρωτοποριακές εργασίες-υποδείγματα των McKinnon (1973) και Shaw (1973), οι οποίοι έθεσαν και τη βασική λογική για τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση

Το υπόδειγμα χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης των McKinnon-Shav



Τα υποδείγματα αυτά εστιάζουν στην χρηματοοικονομική καταπίεση με τη μορφή των περιορισμών (της οροφής, των ανωτάτων ορίων) στα επιτόκια καταθέσεων ή/και χορηγήσεων.

Όπως φαίνεται και στο Σχήμα, τα πραγματικά επιτόκια επηρεάζουν την οικονομική μεγέθυνση μέσω του αποτελέσματός τους στην αποταμίευση και τις επενδύσεις.

Η συνάρτηση αποταμίευσης απεικονίζεται για διαφορετικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης (g), όπου υποθέτουμε ότι $g_1 < g_2 < g_3$. Εάν δεν υπάρχουν περιορισμοί στα επιτόκια το σύστημα θα ισορροπήσει στο σημείο E, με επενδύσεις I^* και επιτόκιο r^*

5.5.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Μεταρρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος έγιναν σε μια σειρά από χώρες από τις αρχές της δεκαετίας του 1970. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές ξεκίνησαν με την ιδιωτικοποίηση των εμπορικών τραπεζών και με την απελευθέρωση των επιτοκίων ώστε να διαμορφώνονται από την αγορά. Η εμπειρία από την εφαρμογή

μεταρρυθμίσεων στις χώρες της Λατινικής Αμερικής, όπως στη Χιλή, την Αργεντινή και την Ουρουγουάη ήταν ιδιαίτερα οδυνηρή γι'αυτές. Είχε ως συνέπεια τη διαμόρφωση ιδιαίτερα υψηλών επιτοκίων και ανάγκασε τις τράπεζες να αναλαμβάνουν αναίτια υψηλούς κινδύνους για να προχωρήσουν στις αναγκαίες δανειοδοτήσεις. Τα επιτόκια ξεπέρασαν το 20%, παρουσιάστηκαν πολλά “κακά” δάνεια και σημειώθηκαν χρεωκοπίες τραπεζικών ιδρυμάτων. Όπως αναλύουν αρκετοί ερευνητές, το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος έφτασε στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα ο πραγματικός τομέας των χωρών αυτών να εισέλθει σε σοβαρή και παρατεταμένη ύφεση. Συνολικά, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση στις χώρες αυτές και σε άλλες είχε αποσταθεροποιητικό αποτέλεσμα στην οικονομία και εγκαταλήφθηκε. Και αυτό συνέβη γιατί οι μεταρρυθμίσεις αυτές δημιούργησαν μια μαζική ζήτηση πιστώσεων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά, η οποία δεν αντισταθμιζόταν από μια αύξηση του βαθμού αποταμίευσης.

Πρέπει, τέλος, να σημειωθεί η εμπειρία της Ιαπωνίας στις δεκαετίες του 1950 και του 1960, όπου η κυβέρνηση ενεργά και επιτυχώς παρενέβη στην τιμολόγηση (επιτόκια) και κατανομή των πιστώσεων με αποτέλεσμα την ταχύτερη και ισόρροπη ανάπτυξη.

5.5.3 ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ

Από την εμπειρία εφαρμογής της απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος σε διάφορες χώρες φάνηκε ότι τα γεγονότα ήταν σε ασυμφωνία με τη βασική λογική και τις θεωρητικές υποθέσεις της “χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης”.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα των μεταρρυθμίσεων είχαν ως αποτέλεσμα την post hoc αναθεώρηση της λογικής της “χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης” προς δύο κατευθύνσεις:

- η πρώτη επικεντρώθηκε στον προσδιορισμό της βέλτιστης “αλληλουχίας των μεταρρυθμίσεων της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης” (sequencing of financial liberalisation), ενώ
- η δεύτερη εστίασε την προσοχή της, στις αναγκαίες προϋποθέσεις του γενικότερου μακροοικονομικού περιβάλλοντος εντός του οποίου θα πρέπει να κινούνται οι μεταρρυθμίσεις για να είναι επιτυχείς.

Ετσι, η υπόθεση των McKinnon-Shaw, ότι δηλαδή η χρηματοοικονομική απελευθέρωση θα βοηθήσει την αναπτυξιακή διαδικασία, διευρύνθηκε ώστε να διασυνδέεται με τα μακροοικονομικά προγράμματα σταθεροποίησης και μεταρρύθμισης που εφαρμόζονται σε διάφορες χώρες.

