

**ΤΕΙ ΠΑΤΡΩΝ**  
**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
**ΘΕΜΑ: ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ**

Εισηγητής Καθηγητής: *A. Αλεξόπουλος*



**ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ**  
**ΜΗΤΡΗΣ ΓΙΩΡΓΟΣ**  
**ΓΙΑΝΝΑΚΗΣ ΚΩΣΤΑΣ**  
**ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ ΣΠΥΡΟΣ**

**ΠΑΤΡΑ 1999**

ΑΡΙΘΜΟΣ  
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ 2821

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι .....	1
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ .....	1
Α. ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ .....	1
α) Έννοια .....	1
β) Λόγοι δημιουργίας τους .....	1
γ) Ο οικονομικός ρόλος των Χρηματιστηρίων .....	2
δ) Διάκριση Χρηματιστηρίων .....	2
Β. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ .....	2
α) Έννοια και ρόλος .....	2
β) Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων στην Ελλάδα .....	3
γ) Σημαντικότερα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων .....	4
Γ. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΞΙΩΝ .....	4
α) Έννοια .....	4
β) Λειτουργία των Χρηματιστηρίων Αξιών .....	5
γ) Χρηματιστηριακές συμβάσεις .....	5
δ) Διάκριση των τιμών των κινητών αξιών .....	6
ε) Τα σημαντικότερα Χρηματιστήρια Αξιών .....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ .....	8
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ .....	8
Α. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΙΔΡΥΣΕΩΣ .....	8
Β. Η ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ .....	8
α) Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου .....	8
β) Άλλα όργανα του Χρηματιστηρίου .....	9
γ) Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .....	9
δ) Εποπτεία .....	10
Γ. ΜΕΛΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ .....	10
i) Τακτικά μέλη .....	10
ii) Έκτακτα μέλη - Αντικρυστές .....	13
Δ) ΤΟ ΣΥΝΕΓΓΥΗΤΙΚΟ .....	14
Ε) ΤΑ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ .....	14
i) Ομόλογα - Ομολογίες .....	14

ii) Μετοχές.....	15
iii) Παράγοντες που συμβάλλουν στην προσφορά και στην ζήτηση των μετοχών .....	16
<b>ΣΤ. ΕΝΤΟΛΗ ΚΑΙ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΡΑΞΕΩΝ</b>	<b>17</b>
α) Εντολή για πραγματοποίηση χρηματιστηριακής πράξης.....	17
β) Εκκαθάριση .....	18
<b>Ζ. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ</b>	<b>19</b>
<b>Η. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b> .....	<b>19</b>
<b>Θ. Η ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ</b> .....	<b>20</b>
α) Έννοια .....	20
β) Νομοθεσία για την παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α.....	21
γ) Προϋποθέσεις εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά .....	22
δ) Υποχρεώσεις μετά την εισαγωγή μετοχών στην παράλληλη αγορά .....	24
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ</b> .....	<b>25</b>
<b>ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ – ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ – ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΕ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ</b> .....	<b>25</b>
<b>Α. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ – ΤΙ ΙΣΧΥΕΙ ΣΗΜΕΡΑ</b> .....	<b>25</b>
<b>Β. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΑ ΤΟΥΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ</b> .....	<b>26</b>
<b>Γ. ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ</b> .....	<b>28</b>
1. ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ .....	28
2. ΠΑΡΟΧΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ .....	30
<b>Δ. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ</b> ..	<b>31</b>
<b>Ε. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΕ ΜΙΑ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ</b> .....	<b>33</b>
1. ΠΑΡΟΧΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΩΝ ΕΓΓΥΗΣΕΩΝ ΣΤΟΥΣ ΣΥΝΑΛΛΑΣΣΟΜΕΝΟΥΣ .....	33
2. Η ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΜΠΟΡΕΥΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ.....	34
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV</b> .....	<b>36</b>
<b>ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ</b> .....	<b>36</b>

A. OPTIONS (ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ) .....	36
1. ΕΙΔΗ OPTIONS.....	37
2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ OPTIONS .....	39
3. ΤΙΜΗ ΕΚΔΟΣΗΣ .....	41
B. FUTURES (ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ).....	42
1. ΓΕΝΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ FUTURES .....	42
2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ FUTURES .....	43
3. Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ MARGINS.....	45
4. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ FUTURES .....	45
5. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ (Σ.Μ.Ε.) ΕΠΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ Σ.Μ.Ε. ΕΠΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20 .....	46
6. ΤΡΟΠΟΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ FUTURES ΣΤΟ ΧΠΑ.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ V.....	53
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ .....	53
Α) ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	53
Β) ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ.....	54
Γ) ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ ΧΠΑ .....	56
Δ) ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΧΠΑ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ Ε.Ε. ....	60
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	63
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ....	63
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ .....	66
ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ .....	66
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	69

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ\*

#### A. ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

##### α) Έννοια

Γενικά, τα Χρηματιστήρια θεωρούνται ως οργανωμένες αγορές αναγνωρισμένες επίσημα από τα Κράτη, όπου συναντιούνται οι ενδιαφερόμενοι για την πραγματοποίηση αγοραπωλησιών κινητών αξιών ή εμπορευμάτων.

Με τον όρο οργανωμένες αγορές εννοούμε ότι τα Χρηματιστήρια έχουν ορισμένη εγκατάσταση (ο τόπος όπου συναντάται η προσφορά με τη ζήτηση), διέπονται από ορισμένους κανόνες λειτουργίας, αφορούν τη διαπραγμάτευση και αγοραπωλησία ορισμένων αγαθών και διαθέτουν ορισμένα όργανα λειτουργίας, διοίκησης και εποπτείας (μερικά) που συμπληρώνουν την οργάνωσή τους.

##### β) Λόγοι δημιουργίας τους

Τα χρηματιστήρια τα δημιούργησε η ανάγκη εξεύρεσης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, η ανάγκη για σύναψη αγοραπωλησιών μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων που βρίσκονταν πολύ μακριά από τον τρόπο διαπραγμάτευσής τους, ενώ απαιτούνταν για αυτά σοβαρά κεφάλαια, καθώς και η θεωρούμενη ως θεμιτή στον καπιταλισμό τάση για κερδοσκοπία.

Οι παραπάνω λόγοι αποτέλεσαν την γενεσιουργό αιτία της δημιουργίας των Χρηματιστηρίων. Αλλά την οργανωμένη μορφή τους την επέβαλλαν: η ταχύτητα διενέργειας των συναλλαγών, η αμεσότητά τους, η δημοσιότητά τους και η καθαρότητα των συναλλαγών.

Η ταχύτητα στις συναλλαγές (κλείσιμο συμφωνιών μέσα σε πολύ λίγο χρόνο), η αμεσότητα (συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησης με εντολοδόχους που παίρνουν εντολές κατευθείαν από τους ενδιαφερομένους χωρίς άλλες παρεμβάσεις), η δημοσιότητα (όλα γίνονται φανερά, οι προτάσεις είτε για προσφορά είτε για ζήτηση και οι αποδοχές γίνονται μεγαλοφώνως) και η καθαρότητα των συναλλαγών (που επιφέρουν σε σημαντικό βαθμό οι τρεις προηγούμενοι παράγοντες) πραγματικά μόνο

---

\* Οι πληροφορίες για το κεφάλαιο "ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ" αντλήθηκαν από το βιβλίο "ΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΓΝΩΡΙΖΟΥΜΕ ΓΙΑ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ" του ΓΙΑΝΝΗ ΧΟΛΕΒΑ.

σε μια οργανωμένη αγορά, με όργανα λειτουργίας (μεσάζοντες), εξουσίας (διοίκηση) και ελέγχου θα ήταν δυνατόν αν εξασφαλιστούν.

#### *γ) Ο οικονομικός ρόλος των Χρηματιστηρίων*

Ο οικονομικός ρόλος των Χρηματιστηρίων θεωρείται σημαντικός γιατί:

1) Διευκολύνουν τις συναλλαγές γιατί επιτρέπουν στους εκπροσώπους της προσφοράς και της ζήτησης ορισμένων αγαθών να συναντώνται σε ορισμένο χώρο και χρόνο.

2) Επιτρέπουν την ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών των αγαθών με βάση το θεμελιώδη νόμο της αγοράς, δηλαδή το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης κι έτσι αποφεύγεται ή περιορίζεται ο κίνδυνος της δημιουργίας τεχνητών τιμών.

3) Δίνουν την ευκαιρία στις μεν επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια από την αποταμίευση, στους δε αποταμιευτές να επενδύσουν το προϊόν της αποταμίευσής τους σε τίτλους, με την προσδοκία του κέρδους, συμβάλλοντας έτσι στην τόνωση της παραγωγής και γενικότερα στην οικονομική ζωηρότητα, πρόοδο και ανάπτυξη της χώρας όπου λειτουργεί το Χρηματιστήριο.

#### *δ) Διάκριση Χρηματιστηρίων*

Ανάλογα με τα αντικείμενα των συναλλαγών που γίνονται σ' αυτά τα Χρηματιστήρια διακρίνονται σε Εμπορευμάτων όπου γίνονται αγοραπωλησίες διαφόρων εμπορευμάτων και σε Αξιών όπου γίνονται αγοραπωλησίες κινητών αξιών και κυρίως, μετοχών Ανωνύμων Εταιριών (κοινών και προνομιούχων), ομολόγων και ομολογιών δημοσίων δανείων καθώς και ομολογιακών δανείων οργανισμών και επιχειρήσεων.

### ***B. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ***

#### *α) Έννοια και ρόλος*

Πρόκειται για οργανωμένες αγορές, στις οποίες γίνονται συναλλαγές επί ορισμένων εμπορευμάτων. Διακρίνονται σε "Γενικά Χρηματιστήρια" στα οποία γίνονται αγοραπωλησίες διαφόρων εμπορευμάτων και σε "Ειδικά Χρηματιστήρια" όπου γίνονται συναλλαγές σε ένα μόνο είδος (σιτηρά, ζάχαρη, πετρέλαια, καφές κ.λπ.).

Σήμερα τα περισσότερα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων έχουν εξειδικευθεί σε ένα ή σε περιορισμένο αριθμό εμπορευμάτων.

Τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων παρόλο που στο εξωτερικό παίζουν ένα σημαντικό ρόλο (στη χώρα μας είναι περιορισμένος) δεν πλησιάζουν σε καμία περίπτωση σε σημασία τα Χρηματιστήρια Αξιών. Δημιουργήθηκαν για τη διευκόλυνση των αγοραπωλησιών, ανεξάρτητα από τον τόπο όπου βρίσκονται τα αγαθά, για την κατοχύρωση των συναλλαγών και την ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών τους με βάση το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης.

### *β) Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων στην Ελλάδα*

Στη χώρα μας με νόμο του 1923 "περί Χρηματιστηρίων Εμπορευμάτων" παρασχέθηκε η δυνατότητα ίδρυσης Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων σε πόλεις που έχουν πληθυσμό ανώτερο των 50.000 κατοίκων και που αποτελούν έδρα Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου.

Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, στις 3/12/1924 ιδρύθηκε στον Πειραιά το πρώτο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων και το 1925, ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων Θεσσαλονίκης.

Στα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων την άμεση εποπτεία ασκούν τα αντίστοιχα Εμπορικά και Βιομηχανικά Επιμελητήρια και την ανώτερη εποπτεία το Υπουργείο Εμπορίου.

Τα Χρηματιστήρια εμπορευμάτων διοικούνται από 9μελή Επιτροπεία, με διετή θητεία (τα 5 μέλη είναι τακτικά και τα 4 αναπληρωματικά) ανάμεσα στα μέλη της οποίας εκλέγεται ο πρόεδρος, ο αντιπρόεδρος και ο γραμματέας της.

Οι μεσίτες του Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων διορίζονται με υπουργική απόφαση, μετά από πρόταση της Επιτροπείας. Για να διοριστεί κάποιος μεσίτης πρέπει να είναι Έλληνας πολίτης, να έχει πλήρη αστικά και πολιτικά δικαιώματα, να έχει συμπληρώσει το 25ο έτος της ηλικίας του και να έχει εργαστεί επί διετία τουλάχιστον ως μεσίτης στην αγορά των Αθηνών, του Πειραιά ή της Θεσσαλονίκης ή ως βοηθός μεσίτη στο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων επί 1 έτος. Ο μεσίτης υποχρεούται σε κατάθεση εγγύησης. Ο μεσίτης μπορεί να αναλάβει επίσης με υπουργική απόφαση, αν υποπέσει σε ορισμένα ποινικά ή πειθαρχικά αδικήματα, αν πτωχεύσει ή αν τεθεί υπό



απαγόρευση. Ο μεσίτης απαγορεύεται να ενεργεί εμπορικές πράξεις για δικό του λογαριασμό. Τα μεσιτικά δικαιώματα ορίζονται με υπουργική απόφαση.

### *γ) Σημαντικότερα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων*

Τα σημαντικότερα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων στον κόσμο, κατά κατηγορία εμπορευμάτων είναι τα εξής:

- Για ζάχαρη, καφέ, κακάο, της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου.
- Για τα σιτηρά, του Σικάγου και του Λονδίνου.
- Για τα κριθάρια, του Λονδίνου.
- Για το καλαμπόκι, τη βρώμη και τη σόγια, του Σικάγου.
- Για το βαμβάκι, του Λίβερπουλ και της Νέας Υόρκης.
- Για το μαλλί, του Σίδνεϋ και του Μπράντφορντ.
- Για το μετάξι, της Γιοκοχάμα.
- Για το ρύζι, της Μπανγκόκ.
- Για τις πατάτες, του Λονδίνου.
- Για τα ελαστικά, του Λονδίνου, της Σιγκαπούρης και του Τόκιο.
- Για την ξυλεία, του Σικάγου.
- Για το πετρέλαιο, του Λονδίνου και του Ντουμπάι.
- Για τα έλαια, του Σικάγου, του Λονδίνου και της Νέας Υόρκης.
- Για τα μέταλλα, του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και του Χονγκ-Κονγκ.

## **Γ. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΞΙΩΝ**

### *α) Έννοια*

Αν οι τράπεζες θεωρείται ότι ασκούν την εμπορία του χρήματος, τα Χρηματιστήρια Αξιών αποτελούν τις οργανωμένες, ιδιόμορφες και με ειδικούς όρους λειτουργούσες κεφαλαιαγορές, όπου ασκείται το εμπόριο των αξιών γενικά.

Χαρακτηριστικά θα λέγαμε ότι στα Χρηματιστήρια Αξιών γίνονται συναλλαγές κυρίως σε ομόλογα, ομολογίες και σε μετοχές (παρακάτω θα σημειώσουμε τις διαφορές τους). Ανάλογα δε με την νομοθεσία που ισχύει σε κάθε κράτος, οι συναλλαγές μπορεί να περιορίζονται μόνο σε ημεδαπές ομολογίες και μετοχές ή να εκτείνονται και σε αλλοδαπές.

### *β) Λειτουργία των Χρηματιστηρίων Αξιών*

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

- i) Οι χρηματιστές που έχουν ειδική μόρφωση και πείρα και που μεσολαβούν στην κατάρτιση συμβάσεων αγοραπωλησιών για λογαριασμό των πελατών τους, τις οποίες (συμβάσεις) καταρτίζουν στο όνομά τους.
- ii) Οι πελάτες που δίνουν εντολές στους χρηματιστές να προβούν σε αγορές ή πωλήσεις κινητών αξιών.
- iii) Η διοίκηση του οργανισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών που σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία ή και τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών εποπτεύει για την εύρυθμη λειτουργία του.

Αναφέρουμε ότι οι αγοραπωλησίες επί κινητών αξιών, γίνονται στο όνομα των χρηματιστών που μεσολαβούν και είναι φορείς εντολών πελατών τους, για την αγορά ή την πώληση τίτλων. Αυτό δικαιολογείται γιατί οι πελάτες και πολλοί είναι και άγνωστοι μεταξύ τους και δύσκολα θα μπορούσαν να συνεννοηθούν.

Τα αντικείμενα των χρηματιστηριακών συναλλαγών ορίζονται από την κείμενη σχετική νομοθεσία ή από τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών. Αυτά πρέπει να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις για να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών και να είναι αντικείμενα συναλλαγών. Η απόφαση για την εισαγωγή μιας αξίας στο Χρηματιστήριο Αξιών ανήκει στη διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών.

### *γ) Χρηματιστηριακές συμβάσεις*

Η κείμενη νομοθεσία ή το καταστατικό του Χρηματιστηρίου Αξιών ορίζει και τις επιτρεπόμενες μορφές χρηματιστηριακών συμβάσεων. Οι πιο συνηθισμένες μορφές είναι:

- i) Η αγοραπωλησία τοις μετρητοίς. Είναι η πιο απλή και γρήγορη, γιατί από τη σύναψη ως την εκτέλεση της σύμβασης το χρονικό διάστημα είναι μικρό.
- ii) Η αγοραπωλησία επί προθεσμία. Σ' αυτή ο χρόνος σύναψης της σύμβασης και ο χρόνος εκτέλεσής της απέχουν αρκετά. Με αυτή πετυχαίνονται δύο στόχοι: αφενός ο αγοραστής δεν καταβάλλει αμέσως το τίμημα των κινητών αξιών που "κλείνει" και αφετέρου γεννιέται η προσδοκία ότι στο μεταξύ χρονικό διάστημα θα υπάρξει ευνοϊκή διαμόρφωση της τιμής.

iii) Η (εξ)ασφαλιστική σύμβαση. Πρόκειται για επιμέρους μορφή αγοραπωλησίας με προθεσμία, με τη διαφορά ότι αυτή δεν είναι υποχρεωτική από την αρχή και γίνεται υποχρεωτική όταν ο ένας από τους συμβαλλομένους, ο οποίος έχει δικαίωμα επιλογής, έναντι κάποιου ανταλλάγματος που παραχώρησε στον άλλον συμβαλλόμενο, δηλώσει ότι επιθυμεί την εκτέλεση της σύμβασης.

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές γίνονται σε "συνεδριάσεις του χρηματιστηρίου" που πραγματοποιούνται στις εργάσιμες ημέρες και σε καθορισμένες ώρες. Η σύναψη των συμβάσεων γίνεται με εκφώνηση (μεγαλόφωνη, πρόταση για αγορά ή πώληση που απευθύνεται σε όλους τους παρισταμένους) και αντιφώνηση (μεγαλόφωνη αποδοχή της πρότασης που εκφωνήθηκε). Με αυτό τον τρόπο γίνεται δημοσίως ο ανταγωνισμός και διαμορφώνονται σε γνώση όλων οι τιμές. Στην αίθουσα συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών είναι τοποθετημένος ένας τεράστιος πίνακας στον οποίο σταθερά μεν αναγράφονται οι κινητές αξίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών και αποτελούν αντικείμενα συναλλαγών, σε ειδική δε στήλη, παραπλεύρως της κάθε αξίας, σημειώνεται η τιμή τους όπως διαμορφώνεται (με τις αυξομειώσεις της αν υπάρχουν) στην διάρκεια των ωρών λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών. Έτσι, όχι μόνο ακουστικά (με τις εκφωνήσεις και τις αντιφωνήσεις) αλλά και οπτικά γίνονται γνωστές οι διακυμάνσεις των τιμών.

#### δ) Διάκριση των τιμών των κινητών αξιών

Οι τιμές των κινητών αξιών του Χρηματιστηρίου Αξιών διακρίνονται ως εξής:

- i) Τιμή ανοίγματος. Είναι η πρώτη τιμή στην οποία γίνεται συναλλαγή για κάθε κινητή αξία, σε μία συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου Αξιών.
- ii) Τιμή κλεισίματος. Είναι η τελευταία τιμή (τιμή της τελευταίας συναλλαγής) σε κάθε κινητή αξία σε μια συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου Αξιών.
- iii) Τιμή "τοις μετρητοίς". Είναι η τιμή για συναλλαγές τοις μετρητοίς.
- iv) Τιμές "επί προθεσμία" ή προθεσμιακές. Είναι οι τιμές για προθεσμιακές συναλλαγές.
- v) Τιμές συμψηφισμού. Είναι συμβατικές τιμές που καθορίζονται από τη διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών για να γίνει βάσει αυτών ένας συμψηφισμός.

*ε) Τα σημαντικότερα Χρηματιστήρια Αξιών*

Τα σημαντικότερα Χρηματιστήρια Αξιών του κόσμου είναι κατά σειρά (με βάση τον όγκο των συναλλαγών) τα Χρηματιστήρια Αξιών της Νέας Υόρκης, του Τόκιο, του Λονδίνου, της Φραγκφούρτης, της Ζυρίχης, του Παρισιού, των Βρυξελλών, του Μιλάνου και του Άμστερνταμ.

Οι κυριότεροι δείκτες τιμών χρηματιστηριακών αξιών είναι ο Dow Jones, της Νέας Υόρκης, των Financial Times Stock Exchange 100 του Λονδίνου, ο Nikkei A.V.G. του Τόκιο και FAZ AKTIEN της Φραγκφούρτης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

#### **A. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΙΔΡΥΣΕΩΣ**

Σύμφωνα με το ΧΡΗΜΑ - ΠΙΣΤΗ - ΤΡΑΠΕΖΕΣ του Πέτρου Α. Κιόχου το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το πρώτο Χρηματιστήριο και μοναδικό μέχρι τώρα στη χώρα, ιδρύθηκε το 1876. Πριν από την ίδρυση του Χ.Α.Α. γίνονταν ήδη από το 1870 ανεπίσημες χρηματιστηριακές συναλλαγές μεταξύ των εμπόρων. Το Χ.Α.Α. άρχισε να λειτουργεί στηριζόμενο στο θεσμικό και νομικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου του Παρισιού.

Από τη ίδρυση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών θεσπίστηκαν πολλά διατάγματα και νόμοι όπως αυτοί των ετών 1909, 1918 κ.λπ. για τη βελτίωση της λειτουργίας του. Από το 1918 το Χ.Α.Α. έγινε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου και τη λειτουργία του άρχισε να εποπτεύει το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας. Οι διάφοροι νόμοι και διατάγματα που εκδόθηκαν για να οριοθετήσουν τις λειτουργίες του Χ.Α.Α. αποσκοπούσαν στον εκσυγχρονισμό του και στην καλύτερη λειτουργία του.

Με το νόμο 1806 του 1988 έγιναν οι κυριότερες ρυθμίσεις λειτουργίες του Χ.Α.Α. ώστε να εναρμονισθεί η λειτουργία του με τα αντίστοιχα χρηματιστήρια των άλλων χωρών της ΕΟΚ.

#### **B. Η ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ**

Το χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου και βρίσκεται υπό την εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, διοικείται από εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο, δεν επιδοτείται από το Κράτος, και τα έσοδά του προέρχονται από τις συνδρομές των εισηγμένων εταιριών. Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών γίνεται διαπραγμάτευση κυρίως μετοχών εισηγμένων εταιριών καθώς και ομολόγων και ομολογιών για τα οποία θα γίνει εκτεταμένη αναφορά πιο κάτω.

##### *α) Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου*

Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου ασκείται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο έχει τις εξής αρμοδιότητες: διαχειρίζεται την περιουσία του χρηματιστηρίου, το εκπροσωπεί δικαστικώς, παρακολουθεί τις εργασίες και τις μεταβολές του προσωπικού. Διορίζει τους αντικρυστές, καταρτίζει τον προϋπολογισμό και ό,τι άλλο αφορά στην

εύρυθμη λειτουργία του Χρηματιστηρίου, αποφασίζει για την εισαγωγή νέων εταιρειών και ομολογιακών εκδόσεων στο χρηματιστήριο, εγκρίνει το ενημερωτικό δελτίο που υποβάλλουν οι εταιρείες για την εισαγωγή μετοχών κ.ά.

*β) Άλλα όργανα του Χρηματιστηρίου*

- i) Η Γενική Συνέλευση των μελών του Χρηματιστηρίου. Στις κύριες αρμοδιότητές της είναι η εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου, η επιλογή για πλήρωση κάποιας κενής θέσης χρηματιστού κ.ά.
- ii) Το Συμβούλιο Τιμής. Εξετάζει τις πράξεις και τις τυχόν παραλείψεις των χρηματιστών και εισηγείται στον αρμόδιο Υπουργό την ανάλογη ποινή.

*γ) Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς*

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, θεσμός που εισήχθη στην Ελλάδα με τον Α.Ν. 148/1967, για τα μέτρα προς ανάπτυξη της Κεφαλαιαγοράς, απέκτησε σημαντικότατο ρόλο στη λειτουργία του Χ.Α.Α. λόγω των σοβαρών αρμοδιοτήτων που της ανατέθηκαν.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελείται από 11 μέλη και τον πρόεδρό της. Ο Πρόεδρος και τα μέλη της διορίζονται από τον ΥΠ.ΕΘ.Ο. Ο Πρόεδρος πρέπει να παρέχει τις υπηρεσίες του με πλήρη απασχόληση.

Μερικές αποφασιστικές αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι οι εξής:

- Χορηγεί την άδεια σύστασης Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας.
- Με απόφαση της παύεται μέλος της διοίκησης μιας Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας, αν δεν πληροί τις απαιτούμενες προϋποθέσεις.
- Εγκρίνει το διορισμό χρηματιστηριακού εκπροσώπου Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας.
- Με απόφασή της διορίζονται οι χρηματιστές.
- Αποφασίζει μετά από σύμφωνη γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για την εισαγωγή μετοχών στο Χ.Α.Α. τόσο στην κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά.

- Αποφασίζει τη διαγραφή κινητών αξιών από το Χ.Α.Α.

Ενώ ορισμένες γνωμοδοτικές αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι:

- Γνωμοδοτεί ως προς το ελάχιστο ύψος καταβλημένου κεφαλαίου της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας που μπορεί ν' αυξάνεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ.
- Υποβάλλει πρόταση στην ΥΠΕΘΟ, αν κρίνει ότι συντρέχουν ορισμένες προϋποθέσεις για την άρση της άδειας λειτουργίας μιας Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας.

#### δ) Εποπτεία

Στο Χρηματιστήριο εδρεύει η Διεύθυνση Εποπτείας Χρηματιστηρίου Αξιών. Στη θέση αυτή διορίζεται ένας επόπτης από το ΥΠΕΘΟ, ο οποίος είναι υπεύθυνος για την τήρηση της τάξεως στις συναλλαγές, βεβαιώνοντας τις καθημερινές τιμές των τίτλων, αφού εποπτεύει την σύνταξη του ημερήσιου δελτίου τιμών του Χ.Α.Α.

### Γ. ΜΕΛΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ\*

Τα μέλη του Χρηματιστηρίου διακρίνονται σε τακτικά και έκτακτα.

#### ι) Τακτικά μέλη

##### ια) Οι χρηματιστές

Χρηματιστής διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αυτός που συγκεντρώνει τα προσόντα που προβλέπονται από Νόμο και έχει επιτύχει σε ειδικές εξετάσεις.

Για να πάρει κάποιος μέρος στις ειδικές εξετάσεις πρέπει να πληροί ορισμένες προϋποθέσεις:

- Να έχει ηλικία τουλάχιστον είκοσι πέντε ετών.
- Να είναι πτυχιούχος ανώτατου εκπαιδευτικού ιδρύματος ή Τ.Ε.Ι.

---

\* Η πηγή που αντλήθηκαν οι πληροφορίες για τα μέλη του Χρηματιστηρίου είναι η "Διαχείριση Χαρτοφυλακίου" του Δημητρίου Καραπιστόλη.

- Αν είναι υπόχρεος στρατιωτικών υποχρεώσεων, να τις έχει εκπληρώσει ή να έχει νομίμως απαλλαγεί από αυτές.
- Να μην έχει καταδικαστεί για αδίκημα τέτοιο που να αποτελεί κώλυμα διορισμού σε θέση δημοσίου υπαλλήλου.
- Να έχει τριετή επαγγελματική απασχόληση, με χρηματιστηριακά θέματα. Η απασχόληση αυτή θα πρέπει να αποδεικνύεται με βεβαίωση του οικείου ασφαλιστικού φορέα ή της φορολογούσης αρχής και να συνοδεύεται με συστατική επιστολή του εργοδότη.

Μπορεί ακόμη να προσκομίσει άδεια χρηματιστηριακού εκπροσώπου μετοχών και χρεογράφων από αρμόδια όργανα της αλλοδαπής, όπου πρέπει να έχει εργαστεί ως χρηματιστής σε χρηματιστηριακή εταιρεία.

Επίσης παίρνουν άδεια, άνευ εξετάσεων, μετά από σύμφωνη γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι κάτοχοι μεταπτυχιακού διπλώματος (Master) ή Διδακτορικού διπλώματος (Doctorat) στα χρηματοοικονομικά ή τη διοίκηση επιχειρήσεων, εφόσον έχουν τουλάχιστον 5ετή εμπειρία σε χρηματιστηριακές συναλλαγές στο εξωτερικό ή το εσωτερικό.

Για την ασφάλεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών ο διοριζόμενος χρηματιστής είναι υποχρεωμένος να καταθέσει πριν την έναρξη των εργασιών του, ποσό άνω των 10.000.000 δρχ. στο "Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών".

Το προνόμιο της αποκλειστικότητας των Χρηματιστών απορρέει κατ' αρχής από την ανάγκη προστασίας του κοινού από τη μεσολάβηση ανεύθυνων ατόμων κατά τη σύναψη των συναλλαγών καθώς και από το γεγονός ότι οι πελάτες είναι πολλοί και άγνωστοι μεταξύ τους, οπότε δύσκολα θα μπορούσαν να συνεννοηθούν ή να έχουν την αμοιβαία εμπιστοσύνη που απαιτείται για την πραγμάτωση της συναλλαγής.

Για τον Χρηματιστή σύμφωνα με τον νόμο απαγορεύεται:

- i) Κάθε ενέργεια μη αρμόζουσα στην αξιοπρέπεια του λειτουργήματος του καθώς επίσης η έμμισθη υπηρεσία ως υπαλλήλου ή ως διευθύνοντος συμβούλου σε ανώνυμη εταιρεία.
- ii) Η άσκηση άλλης εμπορίας εκτός από αυτή του χρηματιστή και η άσκηση αντιπροσωπείας ανώνυμης εταιρείας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο.



### ιβ) Χρηματιστηριακές Ανώνυμες Εταιρείας (Χ.Α.Ε.)

Η χρηματιστηριακή εταιρεία είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Προβλέπονται τρεις κατηγορίες Χ.Α.Ε.

- i) Εταιρείες που έχουν δικαίωμα να συνάπτουν συναλλαγές μόνο κατά τη διάρκεια των συναλλαγών (εκτός κύκλου), μόνο για λογαριασμό πελατών τους.
- ii) Εταιρείες που πραγματοποιούν συναλλαγές εντός και εκτός κύκλου, για λογαριασμό δικό τους και πελατών τους.
- iii) Εταιρείες που εκτός του δικαιώματος να πραγματοποιούν συναλλαγές εντός και εκτός κύκλου, για λογαριασμό δικό τους και των πελατών τους έχουν το δικαίωμα να αναλαμβάνουν ανάδοχοι εκδόσεων νέων μετοχών και ομολογιακών δανείων.

Το μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας καταβάλλεται σε μετρητά και πρέπει να έχει καταβληθεί ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας.

Οι μετοχές της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας είναι ονομαστικές. Η μεταβίβαση τους για οποιαδήποτε νομική αξία, με εξαίρεση την κληρονομική διαδοχή και τη γονική παροχή, χωρίς προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, είναι άκυρη εκτός αν με την μεταβίβαση ο ενδιαφερόμενος δεν συγκεντρώνει μετοχές που ως ποσοστό υπερβαίνουν το 10% του μετοχικού κεφαλαίου. Για την χορήγηση της άδειας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκτιμά την καταλληλότητα του δικαιούχου για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας.

Ενώ για να δοθεί άδεια για σύσταση ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεκτιμά την οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρείας, την αξιοπιστία και την πείρα των προσώπων που πρόκειται να την διοικήσουν, καθώς και την καταλληλότητα των μετοχών που διαθέτουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό του μετοχικού κεφαλαίου για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας. Δεν επιτρέπεται σε τράπεζες να είναι μέτοχοι σε περισσότερες από μία ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες.

Για της χρηματιστηριακές συναλλαγές η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία διορίζει εκπροσώπους της, οι οποίοι ονομάζονται χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι.

Ως χρηματιστηριακός εκπρόσωπος μπορεί να διοριστεί:

- i) Χρηματιστής, οπότε και αναστέλλεται η άσκηση του επαγγέλματός του.
- ii) Άτομο που επιτυγχάνει σε ειδικές εξετάσεις που διεξάγονται για τον λόγο αυτό.

Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος διορίζεται και ανακαλείται σύμφωνα με τις διατάξεις για την εκπροσώπηση που περιλαμβάνονται στο καταστατικό της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας και με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες. Σύμβαση εργασίας μεταξύ χρηματιστηριακής εταιρείας και χρηματιστηριακού εκπροσώπου είναι πάντοτε αορίστου χρόνου.

Ο τακτικός και έκτακτος έλεγχος που προβλέπεται για τις ανώνυμες εταιρείες ασκείται και στις ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες από ορκωτή λογιστή.

#### *ii) Έκτακτα μέλη - Αντικρυστές*

Τα έκτακτα μέλη του Χρηματιστηρίου είναι οι αντικρυστές. Οι αντικρυστές είναι υπάλληλοι οι οποίοι βοηθούν τους Χρηματιστές στην διεξαγωγή των Χρηματιστηριακών συναλλαγών. Διορίζονται ύστερα από αίτηση του Χρηματιστή. Τα προσόντα που πρέπει να έχει ένας αντικρυστής είναι:

- ♣ Πρέπει να είναι ηλικίας άνω των 21 ετών.
- ♣ Να έχει απολυτήριο Γυμνασίου ή ισότιμης σχολής.
- ♣ Να μην έχει καταδικαστεί ποτέ και να μην έχει κηρυχτεί σε πτώχευση.

Ο Αντικρυστής μπορεί να συνάπτει συναλλαγές "δι' εκφωνήσεως" στον κύκλο του Χρηματιστηρίου για λογαριασμό του Χρηματιστή, ύστερα από γραπτή πληρεξουσιότητα και με απόφαση της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Κάθε χρηματιστής οφείλει να έχει ένα μόνο αντικρυστή, έχοντας την ευθύνη των πράξεων που πραγματοποιεί ο αντικρυστής του.

Όταν ο αντικρυστής απολυθεί διατηρεί για ένα χρόνο την ιδιότητά του εφόσον είχε πενταετή τουλάχιστον προϋπηρεσία. Ο Αντικρυστής δεν μπορεί να συνάπτει προσωπικές χρηματιστηριακές συναλλαγές και να υπηρετεί δύο χρηματιστές συγχρόνως.

#### **Δ) ΤΟ ΣΥΝΕΓΓΥΗΤΙΚΟ\***

Με το νόμο Ν. 1308/1918 επιβλήθηκε για πρώτη φορά οι Χρηματιστές να καταθέτουν εγγύηση για την ασφάλεια των Χρηματιστηριακών συναλλαγών. Το ποσό ανερχόταν σε 75.000 δρχ.

Το 1954 δημιουργήθηκε το "Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών" γνωστό ως "Συνεγγυητικό" του οποίου το αρχικό κεφάλαιο συγκεντρώθηκε από τις εφάπαξ εισφορές των χρηματιστών.

Σήμερα κάθε Χρηματιστής έχει ατομική μερίδα πάνω από 10.000.000 δρχ. στο Συνεγγυητικό. Σε περίπτωση που ένας χρηματιστής αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του διανέμεται στους πιστωτές του η ατομική του μερίδα. Αν αυτή δεν φτάνει για να καλυφθούν οι υποχρεώσεις του τότε χρησιμοποιείται ποσοστό ύψους 20% από την υπόλοιπη περιουσία του Συνεγγυητικού.

Το Συνεγγυητικό διοικείται από πενταμελή επιτροπή χρηματιστών με πρόεδρο τον εκάστοτε πρόεδρο του Χρηματιστηρίου.

#### **Ε) ΤΑ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ**

##### **ι) Ομόλογα - Ομολογίες\***

Τα ομόλογα συνήθως εκδίδονται από το δημόσιο Ν.Π.Δ.Δ. και τράπεζες και εξοφλούνται σε συγκεκριμένη μελλοντική χρονολογία. Τα ομόλογα είναι ανώνυμα έχουν σταθερή απόδοση βάσει γνωστού επιτοκίου και είναι συνήθως για λίγα χρόνια.

Οι ομολογίες είναι προϊόν έκδοσης ομολογιακού δανείου που εκδίδεται από το δημόσιο, Ν.Π.Δ.Δ. και τράπεζες αλλά και από Ανώνυμες Εταιρείες. Το συνολικό ποσό του ομολογιακού δανείου διαιρείται σε τίτλους (ομολογίες), ίσης ονομαστικής αξίας, καθένας από τους οποίους έχει δικαίωμα ανάληψης του κεφαλαίου που κατατέθηκε στον οριζόμενο μελλοντικό χρόνο καθώς και ανάληψης των τόκων οι οποίοι είναι προσαρτημένοι σε κάθε ομολογία με "τοκομερίδια" τα οποία εξαργυρώνονται στον αναγραφόμενο σ' αυτά χρόνο με βάση το επιτόκιο που αναγράφεται. Η έκδοση του ομολογιακού δανείου γίνεται μετά από δημόσια διακήρυξη, στη διακήρυξη

---

\* Οι πληροφορίες για το Συνεγγυητικό αντλήθηκαν από τη "Διαχείριση Χαρτοφυλακίου" του Δημητρίου Καραπιστόλη.

\* Οι πληροφορίες για τα Ομόλογα - Ομολογίες αντλήθηκαν από τη "Διαχείριση Χαρτοφυλακίου" του Δημητρίου Καραπιστόλη.

αναγράφεται το συνολικό ποσό του δανείου, η διάρκεια του, το επιτόκιο του και ο τρόπος εξόφλησής του. Η διάρκεια των ομολογιακών δανείων είναι μεγάλη (μέχρι και 20 χρόνια). Σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας που έκανε την έκδοση των ομολογιών, αυτές εξοφλούνται προνομιακά, πριν γίνει οποιαδήποτε διανομή από το ενεργητικό στους μετόχους.

## ii) Μετοχές\*

Η μετοχή είναι ο αντιπροσωπευτικός τίτλος του μετοχικού κεφαλαίου της Ανώνυμης Εταιρείας.

Οι μετοχές έχουν τέσσερα κύρια χαρακτηριστικά:

- 1) Οι μετοχές μιας εταιρείας έχουν την ίδια αξία, είναι ίσες μεταξύ τους.
- 2) Οι μετοχές είναι αδιαίρετες. Για την Α.Ε. δικαιούχος της μετοχής είναι μόνο ένας. Εάν υπάρχει συγκυριότητα, αντιπροσωπεύεται με ένα πληρεξούσιο.
- 3) Είναι μεταβιβάσιμες. Ο τρόπος και η διαδικασία μεταβίβασής τους εξαρτάται, από το είδος της μετοχής και από το αν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών ή όχι. Μια βασική διάκριση των μετοχών είναι σε ονομαστικές και ανώνυμες. Οι ανώνυμες μεταβιβάζονται με παράδοση του τίτλου ενώ οι ονομαστικές μετοχές μεταβιβάζονται με εγγραφή σε ειδικό βιβλίο μετόχων της Α.Ε. που χρονολογείται και υπογράφεται από τον μεταβιβάζοντα κι από εκείνον στον οποίο γίνεται η μεταβίβαση.
- 4) Είναι κυμαινόμενης και όχι σταθερής αξίας. Εάν οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών, η αξία τους καθορίζεται από την προσφορά και την ζήτηση είναι, δηλαδή, η χρηματιστηριακή αξία. Αν δεν είναι εισηγμένες, η αξία τους εξαρτάται κυρίως από την καθαρή θέση της επιχείρησης.

Εκτός από τη διάκριση των μετοχών σε ονομαστικές και ανώνυμες μια άλλη διάκριση είναι σε κοινές και προνομιούχες. Οι κοινές μετοχές αποτελούν τον κανόνα και έχουν τη μορφή που αναφέραμε. Οι προνομιούχες μετοχές προσφέρουν ορισμένα πλεονεκτήματα. Αυτά είναι: α) ανάληψη του πρώτου μερίσματος πριν από τις κοινές μετοχές, β) προνομιακή επιστροφή του κεφαλαίου που καταβλήθηκε κατά την εκκαθάριση της περιουσίας που γίνεται με τη λύση της Α.Ε., γ) λήψη μερίσματος και

---

\* \* Οι πληροφορίες για τις μετοχές αντλήθηκαν από το βιβλίο "Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο του Γιάννη Χολέβα.

στις χρήσεις κατά τις οποίες υπάρχουν μεν κέρδη αλλά αποφασίστηκε να μην διανεμηθεί μέρισμα.

Οι προνομιακές μετοχές μπορεί να είναι με δικαίωμα ψήφου ή χωρίς δικαίωμα.

Οι μέτοχοι έχουν ορισμένα δικαιώματα και υποχρεώσεις. Τα δικαιώματα είναι:

- ⇒ Συμμετοχής στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων.
- ⇒ Δυνατότητα εκλογής στο Διοικητικό Συμβούλιο.
- ⇒ Δυνατότητα πρόκλησης Γενικής Συνέλευσης.
- ⇒ Συμμετοχή στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας σε περίπτωση διάλυσης της Α.Ε.
- ⇒ Οι μέτοχοι δεν έχουν καμία ευθύνη πέρα από την ονομαστική αξία των μετοχών τους.
- ⇒ Έχουν δικαίωμα να ζητήσουν 10 μέρες πριν από την έκτακτη Γενική Συνέλευση του Ισολογισμού της Α.Ε. με τις σχετικές εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των ελεγκτών.
- ⇒ Πληρωμή του μερίσματος εντός 2 μηνών από την ημερομηνία της τακτικής Γενικής Συνέλευσης που αποφάσισε την καταβολή του.

Οι υποχρεώσεις των μετόχων είναι:

- ⇒ Αν υπάρχει συγκυριότητα στη μετοχή, ένας πρέπει να την αντιπροσωπεύει ως πληρεξούσιος.
- ⇒ Ανεπιφύλακτη αποδοχή του Καταστατικού της Α.Ε. και των νομίμων αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων.
- ⇒ Για να συμμετάσχει σε Γενική Συνέλευση ο μέτοχος πρέπει να καταθέσει τις μετοχές του στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ή τράπεζα (που έχει οριστεί), 5 τουλάχιστον ημέρες πριν από την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης.
- ⇒ Τα μερίσματα που δεν ζητήθηκαν για μια 5ετία αφότου έγιναν απαιτητά παραγράφονται.

### *iii) Παράγοντες που συμβάλλουν στην προσφορά και στην ζήτηση των μετοχών\**

1. Οι παράγοντες που συμβάλλουν στην προσφορά των μετοχών είναι οι εξής:

---

\* Πληροφορίες για τους παράγοντες που συμβάλλουν στην προσφορά και στη ζήτηση των μετοχών πήραμε από την "Τεχνική των Συναλλαγών" του Κωνσταντίνου Καρδακάρη.

- α) Η πρόβλεψη ότι θα υπάρξει μείωση των τιμών για διάφορους λόγους.
- β) Οι ανάγκες των κατόχων μετοχών να τις πουλήσουν για να αποκτήσουν μετρητά.
- γ) Η πραγματοποίηση κέρδους αν προηγήθηκε σημαντική άνοδος των τιμών.
- δ) Οι πωλήσεις που είναι συνέπεια κακόβουλων διαδόσεων για πτώση των τιμών συγκεκριμένων μετοχών.
- ε) Η ισχυρή οικονομική κρίση που οδηγεί σε αθρόες πωλήσεις μπροστά στον κίνδυνο του εκμηδενισμού των τιμών.

2. Οι παράγοντες που συμβάλλουν στη ζήτηση των μετοχών είναι:

- α) Η θετική πορεία της οικονομίας.
- β) Η ανακοίνωση για θετική πορεία των κερδών μιας εταιρείας.
- γ) Η χρηματιστηριακή άνθηση που προκαλεί στροφή επενδυτών προς το Χ.Α.Α.
- δ) Η στροφή στις αγορές μετοχών, όταν οι άλλες μορφές επενδύσεων (αγορά ομολόγων, προθεσμιακές καταθέσεις κ.λπ.) δεν είναι ελκυστικές λόγω χαμηλών επιτοκίων).
- ε) Η επιδίωξη διαφόρων θεσμικών επενδυτών (π.χ. Αμοιβαία Κεφάλαια) να αυξήσουν τις μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους ή η εμφάνιση καινούργιων μεγάλων θεσμικών επενδυτών από το εξωτερικό που αποφάσισαν να επενδύσουν στην εγχώρια αγορά.
- στ) Η πρόβλεψη για άνοδο των τιμών των μετοχών είτε εξετάζονται τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών είτε λόγω πληροφοριών και διαδόσεων.

## **ΣΤ. ΕΝΤΟΛΗ ΚΑΙ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΡΑΞΕΩΝ**

### *α) Εντολή για πραγματοποίηση χρηματιστηριακής πράξης*

Η σύναψη των χρηματιστηριακών πράξεων γίνεται είτε εντός του κύκλου με τη συμμετοχή μελών του Χρηματιστηρίου είτε εντός του κύκλου και χωρίς τη συμμετοχή μελών του Χρηματιστηρίου είτε τέλος με συμψηφιστική εγγραφή αντίθετων εντολών.