5.5.3.1 ΣΕΙΡΑ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ

Η αλληλουχία των οικονομικών μεταρρυθμίσεων

	<i>Εγχώριος Τομέας</i>	<i>Εξωτερικός Τομέας</i>
<i>Πραγματικός Τομέας</i>	Λειτουργία μηχανισμού της αγοράς (απελευθέρωση τιμών) Κατάργηση επιδοτήσεων στις επιχειρήσεις Ιδιωτικοποιήσεις	Κατάργηση περιορισμών στο εξωτερικό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών (πχ δασμών)
	- 1 -	- 3 -
<i>Χρηματοοικονομικός Τομέας</i>	Απελευθέρωση τραπεζικού συστήματος Απελευθέρωση κεφαλαιαγοράς	Απελευθέρωση κίνησης βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων
	- 2 -	- 4 -

Προτεραιότητα έχει η απελευθέρωση του πραγματικού τομέα της οικονομίας με τη δημιουργία συνθηκών λειτουργίας των μηχανισμών της αγοράς, δηλαδή απελευθέρωση τιμών (1).

- Είναι γενικότερα παραδεκτό ότι η απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού συστήματος πρέπει να ακολουθεί την απελευθέρωση του εγχώριου πραγματικού τομέα (2).

Εάν συμβεί το αντίθετο, είναι πιθανό οι χορηγήσεις να κατευθυνθούν προς τις επιχειρήσεις που θα εμφανίζονται ότι είναι επικερδείς επειδή οι τιμές θα είναι “διαστρεβλωμένες”

- Το ζήτημα εάν η απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού τομέα πρέπει να ακολουθεί ή να έπεται της απελευθέρωσης του εξωτερικού πραγματικού τομέα δεν είναι αρκετά σαφές.

5.5.3.2 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ

Όπως προαναφέρθηκε, πέρα από το ζήτημα της αλληλουχίας, η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος για να είναι επιτυχής προαπαιτεί την ύπαρξη ορισμένων μακροοικονομικών συνθηκών.

- Πρώτον, είναι αναγκαίο να έχει προηγηθεί έλεγχος των δημοσιονομικών ανισορροπιών.

Επειδή η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος απαιτεί την κατάργηση ρυθμίσεων μέσω των οποίων χρηματοδοτούνται τα ελλείμματα του δημοσίου, πρέπει να βρεθεί άλλος τρόπος χρηματοδότησης των ελλειμμάτων (φορολογική μεταρρύθμιση, βελτίωση συστήματος συλλογής φόρων, περιορισμός δαπανών, κ.λπ.).

- Δεύτερον, υπάρχει ανάγκη δημιουργίας νέου πλαισίου ελέγχου του τραπεζικού συστήματος για την άσκηση νομισματικής πολιτικής, επειδή η απελευθέρωση απαιτεί την κατάργηση διοικητικών περιορισμών για τον έλεγχο της ρευστότητας (πχ υποχρεωτικά διαθέσιμα).

5.5.4 ΤΑ ΌΡΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ

Η θεωρία της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης εδράζεται στην νεοκλασική υπόθεση ότι οι αγορές λειτουργούν χωρίς τριβές εάν αφεθούν ελεύθερες.

Στα μετα-κεϋνσιανά υποδείγματα δίδεται έμφαση στο ρόλο της τελικής ζήτησης, η οποία επηρεάζεται από την κατανομή του εισοδήματος. Τα υποδείγματα αυτά διαφοροποιούνται από την νεοκλασική προσέγγιση των McKinnon-Shaw με το να προσδιορίζουν ξεχωριστές συναρτήσεις αποταμίευσης και επένδυσης με “κεϋνσιανά” χαρακτηριστικά. Η ανάλυση εστιάζει στην ζήτηση πιστώσεων η οποία συνδέεται με τη ζήτηση επενδύσεων από τις επιχειρήσεις.

Τα νεο-στρουκτουραλιστικά υποδείγματα είναι παρόμοια με τα προηγούμενα, με τη διαφορά ότι εστιάζουν στην προσφορά πιστώσεων, αναδεικνύοντας το ρόλο των “ανεπίσημων” αγορών πιστώσεων στις αναπτυσσόμενες χώρες. Τέλος, κριτική της “χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης” προέρχεται από μια προσεκτική μικροοικονομική ανάλυση, όπου αναδεικνύονται οι αποτυχίες στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών λόγω της ύπαρξης ασυμμετρίας στην πληροφόρηση. Οι καταστάσεις αυτές οδηγούν στη δημιουργία συνθηκών ποσοτικών περιορισμών στις πιστώσεις, ακόμη και σε πλήρως απελευθερωμένες αγορές.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μελέτη του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος όπως αυτό συναντάται σήμερα ως ένα σκέλος της παγκόσμιας αγοράς, μας επιτρέπει να εντοπίσουμε σε αυτό όμοια στοιχεία περισσότερο με το Ευρωπαϊκό σύστημα και όχι τόσο με αυτό της Αμερικής. Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδος αυτή την εποχή χωλαίνει. Το πλήθος των τραπεζών δρα ανεξάρτητα και η έλλειψη μιας κεντρικής Τράπεζας που θα μπορούσε να αποτελεί τον ρυθμιστή της πίστωσης και της κυκλοφορίας του νομίσματος είναι εμφανής. Το γεγονός ότι ήταν αρκετές οι Τράπεζες που είχαν δικαίωμα έκδοσης νομισμάτων δυσκόλευε την εφαρμογή μιας ενιαίας πολιτικής που θα ακολουθούσαν όλοι πάντα στον ίδιο άξονα, με στόχο την εξυπηρέτηση των αναγκών της οικονομίας. Συνέπεια αυτής της κατάστασης ήταν μια αταξία στα οικονομικά δρώμενα και η έλλειψη μιας και μοναδικής οικονομικής πολιτικής για τη χώρα.