Η εντολή δίνεται σε συγκεκριμένη Χρηματιστηριακή Εταιρία ή Χρηματιστή και πρέπει να είναι σαφής ως προς:

- Το είδος των τίτλων για αγορά ή πώληση.
- Την ποσότητα των τίτλων προς αγορά ή πώληση.
- Την τιμή στην οποία θα γίνει η αγορά ή η πώληση και η οποία μπορεί να είναι:
  - i) Σε ορισμένη τιμή, η οποία αποτελεί ένα ανώτατο όριο όταν πρόκειται για αγορά και ένα κατώτατο όταν πρόκειται για πώληση.
  - ii) Στο άνοιγμα οπότε η Χ.Ε. οφείλει να εκτελέσει την πράξη στην πρώτη τιμή που θα αναγραφεί στον Πίνακα Τιμών με την έναρξη της συνεδρίασης.
  - iii) Στο κλείσιμο, οπότε η Χ.Ε. θα προσπαθήσει να πραγματοποιήσει τη συναλλαγή κατά τη λήξη της συνεδρίασης.
  - iv) Στο καλύτερο, δηλαδή στην καλύτερη δυνατή τιμή κατά την κρίση του χρηματιστή.

Οι εντολές στο κλείσιμο και στο άνοιγμα ισχύουν μόνο για την πρώτη συνεδρίαση, ενώ οι εντολές σε ορισμένη τιμή και στο καλύτερο ισχύουν για ολόκληρο το δεκαπενθήμερο.

Όποιος αναθέτει εντολή αγοράς, οφείλει να καταθέσει και εγγύηση ή περιθώριο στο χρηματιστηριακό γραφείο έναντι απόδειξης του Χ.Α.Α., ενώ όποιος αναθέτει εντολή πώλησης είναι υποχρεωμένος να καταθέσει τους τίτλους αν πρόκειται για πώληση τοις μετρητοίς ή διαφορετικά να καταθέσει εγγύηση που μπορεί να είναι μετρητά ή τίτλοι.

Η εκτέλεση της εντολής γίνεται στην Αίθουσα Συνεδριάσεων του Χ.Α.Α. όπου είναι εγκατεστημένα τα τερματικά των μελών του Χ.Α.Α. μέσω των οποίων γίνονται οι συναλλαγές.

### *β) Εκκαθάριση*

Η εκκαθάριση των συναλλαγών δηλαδή η παράδοση των τίτλων από εκείνους που πούλησαν και η καταβολή της αξίας των τίτλων από εκείνους που αγόρασαν γίνεται για μεν τις πράξεις τοις μετρητοίς την επόμενη εργάσιμη ημέρα για δε τις

πράξεις επί προθεσμία, την δεύτερη εργάσιμη ημέρα από τη λήξη του δεκαπενθήμερου που έγινε η συναλλαγή.

Η εκκαθάριση των συναλλαγών γίνεται μέσω του Γραφείου Εκκαθάρισης. Οι χρηματιστές παραδίδουν κάθε μέρα καταστάσεις στο Γραφείο Εκκαθάρισης όπου περιλαμβάνονται τα χρεόγραφα που είναι για παραλαβή και παράδοση, γράφοντας δίπλα την τιμή και το όνομα του αντισυμβαλλόμενου χρηματιστή.

Οι καταστάσεις αυτές περιέχουν μόνο τα υπόλοιπα των τίτλων ή μετρητών που έχει να λάβει ή να δώσει ο χρηματιστής.

## **Z. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

Σύμφωνα με το Ν. 1969/91 "Περί Επενδύσεων χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων" οι εταιρείες επενδύσεων έχουν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου χρεογράφων. Οι μετοχές των Εταιρειών Επενδύσεων πρέπει να εισαχθούν υποχρεωτικά στο Χρηματιστήριο Αξιών.

Οι Εταιρείες Επενδύσεων είναι υποχρεωμένες να διανέμουν τα κέρδη στους μετόχους εκτός και αν υπάρξει απόφαση της γενικής συνέλευσης για το σχηματισμό ειδικού αποθεματικού το οποίο μπορεί να φτάσει μέχρι το 30% του μετοχικού κεφαλαίου.

## **H. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο σχηματίζεται από εισφορές μεγάλου πλήθους αποταμιευτών, οι οποίοι καθίστανται συνδικαιούχοι. Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ονομάζεται χαρτοφυλάκιο και μπορεί να περιλαμβάνει:

- μετρητά
- ομολογίες εσωτερικού ή εξωτερικού
- ομόλογα εσωτερικού ή εξωτερικού
- έντονα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου
- μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε ξένα χρηματιστήρια
- τραπεζικές καταθέσεις

Για την εξασφάλιση των αποταμιευτών το σύνολο της περιουσίας του Α/Κ είναι κατατεθειμένο σε Ελληνική Τράπεζα, η οποία ονομάζεται θεματοφύλακας του Α/Κ. Το



τιμήμα της επένδυσης σε αξιόγραφα εξωτερικού προβλέπεται να φυλάσσεται σε ξένη τράπεζα.

Το Α/Κ δεν είναι Νομικό Πρόσωπο και η διάρκεια της λειτουργίας του δεν υπόκειται σε χρονικούς περιορισμούς.

Το σύνολο της περιουσίας του Α/Κ διαχειρίζεται Ελληνική Ανώνυμος Εταιρεία. Η διαχείριση αφορά εντολές εξαγορών ή πωλήσεις των αξιογράφων που διαθέτει το Α/Κ στο χαρτοφυλάκιό του την κατάλληλη χρονική στιγμή ώστε να υπάρχει η υψηλότερη δυνατή απόδοση.

Η περιουσία του Α/Κ μπορεί να μεταβληθεί με τους εξής τρόπους:

- Με την αύξηση ή μείωση της Χρηματιστηριακής αξίας του χαρτοφυλακίου του Α/Κ.
- Με την εξαγορά μεριδίων των Α/Κ από την Α.Ε. Διαχειρίσεως.
- Με τη διάθεση νέων μεριδίων από την Α.Ε. Διαχειρίσεως.

Τα μερίδια των Α/Κ είναι ισόποσα και η Α.Ε. Διαχειρίσεως εκδίδει ονομαστικούς τίτλους κυριότητας των μεριδίων.

Τα Α/Κ διακρίνονται στις εξής βασικές κατηγορίες:

- 1) Α/Κ σταθερού εισοδήματος: Το χαρτοφυλάκιο των Α/Κ αποτελείται από τίτλους σταθερής απόδοσης.
- 2) Αναπτυξιακά Α/Κ: Το χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνει και μετοχές.
- 3) Α/Κ Διεθνή: Το χαρτοφυλάκιο τους αποτελείται από χρεόγραφα εισηγμένα σε ξένα χρηματιστήρια.
- 4) Μικτά Α/Κ: Το χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνει χρεόγραφα και σταθερής και κυμαινόμενης απόδοσης.

## **Θ. Η ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ\***

### **α) Έννοια**

Παράλληλη Χρηματιστηριακή Αγορά είναι μια οργανωμένη αγορά χρεογράφων, που μπορεί να δημιουργείται μέσα στους κόλπους ενός ήδη υφισταμένου Χρηματιστηρίου Αξιών ή εκτός αυτού και στην οποία εισάγονται αξίες (κυρίως μετοχές) που δεν συγκεντρώνουν τις προϋποθέσεις εισαγωγής τους στην κύρια αγορά.

---

\* Οι πληροφορίες για την ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ αντλήθηκαν από το βιβλίο "ΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΓΝΩΡΙΖΟΥΜΕ ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ" του ΓΙΑΝΝΗ ΧΟΛΕΒΑ.

Με τη σύσταση παράλληλης χρηματιστηριακής αγοράς εξυπηρετούνται:

- ⇒ Οι επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους που επιθυμούν ν' αντλήσουν κεφάλαια με τη διαδικασία του Χρηματιστηρίου Αξιών.
- ⇒ Οι επενδυτές που επιθυμούν ν' αγοράσουν μετοχές των παραπάνω εταιριών, με την καθαρότητα, τη δημοσιότητα και τις εγγυήσεις που παρέχει το Χρηματιστήριο Αξιών.
- ⇒ Η εθνική οικονομία γιατί δίνεται η δυνατότητα σε επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους να εκσυγχρονιστούν και να αναπτυχθούν.

Με λίγα λόγια θα μπορούσαμε να πούμε ότι σκοπός της δημιουργίας παράλληλης αγοράς είναι να δοθεί η δυνατότητα στις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις που διαθέτουν δυναμισμό και προοπτικές, να απευθυνθούν στο επενδυτικό κοινό, προκειμένου να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Οι εταιρείες που θα εισάγουν τις μετοχές τους στην παράλληλη αγορά θα έχουν μελλοντικά τη δυνατότητα ανάλογα με την ανάπτυξή τους να περάσουν στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου.

Δεν υπάρχει καμία διαφορά μεταξύ κύριας και παράλληλης αγοράς του Χρηματιστηρίου, ως προς τον τρόπο λειτουργίας, διαπραγμάτευσης των τίτλων, εκφώνησης και αντιφώνησης των εντολών, παράδοσης - παραλαβής των τίτλων, φορολογικών απαλλαγών κ.λπ.

#### *β) Νομοθεσία για την παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α.*

Η παράλληλη αγορά που συστήθηκε στο Χ.Α.Α. έχει τα εξής χαρακτηριστικά: Είναι επίσημη. Λειτουργεί στο πλαίσιο του Χ.Α.Α. με την υπάρχουσα κρατική εποπτεία και τους ισχύοντες γι' αυτό κανονισμούς (αλλά με διαφορετικές προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών).

Ανήκει σε Ν.Π.Δ.Δ. (που είναι το Χ.Α.Α. αν και με το αρ. 51 παρ. 1/β' του αναπτυξιακού Ν. 1892/1990 ορίστηκε ότι το Χ.Α.Α. θα λειτουργεί με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια).

Οι ουσιαστικές προϋποθέσεις για την εισαγωγή αξιών (μετοχών και ομολογιών) σ' αυτή, είναι διαφορετικές από την κύρια (έχουν διαφορετικό ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων) της Α.Ε. που θα εισαχθεί) αλλά η τυπική διαδικασία είναι η ίδια.

Όλες οι διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας (συμπεριλαμβανομένης και της φορολογικής) που ισχύουν για την κύρια αγορά, διέπουν και την παράλληλη αγορά.

Οι διατάξεις που αφορούν στη παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. είναι αυτές του άρ. 32 του Ν. 1706/1988, το Π.Δ. 489/26-9-89 και η Απόφαση ΥΠΕΘΟ 119 ΕΚ 50454/15-12-89 όπως μεταγενέστερα συμπληρώθηκε. Σύμφωνα με το αρ. 32 του Ν. 1806/1988:

- 1) Η παράλληλη αγορά ιδρύεται με Προεδρικό Διάταγμα (εκδόθηκε το Π.Δ. 489/1989).
- 2) Στην παράλληλη αγορά αποτελούν αντικείμενο χρηματιστηριακών συναλλαγών αξίες που δεν είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α.
- 3) Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ καθορίζονται οι λεπτομέρειες λειτουργίας της παράλληλης αγοράς.
- 4) Στην παράλληλη αγορά επιτρέπεται μόνο η πώληση της μετοχής.
- 5) Η μεταφορά αξιών από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. γίνεται μετά από αίτηση του εκδότη τους και με την διαδικασία που προβλέπεται για την εισαγωγή αξιών στην κύρια αγορά. Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, μετά από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορούν να επιτραπούν παρεκκλίσεις από τη διαδικασία αυτή, εφόσον έχουν τηρηθεί οι αντίστοιχες υποχρεώσεις του εκδότη των αξιών για την εισαγωγή τους στην παράλληλη αγορά.
- 6) Οι διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας που διέπουν την λειτουργία της κύριας αγοράς του Χ.Α.Α. διέπουν και τη λειτουργία της παράλληλης αγοράς. Το ίδιο ισχύει και ως προς τις υποχρεώσεις και την ευθύνη των μελών του Χ.Α.Α.
- 7) Οι διατάξεις της φορολογικής νομοθεσίας που αναφέρονται στις αξίες που έχουν εισαχθεί και στους κομιστές τους εφαρμόζονται ανάλογα και στην παράλληλη αγορά.

#### *γ) Προϋποθέσεις εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά*

Προκειμένου μια Ανώνυμη Εταιρεία να εισαγάγει προς διαπραγμάτευση τις μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών θα πρέπει να πληροί τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- 1) Να έχει ένα ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό και αποθεματικό) το οποίο ορίστηκε αρχικά σε τουλάχιστον 100.000.000 δρχ. (μεταβαλλόμενο).
- 2) Να έχει δημοσιεύσει τουλάχιστον τρεις ισολογισμούς εκ των οποίων, ο τελευταίος να έχει ελεγχθεί από το Σώμα Ορκωτών Λογιστών και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- 3) Να έχει παρουσιάσει ικανοποιητικά κέρδη εκμετάλλευσης κατά την τελευταία τριετία.

Εξαιρέση με τις με αριθμό 2 και 3 προϋποθέσεις χωρεί στις περιπτώσεις νεοσύστατων Εταιρειών ή Εταιρειών με βραχύτερο των 3 ετών χρόνο ζωής ή και εταιρειών που για ειδικούς λόγους δεν παρουσίασαν ικανοποιητικά κέρδη σε ένα από τα τρία προ της αίτησης εισαγωγής χρόνια αν είναι ευνοϊκές ή προοπτικές για την Α.Ε. και αν υπάρχει η βεβαιότητα ότι οι επενδυτές έχουν τις απαιτούμενες πληροφορίες για να σχηματίσουν σαφή γνώμη για την εταιρεία. Στην περίπτωση αυτή η απόφαση εισαγωγής λαμβάνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μετά από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου.

Στις συνήθεις περιπτώσεις που η αιτούσα Εταιρεία πληροί τις παραπάνω προϋποθέσεις η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών της λαμβάνεται από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με πλειοψηφία των 3/5 του συνόλου των μελών του.

- 4) Η υποψήφια Εταιρεία θα πρέπει να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου ίση τουλάχιστον με το 15% αυτού.

Οι μετοχές που προέρχονται από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα διατίθενται στο επενδυτικό κοινό με δημόσια εγγραφή πριν από την εισαγωγή τους στην παράλληλη Χρηματιστηριακή Αγορά.

Για την δημόσια εγγραφή κάλυψης του μετοχική κεφαλαίου απαιτείται απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

- 5) Εταιρείες που πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής τους στην επίσημη ή κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου μπορούν με απόφασή τους να εισαχθούν στην Παράλληλη Αγορά.

*δ) Υποχρεώσεις μετά την εισαγωγή μετοχών στην παράλληλη αγορά*

Οι κυριότερες από αυτές που δεν διαφέρουν από αυτές που αφορούν τις μετοχές της κύριας αγοράς είναι:

- 1) Δημοσίευση κάθε εξάμηνο οικονομικής κατάστασης που δείχνει όλα τα στοιχεία και την πορεία της Α.Ε.
- 2) Γνωστοποίηση στη διοίκηση του Χ.Α.Α. των αποφάσεων της Α.Ε. που αφορούν σε εκτέλεση επενδύσεων, διανομή μερισμάτων κ.ά.
- 3) Γνωστοποίηση στη διοίκηση του Χ.Α.Α. για την ίδρυση από την Α.Ε. θυγατρικών επιχειρήσεων ή για τη συμμετοχή σε συνιστώμενες νέες Α.Ε.
- 4) Παροχή πληροφοριών στο κοινό για κάθε γεγονός το οποίο έχει σοβαρή επίδραση στην επιχείρηση και στην περαιτέρω εξέλιξή της.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ –

### ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ – ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

### ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΕ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ

#### *Α. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ – ΤΙ ΙΣΧΥΕΙ ΣΗΜΕΡΑ*

Εμπνευστής του Χρηματιστηρίου Παραγώγων υπήρξε ο Βαβυλώνιος βασιλιάς Χαμουραμί, στον Κώδικα του οποίου ανιχνεύονται τα πρώτα δείγματα λειτουργίας αυτής της αγοράς. Αργότερα, στην αρχαία Ελλάδα υπάρχουν ενδείξεις ύπαρξης αγοράς παραγώγων την εποχή του Αριστοτέλη, αλλά τη σημερινή τους μορφή πήραν στα μέσα του 19ου αιώνα στις αγορές δημητριακών του Σικάγου. Εκεί, στο Chicago Board of Trade που ιδρύθηκε το 1848 γινόταν διαπραγμάτευση κυρίως καλαμποκιού και σιταριού για άμεση και μελλοντική παραλαβή. Το 1870 ιδρύθηκε το New York Cotton Exchange που διαχειριζόταν την αγορά βαμβακιού, και σε λίγο καιρό ακολούθησαν αγορές και άλλων γεωργικών προϊόντων.

Όμως, η ραγδαία ανάπτυξη των Χρηματοπιστωτικών παραγώγων ξεκίνησαν στη δεκαετία του 1970, μια δεκαετία που χαρακτηρίστηκε από ανοδική διακύμανση των επιτοκίων, του πληθωρισμού και των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε όλο τον κόσμο (μετά την κατάργηση του διεθνούς συστήματος Bretton Woods το 1972, σύμφωνα με το οποίο υπήρχε μια σταθερή σχέση χρυσού και δολλαρίου ώστε 1 ουγγιά χρυσού να τιμάται 35 δολάρια). Έτσι για παράδειγμα το 1973 στο Chicago Mercantile Exchange έγινε η εισαγωγή προθεσμιακών συμβολαίων όπου σαν υποκείμενο αγαθό ήταν ένας χρηματοπιστωτικός τίτλος όπως έντοκα γραμμάτια δημοσίου, κτηματικές ομολογίες, δείκτες χρηματιστηρίου κ.λπ. Επομένως, η πληθώρα των χρηματοπιστωτικών τίτλων που είναι αντικείμενο συναλλαγών στην κεφαλαιαγορά καθώς και οι ανάγκες των θεσμικών επενδυτών να διαχειριστούν ένα πλήθος χαρτοφυλακίων, οδήγησε στην εισαγωγή παραγώγων προϊόντων κατ' αρχήν στα χρηματιστήρια εμπορευμάτων και ακολούθως στα χρηματιστήρια αξιών.

Σήμερα υπάρχουν αγορές για προθεσμιακά συμβόλαια και δικαιώματα σε επιτόκια, συνάλλαγμα, δείκτες μετοχών, όπως και δικαιώματα βασισμένα σε τιμές προθεσμιακών συμβολαίων (options on futures) ή σε ανταλλαγές επιτοκίων (swaps). Τη μεγαλύτερη αγορά παραγώγων στον κόσμο έχουν οι Η.Π.Α. ενώ οι άλλες χώρες με εύρος και βάθος αγοράς είναι η Μ. Βρετανία, η Ιαπωνία, η Σιγκαπούρη, καθώς και

ορισμένες χώρες της Λ. Αμερικής. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι από το 1993 και έπειτα η εμπορευσιμότητα των εκτός των ΗΠΑ χρηματιστηριακών χρηματοπιστωτικών παραγώγων ξεπέρασε την αντίστοιχη των αμερικανικών. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση εξάλλου, αυτή τη στιγμή λειτουργούν οργανωμένες αγορές παραγώγων, στις 8 από τις 11 χώρες του ευρώ, ενώ από το τέλος του Αυγούστου απέκτησε και η Ελλάδα το δικό της χρηματιστήριο.

## ***B. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΑ ΤΟΥΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ***

Παράγωγο προϊόν θεωρείται μια διμερής σύμβαση της οποίας η αξία εξαρτάται από την αξία ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη της τιμής άλλων, πρωτογενών προϊόντων. Έτσι τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα.

Τα τελευταία στοιχεία μας δείχνουν ότι η ανάπτυξη των παραγώγων προϊόντων και οι σχετικές καινοτομίες κατά τα τελευταία δέκα χρόνια προέρχονται από τις σημαντικές και ουσιαστικές επιχειρηματικές ανάγκες. Στο σημερινό κόσμο ο έλεγχος του κόστους έχει πρωταρχική σημασία και τα παράγωγα αποτελούν ένα τμήμα αυτής της επιχειρηματικής επιτυχίας. Η συνεισφορά τους έγκειται στο ότι προσθέτουν αξία που με τη σειρά της δημιουργεί κίνητρο για συναλλαγές σε παράγωγα.

Η ανάπτυξή τους υπήρξε ραγδαία σε όλο τον κόσμο. Αυτό οφείλεται σε δύο σημαντικά οφέλη που αποκομίζουν οι ενδιαφερόμενοι. Πρώτον, χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και τη μετακύλιση του κινδύνου, αφού είναι εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλυνσης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών.

Δεύτερον, η διαπραγμάτευσή τους αποδίδει στο κοινό προβλέψιμες τιμές που παρέχουν πληροφόρηση στην αγορά για την πραγματική αξία ορισμένων επενδυτικών στοιχείων και για τη μελλοντική κατεύθυνση της οικονομίας. Έτσι, οι επενδυτές μπορούν να εξασφαλίσουν ικανοποιητικές αποδόσεις για τις επενδύσεις τους.

Σήμερα, οι συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα διεξάγονται στο μεγαλύτερο βαθμό τους μέσα στα πλαίσια οργανωμένων αγορών. Αυτά τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά: πρώτον δίνουν τις απαραίτητες εγγυήσεις στους επενδυτές ως προς την ασφάλεια εκτέλεσης

των συναλλαγών τους. Δεύτερον, διακρίνονται από την ιδιότητα της τυποποίησης, κάτι που συμβάλλει στην αύξηση της εμπορευσιμότητάς τους.

Υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες παραγώγων. Η πρώτη είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια, δηλαδή συμφωνίες για αγορά ή πώληση τίτλων σε προσυμφωνημένη τιμή και μελλοντικό χρόνο, και η οποία ανταποκρίνεται στην ανάγκη του επενδυτή για αναδιάταξη κινδύνων στο χρόνο. Η δεύτερη είναι τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα, δηλαδή συμφωνίες για αγορά ή πώληση σε προσυμφωνημένη τιμή και μελλοντικό χρόνο, όπου δίνεται η δυνατότητα στον κάτοχο του δικαιώματος και τέλος του προκαθορισμένου διαστήματος να επιλέξει αν θα εξασκήσει το δικαίωμα ή όχι.

Αυτή η κατηγορία ανταποκρίνεται στην ανάγκη για αναδιάταξη κινδύνων με περιορισμό των διακυμάνσεων προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση μεταβολής των τιμών. Η διαφορά τους με τα προθεσμιακά συμβόλαια επικεντρώνεται στο ότι η αγορά ή πώληση των συγκεκριμένων τίτλων αποτελεί δικαίωμα και όχι υποχρέωση. Επομένως η μη εκτέλεση ενός δικαιώματος δεν επιφέρει καμία πρόσθετη επιβάρυνση εκτός από το κόστος απόκτησης του δικαιώματος στην αγορά δικαιωμάτων.

Εξάλλου, πρέπει να σημειώσουμε, ότι τα παράγωγα προϊόντα είναι διαφορετικά από τις μετοχές στις οποίες στηρίζεται η κατασκευή τους, αφού αυτές αποτελούν υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρίας προς τους εκάστοτε μετόχους της. Αντίθετα, το παράγωγο δεν δημιουργεί δικαίωμα κατά της εταιρίας που τις εκδίδει αλλά κατά κάποιου άλλου προσώπου ως προς τις μετοχές αυτές (π.χ. να αγοράσει ή να πουλήσει ορισμένο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή εντός συγκεκριμένης προθεσμίας).

Τέλος, να επισημάνουμε ότι τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα χωρίζονται ανάλογα με τον τόπο διαπραγμάτευσής τους σε εξωχρηματιστηριακά (ή εκτός κύκλου) και χρηματιστηριακά συμβόλαια. Οι πράξεις εκτός χρηματιστηρίου (Over the Counter Contracts) είναι συμβόλαια έναντι ενός συγκεκριμένου αντισυμβαλλόμενου, προσαρμοσμένα στις ανάγκες του χρήστη, ο οποίος δεν μπορεί να κλείσει την αρχική του θέση πριν τη λήξη. Τέτοια συμβόλαια είναι οι Προθεσμιακές Πράξεις (Forward), οι Ανταλλαγές (Swaps) ή τα Δικαιώματα Επιτοκίου Μέγιστης και Ελάχιστης αξίας, αντιπροσωπεύουν πολύ μεγάλους κύκλους εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών και διενεργούνται από τραπεζικά ιδρύματα με ισχυρή κεφαλαιακή θέση και αξιοπιστία.

Αντίθετα, τα Χρηματιστηριακά συμβόλαια (Exchange Contracts), όπως τα προθεσμιακά συμβόλαια (Future Contracts) και τα δικαιώματα (Option Contracts) είναι



τυποποιημένα προϊόντα, μη προσαρμοσμένα στις ανάγκες του χρήστη, αλλά διαθέτουν μειωμένο πιστωτικό κίνδυνο αφού αντισυμβαλλόμενος είναι το Χρηματιστήριο. Μια άλλη διαφορά τους από τις εκτός κύκλου συναλλαγές είναι ότι αυτά τα προϊόντα δίνουν τη δυνατότητα στον χρήστη να κλείσει την αρχική του θέση κατά βούληση, γεγονός που του αφήνει μεγαλύτερη ευχέρεια επιλογών.

## **Γ. ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ**

### **1. ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ**

Κάθε αγορά σκοπό της έχει την ικανοποίηση κάποιων συγκεκριμένων αναγκών των καταναλωτών π.χ. μια αγορά ρούχων ως στόχο της έχει την κάλυψη της ανάγκης για ένδυση των καταναλωτών της. Έτσι και μια αγορά χρήματος και κεφαλαίου έχει στόχο της την κάλυψη της ανάγκης για αποταμίευση ή επένδυση ατομικών και θεσμικών αποταμιευτών ή επενδυτών αντίστοιχα που θα αποφασίσουν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε αυτή.

Δύο βασικοί παράγοντες των αποταμιευτικών ή επενδυτικών αποφάσεων είναι ο χρόνος και ο κίνδυνος. Ο αποταμιευτής / επενδυτής αποφασίζει για πόσο χρόνο θα δεσμεύσει το κεφάλαιό του και πόσο κίνδυνο θα αναλάβει. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος τόσο μεγαλύτερη είναι η προσδοκία για υψηλότερη απόδοση. Μια αγορά λοιπόν χρήματος και κεφαλαίου για να θεωρείται επιτυχημένη πρέπει μέσω των χρηματοοικονομικών της προϊόντων να προσφέρει μια ολοκληρωμένη σειρά επιλογών για συνδυασμούς χρόνου και ανάληψης κινδύνου δηλαδή να παρέχει τη δυνατότητα στον επενδυτή για εξασφάλιση της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης.

Σε ό,τι αφορά την ελληνική αγορά χρήματος και κεφαλαίου είναι εμφανής η έλλειψη της κατάλληλης ποικιλίας προϊόντων που να δίνει τη δυνατότητα στον Έλληνα αποταμιευτή / επενδυτή να κατασκευάσει συνδυασμούς χρόνου και ανάληψης κινδύνου της προτίμησής του. Σχετικά με το χρόνο στην Ελλάδα είναι χαρακτηριστική η ανυπαρξία τίτλων με μεγάλη προθεσμία λήξης π.χ. δέκα έτη και σταθερό επιτόκιο για όσους επιθυμούν να αποκτήσουν ένα τέτοιο τίτλο. Αυτό βέβαια έχει να κάνει στη χώρα μας με τη μακρόχρονη ύπαρξη του πληθωρισμού και την αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία του στο μέλλον.

Αναφορικά με τις ελλείψεις που υπάρχουν σε σχέση με την παράμετρο του κινδύνου αυτές επικεντρώνονται στην αδυναμία του επενδυτή να τροποποιήσει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Όταν ένας επενδυτής αγοράσει έναν αριθμό μετοχών, αναλαμβάνει τον κίνδυνο διακύμανσης των τιμών τους για όσο χρονικό διάστημα κρατήσει τις μετοχές αυτές. Ορισμένες τροποποιήσεις ή μεταβολές είναι εύκολο να πραγματοποιηθούν. Για παράδειγμα αν ο επενδυτής δεν επιθυμεί περαιτέρω ανάληψη του κινδύνου διακύμανσης των τιμών, μπορεί να πουλήσει τις μετοχές και να τοποθετήσει τα χρήματα σε έναν τραπεζικό λογαριασμό. Αν πάλι επιθυμεί απλά να περιορίσει τον κίνδυνο από την πτώση των τιμών τους τότε μπορεί να ρευστοποιήσει ένα μέρος των μετοχών και αυτό το κεφάλαιο να το τοποθετήσει σε ένα λογαριασμό σταθερής απόδοσης.

Υπάρχουν όμως τροποποιήσεις που με τα συνηθισμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, ή είναι αδύνατες ή απαιτούν πολλές πράξεις για να πραγματοποιηθούν κάτι που συνεπάγεται υψηλό κόστος συναλλαγών. Για παράδειγμα αν ο επενδυτής θέλει να κρατήσει τις μετοχές του για έξι μήνες αλλά επιθυμεί να αναδιαταχθεί η ανάληψη κινδύνου στο χρόνο, ώστε να μην εκτεθεί σε κίνδυνο για τους επόμενους τρεις μήνες, αλλά να αναλάβει τον κίνδυνο διακύμανσης τιμών για το διάστημα από τον τέταρτο ως τον έκτο μήνα, αυτό μπορεί να το κάνει μόνο, πουλώντας τώρα τις μετοχές και ξαναγοράζοντάς τις σε τρεις μήνες. Έτσι όμως εκτίθεται σε διπλό κόστος συναλλαγής. Άλλη τροποποίηση που μπορεί να επιθυμεί ο επενδυτής είναι να περιορίσει το ποσό που μπορεί να χάσει από μια μείωση της τιμής των μετοχών, χωρίς να περιορίσει το ποσό που μπορεί να κερδίσει. Αυτό μπορεί να το επιτύχει πουλώντας τις μετοχές του όταν οι τιμές τους παρουσιάσουν πτώση, έτσι ώστε να προλάβει να μειώσει τη ζημιά που θα υποστεί. Όμως εδώ υπάρχει ο κίνδυνος να μην προλάβει να πουλήσει τις μετοχές πριν οι τιμές πέσουν σημαντικά και να υποστεί μεγάλη ζημιά.

Λύση στο πρόβλημα της έλλειψης επενδυτικών προϊόντων που να δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή για συνδυασμούς χρόνου και κινδύνου σύμφωνα με τις προτιμήσεις του έρχονται να δώσουν τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως είναι τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (Futures) και τα Χρηματοοικονομικά Δικαιώματα (Options). Ο κατάλληλος συνδυασμός ενός προϊόντος με τα παράγωγά του μπορεί να δώσει τη δυνατότητα σε έναν επενδυτή να παράγει με βάση το προϊόν αυτό μια ολόκληρη σειρά από τροποποιημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Έτσι η χρήση

αυτών των παραγώγων προϊόντων μπορεί να αυξήσει κατακόρυφα τις επενδυτικές επιλογές.

Είναι φανερό λοιπόν ότι μέσα από την παροχή της ευκαιρίας στον επενδυτή για συνδυασμούς χρόνου και κινδύνου κατά τη βούλησή του, τα παράγωγα μπορούν να χρησιμεύσουν στην αναδιάταξη των κινδύνων στο χρόνο και κατά συνέπεια στη μερική ή ολική εξασφάλιση από τους πιθανούς κινδύνους που εμπεριέχονται στις οικονομικές συναλλαγές. Τέτοιοι κίνδυνοι είναι η διακύμανση των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η μεταβολή των τιμών των πρώτων υλών κ.ά. Για παράδειγμα έχοντας κάποιος προβλέψει την πορεία των τιμών των μετοχών του μπορεί με την αγορά του κατάλληλου χρηματοοικονομικού δικαιώματος, αγοράς ή πώλησης, να αναδιατάξει τον οικονομικό του κίνδυνο με περιορισμό των διακυμάνσεων προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση μεταβολής των τιμών και παράλληλα αν οι προβλέψεις του αποδειχτούν σωστές να έχει και κάποιο κέρδος. Άρα τα παράγωγα δίνοντας τη δυνατότητα για αναδιατάξεις του κινδύνου μπορούν να συμβάλλουν στην ασφάλιση της περιουσίας του επενδυτή απέναντι σε πιθανούς οικονομικούς κινδύνους και στην αποκόμιση κάποιων κερδών.

Βέβαια σ' αυτό το σημείο θα πρέπει να σχολιαστεί και η αντίστροφη πλευρά. Η μερική ή ολική εξασφάλιση από τον κίνδυνο που επιτυγχάνεται μέσω της χρησιμοποίησης παραγώγων, τα οποία δίνουν την δυνατότητα περιορισμού του διαστήματος των αρνητικών διακυμάνσεων στις τιμές διαφόρων αξιών αντισταθμίζεται από την ικανότητα επαύξησης του κινδύνου για όσο πωλούν παράγωγα. Οι πωλητές βέβαια των παραγώγων για τους κινδύνους που αναλαμβάνουν παίρνουν κάποια αμοιβή. Άρα τα παράγωγα δεν είναι εργαλεία παραγωγής κινδύνου όπως πολλές φορές λανθασμένα υποστηρίζεται αλλά ανακατανομής κινδύνου.

## **2. ΠΑΡΟΧΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ**

Η διαπραγμάτευση παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων βοηθάει το επενδυτικό κοινό να προβλέψει σωστότερα την εξέλιξη των τιμών με συνέπεια την ύπαρξη στην αγορά της πρέπουσας πληροφόρησης σε ό,τι αφορά την πραγματική αξία ορισμένων επενδύσεων και τη μελλοντική κατεύθυνση της οικονομίας.

Η δυνατότητα προσδιορισμού των τιμών διαφόρων επενδυτικών στοιχείων μέσα από τη γενίκευση της χρήσης παραγώγων απορρέει από την παρακολούθηση των

εξελιξέων που πραγματοποιούνται στην αντίστοιχη αγορά παραγώγων. Πιο συγκεκριμένα σε μια αγορά παραγώγων γίνεται εξισορρόπηση της ζήτησης και της προσφοράς σε παράγωγα και υπάρχουν δύο είδη συναλλασσομένων, οι αντισταθμιστές που σκοπεύουν στην εξασφάλιση από τον κίνδυνο που προκύπτει από την πραγματοποίηση συναλλαγών στην αρχική αγορά, και οι κερδοσκόποι που στόχο τους έχουν την αποκόμιση κερδών βασιζόμενοι στις προβλέψεις τους για τη εξέλιξη των τιμών στην αρχική αγορά. Η ύπαρξη παραγώγων προϊόντων αυξάνει το συναλλακτικό ενδιαφέρον και την συναλλακτική δραστηριότητα, τόσο στο παράγωγο όσο και στο πρωτογενές προϊόν με συνέπεια η ακολουθία συναλλαγών που προκύπτει, να προσφέρει μια συνεχή πληροφόρηση για την επικρατούσα τιμή όχι μόνο για άμεση παράδοση αλλά ιδιαίτερα για τις τιμές προϊόντων με αψότερο χρόνο παράδοσης.

Η γνώση της πραγματικής αξίας ορισμένων προϊόντων από πλευράς των επενδυτών τους βοηθάει στην λήψη αποφάσεων που επηρεάζουν διάφορα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας όπως η παραγωγή, ο πληθωρισμός, η απασχόληση κ.λπ. Αυτό γιατί από τη στιγμή που κάποιες παραγωγικές μονάδες είναι σε θέση να γνωρίζουν εκ των προτέρων τη διαμόρφωση των τιμών σε κάποια συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα μπορούν εύκολα να κάνουν κάποιες κινήσεις με στόχο μακροπρόθεσμα για αυτές οφέλη όπως σύναψη εμπορικών συμβολαίων για εισαγωγές και εξαγωγές, προσδιορισμός μεγέθους αγροτικής έκτασης για σπορά, προσδιορισμός μεγέθους παραγωγής.

Έτσι, οι συναλλαγές σε παράγωγα βοηθούν τις οικονομικές μονάδες να ανακαλύψουν τις τιμές, καθώς αυξάνουν την ποσότητα και την ποιότητα της πληροφορίας για τις τιμές. Όταν οι αντισυμβαλλόμενοι συναλλάσσονται βασιζόμενοι σε ακριβείς τιμές, οι οικονομικοί πόροι κατανέμονται πιο αποτελεσματικά, ενώ οι συμμετέχοντες στις αγορές αποκτούν πληροφόρηση που είναι χρήσιμη για να πάρουν τις δικές τους εμπορικές – οικονομικές αποφάσεις, βελτιώνουν την ποιότητα των οικονομικών τους αποφάσεων, ακόμη και όταν οι ίδιοι δεν συναλλάσσονται σε παράγωγα προϊόντα.

#### **Δ. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ**

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα ανάλογα με τον τίτλο όπου γίνεται η διαπραγμάτευση τους διακρίνονται σε χρηματιστηριακά και εξωχρηματιστηριακά

παράγωγα προϊόντα. Τα κυριότερα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα είναι οι Ανταλλαγές (Swaps) και οι Προθεσμιακές Πράξεις (Forwards).

Οι ανταλλαγές (Swaps) αποτελούν συμφωνίες μεταξύ της τράπεζας και κάποιου ενδιαφερόμενου αγοραστή για ανταλλαγή μιας σειράς πληρωμών σταθερού επιτοκίου έναντι μιας άλλης κυμαινόμενου επιτοκίου για κάποια προκαθορισμένη χρονική περίοδο και προκαθορισμένο υποθετικό κεφάλαιο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της χρήσης των Swaps είναι η μετατροπή ενός δανείου με κυμαινόμενο επιτόκιο σε άλλο δάνειο με σταθερό ή αντίστροφα, έτσι ώστε ο χρήσης του προϊόντος να έχει τη δυνατότητα επίτευξης κάποιου κέρδους από την άνοδο ή πτώση των επιτοκίων. Η χρονική τους περίοδος είναι από δύο έως έξι μήνες.

Κατά τον προσδιορισμό της τιμής των Swaps γίνεται ορισμός της τιμής του σταθερού επιτοκίου και στη συνέχεια ορίζεται το κυμαινόμενο επιτόκιο για το προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Με τη λήξη αυτού του διαστήματος γίνεται συμψηφισμός των επιτοκίων και η πλευρά που πληρώνει το υψηλότερο επιτόκιο καταβάλλει στην άλλη τη διαφορά μεταξύ των δύο επιτοκίων.

Εξωχρηματιστηριακή προθεσμιακή πράξη (Forward) είναι η αγορά ή η πώληση ενός χρήστη σε έναν αντισυμβαλλόμενο ενός στοιχείου σε ορισμένη τιμή και ορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Για παράδειγμα κάποιος πουλάει γερμανικά μάρκα, σε μια ορισμένη τιμή, π.χ. 170 δρχ. και σε μια ορισμένη μελλοντική ημερομηνία, π.χ. 15/8/1999. Η ανταλλαγή του χρηματικού ποσού γίνεται κατά τη λήξη της συμφωνίας. Αν η τιμή του μάρκου στις 15/8/1989 είναι 168 δρχ., τότε ο αγοραστής χάνει και ο πωλητής κερδίζει δύο δρχ. για κάθε μάρκο που προσυμφωνήθηκε. Αν η τιμή είναι 172 δρχ. τότε συμβαίνει το αντίστροφο. Αντισταθμιστής είναι ο χρήστης που στις 15/8/99 έχει στην κατοχή του δρχ. και έχει ανάγκη μάρκων. Κερδοσκόπος είναι ο χρήστης που στις 15/8/99 δεν έχει στην κατοχή του διαθέσιμες δρχ. και αναγκάζεται να βγει στην αγορά και να τις αγοράσει.

Οι συναλλαγές σε Ανταλλαγές και Προθεσμιακές Πράξεις πραγματοποιούνται χωρίς την εγγύηση κάποιου οργανισμού όπως είναι η ΕΤΕΣΕΠ σε οργανωμένες αγορές παραγώγων. Η εγγύηση για την καλή εκτέλεση των συναλλαγών σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα στηρίζεται στο βαθμό αξιοπιστίας των συναλλασσομένων. Για αυτό άλλωστε και οι εξωχρηματιστηριακές πράξεις σε παράγωγα εκτελούνται με τη βοήθεια τραπεζών με ισχυρή κεφαλαιακή θέση και

αξιοπιστία. Τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα δεν έχουν την ιδιότητα της τυποποίησης, επομένως μπορούν να προσαρμόζονται στις ανάγκες του χρήστη. Έτσι τα παράγωγα που η διαπραγματεύσή τους γίνεται εκτός χρηματιστηρίου έχουν χαμηλή εμπορευσιμότητα και σχετίζονται με συναλλαγές μεγάλου ύψους.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε ότι μια οργανωμένη αγορά παραγώγων χωρίς να αποβλέπει στην υποκατάσταση των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών μπορεί να δώσει τις κατάλληλες εγγυήσεις σε ό,τι αφορά τα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται μέσα σε αυτή. Επιπλέον μέσω της τυποποίησης και της ανάπτυξης της εμπορευσιμότητας των προϊόντων που διαπραγματεύονται μπορεί να συμβάλλει στην ανάπτυξη των συναλλαγών και στην αύξηση των επενδυτών σε παράγωγα.

## ***Ε. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΕ ΜΙΑ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ***

### ***1. ΠΑΡΟΧΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΩΝ ΕΓΓΥΗΣΕΩΝ ΣΤΟΥΣ ΣΥΝΑΛΛΑΣΣΟΜΕΝΟΥΣ***

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι δυνατό να παραχθούν ως ιδιωτικές συμφωνίες μεταξύ οποιωνδήποτε αντισυμβαλλομένων. Για παράδειγμα ο Α μπορεί να συνάψει ένα συμβόλαιο για να πουλήσει το σπίτι του στον Β σε τρεις μήνες από σήμερα και σε τιμή 30 εκατομμυρίων δραχμών. Το συμβόλαιο αυτό είναι ένα προθεσμιακό συμβόλαιο. Αντί του σπιτιού μπορούμε να φανταστούμε ένα οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο ή τίτλο.

Το συγκεκριμένο προθεσμιακό συμβόλαιο μπορεί να μην έχει καμία αξία, αν δεν υπάρχει η εξασφάλιση ότι σε 3 μήνες ο Α θα έχει ακόμη το σπίτι διαθέσιμο και ο Β θα μπορεί να πληρώσει τα 30 εκατομμύρια δραχμές για να αποκτήσει το σπίτι. Χωρίς αυτές τις βασικές διασφαλίσεις το προθεσμιακό συμβόλαιο δεν υφίσταται και φυσικά δεν είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί μέσω αυτού κάποιο κέρδος ή αντιστάθμιση κινδύνου. Η παροχή εξασφαλίσεων αποτελεί την αναγκαία συνθήκη που δίνει αξία σε κάθε προθεσμιακό συμβόλαιο.

Στην προκειμένη περίπτωση αν και οι δύο αντισυμβαλλόμενοι είναι άτομα με υψηλή αξιοπιστία, καλή φήμη και περιουσιακή κατάσταση, αυτά και μόνο τα στοιχεία μπορούν να αποτελέσουν επαρκή εγγύα. Αν αυτό δεν συμβαίνει τα δύο μέρη μπορούν να ακολουθήσουν διάφορες λύσεις.

Μια λύση είναι η ανταλλαγή εγγυητικών επιστολών από τις οποίες θα καταπέσει εκείνη που εκδόθηκε υπέρ της πλευράς που αδυνατεί να τηρήσει τους όρους του συμβολαίου. Μια άλλη λύση είναι να προκαταβάλουν ένα ποσοστό της τιμής σε ένα τρίτο και η πλευρά που δεν μπορεί να εκτελέσει το συμβόλαιο να χάσει την προκαταβολή της υπέρ της άλλης πλευράς. Μια τρίτη λύση είναι να παρεμβληθεί ένας τρίτος ως εγγυητής της συναλλαγής και να εισπράξει για τις εγγυητικές του υπηρεσίες ένα τίμημα όπως ένα ποσοστό της τιμής από τα δύο μέρη. Στην περίπτωση αυτή όμως ο εγγυητής αναλαμβάνει τη δέσμευση να εκτελέσει αυτός τη συναλλαγή αν ένα από τα δύο μέρη βρεθεί σε αδυναμία να την εκτελέσει.

Όσο υψηλότερη είναι η προκαταβολή τόσο πιο αξιόπιστο είναι και το προθεσμιακό συμβόλαιο. Όμως από την άλλη πλευρά όσο αυξάνεται η προκαταβολή, τόσο αυξάνεται το κόστος του προθεσμιακού συμβολαίου. Όταν η προκαταβολή φτάσει την προθεσμιακή τιμή που συμφωνείται, το προθεσμιακό συμβόλαιο παύει να υφίσταται.

Επομένως από τα παραπάνω μπορούμε να συμπεράνουμε ότι το θέμα της παροχής εγγυήσεων στους χρήστες παραγώγων, για την καλή εκτέλεση της παραγόμενης συναλλαγής μπορεί να απλουστευτεί αν η διαπραγμάτευση γίνεται με παράγωγα εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές. Αυτό γιατί τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά και τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την "εγγύηση" της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση.

## **2. Η ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΜΠΟΡΕΥΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ**

Κάθε παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν μέσα στα πλαίσια μιας οργανωμένης αγοράς έχει τα χαρακτηριστικά της ομάδας παραγώγων στην οποία ανήκει και αυτή η τυποποίηση αυξάνει την εμπορευσιμότητά του καθώς το καθιστά ανταλλάξιμο, του προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ό,τι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές.

Ένα οποιοδήποτε παράγωγο προϊόν π.χ. ένα προθεσμιακό συμβόλαιο για την πώληση ή αγορά ενός περιουσιακού στοιχείου γίνεται περίπλοκο αν περιέχει ρήτρες για παροχή εγγυήσεων διατήρησης του περιουσιακού στοιχείου στην ίδια κατάσταση ή την επισκευή του στο διάστημα που θα μεσολαβήσει ως την πραγματοποίηση του προθεσμιακού συμβολαίου. Οι ρήτρες αυτές κάνουν ιδιαίτερα δύσκολη την μεταπώληση του προθεσμιακού συμβολαίου σε τρίτο καθώς ένα τέτοιο συμβόλαιο είναι σχεδιασμένο για τους συγκεκριμένους συναλλασσομένους. Αντίθετα ένα συμβόλαιο για κάποιο τίτλο για παράδειγμα μια μετοχή που οι ιδιότητές της είναι σταθερές και δεν εξαρτώνται από τη βούληση κανενός από τους δύο συμβαλλομένους είναι εύκολα μεταβιβάσιμο. Η διαπραγμάτευση τέτοιων συμβολαίων που η μεταβίβασή τους είναι εύκολη γίνεται μέσα σε οργανωμένες αγορές παραγώγων και εδώ ακριβώς φαίνεται η αναγκαιότητα ύπαρξης ειδικών αγορών διαπραγμάτευσης παραγώγων προκειμένου να καταστούν τα παράγωγα προσιτά σε μεγαλύτερο κύκλο επενδυτών.