Η Ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, έφερε τις αλλαγές που χρειαζόταν η χώρα στην προϋπάρχουσα κατάσταση του τραπεζικού της συστήματος. Η ίδρυση της «Τράπεζας της Ελλάδος» το έτος 1928 ήταν ένα πολύ μεγάλο βήμα προς την εξομάλυνση των προαναφερθέντων δυσκολιών, μιας και ανέλαβε το μοναδικό δικαίωμα έκδοσης του ελληνικού νομίσματος με συνέπεια και τη σταθεροποίησή του. Το σημαντικό αυτό γεγονός αποτελεί για την Ελλάδα το σημείο εκκίνησης ενός κρατικού παρεμβατισμού στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματά της, κάτι που θα εξελίσσεται μαζί με το τραπεζικό σύστημα. Ένα ακόμη αξιοσημείωτο γεγονός αποτέλεσε η κατηγοριοποίηση των Τραπεζών, ανάλογα με τον τομέα δραστηριοποίησής τους, σε εξειδικευμένες και σε εμπορικές. Με τον τρόπο αυτό τους δινόταν η ευκαιρία να αναπτύξουν δράση και ικανότητες σε ένα κλάδο και όχι σε πολλούς ταυτόχρονα.

Οι Τράπεζες, είτε εμπορικές είτε οικονομικές, αποτελούν επιχειρήσεις που πραγματεύονται τη διακίνηση κεφαλαιουχικών αποθεμάτων καθώς και την εμπορία του χρήματος. Τα κεφάλαια που κατατίθενται μέσω της αποταμίευσης είναι τα ποσά που οι Τράπεζες χειρίζονται και επενδύουν στη συνέχεια σε ποικίλες οικονομικές δραστηριότητες, όπως η βιομηχανία και το εμπόριο, με πιο υψηλό τόκο και απώτερο σκοπό φυσικά την είσπραξη κέρδους.

Η λειτουργία του Τραπεζικού συστήματος λοιπόν είναι διπλή, είναι επιφορτισμένη με το να παράγει χρήμα και ταυτόχρονα αποτελεί τον ενδιάμεσο πιστωτικό φορέα των υπολοίπων επιχειρήσεων. Το πρώτο, δηλαδή η δημιουργία χρήματος, συμβαίνει στις εμπορικές τράπεζες ενώ ως πιστωτικοί φορείς μεταξύ των επιχειρήσεων (Noncommercial Bank Financial Intermediaries) δρουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αρτίκης Γεώργιος, (2002). *Χρηματοοικονομική διοίκηση: αποφάσεις επενδύσεων*, Inter books, Αθήνα

Γκόρτσος, Χ., (2000). *Τραπεζικό περιβάλλον: Τραπεζικό δίκαιο*, Πάτρα, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο

Δελής Κωνσταντίνος, (1978). *Θεωρία και μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων - τόμος Ι*, Σάκκουλας, Αθήνα

Δαλαμάγκας Βασίλειος, (2003). *Εισαγωγή στην Δημόσια Οικονομική*. Εκδόσεις: Κριτική, Αθήνα

Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Γ. Μπένου, (2002). *Χρηματοοικονομική διοίκηση και χρηματιστηριακές αγορές*, Αθήνα

Νούλας, Γ.Α., (2000). *Χρήμα και Τράπεζες*, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Καραμούζης, Ν., (2009). *Τα αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος*, Eurobank EFG Economic Research: *Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές, Vol. 4, No. 8*.

Τραχανά Δ. Κωνσταντίνου, (1994). *Οικονομική της διοίκησης - ποσοτικές μέθοδοι επιχειρησιακής λήψης αποφάσεων*, Σταμούλης, Αθήνα

Ελληνική ένωση τραπεζών, (2011). *Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2010*, Διαθέσιμο στο:

<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistima2011.pdf>

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://el.wikipedia.org>
<http://www.larissa-chamber.gr/Uploads/Files/meletes/lwlos.pdf>
elearn.elke.uoa.gr/ppetrakis/dialexis/ch1.ppt
<http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2008/rigas%20g-rigas%20n%20-%20golemis.pdf>
<http://www.helex.gr/el/web/guest/derivativesmarket1;jsessionid=48BFBF92C12C509DFBDF8770AB1659EF>
<http://www.bankofgreece.gr/Pages>
<http://www.euretirio.com/2010/08/metoxes-stocks.html#ixzz2pKroOqFF>
http://www.solidus.gr/page.asp?pgid=24#_Toc272150888
http://topa.applied-maths.gr/modules/module_800086/6.pdf
<http://www.larissa-chamber.gr/Uploads/Files/meletes/lwlos.pdf>
http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf_gr/SPEG_GOVSPREECH_130612.pdf
<http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistema2011.pdf>