Επίσης σημαντικό ρόλο στην ιδιότητα της τυποποίησης των παραγώγων παίζουν οι ημερομηνίες έκδοσης και λήξης των παραγώγων προϊόντων. Οι ημερομηνίες αυτές μπορούν να προσδιοριστούν σε άπειρους συνδυασμούς. Η μεγάλη ποικιλία ημερομηνιών έκδοσης και λήξης έχει το μειονέκτημα σε ό,τι αφορά το ζήτημα της εμπορευσιμότητας ότι περιορίζει την ιδιότητα της τυποποίησης. Αυτό συμβαίνει γιατί έτσι τίθενται σε κυκλοφορία πολλά υποκατάστατα προϊόντα με αποτέλεσμα τη διασπορά της ζήτησης των παραγώγων και τη μείωση της εμπορευσιμότητάς τους λόγω έλλειψης ρευστότητας για τη διακίνηση όλων.

Η τυποποίηση μπορεί να γίνει εφικτή με την ομαδοποίηση προϊόντων σε κατηγορίες έκδοσης και λήξης. Έτσι, νέες σειρές παραγώγων μπορεί να εκδίδονται τέσσερις φορές το χρόνο και για τέσσερις διαφορετικές λήξεις κάθε φορά. Μια συνήθως σειρά ημερομηνιών λήξης σύμφωνα και με τα διεθνή δεδομένα είναι λήξεις 3, 6, 9 και 12 μηνών.

Άρα η μείωση των προϊόντων μέσω της σωστής ομαδοποίησης των ημερομηνιών έκδοσης και λήξης που μπορεί να γίνει σε μια οργανωμένη αγορά παραγώγων είναι ένας τρόπος τόνωσης της εμπορευσιμότητας ή μεταπώλησης των παραγώγων προϊόντων.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV

### ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

#### A. *OPTIONS (ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ)*

Ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα (option) αποτελεί ένα συμβόλαιο με το οποίο ο πωλητής παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα να πουλήσει ή να αγοράσει από τον πωλητή ένα αντικείμενο σε καθορισμένη τιμή μέσα σε καθορισμένο χρονικό διάστημα. Αυτό το αντικείμενο, που μπορεί να πουληθεί ή να αγοραστεί, μπορεί να είναι μια κοινή μετοχή ή ομολογία, ή ένα εμπόρευμα, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο ή και ένας χρηματιστηριακός δείκτης.

Ο πωλητής παρέχει αυτό το δικαίωμα στον αγοραστή έναντι συγκεκριμένου χρηματικού ποσού, που καλείται τιμή του δικαιώματος (option premium). Η τιμή στην οποία ο τίτλος θα μπορεί να αγοραστεί ή πουληθεί λέγεται τιμή εκτέλεσης (exercise price). Η ημερομηνία μετά την οποία το δικαίωμα είναι άκυρο λέγεται ημερομηνία λήξης (expiration date).

Υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες options, τα calls και τα puts. Με τα μεν πρώτα, ο κάτοχός τους έχει το δικαίωμα να αγοράσει το ενεργητικό επί του οποίου εκδόθηκαν σε συγκεκριμένη τιμή εντός ορισμένου διαστήματος, ενώ με τα put options αποκτά το δικαίωμα να πουλήσει το αντίστοιχο ενεργητικό. Δηλαδή ουσιαστικά η διαφορά των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων με τα ενεργητικά (π.χ. μετοχές) βάσει των οποίων εκδόθηκαν έγκειται στο ότι αυτά λήγουν, και η μεταβολή της αξίας τους εξαρτάται από την χρηματιστηριακή τιμή του αντίστοιχου ενεργητικού.

Options δημιουργούνται είτε από τα Χρηματιστήρια, είτε από τους εκδότες μετοχών ή ομολογιών στις οποίες έχουν ενσωματώσει δικαιώματα που αποκτώνται μαζί με αυτές\*. Τα διακρίνουμε σε διάφορες κατηγορίες με βάση το ενεργητικό επί του οποίου εκδίδονται. Τα σημαντικότερα είναι τα εξής:

---

\* Για παράδειγμα, στην περίπτωση μετοχής εταιρείας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο που προβαίνει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου σε αναλογία 1 νέα μετοχή σε 1 παλιά, ο παλαιός μέτοχος αποκτά το δικαίωμα εάν θελήσει να διαπραγματευτεί τη μετοχή του μέσω του χρηματιστηρίου, αντί να συμμετέχει στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

## 1. ΕΙΔΗ OPTIONS

### α). Options επί Μετοχών

Στη συγκεκριμένη κατηγορία έχει καθοριστεί το ένα συμβόλαιο να αποτελείται από 100 μετοχές που αποτελούν και τη μονάδα διαπραγμάτευσης. Επομένως σε ένα call option ο κάτοχός του διατηρεί το δικαίωμα να αγοράσει 100 μετοχές σε συγκεκριμένη τιμή, ενώ ο κάτοχος του put option διατηρεί το δικαίωμα για ορισμένο χρονικό διάστημα να πουλήσει τις 100 μετοχές σε συγκεκριμένη τιμή. Φυσικά, είναι στην κρίση του αγοραστή να δει εάν τον συμφέρει να ασκήσει το δικαίωμά του, διαφορετικά το αφήνει να λήξει με μόνη ζημιά το κόστος αγοράς του, που είναι πολύ μικρό σε σχέση με το σύνολο της αξίας του ενεργητικού.

### β). Options Συναλλάγματος

Τα συγκεκριμένα options εκδίδονται με βάση το συνάλλαγμα στα υγιέστερα νομίσματα (δολλάριο ΗΠΑ, μάρκο Γερμανίας, γεν Ιαπωνίας, φράγκο Γαλλίας). Εκδίδονται και από τράπεζες ικανοποιώντας παραγγελίες πελατών τους βάσει των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που αυτοί θέλουν να έχουν. Αποτελούν έναν εναλλακτικό τρόπο προστασίας έναντι των προθεσμιακών συμβολαίων συναλλάγματος (forwards), στις οποίες ο χρήστης υπόσχεται σε έναν συγκεκριμένο αντισυμβαλλόμενο να αγοράσει ή να πουλήσει ένα στοιχείο, π.χ. γερμανικά μάρκα, σε μια ορισμένη τιμή, π.χ. 170 δρχ., και σε μια ορισμένη μελλοντική ημερομηνία, π.χ. 20/12/1999. Δεν γίνεται ανταλλαγή χρηματικού ποσού κατά την υπογραφή της συμφωνίας, ενώ και ο διακανονισμός γίνεται στη λήξη. Αν η τιμή του μάρκου στις 20/12/1999 είναι 168 δρχ., ο αγοραστής χάνει ενώ ο πωλητής κερδίζει δύο δρχ. για κάθε μάρκο που προσυμφωνήθηκε. Αντίθετα, αν η τιμή είναι 172 δρχ. γίνεται το αντίστροφο. Μειονέκτημα των options συναλλάγματος είναι ότι κοστίζουν, σε αντίθεση με τα forwards που εκδίδουν οι τράπεζες.

Οι κατηγορίες που υπάρχουν είναι, όπως και στα options μετοχών, τα calls που αγοράζει αυτός που σε μελλοντική ημερομηνία θα χρειαστεί συνάλλαγμα αλλά επιθυμεί να εξασφαλιστεί από τυχόν υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, και τα puts που αγοράζονται από αυτόν που σε μελλοντική ημερομηνία θα βρεθεί κάτοχος συναλλάγματος και επιθυμεί να προστατευθεί από τυχόν υπερτίμηση του εγχώριου νομίσματος.

### γ) Options Χρηματιστηριακού Δείκτη

Σε αυτή την κατηγορία τον ρόλο του ενεργητικού επί του οποίου εκδίδεται το option είναι ένας χρηματιστηριακός δείκτης το μέγεθος του οποίου συνίσταται από τον δείκτη αυξημένο κατά ορισμένο πολλαπλάσιο, που συνήθως είναι το 100πλάσιο του δείκτη. Η εκκαθάριση αυτών των συμβολαίων γίνεται μετρητοίς και λειτουργεί ως εξής: έστω ότι η τιμή άσκησης είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα τιμή της μετοχής και ασκείται ένα call. Τότε ο κάτοχος θα λάβει τη διαφορά της τιμής εκκαθάρισης από την τιμή άσκησης. Δηλαδή αν η τιμή του FTSE/ASE 20 (δείκτης που έχει συσταθεί από τον διεθνή οικονομικό οργανισμό των Financial Times σε συνεργασία με το Χ.Α.Α. και αποτελείται από τις μετοχές των 20 μεγαλύτερων σε χρηματιστηριακή αξία και εμπορευσιμότητα μετοχών\*) είναι σήμερα 2.350 μονάδες και η τιμή άσκησης ήταν στις 2.000 μονάδες θα έχουμε:

$$\begin{array}{lcl} \text{FTSE ASE 20:} & \text{αξία δείκτη (εκκαθαρ.) 2.350 μον. X 100} & = 235.000 \text{ δρχ.} \\ & \text{τιμή άσκησης 2.000 μον. X 100} & = \underline{200.000 \text{ δρχ.}} \\ & & 35.000 \text{ δρχ.} \end{array}$$

Επομένως προκύπτει μια διαφορά 35.000 δρχ. / συμβόλαιο, που είναι και το κέρδος του επενδυτή.

Αντίθετα, όταν η τιμή άσκησης είναι μεγαλύτερη από την τιμή εκκαθάρισης και ασκείται ένα put option, ο κάτοχος λαμβάνει τη διαφορά τους, με τον αντίθετο τρόπο από τον προηγούμενο.

### δ) Futures Options

Πριν αναφερθούμε στα Futures Options θα αναλύσουμε δύο σημαντικούς όρους των χρηματοοικονομικών αγορών που συμμετέχουν σημαντικά στη διαμόρφωσή τους. Έτσι έχουμε τις long ή short positions οι οποίες είναι θέσεις που μπορεί να επιλέγει ο κάθε επενδυτής που δραστηριοποιείται σε μια αγορά ενεργητικών. Η θέση long ευνοεί την αγορά και διατήρηση ενός ενεργητικού από τον αγοραστή, ενώ η θέση short

---

\* Απεικονίζει τις κινήσεις της αγοράς και χρησιμοποιείται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων για την αξιολόγηση των επενδύσεών τους.

περιλαμβάνει την πώληση από τον επενδυτή ενεργητικού που δεν έχει αλλά που το δανείζεται για να το παραδώσει στον αγοραστή.

Επομένως, ο επενδυτής που προβλέπει πτώση της αγοράς παίρνει θέσεις short, δηλαδή πουλάει την αξία της επιλογής του και αν επαληθευτεί κερδίζει τη διαφορά μεταξύ της τιμής που αγόρασε (χαμηλή) για να επιστρέψει τις αξίες και της υψηλότερης στην οποία πούλησε νωρίτερα.

Αντίθετα, αυτός που προσδοκά άνοδο των τιμών παίρνει θέση long, δηλαδή αγοράζει την αξία της επιλογής του και αν επαληθευτεί κερδίζει τη διαφορά μεταξύ της τιμής στην οποία θα πουλήσει και αυτής στην οποία αγόρασε.

Όσον αφορά τα futures options, είναι διαθέσιμα για τα περισσότερα ενεργητικά επί των οποίων εκδίδονται τα futures. Όταν ο κάτοχος ενός option επί future ασκεί το δικαίωμα, αποκτά από τον πωλητή του option όταν πρόκειται για call θέση long επί του συμβολαίου, ενώ όταν πρόκειται για put αποκτά θέση short. Επιπρόσθετα, το call αποκτά και ένα ποσό ίσο με την επιπλέον διαφορά μεταξύ της τιμής του συμβολαίου future και της τιμής άσκησης του δικαιώματος, και στο put το επιπλέον ποσό ισούται με τη διαφορά της τιμής άσκησης και της τιμής του συμβολαίου.

## *2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ OPTIONS*

### *α) Ημερομηνία Λήξης*

Κάθε option λήγει συγκεκριμένη ημέρα του μήνα στον οποίο υπάγεται, και προσδιορίζεται με ακρίβεια δευτερολέπτου, γεγονός που συνεπάγεται κάποιες σημαντικές ημερομηνίες σε όλο το μηχανισμό των option. Έτσι θα πρέπει κατ' αρχήν ο πελάτης να είναι ενήμερος για την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης και ακολούθως θα δώσει την εντολή άσκησης του δικαιώματός του στον χρηματιστή του μέχρι συγκεκριμένη ώρα. Τέλος, ο χρηματιστής θα πρέπει να παραδώσει τα απαραίτητα έγγραφα με τα οποία γίνεται η γνωστοποίηση της άσκησης του δικαιώματος από τον πελάτη του.

### *β) Τιμή Δικαιώματος*

Στα options ενσωματώνονται δύο τιμές, η τρέχουσα που αφορά την τιμή με την οποία διαπραγματεύονται στις αγορές, και η τιμή άσκησης του δικαιώματος που παραχωρήθηκε στο άλλο μέρος. Η πρώτη ορίζεται από την αγορά, ενώ η δεύτερη

ορίζεται από το χρηματιστήριο. Ο αγοραστής του δικαιώματος υπολογίζει το κόστος του βάσει της εσωτερικής του αξίας αλλά και της υπεραξίας του. Εσωτερική αξία ενός δικαιώματος είναι η διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα τιμή του χρεογράφου και την τιμή άσκησης. Για παράδειγμα, αν η τιμή άσκησης είναι 97 και η τρέχουσα τιμή του χρεογράφου είναι 100, η εσωτερική αξία του δικαιώματος είναι 3. Δηλαδή, αν ο αγοραστής ασκήσει το δικαίωμα αγοράς και παράλληλα πουλήσει τον τίτλο θα έχει καθαρό κέρδος 34 μονάδες (100 πώληση – 97 εκτέλεση δικαιώματος).

Σύμφωνα με την χρηματιστηριακή ορολογία όταν ένα δικαίωμα αγοράς έχει εσωτερική αξία λέμε ότι είναι "μπασμένο στο χρήμα" (in the money) ενώ όταν η τιμή άσκησης του ξεπερνά την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου λέμε ότι είναι "εκτός χρήματος" (out of the money).

Εξάλλου, η υπεραξία ενός δικαιώματος είναι το ποσόν πάνω από την εσωτερική αξία που ο αγοραστής είναι διατεθειμένος να καταβάλει, αφού προσδοκά ότι σε κάποια στιγμή πριν τη λήξη του δικαιώματος θα αυξηθεί η αξία του. Για παράδειγμα αν η τιμή άσκησης ενός δικαιώματος είναι 97 ενώ η τιμή του δικαιώματος αγοράς είναι 13 και η τρέχουσα τιμή 100, τότε η υπεραξία θα είναι 10 (αφού η εσωτερική αξία είναι  $100 - 97 = 3$  και  $13 - 3 = 10$ ).

Τέλος, όσον αφορά την τιμή άσκησης των δικαιωμάτων, ο συνηθέστερος τρόπος ορισμού της τιμής της από το χρηματιστήριο είναι συσχετίζοντάς την με την τρέχουσα τιμή της μετοχής μεταβαλλόμενος με κλίμακα σταθερών ποσών που εξαρτώνται από το μέγεθος της τιμής του. Δηλαδή το χρηματιστήριο παραγών λαμβάνει κυρίως υπόψη του την τιμή της μετοχής που διαπραγματεύεται σε αυτό, υπολογίζοντας όμως και άλλους παράγοντες όπως η κεφαλαιοποίηση και η εμπορευσιμότητα της μετοχής, που επηρεάζουν τον καθορισμό της τιμής άσκησης.

### γ) Διανομή Μερισματος

Όταν υπάρχει χορήγηση δωρεάν μετοχών ή μερισμάτων σε μετοχές επιβάλλεται προσαρμογή των τιμών άσκησης από τα χρηματιστήρια. Έτσι, στη διανομή δωρεάν μετοχών που δίνονται στους μετόχους από τα κέρδη της εταιρείας αντί μερίσματος, το συμβόλαιο προβλέπει προσαρμογή της τιμής άσκησης για να αντιπροσωπεύει τη μεταβολή στην τιμή της μετοχής. Για παράδειγμα, όταν γίνεται διανομή μετοχών σε αναλογία 1 καινούρια προς 1 παλιά, η τιμή άσκησης μειώνεται στο μισό εξαιτίας του

διπλασιασμού των μετοχών. Αντίστοιχα, στη διανομή μερίσματος σε μετοχές σε αναλογία π.χ. 1/10 η τιμή άσκησης μειώνεται κατά 10%, όσο αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών.

### 3. ΤΙΜΗ ΕΚΔΟΣΗΣ

Η έκδοση ενός ορτιον γίνεται μεταξύ τριών συμβαλλομένων που βρίσκονται κάτω από την εποπτεία του εκδότη που είναι το επίσημο χρηματιστήριο και διασφαλίζει την εκτέλεση των υποχρεώσεων του πωλητή του ορτιον. Τα άλλα τρία μέρη της συναλλαγής είναι το χρηματιστηριακό γραφείο που φέρνει σε επαφή τον πωλητή με τον αγοραστή, ο πωλητής (writer) που υπογράφει το ορτιον, και τον αγοραστή που το αποκτά. Το Χρηματιστηριακό γραφείο εισπράττει προμήθεια για τη μεσολάβηση, ο writer αμοιβή για την υποχρέωση που αναλαμβάνει ενώ ο αγοραστής πληρώνει για την απόκτηση του δικαιώματος.

Η τιμή έκδοσης ενός ορτιον επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, οι κυριότεροι εκ των οποίων είναι οι εξής:

#### α) Πιθανότητα για Μεταβολή στην τιμή της Μετοχής:

Αυτή η πιθανότητα βασίζεται σε υποκειμενικά και αντικειμενικά κριτήρια. Έτσι, η γνώμη του πωλητή για την πορεία των μετοχών στο προσεχές διάστημα ή η αξιολόγηση των πολιτικών και οικονομικών ειδήσεων που επηρεάζουν την αγορά είναι καθαρά υποκειμενικά κριτήρια, ενώ η ιστορική διακύμανση των τιμών των μετοχών σε ένα εύλογο χρονικό διάστημα στηρίζεται σε αντικειμενικές διαπιστώσεις.

#### β) Η χρονική διάρκεια που απομένει για να λήξει:

Σε αυτή την περίπτωση σημαντικό ρόλο παίζει η πιθανότητα να συμβούν σημαντικές εξελίξεις στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί έως τη λήξη ενός ορτιον, επομένως για ένα εννιάμηνο ορτιον θα ζητηθεί μεγαλύτερη τιμή έκδοσης από ότι για ένα τρίμηνο.

#### γ) Το μέγεθος τιμής της μετοχής:

Οι μετοχές των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips), δηλαδή των μετοχών εκείνων που το ύψος των κεφαλαίων τους είναι πολύ υψηλότερο από τον μέσο

όρο του Χρηματιστηρίου και αφορούν κυρίως τραπεζικές μετοχές, εμπεριέχουν μεγαλύτερο ρίσκο για τους πωλητές των options από τις υπόλοιπες μετοχές αφού αντιστοιχούν σε υψηλότερα επίπεδα τιμών και η ενδεχόμενη ζημιά τους θα είναι μεγαλύτερη. Δηλαδή όταν συμβεί μια ποσοστιαία μεταβολή τιμών, η μεταβολή σε απόλυτους αριθμούς είναι μεγαλύτερη σε υψηλές τιμές παρά σε χαμηλές. Για παράδειγμα, σε μια μεταβολή 5% της τιμής της Τράπεζας Εργασίας που βρίσκεται σε 30.000 δρχ. αντιστοιχεί μεταβολή 1.500 δρχ., ενώ η μεταβολή στην τιμή της ΔΕΛΤΑ που είναι στις 10.000 θα είναι 500 δρχ.

## ***B. FUTURES (ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ)***

### ***1. ΓΕΝΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ FUTURES***

Στα χρηματιστηριακά futures υπάρχουν τυποποιημένες ποσότητες συναλλαγής και ημερομηνίες παράδοσης για την εξυπηρέτηση και τη ρευστότητα των συναλλαγών και η διαπραγμάτευση τους γίνεται είτε δια ζώσης (ΗΠΙΑ) είτε μέσω συστημάτων Η/Υ. Συνοπτικά μπορούμε να πούμε ότι τα Futures είναι συμβόλαια βάσει των οποίων μπορεί κάποιος να αγοράσει ή να πουλήσει ενεργητικό σε μελλοντική χρονική περίοδο και σε συγκεκριμένη τιμή. Τα Futures καλύπτουν τις κυριότερες αγορές όπως ισοτιμίες νομισμάτων, επιτόκια στα κυριότερα νομίσματα, χρηματιστηριακούς δείκτες και πρώτες ύλες.

Παρόμοιες ανάγκες με τα Futures εξυπηρετούν τα Forwards (Προθεσμιακές Πράξεις Εξωχρηματιστηριακές). Η διαφορά τους είναι ότι τα Futures είναι χρηματιστηριακά προϊόντα ενώ τα Forwards αποσκοπούν στην εξυπηρέτηση ειδικών αναγκών πελατών τραπεζών. Για παράδειγμα ένας επιχειρηματίας γνωρίζοντας ότι από κάποια εξαγωγή προϊόντων του σε συγκεκριμένη ημερομηνία μπορεί να εισπράξει το αντίτιμο της προθεσμιακής συναλλαγής χωρίς να ρισκάρει διαφορά στην τιμή, συνάπτει πράξη Forward με την τράπεζα που ή αγοράζει Futures συναλλάγματος αντίστοιχου ποσού από τον χρηματιστή του τα οποία λήγουν την ημέρα λήψης του συναλλάγματος την αξία του οποίου θέλει να προστατεύσει. Πραγματοποιεί έτσι την εξαγωγή των προϊόντων του με την τιμή της επιλογής του.

Συγκεκριμένα στις χρηματιστηριακές προθεσμιακές πράξεις (Futures), ο χρήστης αγοράζει ή πουλά έναν αριθμό τυποποιημένων συμβολαίων π.χ. "Χ γερμανικά μάρκα ενός μελλοντικού μήνα" στην τρέχουσα τιμή της προθεσμιακής αγοράς του ίδιου

συμβολαίου που διαφέρει από την τιμή της άμεσης αγοράς. Μετά το κλείσιμο της συμφωνίας, αντισυμβαλλόμενος γίνεται το χρηματιστήριο. Ο χρήσης είναι υποχρεωμένος να διαθέσει στο χρηματιστή του μια αρχική καταβολή ασφάλειας (initial margin) ανάλογα με τον αριθμό των συμβολαίων που αγόρασε ή πούλησε.

Ο λογαριασμός του χρήστη με το χρηματιστή αυξομειώνεται καθημερινά ανάλογα με την διακύμανση της τιμής του συμβολαίου στην αγορά. Πτώση της τιμής συνεπάγεται μείωση (αύξηση) του λογαριασμού του αγοραστή (πωλητή) και αντιστρόφως. Αν ο λογαριασμός πέσει κάτω από ένα διατηρητέο ποσό ασφαλείας (maintenance margin), τότε ο χρήστης υποχρεώνεται να μεταφέρει χρήματα ώστε ο λογαριασμός του να επανέλθει στο αρχικό ύψος της ασφάλειας (initial margin).

Ο χρήστης κλείνει τη θέση του όποτε θελήσει εκτελώντας την αντίστροφη πράξη δηλαδή πουλώντας τον ίδιο αριθμό συμβολαίων αν ήταν αρχικά αγοραστής και έχει στη διάθεσή του το υπόλοιπο του λογαριασμού του. Ο αγοραστής (πωλητής) κερδίζει αν η τιμή του τυποποιημένου συμβολαίου στο κλείσιμο της αρχικής θέσης έχει ανέβει (κατέβει).

Άρα τα Futures διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια, έχουν τυποποιημένα χαρακτηριστικά και προκαταβάλλεται μέρος της αξίας τους, συνήθως 5-10%. Με την αγορά futures εξασφαλίζεται η πραγματοποίηση μιας πράξης με όρους που ορίζονται σήμερα και η εκτέλεσή τους (παραλαβή ή παράδοση) στο μέλλον. Φυσικά για να έχει το αγαθό προθεσμιακή αγορά θα πρέπει να υπάρχει σε μεγάλες ποσότητες, έτσι ώστε οι οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνονται να μειώνουν το κόστος των συναλλαγών και η τιμή του να είναι αρκετά ασταθής, ώστε να υπάρχουν άτομα που θα ήθελαν να εξασφαλιστούν από τον κίνδυνο απροσδόκητων μεταβολών στην τιμή τους (hedgers) ή να κερδοσκοπήσουν (speculators).

## *2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ FUTURES*

### *α) ΟΙ ΟΡΟΙ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ*

Το περιεχόμενο των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης αποτελείται από το θεσμικό πλαίσιο πάνω στο οποίο στηρίζεται η λειτουργία τους, τους κανονισμούς του χρηματιστηρίου παραγώγων στο οποίο γίνεται η διαπραγμάτευσή τους καθώς και από κάποια αναφορά σχετικά με το προϊόν πάνω στο οποίο στηρίζεται η έκδοση του συμβολαίου. Συγκεκριμένα στους όρους των συμβολαίων περιλαμβάνεται η σαφής



περιγραφή του ενεργητικού, η μονάδα διαπραγμάτευσης του συμβολαίου, ο τόπος και ο χρόνος παράδοσης καθώς και ο τρόπος υπολογισμού της αξίας. Από το χρηματιστήριο παραγώγων ορίζεται ο μήνας παράδοσης, η συγκεκριμένη ημέρα και ώρα με ακρίβεια λεπτού. Βέβαια οι όροι των συμβολαίων δεν είναι σταθεροί αλλά διαμορφώνονται ανάλογα με τη φύση του προϊόντος βάσει των οποίων εκδίδονται καθώς και τις ειδικές ανάγκες των χρηστών τους.

### β) Η ΕΝΤΟΛΗ

Ο επενδυτής αφού επιλέξει το κατάλληλο προθεσμιακό συμβόλαιο σύμφωνα με το προϊόν στο οποίο θέλει να στηριχθεί η έκδοση του συμβολαίου του και τον μήνα που τον ικανοποιεί δίνει την κατάλληλη εντολή στο χρηματιστή για αγορά ή πώληση των συμβολαίων. Ο χρηματιστής παίρνοντας την εντολή από τον επενδυτή, τη μεταβιβάζει στο χρηματιστήριο, όπου γίνεται η διαπραγμάτευση του συγκεκριμένου Future, για εκτέλεση. Μόλις φτάσει στο χρηματιστηριακό γραφείο ειδοποίηση ότι η εντολή εκτελέστηκε, η πελάτης - επενδυτής είναι υποχρεωμένος να καταβάλει ένα χρηματικό ποσό ως εγγύηση (margin) το οποίο συνήθως αντιπροσωπεύει το 10% της συνολικής αξίας του συμβολαίου.

### γ) Η ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ

Σε ό,τι αφορά τη διαπραγμάτευση των futures, το χρηματιστήριο παραγώγων που είναι αρμόδιο συνήθως θέτει κάποιους αυστηρούς κανονισμούς. Οι κανονισμοί αυτοί σχετίζονται με τον καθορισμό ελάχιστου και μέγιστου ορίου μεταβολής της ημερήσιας τιμής για κάθε είδος προθεσμιακού συμβολαίου, με βάση τα οποία μπορεί να γίνεται η διαπραγμάτευση τους. Συνήθως όταν μια αγορά ή πώληση προθεσμιακού συμβολαίου καλύψει με την τιμή της τα προκαθορισμένα ημερήσια όρια μεταβολών, προς οποιαδήποτε κατεύθυνση, η διαπραγμάτευση του συμβολαίου σταματά σε αυτή την τιμή και όλες οι υπόλοιπες συναλλαγές της ημέρας δεν μπορούν να υπερβούν αυτά τα όρια. Το ελάχιστο όριο μεταβολής της τιμής ορίζεται για να αποτρέπονται τα παζαρέματα και το μέγιστο για να αποθαρρύνεται η προσπάθεια επηρεασμού της τιμής.

### *3. Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ MARGINS*

Όπως σε κάθε χρηματιστηριακό προϊόν, έτσι και στα Futures έχουν δημιουργηθεί οι κατάλληλοι μηχανισμοί για την εξασφάλιση της σωστής εκτέλεσης των συναλλαγών τόσο από την πλευρά των υποχρεώσεων, όσο και από την πλευρά της άσκησης των δικαιωμάτων των επενδυτών. Αυτός ο μηχανισμός δεν είναι άλλος από την εταιρεία Αποθετηρίου η οποία δίνει τις κατάλληλες εγγυήσεις στους πωλητές και αγοραστές για την πραγματοποίηση της εκτέλεσης του προθεσμιακού συμβολαίου ακόμα και αν κάποια από τις δυο πλευρές της συναλλαγής δεν μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της.

Όσοι επενδυτές εκτελούν συναλλαγές σε Futures είναι υποχρεωμένοι να ανοίξουν λογαριασμό σε χρηματιστηριακό γραφείο στο οποίο είναι υποχρεωτική η διατήρηση λογαριασμού margin. Όπως έχει προαναφερθεί, με την εκτέλεση της εντολής του πελάτη, από το χρηματιστηριακό γραφείο, για αγορά ή πώληση κάποιου συμβολαίου, ο πελάτης καταθέτει στον προσωπικό του λογαριασμό margin, την αρχική εγγύηση. Στη συνέχεια ο λογαριασμός αυτός του πελάτη αυξομειώνεται ανάλογα με την μεταβολή της τιμής του συμβολαίου στην αγορά. Επίσης και το χρηματιστηριακό γραφείο διατηρεί στην εταιρεία Αποθετηρίου λογαριασμό margin που προσαρμόζεται σε καθημερινή βάση, όπως ακριβώς κάνει και το ίδιο για τους λογαριασμούς margin των πελατών του, για κέρδη και ζημίες της ημέρας.

Η εκκαθάριση των συμβολαίων με τη λήξη της χρονικής τους περιόδου γίνεται με βάση την τιμή κλεισίματος της ημέρας εκτέλεσης της συναλλαγής.

Επομένως η εταιρεία Αποθετηρίου κάνοντας χρήση λογαριασμών margin μπορεί ανά πάσα στιγμή να πραγματοποιήσει εκκαθαρίσεις συμβολαίων σε περίπτωση που κάποια χρηματιστηριακή εταιρεία δεν είναι σε θέση να τις πραγματοποιήσει.

### *4. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ FUTURES*

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

Ένα από τα βασικότερα είδη προθεσμιακών συμβολαίων είναι αυτοί που εκδίδονται με βάση κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη. Η αξία αυτών των συμβολαίων υπολογίζεται με πολλαπλασιασμό της τιμής του δείκτη επί κάποιον προκαθορισμένο πολλαπλασιαστή και συνήθως χρησιμοποιούνται για κερδοσκοπία, δηλαδή οι επενδυτές προβαίνουν σε αγορά ή πώληση συμβολαίων ανάλογα με τις προβλέψεις τους για την πορεία του δείκτη με σκοπό το κέρδος.

##### *5. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ (Σ.Μ.Ε.) ΕΠΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ Σ.Μ.Ε. ΕΠΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20*

Οι καθημερινές υποχρεώσεις των επενδυτών από τη διαδικασία της εκκαθάρισης των παραγώγων χωρίζονται σε δύο κατηγορίες:

1. Στην κατάθεση του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης (margin).
2. Στην είσπραξη ή καταβολή του καθημερινού κέρδους ή ζημίας που προκύπτει από την αποτίμηση των πράξεων και θέσεων του σε παράγωγα του Χ.Π.Α.

Υποθέτουμε ότι ο δείκτης FTSE/ASE-20 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι 2.450 μονάδες και το ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χρηματιστήριο Παραγώγων είναι στις 2.500 μονάδες. Έστω, λοιπόν ότι ο επενδυτής Α αγοράζει 1 ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 στην τιμή των 2.500 μονάδων από τον πωλητή Β. Υπενθυμίζεται ότι στα παράγωγα οι συμφωνίες είναι διμερείς: υπάρχει ένας αγοραστής και ένας πωλητής. Οι υποχρεώσεις για τον ημερήσιο διακανονισμό και την καταβολή περιθωρίων ασφάλισης ανά ημέρα έχουν ως εξής:

Ημέρα 1η

- Τιμή εκκαθάρισης του Σ.Μ.Ε. στον δείκτη FTSE/ASE-20 στο ΧΠΑ είναι 2.560 μονάδες δείκτη.
- Τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χ.Α.Α. = 2.550 μονάδες.

Δηλαδή η αγορά κινήθηκε ανοδικά. Το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης (margin) για καθένα από τους Α και Β είναι 1.020.000 δρχ. Το ποσό αυτό προκύπτει ως εξής:  $2.550 \times 2.000 \times 20\% = 1.020.000$  δραχμές. Υπενθυμίζεται ότι 2.000 δρχ. κοστίζει κάθε μονάδα του δείκτη στο Χ.Α.Α. και 20% είναι το περιθώριο ασφάλισης.

Οι επενδυτές Α και Β πρέπει να έχουν καταθέσει στους λογαριασμούς περιθωρίου ασφάλισης του μέχρι το πρωί της επόμενης 1.020.000 δρχ. (πλέον των αρχικών 20 εκατ. δρχ.). Το ποσόν αυτό θα δεσμευτεί κατ' εντολή της ΕΤΕΣΕΠ. ΕΤΕΣΕΠ είναι η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων. Οι λογαριασμοί τηρούνται στην τράπεζα Θεματοφυλακής του μέλους, με το οποίο συνεργάζεται.

Όσον αφορά τον ημερήσιο διακανονισμό, δηλαδή τα κέρδη και τις ζημίες, αυτές υπολογίζονται για τον επενδυτή Α και Β ως εξής:

Για τον Α:  $(2.560 - 2.500) \times 2.000 = 120.000$  δραχμές (κέρδος). Υπενθυμίζουμε ότι είχε αγοράσει το ΣΜΕ στις 2.500 μονάδες και αυξήθηκε στις 2.560 μονάδες. Κάθε μονάδα αξίζει 2.000 δραχμές.

Για τον Β:  $(2.500 - 2.560) \times 2.000 = -120.000$  δραχμές (ζημία).

Ο επενδυτής Α θα εισπράξει 120.000 δρχ. από τον Β (μέσω των μελών τους). Τα ημερήσια κέρδη και ζημίες διακανονίζονται από τα μέλη που εκπροσωπούν τους επενδυτές στην τράπεζα διακανονισμού το πρωί της επόμενης. Ο τρόπος είσπραξης και καταβολής των ποσών του ημερήσιου διακανονισμού μεταξύ των επενδυτών και μελών αποτελεί αντικείμενο συμφωνίας μεταξύ των μελών και των επενδυτών.

## Ημέρα 2

Ο Α και ο Β δεν έχουν κάνει καμία νέα πράξη.

- Τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 στο ΧΠΑ = 2.500 μονάδες δείκτη.
- Τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χ.Α.Α. = 2.540 μονάδες.

Δηλαδή η αγορά κινήθηκε πτωτικά. Το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης (margin) για καθένα από τους Α και Β είναι 1.016.000 δραχμές.

Το ποσόν αυτό προκύπτει ως εξής:  $2.540 \times 2.000 \times 20\% = 1.016.000$  δραχμές. Επειδή το ποσόν αυτό είναι μικρότερο από εκείνο της προηγούμενης ημέρας (1.020.000 δρχ.), οι επενδυτές Α και Β δεν υποχρεούνται σε καταβολή επιπλέον περιθωρίου ασφάλισης, ενώ η ΕΤΕΣΕΠ θα αποδεσμευτεί 4.000 δρχ. (η διαφορά του 1.016.000 δρχ. από το 1.020.000 δρχ.) σε καθέναν από τους λογαριασμούς περιθωρίου ασφάλισης. Το ποσόν αυτό μπορεί να παραμείνει στο λογαριασμό, όπου και τοκίζεται μαζί με το υπόλοιπο ποσό που παραμένει δεσμευμένο.

Το ποσό διακανονισμού, αντίστοιχα με τον τρόπο που υπολογίστηκαν την πρώτη ημέρα, έχουν ως εξής:

Για τον Α:  $(2.550 - 2.560) \times 2.000 = -20.000$  δρχ. (ζημιά).

Για τον Β:  $(2.560 - 2.550) \times 2.000 = 20.000$  δρχ. (κέρδος).

Ο επενδυτής Α θα καταβάλει 20.000 δρχ. στον Β μέσω των μελών τους.

### Ημέρα 3η

Ο επενδυτής Α επιθυμεί να κλείσει (να πωλήσει) τη θέση του πωλώντας 1 ΣΜΕ. Η πώληση επιτυγχάνεται στην τιμή των 2.570 μονάδων δείκτη (τόσο είχε το ΣΜΕ στο Χρηματιστήριο Παραγώγων εκείνη τη στιγμή της συνεδρίασης). Για να γίνει, όμως, η πώληση πρέπει να υπάρχει αγοραστής. Έστω ότι είναι ο επενδυτής Γ.

- Τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 στο ΧΠΑ είναι 2.590 μονάδες δείκτη.
- Τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χ.Α.Α. = 2.565 μονάδες.

Δηλαδή η αγορά κινήθηκε ανοδικά. Το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης (margin) για καθένα από τους Β και Γ είναι 1.026.000 δρχ. Το ποσόν αυτό προκύπτει ως εξής:  $2.565 \times 2.000 \times 20\% = 1.026.000$  δρχ.

Το ποσόν του περιθωρίου ασφάλισης που είχε καταβάλει ο επενδυτής Α (1.016.000 δραχμές) αποδεσμεύεται, καθώς ο επενδυτής Α δεν έχει άλλες θέσεις σε παράγωγα. Ο επενδυτής Γ πρέπει να έχει καταθέσει μέχρι το πρωί της επόμενης στον λογαριασμό περιθωρίου ασφάλισης του 1.026.000 δρχ. (πλέον των αρχικών 20 εκατ. δρχ.), ενώ ο επενδυτής Β υποχρεούται σε κατάθεση επιπλέον περιθωρίου ασφάλισης 6.000 δρχ. (ο λογαριασμός είχε υπόλοιπο 1.020.000 δρχ. από την πρώτη ημέρα).

Ο διακανονισμός των κερδών και των ζημιών έχει ως εξής:

Για τον Α:  $(2.590 - 2.550) \times 2.000 + (2.570 - 2.590) \times 2.000 = 40.000$  δρχ. (κέρδος).

Για τον Β:  $(2.550 - 2.590) \times 2.000 = -80.000$  δρχ. (ζημιά).

Για τον Γ:  $(2.590 - 2.570) \times 2.000 = 40.000$  δρχ. (κέρδος).

Ο επενδυτής Β πρέπει να καταβάλει 80.000 δρχ. που θα εισπράξουν ο Α (40.000 δρχ.) και ο Γ (40.000 δρχ.).

Το συνολικό αποτέλεσμα για τον Α από την επένδυση του είναι κέρδος 140.000 δρχ. που ισοδυναμεί με το άθροισμα των ποσών του ημερήσιου διακανονισμού κατά τις

ημέρες που είχε ανοιχτή θέση (120.000 – 20.000 + 40.000 δρχ.). Το ίδιο αποτέλεσμα προκύπτει από τον υπολογισμό  $(2.570 - 2.500) \times 2.000 = 140.000$  δρχ., με βάση τις τιμές που αγόρασε και πούλησε το ΣΜΕ.

Είναι όμως δυνατή η χρησιμοποίηση ενός προθεσμιακού συμβολαίου επί χρηματιστηριακού δείκτη και για προστασία της αξίας των ενεργητικών από πτωτικές τάσεις των τιμών. Όταν συμβαίνει κάτι τέτοιο σημαίνει ότι ο επενδυτής είχε προβλέψει πτώση των τιμών π.χ. ανησυχεί για πτώση των μετοχών του και δεν θέλει να τις ρευστοποιήσει. Στην περίπτωση αυτή ψάχνει να βρει ποιος από τους δείκτες που διαπραγματεύονται συμπεριφέρεται περισσότερο όμοια με το χαρτοφυλάκιο του. Αφού τον επιλέξει πουλάει τον δείκτη future στην αξία του χαρτοφυλακίου του.

Για παράδειγμα ένας επενδυτής με θέση αγοράς αν εκτιμήσει ότι ο συγκεκριμένος δείκτης θα έχει διακύμανση ανάλογη του χαρτοφυλακίου του, μπορεί να πάρει θέση πώλησης σε αυτόν τον δείκτη ύψους ίσου ποσού με το χαρτοφυλάκιο του. Αν όλα εξελιχθούν σύμφωνα με την εκτίμησή του, τότε για κάθε δραχμή πτώσης στην αξία του χαρτοφυλακίου θα σημειώσει κέρδος μιας δραχμής από την θέση πώλησης στον δείκτη. Έτσι με αυτό τον τρόπο κάθε πτώση στην αξία του χαρτοφυλακίου του θα συνοδεύεται από ανάλογο κέρδος στο προθεσμιακό συμβόλαιο, η αξία του οποίου θα ισούται με την αρχική αξία του χαρτοφυλακίου του.

## **6. ΤΡΟΠΟΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ ΔΕΙΚΤΩΝ FUTURES ΣΤΟ ΧΠΙΑ**

Σε καθημερινή βάση το ΧΠΙΑ εκδίδει δελτίο τιμών στο οποίο περιλαμβάνονται οι τιμές που έχουν διαμορφωθεί κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης. Αυτές οι τιμές δεν είναι εκφρασμένες σε δραχμές αλλά αφορούν μονάδες του δείκτη FTSE/ASE-20. Αναλυτικότερα:

### **α) ΤΟ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ**

Πρόκειται για το υποκείμενο προϊόν της συναλλαγής. Στην προκειμένη περίπτωση το υποκείμενο προϊόν είναι ο δείκτης που υπάρχει σήμερα στο ΧΑΑ, ο FTSE/ASE-20. Δηλαδή μ' αυτόν τον δείκτη θα συνδέεται το πρώτο παράγωγο προϊόν και βάσει αυτού οι επενδυτές θα αγοράζουν και θα πουλάνε προθεσμιακές τιμές. Εμφανίζεται με τίτλο FTSE/ASE-20 INDEX.

## β). ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ

Το μέγεθος του συμβολαίου ή η μονάδα συναλλαγής (contract size). Θα αναγράφεται δίπλα το όνομα του συμβολαίου. Στα futures επί του δείκτη FTSE/ASE-20 έχει αποφασιστεί ως μέγεθος οι 2.000 δρχ. Αυτό το νούμερο, που λέγεται και πολλαπλασιαστής, δείχνει πόσες δραχμές χάνει ή κερδίζει ο επενδυτής κάθε φορά που αυξάνεται ή μειώνεται ο δείκτης κατά μια μονάδα σε σχέση με την τιμή του συμβολαίου. Επίσης, έχει τεθεί ελάχιστο μέγεθος καταβολής της τιμής που είναι 0,25 μονάδες και οι οποίες αντιστοιχούν σε 500 δρχ. Επομένως, ο πλήρης τίτλος του δείκτη είναι FTSE/ASE-20 INDEX 2.000 δρχ.

Ακολουθώντας βλέποντας τον πίνακα έχουμε την πρώτη στήλη με την επικεφαλίδα "μήνας παράδοσης" που περιλαμβάνει την περιγραφή του προϊόντος. Σε αυτή τη στήλη αναφέρεται η διάρκεια ως τη λήξη του κάθε συμβολαίου. Έτσι, έχουμε συμβόλαια τρέχοντος μηνός, ενός μηνός, δύο μηνών, τριών μηνών, εξαμήνου και ενός χρόνου.

Οι επόμενες τέσσερις στήλες καταγράφουν την τιμή με την οποία ξεκίνησε η συνεδρίαση (τιμή έναρξης), την ανώτερη και την κατώτερη τιμή που έτρεξε κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης και την τελευταία τιμή που διαμορφώθηκε. Είναι αξιοσημείωτο ότι η τιμή κλεισίματος διαφέρει από την τελευταία τιμή, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει σήμερα στη διαπραγμάτευση των μετοχών στο ΧΑΑ. Για τον υπολογισμό της τιμής κλεισίματος λαμβάνονται υπόψη οι τιμές που έχουν διαμορφωθεί την τελευταία ώρα της συνεδρίασης, ούτω ώστε να αποφεύγονται "παράξενες" κινήσεις στο τέλος της συνεδρίασης, οι οποίες πολλές φορές δίνουν εσφαλμένη εικόνα.

Μετά οι άλλες τέσσερις στήλες είναι ανάλογες με αυτές που υπάρχουν και στο ημερήσιο δελτίο τιμών του ΧΑΑ, καθώς δίνουν την εικόνα που διαμορφώθηκε για κάθε συμβόλαιο στο τέλος της συνεδρίασης από πλευράς προσφοράς και ζήτησης. Αναφέρουν τα κομμάτια που ζητούνταν στο τέλος της συνεδρίασης και την αντίστοιχη τιμή την οποία οι αγοραστές ήταν πρόθυμοι να δώσουν καθώς και τα κομμάτια της τελευταίας προσφοράς μαζί με την τιμή την οποία ζητούσαν οι πωλητές. Η τιμή εκκαθάρισης, η οποία εμφανίζεται στην αμέσως επόμενη στήλη, ταυτίζεται στις πλείστες των περιπτώσεων με την τιμή κλεισίματος. Ενδέχεται να διαφέρει ελάχιστα μόνο σε ορισμένες περιπτώσεις που για τεχνικούς λόγους έχουν να κάνουν με τη διαδικασία εκκαθάρισης. Όπως και να έχει όμως, αυτή είναι η σημαντικότερη τιμή που χαρακτηρίζει το προϊόν.

Έπειτα από αυτή τη στήλη αναγράφεται στις επόμενες στήλες κατά σειρά:

- ⇒ η μεταβολή της τιμής εκκαθάρισης σε σύγκριση με την προηγούμενη ημέρα
- ⇒ η ανώτερη τιμή η οποία έχει διαμορφωθεί για το προϊόν ως τώρα σε όλες τις συνεδριάσεις που έχουν πραγματοποιηθεί
- ⇒ η κατώτερη τιμή η οποία έχει διαμορφωθεί για το προϊόν ως τώρα
- ⇒ ο αριθμός των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης
- ⇒ ο όγκος των συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης εκφρασμένος σε αριθμό συμβολαίων
- ⇒ η μεταβολή του όγκου των συναλλαγών σε σύγκριση με αυτήν που έχει πραγματοποιηθεί την προηγούμενη ημέρα
- ⇒ η αξία των συναλλαγών επί συμβολαίων που έγιναν εκφρασμένη σε δραχμές
- ⇒ η μεταβολή της αξίας των συναλλαγών σε σύγκριση με αυτή της προηγούμενης ημέρας.

Οι δύο τελευταίες στήλες που απεικονίζονται στην πίνακα τιμών, αφορούν τη ρευστότητα που υπάρχει στην αγορά και το ποσό αυτό μειώνεται ή αυξάνεται. Η πρώτη από αυτές αναφέρει τον αριθμό των ανοικτών συμβολαίων που υπάρχουν στην αγορά ανά κατηγορία προϊόντος, δηλαδή τα συμβόλαια τα οποία δεν έχουν λήξει ή δεν έχουν κλείσει με αντίθετη κίνηση και τη μεταβολή του αριθμού αυτών, όπως προέκυψε μετά τη συνεδρίαση που πραγματοποιήθηκε.



## ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ ΔΕΙΚΤΩΝ FUTURES ΣΤΟ ΧΠΔ

### Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε δείκτες – Index Futures

(Κλείσιμο 27.8.99)

ΜΗΝΑΣ ΠΑΡΑΔΟΣΕΩΣ - DELIVERY MONTH	ΤΙΝΗ ΕΜΦΩΣΗ - OPEN	ΑΝΩΤΕΡΗ ΤΙΝΗ - HIGH	ΚΑΤΩΤΕΡΗ ΤΙΝΗ - LOW	ΤΕΛΕΤΑΙΑ ΤΙΝΗ - LAST	ΤΙΝΗ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ - CLOSE	ΤΙΝΗ ΤΕΛΕΤΑΙΑΣ ΖΗΤΗΣΗΣ - LAST BID PRICE	ΤΙΝΗ ΤΕΛΕΤΑΙΑΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ - LAST ASK PRICE	ΤΙΝΗ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ - CHANGE IN SETTLEMENT PRICE	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΙΝΗΣ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ - CHANGE IN SETTLEMENT PRICE	ΑΝΩΤΕΡΗ ΤΙΝΗ ΔΙΑΦΕΡΑΣ ΖΩΝΗΣ - LIFETIME HIGH	ΚΑΤΩΤΕΡΗ ΤΙΝΗ ΔΙΑΦΕΡΑΣ ΖΩΝΗΣ - LIFETIME LOW	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΡΑΞΕΩΝ - NUMBER OF TRADES	ΟΥΚΟΣ ΣΥΝΑΜΜΑΤΩΝ - CHANGE IN TRADED VOLUME	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΟΥΚΟΥ ΣΥΝΑΜΜΑΤΩΝ - CHANGE IN TRADED VOLUME	ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΜΜΑΤΩΝ - TRADED VALUE	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΑΞΙΑΣ ΣΥΝΑΜΜΑΤΩΝ - CHANGE IN TRADE VALUE	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΩΤΕΡΩΝ ΣΥΝΑΜΜΑΤΩΝ - OPEN INTEREST	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΑΡΙΘΜΟΥ ΑΝΩΤΕΡΩΝ ΣΥΝΑΜΜΑΤΩΝ - CHANGE IN OPEN INTEREST	
Σεπτέμβριος 1999	2.820,00	2.825,00	2.805,00	2.810,00	2.807,93	2.810,00	2.808,00	10	2.810,00	2.807,93	2.807,93	9	2.807,93	2.805,00	2.805,00	53	444	2.494.113.500	433
Οκτώβριος 1999	2.841,25	2.841,25	2.827,75	2.828,25	2.832,73	2.838,50	2.828,25	1	2.838,50	2.832,73	2.827,75	28	148	2.827,75	2.841,25	28	838.458.000	140	
Νοεμβρίος 1999	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.874,00	2.846,00	5	2.874,00	2.863,13	0,00	0	0	0,00	0	0	0	0	
Δεκεμβρίος 1999	2.894,25	2.894,25	2.889,25	2.894,25	2.894,25	2.895,00	2.866,00	3	2.895,00	2.894,25	2.894,25	2	10	2.894,25	2.894,25	2	57.885.000	10	
Μάρτιος 2000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.982,00	2.952,00	0	2.982,00	0,00	0,00	0	0	0,00	0	0	0	0	
Ιούνιος 2000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3.062,00	3.032,00	0	3.062,00	0,00	0,00	0	0	0,00	0	0	0	0	

Σημ. Σημεία στον FTSE/ΑΑΔ: 20 (Μονάδα διαπραγμάτευσης: 1 μονάδα δείκτη X : 0,00 δρχ. Χρηματικός διακανονισμός)

Πηγή: Χρηματιστήριο Παράγωγων

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

#### *A) ΕΙΣΑΓΩΓΗ*

Το γενικό πλαίσιο στο οποίο αναφέρεται η δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα είναι η απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Έτσι είχαμε την είσοδο πολλών νέων τραπεζών στον τραπεζικό τομέα, (γεγονός που ήδη έχει αρχίσει να μεταβάλλεται με τις συνεχείς συγχωνεύσεις που παρατηρούνται και τη διόγκωση των τραπεζικών ιδρυμάτων), την ελεύθερη διαμόρφωση των επιτοκίων, ενώ ειδικότερα στο χώρο του χρηματιστηρίου, ο εκσυγχρονισμός του θεσμικού πλαισίου και η λειτουργία ανώνυμων χρηματιστηριακών εταιρειών έδωσαν νέα πνοή στην ανάπτυξη των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Επίσης η μεγάλη ανάπτυξη του όγκου των συναλλαγών, η αύξηση των εισηγμένων εταιριών και η συνεχής εισροή νέων επενδυτών και κεφαλαίου στο Χρηματιστήριο αποτελούν δείγμα της επιτυχίας των μεταρρυθμίσεων και βελτιώσεων που συντελέστηκαν τα τελευταία χρόνια.

Έτσι, η ίδρυση και η λειτουργία του ΧΠΑ αποσκοπούν στο να δημιουργήσουν και στην Ελλάδα τις δυνατότητες να υπάρξουν τα οφέλη που συνεπάγεται η ευρύτερη χρήση των παραγώγων προϊόντων. Αποβλέπουν στη συμπλήρωση των επιλογών των Ελλήνων επενδυτών με τη διάθεση παραγώγων προϊόντων τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά. Προς το παρόν παράγωγα προϊόντα είναι διαθέσιμα στην Ελλάδα εκτός χρηματιστηριακής αγοράς. Η δημιουργία οργανωμένης αγοράς περιορίζει τους κινδύνους των επενδύσεων σε παράγωγα, βελτιώνει την πληροφόρηση και την διαφάνεια των σχετικών συναλλαγών και τα καθιστά προσιτά σε ευρύτερο κύκλο επενδυτών. Επιπλέον καθίσταται ελκυστικότερη η αγορά του ΧΑΑ καθώς με αυτόν τον τρόπο παρέχεται στους επενδυτές του η δυνατότητα συνδυασμού επενδύσεων στο ΧΑΑ με αντίστοιχες επενδύσεις στο ΧΠΑ, επί των ίδιων υποκείμενων αξιών ή και δείκτη αξιών, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του συνολικού επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν. Γενικά η δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων αποτελεί βήμα βελτίωσης και ολοκλήρωσης της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου που, μεταξύ άλλων, θα την καταστήσει ελκυστικότερη στους ξένους επενδυτές.

## **B) ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ**

Με το νόμο 2533 που ψηφίστηκε το Νοέμβριο του 1997 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για την δημιουργία της επίσημης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Ο νόμος αυτός ορίζει τους κανόνες όχι μόνο της δημιουργίας και λειτουργίας Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ), αλλά και ξεχωριστής Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ). Το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ είναι ανώνυμες εταιρείες. Μέλη τους γίνονται τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στα οποία έχει χορηγηθεί ειδική άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το αρμόδιο εποπτικό όργανο. Αυτή τη στιγμή τα μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ ανέρχονται σε 20 και αποτελούνται από 4 τράπεζες και 16 χρηματιστηριακές εταιρίες (βλ. πίνακα 1).

Στο ΧΠΑ υπάρχουν δύο είδη μελών: τα απλά μέλη και οι ειδικοί διαπραγματευτές. Τα απλά μέλη είναι παραγγελιοδόχοι. Δεν τους επιτρέπεται να κάνουν συναλλαγές για δικό τους λογαριασμό, αλλά μπορούν να εισάγουν τις εντολές των πελατών τους στο σύστημα. Η δεύτερη κατηγορία που αφορά τους ειδικούς διαπραγματευτές διακρίνεται σε δύο τύπους: Α και Β. Οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Α, εκτός από χρηματιστηριακοί παραγγελιοδόχοι μπορούν να διαπραγματεύονται για δικό τους λογαριασμό, αναλαμβάνοντας ελάχιστες υποχρεώσεις έναντι της αγοράς. Οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β, εκτός των όσων ισχύουν για την προηγούμενη κατηγορία, έχουν την υποχρέωση να δίνουν τιμές αγοράς και πώλησης σε συνεχή βάση για τα προϊόντα εκείνα για τα οποία έχουν αναλάβει να είναι ειδικοί διαπραγματευτές, απολαμβάνοντας ταυτόχρονα μειωμένες προμήθειες συναλλαγών.

Οι προϋποθέσεις για να γίνει μια Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών μέλος του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ είναι να έχει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 300.000.000 δρχ. Προκειμένου να είναι μέλη τόσο του ΧΠΑ όσο και του ΧΑΑ, με δυνατότητα απλής διεκπεραιώσεως εντολής των πελατών τους, οι χρηματιστηριακές εταιρείες πρέπει να έχουν ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 500 εκ. δρχ. Επιπροσθέτως, για να μπορεί μια εταιρεία να είναι ειδικός διαπραγματευτής (τύπου Α ή Β), στο ΧΠΑ, πρέπει το καταβληθέν μετοχικό της κεφάλαιο να ανέρχεται τουλάχιστον σε 1 δισ. δρχ.

Εξάλλου, στον νόμο προβλέπονται δικλείδες ασφαλείας για την ομαλή λειτουργία του ΧΠΑ, όπως προϋποθέσεις προσωρινής διακοπής της λειτουργίας του και αναστολής διαπραγμάτευσης των χρηματιστηριακών αξιών των παραγώγων ή και πιθανά όρια ημερήσιας διακύμανσης των τιμών. Βεβαίως, κύρια ασφαλιστική δικλείδα

αποτελεί το υποχρεωτικό ποσό ασφάλειας που πρέπει να καταθέσουν τα μέλη της ΕΤΕΣΕΠ τόσο για δικό τους λογαριασμό όσο και για τους λογαριασμούς των πελατών τους. Αυτό το ποσό θα κατατίθεται στις τράπεζες που θα έχουν το ρόλο του θεματοφύλακα και διακανονιστή. Έτσι, για να μπορέσει ένας επενδυτής να παίρνει μέρος στις συνεδριάσεις του ΧΠΑ, πρώτα θα πρέπει να καταθέσει στην Τράπεζα Θεματοφυλακής (Πίνακας 2) το ποσό των 20 εκατ. δρχ. (ελάχιστο υπόλοιπο λογαριασμού), και επιπλέον να καταθέσει και το ελάχιστο περιθώριο ασφαλείας που είναι το 20% της αξίας του συμβολαίου (παραγώγου). Αυτά τα ποσά όσο παραμένουν στην τράπεζα τοκίζονται.

Δηλαδή, εάν για παράδειγμα ένας επενδυτής αποφασίσει να τοποθετήσει 5 εκατ. στο ΧΑΠ, θα πρέπει να διαθέτει τουλάχιστον 25,9 εκατ. δρχ. Πάντως, όπως εξηγεί ο πρόεδρος του ΧΠΑ, κ. Π. Αλεξάκης, το πλαφόν των 20 εκατ. έχει τεθεί σε αυτό το επίπεδο στο αρχικό στάδιο λειτουργίας του Χρηματιστηρίου για να αποθαρρύνει τους μικρούς επενδυτές, μέχρι οι ίδιοι και η αγορά ολόκληρη αποκτήσουν την απαραίτητη εξοικείωση με τα παράγωγα προϊόντα.

Εξάλλου, αργότερα η ΕΤΕΣΕΠ δεν θα επιβάλλει ελάχιστα ποσοστά ασφαλείας στους πελάτες των μελών της, αλλά η επιβολή αυτή θα επαφίεται στη διακριτική ευχέρεια των χρηματομεσιτών, οι οποίοι θα μπορούν να διαφοροποιούν το ύψος της ασφαλείας ανάλογα με τον κίνδυνο της ανοικτής θέσης κάθε πελάτη (κάτι που θα τους επιτρέπει να ταξινομούν τους πελάτες τους σε αντισταθμιστές και κερδοσκόπους όπως έχουμε αναλύσει προηγουμένως). Έτσι το νομοσχέδιο έχει βρει τη χρυσή τομή μεταξύ ευέλικτης κεντρικής εποπτείας και αυτοεποπτείας των μελών.

Τέλος, ο νόμος προβλέπει καθημερινό διακανονισμό του λογαριασμού κάθε πελάτη μετά το κλείσιμο της αγοράς. Αυτό είναι ένα μέτρο που συμβάλλει στη μείωση της πιθανότητας χρεοκοπίας ενός χρήστη, αφού όσο συχνότερα γίνεται ο διακανονισμός, τόσο μικρότερο μπορεί να είναι το ύψος των υποχρεωτικών καταβολών που διασφαλίζουν την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς.

Σήμερα το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ βρίσκονται στο πρώτο στάδιο της λειτουργίας τους, αφού το ΧΠΑ ξεκίνησε στις συνεδριάσεις του στα τέλη Αυγούστου του 1999. Κατ' αρχήν, το πρώτο θέμα που αντιμετωπίστηκε ήταν η οργάνωση των ανωνύμων εταιρειών ΧΠΑ ή ΕΤΕΣΕΠ. Ειδικότερα στην οργάνωσή τους περιλαμβάνονται η αποτύπωση της οργανωτικής δομής και των εργασιών τους, η διαμόρφωση των

εγκαταστάσεων και η απόκτηση εξοπλισμού, η κατάρτιση εσωτερικών κανονισμών λειτουργίας, η στελέχωση των οργανικών θέσεων, η εκπόνηση προγράμματος μάρκετινγκ και, τέλος, η εκπαίδευση των χρηστών της αγοράς παραγώγων. Το ΧΑΠ και η ΕΤΕΣΕΠ υλοποίησαν την οργάνωσή τους σε συνεργασία με ξένο σύμβουλο Χρηματιστηρίου παραγώγων προϊόντων.

Ακολούθως, διαμορφώθηκε με λεπτομέρεια όλο το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της αγοράς παραγώγων, ενώ ολοκληρώνεται και η περάτωση του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ), στο οποίο περιλαμβάνονται το σύστημα διαπραγμάτευσης παραγώγων προϊόντων και το σύστημα εκκαθάρισης των συναλλαγών επί παραγώγων.

Τέλος, το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ βρίσκονται σε ένα στάδιο προσδιορισμού των υπολοίπων προς διαπραγμάτευση προϊόντων και καθορισμού του χρονοδιαγράμματος εισαγωγής τους στην αγορά. Επομένως σημαντικό ρόλο για την επιτυχία του όλου εγχειρήματος έχει εκτός από ένα άριστο θεσμικό πλαίσιο παραγώγων, η διευθέτηση ορισμένων άλλων βασικών θεμάτων τα οποία αναφέρονται στο εξωτερικό του περιβάλλον, όπως η ολοκλήρωση της απλοποίησης, ο δανεισμός τίτλων και οι ανοικτές πωλήσεις, καθώς και η εναρμόνιση του θεσμικού πλαισίου του ΧΑΑ με τα νέα δεδομένα.

### **Γ) ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ ΧΠΑ**

Το ΧΠΑ στην Ελλάδα προβλέπεται να διαθέτει δέκα βασικές κατηγορίες προϊόντων που θα είναι διαθέσιμες στους επενδυτές, και θα βασίζονται σε δύο ειδών παράγωγα, το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures), και τα Δικαιώματα (Options).

Σε πρώτη φάση έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/ASE-20 (Πίνακας 3), τα οποία ικανοποιούν την ανάγκη αντιστάθμισης του συστηματικού κινδύνου διακύμανσης των τιμών μετοχών. Επομένως, τα συμβόλαια αυτά ικανοποιούν την πρώτη αναγκαία συνθήκη επιτυχίας της αγοράς παραγώγων που είναι η ύπαρξη αρχικής ζήτησης για αντιστάθμιση του κινδύνου στην αγορά. Από τη στιγμή μάλιστα που ο δείκτης που χρησιμοποιείται αφορά τις τιμές των μετοχών των 20 μεγαλύτερων εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο, οι οποίες είναι πολυμετοχές και είναι πολύ δύσκολο ένας μικρός

αριθμός μετόχων να επηρεάσει τη συμπεριφορά τους, εξασφαλίζεται αμέσως το κύρος των συμβολαίων. Βέβαια, θα πρέπει να υπάρχει συνεχής πληροφόρηση και διαφάνεια για τις εταιρείες του δείκτη και συνεχής καθημερινή διακύμανση στις τιμές των μετοχών τους.

Αναλυτικά τα δέκα προϊόντα που θα διαπραγματεύονται στο ΧΠΑ είναι τα εξής:

- 1) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/ASE-20.
- 2) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο 3μηνιαίο διατραπεζικό επιτόκιο Athlbor.
- 3) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου.
- 4) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην ισοτιμία δραχμής / ευρώ.
- 5) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην ισοτιμία δραχμής / δολλαρίου ΗΠΑ.
- 6) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην ισοτιμία δραχμής / γεν.
- 7) Δικαιώματα στον δείκτη FTSE/ASE-20.
- 8) Δικαιώματα σε μετοχές.
- 9) Τυποποιημένο προϊόν δανεισμού τίτλων (τυποποιημένο συμβόλαιο δανεισμού τίτλων με ελεύθερη διαπραγμάτευση του κόστους δανεισμού και μεταφορά των τίτλων σε απλούλοποιημένη μορφή την ημέρα συναλλαγής.
- 10) Προϊόν δανεισμού Χαρτοφυλακίου Τίτλων (μη τυποποιημένο συμβόλαιο δανεισμού χαρτοφυλακίων τίτλων προς εγγραφή, εκκαθάριση και μεταφορά των τίτλων σε απλούλοποιημένη μορφή. Υποκείμενη αξία θα είναι οι μετοχές που εμπεριέχονται στον δείκτη FTSE (ASE-20).

Όταν τους επόμενους μήνες το ΧΠΑ θα εμπλουτίσει τη σειρά των προϊόντων που θα διαπραγματεύονται σε αυτό με προϊόντα στηριγμένα πλέον σε μεμονωμένες μετοχές και όχι στον δείκτη, όπως αυτά που προαναφέραμε, θα μπορέσουμε να δούμε στην πράξη πώς λειτουργεί ο πραγματικός κερδοσκόπος, δηλαδή αυτός που πληροί και τα τυπικά χαρακτηριστικά αυτής της ιδιότητας, όπως η θεωρία των παραγώγων του περιγράφει. Το σημαντικότερο σημείο αναφοράς στη συμπεριφορά του κερδοσκόπου επενδυτή είναι ότι συνήθως δεν κατέχει τις μετοχές, τα συμβόλαια των οποίων διαπραγματεύεται, ενώ αναλαμβάνει τον κίνδυνο από δυσμενή μεταβολή στη μετοχική

αγορά. Ο κίνδυνος αυτός "μεταβιβάζεται" στην ουσία από άλλους επενδυτές που δεν είναι διατεθειμένοι να τον αναλάβουν.

Αν ο κερδοσκόπος επενδυτής αυτός έχει κάνει την πρόβλεψη ή είναι σε θέση να ξέρει ότι η μετοχή A (η οποία διαπραγματεύεται σήμερα στις 5.000 δρχ.) θα σημειώσει άνοδο κατά τους προσεχείς μήνες, μπορεί να πάρει "θέση" στην αγορά παραγώγων, αντί να πάει κατευθείαν στην υποκείμενη αγορά και να αγοράσει τη μετοχή.

Ας υποθέσουμε λοιπόν ότι η τιμή της μετοχής, το τίμημα δικαιώματος το οποίο καθορίζεται όταν κατασκευάζεται το προϊόν από το Χρηματιστήριο είναι 200 δρχ., και ότι το μέγεθος του κάθε συμβολαίου που επίσης καθορίζεται από το ΧΠΑ είναι 100 μετοχές.

Αγοράζοντας με αυτά τα δεδομένα κάποιος 200 δικαιώματα αγοράς (long call) της μετοχής A με τιμή εξάσκησης αποκτά το δικαίωμα αγοράς 20.000 μετοχών της A με κόστος 4.000.000 δρχ. (200 συμβόλαια X 100 μετοχές X 200 δρχ.). Αν έπειτα από ένα μήνα η πρόβλεψή του αποδειχθεί σωστή και η τιμή της μετοχής ανέβει κατά 10% στις 5.500 δρχ., το κεφάλαιό του θα φτάσει τα 6.000.000 δρχ. είναι δηλαδή μετοχές  $20.000 \times 5.500 - 5.000 - 200$ .

Η απόδοσή του δηλαδή από την αρχική τοποθέτηση των 4.000.000 δρχ. είναι της τάξεως του 50%. Αν αντί για την αγορά παραγώγων είχε απευθυνθεί στη χρηματιστηριακή αγορά με τα 4.000.000 δρχ. που είχε διαθέσιμα θα αγόραζε μόλις 800 μετοχές της A και το κέρδος του θα ήταν 4.000.000 δηλαδή 10%, όση και η άνοδος της τιμής. Η διαφορά είναι μεν εντυπωσιακή αλλά δεν πρέπει να παραβλέπουμε την πιθανότητα η μετοχή αντί για άνοδο να παρουσιάσει υποχώρηση κατά μικρό επίσης ποσοστό. Τότε, αυτό που είχε τοποθετηθεί στα παράγωγα θα χάσει όλο το αρχικό του κεφάλαιο.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

### Τα 20 μέλη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων

<i>Μέλος</i>	<i>Είδος Μέλους</i>
1. Εθνική Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Β
2. Ελληνική Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Β
3. Π&Κ Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Β
4. Σίγμα Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Β
5. Telesis Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Β
6. Alpha Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Α
7. Κάππα ΑΧΕ	Ειδικός Διαπραγματευτής Α
8. Midland Παντελάκης Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Α
9. Χίος Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Α
10. Χρηματιστηριακή Εργασίας Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Α
11. Ωμέγα Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Ειδικός Διαπραγματευτής Α
12. Ασπίς Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Απλό μέλος
13. Δεβλέτογλου Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Απλό μέλος
14. Ευροχχ Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Απλό μέλος
15. Metrolife Χρηματιστηριακή Α.Ε.	Απλό μέλος
16. Χρηματιστηριακή Μακεδονίας – Θράκης ΕΠΕΥ Α.Ε.	Απλό μέλος
17. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.	Μέλος ΕΤΕΣΕΠ
18. Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος	Μέλος ΕΤΕΣΕΠ
19. Τράπεζα Εργασίας Α.Ε.	Μέλος ΕΤΕΣΕΠ
20. Τράπεζα Χίου Α.Ε.	Μέλος ΕΤΕΣΕΠ

Τα μέλη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων και της ΕΤΕΣΕΠ είναι αναγκαία για να μπορεί ένας επενδυτής να αγοράζει και να πουλάει παράγωγα προϊόντα, δίνοντας εντολές.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

<b>Οι 10 Τράπεζες θεματοφυλακής</b>
Alpha Τράπεζα Πιστώσεως Α.Ε.
Δωρική Τράπεζα Α.Ε.
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
Midland Bank PLC
Societe Generale
Τράπεζα Εργασίας Α.Ε.
Τράπεζα ΕFG Eurobank Α.Ε.
Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.
Τράπεζα Χίου Α.Ε.



**Οι μετοχές του δείκτη**

<i>FTSE/ASE 20</i>	<i>ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ</i>
Εθνική	12,93%
Πίστεως	12,72%
Μακεδονίας - Θράκης	2,08%
Πειραιώς	6,96%
Εμπορική	7,06%
Εργασίας	9,59%
Χίου	2,52%
Ιονική	1,33%
ΑΓΕΤ	1,33%
3Ε	2,75%
Τιτάν	3,80%
ΕΛΒΑΛ	1,29%
ΕΛΠΕ	1,08%
Ιντρακόμ	1,30%
Μινωϊκές γραμμές	1,52%
Goody's	0,72%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	3,22%
ΕΠΑΤΤ	1,55%
ΡΑΝΑΦΟΝ	3,28%
ΟΤΕ	13,10%

**Δ) ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΧΠΙΑ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ Ε.Ε.**

Η Ελλάδα είναι μια από τις τελευταίες χώρες-μέλη της Ε.Ε. που προχωρούν στην ίδρυση ξεχωριστού χρηματιστηρίου για τα παράγωγα προϊόντα. Εντούτοις, ο ανταγωνισμός που επικρατεί στον χώρο είναι εντονότατος, καθώς η εισαγωγή στην πράξη του ευρώ θα μειώσει τη διαφοροποίηση των προϊόντων. Το πόσο έντονος είναι ο ανταγωνισμός γίνεται προφανές αν σκεφτούμε ότι μετά την εισαγωγή του ευρώ θα υπάρχει μόνο ένα μακροπρόθεσμο συμβόλαιο επιτοκίου στην Ευρώπη, αντί των πολλών μεταξύ των διαφόρων νομισμάτων που υπάρχουν σήμερα, και το

χρηματιστήριο εκείνο που θα ελέγχει το μακροπρόθεσμο δεκαετές ομόλογο της γερμανικής κυβέρνησης θα ελέγχει επίσης μεγάλο μέρος των συναλλαγών παραγώγων προϊόντων του ευρώ.

Αυτός ο ανταγωνισμός δεν μπορεί παρά να οδηγήσει στη μείωση των χρηματιστηρίων παραγώγων και σε συμμαχίες μεταξύ τους, κάτι που έχει αρχίσει να ισχύει στην πράξη. Ήδη το γαλλικό χρηματιστήριο παραγώγων, το MATTIF (τρίτο σε μέγεθος στην Ευρώπη, μετά το Γερμανικό DTB και το Βρετανικό LIFFE), άρχισε συνεργασία με τα χρηματιστήρια παραγώγων της Ισπανίας, Πορτογαλίας και Ιταλίας, καθώς και με το CBOT, το αντίστοιχο χρηματιστήριο του Σικάγου. Παράλληλα, ανάλογες συμμαχίες παρατηρούνται και στα υπόλοιπα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Έτσι, το νεότευκτο Χ.Π.Α. θα έχει πολύ δύσκολο ρόλο στην προσπάθειά του να καθιερωθεί. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά ο πρόεδρος του κ. Π. Αλεξάκης σε συνέντευξή του στην εφημερίδα ΤΟ ΒΗΜΑ "Το Χ.Π.Α. καλείται αυτή την περίοδο να οργανωθεί και να λειτουργήσει και παράλληλα να λάβει υπόψη του τα συμβαίνοντα στα υπόλοιπα χρηματιστήρια παραγώγων, και κυρίως στην Ε.Ε. Βασικός στόχος είναι να οργανωθεί και να ξεκινήσει τη λειτουργία του. Ταυτόχρονα, παρακολουθώντας τις εξελίξεις, να προσδιορίσει πρώτον, τις συνεργασίες του με άλλα χρηματιστήρια της Ευρώπης, καθώς πολλά θα έχουν την ίδια ηλεκτρονική πλατφόρμα με αυτό, και επομένως να συνεργαστεί με αυτά σε κοινά προϊόντα, και, δεύτερον, να δει πώς θα αξιοποιήσει τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης και την Κύπρο, όπου, κάνοντας για παράδειγμα δείκτες χώρας ή μεικτούς δείκτες, να προωθήσει παράγωγα προϊόντα".

Επιπλέον, η δημιουργία του Χ.Π.Α. εκτός από ένα πολύ σημαντικό βήμα στην ολοκλήρωση της παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στη χώρα μας, αποτελεί έναν τομέα υποκατάστασης των εισαγωγών. Έτσι, ενώ στο Χ.Α.Α. εισάγονται τίτλοι για διαπραγμάτευση μετά από αίτηση των ενδιαφερομένων και έγκριση των αρχών, η δημιουργία παραγώγων είναι διαδικασία που δεν δεσμεύεται γεωγραφικά. Για παράδειγμα, η μετοχή της MICROSOFT δεν μπορεί να εισαχθεί στο Χ.Α.Α. αλλά στο Χ.Π.Α. μπορεί να υπάρχει προθεσμιακό συμβόλαιο επί του δείκτη Dow Jones, στο οποίο συμμετέχει η MICROSOFT. Το αντίστοιχο μπορεί να γίνει και με ελληνικούς τίτλους σε ξένα χρηματιστήρια. Οπότε, με τη λειτουργία του Χ.Π.Α. οι Έλληνες επενδυτές θα μετακινηθούν από τις αγορές του εξωτερικού όπου αγοράζουν

εισαγόμενες επενδυτικές υπηρεσίες, στον εθνικό τους χώρο, αφού θα τους παρέχονται χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, υποκαθιστώντας έτσι τις έως τώρα εισαγωγές.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

### ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ύπαρξη υψηλής εμπορευσιμότητας είναι ο κύριος παράγοντας επιτυχίας ενός νέου χρηματιστηριακού παραγωγού και κατά δεύτερο λόγο της αγοράς παραγωγών στην οποία γίνεται η διαπραγμάτευσή του. Αρχικά θα πρέπει να γίνει προσεκτική μελέτη των παραγωγών προϊόντων που θα εισαχθούν στην αγορά με βάση κάποιους κανόνες που να μεγιστοποιούν την πιθανότητα της επιτυχίας τους. Βασικός κανόνας για την εισαγωγή κάποιου παραγωγού στην αγορά είναι αυτό το παράγωγο να είναι σε θέση να ικανοποιήσει τις ανάγκες κάποιων μελών μετόχων του χρηματιστηρίου παραγωγών έτσι ώστε η ύπαρξή του μέσα στην αγορά να έχει κάποιο νόημα.

Όπως έχει προαναφερθεί στις συναλλαγές που διεξάγονται υπό την εποπτεία ενός Χρηματιστηρίου Παραγωγών υπάρχουν δύο πλευρές με διαφορετικούς συνήθως σκοπούς. Η μια πλευρά είναι αυτοί οι οποίοι ενδιαφέρονται για αντιστάθμισή του και πιθανόν για κερδοσκοπία. Η άλλη πλευρά είναι οι χρηματομεσίτες που προσφέρουν τις συναλλακτικές τους υπηρεσίες στο ευρύτερο κοινό. Τα κέρδη των χρηματομεσιτών εξαρτώνται από τον αριθμό των συναλλαγών που πραγματοποιούνται καθημερινά.

Μια αύξηση της εμπορευσιμότητας των παραγωγών που έχουν επιλεγεί αυξάνει όχι μόνο τα κέρδη των χρηματιστηριακών γραφείων, αλλά μειώνει το κόστος παροχής των συναλλακτικών υπηρεσιών. Επομένως η ύπαρξη ή η μη ύπαρξη της αναγκαίας υψηλής εμπορευσιμότητας είναι η κύρια αιτία της επιτυχίας ή αποτυχίας ενός χρηματιστηριακού παραγωγού.

Η επίτευξη υψηλής εμπορευσιμότητας στηρίζεται σε τρεις βασικούς παράγοντες.

- (α) Η ύπαρξη μεγάλης αρχικής ζήτησης στην άμεση αγορά (spot market) για αντιστάθμιση του κινδύνου ώστε να προσελκυσθούν κερδοσκόποι οι οποίοι θα απορροφήσουν τον κίνδυνο και θα δώσουν εύρος και βάθος στην αγορά παραγωγών.
- (β) Η ύπαρξη συνεχούς διακύμανσης στην τιμή του προϊόντος της άμεσης αγοράς, ώστε να υπάρξει διαρκής ζήτηση από τις εταιρείες, τις τράπεζες και τους επενδυτές για αντιστάθμιση του κινδύνου και για κερδοσκοπία.

- (γ) Η φερεγγυότητα του χρηματιστηρίου παραγώγων φαίνεται από τον τρόπο με τον οποίο μπορεί να αντιμετωπίσει δραστικά κάποια θέματα όπως ο πιστωτικός κίνδυνος των μελών του.

Δευτερεύοντες παράγοντες, σε ό,τι αφορά την εμπορευσιμότητα ενός χρηματιστηριακού παραγώγου είναι κατ' αρχήν η ύπαρξη συνεχούς πληροφόρησης για τις τιμές στην άμεση αγορά επειδή οι τιμές στην άμεση και στην προθεσμιακή αγορά είναι αλληλένδετες. Επίσης ενώ άλλος παράγοντας είναι η ομοιομορφία του προϊόντος της άμεσης αγοράς ποικίλλει, τότε η οικονομική αξία του υποσχόμενου προϊόντος στη λήξη του προθεσμιακού συμβολαίου είναι ασαφής, κάτι που είναι δυνατό να αποθαρρύνει τους χρήστες να χρησιμοποιήσουν προθεσμιακά συμβόλαια. Τέλος ένας άλλος παράγοντας εμπορευσιμότητας ενός παραγώγου προϊόντος είναι η έλλειψη παρεμφερών παραγώγων προϊόντων που να ικανοποιούν τις ανάγκες των χρηστών και να υποκαθιστούν το συγκεκριμένο παράγωγο.

Σε ό,τι αφορά τις χρηματιστηριακές αγορές παραγώγων είναι χαρακτηριστική η περίπτωση των αγροτικών προϊόντων καθώς υπήρξε η πρώτη κατηγορία προϊόντων που στηρίξε αυτές τις αγορές. Αυτό συνέβη λόγω κάποιων ιδιαιτεροτήτων που παρουσιάζονται στις αγορές των αγροτικών προϊόντων σε σχέση με τις αγορές άλλων προϊόντων. Οι ιδιαιτερότητες αυτές εστιάζονται περισσότερο στο μεγάλο δίκτυο διακίνησης και επεξεργασίας, που παρουσιάζουν τα αγροτικά προϊόντα, από τον παραγωγό μέχρι και τον τελικό καταναλωτή. Αυτό έχει συνέπεια τη δημιουργία συνεχούς εμπορευσιμότητας στις προθεσμιακές αγορές καθώς οι διάφοροι μεσολαβητές αντισταθμίζουν τον κίνδυνο που απορρέει από την ύπαρξη διαθέσιμων στις αποθήκες τους. Είναι γεγονός ότι η υψηλή διακύμανση των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι στοιχεία που ευνοούν την ανάπτυξη των συναλλαγών σε παράγωγα.

Το ξεκίνημα των χρηματιστηριακών παραγώγων στην Ελλάδα έχει ξεκινήσει με προθεσμιακά συμβόλαια βασισμένα στο δείκτη FTSE/ASE-20, οπότε για την επιτυχία της αγοράς παραγώγων είναι σημαντικό η νομοθεσία που θα διέπει τα παράγωγα αυτά συμβόλαια να είναι εναρμονισμένη με τη νομοθεσία που διέπει τις τιμές του δείκτη. Πρέπει να εξομοιωθούν οι υποχρεωτικές καταβολές ασφάλισης στις μετοχές του δείκτη και στα παράγωγα του δείκτη. Πρέπει επίσης να εξομοιωθούν τα καθημερινά όρια διακύμανσης των τιμών ή προτιμότερο να εισαχθούν ώστε να αποφεύγονται

προσπάθειες επηρεασμού της τιμής από τους επιτήδειους. Επομένως θα χρειαστούν κάποιες αλλαγές στο υπάρχον θεσμικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τέλος, ο ίδιος ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων κ. Αλεξάκης αξιολογώντας τους παράγοντες οι οποίοι θα καθορίσουν την επιτυχία της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων στην ελληνική αγορά αναφέρει:

"Η επιτυχία της οργανωμένης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα θα αποτελέσει συνδυασμό της αποτελεσματικής οργάνωσης του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών αλλά και της ικανότητας του να παρέχει αξία (value) στα μέλη του και στους πελάτες του, να προσφέρει την υψηλότερη δυνατή ποιότητα στις υπηρεσίες του μέσα από τον καθορισμό των προδιαγραφών με αποτελεσματικούς κανονισμούς και εξειδικευμένα συστήματα επιτήρησης, σχεδίαση και ανάπτυξη των προϊόντων, η ανάπτυξη της αγοράς με εκπαίδευση, κατάρτιση, εκδόσεις, δημοσιεύσεις, πολυμέσα και μάρκετινγκ, η εξυπηρέτηση της καθημερινής λειτουργίας και ο έλεγχος, η διαπραγμάτευση σύμφωνα με τους κανονισμούς και τις διαδικασίες, η αποτελεσματική λειτουργία της τεχνολογίας της πληροφορικής και των συστημάτων, η προώθηση των συνεργασιών στην περιοχή μας και πέραν αυτής και γενικά η ανάπτυξη αποτελεσματικού στρατηγικού και επιχειρησιακού σχεδιασμού για το Χ.Π.Α. και την ΕΤΕΣΕΠ, θα οδηγήσουν στην ελληνική αγορά παραγώγων στην εκπλήρωση των στόχων της προς όφελος της εθνικής οικονομίας".

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

- **Άνοιγμα (Spread):** Μια σύνθετη θέση σε παράγωγα που αποτελείται από μια θέση αγοράς ενός συμβολαίου και μια θέση πώλησης ενός παρόμοιου συμβολαίου.
- **Άνοικτη Θέση (Open Position):** Η αποτύπωση ως προς τον αριθμό των συμβολαίων οποιουδήποτε συναλλασσομένου, που απορρέουν από πράξεις στα παράγωγα.
- **Άνοικτη Πώληση (Short Selling):** Συναλλαγή κατά την οποία ο επενδυτής δανείζεται μετοχές και τις πουλάει σε τρίτο, αναλαμβάνοντας έτσι την υποχρέωση να τις αγοράσει στο μέλλον για να τις επιστρέψει στο δανειστή. Με τον τρόπο αυτό πραγματοποιεί κέρδος ή ζημία ανάλογα με τις τιμές που πούλησε και κατόπιν αγόρασε τις μετοχές.
- **Αντιστάθμιση κινδύνου (Hedging):** Συναλλαγή κατά την οποία ένας επενδυτής προσπαθεί να προστατεύσει μια θέση του στην πραγματική αγορά (Χρηματιστήρια κ.λπ.) χρησιμοποιώντας μία αντίθετη θέση στην αγορά των παραγώγων.
- **Αξία Χρόνου (Time Value):** Η διαφορά της τιμής ενός δικαιώματος προαίρεσης μείον την εσωτερική του αξία.
- **Δείκτης FTSE/ASE-20:** Αυτός ο χρηματιστηριακός δείκτης είναι βασισμένος σε 20 από τις μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση και εμπορευσιμότητα μετοχές του Χ.Α.Α. Απεικονίζει τις κινήσεις της αγοράς και χρησιμοποιείται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων για την αξιολόγηση των επενδύσεών τους (benchmark).
- **Ειδικός Διαπραγματευτής (Market Maker):** Εκπρόσωπος εταιρείας - μέλους του ΧΠΑ με την υποχρέωση να παρέχει συνέχεια τιμές στις οποίες είναι διατεθειμένος να αγοράσει και να πουλήσει καθορισμένα προϊόντα, εξασφαλίζοντας έτσι επαρκή ρευστότητα στην αγορά.
- **Εξισορροπητική Κερδοσκοπία (Arbitrage):** Ταυτόχρονη αγορά και πώληση της ίδιας ή ισοδύναμων αξιών σε σημαντικά διαφορετικές τιμές που αποφέρει κέρδος δίχως κίνδυνο.

- **ΕΤΕΣΕΠ:** Είναι η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων, η οποία μπαίνει ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή σε παράγωγα προϊόντα.
- **Θέση Αγοράς (Long Position):** Είναι μια θέση αγοράς, η οποία δεν έχει κλείσει ακόμα. Δηλαδή, δεν έχει ισοσταθμιστεί από μία αντίστροφη συναλλαγή.
- **Θέση Πώλησης (Short Position):** Είναι μια θέση πώλησης, η οποία δεν έχει κλείσει ακόμα. Δηλαδή δεν έχει ισοσταθμιστεί από μια αντίστροφη συναλλαγή.
- **Καθημερινή Αποτίμηση (Mark to Market):** Διαδικασία που χρησιμοποιείται για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον FTSE/ASE-20, κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις (αγοράς ή πώλησης) σημείωσαν ζημιές πληρώνουν τις ζημιές τους αυτές στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημείωσαν κέρδη.
- **Όριο Θέσης (Position Limit):** Ο τυχόν περιορισμός που επιβάλλει εκάστοτε το Χρηματιστήριο Παραγώγων ως προς την δυνατότητα οποιουδήποτε προσώπου να διατηρεί ανοικτή θέση ή και τη δημιουργία ανοικτής θέσης της αγοράς ως σύνολο.
- **Περιθώριο Ασφαλείας (Margin):** Χρηματικά ποσά ή αξίες δεσμευμένες υπέρ της εταιρίας εκκαθάρισης ως ενέχυρο για την κάλυψη ζημιών από θέσεις σε παράγωγα προϊόντα. Στο ΧΠΑ ως περιθώριο ασφαλείας έχει ορισθεί το ποσό των 20 εκατ. δραχμών.
- **Πολλαπλασιαστής (Multiplier):** Δραχμικός συντελεστής που χρησιμοποιείται στα παράγωγα προϊόντα πάνω σε δείκτες για την μετατροπή των τιμών του δείκτη σε δραχμικά ισοδύναμα ανά συμβόλαιο. Για το ΣΜΕ στον FTSE/ASE-20 ως πολλαπλασιαστής έχει ορισθεί το ποσό των 2.000 δρχ. ανά μονάδα δείκτη.
- **Ρευστότητα (Liquidity):** Η ικανότητα να αγοράζονται ή να πωλούνται μεγάλες ποσότητες μιας χρηματοοικονομικής αξίας χωρίς να επηρεάζεται η τιμή της.



- **Τράπεζα Θεματοφυλακής (Margin Bank):** Τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των οποίων διενεργείται ο ημερήσιος διακανονισμός πράξεων επί παραγώγων και διατηρούνται περιθώρια ασφαλείας ανά επενδυτή.
- **Υποκείμενη Αγορά (Cash market – Underlying Market):** Η αγορά στην οποία διαπραγματεύεται η χρηματοοικονομική αξία πάνω στην οποία βασίζεται ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης ή ένα δικαίωμα προαίρεσης.
- **Δικαίωμα Προαίρεσης (OPTIONS):** Συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων (ενός αγοραστή και ενός πωλητή) που δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει από (αν πρόκειται για δικαίωμα αγοράς – call) ή να πουλήσει στον (αν πρόκειται για δικαίωμα πώλησης – put) πωλητή συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) και σε προκαθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης).
- **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (FUTURES):** Συμβόλαια σύμφωνα με τα οποία οι αντισυμβαλλόμενοι (ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πουλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου), σε προκαθορισμένη τιμή, και τα οποία συναλλάσσονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ – ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ  
ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ, ΑΘΗΝΑ 1990  
Εκδότης: Διον. Μαραθιάς και Σία.
2. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ – ΤΡΑΠΕΖΕΣ – ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ  
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 1990  
Εκδόσεις: Παρατηρητής
3. ΕΓΧΕΙΡΙΔΙΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ MARKET MAKING  
ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ, ΑΘΗΝΑ 1995  
Εκδόσεις: Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών
4. ΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΓΝΩΡΙΖΟΥΜΕ ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ – ΟΔΗΓΟΣ  
ΕΠΕΝΔΥΤΗ  
ΓΙΑΝΝΗΣ Κ. ΧΟΛΕΒΑΣ, ΑΘΗΝΑ 1991  
Εκδόσεις: INTERBOOKS
5. ΔΕΛΤΙΟ ΕΝΩΣΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ  
Δ' ΤΡΙΜΗΝΙΑ 1992  
ΜΑΡΤΙΟΣ 1995  
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 1995  
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 1995
6. ΤΕΧΝΙΚΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ  
ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΡΔΑΚΑΡΗ  
Εκδόσεις: ΕΛΛΗΝ
7. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ  
Δ. ΚΑΡΑΠΙΣΤΟΛΗ  
Εκδόσεις: ΕΛΛΗΝ
8. ΕΦΗΜ. ΤΟ ΒΗΜΑ, 14 Ιουνίου 1998  
ΕΦΗΜ. ΤΟ ΒΗΜΑ, 26 Ιουλίου 1998  
ΕΦΗΜ. ΤΑ ΝΕΑ, 13 Μαρτίου 1999  
ΕΦΗΜ. ΤΑ ΝΕΑ, 24 Απριλίου 1999  
ΕΦΗΜ. ΤΑ ΝΕΑ, 30 Απριλίου 1999  
ΕΦΗΜ. ΤΑ ΝΕΑ, 15 Μαΐου 1999  
ΕΦΗΜ. ΤΑ ΝΕΑ, 28 Αυγούστου 1999

ΕΦΗΜ. ΤΟ ΒΗΜΑ, 29 Αυγούστου 1999

ΕΦΗΜ. ΤΟ ΒΗΜΑ, 19 Σεπτεμβρίου 1999

